

PRAEVIDENTIA WEEKLY (2013 年 8 月 9 日)

豪ドル：夕立は一日降らず

短期的な反発機運が高まるも、長期上昇トレンドへの回帰は時期尚早

要約

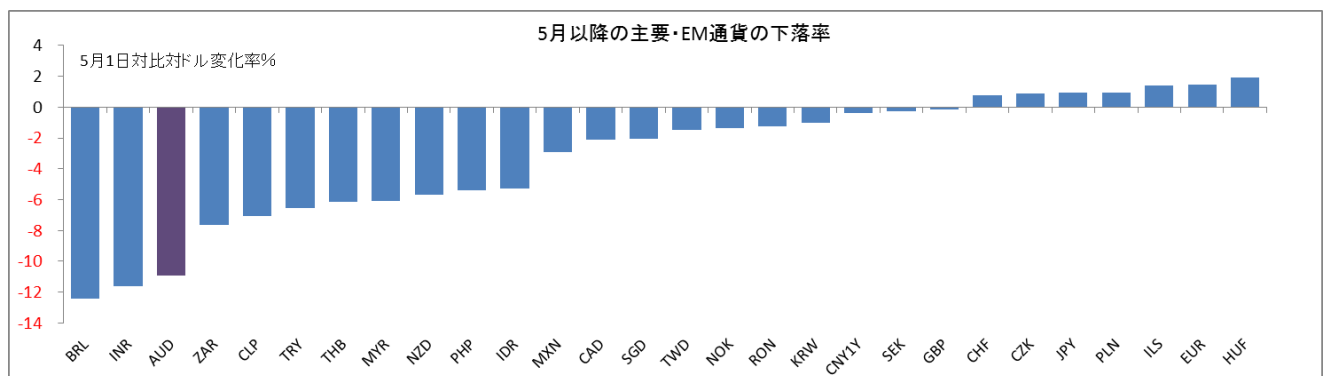
豪ドルは今年 5 月以降、対米ドルで 16% 下落した。米量的緩和縮小期待、中国景気減速懸念および豪利下げ・通貨安容認姿勢などが背景にあるが、これらの要因は足許で後退しつつあり、特に米 FOMC が 9 月に資産購入プログラム縮小を開始しない場合には、豪ドルは 9 月にかけて 0.97 ドルへ自律反発する可能性がある。但し、豪ドルが再び長期的な上昇基調に戻ったと判断するには、中国景気の再加速と鉄鋼・石炭等の需要が再び高まる必要があるが、現時点ではそれは時期尚早とみられメインシナリオではない。

豪ドル急落の背景：米量的緩和縮小期待、中国減速懸念、豪利下げ・通貨安容認姿勢

今年 5 月以降、為替市場では主に米景気の相対的改善と米資産購入プログラム縮小期待の高まりを受けたドル高の煽りを受けてエマージング通貨が総じて下落、ブラジルレアルやインドルピーが 10% 以上下落したが、豪ドルもこれらに次ぐ下落率となっている（図 1 参照）。EM 通貨に匹敵するだけの下落率となったのは、金融政策当局の通貨安に対するスタンスも作用しており、例えばブラジルは 4 月以降累積で 1.25% ポイントの利上げを行いレアル安をある程度抑制した面があった（利上げしていなければもっと下落していた）一方、RBA は 5 月、8 月と 25bps ずつではあるが利下げを行っただけでなく、金融政策決定時の声明文で豪ドル安に対して懸念を示すどころか、今後も更に下落するとの見通しおよび通貨安の恩恵を示し、通貨安容認姿勢を明確にしたことも豪ドルの下落率が大きくなった背景にある。

更に、中国の景気減速懸念、特に 6 月末にかけては中国当局の意図的な流動性引締めもあって同国の金融システム懸念も俄かに台頭したが、中国景気との関係でいえば、豪州は GDP に対する輸出比率は然程高くないにも拘らず、資源輸出面での繋がりから中国景気の影響を受け易い国として連想され易く、かつ他の EM 通貨よりも市場流動性が高いことから、豪ドルに売り圧力が集中し易かった面もある。

図 1：5 月以降の主要・EM 通貨の下落率



豪ドル安要因の変化：中国減速一服感、豪ハト派度の後退、豪米金融政策姿勢の織り込み

もっとも、足許では上述の豪ドル安をもたらしてきた諸要因に変化がみられてきている。中国では過剰設備や不動産バブル崩壊への懸念は根強く、金融危機などのリスクが実現する場合に更なる成長減速の可能性も燃っている状況に大きな変化はないが、短期的な景気循環面では PMI や輸出入統計に減速一服感がみられるほか、株価も下値を徐々に切り上げてきている。こうした中、RBA も 8 月の金融政策声明では従来のようにインフレ

見通しが更なる緩和を正当化する、という表現を将来の金融政策スタンスを示す文脈では用いなくなっており、目先の利下げ期待は後退しつつある（表 1 参照）。

表 1：RBA 声明文の変化（最終段落の金融政策に関する部分）

7 月	At today's meeting the Board judged that the easier financial conditions now in place will contribute to a strengthening of growth over time, consistent with achieving the inflation target. It decided that the stance of monetary policy remained appropriate for the time being. The Board also judged that the inflation outlook, as currently assessed, may provide some scope for further easing, should that be required to support demand.（理事会は需要を下支えするのに必要であれば、現時点でのインフレ見通しの下では更なる金融緩和の余地があると判断している）
8 月	The Board has previously noted that the inflation outlook could provide some scope to ease policy further, should that be required to support demand.（理事会は前回、需要を下支えするのに必要であれば、現時点でのインフレ見通しの下では更なる金融緩和の余地があると判断していると記述した）At today's meeting, and taking account of recent information on prices and activity, the Board judged that a further decline in the cash rate was appropriate. The Board will continue to assess the outlook and adjust policy as needed to foster sustainable growth in demand and inflation outcomes consistent with the inflation target over time.（理事会は引き続き、経済見通しを評価し、将来的なインフレ見通しと整合的な持続的な需要の成長およびインフレを実現するのに必要であれば政策を調整する）

更に、豪米金利差をみても、5 月以降の豪ドル安は金利差の動きから見てかなり行き過ぎだったが、金利差縮小にも一服感が出ている可能性が示唆されるほか（図 2 参照）、豪米金利差縮小の主因であった米国サイドの金利上昇についても、米雇用統計における雇用増加ペースの鈍さを受けて、Fed の早期資産購入縮小期待が概ね織り込まれた後むしろ 9 月 FOMC では開始されないかもしれない、および開始されるとしても縮小ペースは非常にゆっくりとしたものになるかもしれないとの見方が広まりつつあるとみられ、目先金利差が更に縮小するリスクは以前より低下している。

図 2：豪ドル/米ドル相場と豪米 10 年金利差

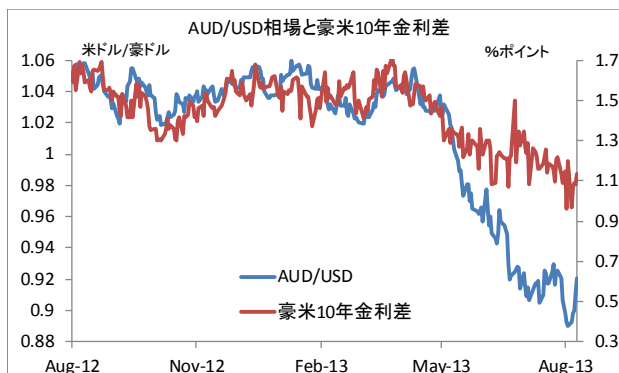
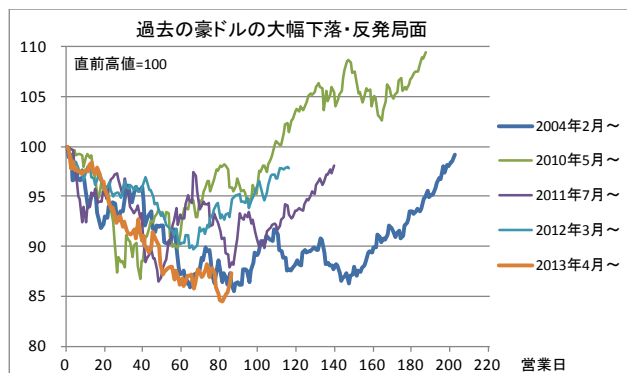


図 3：過去の豪ドル急落局面



豪ドル反発目途：0.97 ドル近辺

今回の短期間での豪ドル大幅下落はやや行き過ぎとみられ、長期的なトレンドが豪ドル安だとしても、短期的に自律反発の可能性が高まっている。過去に類似した急落局面をみると（2008 年 7 月以降のリーマンショック時を除く）、下落が 2、3 か月続いた後、同様の期間でほぼ全戻しとなるケースが多い（図 3 参照）。今回は 7 月に底をつけたかと思いきや 8 月に二番底をつけ、下落開始の直前高値（4 月 11 日、1.0582 ドル）から 4 か月程度と下落が長引いたことから、下落前の水準を回復するとしても 3、4 か月と同程度、年末までかかる可能性もある。それまでの間、9 月 18 日の米 FOMC での資産購入縮小開始とそれを受けた米金利上昇・米ドル高がリスクとなるが、その前までの 1 か月強の間で、4 月高値から 8 月安値への下落の半値戻し水準である 0.9715 ドル程度までは持ち直す可能性がある。そして FOMC で量的緩和縮小開始が後ずれしたり、開始されたとしても非常にゆっくりとしたペースでの縮小となる場合には豪ドル持ち直しが継続し、年末から来年にかけて 1.05 ドル台も視野に入ってくるだろう。

シカゴ IMM のネット豪ドルポジションをみると（図 4 参照）、過去最大水準の豪ドルショートが嵩んでおり、豪ドル売り持ち保有のネガティブキャリー（同ポジション保有者は金利を支払わねばならない）を考慮すると、豪ドルが反発せずとも、横ばいになっただけで豪ドルショート保有を削減する動きが出て、豪ドル反発を加速させるダイナミクスが働く可能性もある。

図 4 : AUD/USD 相場と IMM ポジション

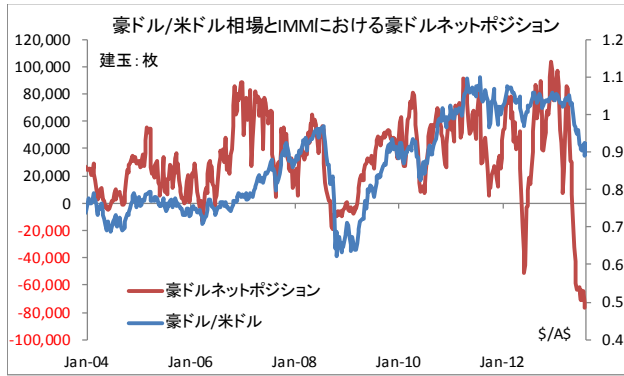
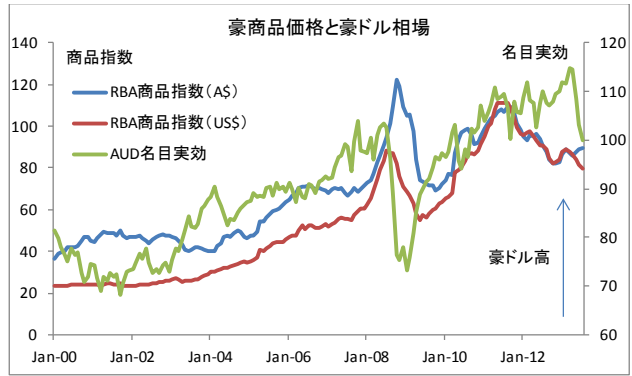


図 5 : 豪商品価格と豪ドル相場



豪ドルの長期決定要因としての資源価格の重要性

とはいえ、豪ドルが長期的に上昇トレンドに回帰するには、豪州の交易条件（輸出価格/輸入価格）が改善することが重要で、それには端的には中国景気が明確に再加速し、豪州の主要輸出品目である鉄鉱石や石炭の輸出価格が上昇する必要があるが、中国 GDP 成長率に関するコンセンサスをみると、既発表の 4-6 月期の前年比 +7.5% から今年 10-12 月期には +7.3% へ緩やかに減速、その後も来年にかけて同程度の成長率しか見込まれておらず、2015 年には再び年間 +7.2% へ再び減速するとみられている。こうした中、豪ドルと長期的な連動性が高い商品価格も明確な持ち直しに向かわない可能性が高い（図 5 参照）。RBA も追加利下げは必ずしも行わないとしても、通貨安志向・通貨安容認姿勢は継続する可能性が高い。このため、0.97 ドルへの反発が実現した後は、中国景気や FOMC と RBA の金融政策の方向性を再度見極める必要があるだろう。