

PRAEVIDENTIA WEEKLY (11月22日)

来年の豪ドル：通貨安の3つの要因

要約

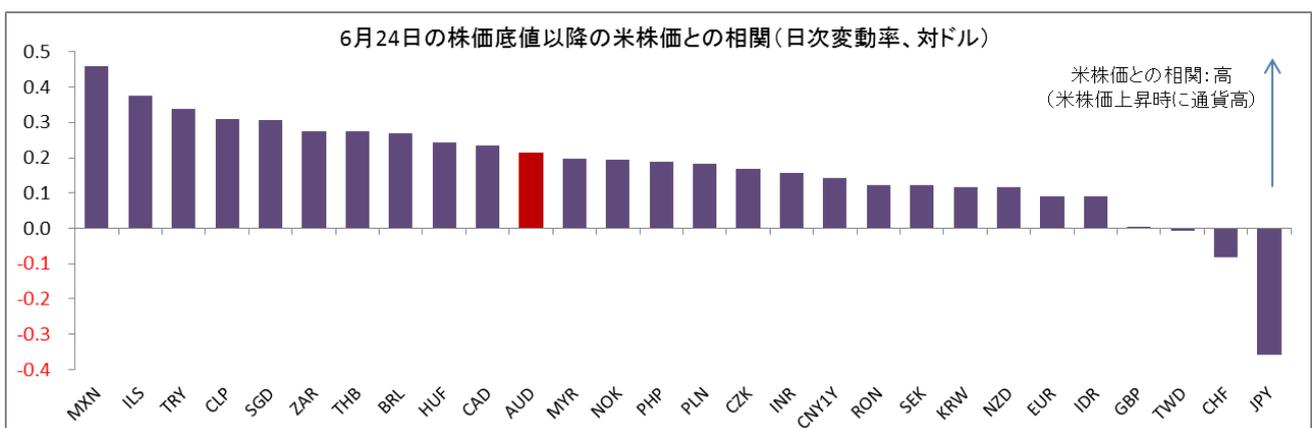
豪ドルは10月にかけて中国景気減速懸念と豪州追加利下げ期待の両方が後退する中で反発したが、既に目先の上昇力は尽きたとみられる。豪ドルは世界的な株高に乗れず、中国の三中全会後の改革期待にも乗れず、むしろRBA高官の執拗な通貨安誘導発言もあり下落基調に入った。来年も、中国で資源消費型の成長加速が期待できず豪州にとり重要な資源価格の伸び悩みが予想されるほか、米国の量的緩和縮小開始を受けた対米ドルでの下押し圧力、更にRBAによる豪ドル安誘導も継続するとみられる中、下落基調が続く公算が高い。豪ドル/米ドル相場は以上3つの要因を背景に、来年末にかけて0.82ドルへの下落もあり得よう。

つかの間の反発

豪ドル/米ドル相場は、世界的な新興国資産売りの動きにつれるかたちで8月5日に0.8848ドルの安値を付けた後は、中国景気減速リスクの後退と経済指標の改善、それに伴う豪州の追加利下げ期待の後退を受けた豪州金利の持ち直しを背景に大きく上昇、10月23日に0.9758ドルの戻り高値を付けた。この間、米国における量的緩和縮小開始の先送りや米政府機関閉鎖を受けた米ドル売りの恩恵も受けたかたちとなった。豪ドルの0.97ドル台への反発は、8月時点での当社見通しに沿ったものだったが、想定以上に時間がかかった(8月9日付当社ウィークリーレポート「[豪ドル：夕立は一日降らず](#)」を参照)。

その後足許にかけては、豪ドル/米ドル相場は0.92ドルを割り込む豪ドル安・米ドル高の展開となっている。これには、米国で良好な雇用統計を受けて量的緩和縮小開始期待が再び高まったことを受けた米長期債利回り上昇と米ドル高の影響のほか、RBAが毎回の金融政策会合時の声明で豪ドル高に対して懸念を示し続けていることも、市場の豪ドル高期待の高まりを阻害し、下落局面での動きを助長している。更に、かつては米株価・世界株価との連動性が高い高リスク通貨・高金利通貨として認識されていた豪ドルだが、最近は株価との相関が他の通貨と比べてあまり高くなく(図表1)、今年6月下旬以降の米株価反発・最高値更新局面では上昇に全くついて行けていない。今後、豪ドルは株価敏感通貨としては取引されなくなってくるだろう。

図表1：6月24日以降の主要通貨、新興国通貨の米株価との相関



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

来年：豪ドル安の4つの要因

来年も、豪ドルの対米ドル相場を巡る環境は芳しくなく、年末にかけて0.82ドルへ下落が継続する可能性が高いと当社ではみている。その背景としては大きく3つの要因が挙げられる。

- ① **まず第一に、豪州最大の輸出相手国である中国景気は鈍化が予想されている中、資源価格の伸び悩みが豪ドル下押し要因となる。**中国の景気見通しについては、今年7-9月期の前年比+7.8%成長から、来年10-12月期にかけて前年比+7.4%へ徐々に伸び率は鈍化していく市場予想となっている。これを既に反映するかたちで豪州にとり重要な資源価格は伸び悩んでおり、豪州の主要輸出品目についてRBAが算出しているコモディティ価格指数(ICP)をみると、2011年にピークをつけて以降は軟調が継続(図表2)、中でも57.5%と最もウェイトが大きいバルク指数(図表3)の低迷が足を引っ張っている。バルク指数には、鉄鉱石や石炭といった豪州の最大輸出品目が含まれている。

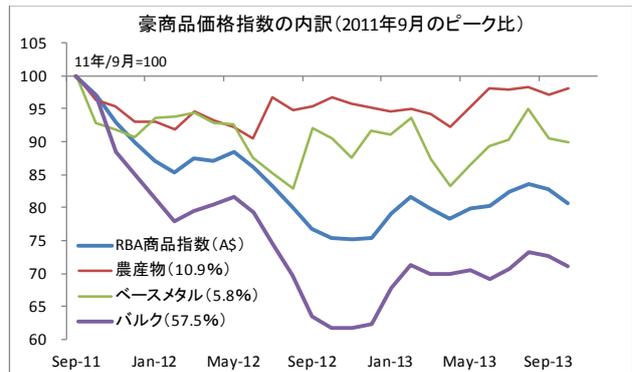
市場は中国共産党の三中全会で示された改革案を概ね好感、中国株価が大きく持ち直す契機となったが、内容としては公共投資を増加させて成長率を高めるような、資源輸出国である豪州が恩恵を受けるものではなく、むしろ統制価格の自由化、中央・地方財政改革、国営企業改革、戸籍制度の改善など経済・社会の構造改革という側面が強かった。また、人民元外為市場を含む金融市場の一段の自由化は、過去には豪ドルと連動性が高かった人民元先物の上昇圧力となっているが、豪ドルは中国人民元が自由に取引されないからこそ代理通貨として取引されていたため、今後(非常にゆっくりではあるが)人民元自体を取引できるようになると、代理通貨としての重要性の低下から中国関連材料が出た際の取引通貨として用いられなくなってくるとみられる。

図表2：RBA商品価格指数と豪ドル



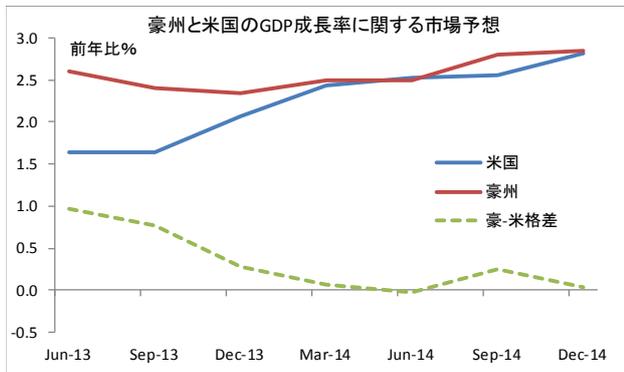
(出所) RBA データを基にプレビデンティア・ストラテジー作成

図表3：主要商品価格の2011年9月以降の動向



- ② **第二に、対米ドルにおいて、米成長率の豪州へのキャッチアップと資産購入縮小開始による金利差縮小が、豪ドル/米ドル相場を押し下げ易くなる。**豪州と米国の実質 GDP 成長率に関する市場予想をみると、来年10-12月期にかけて、豪州で前年比+2.9%へ緩やかに加速が見込まれている一方、米国は現在は前年比(通常米国では前期比年率が注目されるが、豪州との比較のため前年比に換算している)で1%台後半に留まっているが、来年初にかけて豪州に追いつく予想となっている(図表4)。更に、この間米国では遅くとも3月FOMCで資産購入縮小が開始される予想となっており、それに伴い米長期債利回りは豪州よりも上昇幅が大きくなるとみられ、豪米金利差も縮小し米国に有利、豪州に不利に動くと思われる(図表5)。

図表4：豪州と米国のGDP予想成長率格差



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表5：豪ドル/米ドル相場と豪米10年金利差



- ③ 更に、RBA は今後も豪ドル高牽制・豪ドル安誘導発言を繰り返すとみられ、豪ドルの上値抑制要因になるとみられる。欧州など他の中銀と同様、RBA も豪ドルの割安/割高について実質実効相場の長期平均からの乖離の程度を一つの尺度としている模様で（実質為替相場は長期平均に回帰、あるいは長期平均が均衡相場的一种とみなす考え方）、それによれば豪ドルは現在、1970 年以降の長期平均から 1 標準偏差程度しか高くなく、ぎりぎり通常の変動幅の範囲内であるにも拘らず、RBA は豪ドルが割高で、不快なほど高い（uncomfortably high）としている（図表 6）。これは恐らく、来年半ば以降にこれまで成長の牽引役であった資源関連投資の反落が予想される中で、製造業など非資源関連セクター主導の成長に経済をシフトさせる必要があり、そのためには豪ドル安が必要と考えているためである。このため、RBA は恐らく、豪ドルの実質実効相場が長期平均程度へ更に低下するまでは少なくとも豪ドル安誘導発言を続けるとみられる。

なお、RBA が利下げに踏み切る可能性は低いとみている。上述の中国景気や資源価格見通し、また対米ドルでの下落の可能性を考慮すれば豪ドル安が景気を下支えする効果があるほか、一方で住宅市場が過熱しつつある中で更なる利下げは避けたいと考えているとみられる。

図表 6：豪ドル、NZ ドルの割高/割安感



（出所）BIS データを基にプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 7：当社の主要通貨予想

通貨ペア	2013年		2014年			
	直近	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末
ドル/円	101.2	103.0	105.0	101.0	96.0	92.0
ユーロ/ドル	1.353	1.32	1.28	1.25	1.25	1.28
ユーロ/円	137.0	136	134	126	120	118
豪ドル/米ドル	0.918	0.90	0.88	0.86	0.84	0.82
豪ドル/円	92.9	92.7	92.4	86.9	80.6	75.4

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

豪ドルは対米ドルで 0.82 ドルへの下落も

当社はこれら 3 つの要因が作用するため、豪ドル/米ドル相場は来年下落が続くと予想、年末にかけて 0.82 ドルへの下落もあり得るとみている（図表 7）。市場予想は来年末が 0.88 ドルであるため、当社は豪ドルベア派といえる。対円では、上述の 3 つの要因のうち②の要素は働かず、むしろ金融政策面では年央に日銀の追加緩和の可能性があるため、年初までは対米ドルほどには豪ドル安圧力が働かないとみている。もっとも、年央以降は、J カーブ効果の顕現化を受けて日本の貿易赤字が縮小に向かう兆しがみられると、これまでの円安要因が一つ剥落することとなるため円買戻し圧力が働きやすくなるとみており、ドル/円が 92 円へ調整する過程で豪ドル/円も 75 円程度へ下落するリスクがあるだろう（来年のドル/円見通しについては当社ウィークリーレポート「[来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう](#)」を参照）。

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。

ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。