

PRAEVIDENTIA WEEKLY (12月20日)

来年の NZ ドル：キウイがタカになるとき

＜要約＞

当社は来年、NZ ドルが割高なバリュエーション、市場が既に利上げを相当程度織り込んでいること、住宅バブル崩壊のリスク、RBNZ の通貨安志向および米国の景気回復と量的緩和縮小を受けた米ドル高などから、対米ドルを中心に下落するとみている。このシナリオに対する最大のリスクシナリオは RBNZ の利上げがどの程度 NZ ドル押し上げに威力を持つかが、過去の利上げ局面における NZ ドル動向を検証すると、現在市場が想定するゆっくりとした小幅な利上げではなく、急速かつ大幅な利上げが行われる場合に、利上げが当社予想に反して NZ ドルを押し上げるリスクとなる可能性が示唆される。

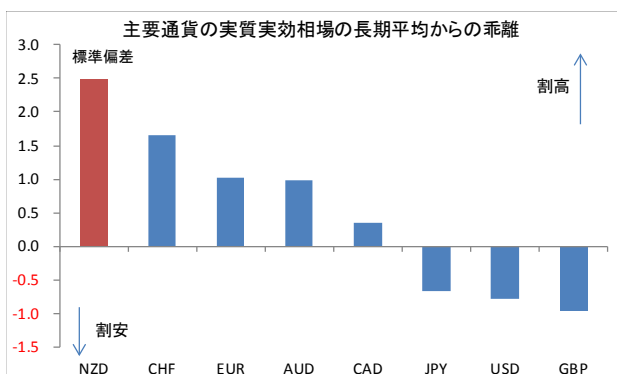
NZ ドル下落の 5 つの理由

当社は来年、NZ ドルが対米ドルで 0.75 ドルへ下落すると予想、背景としては以下の 5 つの要因を挙げている。

- ① 市場では来年中に 75bps 程度の利上げを予想しているが過去と比べあまり大幅利上げとはいえず、NZ ドルは先行きの利上げを既に相当程度織り込んでいる可能性が高く、実際に利上げをしてもサプライズではなく NZ ドル反発には繋がりにくいと思われること、
- ② 予想される利上げにより、現在 NZ で起こっている住宅バブルが崩壊に向かい、景気悪化懸念が逆に NZ ドル安圧力となり得ること、
- ③ NZ ドルは実質実効相場場の長期平均（長期的均衡値の一つとみなされることが多い）から歴史的な割高水準へ上方乖離していることから（図表 1、2）、利上げにより金利面で優位になったとしても上昇余地が限定されており、むしろ下落材料が出てきた際の反落の可能性の方が高いこと、
- ④ ニュージーランドの中央銀行である RBNZ は通貨高懸念発言を繰り返しており、再び NZ ドルが上昇する場合には小規模ながら実弾介入の可能性もあること、
- ⑤ 対米ドルでは、米国の景気回復および量的緩和縮小継続を受けた米金利上昇と米ドル高が、NZ ドル押下げ要因となること、

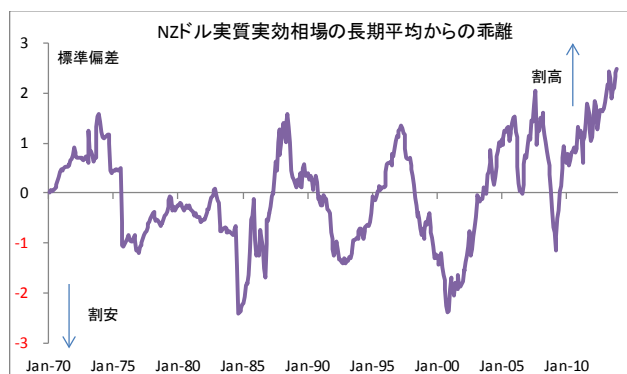
当社が市場予想（2014 年末 0.80 ドル）よりも弱気なのは、当社が③の NZ ドルが歴史的割高水準であることや、②の同国の住宅バブル崩壊の可能性をより重視しているためとみられる。

図表 1：主要通貨のバリュエーション指標



（出所）BIS データ等よりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2：NZ ドルのバリュエーション（長期推移）



下落シナリオへの最大のリスク：RBNZの利上げ度合い

来年中のRBNZによる利上げの可能性は既に債券、為替市場で相当程度織り込まれて上昇したとはいえ、実際の金利上昇により対NZ資金流入が増加してNZドルを押し上げる可能性もある。このため、99年以降4回あった政策金利（OCR）引上げ局面で、ニュージーランドの中長期債利回り（2年、10年）、NZ-米金利差およびNZドルの対米ドル相場がどのような動きだったかを検証し、当社のNZドル下落シナリオに対するリスクがどこにあるかを検証する（次頁の図表3を参照）。

① 99年11月～2000年5月：NZ利上げ、NZ中長期債利回り上昇にも拘らずNZドルが下落

世界的なITバブル期で、NZ利上げに先行して米国がFF金利引上げを開始し累計2.25%ポイントと、ほぼ同時期のNZの利上げ幅（2.00%ポイント）と同程度となったため、NZ-米金利差は拡大せず横ばいの中、NZドルは下落した。NZの中長期債利回りは実際の利上げ開始よりも半年程度前から大きく上昇していたにも拘らずNZドルが上昇しなかったことは、今回局面（次頁図表3の⑤）に似ている可能性が高い。

今回、来年3月前後の利上げ開始に向けて、市場では既にNZ中長期債利回りが1%ポイント以上上昇してきたが、同時に米国でも量的緩和縮小が開始され、米ドル買い圧力も強まっていることから、NZドル/米ドル相場は頭打ちとなっている。当時と今回の違いは、米国サイドではFF金利の引上げは視野に入っていないため、2年金利差はNZに有利な方向に拡大していることが挙げられるが、来年中淡々と継続されるとみられる米国の量的緩和縮小が米長期債利回りを押し上げつつ、年末にかけて量的緩和縮小終了が近づくと2015年中とみられるFF金利引上げ期待も高まり始め、2年金利差が縮小方向に向かいNZドル押下げ要因となろう。また、NZの利上げ幅についても、過去は半年間に1～2%ポイント引上げだったが、今回は1年間で0.75%ポイント程度とゆっくりとした小幅な利上げしか予想されておらず、NZの中長期債利回りに対する追加的な押し上げ圧力は高まりにくいだろう。

逆に言えば、NZの景気過熱により利上げが過去のような急速かつ大幅なものとなる場合、NZドルへの押し上げ圧力となる。但しこの場合も、現在NZで起きている住宅バブルの崩壊をもたらし、そこからくる景気後退圧力がNZドル押下げ要因として台頭してくることになる。あるいはこうした帰結を考慮すると急速かつ大幅な利上げはできない、という政策判断が働き、現在のような金融規制を通じたマクロブルードン政策を強化する選択肢が選ばれ易いだろう（当社ウィークリーレポート「[来年のマクロテーマ（2）：ポリシーミックスのバランスが崩れる時](#)」も参照）。

② 02年3月～02年7月：米金利が低下傾向の中、NZの利上げがNZドルを押し上げ

当時は、利上げを事前に織り込みNZ中長期債利回りが上昇していた間はNZドルは横ばいだったが、実際に利上げが開始された後は、NZの中長期債利回りが反落に向かったにも拘らず、OCRの引上げにつれてNZドルも上昇した。その背景には、米国サイドで中長期債利回りが低下しており、金利差がNZに有利な方向に拡大していたことが挙げられる。このため、今回局面は米国で長期債利回りが上昇している可能性が高いことを考えると、当時との類似性はあまり高くないだろう。

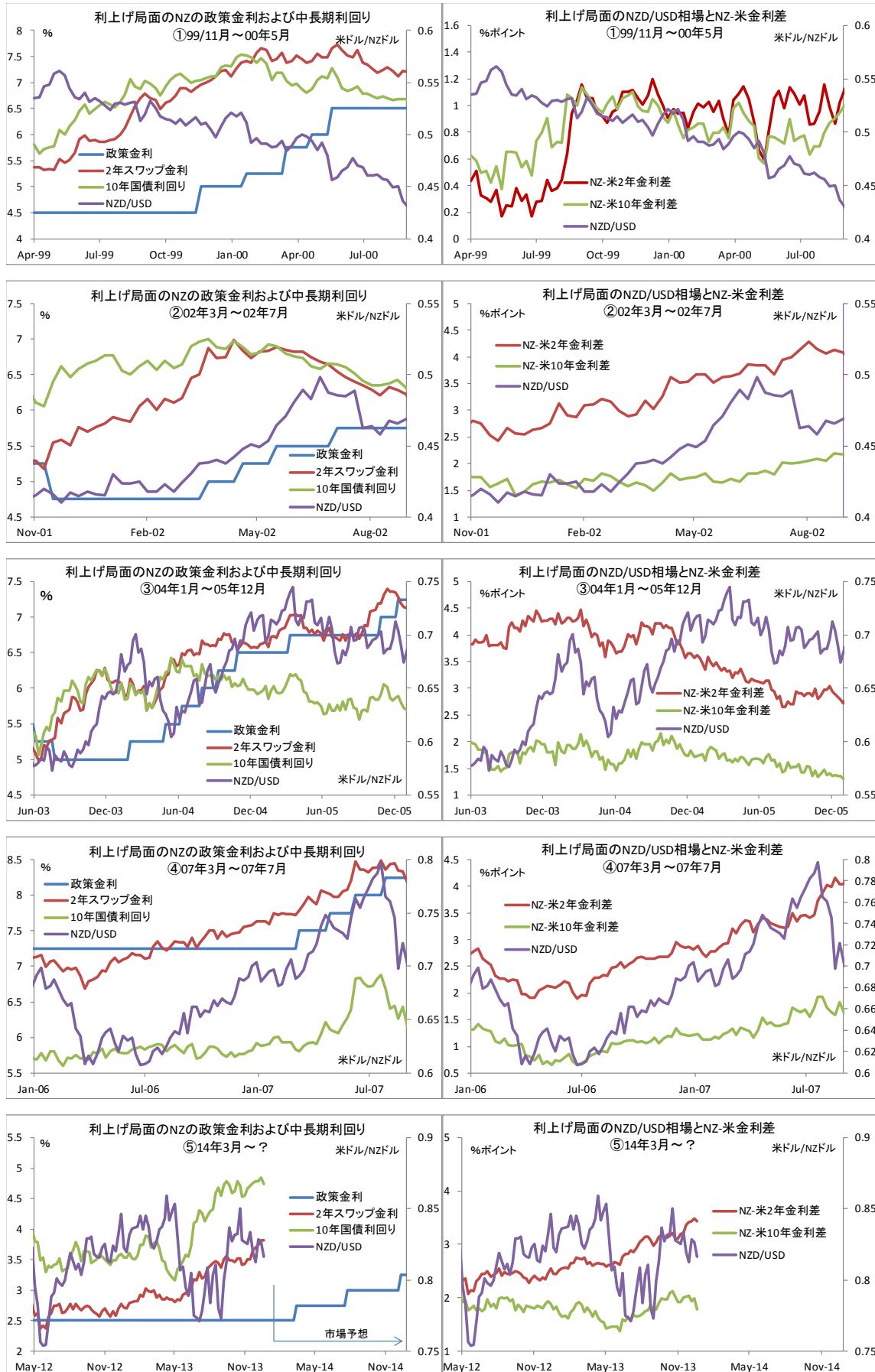
③ 04年1月～05年12月：世界的な円キャリー取引全盛期の中、NZ利上げの長期継続と共にNZドル高

NZの利上げ開始より半年程度前からNZドルの大幅上昇が開始し、利上げ直後にはむしろ大幅反落したが、その後追加利上げが連続して行われると、NZドルも持ち直し再度上昇局面に入った。この間、米国では当時の最低金利1.00%から2006年にかけて4.25%ポイント引き上げられ、NZの利上げ幅（1.75%ポイント）を大きく上回り、中長期金利差も米国に有利な方向へ縮小したにも拘らずNZドルの上昇が続いた。この背景には、世界的な円キャリー取引全盛期に向けた時期で、金利水準が高い通貨が好まれる傾向にあったことから、米国より金利水準が高いNZドルの方が好まれたためとみられる。円売り圧力が高まっている点は今回と類似しているが、今回は主要国で依然として金利が歴史的な低水準にあり、かつ世界経済も若干加速が見込まれているとはいえ世界的な好況というには程遠いことから、大きな金利差を狙った円キャリー取引の活発化は見込み難く、類似性は高くない。

④ 07年3月～07年7月：対米金利差拡大と共にNZドル高

当時は米国の利上げが既に一服し米中長期債利回りも方向感に乏しかった中で、NZの利上げ開始の半年以上前から事前に織り込むかたちでNZ中長期金利が上昇、対米金利差も拡大し、NZドルは続伸した。③と同様に当時は円キャリー取引全盛期の最終局面で、NZの金利水準が更に上がりNZドルへの需要が拡大したとみられる。今回との違いはやはり米国の金利動向で、米国の量的緩和縮小継続を受けた米金利上昇圧力と米ドル高圧力が、対米ドルでのNZドル上昇圧力を抑制することになるだろう。

図表3：利上げ局面の金利（左段）およびNZD/USD相場とNZ-米金利差の推移（右段）



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

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すようお願い申し上げます。

当資料は信頼できるとさ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おります。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。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641