

PRAEVIDENTIA WEEKLY (1月31日)

投資テーマ交錯下で浮かび上がるポンドと豪ドル

<要約>

最近の世界金融市場では、世界的な景気回復と一部先進国の超金融緩和政策の縮小の動きを受けて、「債券から株式へ」と、「新興国から先進国へ」という主に2つの投資テーマを基に資金が世界を駆け巡っていたが、そこへ「新興国リスク回避」という新たなテーマが加わったことで、各資産クラスや為替相場の方向性が分かりにくくなっている。このため、各テーマの通貨へのインプリケーションを整理すると、どのテーマでも負けにくい取引として、ポンド買いと豪ドル売りが浮上してくる。

米国債とドル/円に相反するシグナル

昨年5月以降、量的緩和縮小（いわゆるテーパリング）期待を受けた米長期債利回りの上昇と共にドル/円は上昇してきたが、これは米景気回復と超金融緩和政策の縮小という、①「債券から株式へ」といういわゆる Great Rotation の一環だった。またこれは、高まりつつあった中国の景気減速懸念と同時に起こったことから、相対的な成長率の方向性（加速か減速か）の違いに着目した、②「新興国から先進国へ」という資金の流れの一環という側面もあった（各テーマの詳細は次頁の表を参照）が、米長期債利回りとドル/円の上昇はいずれも、これら二つのテーマとは整合的なものだった。

もっとも、量的緩和縮小開始を決定した12月FOMC以降、為替市場ではテーパリングを相場材料とした米長期債利回り上昇やドル/円上昇のモメンタムは次第に弱まり、むしろトルコや南アなどの新興国の個別要因に注目した③「新興国リスク回避」といった第3のテーマの影響力が次第に強まっているように見える。この「新興国リスク回避」の場合、新興国市場から脱出した投資資金は米国債や先進国市場に投資される傾向があり、新興国の売りという面では②のテーマと整合的である一方、資金の向かう先が米国を中心とする債券であるという点で、①のテーマと真っ向から衝突する。このため、米国債には①からくる売り圧力と③からくる買い圧力が混在しており、年初入り後はどちらかというと③の影響力が強いものの、バランスがどちらに転ぶかを読むのが難しくなっている。このため、米長期債利回りとの連動性が高いドル/円も、目先この相反するテーマのバランスを比較衡量しながら動くこととなり、明確な方向感を失っている。

どのテーマでも負けにくい通貨

ではどの通貨ペアが、複数のテーマが交錯する中にも明確な方向性を維持し易いだろうか。一つはやはりポンド買いで、①、②のテーマにおける景気回復を受けた金融緩和解除の動きと金利上昇圧力、③のテーマにおける通貨、国債の流動性の高さからくる需要といった追い風がある。また、もう④番目の隠れたテーマである「住宅インフレ」において、英国では住宅価格上昇が著しいが今後更なる上昇の可能性があるため、英不動産投資目的のポンド買いを通じてポンドが上昇し易い面がある。他方、ポンド買いのリスクとしては、新興国リスク回避の際の英国債購入の動きあるいは米国債利回りにつれた英国債利回り低下の可能性や英国の経常赤字の大きさ（直近で対GDP比-3.8%）がある。もっとも、英国債利回り低下については、セーフヘイブンとしての機能の弱さからか、今年初以降でみると米国債や独国債よりも低下幅が小さく、金利差は対米、対ユーロ圏でポンドに有利化しているため、**対ドル、対ユーロでのポンド買い**がどの市場テーマに照らし合わせても比較的方向感が失われにくいとみられる。

豪ドル売りも、どの市場テーマに照らし合わせても適合し易い。①については豪州では金融緩和縮小に向けた段階には至っていないため当てはまらないが、②では新興国の景気減速の元凶となっている中国への資源輸出依存度が大きいことから、悪影響を受け易い。実際、豪州の中国向け主要輸出産品である鉄鉱石や石炭などバルクコモディティ価格は軟調が続いている。また、③についても、豪州は資源輸出国にも拘らず慢性的な経常赤字国だ。豪ドル売りポジションのリスクとしては、③の新興国リスク回避における、嵩んだポジションの削減の影響を受けるリスクがある。IMM 非商業筋のネットポジション動向をみると豪ドルショートポジションは1月21日時点で6.5万枚と、昨年8月2日のピークである7.7万枚に近づいている。なお、豪州住宅市場は堅調が続いており住宅価格は続伸の余地があるが、豪ドル安リスクを考慮すると海外投資家は豪州不動産投資に

慎重になるリスクがある。

米ドルと NZ ドルも比較的多くのテーマでポジティブな評価となるが、米ドルについては③のリスク回避局面での米国債への需要増と利回り低下が大きく、対円を中心にネガティブに出易いことがネックとなる。NZ ドルについては、③のテーマにおける経常赤字の大きさと、④のテーマにおける住宅バブル崩壊リスクがあるほか、NZ ドルは実質実効相場みて歴史的な高水準となっており、RBNZ も更なる NZ ドル高を阻止する姿勢を明確にしていることから、上昇余地が限られている。

図表：現在の金融市場における主要テーマと通貨へのインプリケーション

テーマ	背景/ロジック	選好/敬遠される資産	選好/敬遠される通貨
① Great Rotation (債券⇒株式)	世界金融危機後の超金融緩和が出口に向かう 超金融緩和を縮小できるほど実体経済が回復	◎株式：ディフェンシブからシクリカルへ、金利上昇にも耐えられる低レバレッジセクター・企業 ×債券：特に量的緩和政策の下で中銀の購入の対象となっていた長期ゾーンへの売り圧力、利回り曲線スティープ化	◎USD、GBP、NZD：他国に先立って景気回復が進展、金融緩和政策の解除に向かうことができ、金利上昇圧力がかかる国の通貨 ◎USD：家計の株式保有比率が高いため、株高が消費増・GDP 増に繋がり易い ×EUR、JPY：低インフレが続く、むしろ追加緩和が必要
② 新興国⇒先進国	中国における成長の「質」重視に伴う景気減速、資源・インフラ投資から消費へ 米英ユーロ圏および日本経済の持ち直し ⇒新興国の減速/先進国の加速というコントラスト	◎成長が加速する先進国：米、英、ユーロ圏、日本、NZ ○成長加速先進国を主要輸出相手とする新興国：メキシコ、シンガポール、韓国 ○中国向け消費財輸出国：NZ（乳製品） ×中国、中国向け資源輸出国・豪州	◎USD、EUR、JPY、NZD ○MXN、KRW、SGD ○NZD ×AUD
③ 新興国リスク回避	新興国から先進国への資金シフトという大きな流れに加えて、一部新興国における政治情勢の悪化が、そうした国からの資金流出に拍車 高インフレ国において、通貨安とインフレ高進の悪循環が発生	◎先進国の経常黒字国の通貨、債券 ◎流動性が高い通貨、国債 ○新興国の経常黒字国 ×新興国の経常赤字国、高インフレ国 ×先進国の経常赤字国 ×政情不安の国 ×ポジションが嵩んだ取引	◎CHF、EUR：JPY は経常黒字が縮小、時折赤字で経常黒字国としての地位が揺らぐ ◎米ユーロ圏日英の通貨、国債 ○KRW、SGD ×TRY、ZAR、BRL、MXN、INR、IDR ×AUD、NZD、CAD、USD、GBP ×UAH（ウクライナ）、THB、TRY、BRL、INR ×USD/JPY ロング、AUD ショート、CAD ショート
④ 住宅インフレ	低成長に伴う超金融緩和政策で住宅、不動産市場にマネーが流入	◎住宅、不動産 ○不動産投信（REIT） ×バブル崩壊時に悪影響を受ける銀行セクター等	◎USD、GBP、AUD：住宅価格は上昇中だが更なる上昇余地 ×NZD、CAD、CHF：住宅価格上昇率は高いが、バブル崩壊リスクも高まっている

(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