

PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月28日)

NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか

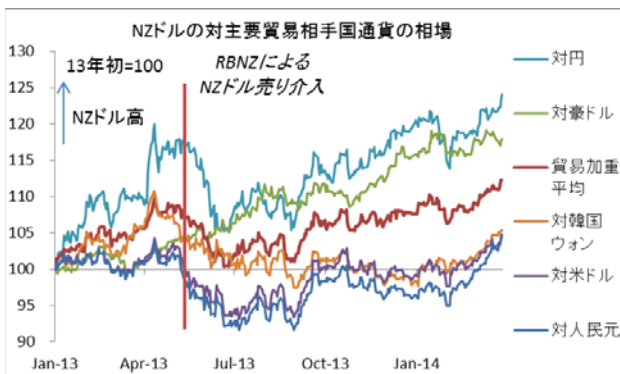
<要約>

NZドルの快進撃が続いており、G10 主要通貨の中で最も年初来上昇率が高いだけでなく、貿易加重平均ベースで歴史的な高水準に達している。NZ 景気的好調と先進国初の利上げ開始が主因だが、利上げはサプライズではなかったにも拘らず NZ 短・中期金利が上昇していることや、RBNZ が NZ ドル高牽制を控えていることがサプライズだ。4 月にかけては季節的な追い風もあって一段高もあり得る。もっとも、既に 1%ポイントの追加利上げは織り込まれてきているほか、NZ の主要輸出品目である乳製品価格の下落見込み、RBNZ の NZ ドル高牽制再開リスクや連続利上げの住宅バブル破裂や景気抑制効果などから、年後半からは反落に向かうだろう。

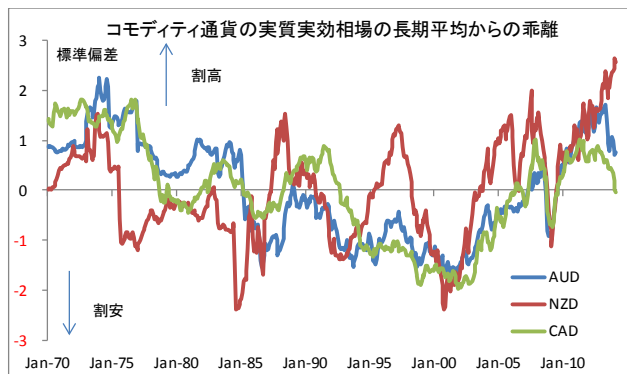
天国に最も近い G10 通貨、パーフェクトストームか？

ニュージーランドドルは対米ドルで年初来 5%上昇、豪ドルや円を抑えて G10 主要通貨でトップのパフォーマンスとなっている。それだけでなく、中央銀行が通貨の強さを総合的にみるために用いている NZ ドルの貿易加重平均相場（実効相場とも言う）は、1970 年以降で最高水準かつ長期平均（均衡水準とみなされる）からの乖離幅も非常に大きく、歴史的な高水準かつ割高、と言える（図表 1、2）。

図表 1：NZ ドルの対主要通貨の推移



図表 2：NZ ドルの長期的なバリュエーション



（注）実質実効（貿易加重平均）相場は長期平均に回帰するという考え方および実証分析の結果があり、長期平均が均衡値とみなされ、その水準からの乖離度合いの大きさを標準偏差で示している。標準偏差で上下に 2 以上乖離すると、行き過ぎとされる。

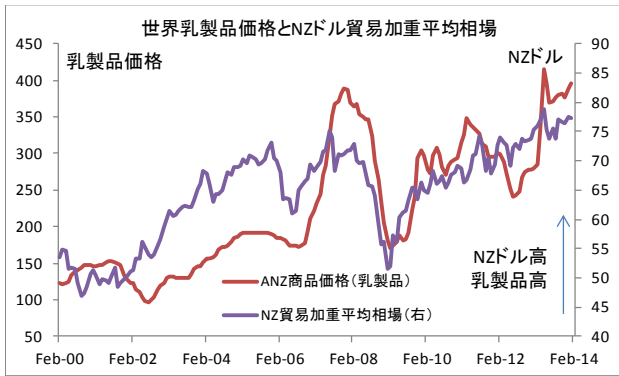
（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

NZ ドル高の要因としては、①高成長（2014 年の GDP 成長率のコンセンサスは NZ が+3.0%と、豪州の+2.8%、英米の+2.7%を上回る）、②主要輸出品である乳製品価格の世界的高騰（図表 3）、③先進国で最初の利上げと先行きの利上げ継続見通し（Wheeler・RBNZ 総裁は今年更に 1%ポイントの利上げを行うと述べ、金融政策声明では今後 2 年間で約 2%ポイントの利上げが必要と述べている）、④住宅バブルを受けた利上げの必要性（図表 4）、などに加えて、足許は RBNZ が NZ ドル高牽制をしていないことも NZ ドルを買い易くしている。

足許、確かにニュージーランド経済指標が市場予想を上回ってきてはいるが、今年の利上げは昨年から既に RBNZ が「予言」していたし市場も既に織り込んでいたはずであるにも拘らず、3 月入り後にニュージーランドの短期～中期金利が更に上昇したのは想定外だった。これは一部には、市場が想定していた 0.75~1.00%ポイント程度の年内の利上げ幅よりも大幅な（1.25%ポイント）利上げ幅を Wheeler 総裁が示唆したことも寄与している。また、NZ ドルが昨年 5 月に RBNZ が通貨高を懸念して NZ ドル売り介入を行った水準に来ているにも拘らず（図表 1）、最近では RBNZ から強い NZ ドル高牽制発言が聞かれないことも想定外だった。目先 1, 2 か月は、上昇トレンドが形成されているほか、4 月の季節的な NZ ドル上昇傾向もあって、一段高の可能性は否定できない（「NZ ドルの季節性」を参照）。対米ドルで 11 年 8 月高値である 0.8843 ドル、対円で 90 円台

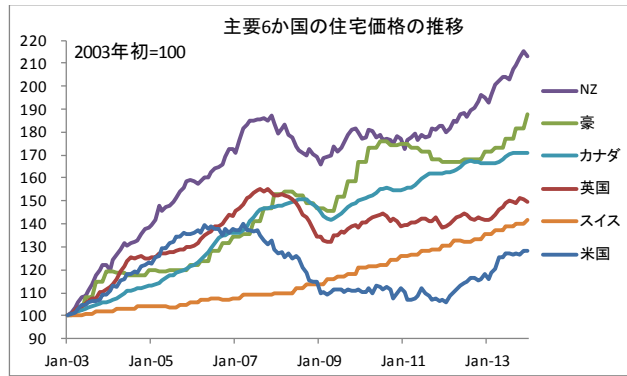
もあり得よう。

図表 3：乳製品価格と NZ ドル



(出所) プレバデンティア・ストラテジー作成

図表 4：主要国の住宅価格

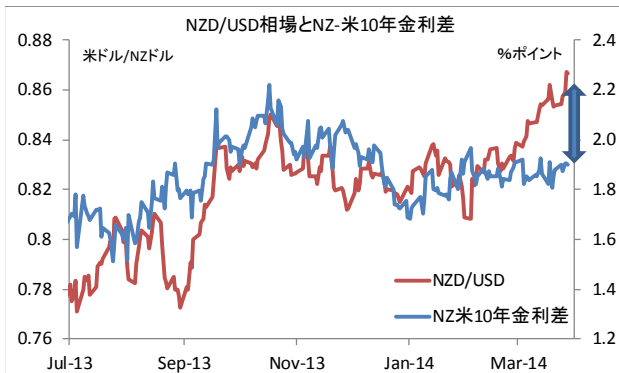


永遠には上がり続けられない

但し、行き過ぎはいずれ修正されるのが市場の常だ。NZ ドルについても、今後の反落をもたらし得る要因が幾つか存在する。

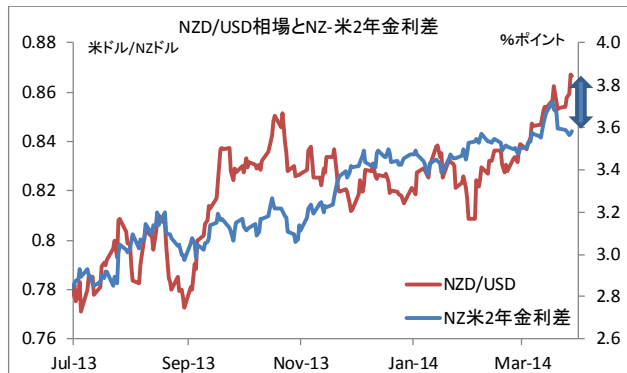
- ① **乳製品価格の下落見通し**：ニュージーランドの主要輸出品である乳製品価格について、目先は中国からの旺盛な需要を背景に堅調が続くものの、年末にかけては世界最大の乳製品輸出業者であるニュージーランドのフォンテラ社をはじめ世界の主要生産者が生産を増やし供給が増えることから、下落を予想する向きが多い。乳製品価格の下落は、輸出数量が一定とすると輸出収入の減少と貿易収支の悪化に繋がり、NZドル安要因となる。因みに、RBNZ も直近 3 月の金融政策声明において、今後の乳製品価格下落を受けた交易条件（輸出価格を輸入価格で割ったもの）悪化と NZ ドル安を予想している。
- ② **対米金利差から乖離した NZ ドル高**：今年に入って以降、ニュージーランドの 10 年債利回りは低下しており、同じく低下基調の米国分との金利差は横這いにも拘らず NZ ドル/米ドルは大きく上昇している（図表 5）。他方、ニュージーランドと米国の 2 年金利差をみると、特に 3 月以降ニュージーランド分が上昇したことから金利差はニュージーランドに有利な方向に拡大、NZ ドル上昇は整合的だが、3 月 FOMC 後の米 2 年債利回りの大幅上昇を受けた金利差縮小にも拘らず NZ ドルが上昇を続けている点、乖離が生じてきている（図表 6）。米国では年内の FF 金利上げはかなり可能性が低いシナリオだが、今年 10 月頃に資産購入縮小が終了すると、市場の関心は一気に FF 金利上げタイミングに移り、米国ではこれまでは FF 金利を長期に低水準に保つことを約束するフォワードガイダンスのお陰で低水準かつ非常に小さい動きに留まっていた 2 年債利回りが大きく振れ易くなり、結果的には上昇に向かうことになる。そうすると 2 年金利差は縮小方向に向かい、NZ ドルは対米ドルで下落し易くなるだろう。

図表 5：NZ と米国の 10 年金利差



(出所) プレバデンティア・ストラテジー作成

図表 6：NZ と米国の 2 年金利差



- ③ **RBNZ の NZ ドル高牽制再開**：RBNZ は昨年末から今年初までは、今後の利上げの必要性に言及すると同時に、NZ ドルが上昇すると必要な利上げ幅は小さくなると述べるなど、金利と為替を両睨みで政策運営を

していた印象だったが、3月の利上げ以降は、利上げの継続を示唆する一方でNZドル高については経済にとって逆風、と述べるに留まっている。これは、NZドル高が景気を腰折れさせないという自信の表れとみられるが、今後、住宅市場その他で利上げの効果がみられ始め、住宅バブルが崩壊に向かう場合や、NZドルが急上昇する場合には、利上げペース鈍化を示唆したり、利上げの代わりに、NZドル押し上げ効果が利上げと比べて小さいとみられる、銀行に対する融資規制（マクロプルーデンス政策）の維持や強化にシフトする場合には、NZドル反落のサインとなる。

- ④ **RBNZ 法改正の議論**：今年9月20日実施の総選挙を控えて、最大野党の労働党は、RBNZに物価安定だけでなくより広い責務を負わせるようRBNZ法を改正するよう訴えており、選挙の争点の一つとなっているようだ。具体的な改正案の内容は明らかになっていないが、NZドル高に苦しむ輸出企業に配慮するものになるとされており、改正されるとすればハト派的な金融政策運営となる可能性がありNZドルの重石となるだろう。2月から3月にかけて行われた世論調査によれば、Key首相率いる与党国民党の支持率は45.5～51.0%とトップで、労働党は29.5～34.0%と差をつけられているが、RBNZ法改正で同様の立場を取る緑の党（8.0～14.0%）やニュージーランド・ファースト党（3.1～3.6%）と連立を組む場合には国民党を上回る可能性もある。

NZドルの対米ドル、対円での下落見通しを維持

3月RBNZ理事会を受けて年内の利上げ幅が従来の想定より大きいとの見方が強まっていることや、4月の季節的なNZドル上昇傾向も考慮し、6月末予想はほぼ現在と同程度の0.86ドルへ小幅上方修正する（従来予想は0.82ドル）。もっとも、その後の下落方向の見通しは維持し、来年3月末にかけては米国の利上げ期待の高まりを受けた米ドル高も作用してくることから、0.77ドルへの下落を予想している。対円でも、ドル/円が95円へ下落すると予想していることから、NZドル/円も年度末にかけて75円へ下落すると予想している。

図表7：当社のNZドル見通し

通貨ペア	直近	14年6月末	14年9月末	14年12月末	15年3月末
ドル/円	102.9	100	98	95	98
(市場予想)		105	107	110	110
NZドル/米ドル	0.865	0.86	0.83	0.80	0.77
(市場予想)		0.83	0.83	0.82	0.80
NZドル/円	89.1	86	81	76	75
(市場予想)		87.2	88.8	90.2	88.0

(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。

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