

PRAEVIDENTIA WEEKLY (8月2日)

NZD：覆水お盆後も返らず¹

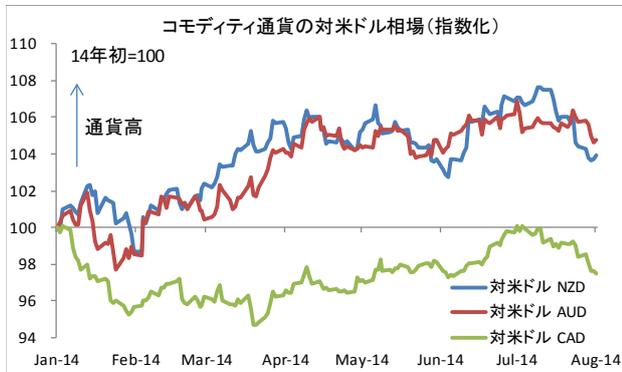
<要約>

7月までは4回連続利上げを背景に主要通貨をアウトパフォームしてきたNZドルだが、RBNZが利上げ休止期間入りしたほか、乳製品価格の下落が止まらないこともあって、NZドルの下落基調が鮮明となってきた。今後、米利上げ開始時期の議論の高まりを受けた米ドル高がNZドルの対米ドル相場の続落に繋がるだけでなく、足許不安定になってきている米株価のボラティリティ上昇も、NZドル安圧力となる。

利上げの威力

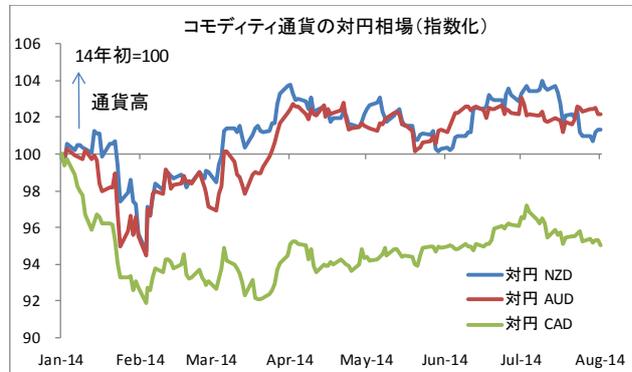
NZドルの先進国初の利上げ開始は十分に織り込まれている一方、NZドルは既に昨年より歴史的な高水準に達していたことから、利上げ開始でもNZドルは上がらず、むしろ下落に向かうというのが、NZドルに関する昨年来の当社のシナリオだった。もっとも、それに反して、中央銀行であるニュージーランド準備銀行(RBNZ)が今年3月に利上げを開始して以降、4回連続という市場予想を上回るペースで利上げをする中で、米金利と米ドルがFedの量的緩和縮小開始(テーパリング)にも拘らず上昇しなかったこともあって、NZドル/米ドル相場は7月にかけて続伸し、主要通貨の中でアウトパフォームし、対米ドルで年初来+7.4%まで上昇した(図表1、2)。今年前半の世界的な市場ボラティリティの低下も、金利差に着目したキャリー取引にとり好環境、という見方もあって、主要通貨の中では比較的高金利のNZドルが買われ易かった、という面もあり、利上げがなかった豪ドルをアウトパフォームした。

図表1：コモディティ通貨の対米ドル相場



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：コモディティ通貨の対円相場



盛者必衰の理

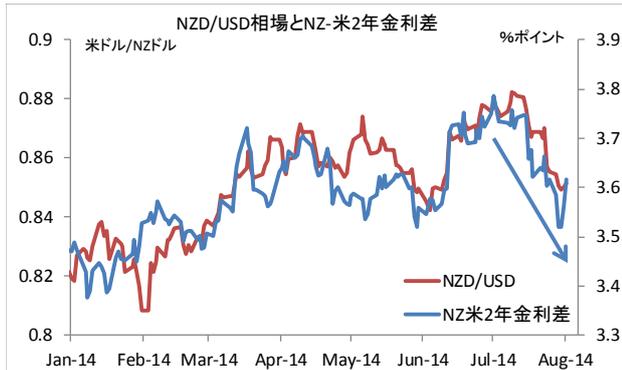
もっとも、7月入り後にNZドルは対米ドルで一転して反落し、6月末対比で-2.8%下落と主要通貨で最悪のパフォーマンスとなり、上昇トレンドが反転し始めたようだ。最大の要因は①RBNZが4回連続利上げの後、7月会合で利上げ小休止を宣言したことだった。これを受けて現在市場では、年内もう一回程度しか追加利上げが織り込まれていない。同時に、②RBNZはNZドル高に対する牽制を強め、7月会合の声明文ではNZドルの水準は「正当化されず、持続不可能で、大幅下落の可能性」とされ、NZドル売り為替介入の可能性を示唆した。更に、③米2年債利回りの急上昇と共に金利差が米ドルに有利化し、米ドルが対主要通貨で一般的に上昇したことも、NZドル安を後押しした(図表3)。

またファンダメンタルズ要因として、ニュージーランドの主要輸出品である乳製品の世界価格の大幅下落が続

¹ 諺「覆水盆に返らず」は英語で It's no use crying over spilt milk (直訳：こぼれた牛乳を嘆いても無駄)。

いたことも大きい。世界乳製品取引（Global Dairy Trade、GDT）価格指数は2013年4月にピークをつけた後、直近のオークションではピーク比で4割減の水準へ下落、2001年以降の長期平均水準まで下がった（図表4）。そもそもニュージーランドは、中国における投資から消費（チーズなど）へという成長の牽引役のシフトから最も恩恵を受ける国の一つとされ、昨年の三中全会で示された一人っ子政策の緩和も、乳幼児向けミルク需要の高まりが想起され、ニュージーランドの「勝ち組」としてのイメージを補強した。特に、中国の従来型のバルクコモディティ（石炭、鉄鋼）を多用する投資主導の成長から恩恵を受けてきた豪州とのコントラストも意識された。それが、確かに中国向けの需要は数量面で増加している一方、世界でこうした中国における需要拡大に対応しようと、一斉に供給が増やされたとみられ、需給関係が崩れたことが世界乳製品取引価格の大幅下落に繋がっているようで、こうした状況は当面続きそうだ。

図表3：NZ・米金利差とNZドル/米ドル相場



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表4：世界乳製品価格指数の推移



底辺への競争（race to the bottom）？通貨戦争？

過去、NZドルは他の主要「コモディティ通貨」である豪ドルやカナダドルと連動して動くことが多く、実際、最近の対米ドル、対円の動きをみても非常に似通っている（図表1、2）。これはファンダメンタルズ面で類似点が多いため、①中央銀行の姿勢も中立化した点が非常に類似しているほか（図表5）、②それぞれにとって重要なコモディティ価格動向も概ね同様の動きでピークアウトしていること（図表6）、そして③いずれの中銀も自国通貨高をなるべく抑制しようと口先介入を繰り返し行っている（図表5）。

図表5：ニュージーランド、豪州、カナダの金融・為替政策スタンス比較

	RBNZ	RBA	BoC（カナダ中銀）
金融政策	「金利をより中立的な水準へ調整する前に、 評価期間 を持つことは賢明だ」、「今後のOCR引上げのペースと程度は、これまでの金融引締めインパクトに関する評価および、将来のインフレ圧力に関する経済・金融指標に依存する」（7月金融政策決定時の声明文）	「現在の状況では、 金利の安定期 が続くというのが最も賢明な道だ」（7月理事会後の声明文）	「当行は次の金融政策変更のタイミングおよび方向性について 中立 で、今後入手される情報がどのように見通しやリスクの評価に影響を与えるかに依存する」（7月金融政策決定時の声明文）
為替政策	「為替相場がコモディティ価格下落に対して調整していないことから、ニュージーランドドルの水準は 正当化されず、持続不可能で、大幅に下落する可能性がある 」（7月金融政策決定時の声明文）	「為替相場は特に 主要なコモディティ価格の下落にも拘らず歴史的基準から見て高い ため、バランスの取れた経済成長達成を支援する効果が低下している」（7月理事会後の声明文）	「当行は引き続き、 カナダドル下落 と世界の需要回復見通しが、カナダの輸出の企業設備投資の回復に繋がると予想している」（7月金融政策決定時の声明文）

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

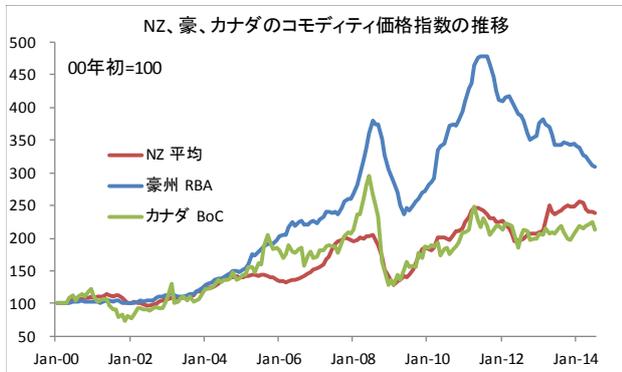
金融政策については、RBAが先行して今年2月から「金利の安定期」入りを宣言したほか、7月にはRBNZとBoCも各々「評価期間」や「中立」といった表現を用いて、当面は利上げをしないことを明確化している。

コモディティ価格を長期的にみると（図表6）、豪州分の上昇と反落の幅が非常に大きいのが、ニュージーランドとカナダの動きは特に最近では非常に類似しているほか、豪州を含めても、08年のリーマンショック前と2011年にピークをつけた後、足許は軟調になっている点は概ね類似している。

為替政策については、RBNZ が最もあからさまで、「正当化されない」「持続不可能」「大幅下落の可能性（＝必要性）」などの表現を用い、なんとか NZ ドル高を抑制・下落させようと口先介入を行っている。RBA は声明文には以前のように「豪ドルは不快なほど高い」という表現こそ使われていないものの、歴史的な水準である点と、豪ドル高が想定しているだけの経済成長をもたらさないリスクを高めていることをほのめかすかたちで、豪ドル高牽制を行っている。中では最もマイルドな表現を使っているのがカナダ中銀で、カナダドルが下落すれば景気が回復する、すなわちカナダドル上昇は景気回復を阻害する、というかたちで間接的にカナダドル安選好を示唆している。但し、カナダ中銀が対米ドル相場を意識して、余程カナダ経済が好調でない限り、米国より先に利上げをして時期尚早・不必要なカナダドル高を招くようなことはしない、というスタンスであることは恐らく市場に知れ渡っている。

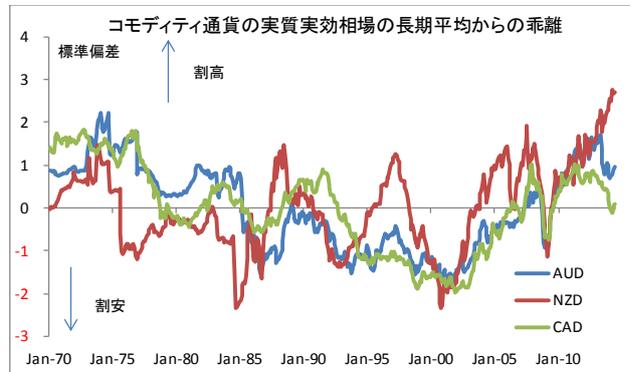
為替政策面での違いは、長期的に見た水準感の違いに起因しているとみられる。貿易加重平均相場をインフレ率で調整した実質実効相場がどの程度長期平均から乖離しているかで割高割安をみると（図表7）、NZ ドルは史上最高水準にあり、かつ均衡水準とされる長期平均から2標準偏差以上上回っており、過大評価が明確だ。一方、豪ドルは長期平均を上回っているが1標準偏差程度で、通常の変動の範囲内で「強め」程度といえる。カナダドルに至っては、長期平均水準であり、国際社会に対して割高だと主張できず、通貨安政策も表立って取れない状況だ。

図表6：NZ、豪、カナダのコモディティ価格



（注）図表6はいずれも米ドル建て価格を指数化したもの。NZ分は、CBA算出分とANZ算出分の単純平均。
（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

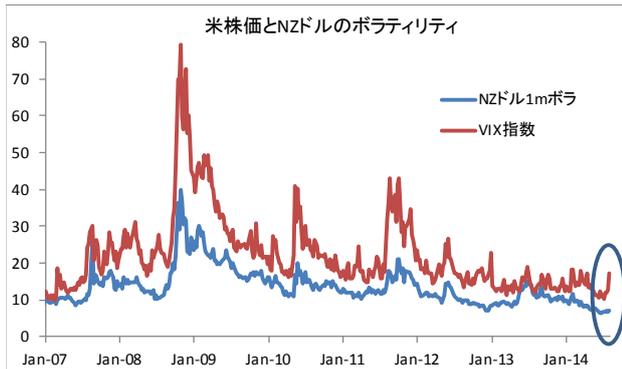
図表7：コモディティ通貨のバリュエーション



NZ ドルの下落見通し：米株安とボラティリティ上昇に注意

当社は NZ ドルが今後も下落し、来年にかけて対米ドルで 0.80 ドルへ続落するとみている。RBNZ は年末頃から利上げを再開する可能性があるものの、その間に米国でも利上げ開始時期に関する議論が本格的に高まり、米ドル高の側面が強くなることが大きい。加えて、上述のようにニュージーランドの主要コモディティ価格が下落してきている中、歴史的な水準にある NZ ドルがキャッチアップして下落し、今後のコモディティ価格の更なる下落が NZ ドルをより中立的な水準に押下げることになるかとみている。更に、同様に高水準にある米株価の下落基調が強まっていることも気がかりで、過去米株価が下落すると、米株価のボラティリティである VIX 指数が下落し、NZ ドルなど比較的高金利通貨のボラティリティの高まりと下落に繋がることが多かった（図表8）。それにも拘らず足許、まだ NZ ドルのボラティリティは上がっていないことから、今後 NZ ドルの下落と並行してボラティリティが上昇するリスクも高まっている。

図表8：米株価とNZドルのボラティリティ



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表9：当社のNZドル見通し

通貨ペア	直近	当社のNZドル予想			
		14年9月末	14年12月末	15年3月末	15年6月末
ドル/円	102.6	98	100	102	104
(市場予想)		103	105	108	109
NZドル/米ドル	0.852	0.84	0.82	0.80	0.80
(市場予想)		0.85	0.85	0.83	0.82
NZドル/円	87.4	82	82	82	83
(市場予想)		87.6	89.3	89.6	89.4

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。

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

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「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」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC：相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とブルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリアだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けなで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「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」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>