

PRAEVIDENTIA WEEKLY (11 月 24 日)

来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負

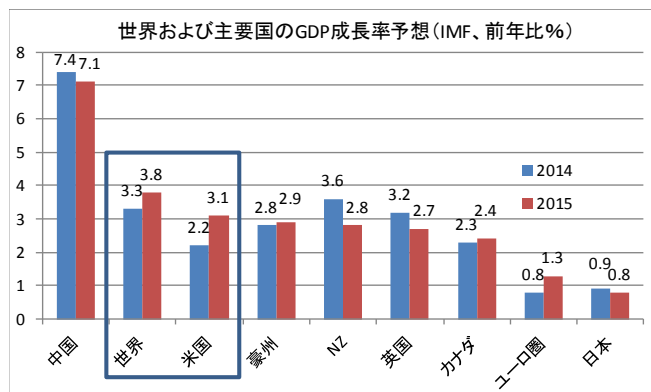
<要約>

来年の主要通貨は、金融政策面で利上げ先行開始通貨（USD、GBP）と追加緩和通貨（JPY、EUR）の強いコントラストに注目した「雲泥万里」取引に加えて、金融政策の方向性は同じだがタイミングの違いに着目した「針小棒大」取引（USD 対 GBP、EUR 対 JPY、USD 対 CAD）にも妙味がある。コモディティ通貨（AUD、NZD）は、年前半はコモディティ価格次第で運命が決まる「行雲流水」取引として捉えるとよさそうだ。

マクロ経済的背景：知足安分、ほどほどの成長

来年に向けた為替相場の前提となる世界景気の方向性を確認しておく、全体として世界経済は成長率が若干加速する見通しとなっており（2014 年：+3.3%、2015 年：+3.8%、IMF10 月 WEO 予測、図表 1）、金融市場にとってはリスクオンの状況で、方向性としては株高・金利上昇（特に短期～中期物）方向に向かい易い状況だ。地理的にみると成長の牽引役は米国で、ユーロ圏も回復見通しだが不透明感が大きいのが実情だ。他方、世界経済成長の足を引っ張りそうなのは中国で、日本も追加消費増税の延期でどれだけ景気が下支えされるのか注目されるが、加速しない場合には世界経済の足を引っ張ることとなる。米国を中心とする先進国の利上げが株式市場や新興国市場の波乱要因となる可能性があるが、既にある程度織り込まれており、利上げペースは緩慢なものになる可能性が高いことから（四半期に 1 回程度）、景気回復を背景とした利上げ開始が景気腰折れ要因とはならず、従って市場（特に株式市場）の動揺があるとしても持続的にはならないだろう。

図表 1：世界および主要国の GDP 成長率予想



(出所) IMF よりプレビデンティア・ストラテジー作成

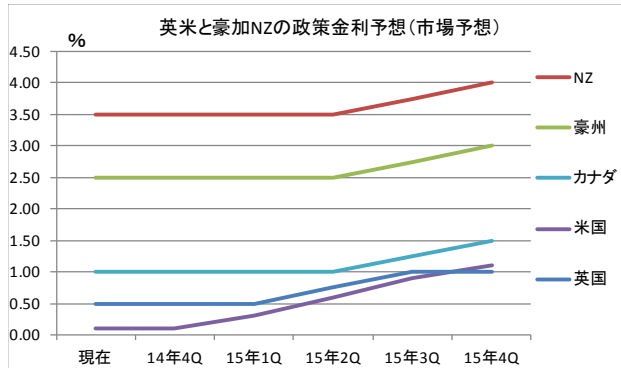
こうした前提の下、為替市場では米国の利上げタイミングが中心テーマとなる中で、主に金融政策面から、①二通貨間の対照性が最も強い「雲泥万里」に注目した取引、②方向性は同じだがスピード感に違いがある二通貨に着目する「針小棒大」取引、③金融政策は当面横ばいが続く中でコモディティ価格の方向性次第で通貨の方向性も変わってくる「行雲流水」の取引に分けて考えると分かり易いと当社は考えている。

① 「雲泥万里」取引

為替市場は常に二つの通貨の相対価値を比較した取引であるため、最も上昇しそうな通貨を買い、最も下落しそうな通貨を売るのが定石だ。この点、来年に向けては、上述の世界景気の牽引役の所在を踏まえ、金融政策の方向性からみて、最初に利上げに向かう国の通貨となりそうな米ドルと英ポンドを買い、追加緩和方向にある円とユーロを売る、というのが最も妙味がある取引となる（図表 2）。こうした動きはドル/円やユーロ/ドルで既に起こっているが、少なくとも来年第 1 四半期までは続きそうだ。

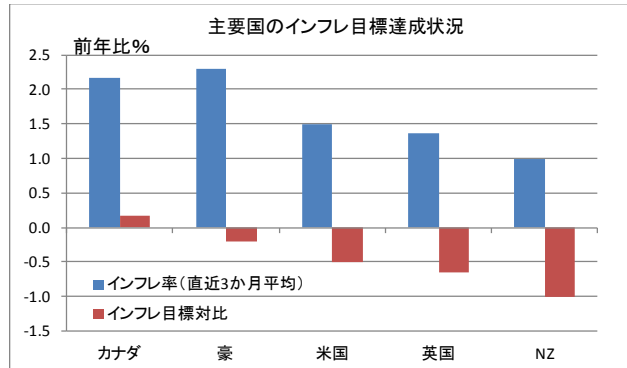
特にドル/円は、日米の金融政策スタンスのコントラストが最も明確であることから、世界の投機資金が集まり、日米の政治・経済的な限界を試すかたちで 125-130 円へオーバーシュートする可能性が高まっている（11 月 9 日付当社週次レポート「[JPY：限界を試す](#)」およびロイターコラム「[ドル円は「日米の限界」に挑戦、来年 130 円も](#)」を参照）。

図表 2：英米と豪加 NZ の政策金利予想



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデント・ストラテジー作成

図表 3：英米と豪加 NZ のインフレ目標達成状況



② 「針小棒大」取引

英米など利上げに向かう方向性が同じ国の通貨同志でも、利上げ開始や利上げペースの違いにより、取引機会が発生する。言わば「似て非なるもの」の「非なる」部分に着目するものだ。この取引には**ポンド/ドル**、**ユーロ/円**および**米ドル/カナダドル**が該当する。

今年半ばまで、BoE が Fed よりも早く年内にも利上げを開始する可能性が高まったことから、**ポンド/ドル**が大きく上昇したが、その後 BoE が突如ハト派化し、今では Fed (来年央開始がコンセンサス) よりも利上げ開始が遅れるとの見方が強まり、ポンド/ドルは急落した。もっとも、英景気は住宅市場を中心に堅調で、労働市場の改善や賃金の上昇も米国に劣っていないことから、来年半ばにかけて、BoE と Fed の利上げタイミングを巡ってポンド/ドルが再上昇する可能性があり、注目に値する。

ユーロ/円も、金融政策面で日銀と ECB が両方とも追加緩和で同方向にある。同規模の緩和を同じタイミングで行えば、ユーロ/円相場に方向感が出ない。もっとも、スピード感の違いでユーロと円はシーソーゲームになるとみられ、実際、10 月 31 日に日銀が先んじて追加緩和を行いユーロ/円は 137 円台から 149 円台へ急上昇した後、足許は ECB 高官の量的緩和に前向きな発言に市場は反応し易く、ユーロ安に振れている。日銀の追加緩和が当面視野に入らない一方、前回 11 月政策理事会で ECB が追加策を準備するよう ECB スタッフに指示し、量的緩和導入に向けて更に一步前進したとの見方が広がっていることから、目先は ECB の量的緩和導入に向けたユーロ売りが優勢となるかもしれない。

とは言え、ECB スタッフの追加策の準備については期限が設けられておらず、また ECB が「何でもやります」という掛け声のもとで 2012 年に発表した債券買取プログラム (OMT) については、現在欧州司法裁判所 (ECJ) が審議中で EU 法との適法性に決着がつくのは早くても来年半ばとの見方もあり、国債を買い入れる点で類似する量的緩和導入にも影響を与えるかもしれない。そうこうしているうちに、来年半ば以降は、2015 年度中のインフレ目標 2% 達成が再び困難になる場合に、日銀の追加緩和期待が高まり易くなり、再び円安がユーロ安を凌駕する局面も来そうだ。

米ドル/カナダドル相場も「針小棒大」の部類に入る。カナダと言えばオイルサンドなど原油の生産が頭に浮かび、足許の原油価格の下落の影響が大きそうだが、カナダドルの対米ドル相場は米加金利差との連動性の方が圧倒的に強く、かつカナダ中銀は輸出下支えを通じた景気回復を望んでいる中で、景気が余程加速しない限り、米国よりも遅れて金融政策の正常化に踏み切る可能性が高い。即ち、FOMC とカナダ中銀の利上げのスピード感のずれが、ゆっくりとした米ドル高カナダドル安の方向性を決定づけている。このため、来年央の米国の利上げ開始タイミングと比べて、カナダの利上げタイミングが早まったり後ずれしないかが、米ドル/カナダドル相場の上昇スピードや方向性を変動させることになる。

③ 「行雲流水」取引：コモディティ通貨

豪ドル、NZ ドルはコモディティ産出国であるため、それぞれにとって主要な輸出品であるコモディティ価格との連動性が注目される。特に今年後半以降、豪州とニュージーランドはRBA、RBNZいずれも金融政策面で中立姿勢となり、来年半ば頃までは据置きが続く可能性が高まっている中で「コモディティ価格次第」という状況になり易い。豪州は鉄鉱石や石炭、ニュージーランドは乳製品が主要輸出品であり、これらの価格が中国の景気減速や供給余剰などを受けて大幅下落が続いており、当面は豪ドル、NZ ドルも下落圧力を受け易いだろう。これに、①で取り挙げたドル/円ほどではないにせよ、米国の利上げに向けた米ドル高も効いてくることから、**豪ドル、NZ ドルの対米ドル相場**は下落基調が続きそうだ。

但し、これまで鉄鉱石価格や乳製品価格は下落幅が非常に大きかったことから、供給側の調整により反発する可能性もある。豪ドルやNZ ドルは既に投機筋のポジションがショートに傾いていることもあり、コモディティ価格の反発を受けてショートカバーが強まる可能性にも注意する必要がある。

また、来年3月以降は、豪州では利上げ開始に関する議論が始まってくるとみられ、特に鉄鉱石価格が反発するようだとその可能性は更に高まる。こうなると、**豪ドル/米ドル**は利上げ開始のタイミングの遅速に注目した②の「針小棒大」取引へシフトし、**豪ドル/円**は金融政策の方向性の違いに着目した①の「雲泥万里」取引にシフトしていく。NZ ドルはインフレ率がRBNZのインフレ目標の下限に来ており、またNZ ドル売り介入を行っている最中でもあることから、RBA よりも利上げ再開が先になる可能性が高い。とは言え、来年後半にRBNZの利上げ再開が視野に入ってくると、NZ ドル/円が①の「雲泥万里」取引になっていくことになるだろう。

主要通貨見通し：大言壮語??

以上を踏まえ来年の主要通貨見通しを纏めると（図表4、5）、**ドル/円相場**は最もコントラストが明確で世界の投機マネーを集めることになり、120円を超えてオーバーシュートし130円も視野入りそうだ。また円が他の通貨に対して最も弱いことから、**クロス円相場**は総じて上昇（円安）を予想している。

ユーロ/ドルは来年末にかけて1.20ドルへ下落が続きそうだ。ユーロ下落のペースはECBの量的緩和の導入タイミング次第で、当社は現時点では量的緩和の実施が来年4-6月期あたりにずれ込むとみているが、これが早まる場合には1.20ドルへの下落が予想より早く達成されそうだ。**ポンド**は、BoEの利上げ開始時期に関する期待がFOMCより後になるとの見方が強まったことから対ドルで下落したが、やや行き過ぎとみられ、今後英利上げが徐々に視野に入ってくる段階で、1.60ドルへ小幅上昇に向かおう。**豪ドル、NZ ドル**は金融政策面で動きがないためコモディティ価格の下落を眺め対米ドルでは来年1-3月期まで下落基調が続きそうだが、来年4-6月期以降はRBAの利上げ開始が視野に入ってくることから、対米ドルで方向感が出ず上下に振れ易い展開になるとみている。**カナダドル**は米国に意図的に一歩遅れて利上げに向かうというのがメインシナリオで、対米ドルでじり安が続こう。

図表4：当社の主要通貨予想

通貨ペア	直近	14年12月末	15年3月末	15年6月末	15年9月末
ドル/円	117.8	120	123	125	127
ユーロ/ドル	1.239	1.26	1.24	1.22	1.20
ポンド/ドル	1.566	1.58	1.60	1.60	1.60
豪ドル/米ドル	0.869	0.85	0.84	0.84	0.84
NZドル/米ドル	0.791	0.76	0.75	0.75	0.75
米ドル/カナダドル	1.122	1.13	1.14	1.15	1.15

(出所) プレビデンティア・ストラテジー

図表5：当社の主要通貨予想（対円）

通貨ペア	直近	14年12月末	15年3月末	15年6月末	15年9月末
ドル/円	117.8	120	123	125	127
ユーロ/円	145.9	151	153	153	152
ポンド/円	184.4	190	197	200	203
豪ドル/円	102.4	102	103	105	107
NZドル/円	93.1	91	92	94	95
カナダドル/円	104.9	106	108	109	110

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧（14年分）
円	「JPY：限界を試す」（14年11月9日） 「JPY：パーフェクトストーム」（14年11月2日） 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」（14年9月21日） 「円安牽制：敵は己の内にあり？」（14年9月13日） 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」（14年9月8日） 「円：GPIFパラドックス」（14年8月10日） 「円高に対する生命保険」（14年5月2日） 「円：TPPに絡む円売りは後退へ」（14年4月25日） 「円：GPIFの失望リスク」（14年4月5日） 「円と日銀：「黒」から「白」へ」（14年2月7日） 「M&Aと円のポジティブフィードバック」（14年1月17日）
ドル	「USD：FedのBoE化リスク」（14年9月27日） 「USD：敗因と復活の条件」（14年6月28日）
ユーロ	「EUR：他力本願から脱せるか」（14年10月26日） 「EUR：テルトロ、トロトロ」（14年7月26日） 「EUR：円化の花道を回避できるか」（14年4月19日）
ポンド	「GBP：パラノからスキゾへ」（14年8月23日） 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」（14年7月19日） 「GBP：タカ派の多寡」（14年7月5日） 「ポンド：MとF、どちらが支配？」（14年5月10日）
豪ドル	「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」（14年10月11日） 「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」（14年5月17日）
NZドル	「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」（14年10月11日） 「NZD：覆水お盆後も返らず」（14年8月2日） 「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）
加ドル	「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」（14年6月21日）
フラン	「フラン高と不動産バブル」（14年3月22日）
主要通貨	「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」（14年8月16日） 「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」（14年3月7日） 「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）
新興国通貨	「新興国通貨：救世主降臨」（14年11月16日） 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」（14年10月4日） 「BRL：働く通貨はキャリーだぜ」（14年6月7日） 「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」（14年4月11日） 「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） 「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」（14年2月22日） 「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） 「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」（14年1月24日） 「ZAR：負けないで」（14年1月10日）
テーマ	「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」（14年10月18日） 「「リスクオフ」の解体新書」（14年8月31日） 「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」（14年7月12日） 「伝統（的金融政策）に強い英国」（14年6月14日） 「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」（14年5月31日） 「マクロテーマ：部分ローテーション」（14年5月23日） 「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」（14年3月14日）

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