

PRAEVIDENTIA WEEKLY (12月27日)

来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落

＜要約＞

カナダドルは今年、米ドル対比で米加金利差の拡大に伴ってじり安の展開だったが、来年も、米国対比での景気のアンダーパフォーマンス、住宅バブル崩壊懸念と低インフレを受けた低金利継続、カナダ原油価格の低迷と資金フロー面での売り圧力、カナダ中銀のカナダドル安選好、などを背景にじり安が続き、来年末にかけて対米ドルで 1.12 加ドルへ下落するとみられる。上振れリスクとしては輸出回復を受けた景気加速でカナダ中銀の利上げ期待が高まるポジティブシナリオの一方、下振れリスクとしては住宅バブル崩壊を受けた景気悪化と金融緩和が考えられる。

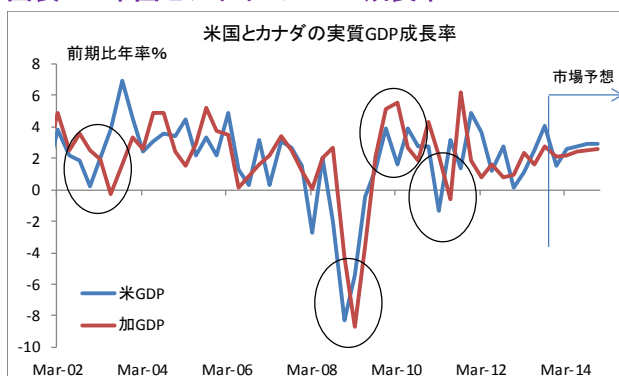
カナダドルじり安の 4 つの理由

世界的な株高や原油の堅調にも拘らず、かつてはコモディティ通貨・株価敏感通貨の一つとして取引される傾向が強かったカナダドルは 2013 年中は低迷し、対米ドルでは米カナダ金利差の緩やかな拡大と共に 0.99 ドルから 1.06 ドルへ 7% 弱下落した。当社は来年も主に以下の 4 つの理由から対米ドルで下落が続くとみている。

(1) 米国対比での経済成長のアンダーパフォーマンス

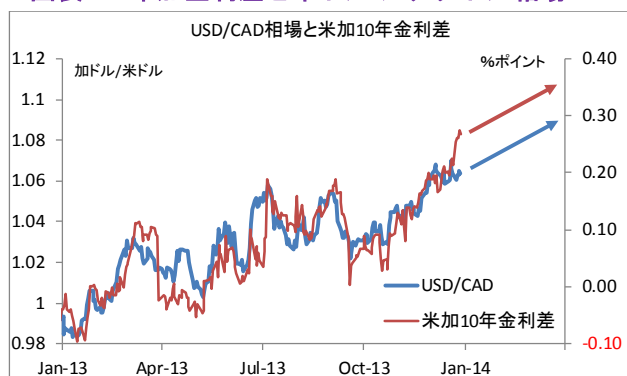
米国経済との繋がりが非常に深いカナダだが、景気のピーク・ボトムは米国に一步出遅れる傾向があり、また先行きの成長率見通しは米国よりも若干劣る見込みとなっている（図表 1）。また、米ドル/カナダドル相場との連動性が非常に高い米国とカナダの 10 年債利回り格差をみると、米国の景気加速と量的緩和縮小に向けた動きから米ドルに有利な方向に金利差が拡大しており、カナダドルは米加の相対経済パフォーマンス格差および金利差の面から対米ドルで売られ易い通貨となっている（図表 2）。

図表 1：米国とカナダの GDP 成長率



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2：米加金利差と米ドル/カナダドル相場



(2) 住宅バブル崩壊懸念と低インフレを受けた政策金利据え置き継続

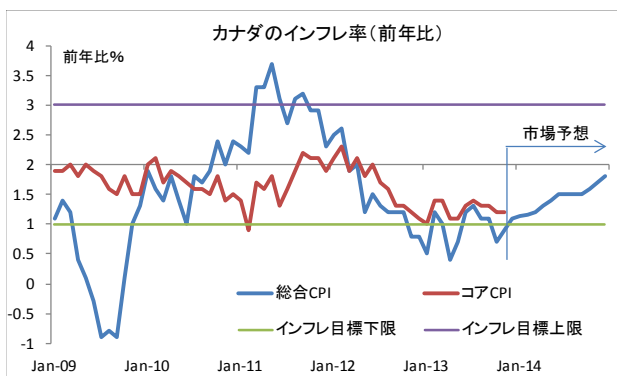
カナダでは特に最近、インフレ率が低下してきており、コア CPI は前年比：+1.2%程度で推移しているものの 10 月分総合 CPI は前年比+0.7%へ低下し、11 月分も若干持ち直したものの+0.9%とカナダ中銀のインフレ目標（1-3%）の下限を下回ったままだ（図表 3）。他方、住宅価格については上昇が続いており、ニュージーランドやスイスのようなバブル的な状況が続いている（図表 4）。総合インフレも上昇していれば、更なる住宅市場過熱を抑制するために利上げを考慮しても良かったはずだが、一般物価のインフレ率がカナダ中銀のインフレ目標の下限近辺で推移しており、今後の上昇ペースもゆっくりとしたものが予想されている中で、カナダ中銀は利上げを急いでおらず、むしろ 10 月 23 日の金融政策決定時の声明文では、これまで最後に入っていた将来

の利上げの必要性を示唆する文言（「今後、これら諸条件が正常化に向かえば、2%のインフレ目標達成と整合的なたちで政策金利の緩やかな正常化も期待される」‘Over time, as the normalization of these conditions unfolds, a gradual normalization of policy interest rates can also be expected, consistent with achieving the 2 per cent inflation target’）が削除され、利上げバイアスを取り下げた。

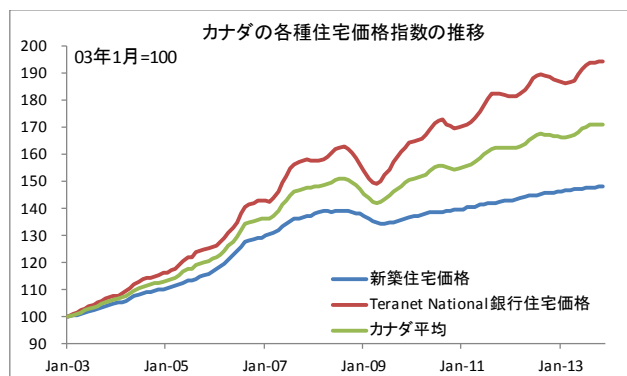
恐らく、利上げに踏み切れないもう一つの理由としては、住宅市場について、過熱の抑制として利上げをする必要性よりも、むしろバブルが崩壊し景気に悪影響を与えるリスクをより懸念しており、住宅バブル崩壊後の政策対応ののりしろを確保したいという面もあるだろう（政策金利は現在 1.00%、量的緩和は行っていない）。この意味で、カナダの政策対応は住宅バブルを早い時期から予防的に阻止するという BIS 型というより、バブルが崩壊してから対応すべきとする Fed 型に近いと言えるかもしれない（BIS 型/Fed 型については当社ウィークリーレポート「[消されるべきヘッドライン](#)」を参照）。先週 20 日の英 FT 紙では、今後のカナダ不動産価格下落を見込んで、カナダ不動産をショートするファンドが設立されているという記事が掲載されている（‘Short-focused fund to launch in Canada’）。

図表 3：カナダのインフレ率

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成



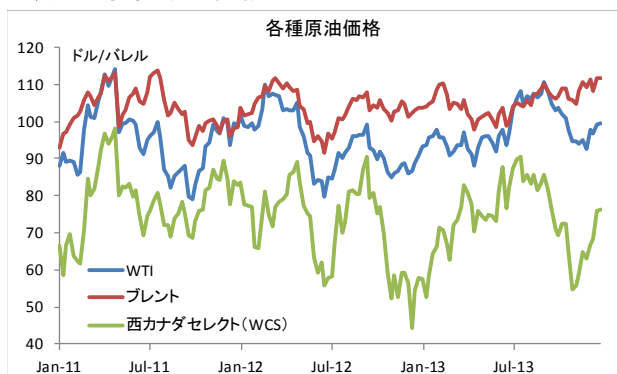
図表 4：カナダの住宅価格指数



（3）カナダ原油価格低迷と資金フロー面での売り圧力

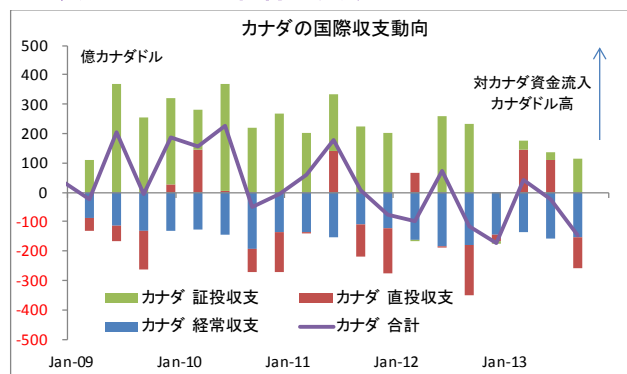
カナダと言えば原油埋蔵量でヴェネズエラ、サウジアラビアに次ぐ世界第三位、産油量では世界第七位の有数の産油国だが、国内あるいは米国向けの輸送設備のボトルネックなどもあって、このところカナダ産原油価格（西カナダセレクト、WCS）は他の国際指標価格と比べても低い水準に留まっており（図表 5）、今後もブレントや WTI との価格差が大きく縮小するとは予想されていないようだ。また、カナダはコモディティ輸出国にありがちな経常赤字国で、直接投資収支や証券投資収支など、為替市場に影響を与え易いフローを合計した国際資金フロー収支をみても、証券投資流入が細っている中で、純流出が拡大する傾向にある（図表 6）。

図表 5：各種原油価格



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：カナダの国際収支動向



（4）カナダ中銀のカナダドル安選好

カナダ中銀もカナダドル安選好姿勢を示唆しており、金融政策決定後に発表される声明文では毎回、「（経済成長の構成をみると輸出と投資主導へのシフトがまだ進んでいない」‘but its composition does not yet indicate a

rebalancing towards exports and investment')と述べている。実質実効相場の長期平均からの乖離状況を見ると、カナダドルはNZドルや豪ドル程には割高方向への乖離はないものの、カナダ中銀が望む経済成長のバランスや、低インフレ状況からするとカナダドルは高過ぎるとみているようで、RBAやRBNZほどあからさまな口先介入は今のところ聞かれていないが、対米金利差を維持することで消極的なカナダドル安維持政策を取っているとみられる。

対ドルで 1.12 ドル、対円で 85 円へ下落見通し

当社はこれらの要因から、来年中もカナダドル安が継続すると予想、来年末の対米ドル相場を 1.12 ドルと予想している（市場コンセンサスは 1.08 ドル）。対円では、当社は来年 3 月にかけてドル/円が 108 円へ上昇する円安を予想していることから、カナダドル/円相場も 99 円へ続伸するとみているが、その後はカナダドル安に加えてドル/円の 95 円方向への調整を予想していることから、カナダドル/円相場は 85 円へ反落することになる（ドル/円反落シナリオについては 11/1 日付当社ウィークリーレポート「[ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう](#)」を参照。但しドル/円予想水準は米量的緩和縮小開始を受けて当時より上方修正しています）。

当社の主要通貨予想

通貨ペア	2013年	2014年				
	直近	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末
ドル/円	104.9	105	108	103	98	95
米ドル/カナダドル	1.067	1.07	1.09	1.10	1.11	1.12
カナダドル/円	98.3	98	99	94	88	85

（出所）プレビデンティア・ストラテジー

当社見通しに対する上下両方向のリスク

当社のカナダドル安見通しに対する上振れリスクとしては、石油輸送パイプラインの整備などから石油の産出量や輸出量が増加するシナリオで、そうした良好な動きが明確となり確実に景気を下支えてくる場合には、住宅市場への悪影響がある程度減殺されるため利上げを開始する可能性が高まる。現在のところ来年中の利上げ開始予想は少数派だが、経済指標、特に輸出の改善がみられれば利上げ期待は前倒しとなりカナダドル押し上げ要因となるだろう。但しこうした良好なサインがみられるのは早くて来年末頃だろう。

他方、下振れリスクとしては住宅市場のバブルが崩壊する場合で、既に起きている過剰供給が住宅価格を押し下げ、期待の反転をもたらすことだろう。この場合、住宅価格下落が住宅セクターの業績や家計消費の減少を通じて成長を押し下げ、カナダ中銀が利下げを行う可能性が高まり、カナダドル下押し圧力となる。

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