

## PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月7日)

## 主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）

## ＜要約＞

記録的悪天候を受けた米景気の低調、中国当局の高成長維持姿勢、ユーロ圏と豪州の予想以上の景気回復など、当社がこれまで想定していた前提条件が変化したことを踏まえ、今年主要通貨予想を修正する。ドル/円は3月に想定していた高値を108円から105円へ、7-9月期のユーロ/ドル安値予想は1.25ドルから1.30ドルへ、豪ドル/米ドルの下値を0.82ドルから0.84ドルへ変更する。結果として米ドル高見通しが総じて弱まることになる。但しポンド強気見通しは変わらず、対ドルで年末1.72ドルへの上昇予想を維持する。

## ドル/円：ワンオーナインは遠く

ドル/円の見通しは、3月に108円へ上昇した後で年末に95円へ調整する、との従来の見通しを若干修正し、3月の高値を108円から105円へ下方修正する。

図表1：主要通貨予想

通貨ペア	直近	14年3月末	14年6月末	14年9月末	14年12月末
ドル/円	103.4	105	102	98	95
ユーロ/ドル	1.387	1.38	1.35	1.32	1.30
ポンド/ドル	1.674	1.68	1.70	1.71	1.72
豪ドル/米ドル	0.910	0.90	0.88	0.86	0.84
NZドル/米ドル	0.847	0.83	0.80	0.78	0.75
米ドル/カナダドル	1.108	1.10	1.10	1.11	1.12
ドル/ランド	10.70	10.9	11.0	11.1	11.2

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：主要通貨予想（対円）

通貨ペア	直近	14年3月末	14年6月末	14年9月末	14年12月末
ドル/円	103.4	105	102	98	95
ユーロ/円	143.4	145	138	129	124
ポンド/円	173.1	176	173	168	163
豪ドル/円	94.1	95	90	84	80
NZドル/円	87.6	87	82	76	71
カナダドル/円	93.3	95	93	88	85
ランド/円	9.67	9.6	9.3	8.8	8.5

**米長期債利回りとドルの伸び悩み**：当社ではこれまで、Fedによる資産購入縮小を受けた米長期債利回りの上昇や3月のドル/円の季節的な上昇傾向により、ドル/円が108円へ上昇するとみていた。今後毎回のFOMCで機械的に100億ドル縮小される可能性が高くなり、追加的なドル買い材料になりにくいというのがこれまでの当社の想定で、Fed当局者の現時点での発言を基にすればテーパリングのシナリオについては修正の必要はない。もっとも、Fedによる資産購入縮小が開始された後、米長期債利回りはむしろ低下基調となっており、米10年債利回りの3.5%程度への上昇という前提が崩れてしまっている（3月7日時点で2.79%）。

**米国の悪天候と雇用統計**：米長期債利回り低下とドル頭打ちに寄与したのが、米国における記録的な悪天候とアルゼンチン・ウクライナ問題を受けた新興市場の動揺と米国債への資金逃避の動きだ。悪天候の影響が最も強く表れたのが12月分の米雇用統計で、それ以前の月間+20万人超のペースから+8.4万人へ鈍化した。その後の回復も鈍く、1月が+12.9万人、2月が+17.5万人と、悪天候前の状況に戻るのに時間がかかっており、今後数か月で月間20万人増のペースに戻るのか不透明となっており、悪天候以外の米経済の鈍化要因の存在の可能性も意識され、ドルを積極的に買いにくくなっている。

**新興国リスクの継続**：新興国については、アルゼンチンを起点とした動揺は一服し、ウクライナ情勢も目先の軍事衝突リスクは後退したが、今後も3月16日のクリミア自治共和国におけるロシアへの帰属を巡る住民投票や5月25日の大統領選と、混乱に繋がりがかねないイベントを控えている。またトルコでも3月30日には選挙が予定されており、再びリスク要因として焦点となる可能性がある。このため、米景気が悪天候の影響を完全に払しょくしたとしても、米10年債利回りが3.5%へ上昇する可能性はかなり低下したとみられる。

**3月の季節性への乗り遅れ**：また、3月にドル/円がピークをつけるという見方は、ドル/円が3月に上昇する季

節的傾向があることも踏まえたもので、米国のファンダメンタルズ要因と季節要因の両方があっても上がらないようだ、4月以降にこれまで造成されたドル/円のロングポジションの巻き戻しが入り易くなる。

**4月以降の円反発シナリオに変更なし**：3月までに造成されたドル/円のロングポジションの巻き戻しに加えて、2月分以降、これまでの円安を受けてようやく日本の輸出が拡大に向かい、所謂Jカーブ効果によって日本の貿易収支が改善に向かい、円買戻しの材料となるという、当社の4月以降のドル/円下落見通しについては、現在のところ修正の必要はないとみている。高い市場の期待に反して、日銀の追加金融緩和が行われないという見方も維持している。このため、ドル/円は季節的に下落し易い7~8月にかけて100円方向へ下落し、勢いがつくと下方のトレンド追従も出てくるため、年末にかけて95円程度までの調整はあり得るとみている（ドル/円の季節性については[当社ウェブサイト](#)を参照）。

**来年の米利上げ観測と日銀追加緩和が円高に歯止め**：年末に近づくと、来年の米FF金利引上げのタイミングに関する議論が再び高まり、ドル/円下落の歯止めとなる。足許、米景気回復が悪天候のため一時的に遅延しているが、遅くとも年央以降は回復が再びはっきりしてくるとみられる。この間、当社が想定する円高とそれに伴う株安が、日銀のインフレ見直し下方修正と追加緩和（期待）に繋がるとみられ、これもドル/円を下支える（日銀の緩和シナリオについては2月7日付[当社週次レポート「円と日銀：「黒」から「白」へ](#)を参照）。

### ユーロ/ドル：かつての円高を髣髴とさせる実質金利高

ユーロ/ドル相場は下落見通しを弱め、年末1.25ドルを1.30ドルへ引き上げる。ドル/円見直しと合わせると、ユーロ/円相場予想は、3月の高値が143円から145円へ、年末の安値が122円から124円へ小幅上方修正される。

**実質金利の相対的上昇**：当社は今年、ユーロ圏銀行の包括的審査を受けた資本増強圧力やユーロ圏銀行株価の相対的なパフォーマンスの見劣り、およびデフレ懸念を高まりを受けたECB追加緩和によりユーロが下落するとみている。もっとも、3月末予定の資産評価（Asset Quality Review）結果がまだ出ていない中で市場の注目材料には未だなっておらず、ユーロ圏銀行株価の対米国の相対パフォーマンスは悪化しておらず（[図表3](#)）、ECBもこれまでのところ今年に入って追加緩和を行っていない。この結果、ユーロ圏では実質金利が上昇基調となり、日米に対して実質金利の堅調がユーロを下支えているという、アベノミクス前の日本の状況に類似したかたちだ（[図表4](#)）。

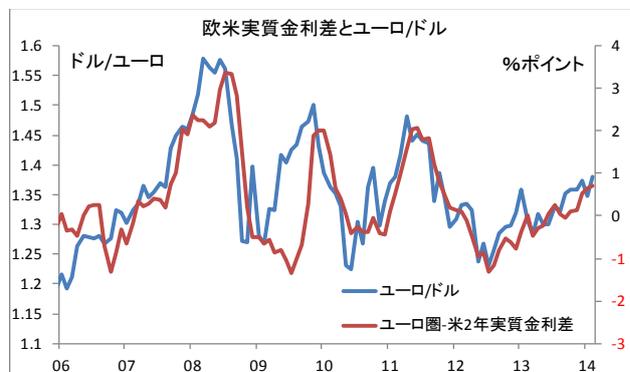
**大規模緩和の可能性は低い**：ECBが追加緩和に踏み切らないのは、ユーロ圏景気の回復基調が想定以上となっていることと、追加緩和余地が限られているためとみられる。但し、今後は、これまでのユーロ高が景気抑制とインフレ押下げに効いてくることから、政策金利の引下げ、過去の国債買取時の資金吸収の取り止め（非不胎化）などが行われる可能性は高く、いずれユーロ安に向かうとみられる。また対ドルでは、年末にかけての景気持ち直しと来年のFF金利引上げ期待の高まりを受けたドル高圧力も、ユーロ/ドル押し下げに寄与するとみられる。但し、ECBは大規模量的緩和やマイナス金利化まで踏み切る公算は小さく、ユーロ/ドルの下落ペースはゆっくりとしたものになるだろう。

図表3：欧米相対株価とユーロ/ドル



（注）図中の①、②、③は過去のストレステスト公表時点を表す。  
（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表4：欧米実質金利差とユーロ/ドル



## 豪ドル：コモディティ通貨としての片鱗を見せる

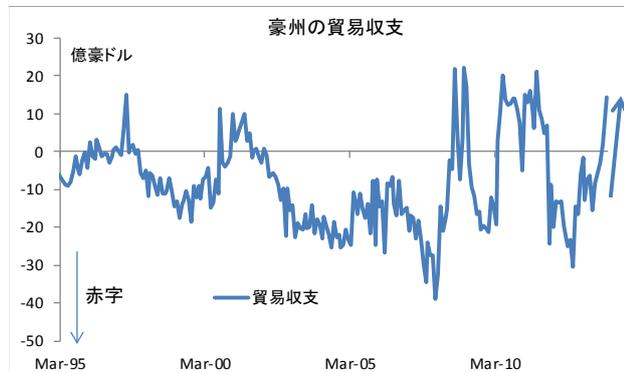
豪ドル/米ドル相場の下落見通しを弱め、年末 0.82 ドルを 0.84 ドルへ引き上げる。ドル/円見通しと合わせると、豪ドル/円相場予想は、3月の高値が 93 円から 95 円へ、年末の安値が 78 円から 80 円へ小幅上方修正される。

つい最近まで豪ドルの見通しは暗かった。最大の輸出相手国である中国が政策的に成長率を押下げ、かつ成長の質的にも、豪州の主要産品が恩恵を受けにくい消費主導にシフトする可能性が高まっていた。また米国景気の加速により米国が豪州より高い成長率を達成するとの見通しも豪ドル/米ドル下落予想の背景にあった。更に、RBA が豪ドル安誘導を目的とした口先介入を繰り返し、対米ドルで 0.80-0.85 米ドルが望ましいとするなど通常通貨当局の間では禁句である具体的水準への言及も行い、市場も口先介入に素直に追従していた。

**中国当局の景気下支え期待、豪景気の復活、RBA のオオカミ少年化**：もともと、これらの前提が崩れてきている。まず中国当局は今年の全人代で、成長率を明確には低下させず、成長率目標を前年と同様の 7.5%と掲げ、景気刺激策の可能性すら浮上してきた。これは豪州経済にとってポジティブとなる可能性が高い。また、米国景気が悪天候もあって若干減速している一方、豪州景気は従来の住宅市場の堅調に加えて資源を中心に輸出が足許大きく持ち直してきたため（図表 5）、4Q GDP 成長率が前年比+2.8%へ押し上げられ、米国（+2.5%）を上回り米国による追い越しが先送りとなった（図表 6）。これは豪ドル/米ドル相場にとりポジティブだ。更に、RBA は豪ドル安誘導のため口先介入を続けているものの、豪ドル売り為替介入の可能性は低く、かつ豪ドル押下げのための利下げの可能性も現時点では低いと Stevens 総裁は議会で 3 月 7 日に述べるなど、実際の政策対応を伴わないため、口先介入は「から脅し」になってしまい効果が薄れてくる。

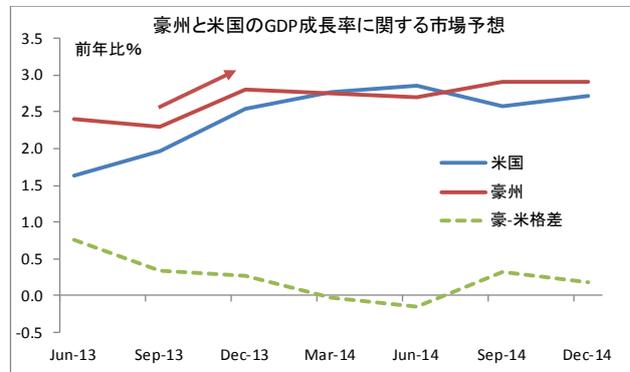
金融政策スタンス面では、Fed が量的緩和縮小を続け、来年には利上げが視野に入る一方、今年中 RBA の利上げの可能性は低く、相対的に豪ドル安/米ドル高圧力がかかり易い。中国景気もこれまで想定されたほどには減速しないにせよ、加速する訳ではなく、シャドーバンキング問題の景気への悪影響懸念も高まっている。このため、豪ドルの下落見通し自体は変わらないものの、下落ペースは緩やかなものとなるだろう。

図表 5：豪州の貿易収支



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：豪米 GDP 成長率格差（前年比）



### 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