

PRAEVIDENTIA WEEKLY (5月17日)

豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？<sup>1</sup>

<要約>

豪経済指標の相次ぐ予想比上振れを受けて、1月に安値を付けていた豪ドルは4月にかけて大きく反発した。但しここへ来て、豪ドルの主要変動要因の多くが、再び豪ドル安方向に傾いてきている。急落とはいかずとも、豪ドルは反落に向かう機運が高まっている。

4月以降、バランスが下方向にシフト

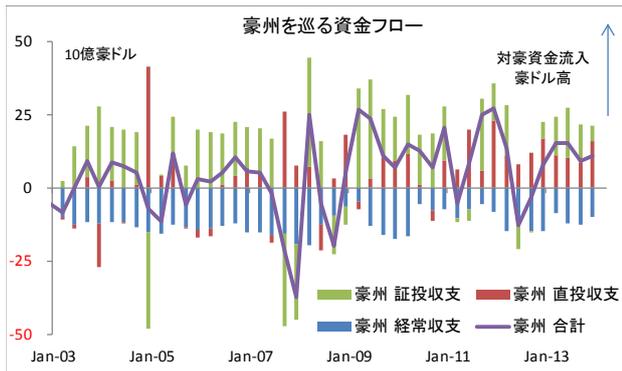
今年入り後、豪州の経済指標を巡っては貿易収支の黒字拡大、小売売上高、CPI、そして雇用統計など予想外に好調を示すものが相次ぎ、利上げ開始期待の高まりを受けて豪ドルは対米ドルで、1月に0.8660ドルの安値を付けた後、4月に0.9461ドルへ大きく反発した。もっとも、その後は貿易収支、小売売上高、CPIそして住宅建設許可などが市場予想を相次いで下回ったことから、豪ドルは再び上値が重くなってきている。この間、中国主要経済指標の減速や、国際商品市況でも豪州の主要な輸出品目である鉄鉱石価格の下落再開もあり、悪材料の方が目立つようになってきている。

実際、豪ドルの主要な変動要因である対外収支、中国景気（コモディティ価格）、金融・為替政策、そして豪州財政までもが相互に影響しながら、豪ドル安圧力が相対的に強まりつつある。

1) 対外収支：貿易収支よりも直接収支に注目

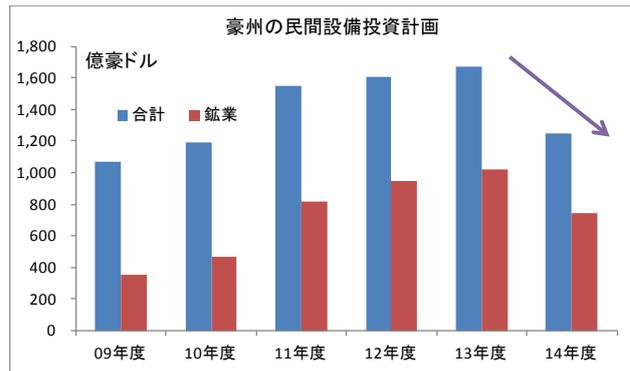
豪州は資源輸出国でありながらどちらかというと貿易赤字の時期が長い。今年入り後は資源輸出の好調から予想以上に貿易黒字化している。今後も、これまでの資源関連投資が終了し生産が増加するに従い輸出数量が拡大するとみられている。もっとも、数量増が見込まれる一方、豪州の主要輸出品の一つである鉄鉱石価格は、中国景気減速を受けた需要減と、豪州を含む主要産出国における供給増を受けて価格が大きく下落しており（後述）、更なる貿易黒字拡大に繋がるかは不透明だ。

図表1：豪州を巡る資金フロー



(注) 豪州の年度は7月から翌6月。2013年度、14年度は計画、それ以前は実績。  
(出所) プレビデントリア・ストラテジー作成

図表2：豪州の民間設備投資計画



また、そもそも対外収支で為替に影響を与えるのは貿易収支だけでなく、貿易収支に所得収支（対内外投資収益の収支）等を加えた**経常収支は依然として赤字**だ。確かに、貿易黒字化により経常赤字も縮小しているが、逆説的にも、経常赤字が縮小したことで、対外収支のうち為替に影響のある証券投資収支や直接投資収支の影響力が相対的に高まっている（図1）。過去2003年から2007年頃までは、豪州では大幅な経常赤字に対して、高金利により惹きつけられ流入してくる証券投資収支の大幅流入（黒字）でバランスを取っていたが、リーマンショック後は、経常赤字がやや縮小している一方、直接投資の流入が証券投資の

<sup>1</sup> 豪州には熊はいないとされている。コアラは熊の一種ではないが、日本語名は子守熊。

流入を上回ってきており、証券投資収支と直接投資収支の黒字の合計が、経常赤字を上回ることによって豪ドル高圧力が生まれている面があることが示されている（図表 1）。

もっとも、今後については、今年後半から豪州では**鉱業セクターの資源関連投資の急減**が予想されており（図表 2）、その大半は海外からの直接投資流入であったとみられることから、**直接投資黒字が減少**し対外収支のバランスが悪化するとみられる。豪州の金利が相対的に上昇すれば、証券投資黒字が拡大する可能性があるが、ライバルであるニュージーランドは既に利上げを開始しており金利水準も高いほか、豪州の方が米国より利上げ開始が早く、その後利上げペースも速くなるのかは非常に不透明だ。このため、豪州の足許の対外収支改善は、今後も持続的なかたちで豪ドル高要因となるかは不透明だ。

## 2) 中国景気・コモディティ価格：ダウンアンダー（南へ）

中国は豪州の主要輸出品目である鉄鉱石や石炭などの主要輸出相手国であることから、豪ドルは中国経済関連材料に敏感に反応する傾向があった。特に最近では、中国当局が消費主導の経済へ成長の牽引役をシフトさせる方向にある中、重点とされていないインフラ投資や製造業など中国経済の旧来型の部分への依存度が高い豪州は、相対的に悪影響を受け易い。端的な例は**鉄鉱石価格**で、上述の通り今後も下落が予想されており、豪州の交易条件（輸出価格/輸入価格）の悪化を通じて豪州景気と豪ドルへの下押し圧力となる（図表 3、4）。

中国当局は過度の減速に対しては主に金融政策による景気刺激策で対応するとみられ、足許期待が高まりつつあるが、刺激策を取るとしても中国の年間成長率の急速な減速を食い止めるためのもので、成長率押し上げのためではない。このため、中国景気刺激策への期待感が台頭するとしても、それは豪ドルの下支え要因とはなっても、押し上げ要因とはなりにくい。

図表 3：RBA 商品価格と豪ドル



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：豪ドル/米ドル相場と鉄鉱石価格



## 3) 金融政策・為替政策：総合すると緩和バイアス

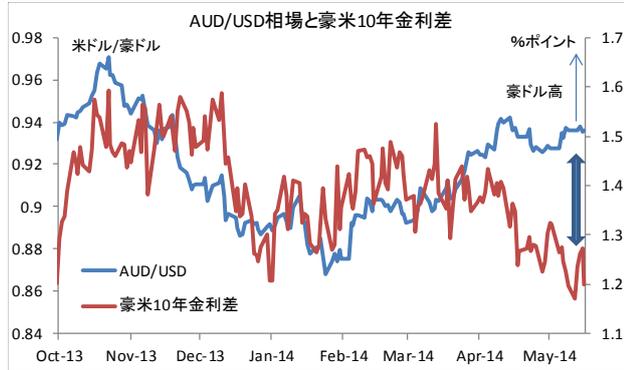
RBA は今年 2 月に「最も賢明な金融政策スタンスは当面の金利安定」とする**中立スタンス**に移行した後、上述のように年初来に豪経済指標の予想比上振れが相次いでも、CPI が RBA の目標レンジ（2.0-3.0%）の上限に近づいても、金融政策スタンスを引き締め**バイアスに変更する気配は現在のところ全くない**。これは、やはり今年後半以降の資源投資の大幅減少見込みが設備投資、雇用そして消費などにどの程度悪影響を与えるか分からないため、これを見極めるには、年内利上げ開始の可能性は低いとみられる。これは日銀が消費増税後の反動減の大きさを見極めるまでは追加緩和策を取らないという姿勢と似ている（当社は結果として、反動減で景気が腰折れすることはなく、日銀の来年度物価目標 2%達成シナリオも維持されることから、日銀追加緩和はないとみている）。

こうした事情もあって、豪州の金利低下は米国より大きくなっており、対米国での金利差は縮小しより大幅な豪ドル安が示唆されているにも拘らず高止まっており、金利差は 0.86-0.88 ドル程度の水準を示唆している（図表 5、6）。

RBA は金融政策と並行して口先為替政策も利用している。今年 1 月に向けて豪ドルが下落した後、RBA は 2 月声明文より「豪ドルは不快なほど高い」という口先介入を削除した。もっとも、資源投資減少からくる景気下押し圧力を相殺するため、豪ドル安により輸出競争力を維持・強化したい RBA としては 1 月以降の豪ドル高はウェルカムではないもので、「豪ドルが上昇してしまったので、豪ドル安による景気支援効果が減殺されてしまっている」という表現を声明文に 4 月分以降盛り込み、**やんわりと豪ドル高牽制**

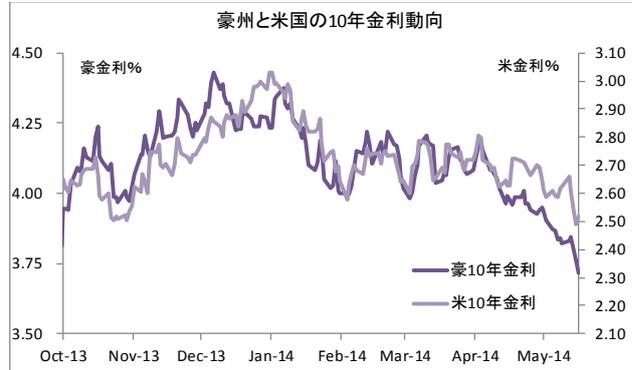
を行っている。このため、金融政策・為替政策スタンスは総合してみると緩和バイアスと言ってよく、豪ドルが更に大きく上昇する場合、特にそれが豪州景気の大改善を伴っていない場合には、引締めを後ずれさせる可能性も高まるだろう。

図表 5：豪ドル/米ドルと豪米 10 年金利差



(出所) プレビデント・ストラテジー作成

図表 6：豪州と米国の 10 年金利



#### 4) 豪州財政：景気と金融政策への含意に注目

豪州の 2013 年末時点の財政赤字の対 GDP 比は-1.4%で、赤字は縮小傾向にあり、リーマンショック後の先進国の基準からすると非常に良好でトリプル A 格も維持している。それにも拘らず Abbott 政権は 5 月 13 日発表の 2014-15 年度予算案で財政緊縮策を発表、今後 4 年間で 360 億豪ドル程度の緊縮を行い、2017 年度に財政均衡、2023 年度に GDP 比 1%の黒字を達成する計画だ。これは、豪州経済に対する信頼感を高め、潜在的に対豪州資金流入（証券投資収支の改善）と豪ドルに繋がる面があるが、既にトリプル A で追加的なプラス効果は限定的だろう。そもそも、豪ドルのみならず主要通貨では、信用力の高さが重要となる局面ではなく、平時は財政は為替相場の材料にならない。

但し今回は、今後数年間の景気への悪影響、特に医療費負担増や高額所得者層への増税を通じた個人消費への悪影響が、今後の金融政策スタンスにどのように影響するか注目される。緊縮財政を一因に RBA の景気見通しが引下げられたりすると、来年以降の利上げペース鈍化に繋がり、対ニュージーランド、対米国での金利面での相対的不利化と豪ドル安要因になるだろう。

#### 豪ドルは反落へ、但し下落幅は想定程大きくならないリスクも

以上の要因から、当社は豪ドルが既にピークをつけ、今後反落に向かう可能性が高まっているとみている。年初来の豪ドル堅調は豪州のファンダメンタルズ要因だけでなく米ドルが FOMC の量的緩和縮小にも拘らず軟調が続いたという事情もある。もっとも、想定外に弱かった米ドルも、米景気自体は堅調が続く中、ウクライナ情勢への懸念が後退すれば米金利の上昇とともに反発に向かい、豪ドル/米ドル相場の押し下げに寄与するだろう。特に、FOMC の量的緩和が終了する今年秋以降は、来年の米利上げ開始時期に関する思惑の高まりにより、米中長期債利回りに上昇圧力がかかり易く、米ドル高主導で年末にかけて 0.86 ドルへ下落するとみている（図表 7）。

但し、逆に言えば、米景気が想定以上の回復を見せ、米国の早期利上げ期待が高まったり、ウクライナ情勢が大きく好転するまでは、米金利・米ドル高主導の豪ドル安は起きにくく、当社が想定するよりもゆっくりとしか下落しないリスクもある。

対円では、当社は日銀の追加緩和や本邦公的年金基金（GPIF）の外貨資産買いに対する過度の期待が後退するにつれ、夏場の季節的円高傾向もあってドル/円の 100 円割れを予想していることから、豪ドル/円相場も 82 円程度と安倍政権開始頃の水準に反落するとみている。対円での豪ドル反発は、来年以降の米国と豪州の利上げ開始とそのペースに依存する面が強く、今年は押し目買いの機会を探る年となりそうだ。

図表 7：当社の豪ドル相場予想

通貨ペア	直近	当社の豪ドル予想			
		14年6月末	14年9月末	14年12月末	15年3月末
<b>ドル/円</b>	<b>101.5</b>	<b>100</b>	<b>98</b>	<b>95</b>	<b>98</b>
(市場予想)		104	105	108	109
<b>豪ドル/米ドル</b>	<b>0.936</b>	<b>0.90</b>	<b>0.88</b>	<b>0.86</b>	<b>0.84</b>
(市場予想)		0.91	0.90	0.89	0.87
<b>豪ドル/円</b>	<b>95.0</b>	<b>90</b>	<b>86</b>	<b>82</b>	<b>82</b>
(市場予想)		94.6	94.5	96.1	94.8

(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