

## PRAEVIDENTIA WEEKLY (10月11日)

## AUD と NZD : 反転は似て非なるものに

## &lt;要約&gt;

豪ドルと NZ ドルは類似した面が多いことから同様に動くことが多く、実際 9 月以降の米ドル高局面でも、それまで両通貨とも高止まっていたこともあり、ファンダメンタルズへのキャッチアップもあって主要通貨の中では下落率が最も大きくなっている。但し今後反発に向かう際には、NZ ドルは反発要因が見当たらない一方、豪ドルはインフレ上振れリスクと為替政策スタンスの変化の面で、NZ ドルに先行する可能性が浮かび上がる。

## ファンダメンタルズへのキャッチアップ、更なる下落余地

豪ドルと NZ ドルの対米ドル相場は今年前半、当社を含め米ドル高を予想していた多くの市場参加者の期待に反して上昇したが、NZ ドルは 7 月にニュージーランド準備銀行 (RBNZ) が利上げ休止宣言をしてから下落に転じ、豪ドルは遅れて 9 月入り後の米ドル急上昇を契機に下落し始めた。実際、豪ドルと NZ ドルにとって重要なコモディティ価格の大幅下落にも拘らず高止まっていたことから、ファンダメンタルズへのキャッチアップが加わり、9 月入り後の豪ドルと NZ ドルの対米ドル下落率は 8% と主要通貨の中で最も大きい。9 月以降の米利上げ開始早期化期待を背景とした米ドル高はやや行き過ぎとみており、一時的な米ドル反落の影響を受ける局面もあるだろうが、米ドル高を契機にファンダメンタルズからの乖離が修正されている面も強く、まだ十分に修正が進んでいないため、豪ドルと NZ ドルは年内、対米ドルで各々 0.84 米ドル、0.76 米ドル程度へ更に下落する可能性が高い。足許の世界的な株価調整やボラティリティの上昇も、低ボラティリティ環境下で金利差を狙って豪ドルや NZ ドルなどの高金利通貨に投資を行うキャリー取引にとって逆風だ。

## 反発の条件：豪ドルはインフレと為替政策スタンスの変化に注意

とは言え、豪ドルと NZ ドルの相対的な高金利や (対 G3 通貨)、今後の豪準備銀行 (RBA) と RBNZ の利上げ見通しを踏まえると、年末から来年にかけていずれかのタイミングで、反発の兆しも出てくるだろう。反発の契機を探るため豪ドルと NZ ドルの変動要因を纏めたのが図表 1 だ。こうしてみると、豪ドルについて、通貨バリュエーションが NZ ドルほど過大評価ではないこと、そしてインフレが目標上限に近づいており、住宅価格も高い伸びが続いていることが目につく。

図表 1：豪ドルと NZ ドルの類似点、相違点

	豪ドル	NZ ドル
対米金利差 (図表 8、9)	概ね 2 年金利差に沿って推移	金利差を大きく下回る、但し金利差との長期的連動性は低い
金融政策①	RBA は来年第 2 四半期の利上げ開始がコンセンサス	RBNZ は今年第 4 四半期の利上げ再開がコンセンサスだが、遅れる可能性
インフレ率 (一般物価) ③	総合+3.0%、コア+2.8% (今年 2Q) 目標 (2-3%) の上限近い	総合+1.6% (今年 2Q) 目標 (1-3%) の中心 (2%) を下回る
景気全般	高い成長率、但し鉱業投資減少の悪影響や、失業率の高止まりがネック	好調だが、今年の利上げ開始後に企業、家計の信頼感が悪化
住宅価格③	上昇率が高まっている。規制当局はマクロプルーデンス政策導入を検討している段階で、利上げ対応までは時間あり	利上げ開始後に上昇率が鈍化傾向。既にマクロプルーデンス措置は導入済み。
為替政策スタンス②	依然として歴史的基準からみて高い (RBA)	現水準でも正当化されず、持続不可能で、更なる大幅下落の可能性 (RBNZ)
通貨バリュエーション (実質実効相場) ②	長期平均を若干上回る程度	大幅な過大評価
コモディティ価格 (交易条件) ④	鉄鉱石価格の大幅下落に出遅れ	世界乳製品価格の大幅下落に大幅出遅れ

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

- ① **金融政策**：最も重要な反発要因は RBA と RBNZ の利上げのタイミング（FOMC 対比）で、現在の市場予想に基づけば NZ ドルが先に反発に転じることになる。FOMC の利上げ開始予想が来年 2Q あるいは来年中央であるのに対して（現在市場の織り込み度合いも振れているが）、RBNZ に関しては今年 10-12 月中の利上げ再開を予想している向きが依然多い一方、RBA に関しては来年 2Q の利上げ開始がコンセンサスで、米国とほぼ同様となっている。

但し、RBNZ は現在、NZ ドルを更に下落させるべく、執拗な口先介入と実弾介入（8 月に 5 億 NZ ドルの NZ ドル売り介入を行った事実が判明）を行っており、金融引締めとは整合的ではなく、両方の効果を減殺してしまうため、当社は年内の利上げ再開は困難とみている。**結局、RBNZ 利上げ再開のタイミングは、NZ ドルが更に下落した後で、RBA、FOMC と同時期（来年央前後）へ後ずれする可能性が高いのではないだろうか。**逆に言えば、それまでは豪ドル、NZ ドル共に米国サイドの利上げ開始時期に関する市場の期待の変化に左右され易い状況が続くそう。

- ② **為替政策スタンス・通貨バリュエーション**：豪州とニュージーランドでは為替政策は金融政策と密接に関連しているが、為替政策面では主要国の中で **RBNZ が最も通貨押下げ姿勢を鮮明にしており、為替介入も行っていることから、当面は NZ ドル下押し要因となりそう**だ。またこうした為替政策の根底にあるのが、NZ ドルが歴史的に高水準にあるという認識だ。実際、実質実効相場の長期平均からの乖離（長期平均水準が適正水準とみなされる）をみると、主要通貨の中で最も割高な領域にある（**図表 2**）。

他方、RBA も豪ドルが歴史的基準から見て高いことを強調し続けているが、RBNZ と比べるとトーンが弱い印象であるのは否めず、実際割高度合いは低く長期的に適正の範囲内とすら言える。むしろ、**これ以上の豪ドル安が輸入インフレ上昇を通じて、既に目標上限に達しているインフレ率を更に押し上げてしまうリスクもある（図表 4）**。RBA は失業率の高止まりや、資源ブーム一服による景気下押し圧力を相殺するために、豪ドル安が必要であることを強調し続けるとみられるが、**客観的基準からは豪ドル割高を声高に主張できなくなってきたことから、今後 RBA のトーンの弱まりが豪ドル買戻しに繋がるリスクがある。**

- ③ **一般物価、住宅価格**：実は一般物価および住宅価格のインフレが最大の反発要因となるかもしれない。豪州では、既に一般物価が RBA のインフレ目標の上限（+3%）に達している中で、更なる豪ドル安がインフレを押し上げると、RBA が豪ドル安を容認しにくくなるという市場の思惑を強めるリスクがある。また、シドニーを中心とした住宅価格の大幅上昇が続く中（**図表 3**）、RBA はようやく住宅市場の過熱を抑えるべく銀行に対する融資基準や自己資本などの規制強化（マクロプルーデンス政策）の導入を検討し始めているが、ニュージーランドや英国の先例でも明らかのように、こうした措置の効果は劇的なものにはならず、先行きの利上げの必要性を高めることになりがちだ。このため**豪州では、一般物価と住宅価格の上昇が、RBA の中立スタンスをタカ派化させ豪ドル反発の端緒となるリスクがあるため、注目だ。**

他方、ニュージーランドでは、一般物価が RBNZ のインフレ目標の中心（+2%）を下回って推移しているほか、住宅価格の上昇率もこれまでの 1%ポイントの利上げもあって鈍化してきている（**図表 3、5**）。

- ④ **コモディティ価格**：両国の主要コモディティ価格である鉄鉱石（豪州）と乳製品（ニュージーランド）は急落しており、最近の両通貨の下落を正当化するものだが、**いずれもいつ下落が一服するのかは目途が立たない状況だ（図表 6、7）**。鉄鉱石は中国の景気減速や消費主導の成長への構造転換方針に加え、世界の三大鉄鉱石生産業者が増産を続けていることから、需給環境は悪い。乳製品も、鉄鉱石とは逆に中国の消費拡大・出生率上昇期待は構造的な押し上げ要因ではあるが、過去の高価格に刺激された供給増と、ロシアによる欧州産乳製品の輸入禁止による需給バランスの崩れが響いている。

図表 2：豪ドルと NZ ドルのバリュエーション

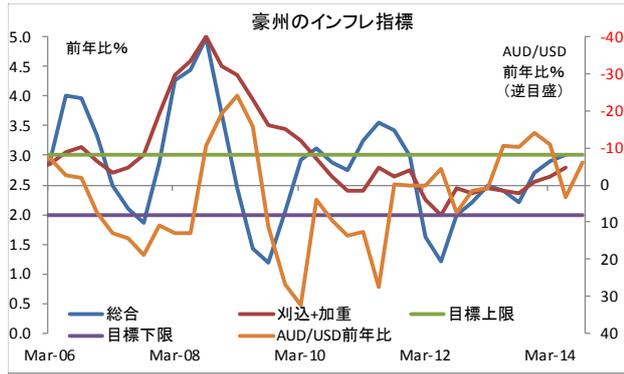


図表 3：豪州と NZ の住宅価格



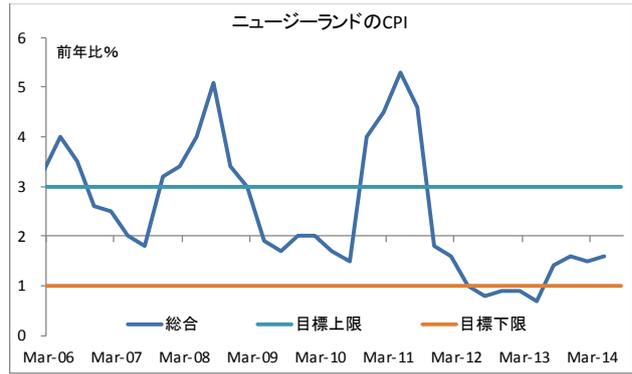
（出所）トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4 : 豪州のインフレ指標と豪ドル



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 5 : ニュージーランドのインフレ指標

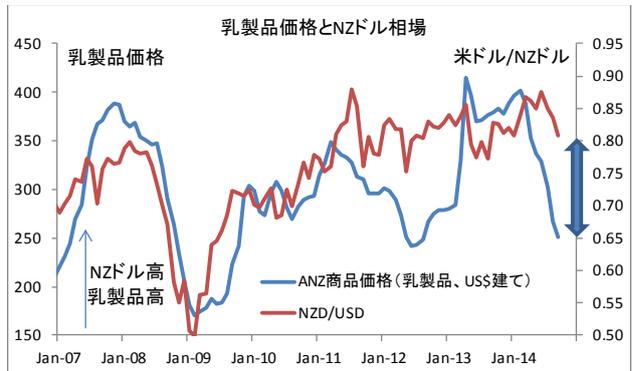


図表 6 : 豪ドルと鉄鉱石価格

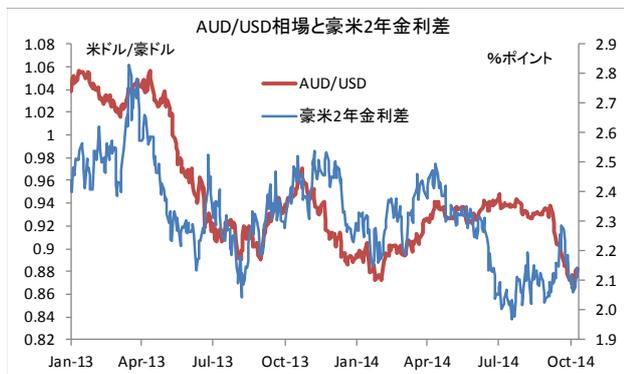


(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 7 : NZ ドルと乳製品価格

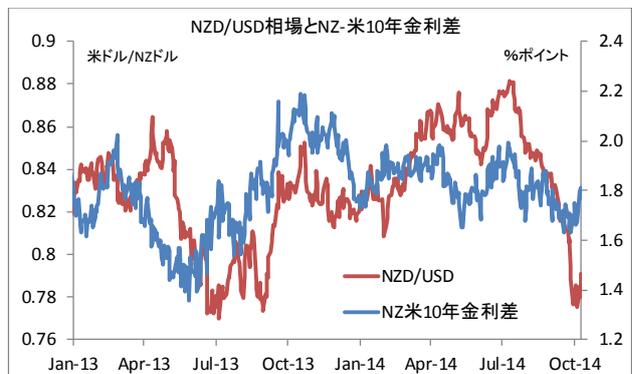


図表 8 : 豪ドル/米ドル相場と豪米金利差



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 9 : NZ ドル/米ドル相場と NZ 米金利差



**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

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	<p>「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日)</p> <p>「円安牽制：敵は己の内にあるか？」(14年9月13日)</p> <p>「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日)</p> <p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <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&amp;Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p>
ドル	<p>「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)</p> <p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28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>
ポンド	<p>「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日)</p> <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>
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>
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <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>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21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>「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)</p> <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>
新興国通貨	<p>「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)</p> <p>「BRL：働く通貨はキャリーだけ」(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：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日)</p> <p>「米株価（S&amp;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) &amp; Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p>