

豪ドルの堅調は続くのか

～ 米国利上げペース加速なら豪ドルが弱含む可能性高まる ～

< 要 旨 >

- 1 . 最近、わが国から豪州（オーストラリア）向けの証券投資が拡大している。2004 年の豪州向け証券投資額は前年に比べて 2,464 億円増の 6,049 億円となり、過去最高水準を記録した。またわが国のリテール販売用外債の通貨別シェアをみると 2004 年は豪（オーストラリア）ドルが 53% と最大となった。
- 2 . 豪州向けの証券投資は、豪州の金利水準の高さ、豪ドルの堅調さ、国際商品価格の高騰を背景とした豪州の交易条件の改善、などの要因から世界的にも拡大してきた。
- 3 . ただし、豪ドルの先行きについてはいくつかの懸念材料もある。すなわち、経常収支赤字の GDP 比が先進諸国で最も高く、過去最高水準を更新していること、経常収支の中身をみると、貿易サービス収支だけでなく所得収支も赤字基調であること、ファイナンスの面では比較的変動の大きい証券投資の流入に大きく依存してきたこと、があげられる。
- 4 . 近年、豪ドルが堅調に推移した背景には、米国の金融緩和が長期化する中で米国マネーがより高い収益機会を求めて豪州に向かったことがある。しかし、足元、米国ではインフレ懸念が広がるなか利上げテンポの加速も想定される状況にある。今後、米国の利上げにより豪米金利差が縮小すれば、豪州から米国に資本が回帰することで豪ドル安が進行する可能性がある。
- 5 . 今後、米国の政策金利（FF 金利）が 1 年かけて景気に中立的な水準（4 ～ 5 %）に戻ることで、豪ドルには先行き対円で 7 % 程度の下落圧力がかかると試算される。米国の利上げペースの加速に伴って国際商品価格も下落すれば豪ドル安圧力は一段と強まる可能性もある。



お問合せ先 調査部（東京）西垣秀樹

E-mail: hideki.nishigaki@ufji.co.jp

はじめに

最近、豪ドル相場が堅調に推移するなか、わが国でも豪ドルに対する人気が高まっている。豪ドルの堅調は今後も続くのか。本稿では、主に豪州と米国の間の資本移動の動向等に注目しながら、今後の米国の利上げに伴って豪ドルが弱含むリスクなどについて考えてみた。

1. 拡大するわが国の豪州向け投資

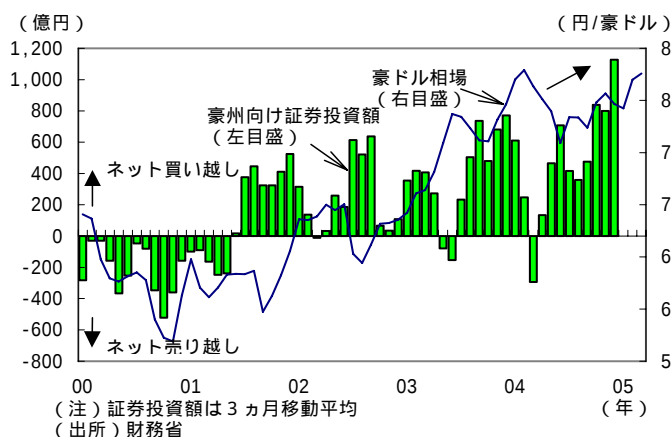
わが国から豪州向けの証券投資が拡大している。財務省統計によると、2004年のわが国の豪州向け証券投資（ネット取得額）は前年に比べて2,464億円増の6,049億円となり過去最高水準を記録した。豪州向け証券投資は2001年以降4年連続で増加。月次ベースでみると足元にかけて一段と増加する傾向にある（図表1）。豪州向け証券投資の内訳は、公社債等投資が78%（4,720億円）、株式が22%（1,329億円）となっている。

わが国における豪州向け証券投資の規模は、対外証券投資全体（2004年、18兆7,763億円）の3.2%のシェアを占めるにすぎないが、2003年から2004年にかけての全体の増加額に対する豪州の増加額の割合（寄与率）は31%と大きい。

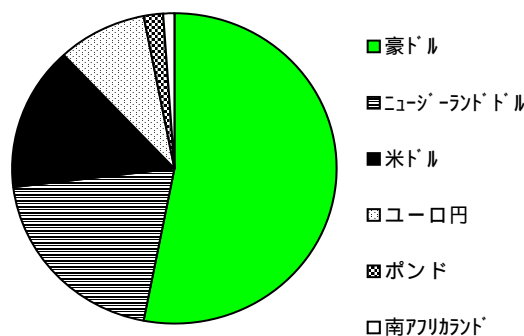
最近の豪州向け投資は投資信託を通じて実施されるものが多い。わが国の契約型・公募投資信託（外貨建て分）の運用状況を通貨別にみると、直近2005年3月末で豪ドルは1兆840億円と、米ドルの6.4兆円、ユーロの3.4兆円に次ぐ規模に拡大している。

さらに、日本銀行が調査したリテール販売用の外債¹について通貨別シェアをみると、2004年は豪ドルが53%と最も大きく、ニュージーランドドルの20%、米ドルの15%を上回っている（図表2）。豪ドルの割合は2003年から7%ポイントも拡大した。

図表1 日本の豪州向け証券投資と豪ドル



図表2 リテール販売用外債の通貨別内訳



¹ 証券会社によるリテール向け外債の新規引受（片道・約定ベース）のうち主要なものを積み上げて算出。個人向けに引き受けられた外国債投信は除く。

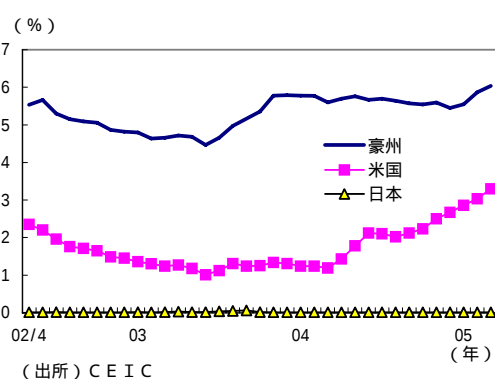
2. 豪ドル投資が増加した背景

豪ドル投資は以下の要因などから、日本からだけでなく世界的にも増加している。

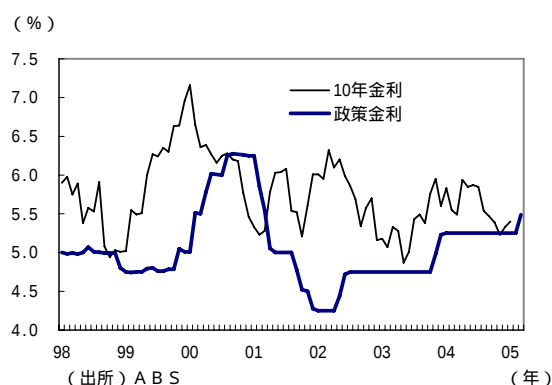
(1) 高い金利水準

第1に、豪州の金利水準が高いことである。1年物国債利回りは、わが国が超低金利政策の長期化を背景にほぼゼロ近傍であるのに対して、豪州は6%と高い。豪州の金利は米国に比べても高い水準にある(図表3)。豪州の金利水準が高いのは、2002年以降、政策金利が引き上げられてきたためである(図表4)。豪州の政策金利の引き上げは米国で利下げが実施された時期(2002年、2003年)とも重なっている。また今年に入ってから、豪州の政策金利は3月には5.5%(1年3ヵ月ぶりの利上げ)に上昇しており、先進諸国の中ではニュージーランドに次いで高い水準となっている。

図表3 1年物国債利回り



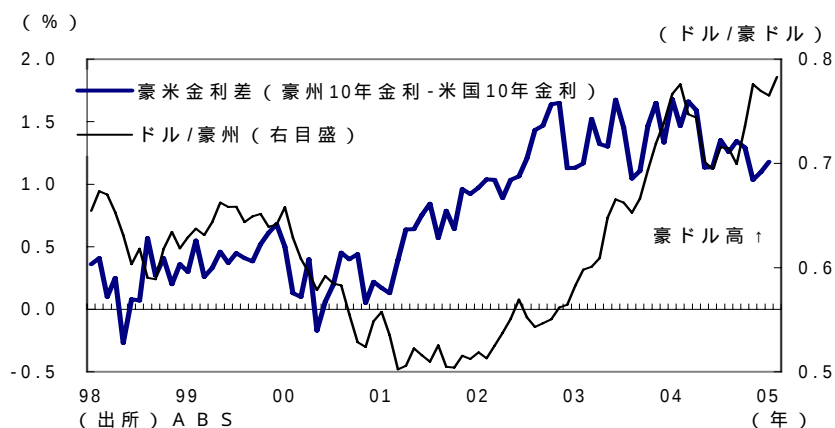
図表4 豪州の政策金利と長期金利



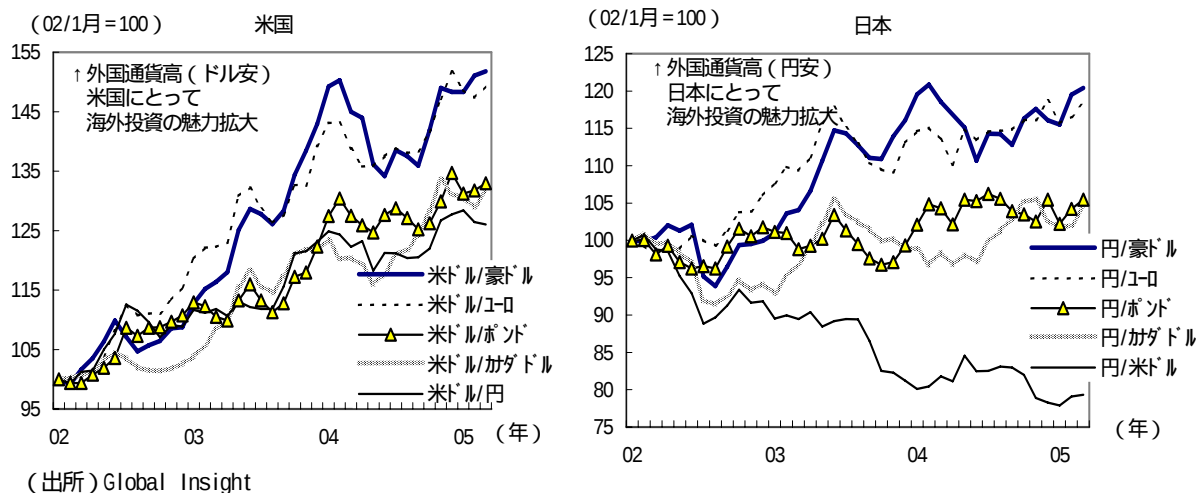
(2) 豪ドル高

第2に、豪ドル相場が上昇傾向で推移してきたことである。図表5で、豪州と米国の金利差(債券利回りのスプレッド)と豪ドル相場を見ると、豪米金利差は2001年から2003年にかけて拡大したが、その間、豪ドルは増価したことがわかる。その後、豪米金利差は横ばい圏内で推移してきたが、豪ドルは足元まで堅調を持続している。

図表5 豪米金利差(長期金利ベース)と豪ドル相場



図表 6 米国及び日本からみた外国通貨の推移



米国やわが国からみた豪ドルの投資対象としての魅力は、他の外国通貨に比べても高いものであったとみられる。2002 年以降の豪ドルの対米ドル、対円レートの推移を確認してみると、足元の豪ドルは 2002 年初めに比べて対米ドルで約 50%、対円で約 20% も上昇している（図表 6）。

（３）国際商品価格の高騰を背景とした交易条件の改善

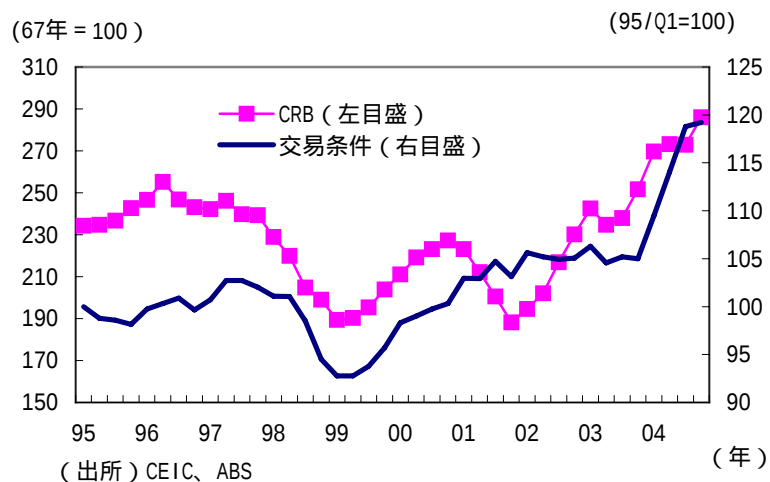
第 3 に、豪ドルへの投資が増加した背景として、国際商品価格の高騰が「資源国」としての豪州の経済に有利に働いたことがある。

豪州の交易条件（輸出価格／輸入価格）をみると、国際商品価格（C R B）の上昇に伴って、豪州の輸出価格が上昇し、交易条件は改善傾向にある（図表 7）。

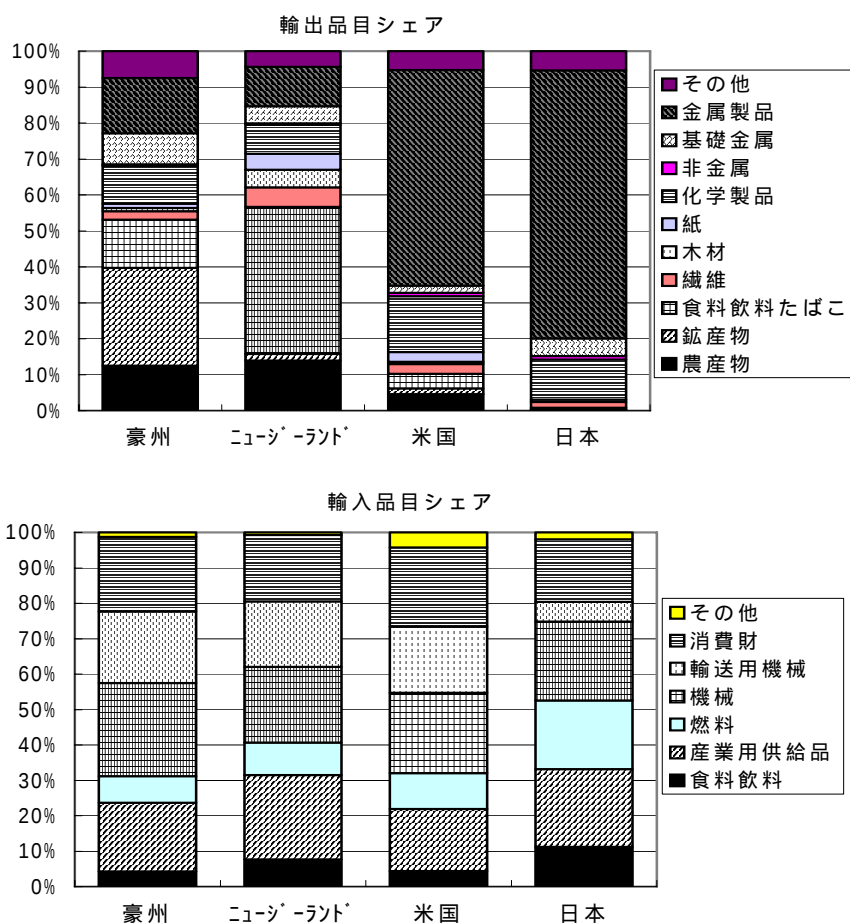
こうした交易条件の改善の背景には、日本や米国と異なり、豪州では輸出品目に占める鉱物資源や農産物の割合が大きいと考えられる（図表 8）。

国際商品価格の高騰は、米国や日本にとっては、製造業のコスト上昇を通じて企業収益が圧迫され、ガソリン価格の上昇等により消費が抑制されるため、景気に対してマイナスに寄与するが、豪州にとっては、ニュージーランドとともにむしろ交易条件の改善を通じて景気を押し上げる効果をもつとみられる。

図表7 国際商品価格と豪州の交易条件



図表8 主な国の輸出品目と輸入品目



(注) 2002年ベース
(出所) 国連

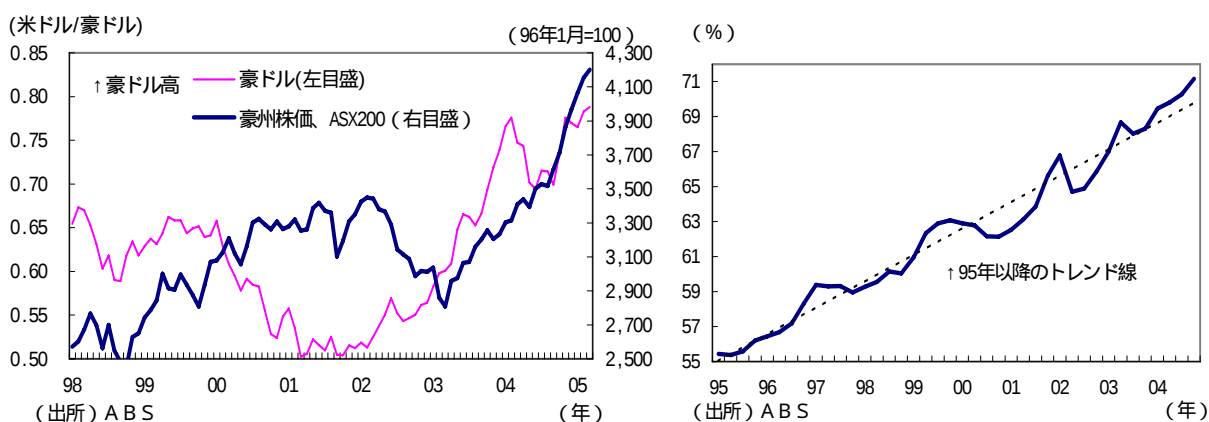
3. 豪ドルと豪州株価の上昇

このように、米国やわが国からみて豪ドル投資の魅力が高まるなか、2003 年以降、豪州の株価も豪ドルとともに上昇傾向で推移してきた（図表 9）。

豪州の金融市場では株価に加えて住宅価格も堅調に推移してきたが、こうした株価や住宅価格などの資産価格が上昇した背景には、流動性の拡大があるとみられる。経済規模に対する流動性の大きさを示すマーシャルの k （マネーサプライ $M3 / GDP$ ）は、90 年代以降上昇傾向であるが、足元ではトレンド線を超えている（図表 10）。

図表 9 為替と株価

図表 10 流動性を示すマーシャルの k



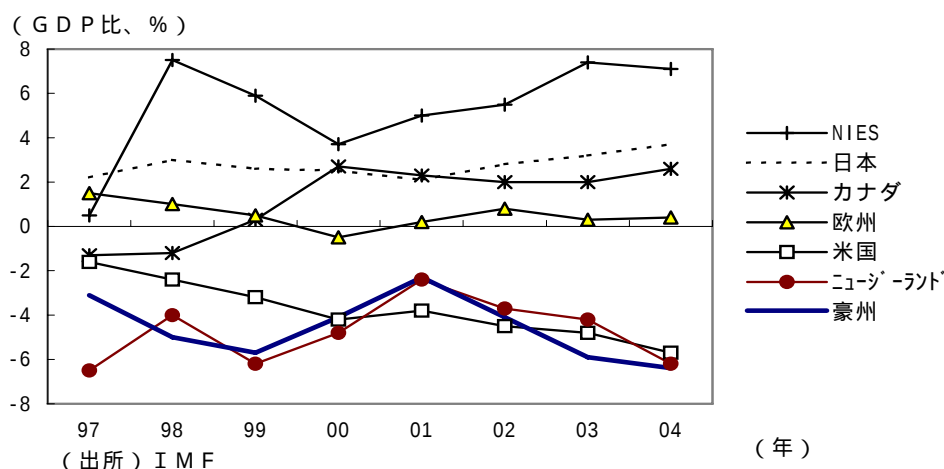
4. 豪ドルのリスクファクター

豪ドル相場は、上でみた要因を背景に堅調に推移してきたが、豪州の貯蓄と投資の不均衡（投資超過すなわち経常収支赤字）が拡大する傾向にあり、先行きの懸念材料となっている。

（1）経常収支赤字の拡大

豪ドルの先行きのリスクとして、豪州の経常収支赤字が拡大していることがあげられる。豪州の経常収支赤字の GDP 比は先進諸国中、最も大きい（図表 11）。豪州の経常収支赤字は景気の堅調や豪ドル上昇などを背景に 2004 年末にかけて急拡大し、2004 年には 535 億豪ドル（約 394 億米ドル）と過去最高水準を記録した。 GDP に対する赤字の規模を四半期別にみると、2004 年は 1-3 月期の 6.0%から 10-12 月期には 7.1%に拡大している。以下では、経常収支赤字の構造を国際収支統計からみておきたい。

図表 11. 主な国・地域の経常収支の GDP 比



(2) 経常収支赤字の構造

貿易赤字の拡大～交易条件改善でも赤字拡大

第 1 に、貿易サービス収支赤字の拡大があげられる(図表 12)。豪州の輸出は 2001 年末から 2004 年初めにかけて前年比マイナス傾向で推移してきたが、2004 年 4 月以降、足元 2005 年 2 月までは鉱物や資源価格の上昇などから前年比二桁増の高い伸びとなっている。しかし、輸入も、2003 年後半から 2004 年初めにかけては減少傾向で推移したが、2004 年半ば以降は豪ドル上昇を背景に拡大傾向となり、輸出の伸びを上回っている。

所得収支赤字の拡大

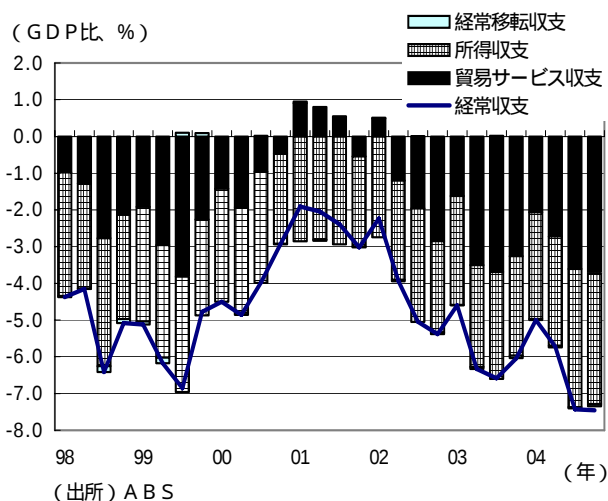
第 2 に、対外金融債権債務の利子・配当金等の受払等を示す所得収支は、米国に対する純負債の拡大などを背景に赤字基調で推移している。

ちなみに、豪州と米国を比較すると、いずれも経済規模に比べて大幅な経常収支赤字を抱えているが、所得収支の面では、米国が収益性の高さを反映して黒字基調となっているのに対して、豪州は大幅な赤字が続いているといった違いがみられる。

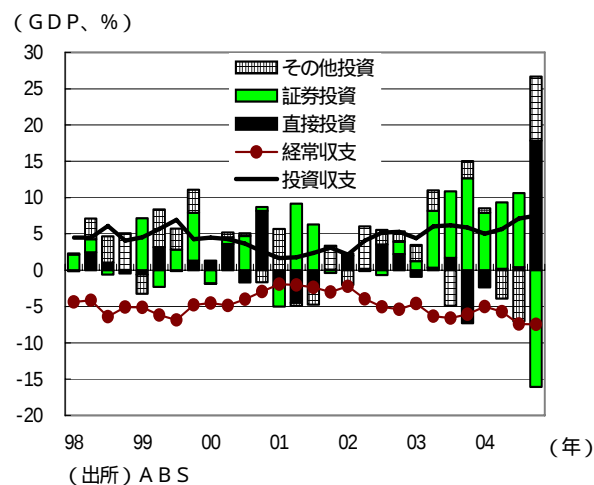
経常収支赤字を超える資本流入

第 3 に、資本移動の側面に注目すると、経常収支赤字を超える規模の資本が流入している。特に、2003 年から 2004 年には海外からの証券投資が大幅に拡大した(図表 13)。もっとも 2004 年末には証券投資は流出超に転じているが、経常収支赤字のファイナンスの多くの部分を比較的変動の大きい証券投資に依存する構造は必ずしも安定的とはいえない。金利差の変化など何らかの要因によって豪州への資本流入が細れば、経常収支赤字のファイナンスが困難となり、豪ドル安や金利上昇の圧力が高まる可能性がある。

図表 12 豪州の経常収支



図表 13 豪州の経常収支のファイナンス

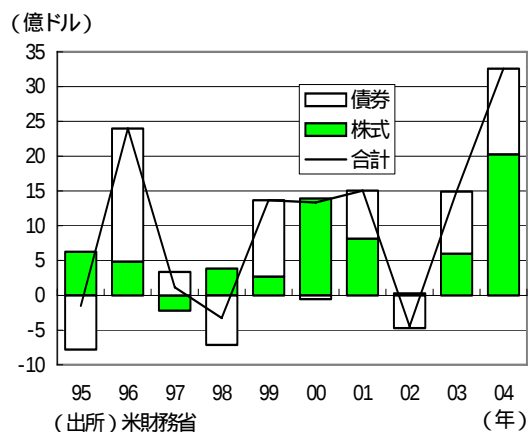


(3) 豪州と米国の金利差の縮小

豪州金融市場に大きな影響力をもつ米国マネー

近年、豪州が貯蓄を上回る投資の拡大を続けることができた一因には、米国の金融緩和が長期化する中で米国資本がより高い収益機会を求めて豪州に流れたことがある。米国の政策金利である F F 金利は 2001 年初めから 2003 年 6 月までに 6.5% から 1.0% に大幅に低下した。その後 F F 金利は 2003 年 6 月以降 1 年間、1.0% で推移した後、2004 年 6 月末からは継続的な利上げで足元 2.75% まで上昇しているが、依然として景気に中立的な水準 (4 ~ 5%) を下回っている。こうした中で、2003 年以降、米国から豪州への証券投資が拡大した (図表 14)。豪州の対外債務残高を国別にみると米国が最大となっており、豪州金融市場における米国資本の影響力は大きいものと考えられる (図表 15)。

図表 14 米国から豪州への証券投資額



図表 15 豪州の対外債務残高

	金額 億ドル	シェア %
全体	9781	100.0
直接投資	2435	24.9
証券投資	5499	56.2
債券	3550	36.3
株式	1949	19.9
デリバティブ	486	5.0
その他	1362	13.9

(注) 2003年末

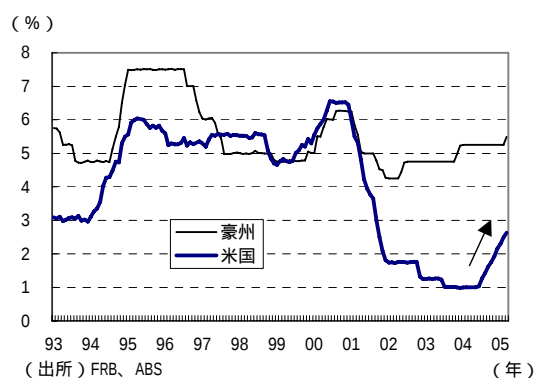
	金額 億ドル	シェア %
全体	9781	100.0
米国	2973	30.4
英国	2588	26.5
日本	448	4.6
香港	327	3.3
シンガポール	221	2.3
オランダ	204	2.1
ニュージーランド	196	2.0
その他	2824	28.9

(注) 2003年末

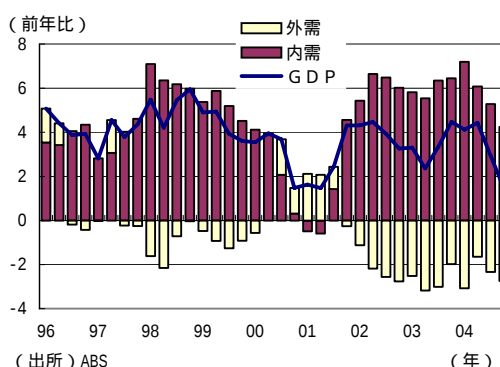
減速する豪州経済

豪州と米国の金利差は2004年夏以降、米国の利上げとともに縮小する傾向にあるが、今後もこうした傾向が続く可能性は高い（図表16）。米国では今年に入ってインフレ懸念が強まる傾向にあり、利上げが継続される可能性が高まっている。3月の消費者物価（コア）は前月比0.4%と2002年8月以来のプラス幅を記録した。一方、豪州では景気が減速しており、内需の伸びが鈍化傾向にある（図表17）。4月の金融政策決定会合で政策金利の引き上げが見送られたことなどを踏まえると、豪州の政策金利は当面据え置かれる可能性がある。

図表16 豪州と米国の政策金利



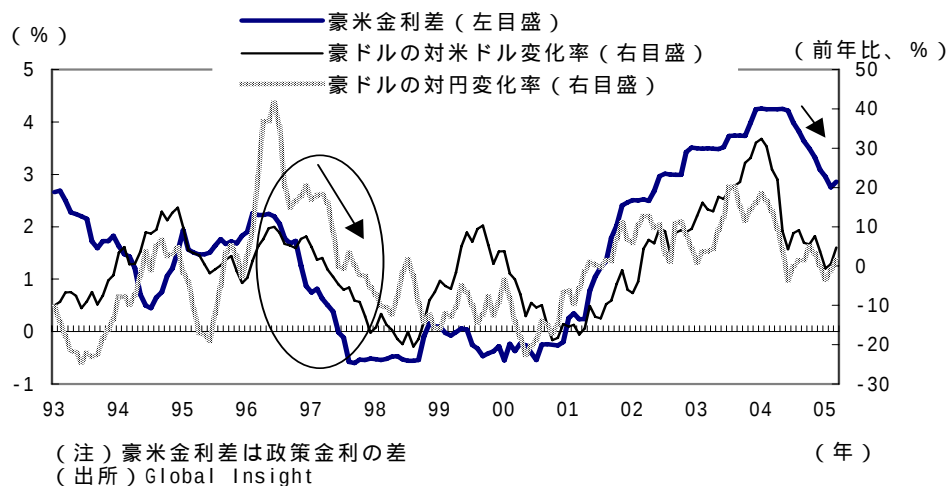
図表17 豪州の実質GDP



豪州と米国の金利差縮小がもたらす豪ドル下落圧力

今後も米国の利上げが継続し、かつ1回の利上げ幅が現行0.25%ポイントから0.5%へ拡大すれば、豪米金利差の縮小に伴う豪州から米国へ資本回帰の動きが強まるとみられる。これによって、豪ドル相場は下落圧力を受けることになろう。過去に豪州と米国の政策金利差が大きく縮小した例として96年半ばからの1年間があげられる(1年間で2%ポイント程度縮小)が、この1年間で豪ドルは米ドルに対して20%下落した。その後も豪ドルは円に対しても98年の1年間で15%下落した（図表18）。

図表18 豪州と米国の政策金利差と豪ドルの関係



5. 今後、豪米金利差が縮小すると豪ドルは対円でどのくらい下落するか

そこで、VARモデルを用いて豪州と米国の政策金利差が縮小した場合に、経常収支や国際商品価格、米ドル/豪ドル相場の変化を通じて、円/豪ドル相場が今後、どう変化するかを試算した（図表19）。

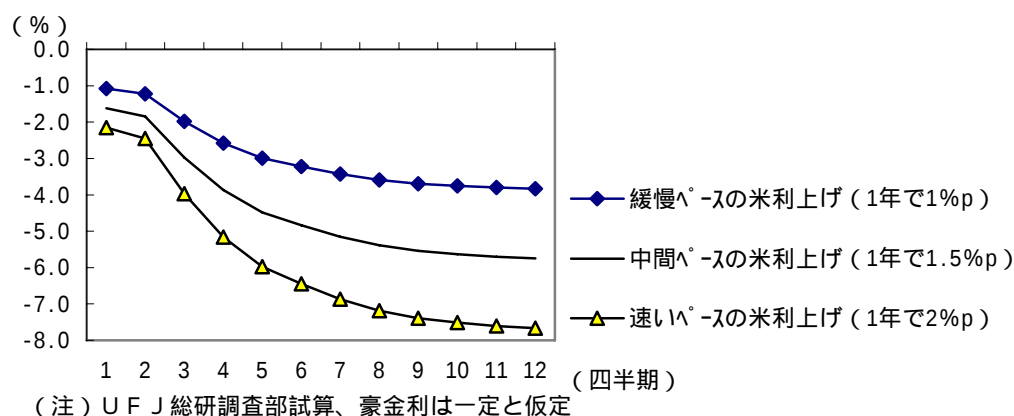
豪州の政策金利（現行 5.5%）を一定と仮定した上で、米国の利上げが実施されるケースを3パターン想定し、それぞれの前提からもたらされる豪ドルの対円下落圧力に注目した。ここで想定した「速いペースの米利上げ」とは、FF金利（現行 2.75%）が今後1年間で2%ポイント上昇し、景気中立的な水準（4～5%）に戻るイメージである。

豪ドルの対円下落率（政策金利差が変化しなかった場合に比べてどの程度下落するか）の試算結果は以下の通り。

- ・ 緩慢なペースの米利上げケース（FF金利が1年間で1%ポイント上昇）
1年間（4四半期）で2.6%、2年間（8四半期）で3.6%の下落要因。
- ・ 速いペースの米利上げケース（FF金利が1年間で2%ポイント上昇）
1年間（4四半期）で5.2%、2年間（8四半期）で7.2%の下落要因。

上記の試算では今後の国際商品価格（CRB）を一定と仮定している。近年の国際商品価格の上昇は、中国など新興国の経済成長に伴う需要の拡大を背景としているが、同時に米国をはじめとする世界的な金融緩和によって投機的な資金が市場に流れていることで押し上げられている側面も少なくないとみられる。仮に米国の利上げペースの加速等によって投機的な要素がはく落し、国際商品価格が下落する場合には、豪ドルの対円下落率、すなわち円高圧力は試算結果よりも大きくなると考えられる。

図表 19 豪州と米国の政策金利差縮小がもたらす豪ドルの対円下落圧力



おわりに

上のモデルでは、豪米金利差の縮小によって豪ドル（対円）にどの程度の下落圧力がかかるのかをみた。しかし、豪ドル相場にかかわるリスクとしては、以下の点にも注意しておく必要がある。

第1に、今後仮に金融市場で米国の利上げ観測が急速に高まったり、豪州の経常収支赤字の持続可能性（サステナビリティ）に対して信認が低下するような場合には、期待の変化から豪ドル相場が上の試算結果で示された下落幅以上に、一時的に大きく低下（オーバーシュート）することもある。

第2に、豪ドルはニュージーランドドル等とともに国際金融市場における取引規模が米ドル等に比べて小さいこともあり、巨額の資金を運用するヘッジファンドなど一部の投資家の売買によって相場が一時的に大きく変動する可能性もある。

第3に、仮に豪ドルが大幅に下落する場合、豪州に対する最大の債権国である米国が悪影響を受けるとの観測が広がることで米ドル相場自体が弱含む可能性もある。この場合、わが国の対外証券投資は円高と外貨建て資産価値の下落によってブレーキがかかることも予想されよう。

豪州経済については、近年、豪州の実質 GDP 成長率が OECD 諸国平均の成長率を上回る推移を続けており、長いトレンドでみた景気の基調は弱いものではない。今後、豪州景気の上昇基調が強まれば、豪州金利が上昇することで、米国の利上げに伴う資本回帰の動きが抑制されることも考えられよう。また、今後のインフレリスクは、米国に限らず豪州についてもあてはまるものである。

しかし、豪州と米国の金融政策を比較すると、豪州では米国に比べて早い時期から政策金利が引き上げられてきた中で政策目標が足元ほぼ達成されており、追加的利上げは今後のインフレ等の動向に左右される状況である。これに対して、米国の政策金利は引き上げが相対的に遅れた結果、依然として金融緩和的な低水準となっており、今後の上昇余地が大きいといった違いがある。また住宅価格の上昇率を比較しても、豪州は米国に比べてほぼピークアウトした感が強い。こうした点を踏まえると、豪州と米国の政策金利差は今後さらに縮小することが予想される。

豪ドル相場の先行きを考える上では、今後発表される豪州や米国の経済指標の動向が重要になる。特に金融政策に大きな影響を与える可能性が高い実質 GDP 成長率やインフレ率、雇用動向に加えて、豪ドルのリスクファクターである経常収支赤字の水準を注視していく必要がある。

以 上