

# 豪ドルの行方

インベストメント・ストラテジー・ヘッド&チーフ・エコノミストのシェーン・オリバーから臨時レポート

2008年2月29日(金)



## はじめに

豪ドルが最近対米ドル(および対円)にて上昇しております。世界経済に対する懸念と商品市況に対する悲観論から1月後半に豪ドルは1豪ドル=0.85米ドル近くまで売り込まれましたが、その後豪ドル相場は急回復、昨年11月以来の高値を更新し、1豪ドル=0.94米ドルとほぼ24年ぶりの水準となっています。果たして今後はどうなるのでしょうか。

結論から申し上げますと以下の通りです。

- 強い豪ドルは世界の景気が減速するものの崩壊(失速)することはないということの表れと言えます。
- 堅調なコモディティ(商品)市況を背景に、豪ドルの長期トレンドは右上がりです。
- 短期的には、豪ドルが2月28日(木)に1豪ドル=0.94米ドルを突破したことから、この2、3か月間に対米ドルでパリティ(同値、1豪ドル=1米ドル)に達する可能性は高いかと思われます。ただし来年にかけては世界経済の回復とオーストラリア経済の減速傾向が見え始め、豪ドル高が一本調子とはならないことも考えられます。

## 豪ドルと金利水準と世界経済

オーストラリアの金利と世界の主要国金利の格差がますます広がるとの期待、コモディティ価格(商品市況)がさらに堅調さを増すとの予想、米国経済が減速傾向を強めているとの観測、こうした要因が複合的に働いて最近の豪ドル高を生んでいます。すなわちオーストラリア金利が上昇過程にあるのに対し米国金利は下降局面に入り、欧州や日本の金利はほぼピーク越えの可能性が高いと言えます。一方、コモディティ価格が堅調なのは原油から小麦まであらゆる商品で明らかです。

また先進諸国の経済成長が減速傾向を強めている中、エマージング諸国(新興国)の成長は力強くコモディティに対する需要も旺盛、コモディティの供給に限りがあることも相まって商品市況は増勢です。

**結局、世界の経済成長に敏感な豪ドルですが、依然豪ドル高が続いているということは、世界の景気が減速するものの崩壊(失速)することはないという証しです。**

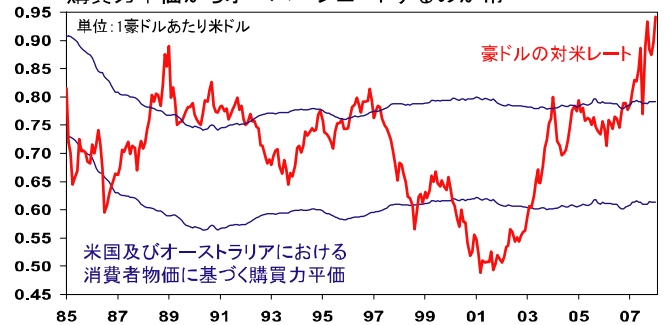
## 豪ドルの行方

変動相場制に移行して以来、豪ドルの価値を測る伝統的な手法に従えば、豪ドルは現在オーバー・バリュエ(過大評価)となります。たとえば各国の物価水準を平準化(同価値に)するように為替レートが動くとの仮定に基づき購買力平価を計測してみると、1豪ドル=0.70米ドル前後となります(下のグラフをご参照ください)。しかしながら通貨というものが購買力平価をオーバーシュートする(行き過ぎる)もの

当資料は、投資の参考となる情報の提供を目的として、AMPキャピタル・インベスターズ・リミテッドが作成したものです。当資料は、各種の信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。当資料の記述内容、数値、グラフ等は作成時点のものであり、予告なく変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。

であることを考えれば殆どの局面において購買力平価に妥当性がなないとも言えます。とりわけ過去10年間でそうであったように、コモディティ(商品市況)の長期トレンドが右上がりになっている時には購買力平価があてにならないと言えます。

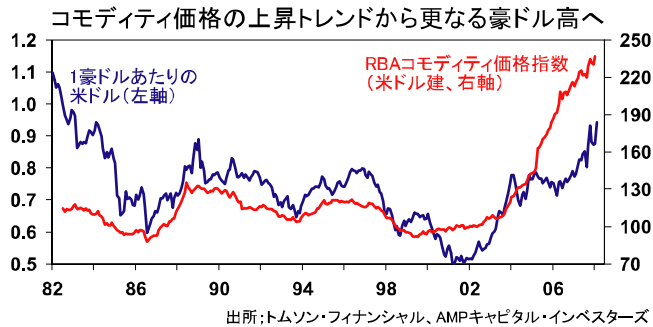
現在豪ドルは購買力平価に対しオーバー・バリュエであるが購買力平価からオーバーシュートするのが常



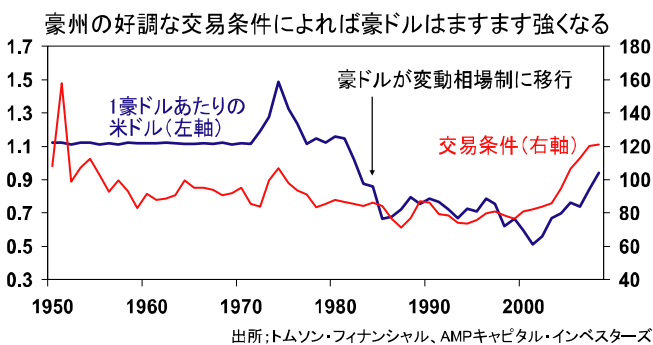
出所:トムソン・フィナンシャル、AMPキャピタル・インベスターズ

**コモディティが今後も堅調という見通しに立てば豪ドル高は今後も続くということになります。**供給が限られている一方で中国その他の新興諸国からの需要が急増することからコモディティ価格は今後も長期的に堅調、加えてこうしたエマージング諸国の工業化は時間を要するためコモディティ価格の上昇トレンドも少なくとも10年は続くという見方は見えています。最近になって原油が1バレルあたり100米ドルを突破、金相場も1オンス当たり950米ドルを超え、ソフト・コモディティ(穀物など食料系)も高値更新、銅相場も2006年5月の高値を試す動き、鉄鉱石の契約価格は65%も上昇、石炭の契約価格も80%近く上昇等々、コモディティ価格の上昇トレンドは明らかです。鉄鉱石及び石炭の(長期)契約価格の上昇はオーストラリアにおける来年の貿易収支赤字をほぼ帳消しにしてくれることでしょう。

このようにコモディティ価格の上昇トレンドから言っても豪ドルが1豪ドル=1米ドルのパリティを超える可能性は既に述べた通りですが(次頁のグラフをご参照ください)、コモディティ価格の上昇傾向が続くにつれ投資家もその持続性に対する懐疑心を強めるでしょうからコモディティ価格の増勢も抑えられることとなります。しかしながらこうした懐疑心も和らいでしまうことでしょう。



コモディティが強ければ変動相場制への移行(1983年12月)以来の豪ドル適正価格(フェア・バリュー)を計測することに問題が生じることになります。すなわち輸出物価指数を輸入物価指数で除した交易条件を見ると、現在の水準は1豪ドル=1.12米ドルであった1950年代初めと同水準なのです。結局交易条件に基づいて豪ドルの適正価格を推し量ることは難しいのです。



また米ドルが引き続き低下傾向にあることに加え、金利差がますます広がることは現在の豪ドル高を加速させることになります。現在の米豪金利差は4%程度ですが、今後も米FRB(連邦準備制度理事会)が利下げを継続する一方で、豪RBA(オーストラリア中央銀行)が今後も1、2回利上げを行う可能性が高いことから、年央には金利差が5~5.5%にまで拡大することでしょう。また欧州や日本の金利もピークをそろそろ越えたと見られ、これらの国との金利差も広がると思われます。

今まで見てきた要因を考えれば豪ドルのトレンドは右上がりです。1豪ドル=0.94米ドルという昨年の高値を更新、1984年来の水準に近づいているという現在の勢いから言えば、豪ドルは1984年の最高値1豪ドル=0.9653米ドルを試しにかかりこの2、3ヶ月の間に1豪ドル=1米ドルというパリティを超えるのかもしれませんが。最近原油価格が1バレル=100米ドルという水準を付けた際、投機家や原油先物トレーダーがこうした切りの良い数字を好むことがわかりましたが、1豪ドル=1米ドルというパリティも同様の効果を持つかもしれませんが(誰もが四捨五入をした丸めた数字に拘ると同様、投資家も切りの良い数字に魅力を感じるのです)。

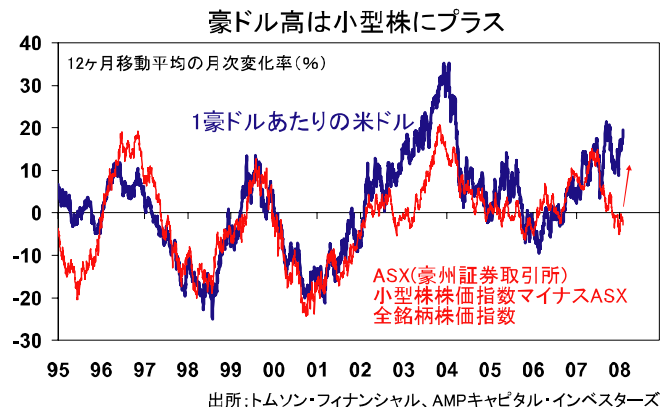
しかしながら豪ドルの長期トレンドが右上がりでも対米ドルでパティに達するとは言っても、それが来年にかけて一本調子には限りません。向こう半年の間に、経済成長に対する懸念が時たま頭をもたげ、株式市場とコモディティ市場が下落、豪ドルが1豪ドル=0.77米ドルにまで下げた昨年8月や今年の1月後半のように、豪ドルの反落も一時的に見られることでしょう。多くのコモディティがそうであるように投機的な動きが盛んな時には、一時的な下落に投機家は弱いものです(今でも右上がりトレンドがはっきりしているのはコモディティくらいのもので、だからこそいまだ投資家はコモディティ市場で活発に動き回っています)。さらに2009年中にはオーストラリア金利もピークを越え、豪州経済が減速傾向となり金利が低下局面に入

る一方で米国及び先進諸国の景気が回復、各国の金利にも上昇圧力がかかることになれば、豪ドルにとってもある程度下落要因となるでしょう。

### 豪ドル高の影響

豪ドルが高くなれば輸入財の価格は安くなるため、豪ドル高は豪州の消費者にとって好ましいと言えます。輸入財の3割近くが、自動車、衣料品、電気機器といった消費財なのです。従って最近の豪ドル高はインフレおよび金利の上昇圧力を弱めてくれることでしょう。ただしもう1、2回の利上げがこの2、3ヶ月間で行われる可能性は高く、こうした利上げを食い止めるほどの力はないでしょう。すなわち昨年の豪ドル高に想定していたほどのインフレ抑制効果がなかったことをオーストラリア中央銀行も認知しているでしょうから。

一方、利上げにより豪州経済が抑えられ企業心理も下降を始めたところに豪ドル高なので、一般的には豪ドル高が豪州経済にとって良いということはありません。豪ドル高が輸入コストを引き下げ恩恵を受ける企業(例えば小売業者や航空会社)を探すのは難しいのですが、収益が豪ドル高によって目減りする企業(例えば資源会社、多国籍企業、建材メーカー等)を探すのは比較的簡単なことです。豪州の上場企業のうち約30%が海外からの収益を計上しており、計算上は豪ドルが10%高くなれば収益が約3%の減益となります。昨年の10月から11月にかけて豪ドルが0.90米ドルをつけた時にもそうでしたが、今後豪ドルが続伸すれば輸出企業の収益見通しが下方修正されるのも時間の問題でしょう。とりわけ、海外への依存度が高い大企業(大型株)が受ける影響は、輸入コストの低下から恩恵を受けることが多い中堅企業(小型株)よりも大きいことが常です。下のグラフをご参照ください。



### 結論

このように豪ドルは好調なコモディティ市場と金利差拡大、米ドル安といった背景から上昇トレンドを続けることでしょう。ただしオーストラリア国内では輸入コストの削減と海外収益の目減りという両極の効果があり、特に大企業には要注意と言えますが、海外から見れば逆も然りであることにも留意すべきです。

シェーン・オリバー博士

チーフ・エコノミスト、インベストメント・ストラテジー・ヘッド  
AMPキャピタル・インベスターズ

当資料は、投資の参考となる情報の提供を目的として、AMPキャピタル・インベスターズ・リミテッドが作成したものです。当資料は、各種の信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。当資料の記述内容、数値、グラフ等は作成時点のものであり、予告なく変更される場合があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

## 広告等を行う場合の一定事項の表示等について

### はじめに

2007年9月30日(日)より金融商品取引法(以下「金商法」という場合があります)が施行されましたが、当該金融商品取引法において、利用者保護ルールの徹底を図る観点から、金融商品取引業者等は、広告等を行う場合に、同法第37条に基づき、一定の事項の表示等が義務付けられます。

本資料は当該資料を配布いただいております金融商品取引業者等が販売する商品に関連する市場環境、金融経済状況、価格を左右する背景や理由を一般的に説明するものでありますが、販売対象商品に言及、記載させていただくこともあるかと考え、弊社として本資料が広告等に該当する可能性も認められると判断、以下金融商品取引法第37条に基づき、一定の事項の表示等をさせていただく次第です。

### 金融商品取引業者等について

AMPキャピタル・インベスターズ(AMP Capital Investors Limited (ABN 59 001 777 591; AFSL 232 497))は、当該資料を配布いただいております金融商品取引業者等が販売する当該投資信託の投資信託委託会社より、運用の一部を再委託されております。また株式会社ジェミニ・アドバイザーズ証券投資顧問は、AMPキャピタル・インベスターズの日本におけるパートナーとして、日本における顧客サービスやマーケティング全般に関わる業務をしております。なお、「AMPキャピタル・インベスターズおよび株式会社ジェミニ・アドバイザーズ証券投資顧問」を表示、記載する際に、「AMPキャピタル/ジェミニ」あるいは「AMPCI/ジェミニ」と略称する場合があります。

### AMPキャピタル・インベスターズ

オーストラリアの資産運用会社(本社シドニー)。親会社のAMPキャピタル・ホールディングス・リミテッドは株式会社ジェミニ・アドバイザーズ証券投資顧問と資本関係があります。オーストラリアにおける登録番号はABN 59 001 777 591; AFSL 232 497です。

### ジェミニ・アドバイザーズ証券投資顧問

(商号等)株式会社ジェミニ・アドバイザーズ証券投資顧問

(業者等の登録番号)金融商品取引業者みなし登録年月日、2007年9月30日。登録番号、関東財務局長(金商)第85号(証券取引法の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律第37条第2項の規定により、2007年11月21日に金融商品取引業者(第一種並びに第二種金融取引業)として所定の書類を提出済みです)

(加入協会)日本証券業協会 日証協第688号、日本投資者保護基金 基金第357号

なおAMPキャピタル・インベスターズからの当該資料に係るお断りを、和文および英文にて以下、何卒ご査収ください。

### 重要なお注意

AMPキャピタル・インベスターズ(AMP Capital Investors Limited (ABN 59 001 777 591; AFSL 232 497))あるいはAMPグループのいかなるグループ会社も、投資元本の払い戻しやパフォーマンス、あるいは特定の収益率を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを何ら暗示するものではありません。当該資料は慎重に吟味、作成されておりますが、当該資料にあるいかなる文言や見通しについてもその正確性と完成度においてAMPキャピタル・インベスターズはこれらを保証するものではありません。

当該資料は一般的な情報をご覧に入れるために作成されたものであり、特定の投資家の皆さんの投資目的、財務状況、投資ニーズは何ら考慮されておられません。投資のご判断をなさる前には、ご自身の投資目的、財務状況、投資ニーズを念頭に、当該資料にある情報の適切性をよくご検討いただき、資格を有するアドバイザーとお話しいただくことをお勧めいたします。

なお、当該資料は当該プレゼンテーションにご参加いただいた方々のみご覧に入れるものであり、お取り扱いには十分ご配慮いただきますよう、ここにお願い申し上げます。

## Important note

Neither AMP Capital Investors Limited (ABN 59 001 777 591), nor any other company in the AMP Group guarantees the repayment of capital or the performance of any product or any particular rate of return referred to in this presentation. Past performance is not a reliable indicator of future performance. While every care has been taken in the preparation of this document, AMP Capital investors makes no representation or warranty as to the accuracy or completeness of any statement in it including, without limitation, any forecasts.

This document has been prepared for the purpose of providing general information, without taking account of any particular investor's objectives, financial situation or needs. An investor should, before making any investment decisions, consider the appropriateness of the information in this document, and seek professional advice, having regard to the investor's objectives, financial situation and needs.

This document is solely for the use of the party to whom it is provided.

## お客様の投資判断に影響を及ぼすこととなる重要事項

- 当該資料に記されている市場環境、金融経済状況、価格を左右する背景や理由が関連する投資信託は、主にオーストラリア内外の豪ドル建て債券を投資対象としています。当該投資信託の基準価格は以下のリスク要因や事例により上下しますので、これにより投資元本を割り込むおそれがあります。なお、下記のリスク要因や事例は、あくまでも一例であり、個別事例ごとに実態に即して実質的にご判断いただきますようお願い申し上げます。
  - ✓ 金利変動リスク： 一般に金利が上昇した場合には既に流通している公社債の価格は下落し、反対に金利が低下すると上昇します。ただし、個々の証券の価格変動度合いは、証券の種別等によって異なります。
  - ✓ 為替変動リスク： 豪ドル建て債券に投資する場合、当該債券の円換算価値は豪ドルと円との外国為替相場の影響を受けることがあります。
  - ✓ 信用リスク： 豪ドル建て債券の価格は、発行体の信用力の状況により変動します。特に発行体が財政難、経営不安、突発的な事故等により、利息及び償還金をあらかじめ決定された条件で支払うことが不可能となった場合(これをデフォルト＝債務不履行と言います)、又は不可能となることが予想される場合には、大きく下落することとなります。
  - ✓ カントリー・リスク： 投資先となっているオーストラリアの政治・経済・社会・国際関係等が不安定な状態、あるいは混乱した状態等に陥った場合に、豪ドル建て債券や豪ドルの価値が下落する可能性があります。
  - ✓ 災害に伴うリスク： 投資先となっているオーストラリアが、地震、津波、水害等、自然災害やその他火災、テロなどの被害により損害を被った場合、豪ドル建て債券や豪ドルの価値が下落する可能性があります。
  - ✓ 制度変更リスク： 豪ドル建て債券にかかわる法律や制度ならびに税制の変更により、豪ドル建て債券の収益性が変化する場合があります。
- ご購入およびご購入後の保有に関してお客様にお支払いいただくべき対価(販売手数料、信託報酬、信託財産留保額、信託事務の諸費用等)をご覧に入れたいのですが(対価の種類ごとの金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法の概要。加えて当該金額の合計額若しくはその上限額又はこれらの計算方法の概要)、当該資料は、当該資料を配布いただいております金融商品取引業者等が販売する商品に関連する市場環境、金融経済状況、価格を左右する背景や理由を一般的に記載しているもので、特定単一の商品に限り説明するものではありません。従いましてお客様にご負担いただく手数料等の費用に関しましては、各商品の投資信託説明書(交付目論見書)にてご確認いただくとともに、当該資料を配布いただいております金融商品取引業者等にお尋ねいただければ幸いです。
- セミナー等におきまして、前述のように当該資料に基づき、市場環境、金融経済状況、価格を左右する背景や理由等を説明させていただくこともあります。セミナー等を開催いただいております金融商品取引業者等を通じ、当該資料が関連する商品等の勧誘を行うことがあります。