



# Monthly Report

発行元:(株)マネースクウェア・ジャパン

[通巻43号]

## ～ 日銀追加利上げも円安反転とはならない ～

ほとんどの人がドル安円高を予想していた昨年末までの状況とは打って変わり、年明け後は誰もがドル高円安の継続を予想するようになった。この変化は、米景気の後退を背景とする米金利の引下げ開始と日銀の利上げによって、日米の金利差が縮小するとの見通しが外れたことが主因とされる。しかし、こうした中で日銀は、2月21日の金融政策決定会合で0.25%の追加利上げを決定した。

### 日銀利上げの影響について

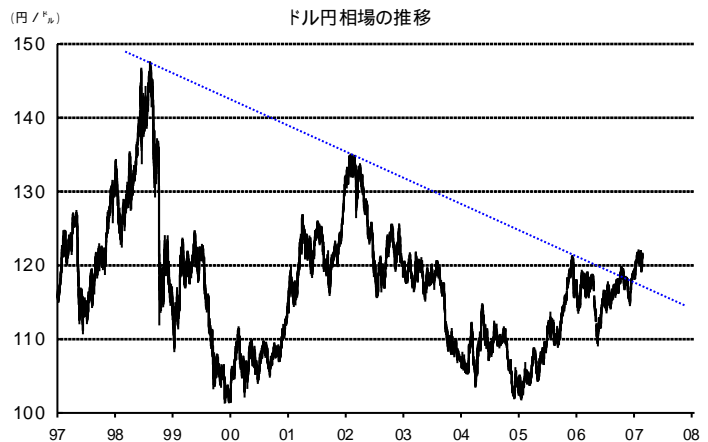
利上げ見送りで市場を混乱させた1月との違いについて福井総裁は、米景気の軟着陸の高まりや消費の落ち込みが一時的と確認できたためとしている。しかし、実際のところは予想以上に強かった10～12月期のGDP発表を好機として1月に著しく失った日銀の信頼を回復するための利上げだったと言えそうだ。政府が戦後最長の景気回復を吹聴しているのだからまともな中央銀行ならもっと果敢に金利正常化を行うところだが、やっとこさで2回目の利上げを実施することができたといったところだろう。ゆえに、次の利上げについても「金利調整はゆっくりと進めていく」と強調し、今回利上げすれば今後半年程度は追加利上げはないとする市場の想定通りとなった。また、「円キャリー取引をモグラ叩きにするわけではない」とか「円安が全て不規則だとは思っていない」といった発言からも、安倍政権が頼みの綱とする円安にブレーキをかけるつもりも全くないようだ。

従って、今回の利上げが円安トレンドを反転させる契機になるとは予想できない。ただ、総裁は会見で超低金利の弊害について「あまりに片寄ると巻き戻しのリスクが大きくなる」とも述べている。これは日銀の資産インフレに対する懸念を示唆しているとも解釈できることから、市場がこの点を気にしだすとファンド・バブルの崩壊を懸念する空気が不動産市場や株式市場などから生まれてくる恐れはあろう。

### 夏場に今年のドル高ピークも

現在の相場テーマは日米欧間の金利差の行方と欧州からの円安是正圧力の強さの度合いであるが、市場の底流には日本の投資家の資金運用難と円キャリー取引の隆盛がある。臆病といわれる日本の個人投資家も、国内の預貯金では金利収入を得られないために定期分配型などの外債投信に金利収入狙いで大量の資金を移動させている。外債投信には本来は大きな為替リスクが付き物だが、郵貯や銀行の投信販売手数料稼ぎの思惑もあって為替リスクを軽視するような販売が罷り通り、こうした投信が大規模に販売されている。

一方、現在の円キャリー取引は円買いドル売りのような金利を支払わなければならないネガティブ・キャリーとは逆に、日々金利差収益を稼げるポジティブ・キャリーであるため投資期間が長引いても気にする向きは少ない。すなわち、円キャリー取引は時間を味方に行っているので残高が増えても巻き戻しの圧力が極めて弱いのである。ゆえに、引き続き超低金利の円を売って高金利通貨を買う需要は極めて強く、今後もこれらが外為市場の主役を務めることは間違いなさそうだ。



ただ、金利差を主テーマとする現在の相場は約 2 年にも及んでおり、早晚相場テーマが変わることも念頭に置かなければならない。また、日銀の追加利上げの動き次第ではファンド・バブルの行方も気になる。加えて、市場参加者の予想が円安継続にあまりにも片寄っているため、次の利上げが懸念され始める夏場ころまでには一旦はドル高のピークを付ける可能性もありそうだ。ドル円の高値の目処としては、欧米の投資家にとって心理的節目である 125 円と日本の金融当局が円安行き過ぎと懸念する 130 円の間になるのではないかと想定している。

ただし、昨年 9 月に長期の抵抗線(この時点で 118 円 50 銭どころ)を上抜けて長期円安トレンドに転換しているため、来年以降は再び円安トレンドに戻るものと見ている。 [レートウォッチ・インターナショナル代表 齋藤利男]

マーケットビュー

～ 根強いインフレ圧力、南アフリカランドの支援材料に ～

米国の政策金利は現在 5%を越えている。これはニュージーランドには及ばないが、オーストラリアにほぼ匹敵するもので、いまや米ドルは立派な「高金利通貨」だ。米ドルが対円などで強含み推移している理由のひとつは、そのあたりにもある。

そうしたなか、米国やオーストラリアだけでなく、ニュージーランドをも上回る政策金利の国があり、その国の通貨は個人投資家などのあいだで大きな人気を博している。かの国とは南アフリカのことであり、現在同国の政策金利は 9.00%。いわゆる金利差だけに着目した場合、当然「(南アフリカランドは)買い」なのだが、果たして「死角」がないのかどうか、以下でファンダメンタルズを含む金利面とテクニカル分析、2つのポイントにわけて分析を試みたい。

2月会合は利上げ見送り、ただ追加利上げに含み残す

SARB(南アフリカ中央銀行)は、2月14～15日に開催した今年最初の金融政策決定会合で、金利を現行の9.00%に据え置きと発表した。会合の数日前に、同国の大統領が2月の利上げに否定的な発言を行っていたため、「金利据え置き」はほぼ予想通りの結果であったが、会合後の総裁会見が非常に興味深いものとなった。その席で総裁は「今回の判断は難しかった」などと述べ、将来の利上げに含みを持たせたからだ。これは、SARBが金融政策を決定するうえで重要視しているCPIX(目標インフレ率)がレンジの上限(6%)を若干であるが下回ったレベルで推移していることもあり、「利上げ打ち止め」の声も囁かれていたマーケットでは、ある種のサプライズで予想外のことと捉える向きも少なくないようだ。

もちろん、次回4月の会合で確実に引き上げることを保証したものではないが、少なくとも「利上げ打ち止め」ではなく、これまで実施してきた利上げ効果を見極めている段階にあることを示唆したものと注目される。2010年のサッカー・ワールドカップ開催に向けてインフラ設備の急ピッチの建設が予想されることもあり、国内消費の拡大と輸入増によるインフレ圧力は今後も続くとする専門家は決して少なくない。そして、インフレリスクの高まりが金利の先高感を増長させ、引き続きランドの強力な支援要因となる可能性を秘めている。



テクニカルには「攻防の正念場」を上抜けか

一方、テクニカルには昨年末以来ランド円の17円台半ばは重い状態が続いている。そんなランド円のチャートを見ると、長いあいだ綺麗な保ち合いを形成している感が見て取れた(チャート)。つまり、中長期的には非常に大事な攻防の分岐点を迎えていたわけで、下抜けた場合には昨年10月に示現した15円割れのレベルを再び試す展開が予想されたが、ここにきて逆に保ち合いの上限をわずかにだが突破してきた感もある。それを受けてリスクはランド高方向にバイアスが掛かりそうだ。

保ち合いを仮に上抜けたとしても、前述したように17円半ばはかなり重い状況となりそうだが、個人的にはチャートのように05年の相場と足元の相場が良く似た波形を辿っている点に着目したい。中段保ち合いの上抜けを意味することから、多少の時間を要しつつも昨年4月に示現したランド高値19.75円レベルを目指す展開になると考えている。

[FXニュースレター代表 斎藤登美夫]

FX - Focus

～ 利上げが予想されるNZドルの今後を考える ～

NZドルは年初から下落を続け、2月初旬に底を打って反転して上昇してきている。今後のニュージーランドドルの行方を考えると、中短期的にはもう一段の上昇が期待できる半面、年後半に向けてはやや警戒を要する状況といえそうだ。

ニュージーランド準備銀行(RBNZ)は今年1月の声明において、住宅投資と消費が大幅に減速しない限り追加利上げを検討する必要があることを表明した。現在のところ、総合的なインフレに関しては幾分鈍化の兆しがあるものの、住宅投資や消費に大幅な減速の兆候は見受けられない。

この中期的なインフレの懸念に対応するためにRBNZは今年前半にもう一度利上げすることになるだろうと予想され、早ければ3月の金融政策決定会合での利上げ実施される可能性もある。昨年より続いている金利差が為替相場を支配する状況が続く限り、RBNZによる利上げはキャリートレードの投資先としてのNZドルの魅力を高めるため、NZドル下支え要因であり、これを背景にNZドルの一段の上昇の可能性が指摘されよう。

しかし、RBNZの利上げに関してはいくつかの注意すべき点もあることを指摘しておきたい。第一には、この利上げをマーケットの多くは織り込みつつあるという点である。その意味では、2月以降のNZドルの反発で徐々に利上げを織り込んでしまい、実際に利上げが行われてもマーケットに対するインパクトは限られたものとなる可能性があるということだ。

さらに、もう一点はニュージーランド経済の成長サイクルの問題だろう。ニュージーランドの高金利にもかかわらずニュージーランド経済が堅調に成長を続けてきた背景には、高金利であるがゆえに海外(特に日本から)の大量の資本流入が続いたことによる長期金利の低下がある。つまり、RBNZの金融政策は、意図するほどの効果を上げてこなかったということが指摘されよう。そのため、インフレ懸念が高まり、成長が続いてきたわけであるが、サイクル的にはニュージーランド経済は成長期の後半にあるものと考えられる。

この点を考えた場合は、年後半に向けて急速に景気の減速が表面化してくる可能性もある。ただし、こうした経済の反転は実はいつ表面化してくるかはわからないということもまた事実である。

NZドルに関する懸念は需給面でもある。NZドル建ての「売り出し債」の発行は2006年2月に440億NZドルとピークに達し、それ以降大きく減少している。今年の夏以降には、2000～2001年以来最大規模となる大量の償還が予定されている。「売り出し債」の大量償還はNZドル安を同時に引き起こすリスクもあり、注意が必要といえよう。もっとも、本邦投資家は債券購入から離れ投資信託に目を向けており、こうした投信が高金利を狙ってNZドルを買うことで、NZドル売り圧力が相殺される部分もあることは指摘できる。

以上の要因を考えると、当面NZドルの一段の上昇期待と年後半に向けての変調リスク懸念という結論となる。これを為替トレードという観点から見た場合は、当面上昇基調の流れに乗りつつ、年後半に向けては警戒を怠らないという姿勢が重要といえるだろう。

[外資系投資顧問ファンドマネージャー 栗原恭祐]

ニュージーランドドル相場



本レポートは投資に関する断定的判断を提供するものではなく、また、その責任の一切を負うものではありません。投資判断はご自身でなされて頂きますようお願い致します。

3月の経済・金融カレンダー

	海外	日本
03月01日 (木)	米個人支出(1月)、米新規失業保険申請件数(2月25日の週)、米ISM製造業景況指数(2月) ユーロ圏消費者物価指数速報(2月)、香港小売売上高(1月)	自動車販売台数(2月)
03月02日 (金)	米ミシガン大学消費者信頼感指数(2月確報)、豪小売売上高(1月)、豪経常収支(4Q) 南アNaamsa自動車販売(2月)	失業率(1月)、有効求人倍率(1月)、全世帯家計調査(1月) 消費者物価指数(全国1月・東京2月)、マネタリーベース(2月)
03月05日 (月)	米ISM非製造業景況指数(2月)	
03月06日 (火)	ユーロ圏小売売上高(1月)、ユーロ圏GDP(4Q改定)、豪貿易収支(1月) 豪住宅建設許可件数(1月)、豪RBA金融政策委員会(~7日)	
03月07日 (水)	米ペーリュック、英中銀(BOE)金融政策委員会、豪RBAキャッシュ・ターゲット、豪GDP(4Q)、香港外貨準備高(3月)	景気動向指数(1月速報)
03月08日 (木)	米新規失業保険申請件数(3月4日の週)、欧州中央銀行(ECB)理事会、独鉱工業生産(1月) 英BOE金利発表、NZRBNZオフィシャル・キャッシュ・レート	マネーサプライ(2月)、貸出動向(2月)
03月09日 (金)	米非農業部門雇用者数変化(2月)、米失業率(2月)、豪住宅ローン(1月) 米月次財政収支(2月)	機械受注(1月) 国内企業物価指数(2月)、貿易収支(1月)、実質GDP(4Q確報) 経常収支(1月)
03月13日 (火)	米小売売上高(2月)、米企業在庫(1月)、ユーロ圏ZEW景況感調査(3月)、独ZEW景況感調査(3月) ユーロ圏鉱工業生産(1月)、英貿易収支(1月)、NZ小売売上高指数(1月)	
03月14日 (水)	米経常収支(4Q)、英失業率(2月)	鉱工業生産(1月確報)
03月15日 (木)	米生産者物価指数(2月)、米新規失業保険申請件数(3月11日の週)、米対米証券投資(1月) 米ニューヨーク連銀製造業景況指数(3月)、米フィラデルフィア連銀指数(3月)、ユーロ圏消費者物価指数(2月) 豪新規雇用者数(2月)、豪失業率(2月)、NZ非居住者 国債保有率(2月)、香港生産者物価(4Q)	
03月16日 (金)	米消費者物価指数(2月)、米鉱工業生産(2月)、米設備稼働率(2月)、米ミシガン大学消費者信頼感指数(3月改定)	第三次産業活動指数(1月)、景気動向指数(1月確報)
03月19日 (月)		日銀金融政策決定会合(~20日)
03月20日 (火)	米住宅着工件数(2月)、米建設許可件数(2月)、ユーロ圏貿易収支(1月) 英消費者物価指数(2月)、英小売物価指数(2月)、香港失業率(2月)	
03月21日 (水)	米FOMC	
03月22日 (木)	米新規失業保険申請件数(3月18日の週)、米景気先行指標総合指数(2月)、欧州中央銀行(ECB)理事会 英小売売上高指数(2月)、南ア実質小売売上(2月)、香港消費者物価指数(2月)	
03月23日 (金)	米中古住宅販売件数(2月)、ユーロ圏経常収支(1月)、香港経常収支(4Q)	
03月26日 (月)	新築住宅販売件数(2月)、NZ貿易収支(2月)、NZ輸入(2月)、NZ輸出(2月)、香港貿易収支(2月)	
03月27日 (火)	米消費者信頼感指数(3月)、独IFO景気動向(3月)	
03月28日 (水)	米耐久財受注(2月)、英GDP(4Q確報)、英経常収支(4Q)、NZ住宅建設許可(2月)、南ア消費者物価指数(2月)	
03月29日 (木)	米新規失業保険申請件数(3月25日の週)、米実質GDP(4Q確報)、独失業率(3月) NZ経常収支(4Q)、南ア生産者物価指数(2月)、南ア経常収支(4Q)	
03月30日 (金)	米個人支出(2月)、米シカゴ購買部協会景況指数(3月)、ユーロ圏消費者信頼感(3月)、ユーロ圏失業率(2月) NZ実質GDP(4Q)、南ア貿易収支(2月)、香港財政収支(2月)、米ミシガン大学消費者信頼感指数(3月確報)	有効求人倍率(2月)、全世帯家計調査(2月)、失業率(2月) 消費者物価指数(全国2月・東京3月)、鉱工業生産(2月速報)

ZAR South African Rand

07.226

新通貨取扱開始

HKD Hong Kong Dollar

2007年2月26日(予定)より

# 新たな魅力の通貨ペア取扱がスタート!

編集/発行: 株式会社 マネースクウェア・ジャパン <http://www.m2j.co.jp> E-mail: [info@m2j.co.jp](mailto:info@m2j.co.jp)  
 〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア ウエストタワー19F  
 お問い合わせは: 『M2J』 Monthly Report 編集部 TEL03-3211-5557

[お取引に際しての注意事項]

- ・ 弊社取扱商品の iFX Style(外国為替証拠金取引)は、元本及び収益が保証されているものではありません。また、取引総代金に比較して少額の資金で取引を行う為、多額の利益となることもあります。通貨価格の変動や金利動向の変化により預託した資金以上の損失が生じる危険性があります。
- ・ お取引には取引総代金の100~6%の証拠金が必要となり、手数料は3~10ポイント(片道)となります。(証拠金率及び手数料はStyleにより異なります。)
- ・ 弊社が提示するレートは売値と買値の価格差(スプレッド)があります。

本レポートは投資に関する断定的判断を提供するものではなく、また、その責任の一切を負うものではありません。投資判断はご自身でなされて頂きますようお願い致します。