

グローバルの為替見通し

2022年夏季



米ドルはリスク回避の恩恵を受けてきたが、 今後は弱含みで推移する見通し



ダグマラ・フィヤコフスキ MBA, CFA
グローバル債券・通貨部門ヘッド
RBCグローバル・アセット・マネジメント



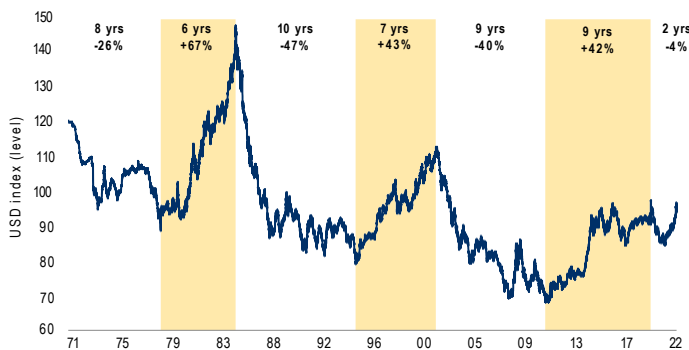
ダニエル・ミッチェル, CFA
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
RBCグローバル・アセット・マネジメント

ロシアのウクライナ侵攻以来、米ドルは安全資産としての地位を取り戻し、12週間でユーロに対して8%の上昇を記録しました。この背景には、他国のリスク資産から逃避するようなリスク回避の動きだけでなく、米連邦準備制度理事会（FRB）の想定以上の利上げペースがあります。最近のウクライナ情勢やFRBのタカ派志向の高まりを受け、私たちは、米ドル安が進むと予測するタイミングを先送りしました。

私たちの見通し変更は、米ドルの上昇幅の拡大が一因です。FRBが年内9回の利上げを行うと予想される中で、欧州や日本の中央銀行に比べて引き締め姿勢が強いことから、ユーロや円などの低利回り通貨に対する米ドルの上昇は理にかなっています。過去数四半期に亘る私たちの米ドル安予想は、タカ派的な中央銀行、強い経済成長、資源価格の上昇に支えられたシクリカル通貨と新興国通貨の上昇に注目したものでした。2022年初めの2、3カ月間、シクリカル通貨と新興国通貨は確かに堅調に推移し、いくつかの通貨は対米ドルで2桁の上昇幅を記録しました。しかし最近になって、シクリカル通貨は脆弱性を示し始めました。米国債利回りの急上昇、株式市場のボラティリティの上昇、ドル高が重なったため、私たちはポジションを慎重な方向で見直し、健全な上昇を続けてきたシクリカル通貨のエクスポージャーの一部を縮小することにしました。

私たちは、引き続き中長期的に米ドル安が進むと考えており、米ドルには下落余地があるとの見方に疑いの余地はほとんどありません。最近の米ドル高は、世界の経済成長に対する不透明感がピークに達していた新型コロナウイルスが拡大した頃の初期（図1）の高値に近づいています。一方で現在、ほとんどの評価指標において、米ドルは極めて割高となっています。購買力平価モデルによれば、米ドルは20%も割高であり、このような高い水準はめったになく、通常、長くは維持できないものです（図2）。すでにタカ派的な中央銀行、そして投資家が米ドルに対して長期に及ぶロングポジションを形成していたことを踏まえると、米ドル高は終わりを告げ、プラスのリターンを得る余地はもうほとんどないと考えています（図3）。欧州と中国の経済成長の見通しを巡る悲観論は、十分に織り込まれていると考えています。

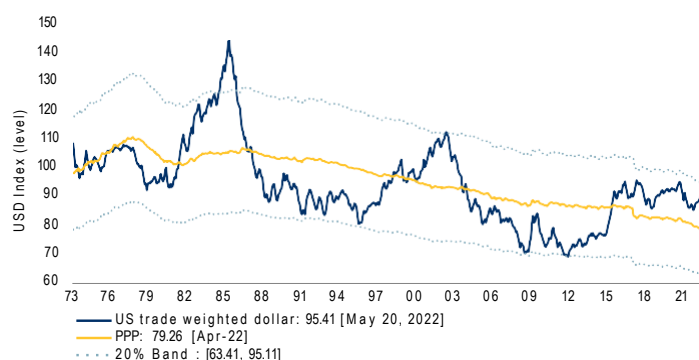
図1: 米ドル（貿易加重）の長期的サイクル



注: 2022年5月31日時点。出所: Bloomberg, U.S. Federal Reserve, RBC GAM

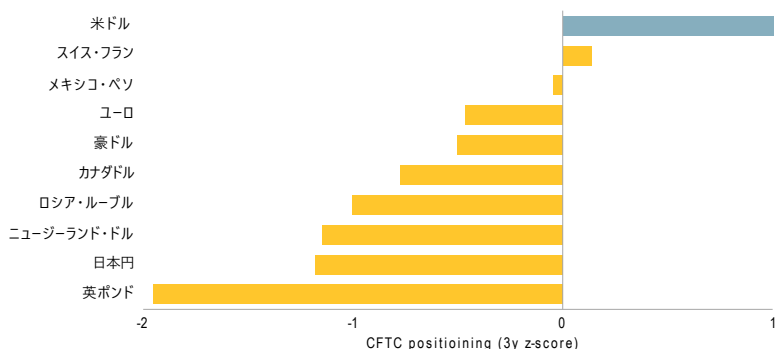
図2: 米ドル（貿易加重）

購買力平価バリュエーション



注: Uses new Fed USD index from Dec 31, 2019 onward (USTWAFE Index). 2022年5月30日。出所: U.S. Federal Reserve, Bloomberg, RBC GAM

図表3: 投資家の米ドル・ロング



注: 2022年5月27日時点。出所: CFTC, RBC GAM

「引き続き中長期的に米ドル安が進むと考えており、米ドルには下落余地があるとの見方に疑いの余地はほとんどありません。」

同時に、米国の景気後退が懸念され、米ドルの強さは終わりつつあります。債券市場は既にこの動きに反応しており、米国10年債の利回りは高値から低下してきています。

インフレ期待も緩やかになりつつあります。実際のインフレ率低下が確認されれば、少なくとも現在の利上げサイクルのピークが織り込まれていることが分かると考えられます。

ここ数日、ドルは軟化し始めましたが、決定的な下落の転換点に達したとは言い切れません。株式市場のさらなる下落がドル高を促す可能性も残っています。それは、利上げ観測の高まりが経済成長を大きく脅かすことになれば、株価の下落はさらに拡大することになるからです。

米ドルがピークが過ぎたという私たちの見方に対する確信度を高めるような動きを注視しています。具体的には以下の通りです。

- FRBの利上げに疑問をもたせるような米国経済の急減速
- FRBに追随した利上げの可能性を巡る、欧州中央銀行（ECB）高官の発言
- 中国元と日本円の下落を止めようとする中国、日本の政策担当者の明確な兆し
- ウクライナへのロシア侵攻が緩和すること、また、プーチンの権力の弱体化や戦争終結の兆し

日本円

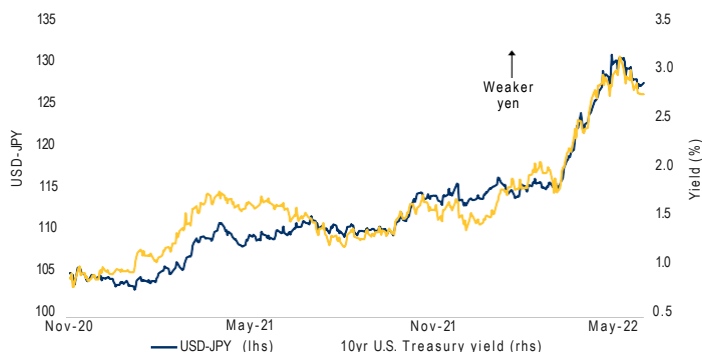
長期投資家に対しては、最近の米ドル高を機会として、米ドルのエクスポージャーを低下させることをお勧めします。これは特に日本の投資家にとって言えることです。日本円は米ドルに対して急落し安値を更新しており、対米ドルで最も割安な通貨となっているからです。日本円は米国債券市場の動向に特に敏感であり、海外の債券利回りが日本より魅力的に見えると、円安になる傾向があります。ここ数カ月間、FRBの利上げ観測の高まりと米国のインフレ期待の高まりを受け、米国債利回りが上昇したため、実際にこうした事象が生じました。（図4）。日本円がこれほど安くなった今、以下の3つの理由から、日本円が上昇するものと考えています。

第1に、日本の投資家は、リスク回避の時期に海外投資を自国に還流させる傾向があることから、そうした時期に日本円は良好なパフォーマンスを示す傾向があります。株式市場に対する不透明感やボラティリティの高さを考えると、日本円を保有することでポートフォリオの価値下落を部分的に防ぐことができると考えます。また、リスク回避の動きが強まれば、FRBの利上げ観測が一部後退する可能性があり、その場合も、米国債利回りの変化と密接に関連する日本円は他のグローバル通貨よりも強くなるものと考えています。

第2に、日本の政策当局が円安を懸念しています。財務省や日本銀行の幹部は、円安が続くようであれば為替介入を行うという意向を強めているかもしれません。為替介入は、他の中央銀行の支援無しには為替市場に永続的な影響を与えることは難しいものの、特に日本円の下落に大きく賭けた投資家に打撃を与えることによって、短期間で相応の影響を与えることができます（図5）。

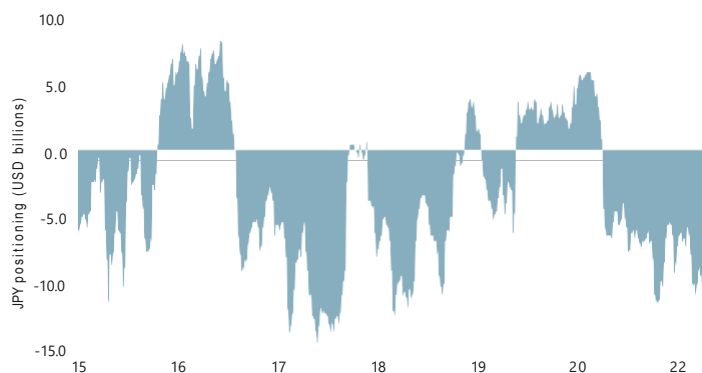
第3に、日本銀行が短期債と長期債の利回りを狭い範囲に固定してきた超ハト派的なイールドカーブ・コントロールの枠組みから脱却する可能性があるということです。世界的なインフレの高まりは他の中央銀行の引き締めを促しましたが、日本銀行は金融緩和姿勢を堅持してきました。

図4：米国債利回りが円相場を動かす



注：2022年5月30日時点。出所：Bloomberg, RBC GAM

図5：投資家の大幅な円ショート



注：2022年5月27日時点。出所：CFTC, Bloomberg, RBC GAM

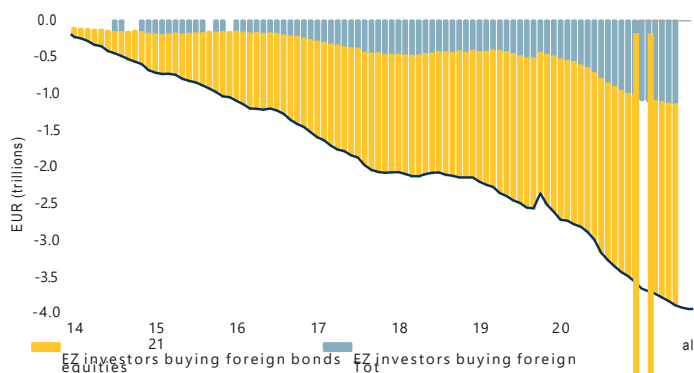
つまり、日本銀行は通貨の安定よりも金利の安定を優先させてきたのです。この方法は、円安による輸入品価格の上昇によって、日本銀行が目標とする2%のインフレ率の早期達成に貢献するでしょう。しかし、輸入物価とエネルギー費用の双方の上昇により、家計の可処分所得が減少し、お金を国内生産品の消費に回せなくなるだけなので、この方法でインフレ目標の達成に成功したと考える人は少ないでしょう。いずれ日本銀行は国債利回りの上限を緩和し、その結果、為替は上昇する可能性が高いと見ています。12カ月後の為替レートは、1米ドル＝118円まで円高が進むと予想しています。

「12カ月後の為替レートは、1米ドル＝118円まで円高が進むと予想しています。」

ユーロ

ロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー価格の上昇に悩まされるユーロ圏の経済成長の見通しは、米国と対照的に政府支出が増加しているにもかかわらず、大きく悪化しています。経済成長率の低下は、ECBが他の中央銀行よりも長く緩和的な政策を維持する余地を与え、資産購入が終了した後も、ECBは緩やかなペースでしか利上げを行わない余地を残しています。各国の金融政策の違いに注目が集まる中で、ユーロは、地政学リスクと景気後退リスクが払拭できず、持続的な上昇を遂げることは難しいと考えています。しかしながら今後、ECBが利上げに踏み切る中で、欧州からの資本逃避についての潮目が変わる可能性もあります。欧州の投資家はマイナス金利を回避するために、数兆ユーロの投資資金を海外に移している状況です（図6）。欧州の利回りが上昇に転じる中で、海外に流出した資金の一部が欧州に戻ってくることで、ユーロを支える動きが出てくる可能性があります。但し、政策金利がゼロを超えた時に、資本がどの程度の早さで欧州に戻るかは議論の分かれるところです。重要と考えられるゼロの閾値を超えると投資家は活発に反応すると予想する見方もあります。ユーロは1.0350米ドルのサイクルの安値を試し、そこから反発したことから、12カ月後には1.16米ドルまで上昇する可能性があります。

図6: マイナス利回りによるポートフォリオの流出



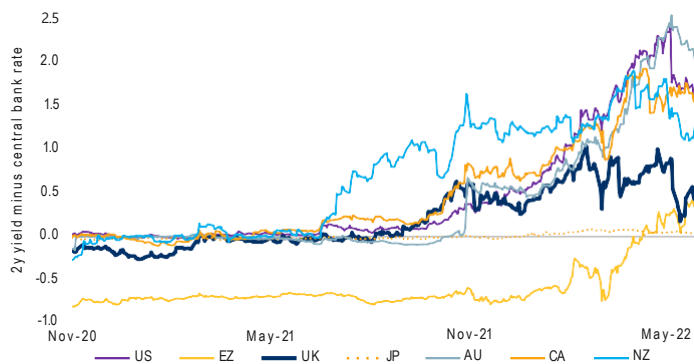
注: 2022年5月31日時点。出所: ECB, Macrobond, RBC GAM

英ポンド

英国はエネルギー輸入国としては最もエネルギー自給率が高く、天然ガスや石油のロシアへの依存度は他のヨーロッパ諸国よりも低くなっています。しかし、戦争による経済的ショックが小さいからと言って、必ずしも英ポンドに強気になるとは限りません。最近のイングランド銀行（BOE）による利上げは、英ポンドをいくらか上昇させたものの、BOEは他の多くの中央銀行ほどには、迅速に利上げを行わないことが明らかとなりました（図7）。英国のインフレ率が他の先進国の水準を超えて上昇する中、BOEは金利上昇が経済成長に及ぼす悪影響への懸念を示し、おそらく利上げに積極的にならないと見られます。また、サプライチェーンの混乱や地政学的事象の影響は一時的であるとBOEが繰り返し述べていることも、BOEが他の先進国よりもインフレを重視していないとの投資家の認識を後押ししています。

英ポンドは、ユーロに対してやや割高で、恒常的な経常赤字が重荷となっています。また、私たちは、実質賃金の低下、増税、利上げが、英国の経済成長の原動力の一つである消費を脅かすことになるため、家計支出の減少についても懸念しています。このような懸念の高まりを受けて、英ポンドの12カ月見通しを1.39米ドルから1.35米ドルに引き下げました。

図7：イングランド銀行が他の中央銀行と歩調を合わせる可能性は低い



注：2022年5月27日時点。出所：Bloomberg, RBC GAM

中国人民元

年初の数カ月間、1米ドル＝6.30人民元から6.40人民元の10ポイント程度の狭いレンジで推移していた人民元は、わずか数週間のうちに6.85人民元まで急速に下落しました（図8）。中国の主要都市でのロックダウンとそれに伴う経済活動への影響が、人民元下落の主な原因です。また、米国債利回りが上昇し、中国の金利面での優位性が失われたことも一つの要因でした（図9）。海外投資家は、中国のテクノロジー企業に対する先行き不透明感から、中国資産を既に売却しました。3月の中国からの資金流出は350億米ドルに達し、2021年の1年で蓄積された資本の約3分の2を流出させることになりました。

図8：人民元は急激に売られている



注：2022年5月27日時点。出所：Bloomberg, RBC GAM

一部のメディアは、人民元が1ドル＝7.00円までさらに下落すると予測しているものの、投資家はそのような動きを想定していないようです。中国に貿易の多くを依存しているため、人民元の変動に非常に敏感な他の新興国市場にとって、人民元の安値は広範囲に影響を及ぼす可能性があります。中国経済への刺激策と人民元の下落を抑制しようとする政策的な動きはありますが、人民元が下落すれば、シクリカル通貨も不安定になる可能性があることも、私たちがシクリカル通貨について慎重に見ている理由の一つです。政策当局によるさらなる強力なアプローチがあれば、私たちは人民元に対する見方を強めるでしょう。

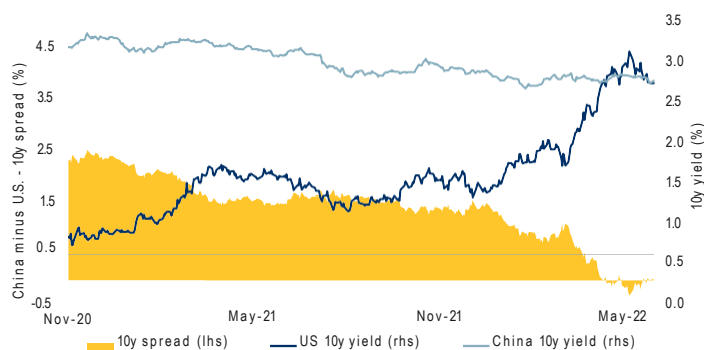
カナダドル

今年のカナダドルは、一方では米ドル高に押され、他方では商品価格の高騰に引っ張られたことから、1米ドル＝1.25～1.30カナダドルの狭い取引レンジをほぼ維持してきました。ここ数週間は、それとは異なるシグナルである株式市場の下落に伴って、直近のレンジの下限である1.30カナダドルまで下落しました。チャート上の重要ポイントを試したにも関わらず、私たちは、カナダドルに対して強気の見方を維持しており、世界の多くのシクリカル通貨や低利回り通貨よりも、カナダドルを保有することを選択しています。カナダドルをポジティブに捉えるには、主に3つの理由があります。

欧州、日本、中国の中央銀行とは異なり、カナダ銀行（BOC）はFRBの利上げと歩調を合わせようとしています。BOCはFRBに先行して金融の量的緩和を終了し、早期に金融引き締めに着手しました。既に実施した125bpに加え、さらに7回の利上げが予想されています。

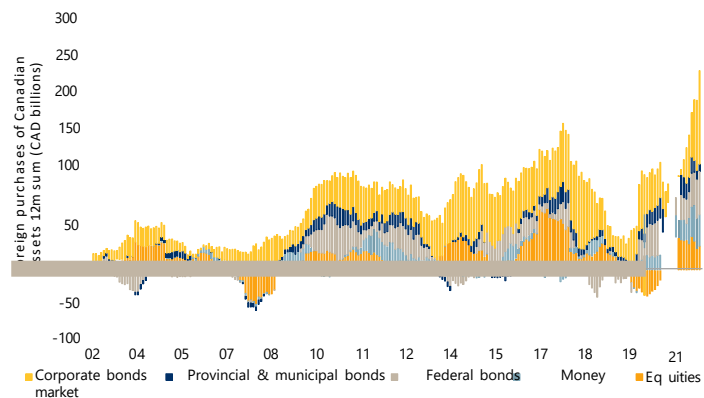
カナダの貿易収支と資本フローは、資源価格の上昇に伴う交易条件の改善だけでなく、非資源輸出の取引量の増加や、幅広くカナダの資産に対する需要があることも、引き続きカナダドルを支える要因となっています。カナダの経常収支は13年ぶりの黒字を記録し、海外の投資家は過去12カ月で2,750億ドル以上のカナダ資産を購入しました。これは過去最高の水準であり、過去10年間の平均の2.5倍以上です（図10）。

図9：中国は国債に対する利回りの優位性を失っている



注：2022年5月27日時点。出所：Bloomberg, RBC GAM

図10：カナダ資産に対する海外からの強い需要



注：2022年3月31日時点。出所：Statistics Canada, RBC GAM

「12カ月後のカナダドルについて1米ドル＝1.19カナダドルまで強含むものと予想しています。」

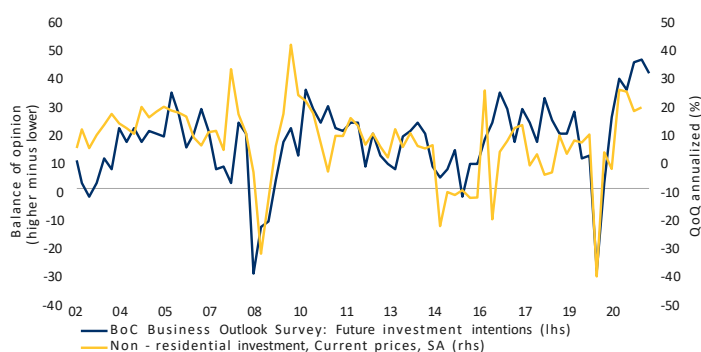
RBC GAMの予測及び国際的なエコノミストのコンセンサスによると、カナダ経済は好調で、2022年には最も好調な経済活動の一つになると予想されています。カナダの経済成長は堅調な労働市場と、積極的な移民政策に支えられています。移民政策については2022年の目標が431,000人に引き上げられました。これは人口を約1%追加的に増加させる規模です。また、私たちは、数年にわたる投資不足から回復が期待される設備投資に注視しています。原油価格の高騰が経済成長に真に恩恵をもたらすのは、企業が従業員の増加や工場・設備への投資を決定した場合に限られるとこれまでも述べてきました。カナダはこの点で長らく出遅れていましたが、恐らく労働コストの上昇に刺激されて、資源部門と非資源部門の両方で企業が設備投資に踏み切る兆しが見えています。BOCの調査では、投資を計画している企業の数、計画していない企業数を4割も上回りました（図11）。

もちろん、カナダドルの明るい見通しにはリスクもあります。高い水準の家計債務、中央銀行の急ピッチな利上げが住宅市場に与える影響には注意が必要です。しかし、カナダドルをポジティブに見るべき要因は多いと考えています（図12）。また、私たちの評価モデルは、カナダドルが現在の水準で特に割安であることを示しています。私たちは、12カ月後のカナダドルについて1米ドル＝1.19カナダドルまで強含むものと予想しています。

結論

ロシアのウクライナ侵攻を受けたリスク回避の動きと、FRBが他国より早く利上げを実施するとの観測から、米ドルは上昇しました。私たちは、米ドル安が進むと考えるタイミングを先送りしましたが、米ドルが極めて割高であることや、FRBのタカ派的姿勢や海外経済の低迷が既に織り込まれていることから、中長期的にはドル安が進むと予想しています。

図11：カナダ企業の設備投資への意欲



注：2022年3月31日時点。出所：Bank of Canada, Bloomberg, RBC GAM

図12：カナダドルの強さを支持する要因

プラス

- ✓ FRBと歩調を合わせるBoCの政策
- ✓ WTI原油価格の高騰
- ✓ ベースメタルの希少性価格による恩恵
- ✓ カナダドルはほとんどの評価指標で割安
- ✓ 底堅い労働市場
- ✓ 貿易収支が13年ぶりの高水準
- ✓ 強力な移民政策による人口増加
- ✓ カナダドルの脆弱性を低減させる対外資産資産
- ✓ 長期的な米ドル弱気相場
- ✓ ライン3およびトランス・マウンテンの再稼働による石油輸出の拡大
- ✓ 高いワクチン接種率によるロックダウンの可能性の低下

マイナス

- ✗ タカ派のFRBと強い米ドル
- ✗ 揺れるリスクセンチメント
- ✗ 他のG10より大規模な金融引き締め
- ✗ 精算設備への長期的な投資不足
- ✗ 金利上昇時の家計のレバレッジ上昇
- ✗ マイナスの海外直接投資フロー
- ✗ 環境意識が高まる中オイルサンドに対する議論
- ✗ 気候変動による農作物収穫量への影響
- ✗ 地球温暖化によるカナダ（北西航路）の地政学的リスクの上昇

米ドルがピークに達したと確信する主な指標は、米国の経済活動の減速、ECBの基調が一段とタカ派的に変化したこと、アジアの政策当局が自国通貨の支援に乗り出す兆し、ウクライナ情勢の緩和などです。私たちの予測では、今後1年間、米ドルは先進国の主要通貨バスケットに対して下落すると考えています。

ディスクレーマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できるとされる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のものです。ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



Global Asset Management
BlueBay Asset Management