

# 人気資源国通貨の強みと弱み

～豪ドル、カナダドル、ブラジルレアルの10年



経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志

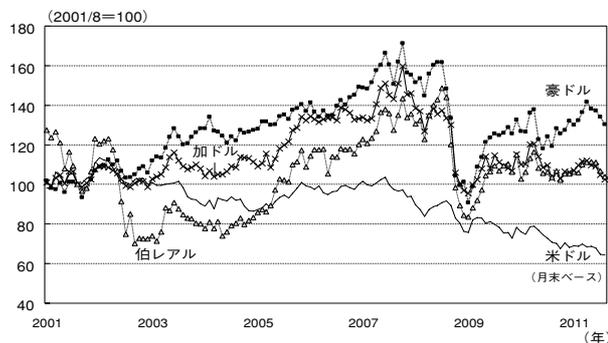
tueno@nli-research.co.jp

## 1—資源国通貨の長期トレンドと特徴

### 1 | 強さ際立つ資源国通貨

円高ドル安傾向が続いている。円はドルに対して中長期的に上昇、2011年8月末における直近10年間の上昇率は55%に達している。しかし、その円に対しても見劣りしない通貨群が存在する。「資源国通貨」である（図表-1）。代表的な資源国通貨である豪ドルは円に対してさえ10年間で約3割上昇、世界最強通貨の様相を為してきた。その他カナダドル、ブラジルレアルも円に対して横ばいと堅調であった。本稿では、資源国通貨の中でも投資対象として人気の高い豪ドル、カナダドル、ブラジルレアルの3通貨について特徴、とりわけ豪ドルの強みを分析し、資源国通貨の将来性について考察する。

〔図表-1〕 資源国通貨の対円為替レートの推移

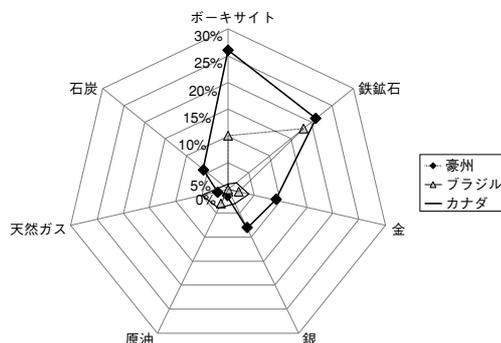


(注) 01年8月=100とした指数に再計算（データは11年8月まで）  
 (資料) Bloombergデータよりニッセイ基礎研究所作成

### 2 | 資源国通貨の特徴

資源国通貨とは「資源を豊富に有する国」の通貨の総称である。豪州、カナダ、ブラジルについても豊富な資源を有している点が共通項となる。ただし、天然資源について生産量の世界シェアを見ると（図表-2）、同じ資源国とはいえそれぞれに特徴がある。豪州はアルミ原料であるボーキサイトや鉄鉱石、石炭など幅広い鉱石系で高いシェアを持ち、ブラジルも同じく鉱石系に強みを持

〔図表-2〕 主な資源の世界シェア（生産量）



(注) 石油・ガス・石炭は2010年、その他は2009年  
 (資料) USGS、BP

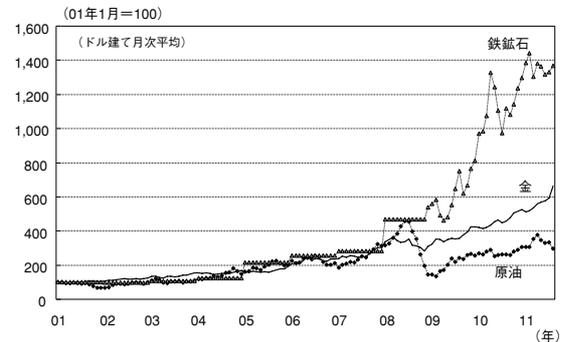
つがシェアは豪州には及ばない。カナダについては特段高いシェアを持つものは見当たらないが、天然ガスと原油のシェアは3カ国で最高となっている。輸出品目についても（2009年、国連comtrade資料より）、豪州では非食品原材料と鉱物性燃料が総額の55%（847億ドル、GDP比8.5%）を占める一方、カナダは31%（963億ドル、GDP比7.2%）、ブラジルも31%（475億ドル、GDP比3.0%）と、資源の割合は総じて高いものの依存度は異なる。生産・輸出面において最も“資源国らしさ”を持つのは豪州である。

この10年間の資源価格の推移を見ると、中国やインドなど新興国の成長率が加速した05年以降の伸びは凄まじく、鉄鉱石は10年前の10倍超、金は約6倍、原油は3倍強など、資源価格はこの10年で飛躍的に上昇している（図表-3）。そして、これとほぼ時期を同じくして、資源国の輸出額も大きく増加している（図表-4）。むしろ全てが資源の貢献ではないが、輸出のエンジンとなったことは疑いがない。

なお、ここでも国による違いが顕著となっている。ブラジル、豪州の輸出額が10年前と比べて約3～4倍へと大きく増加している一方で、カナダの輸出額は約1.5倍に留まっている。もともとカナダの輸出額が大きかったという要因もあるが、各国のこの間の輸出額の変化を先進国向けと新興国（発展途上国を含む）向けに分けてみると（図表-5）、豪州、ブラジルが新興国向けの需要を大きく取り込んだ一方で、カナダは相変わらず先進国向けがメインで、新興国の需要をあまり取り込めてこなかったことが確認できる。2000年時点では大差なかった新興国向け輸出で両国に大きく水を空けられている。

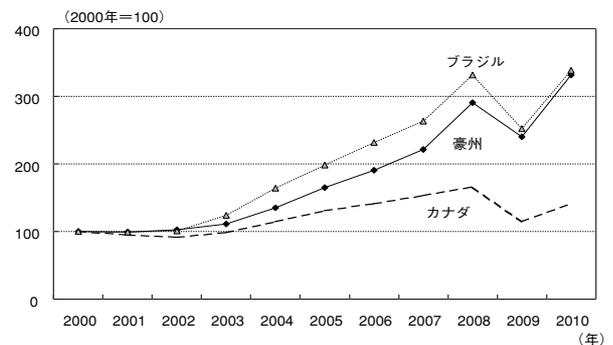
さらに各国の輸出相手先を国別に見ると（図表-6）、カナダは地理的・歴史的背景からもともと米国との経済的な繋がりが極めて強く、10年の輸出

[図表-3] 主な資源価格の推移



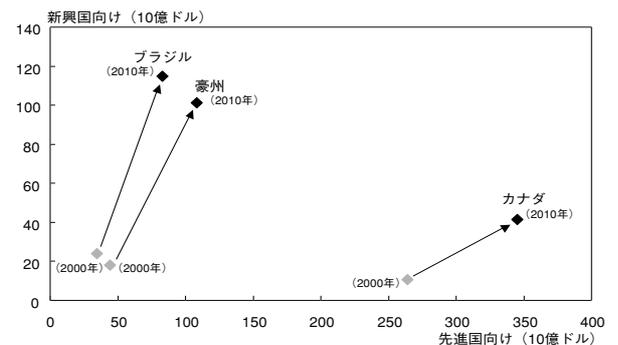
(注1) 01年1月=100とした指数に再計算  
 (注2) 鉄鉱石は中国の豪産鉄鉱石輸入価格、他は先物価格  
 (資料) IMFデータほかよりニッセイ基礎研究所作成

[図表-4] 輸出額（ドル建て）の推移



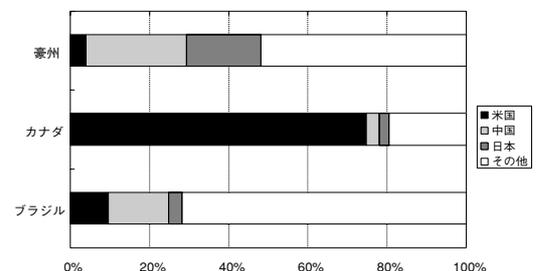
(注) 2000年=100とした指数  
 (資料) Financial Questデータよりニッセイ基礎研究所作成

[図表-5] 先進国・新興国向け輸出額の変化



(資料) Financial Quest

[図表-6] 輸出相手国の割合（2010年）



(資料) ジェトロ

相手先シェアでも米国向けが75%と突出している。よくも悪くも米国経済への一極集中構造と言える。一方、豪州は中国のシェアが25%と最も高く、ブラジルも中国が15%で最大の輸出先となっている。

資源需要増加と市況高が輸出の追い風となったのは各国共通だが、輸出に占める資源割合の違いと新興国需要の取り込み成否が、輸出大幅増となった豪州、ブラジルとカナダとを分けたと考えられる。

### 3 | 実は経常赤字国

このように輸出が好調に推移してきた資源国だが、輸入その他資金流出入を併せた経常収支を見ると、豪州は恒常的に、ブラジル、カナダも近年では赤字となっている（図表-7）。

理由は2つあり、一つは資源価格上昇によって輸出が拡大すると同時に輸入も拡大する傾向があることである。経済が活性化するに伴い内需が拡大するうえ、自国で産出しない燃料や開発用の中間財輸入も増える。もう一つの理由は海外への利子配当支払いである。従来、自国に製造業の厚みがない資源国は経常赤字国に陥りやすく、過去の赤字によって積みあがった対外債務への利払いが所得収支の赤字として経常収支のマイナス要因となっている。

経常収支は為替レートに構造的な影響を与える。経常収支が赤字の場合、恒常的に自国通貨売り外貨買い取引が生じるため、通貨に下落圧力がかかる。

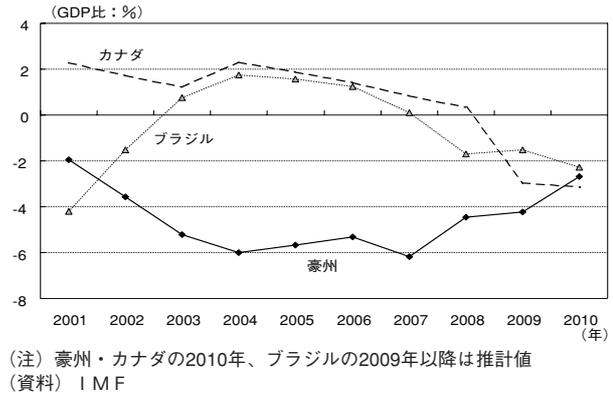
## 2——資源国通貨の強さの源

### 1 | 高成長期待に基づく高金利期待

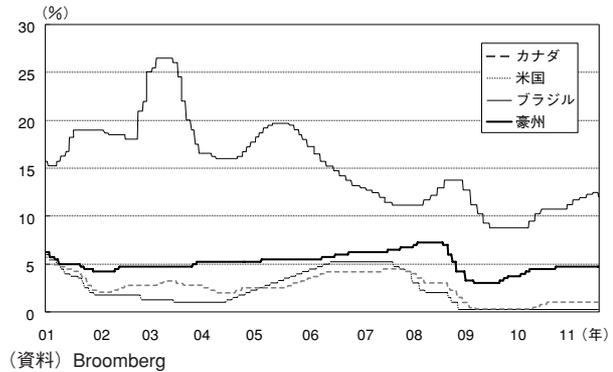
資源国通貨が経常赤字にもかかわらず上昇してきたのは、経常赤字に伴う自国通貨売りを上回る通貨需要、すなわち投資需要が存在してきたためである。資源国の人気の理由として、「高金利である」ことが挙げられることが多く、実際キャリートレード（低金利通貨で資金調達し、高金利通貨で運用して利ざやを稼ぐ手法）の際には通貨買い需要が発生する。

各国政策金利の推移を見ると（図表-8）、確かにブラジル、豪州の政策金利は米国や日本（期間を通じてほぼゼロ）を長期にわたって大きく上回り、カナダも米経済の影響を受け米国と近いものの、やや上回って推移していることが多い。そして、この高金利の背景にあるものは高い成長率である。

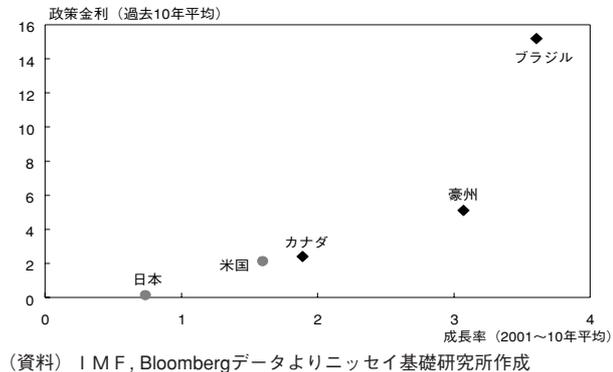
[図表-7] 各国経常収支の推移



[図表-8] 各国政策金利の推移



[図表-9] 成長率と政策金利



資源3カ国について過去10年の平均実質経済成長率を見ると（図表－9）、いずれも日米を上回り、高い成長を維持してきた。高成長の要因については一概には言えないが、資源需要増加・価格上昇が所得を通じて内需に寄与している面は各国で共通しているとみられる（そして国内生産で吸収されなかった需要が輸入にまわる）。経済が堅調であると、労働需給逼迫や需要拡大から、インフレ率も高くなりがちであるため、これを抑止するために政策金利が高く設定される。逆に言えば、利上げするだけ経済に余力があるとも言える。日本のように経済低迷が続いている国では、景気下支えが金融政策の優先課題となるため、政策金利を低位に据え置くことになる。

為替は市場の期待（予想）で動くため、将来に対する相対的な高成長・高金利期待が資源国通貨の上昇基調を支えてきたと考えられる。

## 2 | アジア新興国投資の代替需要

資源国通貨のもう一つの強みは投資の自由度である。近年、中国やインドといったアジア新興国は世界で最も高い成長を遂げてきた。当然金利水準も高く、投資先としての魅力も高い。但し、これらの新興国では海外からの投資に厳しい規制が設けられていたり、他国通貨に為替を半ばペッグ（固定化）していることも多い。資源国通貨については、流動性こそドルやユーロなどに比べると格段に低いものの、新興国よりも投資の自由度が高く、かつ新興国の成長の果実を大きく取り込んでいる。このため新興国投資の代替需要が発生し、資源国通貨の追い風になっていると考えられる。

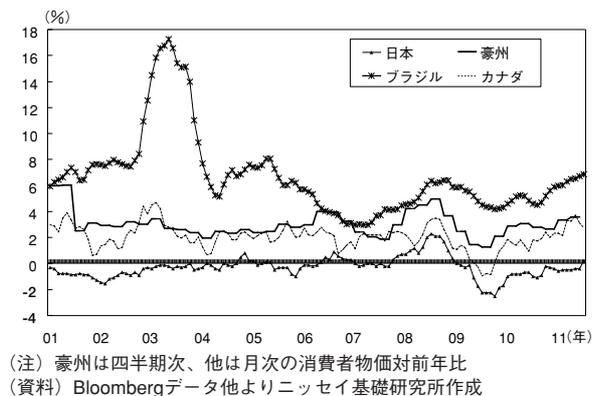
## 3 | 豪ドルの優位性

ここで、資源3通貨間での強弱、とりわけ豪ドルの優位性について考えて見る。カナダドルについては、米国の低迷に引きずられ、最も低成長・低金利という点が豪ドルに及ばない理由と考えられる。一方、3通貨の中で最も高成長・高金利のブラジルレアルが豪ドルに及ばなかった理由は3つ考えられる。

一つは、確かに高金利であることは有利だが、相対的に金利水準が高いからと言って通貨の上昇が続くわけではない点だ。そうでなければ、高金利通貨は常に上昇する一方、低金利通貨は下落が止まらずどちらも経済が破綻してしまう。この際ポイントとなるのは「金利の変動」である。好調な経済を背景とした利上げの実施や利上げ期待が高まると他国との間で金利差が拡大、通貨への需要が高まり為替が上昇しやすくなる。10年前との比較で見ると、ブラジルの政策金利は低下してきているのに対し、豪州は殆ど変わっておらず、相対的な優位性が高まっている。

また、インフレ率も為替に大きく影響を与える。購買力平価の考え方では、インフレ＝通貨の購買力（モノ・サービスを買う力）の低下であるため、インフレ率の高い国の通貨は低い国の通貨に対して下落する傾向がある。資源国通貨についてインフレ率の推移を見ると（図表－10）、ブラジルは高い状況が続いている。同国は90年代に年間2,000%を超えるハイパーインフレを経験していること、イ

[図表－10] インフレ率の推移



インフレ率の変動が大きめであることから、インフレ抑制に苦心している印象が強い。一方、豪州のインフレ率は3%前後と米国と比べてもほぼ変わらないレベルであるうえ、安定感も高い。

最後は政治的要素である。2002年にレアルは対円で約4割も下落しているが、これは大統領交代に伴う政策変更への懸念が大きく高まった結果急激なレアル離れが生じたためであり、先進国と比べ政治的安定への市場の信認が乏しいとみられる。

また、当局による為替介入姿勢も異なる。外貨準備高の過去10年間の増加率を見ると（図表-11）、運用益の蓄積等により各国ともに増加しているものの、ブラジルの増加率は10倍と高く、頻繁な自国通貨売り介入がうかがわれる。同国は他にも海外からの一部投資への課税を導入するなど、通貨高を政策的に抑制しようとする姿勢が強い。一方、豪州、カナダは先進国であり為替操作を批判する立場でもあることから、外貨準備の増加は限定的である。

### 3—今後も世界の資金を引きつけられるか

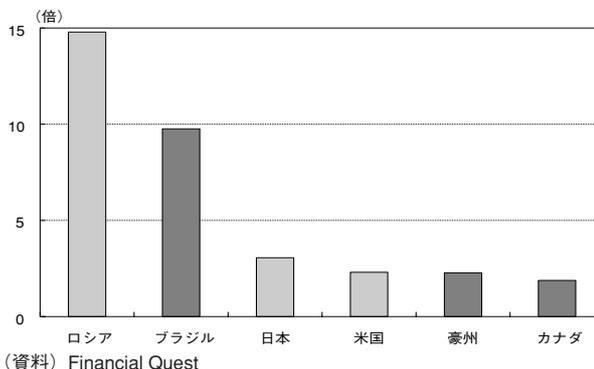
以上、資源3カ国は経常赤字である一方、高成長から高金利が続いており、今後の成長期待に伴う高金利期待、アジア新興国投資の代替需要が経常赤字に伴う自国通貨売りを上回る投資資金を世界から引き付けて上昇してきたと考えられる。従って、今後の資源国通貨の行方についても、従来同様に資金を引きつけられるかどうかにかかっている。

#### 1 | 世界の人口増・資源需要増がプラス材料

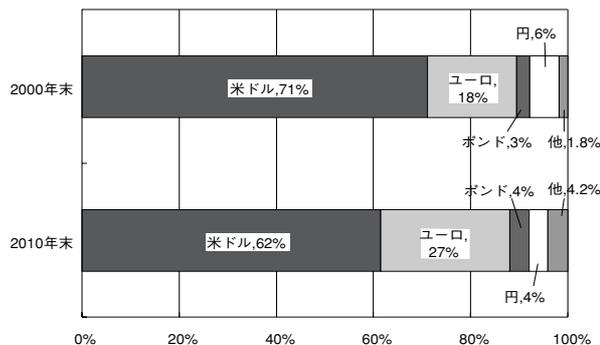
この点につきプラス材料は、中長期的に今後も世界の人口増加がほぼ確実とみられる点だ。国連の人口推計（中位推計）によれば、現在69億人の世界人口はアジア・アフリカを中心に増加を続け、2050年には93億人に達すると見込まれている。さらに新興国では成長に伴って一人当たりの資源消費量増加も見込まれることから、世界的な資源需要増加期待が資源国の成長期待に繋がる。

また、世界における通貨のパワーバランス変化も資源国通貨の追い風になりそうだ。米国経済の世界におけるプレゼンスの低下とドルの低迷から、既に世界の外貨準備における米ドルからの分散化が徐々に進みつつある（図表-12）。今後もドル

[図表-11] 外貨準備の増加率（過去10年間）

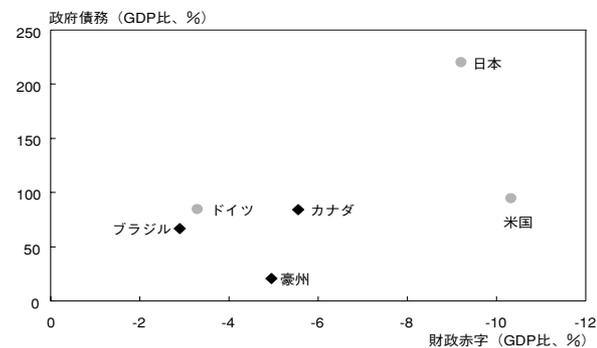


[図表-12] 世界の外貨準備構成



(注) 対象は通貨判明ベース  
(資料) IMF

[図表-13] 財政赤字と政府債務（2010年）

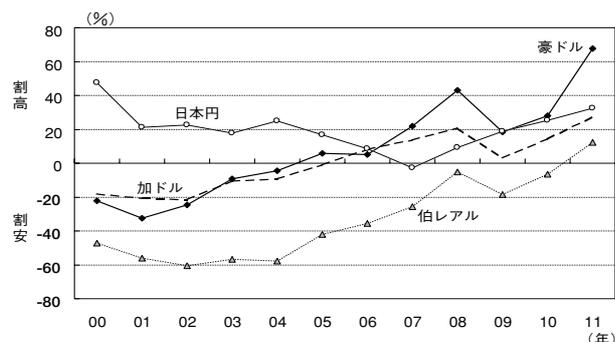


離れの動きが進み、リバランスが続くとみられるが、その際に資源国通貨が受け皿の一つとして存在感を高めていく可能性がある。現在、多くの先進国が財政問題で苦しんでいるが、資源3カ国は財政赤字で見ても、債務規模で見ても財政の健全性は日米などを大きく上回る（図表-13）。また、財政の健全度が高いということは、経済ショック時に財政支出によって経済へのダメージを緩和するだけの余力を有していることも意味している。

## 2 | 過熱感とリスクマネー頼みが懸念材料

他方、現在の水準に割高感が出てきている点が共通する懸念材料である。為替レートの適切な水準を判断するのは難しいが、一つの考え方として「購買力平価」（以下、PPP）、すなわち「各通貨の購買力が等しくなるように計算した際の各国通貨の交換比率」がある。図表-14は、世界銀行推計のドルを基準としたPPPと実際の為替レートの乖離度を示している。一人当たりGDPの低い国については、非貿易財・サービス価格が低いためPPPが高く算出され為替が割安に出るなど指標上の特徴も指摘されており、PPPを基準に為替の調整が起きなければならないわけではないが、各国ともに年々割高度合いが上昇してきた。経済実態以上に通貨の加熱感が蓄積してきた可能性がある。

[図表-14] 購買力平価から見た対ドル割高度



(注) 為替レートの実績値は各年年央値を使用  
(資料) IMFデータよりニッセイ基礎研究所作成

また、金利要因で集められるのは海外のリスクマネーであるため、金融危機などのショック時にはリスク回避の動きによって手早く引き揚げられ通貨が急落する傾向がある。世界経済の低迷が続くとすると、リスクマネーの供給が途絶え、資源国通貨も低迷する。金利変動の観点からも、高金利なだけに金利の下げ余地が大きく、景気減速下での利下げ幅が大きくなることが通貨の下落を促す。さらに円は世界的な経済悪化の際に上昇する特徴があるため、対円での資源国通貨の下落は増幅される。

実際、2008年のリーマン・ショック時をみると、資源国通貨の対円での下落率はドルなどに比べて著しく、ジェットコースターのような軌道を描いている（図表-1）。また、2011年も春先から調整色が出ており、特に欧州財政危機が緊迫化した9月月間の円に対する下落率は、カナダドルで▲6%、豪ドルで▲9%、8月末に利下げを行ったブラジルレアルでは▲15%にも達している。ハイリターンの裏返しだが、ハイリスク通貨であることから、「安定」を求める資金には向いていない。

## 3 | おわりに

足元の世界経済は新たな局面に入っている。低迷の続く先進国では「財政改善と景気の両立」が、これまで世界経済を牽引してきた新興国では「景気とインフレ抑制の両立」が求められており、ともに難しい経済運営を迫られている。この世界各国の舵取りの成否が当面の資源国通貨の先行きを大きく左右することになるだろう。それは上記のとおり、資源国通貨の変動は世界経済に対して独立的ではなく、極めて従属的な側面が強いためである。

資源国通貨は良くも悪くも「世界経済への人々の期待を映す鏡」なのである。