

PRAEVIDENTIA WEEKLY (5月10日)

ポンド：MとF、どちらが支配？

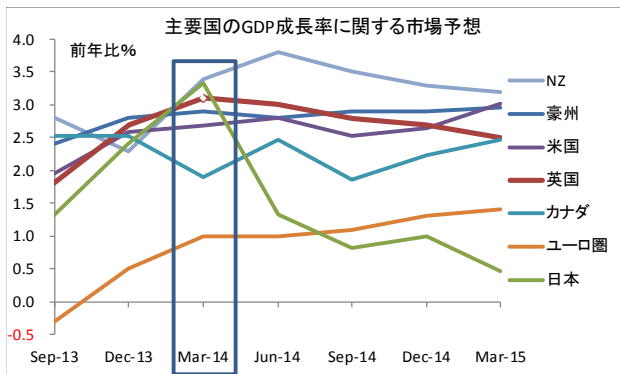
<要約>

ポンドの堅調が続いている。英国景気的好調を背景とした BoE の早期利上げ期待が背景にあり、来年初あたりまでは特に対ドルで上昇傾向が続きそうだ。今後のカギとなる英国の金融政策の展開については、BoE の金融政策委員会 (MPC) が決定する金利政策、量的緩和政策もさることながら、金融安定政策委員会 (FPC) が決定するマクロプルーデンス政策の住宅市場や景気への影響にも注意する必要があり、目先は MPC よりも次回 6月17日の FPC 会合が注目だ。

料理はそうでもないが、経済と通貨はおいしい

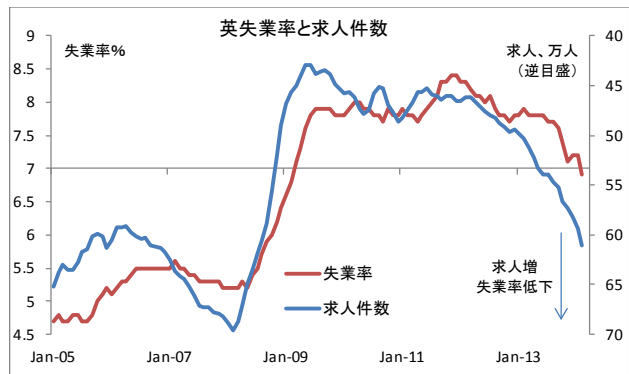
英景気は加速しており、今年第1四半期には前年比で+3.1%と、連続利上げを開始できる程景気が好調なニュージーランド (+3.4%) や消費増税前の駆け込み需要で高成長を達成した日本 (+3.3%) に僅かに及ばなかったものの、他の主要国を上回る成長率を達成した (図表 1)。直近4月の製造業、サービス業 PMI も再び改善しており、実体経済および景況感は共に良好に推移している。こうした中、失業率も当初 BoE が導入したフォワードガイダンスで利上げ開始を検討する条件として挙げていた水準である 7.0% を当初予想より 2 年程度早く達成し、BoE は慌てて失業率基準を削除したほどだ。歴史的に連動性が高い設備稼働率や求人件数の大幅改善をみても、今後更に失業率が低下する可能性が高い (図表 2)。

図表 1：主要国の GDP 成長率予想

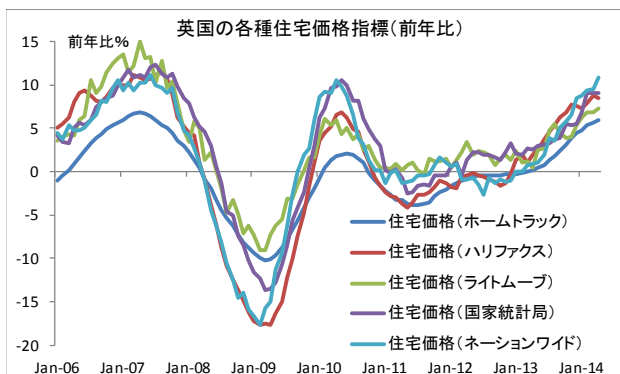


(出所) 市場予想を基にプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2：英国の失業率と求人件数

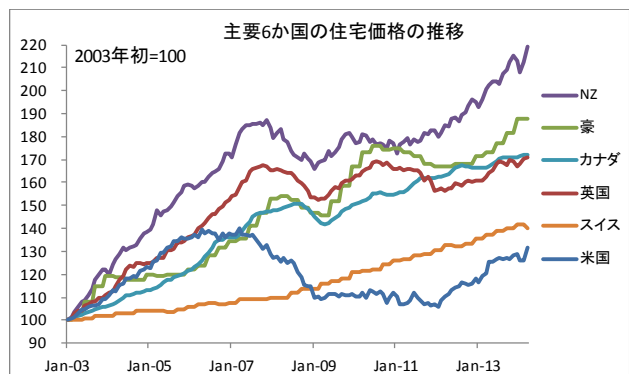


図表 3：英国の各種住宅価格



(出所) 住宅価格は各国につき複数の代表的な指標を単純平均してプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：主要国の住宅価格の推移



また、住宅市場の活況が著しく、価格は前年比で 10% 近い上昇を示す統計もあり (図表 3、4)、既に英国では

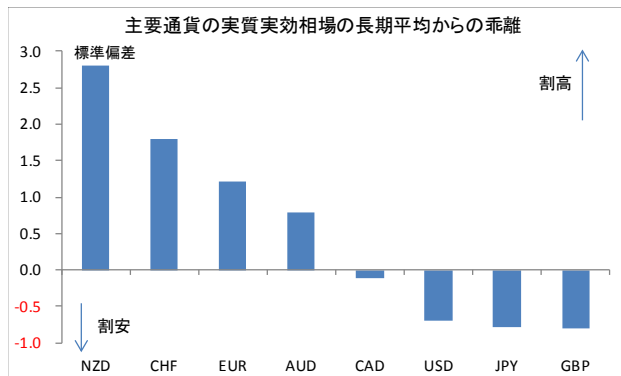
金融機関に対する規制を用いる「マクロプルーデンス政策」により住宅市場の過熱を沈静化しようとしている程だ（詳細は後述）。こうした中、BoE は利上げを急がない姿勢を繰り返し強調しているものの、市場では早期利上げ期待が高まりつつあり、市場の利上げ開始予想時期（中央値）は来年 1Q で、米国よりも先の利上げ開始がコンセンサスで、一部には今年 4Q の利上げ開始を予想する向きも多い。なお、インフレ率は直近計数で前年比+1.6%と BoE のインフレ目標（2%±1%）の中心を若干下回っているものの、ユーロ圏（+0.7%）や米国（コア PCE デフレーター：+1.2%）ほどディスインフレ懸念はなく、目先、インフレ率は金融政策および為替相場の先行きを読むに当たり最重要ファクターとはならないだろう。

依然として割安、金利差に沿ってじり高

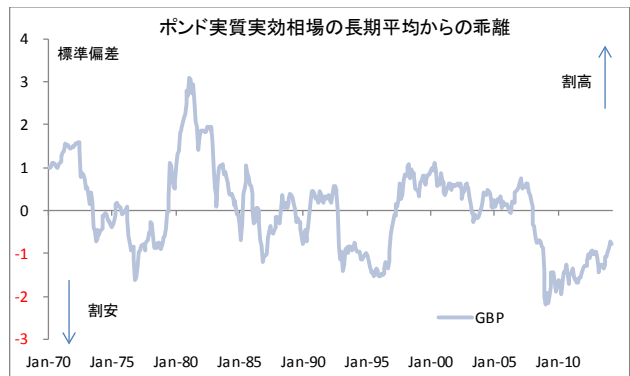
上述の各種ファンダメンタルズ要因に加えて、ポンドは主要通貨の中でも相対的に割安となっていることから（図表 5、6）、長期的にみて上昇余地が非常に大きい。かつ、過去の通貨安局面でも貿易収支、経常収支が全く改善しなかったことから、今後ポンドが上昇しても少なくとも対外収支への悪影響は小さく、上述の通りインフレもやや低下しているものの欧米ほど低くないことから当面通貨高によるデフレ圧力を懸念する必要はなく、今後の利上げを妨げる要因にはならないだろう。これらを背景に、当社は昨年からポンド上昇を予想しており、対ドル、対ユーロで概ね 2 年債利回り格差の英国有利化の拡大に沿って上昇している（図表 7、8）。

図表 5：主要通貨のバリュエーション

（注）実質実効（貿易加重平均）相場は長期平均に回帰するという考え方および実証分析の結果があり、長期平均が均衡値とみなされ、



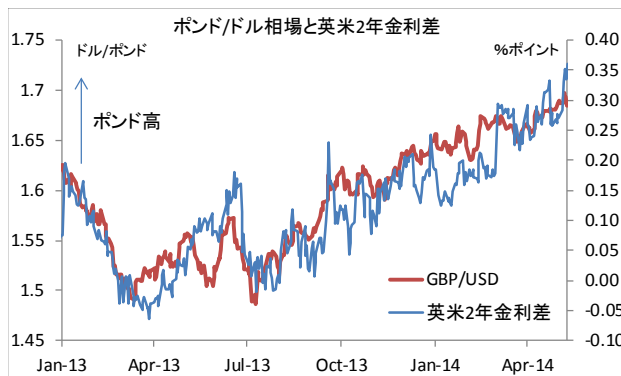
図表 6：ポンド実質実効相場の長期推移（標準化）



その水準からの乖離度合いの大きさを標準偏差で示している。標準偏差で上下に 2 以上乖離すると、行き過ぎとされる。

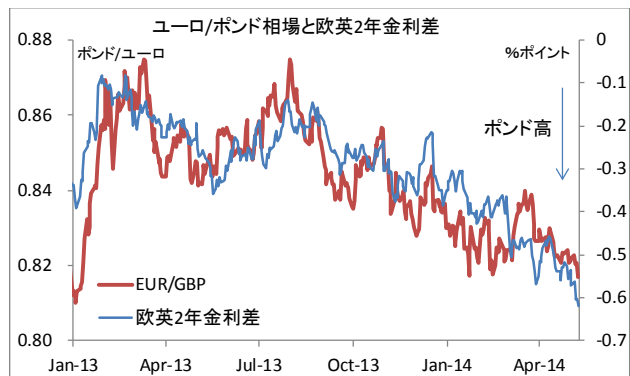
（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 7：ポンド/ドルと英米金利差



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 8：ユーロ/ポンドと欧英金利差



今後の英米金融政策のイメージ

今後もポンドが特に対ドルで上昇を続けられるかは、英米の金融政策のスピード感の違いが重要な要素になってくる。まず比較対象となる米国については（図表 9 上）、現在の市場予想に基づけば、①昨年 12 月に開始が決定された資産購入プログラムの縮小（テーパリング）が今秋に終了した後、相当な期間（Yellen 議長曰く 6 か月）を経て、②来年の 2Q か 3Q に FF 金利引上げが開始され、その後しばらくしてから、③Fed が保有する資産の残高縮小が始まるとみられる（恐らくまずは償還や利払い分の再投資を停止し、その後資産を売却する

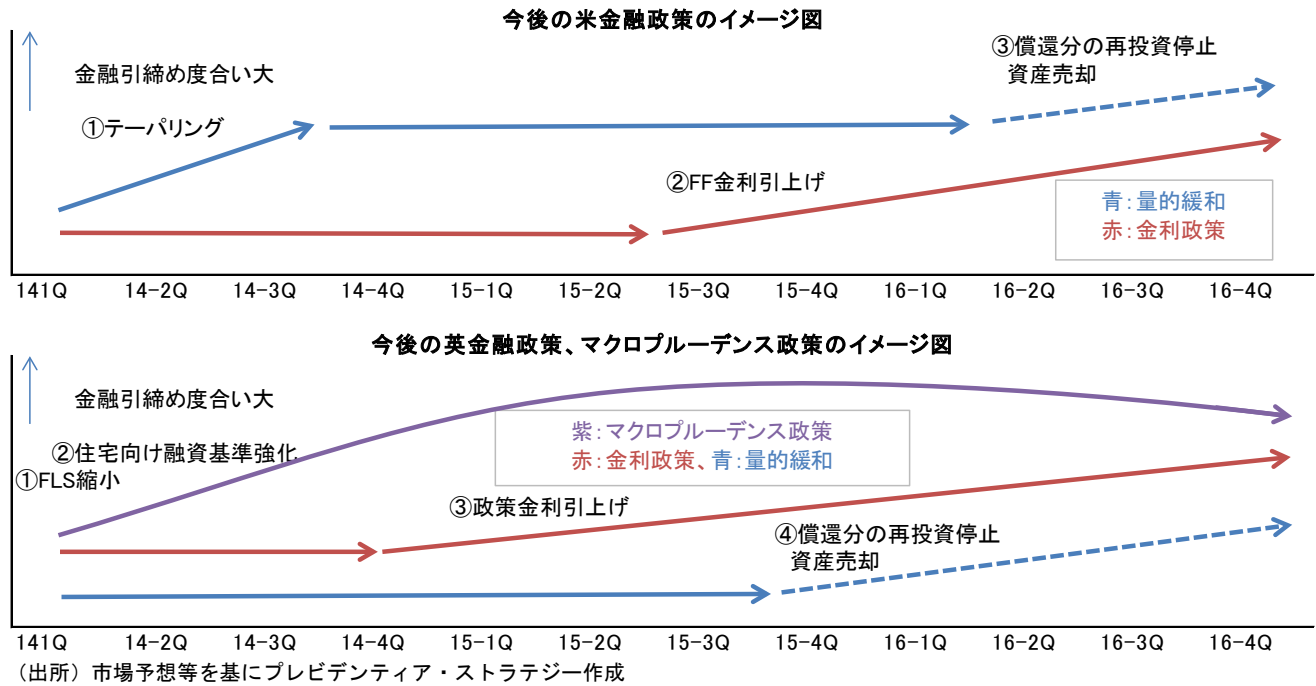
とみられる)。

これに対して英国(図表9下)で重要なのは、金融政策委員会(MPC)が行う金利政策と量的緩和政策だけでなく、BoEの金融安定政策委員会(FPC、Financial Policy Committee)が行う、住宅市場の過熱などからくる金融システム、金融機関への影響に対応する「マクロプルーデンス政策」も同時並行して行われている点だ。マクロプルーデンス政策は既に開始されており、①今年初からの住宅向けFLS(融資のための資金調達スキーム)の縮小、②4月からの住宅向け融資基準の強化、などが実施され、住宅ローン承認件数は既に3月分から減少し始めるなどの効果が出てきているようだが、住宅価格の上昇が続く中、更なる対策の必要性が叫ばれており、6月17日の次回FPC会合で何らかの追加的なマクロプルーデンス政策が決定される可能性が高まっている。

取られる可能性がある措置としては、①銀行の更なる住宅ローン融資基準強化を勧告、②財務省に対し住宅購入促進措置(Help To Buy)の縮小を勧告、③住宅ローンに対する資本手当の強化を勧告、④不動産購入価格に対する貸出金比率(LTV)や所得に対する貸出金比率(LTI)の上限引下げを勧告、などがある(BoEの11月金融安定報告で列挙されている)。

そして、失業率の更なる低下が継続するなど「余剰生産力」の吸収が進めば、⑤来年初あるいは早ければ今年4Qにも政策金利の引上げが開始される見込みだ。なお、英国では2015年5月に総選挙が予定されているが、Carney・BoE総裁は総選挙前の利上げの可能性を排除しない発言をしている(4月3日)。その後、更に景気回復と金融市場の正常化が進んだ段階で、米国と同様に④保有資産の残高縮小に着手するとみられる。

図表9：今後の英米金融政策、マクロプルーデンス政策のイメージ図



MPC だけでなく、FPC も重要に

つまり今年末から来年初にかけては、BoEの利上げ開始がFedより先に行われ、場合によってはBoEの二回目の利上げもFedの利上げ開始前に行われる可能性があり、政策金利の期待の影響を受け易い2年金利は英国が先に上昇し易く、前掲図表7のように2年債利回りとの連動性が高いポンド/ドル相場の押上げ材料となり易いだろう。このため当社は、来年初にかけてポンド続伸を予想している(図表10)。但し、Fedが利上げを開始する来年半ば以降は、英米の利上げペースの違いが明確になるかは分からず、ポンドの対ドルでの優位が明確ではなくなるかもしれない。また、年末に向けた円反発を予想しているため、対円相場では上昇しにくいだろう。

問題は、既に発動されている英国のマクロプルーデンス政策がどのように金融政策、市場金利そして為替市場に影響を与えるかだ。確かに、上述のように既に住宅ローン承認件数が既に減少するなど効果が出てきているようで、この場合、住宅市場の過熱沈静化という観点からは、利上げの必要性を後退させるかもしれない。もっとも、マクロプルーデンス政策は金融安定(金融機関・金融システムの安定)のための政策ツールであって、

経済全体のコントロールやインフレ目標達成に使われるものではない。また同時に、BoEは金融政策（利上げ）を金融安定対策としては最後の手段としてしか用いないことを明言している（[2月に改定されたフォワードガイダンス](#)）。市場もこれを前提に、今年末から来年初のBoE利上げ開始を織り込んでいるはずで、**住宅市場の一部指標が沈静化の兆しを見せたとしても、その他経済指標、特に失業率の改善が続けば利上げの必要性は高まるはずだ**。但し、マクロプルーデンス政策が効き過ぎて景気鈍化リスクを高める場合に初めて、利上げの必要性を後退させる一方、マクロプルーデンス政策の効果が殆どみられない場合には、代替措置として利上げ幅が大きくなるだろう。BoEの金融政策とポンドの見通しにとって、FPCが決定するマクロプルーデンス政策動向も重要な位置を占めている。

図表 10：当社のポンド相場予想

通貨ペア	直近	当社のポンド予想			
		14年6月末	14年9月末	14年12月末	15年3月末
ポンド/ドル	1.685	1.71	1.72	1.73	1.74
(市場予想)		1.67	1.66	1.65	1.65
ユーロ/ポンド	0.82	0.79	0.77	0.75	0.74
(市場予想)		0.82	0.81	0.80	0.79
ポンド/円	171.6	171	169	164	171
(市場予想)		173	176	178	181

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社

金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641