

## PRAEVIDENTIA WEEKLY (7月5日)

## GBP：タカ派の多寡

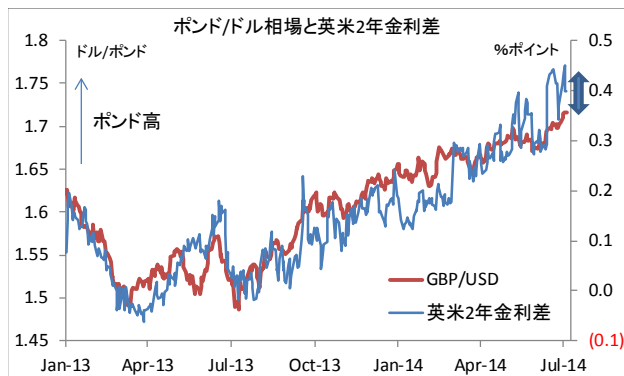
## &lt;要約&gt;

6月12日に Carney 総裁が市場予想よりも利上げが早い可能性に言及して以降、BoE の年内利上げ期待が一気に高まり、ポンドの年初来高値更新が続いている。実際の利上げ開始は早くても今年11月頃とみられるが、利上げ開始に向けては毎月の金融政策委員会で少数ながら利上げ主張の票が見られ始める可能性が高く、今後は議事要旨への注目度が急速に高まる。当社は最もタカ派的な3名の委員のいずれかが7月にも利上げ主張を開始し、その後数回で利上げ派が増え実際の利上げ開始に至るとみており、利上げ主張の増加につれてポンドは続伸するだろう。

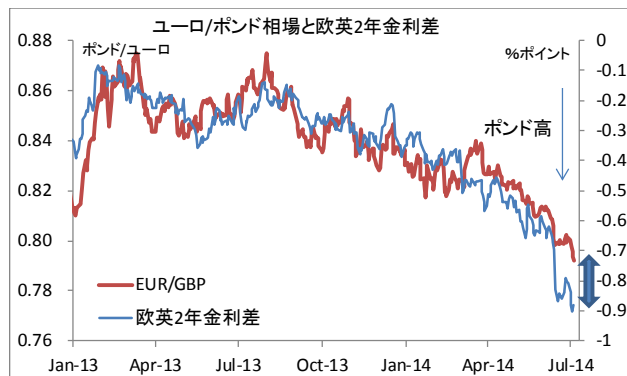
## ポンドの年初来高値更新

遑れば既に昨年後半以降、市場では英景気の好調や住宅市場の過熱を背景に米国と並んで英国も比較的早く利上げ開始に向かうことを織り込みつつあったが、6月12日に Carney・BoE 総裁がそうした市場の期待に対して不満を示し、「利上げ開始は市場が予想している時期よりも早く起きる可能性がある」と述べたことから、年内の利上げ開始期待が一気に高まり、ポンドは英国の短期～中期金利の急上昇と共に上昇基調が強まり、対ユーロで0.7919ポンド、対ドルで1.7180ドル、そして対円でも175.37円と年初来高値を更新している（昨年対比での上昇率は各々+4.6%、+3.5%、+0.4%）。

今後、市場では利上げ時期を巡って、各委員の投票パターンが判明する BoE 金融政策委員会（MPC）の議事要旨（月初の MPC の2週間後に公表。MPC では議決内容は公表されない）、BoE 高官発言および経済指標への注目度が更に高まり、本当に年内に利上げが開始されるのか、されるとしたら11月か12月か、あるいは来年かといった期待の変化を受けてポンドは変動し易くなるが、当社は早ければ11月にも利上げが開始されるとみており、少なくとも年内はポンド続伸が続くとみている。



図表1：ポンド/ドルと英米2年金利差  
（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成



図表2：ユーロ/ポンドと欧英2年金利差

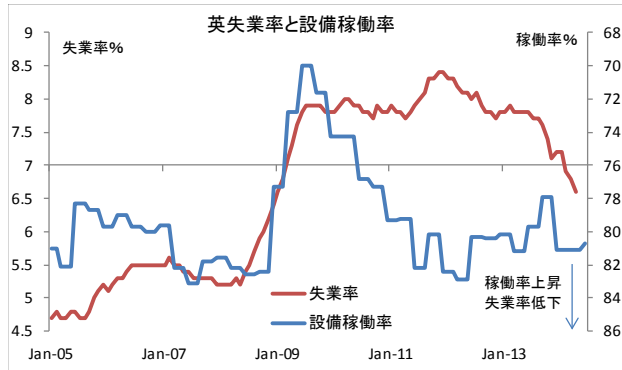
## 英国でも雇用統計が重要

利上げ開始のタイミングを巡って今後まず重要なのは英経済指標で、中でも BoE 高官が繰り返し主張している「経済の Slack（たるみ、緩み）の更なる吸収」を示す指標が重要となり、失業率（低下のペース）、賃金（上昇のペース）といった労働市場関連統計、そして設備稼働率（上昇のペース）が最も注目度が高い（図表3、4）。特に、Carney 総裁が6月24日に「賃金の伸びは想定より弱い」と述べたことから、今後賃金上昇率が高まるかが注目される。これらに影響を与える要因として全般的な英景気の動向を示す PMI（特にサービス業と建設業）や GDP 成長率なども注目される。

インフレ率に関しては、現在前年比+1.5%と低下基調が続いており、むしろ利上げ期待を若干弱める要因だが、

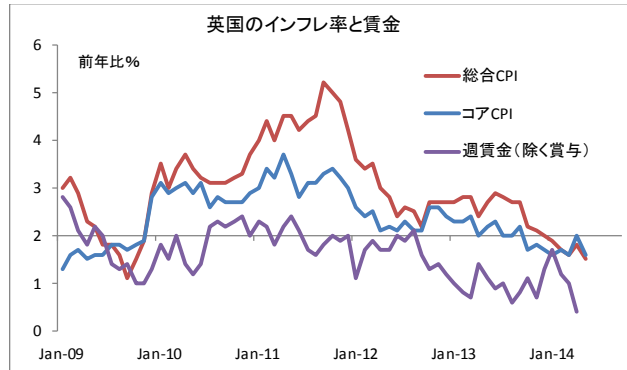
BoE のインフレ目標レンジである+1.0-+3.0%の範囲内であるため注目度は相対的に低い（図表 4）。+1.0%に近づいていくようだと利上げ開始先送りリスクとなるが、英景気の全般的な好調をみるに、今後インフレ率は持ち直してゆく可能性が高く、利上げ期待を補強する材料となってくるだろう。現在市場では、今年 10-12 月期に+1.8%、来年 4-6 月期に 2.1%への上昇が予想されている。

図表 3：英国の失業率と設備稼働率



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：英国のインフレ率と賃金



なお、住宅市場の過熱とその金融機関の経営や家計債務（金融安定）に対するリスクに関しては、銀行への貸出規制や資本規制といったマクロプルーデンス政策によってまず対応する方針で、金利政策は「最後の手段」として位置付けられている（当社作成「[G4 中銀の金融政策フォワードガイダンスの比較](#)」、および 5 月 10 日付当社週次レポート「[ポンド：M と F、どちらが支配的？](#)」を参照）。実際、今年初め以降のマクロプルーデンス政策の実行により、モーゲージ承認件数は 3 月分から減少しているが、住宅価格の上昇は続いており、マクロプルーデンス政策だけでは十分ではない可能性が浮上、利上げの必要性を高める一因として重要度が高まってくるだろう。

### 最初に動くのは誰か

英経済指標が改善を続けるとの前提のもと、実際にどういう段取りで利上げに向かうかが注目される。BoE の場合、伝統的に投票パターンが「個人主義的」で各委員が自由に投票を行ったり政策変更の提案を行う傾向があり、日米ユーロ圏のように議長を中心とする執行部が極力賛成票を纏めようとする「コンセンサス方式」とはかなり異なり、総裁が少数派に回ることも過去にはあった。そこまで極端ではないにせよ、今後はタカ派の委員が利上げ主張を開始し始め、その後数か月間に徐々に経済指標の改善と共に利上げ派が増加し、過半数に至る、という経路を取る可能性が高い。そこで最近の発言をみると、**9 名のうち特に Weale 委員、Miles 委員、McCafferty 委員の 3 名が相対的にタカ派度が強く、早ければ 7 月 10 日の金融政策委員会（MPC）でいずれかが利上げ主張を開始し始める可能性がある**（各委員の発言の詳細は 4 頁「[最近の BoE 金融政策委員の発言](#)」を参照）。投票パターンが判明するのは 7 月 23 日の議事要旨の公表時だ。

**Weale 委員**は市場でも最も先に利上げを主張すると目されており、「将来の利上げが緩やかであるならば、最初の利上げは早く行われねばならない」と述べており、**McCafferty 委員**も同様の発言に加えて、「金利をより正常な水準に戻すプロセスを開始する時期が近付いている」と述べている。**Miles 委員**は 6 月 22 日に「向こう数か月中に利上げに賛成票を投じる」としていることから、9 月までには利上げ主張が始まるだろう。

次にタカ派的とみられるのは **Haldane 委員**（6 月 1 日着任。チーフエコノミスト）および **Forbes 委員**（7 月 1 日着任。米国人）で、**Haldane 委員**は「どちらかという利上げを早める方向に傾いている」と述べてはいるが、強い利上げ主張かは不明だ。**Forbes 委員**は最も新しく、かつ英国人ではないこともあって、当面は様子見姿勢、あるいは多数派に追随する可能性が高いとみられる。なお、**Carney 総裁**もタカ派的になってきているが、金融政策委員会の議長としてまとめる立場にあり、かつ英国人ではないことから、少数派に回るのは指導力に対する市場、政治からの懸念が高まるリスクがあり、それは避けるだろう。

他方、**Cunliffe 副総裁**は早期の利上げ開始に慎重な発言をしておりハト派的とみられることから、利上げに賛成するのは最後だとみられる。

なお、**Fisher 委員**は 7 月 31 日で退任予定となっていることから（FPC 委員となる）、7 月の最後の会合で「暴

れる」ことはないだろう。退任する Fisher 委員に代わり、現在 IMF で特別アドバイザーを務めている Shafik 氏が市場担当の副総裁として就任する予定となっているが、現在のところ金融政策スタンスは不明だ。

## ポンド予想の引上げ

労働市場関連指標を中心に英経済指標が改善を続け、MPC で利上げ賛成票が徐々に増え実際に利上げ開始に至るまで、ポンドは続伸する可能性が高い。当社はかねてよりポンドに強気で市場予想を上回るポンド高を予想していたが、対ドル、対ユーロ相場は、6 月 12 日の Carney 総裁発言以降の英金利の大幅上昇を受けた英米、欧英 2 年金利差の対英有利化に出遅れており、ポンド/ドルは 1.75 ドル、ユーロ/ポンドは 0.77 ポンドまで上がっていてもおかしくない状況にある（図表 1、2）。このため、ポンド/ドル予想を引上げ、従来の 9 月末 1.73 ドル、12 月末 1.74 ドル、来年 3 月末 1.74 ドルを各々 1.74 ドル、1.75 ドル、1.76 ドルとする。ポンド/ドルのピークは、米国の利上げ開始のタイミングに依存し、現在のところ来年前半開始の可能性が高いことから、その時期にピークをつける見通しとなっている。

この結果、ユーロ/ポンド見通しも従来の 9 月末 0.77 ポンド、12 月末 0.75 ポンド、来年 3 月末 0.74 ポンドから、各々 0.76 ポンド、0.74 ポンド、0.73 ポンドへ下方修正（ポンド上昇修正）する。

ポンド/円については、当社は夏場に一時的にドル/円が 98 円へ下落するとみていることからポンド/円も 171 円程度まで一時的な調整があるとみている。但しその後は来年にかけて 180 円台へ反発する見通しだ。

図表 5：当社のポンド見通し

通貨ペア	直近	14年9月末	14年12月末	15年3月末	15年6月末
<b>ポンド/ドル</b>	1.716	<b>1.74</b>	<b>1.75</b>	<b>1.76</b>	<b>1.76</b>
(市場予想)		1.70	1.68	1.67	1.67
<b>ユーロ/ポンド</b>	0.79	0.76	0.74	0.73	0.72
(市場予想)		0.80	0.79	0.79	0.78
<b>ポンド/円</b>	175.1	171	175	180	183
(市場予想)		176.3	178.1	178.9	182.0

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：最近の BoE 金融政策委員会 (MPC) 委員の発言

青字はMPC委員およびFPC委員、黒字はMPC委員のみ。

	委員名	日付	発言
タカ派	Martin Weale委員 (外部委員)	6月19日	「今すぐ利上げが必要という訳ではないが、年末にはどうか分からない」
		6月18日	「将来の政策金利引上げが緩やかであるならば、最初の利上げは早く行われねばならない」「経済のスラックが残っていると利上げは可能」「BoEは余剰生産力を過大評価しており、賃金とインフレに上振れ圧力をもたしている」「失業率はMPCが予想しているよりも速く低下する可能性も」「失業率や労働生産性が正常に戻る場合、賃金は年4%上昇も」
	David Miles委員 (外部委員)	6月22日	「恐らく向こう数か月中に利上げに賛成票を投じる」「任期中(15年5月末まで)のある時点で、金融政策の正常化開始が適切となる公算が一段と強まった」
		6月17日	「成長は一貫して予想より強い、これが長く続くほど、我々は勿論、景気の強さに関する見方を変え、それは政策正常化を開始すべき時期についての判断に影響する」
	Ian McCafferty委員 (外部委員)	6月19日	「金融政策を段階的に引き締める計画を維持するには、早期の利上げ開始が適切かもしれない」「利上げはできる限り、小幅かつ段階的に実行するのが極めて重要」「英経済のスラックの規模と解消ペースは不透明」
		6月9日	「金利をより正常な水準に戻すプロセスを開始する時期が近づいている」「MPCにおいて金利に関する議論はよりバランスが取れたものになってきている」「利上げまでにもう少し経済が成長する必要」
	Mark Carney総裁	6月28日	「最近のポンド高は経済の相対的な強さを反映、企業が生産性向上を実施することで、ポンドはやがて落ち着くだろう」「利上げのタイミングは経済状況次第」「経済データを注意深く監視」
		6月27日	「利上げ開始は年内か2015年のどちらか」「2017年第1四半期までに2.5%前後で落ち着く見込み」
		6月24日	「12日のマンションハウスでの講演内容に対する市場の反応は完全に意図したもの」「今年下期に利上げを見込む市場の期待は、極めて強いデータが続いている状況に照らすと相対的に低かった」「英経済は今年下期もペースを維持」「英経済はトレンド以上の成長率」「賃金の伸びは想定より弱い」「保有する英国債の償還分の再投資は、最初の利上げまでは続ける」「保有国債の売却開始時には、政策金利が1%以上であるべき」
		6月12日	「利上げ開始は現在市場が予想している時期よりも早く起こる可能性がある」「住宅市場にはバブルの初期兆候がある」(マンションハウス講演)
5月19日		「住宅価格の値上がりは英経済の最大のリスク」	
Andy Haldane委員 (チーフエコノミスト)	7月2日	「英経済は3%以上の成長」「市場がファンダメンタルズと乖離する場合には行動する」	
	6月20日	「金利のニューノーマルは2-3%に近い水準だ」「強いインフレ圧力のサインがないため、利上げを急いでいない」	
	6月18日	「経済のスラックの推計は困難なため、利上げ開始時期の決定も困難」「利上げ開始を早める戦略と遅らせる戦略のいずれも正当化されるが、どちらかという早める戦略に傾いている」	
Kristin Forbes委員 (外部委員、7月1日就任)	6月18日	「今後3年の主要課題は、足許の景気回復を損なわずに金融政策を正常化するプロセス」「一段の情報収集のために政策調整を遅らせれば、将来的に金融政策の急激な調整が必要になるリスクが増大する」「英景気は回復し始めているが、現在の成長・雇用拡大の原動力が持続可能かはっきりしない」(英議会で指名承認公聴会にて)	
	Ben Broadbent副総裁 (金融政策)	6月11日	「リスク選好度が改善すれば量的緩和の出口も」「いかなる量的緩和の出口戦略も明確なガイダンスが必要」
	Paul Fisher委員 (ブルーデンス規制局副長官、7月31日退任)	6月6日	「住宅市場のリスクを適切に軽減しようと試みている」「低金利を維持していることで圧力がかかっているが、政治からの支持を得ている」
	Jon Cunliffe副総裁 (金融システム担当)	7月3日	「住宅市場が金融安定への最大のリスク」「住宅価格の上昇が収入を上回るのがリスク」「こうしたリスクは、例外的な低金利の時ほど、モーゲージの本当のコストを隠してしまうため、大きい」「現在の例外的な低水準からの金利の上昇ペースは過去に比べてより緩やかで水準は低い」「金融安定リスクに対して金利を用いるのは高くつく」
		6月28日	「金利がゼロ近傍にあり、利上げして景気が腰折れした場合に政策対応余地が限られるため、利上げには非常に慎重になるべき」

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、全てお客様自身でご判断下さいませ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さ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、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

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&amp;Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC:相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（ベア）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリアだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) &amp; Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>