

PRAEVIDENTIA WEEKLY (1月25日)

GBP : 明るくなるまで待つ

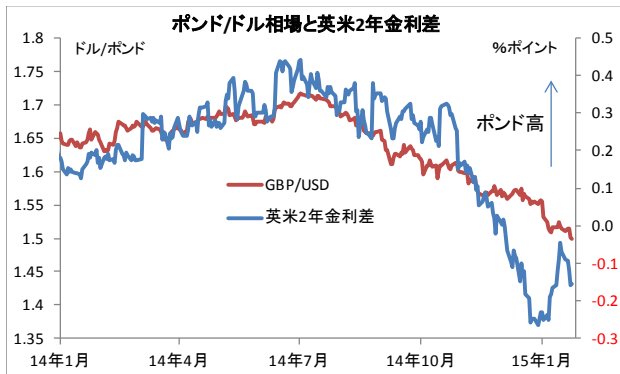
<要約>

英景気的好調にも拘らず、ポンドは対ドルで下落を続けている。原油安を背景とした利上げ期待の後退と、今年5月の総選挙に関する不透明感の高まりが主因とみられる。このため、原油価格が反発しインフレ率が大きく回復するか、総選挙後の政治的安定が展望できるまでは、ポンド/ドル相場は低迷が続きそうだ。

BoE 利上げ期待の後退 : 原油のちから

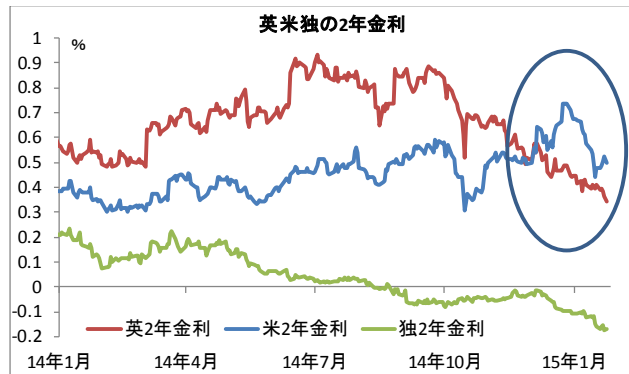
つい昨年6月まで、英国は住宅バブルと好景気を背景に先進国で最も早く、2014年中にも利上げに踏み切るとみる向きもあった程で、ポンドは主要通貨の中でアウトパーフォーマーだった。ところが、その後 Carney 総裁が陰で政治的圧力を受けたためか、突然、当時前年比マイナスで推移していた賃金を注目すると言い出し、急速に早期利上げ期待が後退、ユーロと共に対ドルで下落基調となった。この間、賃金は順調に持ち直したものの、逆に原油安を主因に英国のインフレ率が急低下し、BoE のインフレ目標レンジ（前年比+1.0~+3.0%）の下限を大きく割り込み前年比+0.5%へ低下した（図表 3、4）。今後数か月でマイナスに転じる可能性も高まっている。更に、BoE 金融政策委員会では、9名のうち昨年8月以降2名（Weale、McCafferty 委員）が利上げを主張していたが、1月会合では利上げ主張を取り下げていたことが議事要旨で判明した。こうした状況下、英2年利回りが急低下し、利上げ期待から上昇基調が維持されている米2年利回りを下回ってきており、利上げ時期の来年への後ずれだけでなく、量的緩和再開の可能性すら織り込まれているようだ（図表 1、2）。

図表 1 : ポンド/ドルと英米2年金利差

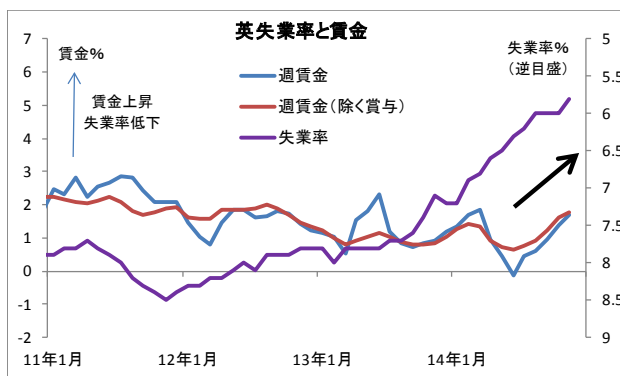


(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2 : 英米独の2年国債利回り

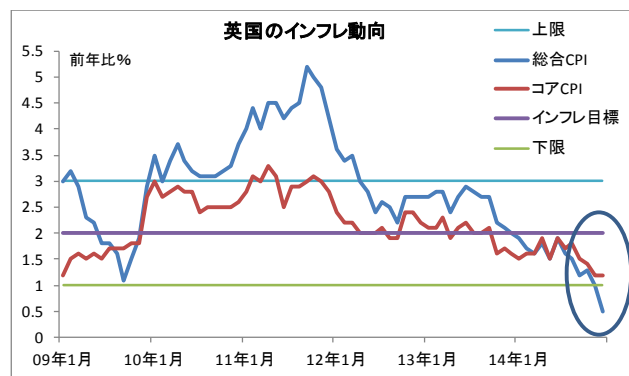


図表 3 : 英国の失業率と週平均賃金



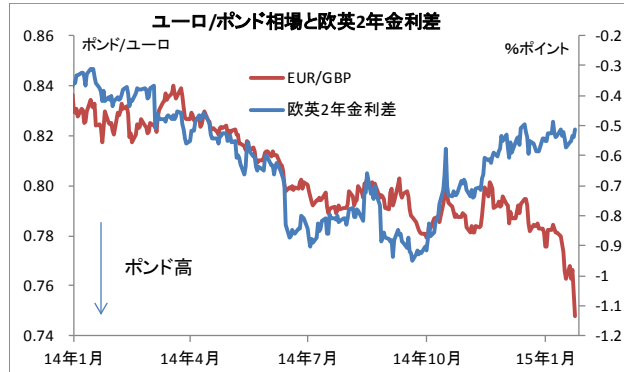
(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4 : 英国のCPI



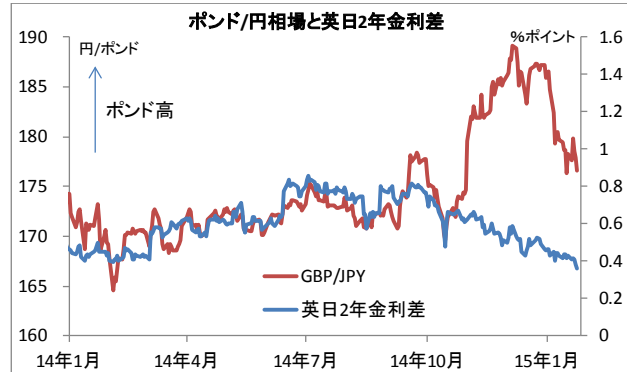
この間、金融緩和方向にあるユーロや円に対しては、金利差面での不利化にも拘らずポンドは強含み基調が続いている（図表 5、6）。なお、日本とドイツの 2 年債利回りはマイナスで推移しており、日銀や ECB の追加量的緩和期待の変化では動かなくなっていることから、ユーロ/ポンドや、ポンド/円を含めたクロス円相場は 2 年金利差との連動性が低くなっている。

図表 5：ユーロ/ポンドと独英 2 年金利差



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：ポンド/円と英日 2 年金利差



総選挙と政局の不透明化：宙ぶらりん議会、財政緊縮、EU 残留国民投票…

英国では今年 5 月 7 日に総選挙が予定されているが、現在までの世論調査をみると 2 大政党制の代表であった英国で、Cameron 首相率いる与党保守党 (Conservative あるいは Tory)、Miliband 党首率いる労働党 (Labour) のいずれも支持率 30% 台前半で過半数を取れない宙ぶらりん議会 (hung parliament) となる可能性が高まっている。他国では連立政権は珍しくないが、英国では過去 1974 年と 2010 年の 2 回しかなく異常な状態であるという認識が残る中、重要政策の決定遅延リスクが意識され易いほか、第 3 党の影響力の高まりから政策見通しの不確実性も高まる（最近では 2 大政党制ではなく、2.5 大政党制 <two-and-a-half-party system> と呼ばれるようになっていく）。特に現状、英国の EU 離脱 (BREXIT) を主張する英国独立党 (UKIP) が支持率 10% 台後半で第 3 勢力となっていることも EU 離脱に伴う経済的不安定化リスクを高め、全般的な英国の政治リスクを嫌気する雰囲気を高めている。

現在までの世論調査が示すように労働党が僅差で第 1 党の座を獲得する場合には、緑の党 (Green) やスコットランド国民党 (SNP) との連立が予想されている。政策面では、富裕層への増税や高額住宅に対する課税 (マンション税) 導入が嫌気される可能性がある (但しマンション税は自民党も導入を主張、保守党中心の連立政権でも導入の可能性はある)。他方、保守党が勝利する場合には、2010 年の連立政権時と同様に支持率 10% 弱の自由民主党 (LibDem) と組む可能性が高いとみられているが、政策的には労働党よりも速いペースの財政緊縮や、2017 年の EU 離脱の是非を巡る国民投票実施の方針などが市場では懸念されている。どちらかという、労働党主導の連立政権となる場合の方が、(通常は市場では左派より右派が好まれるが)、財政緊縮からくる景気押下げ・利上げ後退が起こりにくく、かつ EU 加盟継続を巡る国民投票リスクも低下することから、ポンド買いになりそうだ。

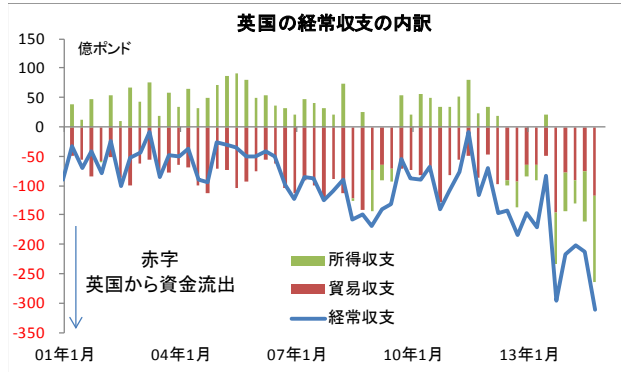
原油安と経常赤字？

上述の利上げ期待の後退や総選挙を控えた政治的不確実性の高まりに加えて、他の要因もポンド安の追加要因となっているとみられる。一つは原油安で、インフレ率を押し下げただけでなく、英国は 2013 年で世界 17 位の原油輸出国であることも関係しているとみられる。特にアバディーンを中心とするスコットランドでは原油生産は主要産業で、原油安の経済 (雇用、税収等) への悪影響や、輸出減を通じた今後の経常赤字拡大の可能性が嫌気され始めている。実際、昨年 12 月 23 日発表の英 3Q 経常赤字が 270 億ポンドと過去最大を記録した際には、通常はあまり英国の対外収支指標に注目していない為替市場でもポンド安要因として意識された。

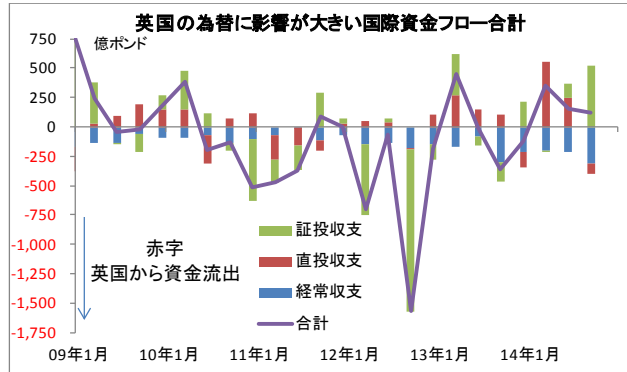
なお、確かに足許、英国の経常赤字は拡大しているが、主因は貿易赤字の拡大ではなく、所得収支の赤字化・赤字拡大だ (図表 7)。原因は対外投資に対する利回り・配当の減少とみられ、為替変動を通じたコントロール

が貿易収支のように容易ではない部分だ（通貨を安くすれば収支が改善する、というものでもない）。更に、為替市場では経常赤字そのものよりも、直接投資や証券投資を通じた資金流入も含めた国際資金フローの重要度が高まっており、その点で英国は直接投資や証券投資の流入傾向で経常赤字を十分にファイナンスしてきた（図表8）。原油安の中で経常赤字拡大注目され易いのは事実だが、より長い目では、英国経済が海外から投資マネーを惹きつけ続けるだけの魅力（成長力など）を維持できるかのほうがより重要だろう。

図表7：英国の経常収支動向



図表8：英国の総合的な国際資金フロー



（出所）トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成。

ポンドの当面のシナリオ：年央が転機に

ポンド安の主因が原油安（を受けた急速なディスインフレと利上げ期待後退）と政治的不透明感だとすれば、これらが解消するまで当面は対ドルでのポンド軟調が続く可能性が高い。なお、原油については例年2月、3月に上昇する季節的傾向が見受けられるが、需給要因、特に産油国の意思で操作可能な供給要因で原油相場が変動している面が強いため、明確な供給減を受けた需給改善があるまでは1バレル20ドルシナリオが払拭されず、原油は続落、よくて横ばいの状況が続きそうだ。また英総選挙についても、特に保守、労働の二大政党の支持率が拮抗しており、むしろ世論調査でリードの逆転が続く可能性が高く、不安定度が高まりそうだ。これらを勘案すると、少なくとも今年前半はポンド下押し圧力が続くと思われることから、今年6月末予想を従来の1.60ドルから1.46ドルへ大幅に引き下げる。

総選挙後はポンド反発を睨んだ展開となりそうだ。労働党主導の連立政権の場合には、保守党勝利よりも財政緊縮姿勢が弱いことから景気下押しリスクが後退する。保守党が勝利する場合でも、自民党などと連立を組む必要があることから、急速な財政緊縮策は弱められる可能性が高い。また、原油相場についても、昨年6月がピークであることから、40ドル台/バレルで横ばい推移となっても前年比でみると7月以降はマイナス幅が縮小に向かうことになり、前年比インフレ率の押上げ要因となってくる。特に、Carney 総裁をはじめ BoE は現在の原油安を主因としたインフレ低下は一時的とみていることから、反転の兆しが強まる場合に BoE のスタンスが急速にタカ派化するリスクも念頭に置いておく必要がある。

図表5：当社のポンド予想

通貨ペア	直近	15年3月末	15年6月末	15年9月末	15年12月末
ポンド/ドル	1.501	1.48	1.46	1.46	1.46
(市場予想)		1.530	1.520	1.515	1.510
ユーロ/ポンド	0.748	0.78	0.78	0.77	0.75
(市場予想)		0.784	0.776	0.769	0.762
ポンド/円	176.8	182	183	185	185
(市場予想)		180.6	179.6	181.0	182.5

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成。市場予想はトムソン・ロイター纏め。

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年7月以降)
円	「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」(14年12月21日) 「JPY：限界を試す」(14年11月9日) 「JPY：パーフェクトストーム」(14年11月2日) 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日) 「円安牽制：敵は己の内にあり？」(14年9月13日) 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日) 「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)
ドル	「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)
ユーロ	「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを②」(15年1月18日) 「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①」(15年1月11日) 「EUR：他力本願から脱せるか」(14年10月26日) 「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)
ポンド	「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日) 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日) 「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)
豪ドル	「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」(14年12月27日) 「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」(14年12月6日)
主要通貨	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」(14年11月24日) 「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)
新興国通貨	「新興国通貨：救世主降臨」(14年11月16日) 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)
テーマ	「原油と為替：バレルに順バレルのは？」(14年11月29日) 「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」(14年10月18日) 「「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日) 「米株価(S&P)とポンド(Sterling Pound)」(14年7月12日)

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