

PRAEVIDENTIA WEEKLY (3月29日)

GBP：二枚舌通貨には二枚舌戦略

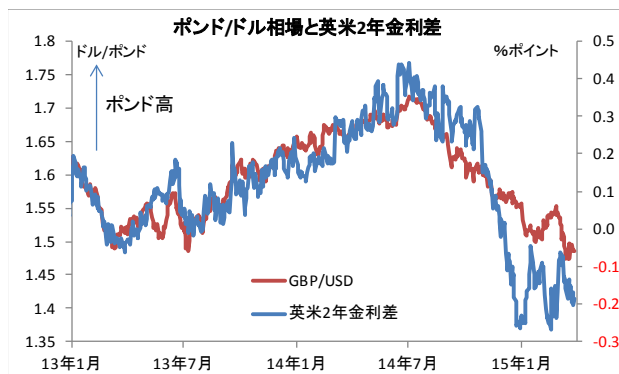
＜要約＞

英経済およびポンドを巡っては、二つの相反する要素が混在している。インフレに関しては足許のデフレリスクに対する将来の急反発の可能性、英経済に関しては高成長と経常赤字、金融政策に関しては利上げ派と利下げ議論、選挙を巡っては保守・労働党の拮抗および二大政党制と多党制、EUを巡っては加盟か離脱か、そしてポンド相場の対ドルでの弱さと対ユーロでの強さ、などだ。こうした中では、当面はポンド高材料にはユーロ/ポンドで、ポンド安材料にはポンド/ドルで取引するのがよさそうだ。

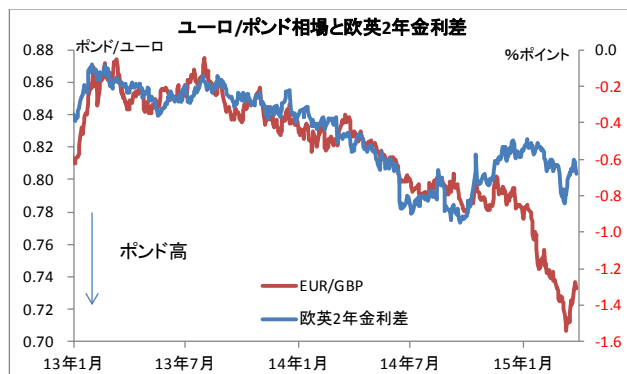
ポンドは強いのか、弱いのか？両方であり、どちらでもない！

昨年半ばまでは先進国でニュージーランドに次いで、米国に先駆けて英中銀（BoE）が利上げを開始するとみられ上昇していたポンドだが、その後は BoE のハト派化によって早期利上げ期待が急速に後退、英 2 年債利回りが低下に転じ、ポンドも対米ドルで反落基調となった。ポンド/ドルはやや出遅れているが英米金利差の方向性に概ね追従して推移している（図表 1）。もっとも、英景気が労働市場だけでなく全般的に堅調を続けており、順序が変わったものの米国に次ぐ利上げ開始国となる可能性は残っている。これを反映しているのが対ユーロ相場で、昨年半ば以降、ポンドの対ユーロ相場は対ドル相場と正反対の動きを示し、ECB のマイナス金利政策、量的緩和政策も相俟って、急落が続いた。ユーロ圏（ドイツ等）で中期ゾーンまでの利回りが既にゼロ～マイナス化している中で、2 年金利差は ECB 量的緩和の進展ほどには縮小せず、量的緩和の効果を過小評価してしまうこともあって、ユーロ/ポンドは独英 2 年金利差が示唆する以上に下落している（図表 2）。

図表 1：ポンド/ドルと英米 2 年金利差



図表 2：ユーロ/ポンドと独英 2 年金利差



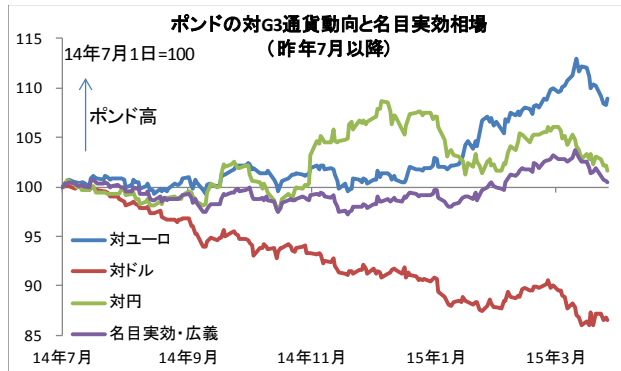
(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

即ち、ポンドは対ドル、対ユーロで正反対の動きを示しており、対ドルではタカ派度（利上げ開始）において BoE が FOMC に負けており、対ユーロでは ECB と BoE の金融政策の方向性の違いによりポンドが相対的に上昇している状況で、ポンド/ドル、ユーロ/ポンドでは異なる戦略で臨む必要がある。では英国にとってポンドは上昇しているのか下落しているのかをみるには、貿易加重平均でみるのがよりバランスが取れており、BoE 作成の名目実効相場（Sterling Exchange Rate Index, ERI）によれば、昨年 7 月以降、横ばいだ（図表 3）。昨年 7 月初から先週末までの対ドルでの下落率は 15%程度と、対ユーロでの上昇率（9%程度）よりも大きい。実効相場算出上のウェイトをみるとユーロが 45.2%と圧倒的に大きく、米ドルは 16.9%でしかないため、英国（経済、貿易）にとってはポンド/ドルよりもユーロ/ポンドの方が圧倒的に重要な通貨となっている。因みに円の比率は 3.0%と微々たるもので、人民元の 8.7%と比べても非常に小さい。

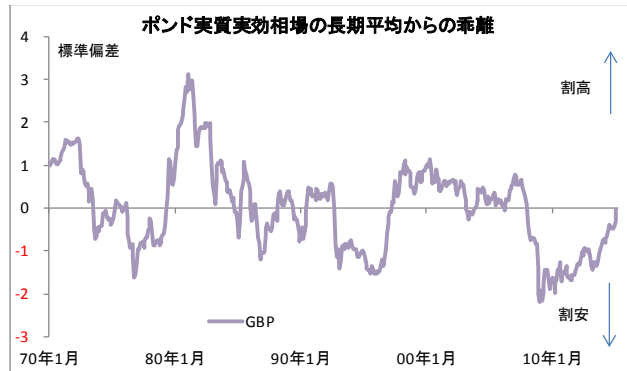
そして、長期的にみてポンドが割高なのか割安なのか、実質実効相場で見ると（図表 4）、確かに 2013 年以降急上昇してきたが、直近 2 月では丁度長期平均程度にあり、概ね適正水準と言える。このため、BoE 当局者のポンド高への懸念があるとすれば、それはポンドの水準自体が問題というより、スピードが速く企業など経済

主体の対応が追い付かないことや、現在英国では総合 CPI が（日本と同様）ゼロ%にあることから、デフレ助長効果があるポンド上昇はあまり望ましくない、ということだろう。

図表 3：ポンドの対 G3 通貨動向および名目実効



図表 4：ポンドの実質実効相場



(出所) BoE、BIS、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

ポンド好材料は対ユーロ、悪材料は対ドルで

ポンドが対ドルと対ユーロで正反対の動きを示す中で、英国を巡る最近の主要変動要因は強弱相反する要素が共存している（図表 6）。インフレを巡っては足許のデフレリスクに対する将来の急反発の可能性、経済を巡っては高成長と経常赤字、金融政策を巡っては利上げ派と利下げ議論、選挙を巡っては保守・労働党の拮抗および二大政党制と多党制、EU を巡っては加盟か離脱か、などだ。これまでのポンド/ドルおよびユーロ/ポンドの下落が大幅であったことから多少の調整は入ろうが、当面はポンドを取り巻く環境に変化がないとすると、**好景気、インフレ回復、利上げ開始に関する議論および選挙見通しの不確実性の後退などのポンドの好材料はユーロ/ポンドで、デフレ深化、利下げ論、選挙を巡る不確実性の高まり（特に SNP や UKIP など分離独立派の躍進）、英国の EU 離脱論の高まりなどのポンドの悪材料はポンド/ドルで取引するのがいいだろう。**

ポンド見通し：一旦低下した後、来年にかけて反発へ

5月7日の選挙を巡る不確実性が高いことから、選挙前後に向けてはポンドは対ドルを中心に一段安となる可能性が高い（図表 5）。この場合のポンド売りは米利上げ期待から上昇圧力がかかっているドルを対価として行うのがいいだろう。選挙後は、英景気回復を経て米国の利上げ後には次の利上げ開始候補として英国に焦点が集まり易くなるとみられ、ポンド持ち直しを予想する（1月25日付当社週次レポート「[GBP：明るくなるまで待つ](#)」も参照）。EU 離脱を巡る懸念が残る結果となる可能性はあるが2年程度後のことであるため、目先の焦点からは外れてくるだろう。この際のポンド買いは、ECB 量的緩和から下落バイアスがかかっているユーロを対価として行うのがいいだろう。対円でも、当社は7月頃までに日銀の追加緩和が行われる可能性があることから、ポンドは上昇バイアスがかかっているとみている。

図表 5：当社のポンド相場見通し

通貨ペア	直近	15年6月末	15年9月末	15年12月末	16年3月末
ポンド/ドル	1.488	1.46	1.48	1.50	1.55
(市場予想)		1.500	1.500	1.500	1.500
ユーロ/ポンド	0.732	0.75	0.73	0.71	0.68
(市場予想)		0.733	0.720	0.720	0.720
ポンド/円	177.2	178	184	189	195
(市場予想)		178.1	182.8	187.5	195.3

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6 : ポンドを巡る強弱要因

	ポンド高 (要因)	ポンド安 (要因)
通貨ペア	ユーロ/ポンド (ポンド/円)	ポンド/ドル
英国経済	高成長 原油安の消費押し上げ効果 労働市場改善継続、賃金持ち直し 将来的なインフレ率反発期待	デフレリスク (2月総合CPI: 前年比ゼロ%) 過去最大の経常赤字 (14年3Q: GDP比-6.0%) 財政緊縮リスク
BoE 金融政策	Carney 総裁「次の政策変更は利上げの公算」(3/27日) Shafik 副総裁「インフレ率がゼロでも利上げの可能性、インフレ低下は原油安・通貨高など一時的」(3/25日) Miles 委員「次の政策変更は利上げの公算」(3/25日) Forbes 委員「低インフレは一時的、金利は上昇する必要」3/25日	Haldane チーフエコノミスト「インフレが予想以上に目標を下回る場合利下げ検討すべき」(3/19日) BoE 議事要旨「短期的なインフレ見通しが非常に弱いため据置き」「ポンドが一段と強含み、インフレが目標をより長期に亘り下回るリスクを指摘」(3/18日発表) Carney 総裁「利上げ時期を巡り海外の低インフレやポンド高を考慮」(3/12日)
他国経済・金融政策	ECB マイナス金利・量的緩和 日銀追加緩和の可能性	米景気回復・FOMC 利上げ開始
英国政治 (選挙)	世論調査で選挙後の方向性が明確になる場合	世論調査で保守党、労働党の二大政党の支持率が拮抗、いずれも単独過半数困難(宙ぶらりん議会の可能性) 英国の EU 離脱を主張する英独立党 (UKIP) 躍進 スコットランド独立を主張するスコットランド国民党 (SNP) の躍進 特に保守党が掲げる大幅な財政緊縮 労働党、自民党 (LibDem) が主張する資産税導入
英国の EU 離脱 (BREXIT)	労働党勝利だと可能性後退?	保守党は勝利の場合に 17 年頃の EU 加盟是非を巡る国民投票実施の方針 英国の EU 離脱を主張する英独立党 (UKIP) 躍進

(出所) 各種メディア等を基にプレビデンティア・ストラテジー作成

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	「円は安いのか：中小企業 VS 高齢個人投資家」(15年3月15日) 「ドル/円と日経平均：愛(相関)が壊れるとき」(15年3月9日) 「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：天気が転機に？」(15年3月22日) 「ドルは高くない」(15年2月22日) 「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：明るくなるまで待つ」(14年1月25日) 「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)
スイスフラン	「スイス中銀の美学：わけのわからなさ？」(15年3月1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：夜明け前が一番暗い？」(15年2月1日) 「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	「イスラム国：掃討は相当困難？」(15年2月14日) 「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すよう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います。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