

みずほマーケット・トピック(2015 年 5 月 11 日)

英国総選挙と今後についての論点整理

英国総選挙の最終結果が確定した。事前予想では①「保守党 & 自民党の連立政権続行→2017 年末までに EU 離脱国民投票実施→英ポンド下落」、②「労働党と SNP による連立政権樹立→EU 離脱懸念は薄れるが、スコットランド独立機運再燃→英ポンド下落」、③「労働党と自民党による連立政権樹立→EU 離脱懸念は後退→英ポンド上昇」のいずれかを想定する向きが多かった模様だが、結果は「保守党圧勝により英ポンド上昇、英国株上昇」であり、①も②も③も外れた格好。確かに、プロ・ビジネスとされる保守党の圧勝はその対立軸である労働党が勝利するよりも直感的には好材料であり、直後の相場つきに違和感はない。だが、先行きを見据えれば実態は①に近く、選挙結果は時間軸に分けて冷静な理解に努める必要がある。中長期的にはいずれやってくる離脱や独立といった物騒なワードと向き合う現実には留意せざるを得ない。

～「早くて 9 月、順当で 12 月」の見通しは堅持～

先週末の為替相場は引き続き小動きの展開。注目された米 4 月雇用統計は前月比+22.3 万人と概ね市場予想の中心と合致したものの 3 月分が同+12.6 万人から同+8.5 万人と 2012 年 6 月以来の小さな増加幅に修正されたことが嫌気され、ドル相場は明確な方向感を見出せていない。時間当たり賃金が前年比+2.2%となったことを好感する向きもあるようだが、堅調ではあれども従前からとりたてて加速したわけではない。今回の雇用統計を経て「やはり 6 月利上げ」と主張する向きが増えたわけでもなく、「早くて 9 月、順当で 12 月」という本欄の見通しは堅持したい。

～時間軸に分けて冷静な評価が必要～

ところで先週 8 日には英国総選挙の最終結果が確定した。先週 7 日に行われた下院総選挙(総議席定数 650)は、キャメロン首相率いる現与党の保守党が 331 議席(改選前:302 議席)を獲得し、実質的に単独過半数を獲得した¹。また、保守党以外ではスコットランド民族党(SNP)が 56 議席(改選前:6 議席)と大躍進したことも注目されている。保守党の大勝や SNP の躍進が下馬評を覆すものである一方、接戦を演じると見られていた野党労働党は 232 議席(改選前:256 議席)と議席を失う格好となり、事前予想を踏まえれば大敗と形容して差し支えない結果である。なお、改選前に保守党と連立していた自由民主党(自民党)は 8 議席(改選前:56 議席)と激減している。結果、キャメロン首相率いる保守党は自民党との連立を解消した上で、単独政権を樹立することになる。

金融市場はこの結果を好感しており、8 日の FTSE100 指数は前日比+2.3%上昇し、英ポンドも概ね全面高となっている。事前予想では①「保守党 & 自民党の連立政権続行→2017 年末までに

¹ 英下院の総議席数は 650 だが、議長(1 名)・副議長(3 名)が投票しないことや、シン・フェイン党の議員 4 名が登院しないため、実質的な過半数は 322 議席となる。だが、総議席定数を 650 議席としても今回の保守党の獲得議席数(331 議席)は過半数である。

EU 離脱国民投票実施→英ポンド下落」、②「労働党と SNP による連立政権樹立→EU 離脱懸念は薄れるが、スコットランド独立機運再燃→英ポンド下落」、③「労働党と自民党による連立政権樹立→EU 離脱懸念は後退→英ポンド上昇」のいずれかを想定する向きが多かった模様だが、結果は「保守党圧勝により英ポンド上昇、英国株上昇」であり、①も②も③も外れた格好である。確かに、プロ・ビジネスとされる保守党の圧勝はその対立軸である労働党が勝利するよりも直感的には好材料であり、週末にかけての相場つきに違和感はない。だが、後述するように、先行きを見据えれば実態は①に近いはずであり、選挙結果は時間軸に分けて冷静な理解に努める必要がある。

～Brexit と Grexit は違う次元～

周知の通り、今回の総選挙は EU 離脱を問う国民投票実施を賭けた戦いとして注目されていた。キャメロン首相は 2013 年 1 月に、来るべき次の総選挙で保守党が勝利することを条件に EU との関係見直し交渉を行い、2017 年末までに英国の EU 離脱を国民投票で問う考えを公約していた。ゆえに、上述の①～③に照らせば、①よりさらに悪いシナリオが今回の保守党圧勝による単独政権樹立のはずであるが、市場は目先の安定政権を評価した格好である。保守党 & 自民党の組み合わせが続行すれば、EU 離脱に好意的ではない自民党の意向もあって国民投票の実施には交渉の余地がありそうであったものの、もはや実施の確度は相当に高まったと考えるのが妥当である。

そもそも、「英国の EU 離脱などあるはずがない」という思いもあるのかもしれない。そういう意味ではギリシャのユーロ離脱と同じような目線で評価している向きも多い可能性もある²。だが、政権与党が国民投票の意思を表明した上で選挙に大勝した英国と、基本的にはステークホルダーの多くが離脱を否定しているギリシャでは事情が同じとは言えない。英国の方が明らかに能動的である。しかもギリシャの場合は通貨変更という制度上の大きなコストを伴うが、英国はその必要が無い。可能性が高いとは言わないが、Brexit の方が Grexit よりも当事者の意を汲んでいるという点で大きく異なる。事実、世論調査では EU 残留支持派と離脱支持派は拮抗する状況が報じられている。

～国民投票実施時の景気動向が重要に～

もちろん、今後キャメロン首相が EU と行う交渉において、英国の意向を汲む進展が見られれば、残留を支持する層は多そうである。だが、選挙後、ユンケル欧州委員会委員長の「市民の移動の自由など、EU の根幹にある基本的な自由の 4 項目³については交渉できない」とのコメントが報じられている。要するに、英国の希望する移民制限などは交渉のテーブルにすら乗せるつもりがない、というのが欧州委員会のスタンスである。英国世論において EU 残留支持派が勢いを得るにあたっては恐らくこの辺りの論点で交渉の成果をあげる必要がありそうなことを踏まえれば、やはり国民投票の行方については予断を許さない。もちろん、EU 離脱に伴い対 EU 貿易における非関税障壁は増

² EU の現行法では EU 加盟国は英国とデンマークを除き、全ての国がユーロを導入するという建付けになっている。ゆえに「ユーロには加盟しないが EU には残りたい」という主張は認められないことになる。つまりギリシャのユーロ離脱問題はギリシャの EU 離脱問題でもあるということになるが、現状ではその両者を区別する議論はあまり多く見られない。

³ 報道だけからでは定かではないが、単一市場議定書 II (Single Market Act II) で定められた優先して取り組むべき 4 分野を指しているものと思われる。4 分野は以下の通り：①単一市場における完全に統合されたネットワークの構築、②市民や企業の国境を越えた移動性改善、③欧州全域におけるデジタルエコノミーのサポート、④社会的企業、結合力、消費者信頼感の強化 (資料) 欧州委員会。

えることになるため、英国の受ける経済的ダメージは小さくない⁴。恐らく、国民投票が実施される時点の景気動向に強く左右される可能性が高いだろう。例えば高失業率が問題視されるような風潮であれば、EU 残留の選択肢はかなり分が悪いことが推測される。

～スコットランドリスクは顕在～

なお、SNP の躍進も今後の火種になり得る。昨年の独立投票時にスコットランド単独での EU 加盟問題が持ち上がったことにも現れるように、スコットランドは親 EU である。保守党が EU 離脱の国民投票を押し進めれば、再び「英国からの独立 & EU への単独加盟」という政治的希望が高まってくる可能性がある。そうなれば英国の EU 離脱懸念とスコットランドの英国離脱懸念という 2 つの材料が同時多発する恐れも出てくる。もちろん、その実現可能性は高いものではないかもしれないが、市場を動揺させるには懸念だけで十分だろう。少なくとも昨年 9 月のスコットランド独立投票が接戦であり、今回 SNP がこれだけ政治的勢力を確保した以上、独立まで至るかどうかは別にしても、英国からスコットランドへの権限移譲問題からは目が離せない。

～いずれ向き合うことになる物騒なキーワード～

以上のように考えてみると、今回の選挙結果については短期的には安定政権を得たことに対する好意的な評価が先行するにしても、中長期的にはいずれやってくる離脱や独立といった物騒なワードと向き合う現実に留意せざるを得ない。昨年 9 月のスコットランド独立を巡る混乱がそうだったように、直前の世論調査が出て初めて市場が危機感を覚えるケースもある。保守党内での議論の行方次第では来年にかけて国民投票を巡るムードが一気に高まる可能性も否めず、Brexit というキーワードが風化するまでには未だ時間がかかると考えておきたい。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

⁴ もちろん、スイスやノルウェーのように欧州自由貿易連合 (EFTA) を締結すればダメージは軽減されるが、EU と喧嘩別れするような構図となった場合、果たして EFTA 交渉自体が巧く行くのかどうか定かではない。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12 月4 日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について