

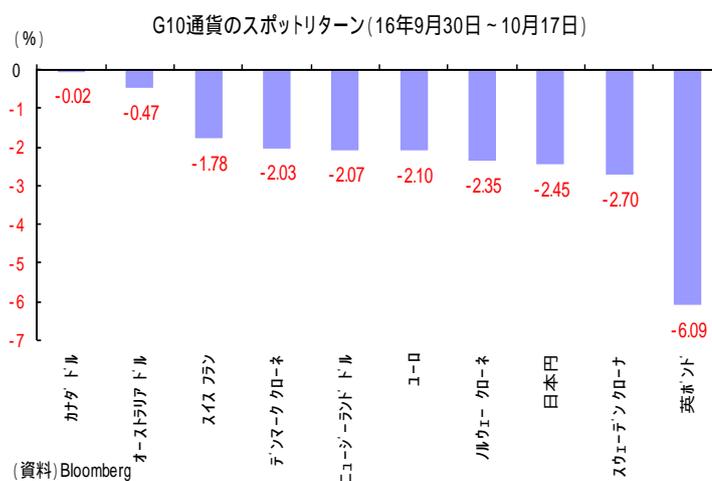
みずほマーケット・トピック(2016年10月18日)

英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～

G10通貨の対ドル変化率を見ると英ポンドの下落率は3週間で6%以上と突出。ひとえに今月2日のメイ英首相演説を受けた強硬なEU離脱(Hard Brexit)懸念を映じた動きだが、そもそも政府主導で離脱通告できるのか否かも含め、不透明感が強過ぎて確たることは何も言えない情勢。英ポンドの実質実効為替相場(REER)は長期平均から明確に下方乖離しており、セオリー通りならば反騰を予感させるが、平均回帰はあくまで大きな構造変化がなかった場合の話。戦後秩序や通商関係などの大幅修正が迫られるBrexitを経て、この考え方に依存するのは危険だろう。但し、現時点で間違いなく言えることは、Brexitを決断した英国にとって通貨安は必要な調整という事実であり、その動きを悲観視すべきではない。そもそも、デフレ懸念がグローバルスタンダードとなった今、通貨安は各国が希求する政策課題でこそあれ懸念とは言えない。英国は暗黙の通貨安戦争において「勝ち組」に躍り出た一方、日欧が「負け組」として割を食うような構図に見受けられる。

～メイ演説を背景とする英ポンド相場急落～

過去3週間のG10通貨の対ドル変化率を見ると、全通貨が下落している様子が窺えるが、英ポンドの下落率は▲6%以上と突出している。しかも、既に6月24日の国民投票結果を受けて歴史的な安値まで落ち込んでいた状態からの切り下げであり、10月7日には1.18までの急落(いわゆるフラッシュクラッシュ)に見舞われており、一時約31年ぶりの安値をつけた。今年に入ってから英ポンド相場は2段階の大幅切り下げを経験したような状況とも言える。そこからは徐々に値を戻しているものの、それでも歴史的安値圏であることは変わらない。



10月に入ってから経緯を簡単に整理しておくと、今月2日に、バーミンガムで開催した与党・保守党の年次大会でメイ英首相は2017年3月末までにEU離脱を正式通告すると表明した。本来、通告スケジュールの明確化は英国のEU離脱(Brexit)にまつわる不透明感の後退であり、むしろ市場心理の改善を促すものである。だが、問題はその中身であった。既報の通り、メイ首相は「英国は完全に独立した主権国家になる。各国の議会や裁判所の判断を覆せる超国家機関を持つ政治統合の一部ではなくなる。食品成分表示から移民の管理まで、政策決定の自由を取り戻す」と述べ、移民制限を含む強硬なEU離脱(Hard Brexit)の方針を匂わせた。元より移民制限に対し強い賛意

を示す立場として知られていたことも、Hard Brexit への懸念を加速させる格好になったと言える。また、こうしたメイ首相の方針に追随するような閣僚の動きも見られ始めており、ラッド英内相からは企業が外国人を雇用する場合、その人数を国に申告させる方針が示された。

～最悪ケースを織り込む英ポンド相場～

元々、EUを離脱しても、EUからの規制を一定程度遮断した上で有益な互惠関係を探る、カナダのような進路になるとの想定が大勢であっただけに、この演説を受けて市場に動揺が広がったのも無理はない。今回の英ポンド急落はそうした市場期待と演説の間の断層に起因したものである。「単一市場へのアクセス」と移民受け入れを含めた「ヒト・モノ・カネの域内移動自由化」はトレードオフであることはもはや論を待たない。過去の本欄でも論じたように、EUからすれば今後二度と同じ真似をする加盟国が出ないために、英国には「見せしめ」になって貰うより他ない。とはいえ、英国という巨大市場を失う損失も無視できない。だからこそ、互いが「大人の態度」で落としどころを探るのが市場のメインシナリオだったはずである。現在懸念されているような、EUと全面对決するような交渉姿勢では、事前には絶対にあり得ないと言われていたWTOベースの通商関係(いわゆる日本-EU、米国-EUのような普通の経済関係)に着地する可能性も出てきている。国民投票直前の本欄 2016年6月15日号『英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A』でも確認した通り、こうしたシナリオは想定される英国とEUの「新たな関係」の中でも最悪の部類に入るものであり、一部の強硬な離脱派を除けば検討されていなかった展開である。

WTOベースの通商関係とは要するに、英国とEUの間に通常の関税・非関税障壁が復活することを意味し、巨大な単一市場を眼前にしてそのメリットを一切享受しないという選択になる。 英財務省が今年4月に公表した『HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives』によれば、WTOベースの通商関係に収束した場合の影響は、今後15年間でGDP対比▲5.4%～▲9.5%(中央値▲7.5%)、1人当たりGDPでは▲1500ポンド～▲2700ポンド(中央値▲2100ポンド)と試算されている。ちなみにカナダのような二国間協定(FTA)に持ち込んだ場合はそれぞれGDP対比▲4.6%～▲7.8%(中央値▲6.2%)、1人当たりGDPでは▲1300ポンド～▲2200ポンド(中央値▲1800ポンド)となり、傷は浅くなると試算されている。その後、離脱手続きを巡る裁判所審議の行方を含め、不透明な部分が非常に大きいものの、成り行きが分からない以上は最も極端なケースを最も早く織り込みに行くのが為替相場の性(さが)であり、ポンドは最悪ケースを映じた水準に調整されつつあるとみられる。

～英ポンド下落は理にかなった動き～

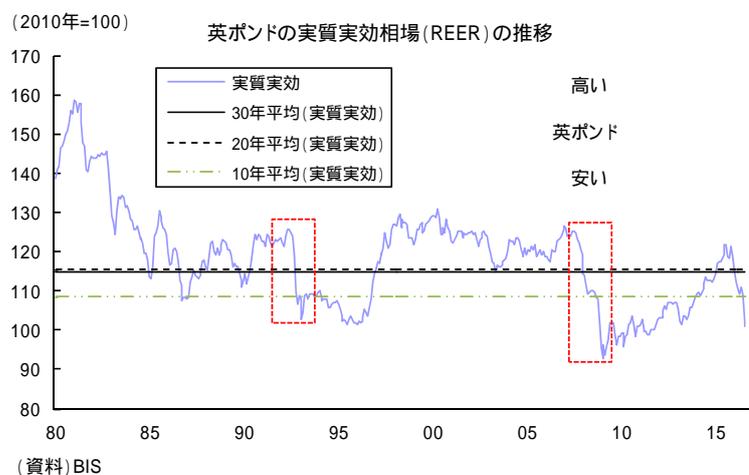
現状、政府が議会承認なく離脱手続きの開始を定めたリスボン条約50条の発動に踏み切る権利を有するのかは定かではない。メイ首相率いる政府は「発動できる権利を有する」との立場であり、議会の関与を経ず、あくまでも政府が単独で責任を負った上で離脱交渉にあたるという姿勢である。だが、その可否は裁判所の審理に委ねられているというのが現状である。仮に、審理の結果、離脱交渉開始に議会の関与(最終的には投票)が必要とされた場合、残留支持派が多数を示す上下院が政府の交渉意思を阻む恐れも指摘されており、2017年3月末どころかそもそもBrexit方針自体

が怪しいものになりかねない(とはいえ、法律的な問題は脇においても、国民に選ばれた議会が国民投票の総意と真っ向から対立する選択を行えるとは思えず、離脱方針は揺るがないだろう)。

10月に入ってからの進捗を踏まえ Brexit 問題の現状を総括するならば、「不透明感は依然として強いが、一旦交渉が開始すれば Hard Brexit (WTO ケース) へ突き進む芽が出始めた」といったところだろうか。メイ首相は議会が政府の EU 離脱計画に対して検証できる機会を認めており、市場の Hard Brexit 懸念も和らいでいるが、あくまで政府の交渉ポジションを脅かさないことが前提とされている。通告後の交渉においてメイ首相の思想が強く反映されそうな展開は避けられそうにない。英ポンド相場が激しく動揺するのは気が早い面もあるが、理にかなった動きである。

～英ポンド急落の正しい理解～

いずれにせよ、英国の現状と展望を踏まえた場合、英ポンド相場が国民投票以前の水準に値を戻すことは恐らくない(あっても数年先)の話になるだろう。通常、この種の議論では実質実効為替相場 (REER) の水準を把握し、長期平均からの乖離率を踏まえて、今後の方向感に「当たり」を付けるのが常套手段となる。この点、図示されるように、現状の REER



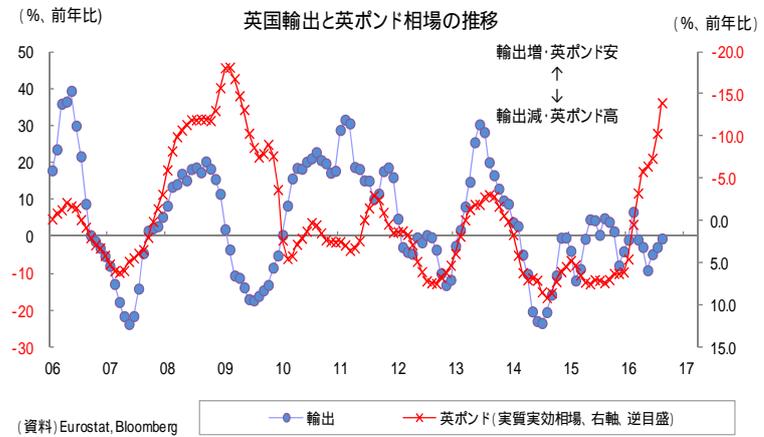
は 10 年・20 年・30 年といった長期平均のどれと比較しても下方乖離しており、セオリー通りならば反騰を検討する段階にある。だが、平均回帰はあくまで大きな構造変化がなかった場合の話であり、戦後秩序や通商関係などの大幅修正が迫られる Brexit を経験する以上、この考え方に依存するのは危険であろう。Brexit 方針自体に関し不透明な論点が多過ぎる状況下、率直に言って「底」が見えない。敢えて言えば、今回は Brexit を境に既往ピークから約▲9% (2016 年 5 月～2016 年 8 月) 下落しているが、これは 2007 年夏の金融危機からリーマンショックを経験した際の下落率 (約▲26%、2007 年 7 月～2009 年 2 月) や欧州為替相場メカニズム (ERM) 後の下落率 (約▲17%、1992 年 8 月～1993 年 2 月) よりも浅い。事の大きさに鑑みれば (そしてその大きさがどの程度かも分かっていないことにも鑑みれば)、時間の経過と共に続落する可能性を感じる。

～英ポンド急落を悲観視すべきではない～

まだ、下落余地があるにせよ、これほどの通貨急落が实体经济に与える影響は気にかかる場所である。現時点で間違いなく言えることは、Brexit を決断した英国にとって通貨安は必要な調整であるということであり、その動きを悲観視すべきではない。裏を返せば、通貨安なくして英国がどうして復活できるだろうかという思いを抱かざるを得ない。直近、リーマンショック後の英ポンド急落は 2010～2012 年の輸出増加を支えた印象が強い (次頁図)。過去と比較して世界経済の状況が芳しくな

いことから同様の期待を寄せることには慎重であるべきだが、今後、通貨安をテコに英国の輸出が増勢を迎える公算は大きそうである。

もちろん、その分、輸入も増えるであろうし、物価も押し上げられやすくなるだろう。また、景気の冷え込みを懸念する向きから不動産価格の下落も警戒される。しかし、Brexitに伴って、企業が英国外に流出し、それに伴って雇用の流出懸念も抱かれる状況下、英国はとにかく「自国で経済活動をして貰うためのコスト」を下げなければならない。それは政府の一存で決められる要素としては税率や



規制などが挙げられるが、政府の一存では管理しかねる為替相場も決定的に重要になる。これほど通貨安が進めば、生産要素(ヒト・モノ・カネ)を自国に止め置くことを選択する経済主体も出てくることだろう。実際、通貨安を現状に対する必要不可欠な調整と評価するコメントは頻繁に目にするようになってきている。例えば、以下のような要人コメントを紹介したい:

●アショカ・モディ元 IMF 次長 (英デイリーテレグラフ紙、16年10月10日)

- 全ての視点から見て望ましいことだ。為替レート自警団の前に英国が危機に陥っているもしくは崩壊寸前であるという考えはばかげている。
- 英国経済は驚くくらい良好に調整が進んでいる。これは50年に1度、円滑に進むべきであった素晴らしい所業である。

●キング元 BOE 総裁 (英デイリーテレグラフ紙、16年10月10日)

- 国民投票のキャンペーン中、ブレグジットによる真の危機はより高い金利、より安い住宅価格そしてより安い為替レートだと言われてきた。何を寝ぼけたことを言っているのだと私は思っていた。なぜなら、それらは正に過去3年間、私たちが実現しようと思っていたことであり、今やそれが手に届きそうという状況にあるのだから。
- 私はブレグジットを恐れるべきとは思わない。それは“バラ色の状況(a bed of roses)”ではないが、“世界の終わり(the end of the world)”でもない。

●ポール・クルーグマン・プリンストン大学教授 (NYタイムズ、16年10月11日)

- 基本的に弱いポンドはBrexitの追加的なコストと見なすべきではなく、調整の一部である。ポンドを押し上げようとするのは大きな過ちである。

キング元 BOE 総裁の言うように、「金利上昇や住宅価格の下落そして英ポンド下落はイングランド銀行 (BOE) が望んでいた動きであり、悲観視する必要はない」という論点は正鵠を射ている部分も大きく、後述する「通貨安戦争の勝敗」という文脈で世界を俯瞰する発想にも繋がってくる。

～英国は通貨安戦争の勝ち組～

そもそも現状の世界経済を見渡せば、米国はドル高に悩み、ユーロ圏や日本は通貨安を欲する状況にある。これは見方を変えれば、「上がらない物価」に悩むがために通貨を押し下げようとする状況でもある。デフレ懸念がグローバルスタンダードとなった今、通貨安は各国が希求する政策課題でこそあれ懸念ではない。誰も明示こそしないものの、通貨安競争の様相が強まっていることは市場参加者の誰もが意識するところである。Brexit 決定以前、英国が「望まぬ通貨高」に悩んでおり、2016 年 6 月 17 日に公表された対英審査報告 (4 条協議)¹によれば、2015 年のポンドの REER は 20%弱、過大評価と試算された。こうした事情を踏まえれば、通貨急落は願っていたものでもある。

先進国中、有数の経常赤字国であるにも拘わらず、英ポンドが騰勢を強めやすい背景には英国版オランダ病とも言える状況があったと言われる。ある国が原油などの天然資源を見つけ、これを重点的に輸出し始めると貿易黒字が積み上がり、それを原因とする通貨高で製造業を中心とする貿易産業が打撃を受ける現象をオランダ病と呼ぶ。英国の場合、資源ではなく金融サービスを主要な輸出品として大量の外国資本を惹き付けた結果、通貨を含む多くの資産価格が上昇しやすくなるという事情を抱えていた。その結果、英国の製造業は不遇をかこっていたが、今回の Brexit 騒動に伴う英ポンド急落は凶らずともこの病への 1 つの処方箋を示したとも言える (なお、こうした通貨高を巡る経緯を踏まえれば、英国の少なくない地域が離脱に投票したことも頷けよう)。

言い方を変えれば、英国は暗黙の通貨安戦争の状況において一気に「勝ち組」に躍り出たと見ることもでき、冒頭のメイ首相演説で目立った「普通の労働者階級の人たちのための政府」を目指すにあたって、望ましい相場調整が生じていると考えられる。

～通貨安戦争の負け組～

通貨安戦争の勝ち組もいれば、当然「負け組」もいる。例えば、実効ベースで見た際、英国が相対的に大きな比率 (実効ベースのウェイトは 43.7%) を占めるユーロ相場は押し上げられやすい。長らくユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の低迷が ECB を筆頭とする EU の政策当局にとって大きな問題となっている中で、Brexit とそれに伴うポンド急落は結果的にユーロ圏のデフレ懸念とユーロ上昇、その結果として ECB への緩和催促に繋がっていく可能性が高い。Brexit が EU にとって政治的屈辱であるのは言うまでもないが、経済・金融面からもコストを強いられるという論点は見逃せない。この点、Brexit によってユーロ圏の日本化現象は一段と加速したのではないかと筆者は考えている。また、日本にとっても金融政策による円相場の押し下げが難しくなっている中で、英ポンド相場の急落は (実効ベースのウェイトは 3.5%程度しかないとはいえ) 逆風であることに違いない。

10 月に入ってから懸念されているような Hard Brexit のシナリオが本当に実現するならば、Brexit を経て英国が長期的な繁栄を享受することはないだろう。しかし、短期的に見て、いずれの国も通貨安を希求している現状を踏まえれば、英ポンド急落は多くの国にとって逆風と捉えることもできる。ク

¹ United Kingdom : 2016 Article IV Consultation-Press Release, June 17, 2016, IMF

ルーグマン教授が述べるように、英ポンド安はBrexitのコストではなく英国経済にとって必要な調整と割り切ってみる必要がある。

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。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の激進主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレインード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罫、再び」～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～「国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦略」ではなく「戦術」の妥当性～「失敗の本質」は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信託を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
2016年6月24日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンドン事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないIHICPに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罫」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的」(orderly)について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～
2016年4月26日	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
2016年4月25日	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)