

みずほマーケット・トピック(2016 年 10 月 19 日)

英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～②

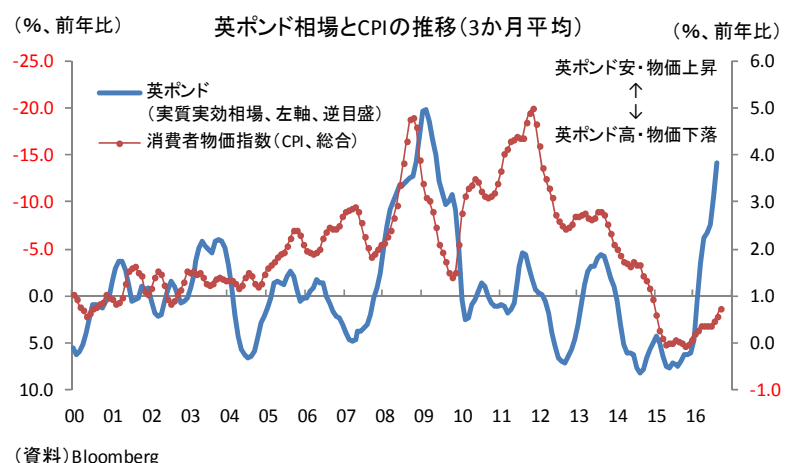
英 9 月消費者物価指数(CPI)は総合、コアベース共に市場予想を上回った。英ポンド急落の影響はこれから顕現化してくると思われ、日米欧の中で一步抜きん出る格好になりそう。過去 2～3 年、日銀や ECB が冴えない物価の動きを通貨安で持ち上げようとする政策努力を続けてきた経緯を踏まえれば、英国は英ポンド急落を通じてそうした世界観を体現しつつある状況。各国当局から悲観視される Brexit が各国当局の求める世界観を実現しているのだとすれば、皮肉な話。いずれにせよ、今後、英国の実体経済がどのような結末を辿るかは日銀を筆頭とする他国にとって良い検証材料になりそう。また、英ポンドの名目実効為替相場(NEER)に着目すると、円のウェイトは米国の 3 分の 1 しかないが、英ポンドの NEER 全体に与える影響はドルと概ね等しかった。つまり、今回の Brexit 狂想曲の中、対英ポンドで最も買われた主要通貨は円であったという見方も可能であり、「通貨を下げた者勝ち」という通貨安競争の尺度に照らせば、円は惨敗に。

～Hard Brexit 懸念回避で英ポンド急伸～

昨日の為替相場では英ポンドが急伸する展開。英政府の弁護人が、EU 離脱の最終合意にあたっては議会の批准が必要となる公算が大きいとの認識を表明したことで、強硬な EU 離脱(Hard Brexit)が回避されるとの思惑から英ポンドが買い戻されている。昨日の本欄でも述べたように、残留派が多数を占める議会の批准を条件とした場合、Brexit の方針自体が危ぶまれる恐れがある。しかし、国民により選ばれた議会が国民投票の総意を無視できるというのは基本認識としてずれているとしか言いようがなく、離脱はやはり不可避と考えたい。実際、Brexit を材料にした英ポンド/ドルの下落幅は大きく、昨日値を戻したと言っても、年初▲16%まで押し下げられた水準にある。市場でも離脱方針までが撤回される展開は全く想定していないということだろう。

～通貨安が誘う念願の物価上昇～

ところで、昨日は英 9 月消費者物価指数(CPI)が公表され、前年比 +1.0%と 2014 年 11 月以来の高水準を記録している(市場予想の中心は同+0.9%)。また、コアベースでも同 +1.5%と 2 年ぶりの高水準であり(市場予想の中心は同+1.4%)、総じて堅調な物価動向が確認されている。英ポンド下落の影響は、経済の下流である CPI よりも、上流である生産者

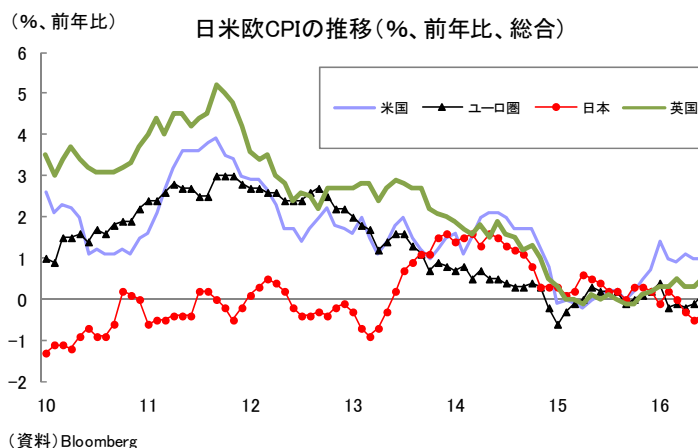


物価指数(PPI)へ先に波及すると思われ、為替効果により本格的な押し上げが見られるのはまだ先と思われる。英政府統計局(ONS)も「英ポンドの下落は輸入材や(国外への)外部委託のコストを押し上げるだろう」としているが、短期的な影響はまだヘッジされているとの認識も示されている。

英ポンド下落の影響を受けた英国

の物価の先行きは要注目である。というのも、過去2～3年、日銀やECBは冴えない物価の動きを通貨安で持ち上げようとする政策努力を続けてきた経緯があり、FRBですらドル高に起因するデysinフレ状況を利上げの阻害要因と捉える向きがある。そうした中、英国のCPIに関しては、ここもとの英ポンド急落を通じて2017年末には+4%に到達するとの予想¹も見ら

れており、ある意味で日米欧三極の中央銀行が望む世界観を体現するような状況になりつつある。現状、英国の物価動向は利上げ路線にある米国に次ぐイメージとなっているが(図)、今後、英ポンドによる押し上げ効果が顕現化するとすれば、一步抜きんでる格好になる。



～Brexit が実現する世界観～

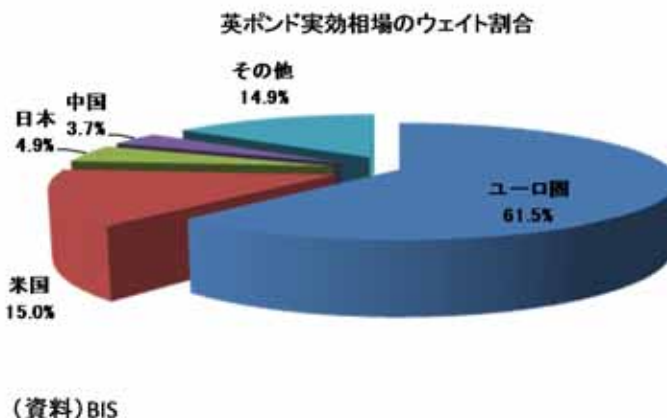
問題は、こうした通貨安に起因した物価上昇がどのような結末を辿るかということであり、日銀を筆頭とする他国当局者にとって良い検証材料になるはずである。真つ當に考えれば、通貨安・輸入物価経由の物価上昇が国内の消費・投資意欲を刺激できなければ、それは国内の実質購買力を毀損するだけであり、前向きな話にはならない。筆者はそちらの可能性の方が高いと感じており、英国の状況を羨む必要はないと考える。だが一方で、中央銀行が抱く「デフレの粘性性」への恐怖が強いことも事実であり、インフレ期待を下支えるために「手段はどうあれ物価を上げたい」という思想から通貨安を希求する向きは今後も後を絶たないだろう。各国当局から悲観視されるBrexitが各国当局の求める世界観を実現してしまっているのだとすれば、非常に皮肉な話と言わざるを得ない。特に、英ポンド安を背景に英国の実体経済が巧く回るようなことがあると、触発される他のEU加盟国が現れる可能性もあるだけに、欧州委員会を筆頭とするEU政策当局には大きなリスクである。

～通貨高の按分を引き受けた円～

以上のような認識に立つと、Brexit騒動による英ポンド急落が、結果的に各国間の通貨安競争に火を点けてしまうリスクが不安視される。この点、今回の英ポンド急落の裏でどの通貨が最も買われたのかは気になる所だろう。言い換えれば、Brexit騒動を受けて通貨高の按分を最も引き受けさせられたのはどの通貨だったのかという話である。英ポンド相場を実効ベースで評価した場合、最もウェイトが大きいのはユーロ(61.5%)であり、これにドル(15.0%)、円(4.9%)が続く。2016年1～8

¹ 「焦点：ポンド安で英物価大幅上昇へ、来年末は4%近くの前予想も」、2015年10月15日、ロイター

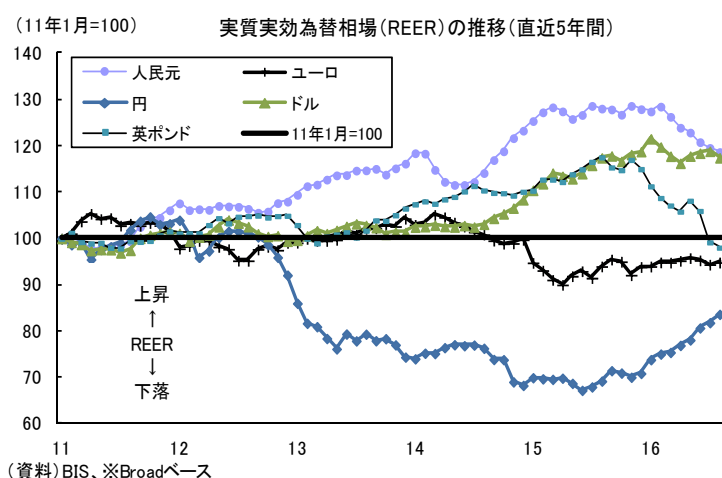
月の期間、英ポンドの名目実効相場 (NEER) は約▲12%下落したが、これを通貨別の動きに分けて見ると対ユーロでは約▲15% (寄与度▲9.2%ポイント)、対ドルでは約▲12.2% (寄与度▲1.8%ポイント)、対円では約▲31% (寄与度▲1.5%ポイント) だった²。円のウェイトは米国の3分の1しかないが、英ポンドのNEER全体に与える影響はドルと概ね等しかったことが目につく。今回の



Brexit 狂想曲の中、対英ポンドで最も買われた主要通貨は円であり、英ポンド相場全体に与える影響もドル並みであったと見ることもできる。「通貨を下げた者勝ち」という通貨安競争の尺度に照らせば、円は惨敗と言わざるを得ない。一方、対ユーロでの英ポンドの下落率(▲15%)は G10 通貨の中でも比較的小さい方であり、下から数えて4番目(スウェーデンクローナ、米ドル、スイスフラン、ユーロ)である。Brexit はユーロ圏にとってもリスクであるため、英ポンドを対ユーロで売り進めるという動きは限定されたのだろう。相応に理に適った動きと言える。

～英ポンドの上昇圧力を引き受けるのは円やユーロ～

図はドル、ユーロ、円、人民元そして英ポンドの過去5年間の実質実効為替相場 (REER) の動きである。5年前対比で見た場合、昨年下半年までは英ポンドはドルと概ね同様の立ち位置(+20%弱)にあった。しかし、2016年に入り、6月の国民投票が近づくに連れて下げが加速し、7月以降は遂に5年前の水準を割り込んでいる。筆者は本欄や『中期為替相場見通し』において、所詮、変動為替相場制は循環するものであり「攻守交代の時期」はいずれやってくるから一方的な為替変動を当然視すべきではないと繰り返し述べてきた。この点、英ポンドは「守(通貨上昇)」から「攻(通貨下落)」へあっという間に切り替わった印象である。



また、図を見る限り、やはりドルとユーロの変動があまりにも小さ過ぎる印象は抱かれ、調整不足の感は否めない。今後、基軸通貨ドルがFRBのハト派傾斜に従って下落してくる中で、英ポンドはBrexitという特異な理由で上昇圧力を回避することができそうだが、その分は円やユーロが引き受けることになりやすい、というのが筆者のラフな想定である。そうした動きを不服と捉えるのか、それともこれまでの調整として受け入れるのかによって、通貨安競争の行く末が決まってくる。しかし、前

² 各通貨の変化率は「2015年12月31日～2016年8月31日」で計測。

者の道を取り、政策対応で抗おうとしても英ポンドのように一方的な低め誘導に至るのはやはり難しく、基軸通貨の意向に沿った展開に収束する公算が大きいと考えられる。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.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18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
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「欧州の潔癖主義」
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yna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～「ドル高の罠」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	最新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年上半年～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」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	明らかにやり始めた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～円の信認を「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～
	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HICP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「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	投機が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～「ドル高の罠」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」を逃した結果は…～
	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)
	「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～