

みずほマーケット・トピック(2018年11月21日)

ノーディールを視野に入れ始めたポンド相場

昨日はイングランド銀行(BOE)のカーニー総裁が、「ノーディール(合意なし)」シナリオに至った場合でも中銀にできることは限定されるとけん制。より具体的には、BOE が利下げで対応すると想定してはならないと強調している。こうした発言は言外に「政治的混乱の收拾を中銀に頼るべきではない」という意図を含んでいるのだろうが、現実問題としてノーディールとなった場合にBOE が迫られるのは利下げではなく恐らく利上げだろう。これは2016年6月の国民投票後の政策運営を思い返せば明らかである。いずれにせよ、こうした言動からはノーディール・シナリオが現実味を帯びており、懸念するに足り得る論点と認めていることの裏返しと読める。オプション市場の計数などを見る限り、市場は明らかにポンド相場の下落に備え始めている。全てが杞憂に終わるのが世界経済にとっては最も望ましいが、ノーディール・シナリオは多くの経済主体にとってもはやテールリスクとは言えない情勢になっているのは間違いない。

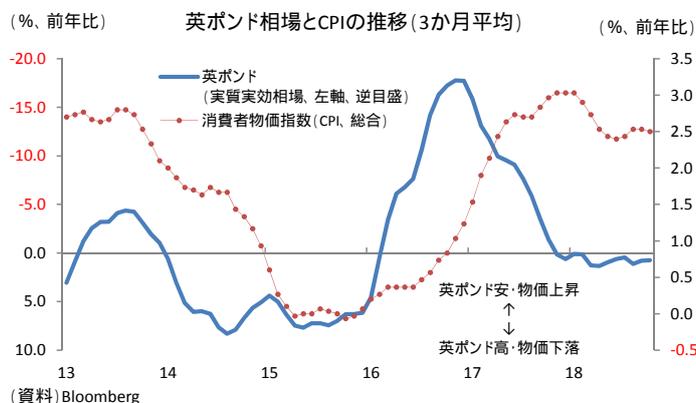
～ドル相場は上昇軌道に戻れるか～

昨日の為替市場ではドル相場が反転した。供給過剰懸念などから原油価格が年初来安値を更新する動きとなると、リスク回避ムードが強まる中で米株も大幅に売られ、NY ダウ平均株価は前日比 551.80 ドルで引けた。とはいえ、過去1週間でドル相場が大きく値を下げていたこともあってか、為替市場ではリスクオフのドル買いの勢いが強くなっており、ドル/円相場も持ち直しが見られている。今晚は欧州委員会がイタリア政府に対して制裁手続き着手の勧告を行う予定であり¹、これを受けて予想されるユーロ売りに乗じてドル相場が上昇軌道に戻れるかが注目される。

～ノーディールを意識するカーニー総裁～

ところで昨日はイングランド銀行(BOE)のカーニー総裁が、EU と英国政府が合意に達した離脱案を支持する立場を表明したことが報じられている。カーニー総裁は移行期間の重要性を常々強調してきたと述べた上で、ある意味で今回の合意の肝となっている「(2021年以降の)移行期間の延長可能性」に注目していると述べている。中央銀行の総裁としては極力軟着陸に至るような環境整備が(たとえ時間がかかろうとも)

望ましいというのは当然ではある。とはいえ、既報の通り、依然として英国政府と英議会の調整が難



¹ 本欄 2018年11月19日号『イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～』をご参照下さい。

航しそうな状況は変わっておらず、英議会の承認期限(2019年1月21日)に間に合わず「ノーディール(合意なし)」という可能性も払拭できない。

かかる状況下、カーニー総裁はそのような(ノーディール)シナリオに至った場合でも中銀にできることは限定されるとけん制している。より具体的には、BOE が利下げで対応すると想定してはならないと強調しており、万が一の展開になっても景気刺激的な政策対応で応戦する構えがないとの立場を示している。こうした発言は言外に「政治的混乱の收拾を中銀に頼るべきではない」という意図を含んでいるのだろうが、現実問題としてノーディールとなった場合に BOE が迫られるのは利下げではなく恐らく利上げだろう。2016年6月の国民投票後の政策運営を思い返せば分かるように、離脱に際して悲観ムードが極まった場合、ポンド相場は急落を強いられ、英経済は輸入物価経由の一般物価上昇に直面する。その際の消費者物価指数(CPI)の上昇幅がかなり大きなものになったことは周知の通りであり、2016年6月を境にポンド相場が急落を始めたのとほぼ同時にCPIも押し上げられていった。また、前頁図にも示されるように、ポンド相場が反転上昇し始めた後も、しばらくはCPIの騰勢が続いていたことが分かる。厳密にはポンドの実質実効為替相場は2016年11月を「底」として浮揚してきたが、CPIがピークをつけたのはそこから1年以上経過した2017年10~12月期(この3か月間は前年比+3%で推移)である。もちろん、全てが為替相場からのパススルー効果ではないだろうが、大きな寄与を果たしたであろうことは想像に難くない。実質所得環境の悪化度合いを緩和すべく、BOEが通貨防衛に動いたことは周知の通りである。

いずれにせよ昨日見られた一連のカーニー総裁の言動は暗にノーディール離脱の可能性が排除されておらず、懸念するに足り得る論点と認めていることの裏返しでもあろう。

~ ノーディールを視野に入れ始めたポンド相場 ~

もっとも、離脱方針決定後のポンド相場はBOEの利上げと共に値を戻しているの、ノーディールとなってもさほど悲観の必要はないという意見もあるかもしれない。だが、2016年時点では「本当に離脱するまでに時間的余裕が(2年以上)あったこと」、「そうは言ってもソフトブレイクになる期待があったこと」という思惑はあった。しかし、ノーディール離脱の決定は単なる離脱「方針」の決定に過ぎない国民投票時よりは実際的な影響を持つはずである。カーニー総裁の言葉を借りればそれは「少なくとも(石油ショックに見舞われた)1970年代までさかのぼらなくてはならない」ほどの震度が予想される。果たしてBOEによる1~2度の利上げ程度でポンド相場が下げ止まるかは不透明だと言わざるを得ない(既に市場では国民投票後の安値を割り込み1.10まで急落するという見通しも出ている)。国民投票後は混乱こそあったものの、ポンド相場が下がった以外は实体经济に具体的な変化があったわけではない。利上げについても「通貨防衛のための一手」というよりも「好景気に対応する一手」のように解釈される雰囲気が強かったように思う(世界の中央銀行が正常化に向かうという動きの一環として解説されることも多かったと記憶する)。実際、昨年11月にBOEが2007年7月以来、10年4か月ぶりの利上げに踏み切った際には実質GDP成長率の加速や失業率の低下などが理由として挙げられていた。事実としてEU加盟国のままであるため、通貨が下がっただけであるなら、それほど景気を不安視する必要は無かった。

しかし、ノーディールのまま離脱すれば即、英国輸出の4割以上を占めるユーロ圏向けの輸出に共通関税が課されるようになり、財・サービスの中には供給制約に直面するケースも多々出てくるだろう(既に英国では買い溜め行為が発生しており、それにより景気が上向いているという声すら出始めている)。オプション市場の計数などを見る限り、金融市場は明らかにポンド相場下落に備え始めている。また、今年下半期に入ってからオズメーカーが試算するノーディール離脱の確率は50%を下回ったことが無い。全てが杞憂に終わるのが世界経済にとっては最も望ましいが、ノーディール・シナリオが多くの経済主体にとってもはやテールリスクとは言えない情勢になっているのは間違いない。



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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (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
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCPI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底ほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回はやはりイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～齟齬は新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ポンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間選挙の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたら米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～