

みずほマーケット・トピック(2019年9月5日)

ブレグジットを巡る論点整理～ポンド/ドルは 1.20 割れ定着か～

英下院が離脱延期法案を可決したことを受けて市場ではリスク許容度が改善している。合意無き(ノーディール)離脱のシナリオを一旦退けたことはポジティブだが、着地点の見えない状況は全く変わっていない。今の議会構成では「ノーディールは嫌だ」という意思表示はできても、EUを納得させるだけの代案を提示するのは不可能。また、離脱延期法案の成立後に総選挙が実施され、その上でジョンソン首相が勝利、保守党過半数の下で心置きなくノーディール離脱という可能性も残る。そもそもEUが再交渉に応じるということが自明の前提のように扱われていることにも危うさを覚える。ポンド相場の先行きについて言えば、ノーディール離脱がもはやテールリスクではなくメインシナリオに接近してきたことで「1.20 割れで定着」はそれほど非現実的な話ではなくなっている。むしろ目線はもっと下げた方が良さそうであり、1.20 よりも 1.15 を割り込むかどうか、10月31日までの見どころと考えたい。なお、これを割り込むとパリティの声も出よう。

～できるのは「ノーディールは嫌だ」という意思表示のみ～

昨日の英下院の採決や米中貿易協議再開の報道を受けて市場ではリスク許容度が改善している。英国に目をやれば、EU離脱延期を政府に求める法案(≒合意無き離脱を阻止する法案、以下離脱延期法案)が賛成多数で可決された一方、ジョンソン英首相の解散総選挙を求める提案は否決された。野党・労働党が主導し、与党・保守党からの造反もあつて同法案が可決に至ったという経緯である。同法案は「10月19日までに議会が離脱案を可決するか、合意無き離脱を承認しない限り、首相はEUに対して2020年1月31日までの離脱期限延長を要請すること」を要求するものだ。合意無き(ノーディール)離脱のシナリオを一旦退けたことを市場は好感しているが、着地点の見えない状況は全く変わっていない。今の英議会構成では「ノーディールは嫌だ」という意思表示はできても、EUを納得させるだけの代案を提示するのは不可能である。また、後述するが、離脱延期法案の成立後に総選挙が実施され、その上でジョンソン首相が勝利を収め心置きなくノーディール離脱に踏み切るという可能性も残されている。ポンド相場の反騰は局面の変化を全く意味しない。

～足元を見られるEU～

そもそも交渉相手である先方の事情が全く考慮されていない。「離脱期限延長を要請すること」が好感されている現状は、「EUが再交渉に応じる」ということが自明の前提となっていることを意味する。しかし、協定案の争点となっているアイルランド国境問題の解決策であるバックストップ(安全策)を一方的に削除しようとするジョンソン政権のアプローチについてEUは痛烈な批判を展開しており、再交渉の余地を認めていない。「メイ前政権時代に合意した離脱協定案は不変」というのがEUの一貫した基本認識である。8月22日には再交渉否定派の急先鋒であるマクロン仏大統領がジョンソン首相との共同会見の場で「われわれは(ノーディール離脱に向けて)既に準備できている」

と強硬姿勢を見せている。筋論から言えば、現状で懸念すべきは「英国の意思にかかわらずノーディール」というシナリオだろう。

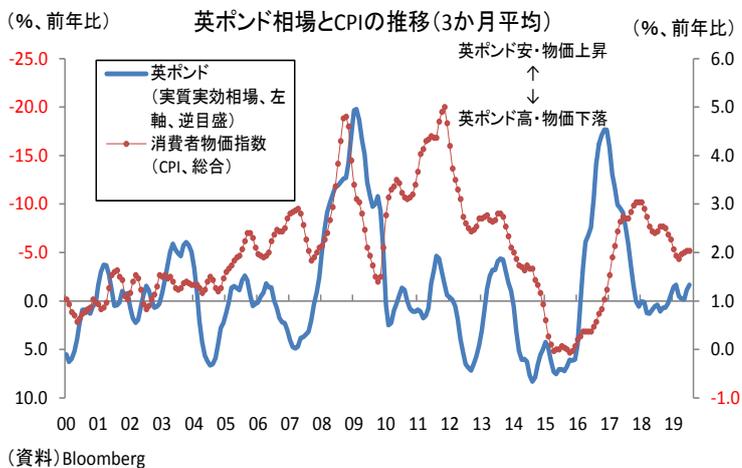
だが、昨晚のポンド相場を筆頭とする金融市場の反応を見る限り、「それはさすがにない」という市場の思惑が先行しているのが実情と見受けられる。この点、筋論から言えば交渉優位に立っているはずの EU は英国からも金融市場からも足元を見られているという皮肉な状況と言えよう。EU にとってみれば見くびられている以外の何物でもなく、屈辱的な状況である。そもそもジョンソン首相が政権発足以降で議会や国民に説得した様子は全くない。その上で英議会はこの非常事態の中でしっかり夏休みを取った。そして休みが明けた途端に「やっぱり 3 か月延期させてくれ」と議会在が意思表示をし、この法案をジョンソン首相が「EU に主導権を渡す」と非難する始末である。EU からすれば情状を酌量する余地が全くないのが現状だろう。ただ、心境では再交渉を認められなくても現実的に「大人の対応」を検討せざるを得ないという葛藤があろうかと思われる。

～総選挙で保守党が勝てば延期を要請する義務はない～

ちなみに離脱延期法案を成立させれば労働党も政権奪取の芽がある解散・総選挙には同意してくる可能性がある。その場合、離脱延期法案が成立した上で 10 月 15 日に総選挙を実施という線が濃厚だが、ここでもノーディール離脱のリスクは残る。現状、低下傾向にあった与党・保守党の支持率はジョンソン首相の強硬な離脱姿勢を反映して回復傾向が伝えられている。残留支持の有権者は相応に存在するが、この票は労働党と自由民主党で割れることが予想され、保守党が過半数確保というシナリオもなくはない(もっとも労働党の不人気は現党首のコービン氏に向けられたものという見方もあり、党首を挿げ替えて選挙に挑む可能性はあるが)。冒頭紹介したように離脱延期案は「10 月 19 日までに議会が離脱案を可決するか、合意無き離脱を承認しない限り、首相は EU に対して 2020 年 1 月 31 日までの離脱期限延長を要請すること」を求めるものである。ということは、選挙後の議会で合意無き離脱を承認できるならば、ジョンソン首相が延長を要請する義務はない。このようなシナリオは現時点でテールリスクと言えるほど低いものではないだろう。

～ポンド/ドルの 1.20 割れ定着も～

ポンド相場の先行きはどうか。繰り返し述べている通り、昨日のポンド上昇は一方向的に売られていたことの反動と割り切るべきだろう。離脱方針が決まった 2016 年 6 月以降、ポンド/ドル相場は「1 ポンド=1.20 ドル」を割り込むか否かが常に注目されてきた。一時的にそうなることがあっても直ぐに跳ね返されてきたのが実情であり、「1.20 割れで定着」は近いようで遠い相場つきだった。だが、ノーディール離脱がもはやテールリスクではなくメインシナリオに接近してきたことで「1.20 割れで定着」はそれほど非現実的な話



ではなくなっているように見受けられる。今後、ポンド急落を受けて輸入物価経由で英国の一般物価が騰勢を強めてくる可能性があるが(前頁図)、昨日の議会公聴会に挑んだカーニー・イングランド銀行(BOE)総裁は介入の可能性を問われ「秩序ある市場だった」、「市場が見定めた経済の新たな現実と少なくとも当時において整合する水準に落ち着いた。われわれはそれに介入したくはない」などと述べ、BOEとしては静観する構えを明らかにしている。市場ではノーディールならばBOEは緊急利下げに踏み切るとの期待も漂っていることを踏まえれば、やはり1.20を特別な抵抗線と見なすのは難しいように感じられる。

むしろ目線はもっと下に向けたほうがよい。離脱後の最安値はフラッシュクラッシュで瞬間的につけた1.1841(2016年10月7日、Bloomberg参照値)である。とすれば、1.20よりも1.15を割り込むかどうか、10月31日までの見どころではないか。なお、ここを割り込むと「1ポンド=1ドル」のパリティが視野に入る。これはプラザ合意を引き起こした一方的なドル高が問題になっていた頃の水準である。もちろん、英国もEUも本音ではノーディール離脱を回避するに越したことはないゆえ、急転直下、離脱合意が成立しポンド相場が急騰というシナリオは警戒される(これは米中貿易協議にも言える)。だが、ここもとのポンド相場の下げはそのようなシナリオに賭けてきた向きがいよいよポンドを手放したことの結果でもあるのだろう。泣いても笑ってもあと2か月で答えは出るが、リスクは上方よりも下方に広がっていると考えたい。

市場営業部
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
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC。捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
2019年7月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月19日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月18日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月17日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか?
2019年7月16日	欧米貿易摩擦こそ正當な貿易摩擦という考え方
2019年7月15日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
2019年6月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月14日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月13日	週末版(日銀金融政策決定会合レビュー～サプライズがあるとすれば・・・)
2019年6月12日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月11日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか?
2019年6月10日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ?～
2019年6月7日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも?～
2019年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月5日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月4日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月3日	ECB政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年5月31日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月29日	週末版
2019年5月28日	米が替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月27日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月24日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月23日	週末版
2019年5月22日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月20日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月17日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月15日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月14日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月13日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月10日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ?～
2019年5月9日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか?～)
2019年5月7日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年4月26日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月24日	週末版
2019年4月23日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月22日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
2019年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月18日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月17日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月16日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月15日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月14日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月12日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月10日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月9日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月8日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月5日	プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月4日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月3日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月2日	ECBはマイナス金利を階層化するのか?
2019年4月1日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年3月31日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査