

みずほマーケット・トピック(2020年2月4日)

## ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～

昨日の本欄では「EU 離脱を完了させたことでポンド相場が堅調推移しているが、これは単なるご祝儀相場」と述べた。昨日は早速、通商交渉への懸念が噴出し、離脱直後の上昇を全て吐き出している。乱高下が見られる中、ポンド相場の現状と展望をどう考えるべきか。結論から言えば、上げ基調への転換は大分先と考えるべきだろう。むしろ、その逆を心配したいくらいである。昨日のバルニエ首席交渉官とジョンソン英首相の舌戦が示すように、両者の主張はあまりにもズレが大きい。これを修正するための交渉なのだが、その時間が約 8 か月ではあまりにも短い。また、イングランド銀行(BOE)の最新見通しでは、「年内に FTA 合意」、「利下げあり」、「新型肺炎リスクは早期収束」という条件が揃っても、CPI が 2% に到達するには 2 年弱かかる。BOE の「次の一手」は真っ当に考えれば利下げだろう。ポンド相場の下方リスクは FTA 合意を経て「円満離婚」が完了するまで消えない。

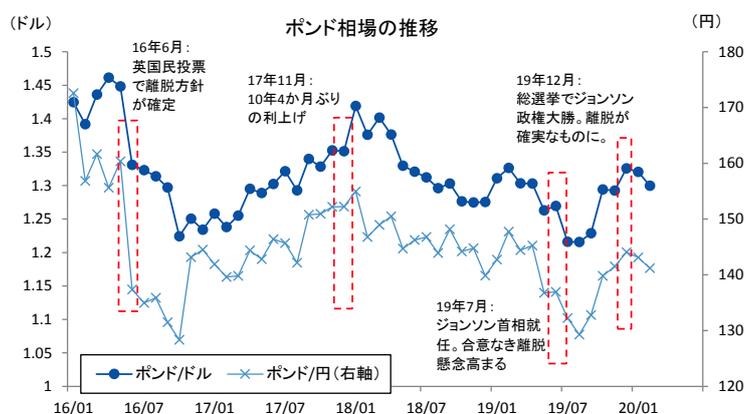
### ～ポンド相場の見通し～

昨日の本欄では「英国が名目上だけとはいえ、EU 離脱を完了させたことでポンド相場が堅調推移しているが、これは単なるご祝儀相場に過ぎない」と述べた。昨日は早速、通商交渉への懸念が噴出し、離脱直後の上昇を全て吐き出している。昨日までのポンドの対ドル変化率は年初来▲0.81%だったが、本日時点では▲1.96%と一転して弱い通貨に追い込まれている。足許ではポンド相場について照会を複数頂くゆえ、本日はポンド相場の現状と展望を考察してみたい。

結論から言えば、上げ基調への転換は大分先と考えたい。むしろ、その逆を心配したいくらいである。過去半年程度のポンド/ドル相場の振り返ると、昨年 10 月半ばにジョンソン政権が 2 度目の離脱協定案合意をしたことを境に水準が切り上がった経緯がある。厳密には離脱協定案の再合意直前は「1.22～1.26」のレンジにあったが、合意直後の 10 月半ばから総選挙直前の 12 月半ばまでは「1.28～1.30」のレンジに切り上がった。さらに、12 月半ばの総選挙でジョンソン政権が大勝すると「1.30～1.32」のレンジに切り上がったというイメージになる。要するに過去半年は上げ基調だった。

### ～ポンド相場の見通し～

とはいえ、これからはまた新しい局面に入る。昨日の本欄で示した通りだが、英国と EU が名実共



(資料) Bloomberg、2020年2月4日の日本時間午前8時時点。

に「円満離婚」に至るためにはまだ越えなければならない山が複数ある。そもそも、約 8 か月間と言われる期間は大国同士が自由貿易協定 (FTA) をまとめるには短過ぎる。昨日のポンド相場急落はまさにその不安が表面化したものだった。ご祝儀相場から一転、現実を直視するモードに切り替わったと言うべきだろう。EU 側のバルニエ首席交渉官は FTA 合意にあたっては英国が EU 規制を飲むことが絶対条件だと言明した。この直後、離脱後初の演説をロンドンで行ったジョンソン首相は殆どの関税撤廃を目指す一方、EU 規制は拒絶する意向を示している。その上で「英国は EU との通商交渉に失敗しても繁栄する」と FTA がなくても構わないかのような言動もしている。最終的には殆どの関税が撤廃されている EU-カナダ型の FTA を目指すとしているが、既に両者の主張は真っ向から衝突しており、簡単には妥協点を探れそうもない雰囲気濃厚である。

### ～BOE の「次の一手」は利下げ含み～

ポンド相場の先行きを見通す上ではそうした FTA 合意を含めた「将来の関係」に係る交渉次第という政治要因が幅を利かせやすいが、イングランド銀行 (BOE) の「次の一手」も当然重要になる。結論から言えば、BOE の「次の一手」は利下げ含みで考えたいところだ。先週 1 月 30 日に開催された金融政策委員会 (MPC) では政策金利が据え置かれたものの、これは辛うじての決断であったと推測される。年初来、カーニー総裁を筆頭として BOE 高官からは利下げを示唆する言動が相次いでいた。例えば年初 1 月 9 日、カーニー総裁は「MPC では、英国の経済成長とインフレの回復を補強するため短期的な金融緩和の相対的な利点について議論がある」と述べた上で「伝統的政策と非伝統的政策を合わせて 250bps ほどの利下げ余地がある」と踏み込んだ発言が見られていた。これ以外にもブリハ委員やテンレイロ委員も利下げへの意欲を隠していなかった。元々、ソンドース委員およびハスケル委員の 2 委員が利下げを主張していたため、上記 3 名と合わせ 5 名の利下げ提案を背景に利下げが決断されるとの市場期待があった。しかし、今会合の議事要旨を見る限り、12 月会合以降の国際政治情勢の改善ムードとその持続性を見極めたい意向が強そうであり、今回は現状維持への支持が上回った格好である。

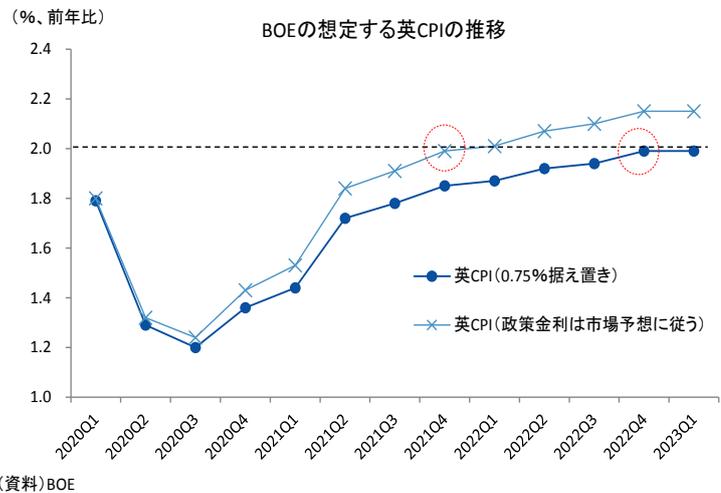
片や、利下げを主張する 2 名のメンバーからは「企業マインドの改善は著しいが、近年の経済成長率と整合的ではない」と 12 月以降の改善ムードを一時的な動きとの割り切る声も出ている。実際、新型肺炎リスクが急浮上していることを思えば、敏感な企業マインドは直ぐに悪化へ転じるはずである。昨日は米 1 月 ISM 製造業景気指数が 6 か月ぶりに 50 を超えたことが好感されたものの、これは新型肺炎リスクが十分に織り込まれていない。ISM 景気指数に限らず、今後出てくる経済指標は「新型肺炎以前か以後か」で切り分けて評価しなければならない。次回会合 (3 月 26 日) までに足許の感染拡大ムードが改善に転じていなければ、今度こそ利下げは不可避の情勢だろう。

### ～「利下げありき」でも物価 2%は遠い～

現状、BOE の政策スタンスは「今後、経済が MPC の想定通り進むのであれば、インフレ率を目標に持続させるために、幾分か金融引き締めが必要になるかもしれない」と総括されている。しかし、この「MPC の想定」は移行期間中に FTA 交渉が円滑に進み、合意形成が済んだ上で 2021 年以降を迎えることを前提としている。その前提こそが今、最も疑問視されているわけで、その上で新型肺炎リスクが押し掛かる状況にある。今回の金融政策報告書 (旧インフレ報告書) にも「the

outbreak of a new strain of coronavirus」と1回だけ言及が見られているが、まだ政策運営の修正を迫るほどの現実的な脅威としては見られていない雰囲気がある。

また、仮にこのまま BOE の想定通り、英国と EU が「将来の関係」について年内に FTA 合意、2021 年以降の施行という展開に漕ぎ着けても、英国の消費者物価指数 (CPI) が前年比+2% に到達するのは、政策金利据え置きケースで 2022 年 10~12 月期との見通しである。市場の織り込む通りに利下げを実施した場合は 2021 年 10~12 月期と 1 年前倒しになるが、それでも今から 2 年弱の月日が必要になる計算だ。もちろん、新型肺炎リスクが何事もなく



収束することも前提となっている。つまり、「年内に FTA 合意」、「利下げあり」、「新型肺炎リスクは早期収束」という条件が揃っても、CPI が 2% に到達するには 2 年弱かかるという見通しである。こうした弱い物価見通しにもかかわらず、今回利下げに踏み込まなかったのは、残りカードが少ない中、そしてこれから EU との交渉が難航必至であることが予見される中で、カードを温存したという側面もあるのではないか。あとは温存したカードをいつ吐き出すかというタイミングの問題であり、「引っ張れるだけ引っ張りたい」というのがベイリー新総裁の胸中だろう。

ポンド相場は 2016 年 6 月の投票以降、当時の高値を戻せずにいる。EU との「将来の関係」が構築され、それがもたらす実体経済への影響について評価が定まらない限り、そうした水準に値が戻るとは考えにくい。先週の離脱完了直後の急騰のようなことは今後もあるだろうが、FTA 交渉を経て名実共に「円満離婚」とならない限り、ポンド相場の本格反転を断じるのは危険である。

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](mailto: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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナリスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という連～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年、との違いはどこにあるのか～その～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の塵」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏面にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版 (ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版 (ECB政策理事会プレビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版 (ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～債券/ドルは1.20割れ定着か～
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ヨ講演～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？