

みずほマーケット・トピック(2022 年 9 月 26 日)

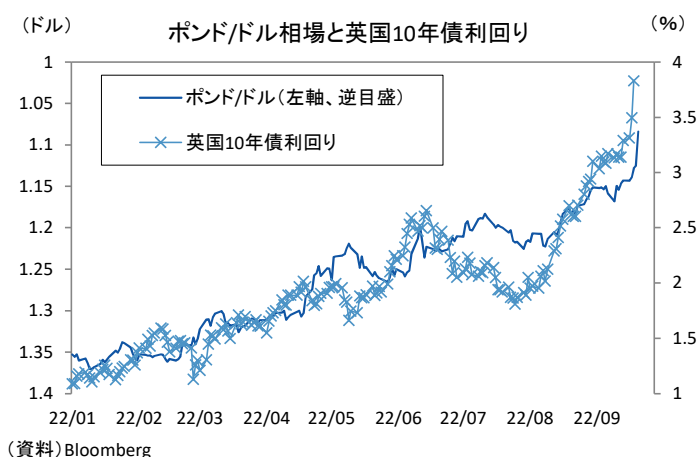
英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け

先週 23 日の金融市場ではロンドン市場初で欧米市場が総崩れに。クワーテング英財務相は同日の英議会下院において拡張財政路線を前面に押し出した経済対策を発表したことが契機。英国政府は EU 諸国のように「痛み止め」よりも「高成長で痛みを忘れさせる」という賭けに出たと言える。しかし、債券・為替市場を筆頭とする金融市場の反応を見る限り、トラス政権の賭けは全く信頼を得ていない。金利急騰と通貨下落が併存するという最悪の展開であり、ポンド/ドルは 37 年ぶりの安値を記録。英国は米国に次ぐ世界第二の対外純債務国であり、金融街シティが国際資本フローを集めることで国内金融市場の安定が保たれている実情があった。こうした性格上、市場の心が完全に離反した状況が続く限り、ポンド建て資産価格は切り下がらざるを得ないことが予想される。イングランド銀行は引き続き利上げによってインフレ抑制に尽くすと思われるが、歴史を振り返れば、一国が危機的な通貨安に直面した場合、中央銀行の利上げが決定的な歯止め役になった試しはない。様々な要因に駆動される為替市場だが、「究極的には国力(政府の在り方)に収斂する」という事実を今の英ポンドは表しているように思える。

～世界第二位の対外債務国には市場の信頼が不可欠～

先週 23 日の金融市場ではロンドン市場初で欧米市場が総崩れとなった。クワーテング英財務相は同日の英議会下院において所得税率の引き下げや法人増税の凍結などを柱とする、拡張財政路線を前面に押し出した経済対策を発表した。周知の通り、今や欧州では「エネルギー価格の騰勢をどう抑えるか」が財政政策の主眼であり、その象徴が先般の欧州委員会で話題になった上限価格設定や節電の義務化といった動きだった。もちろん、そうしたショックに対する「痛み止め」に類する政策は英国でも検討されているが(一般世帯が支払うエネルギー料金は年 2500 ポンドが上限)、英国政府は「痛み止め」よりも「高成長で痛みを忘れさせる」ことに賭けることにしたようである。今回の経済対策は「成長計画」と銘打たれており、需要の抑制ではなく創出に尽くす意思が透ける。

しかし、それが奏功する保証はない。債券・為替市場を筆頭とする金融市場の反応はトラス政権の賭けに勝算を感じていない。5 年間で 1610 億ポンド(約 25.5 兆円)という財政規模を受けて、英 2 年債は 4% を突破し、2008 年 10 月以来約 14 年ぶりの高水準を記録している。しかし、金利上昇下でも通貨は売られるという最悪の展開であり、ポンド/ドルは一時 1.07 と 37 年ぶりの安値をつけている。当然、株も売られトリブ



ル安である。後述するように、「拡張財政+金融引き締め」はポリシーミックスとして維持不可能なものではないが、インフレ抑制の意思表示としては迫力不足である。クワテング英財務相は議会で「われわれは成長を優先させると約束した」、「新時代に合わせた新たなアプローチを約束した」と拡張財政路線を正当化するが、新たなアプローチでも市場に敬遠されては持続可能性がない。

英国は米国に次ぐ世界第二の対外純債務国であり(2021 年末時点で▲113.7兆円)、金融街シティが国際資本フローを集めることで国内金融市場の安定が保たれている実情があった。こうした性格上、金融市場の心が完全に離反した状況が続く限り、ポンド建て資産価格は切り下がらざるを得ない。英政府がこの状況を鎮圧するには「持続不可能な債務水準が一段の金利上昇と景気悪化を招く」という市場参加者の思惑を修正し、

信頼を回復する必要がある。しかし、英国の消費者物価指数(CPI)は欧米で唯一の 10% 台にある。G7 の中央銀行で最も早く(2021 年 12 月に)利上げ着手していたのはイングランド銀行(BOE)だが、エネルギー価格は制御できていない。この状況で成長を口にするのは危うい。

(%, 前年比) 主要国のCPIの推移(%, 前年比、総合)



(資料) Bloomberg

～無理筋なポリシーミックスと新興国的反応～

インフレ抑制という目的に限って言えば、現在の英国は金融政策(中央銀行)がこれを抑えようと必死になる一方、財政政策(政府)が逆にこれを焚き付けるといふ「ねじれ」が存在する。片や、日本でも為替介入により通貨高を志向する通貨政策(政府)と緩和継続により通貨安を肯定する金融政策(日銀)の「ねじれ」が指差される状況にあり、これは理論的に維持不可能なポリシーミックスとして知られる(表)。

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	例
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	
②	緩和	緩和	通貨高	持続不可能	日本
③	緩和	引き締め	通貨安	景気下支え	
④	緩和	引き締め	通貨高	持続不可能	
⑤	引き締め	緩和	通貨安	持続不可能	
⑥	引き締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止(しかし、⑧より弱め)	英国
⑦	引き締め	引き締め	通貨安	持続不可能	
⑧	引き締め	引き締め	通貨高	景気過熱防止	米国、ユーロ圏、カナダなど

(資料) 筆者作成

日本と比較すれば、英国の拡張財政と利上げは理論的に維持不可能な組み合わせというわけではないものの、インフレ抑制の本気度に疑義が抱かれるポリシーミックスではある。世界的にインフレの制御可能性がテーマになっている状況下、「政府(財政政策)は抑制に乗り気ではない」という仕草を見せてしまうこと自体、インフレ期待への影響などが不安視される。

今次局面で頻繁に引き合いに出されるボルカー元 FRB 議長時代の 1980 年代の米国も拡張財政と利上げの組み合わせを選択していた。この際、米国では高金利およびドル高が引き起こされ、「双子の赤字(経常赤字・財政赤字)」が生み出された(ドル高は最終的に 1985 年のプラザ合意で修正される)。今回の英国は当時の米国と同じポリシーミックスを採用しながら、為替の反応は真逆

でポンド安に繋がっている。成長を駆動する拡張財政とこれに伴う高金利は先進国であれば資本(自国通貨高)を呼び込むことが想定されるが、今回の英国はそうっていない。金融市場がパニックに陥った 23 日、サマーズ元米財務長官はブルームバーグテレビジョンのインタビューに対し「非常に申し訳ないことを言うが、英国は沈み始めた新興国のように振る舞っている」と発言しているが、これは金利上昇と通貨急落が併存する状況に対する端的な評価と言える。同氏は「現行の軌道が維持される場合、ポンドが 1 ドルをいずれ下回っても私は驚かない」とパリティ割れを懸念しているが、その可能性は高まっていると言わざるを得ない。

歴史を振り返れば、過去のポンド危機も含め、一国が危機的な通貨安に直面した場合、中央銀行の利上げが決定的な歯止め役になった試しはない。11 月の金融政策委員会(MPC)で+100bp の利上げを予想する声も浮上しているが、政府の姿勢が不変ならば英国金融市場の大勢は変わらないだろう。トラス政権はジョンソン前政権が決めた国民保険料や法人税の引き上げを撤回すること存在感を誇示している雰囲気もあり、与党・保守内の足並みの乱れは直ぐに解消する雰囲気がない。様々な要因に駆動される為替市場であるが、「究極的には国力(政府の在り方)に収斂する」という事実を今の英ポンド、そして日本円などは表しているように思える。

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

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
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分) 円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分) 本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分) 週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分) FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分) 週末版(円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分) 表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本