

シニア・ストラテジスト
山本 雅文

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

英ポンド: 英国版「新常态」

<要約>

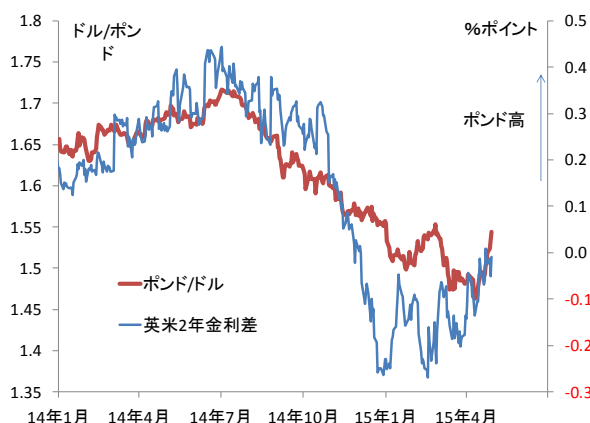
ポンドは昨年後半以降、4月半ばまで下落し続けた。インフレ急低下や5月7日の総選挙を巡る大きな不確実性が背景にあった。もっとも、選挙後は、連立交渉を経てひとたび新政権が樹立されれば、不透明感の後退とそもそもの英景気の堅調とが相俟って、ポンドは反発基調が強まりそうだ。市場は既に、連立政権の常態化という新しい現実に応じ始めているようだ。

選挙前に既に反発をみせるポンド

ポンドは、昨年半ばまでは英景気の好調を背景に、米国よりも先に利上げする可能性すら取りざたされ、堅調に推移していたが、その後は英中銀(BoE)が突如ハト派化したこと、スコットランド独立を巡る住民投票(9月)への懸念、原油安を受けたインフレ率の急低下、そして5月7日の総選挙を巡る不透明感が非常に高いこともあって、ポンドは反落基調となり、4月半ばには対ドルで1.4566ドル、対円で174.88円の安値をつけた。

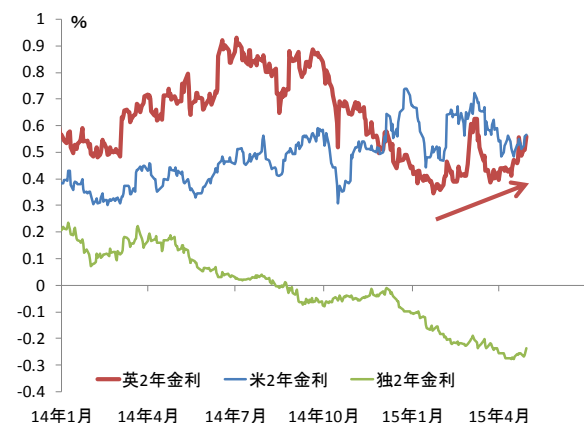
但しその後は、英中銀のハト派度がやや後退する中で、対ドルで1.54ドル台(安値から+6%)、対円で183円台(安値から+5%)へ大きく反発してきている。英2年金利も、一時は米国を下回ったが再び同水準に並んできており、金利差の回復もポンド下支えとなっている(図表1、2)。なお、対ユーロでは、ユーロ安の影響力が大きく、ポンドは上昇基調が続いている。

ポンド/ドルと英米2年金利差



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

英米独の2年債利回り



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

総選挙を巡る不確実性の正体

特に今年入り後、ポンド売りの主因とされてきたのが、5月7日の総選挙を巡る不確実性の大きさだ。

これまでの世論調査で、二大政党のいずれもが過半数を取れず、連立でも過半数に満たない可能性が高まっており、重要政策決定の遅延リスクが嫌気されている。更に、選挙後の政策面で、保守党が第1党となれば緊縮財政からくる景気抑制や、17年末までにEU離脱の是非を巡る国民投票の実施リスクがある一方、労働党が第1党となれば、金融市場が好まない左派的な介入主義(労働市場政策やエネルギー政策)が嫌気されている状況だ。

これまでの各種世論調査結果をみると、総議席数650議席のうち(過半数は326議席)、保守党(Tory)が270-286議席、労働党(Labour)が263-280議席、スコットランド国民党(SNP)が38-55議席、自由民主党(Lib-Dem)が17-28議席、英独立党(UKIP)が1-6議席、緑の党が1議席となっている。現与党の保守党と労働党が拮抗する中、第3党であるSNPは支持率を伸ばしているものの保守、労働いずれとも連立しない方向となっている。このため、保守、労働いずれが第1党となっても、主要な連立相手は自民党となる見込みだが、それでも過半数には程遠いため、少数与党政権となる可能性が非常に高まっている訳だ。二大政党が伝統の英国では連立政権、少数政権は珍しいこと、また一般的に連立政権や少数政権では重要政策決定が困難で政権が不安定であることが嫌気されやすい。また、連立交渉が難航する場合や、政権運営がうまくいかない場合には再選挙の可能性もある。

市場は選挙後の政策にも懸念している。第一に財政緊縮で、保守、労働いずれも今後の大幅な財政緊縮を計画しており、特に保守党の方が財政緊縮度合いが強く、景気に対して抑制要因となり、BoEの利上げ遅延にも繋がる。第二はEU離脱を巡る国民投票で、保守党が勝利の場合に2017年末までに国民投票を実施する方針を示している。英国はユーロには参加していないが、EUから英国が離脱する場合には、EUとの貿易が大半を占める英国にとって不利益との見方もあり、悪材料として捉えられている。他方、労働党の政策面では、労働市場やエネルギー政策面で、規制強化、介入主義的な政策を掲げていることから、産業界からは労働党政権成立への懸念が聞かれているようだ。

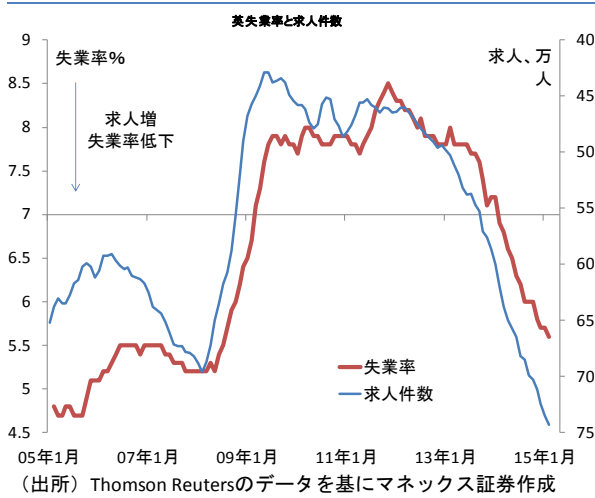
嵐が去れば、英経済の強さが際立つ

この間、英景気は比較的堅調で、大きく低下したインフレ率も今後持ち直す可能性があるほか、経常赤字の拡大も内容を見れば必ずしも悪くない。

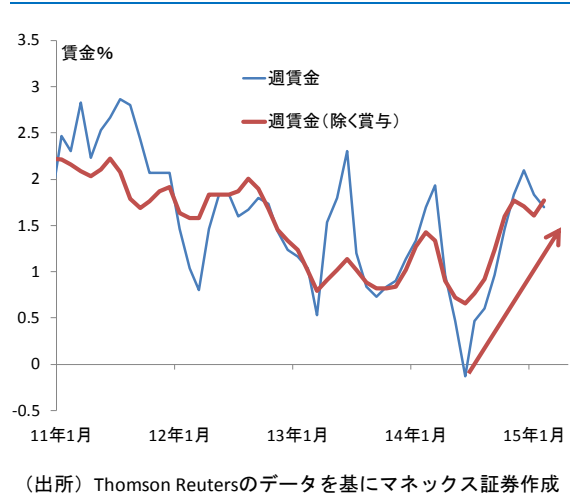
まず、英国の第1四半期GDP成長率は前年比+2.4%と前期の+3.0%から鈍化し市場予想も下回ったが、他のサーベイ指標などでみると英経済は比較的堅調だ(特に製造業PMI)。英国GDP統計はのちに上方修正される傾向も指摘されている。この間、労働市場は改善が続いており、失業率は2011年のピークである8.5%から直近は5.6%へ低下、週平均賃金も前年比+1.8%(振れが小さい基本給)と、伸び率が高まってきている(図表3、4)。

インフレ率も、原油安を受けて一時は前年比ゼロ%へ低下したが、足許は原油安が一服しており、年後半は前年比で見ればマイナス幅が縮小に向かい、CPIが押し上げられる可能性が高い(図表5、6)。BoEも足許のインフレ率低下は一時的として、(Haldane委員を除く)殆どの金融政策委員は利下げの必要性を認識しておらず、将来的な金融政策の方向性は利上げ方向としている。

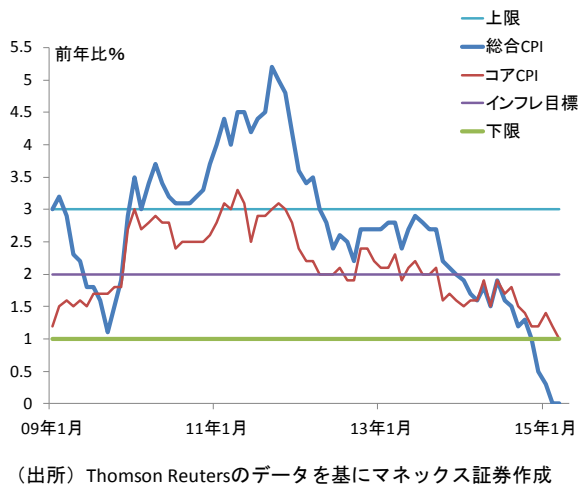
(図表3) 英国の失業率と求人件数



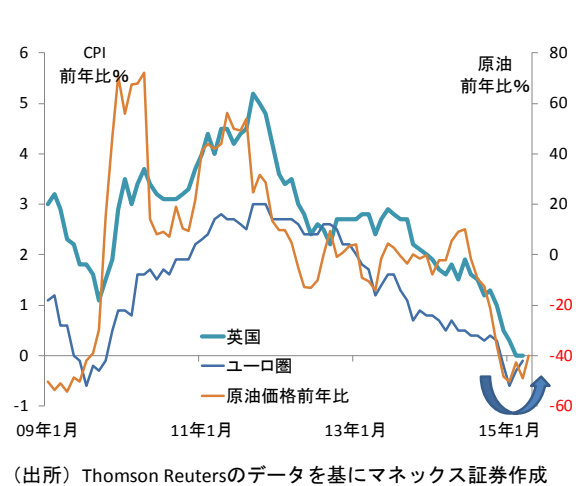
(図表4) 英国の週平均賃金



(図表5) 英国のインフレ率 (前年比)

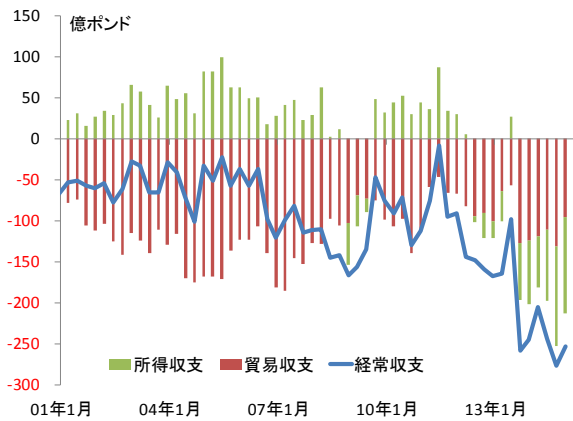


(図表6) 原油価格とユーロ圏、英国の総合CPI



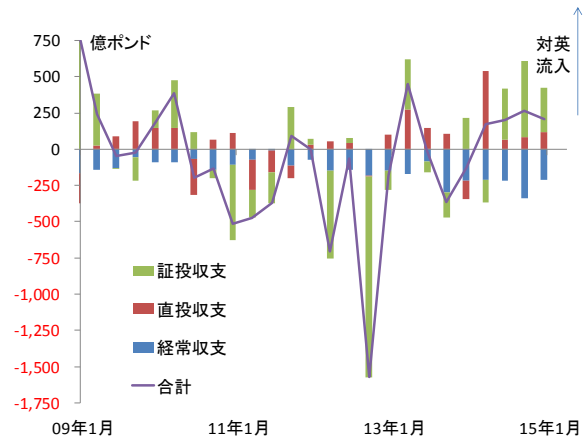
また、最近注目を集めた英国の経常赤字の拡大(昨年後半は GDP 比-5.5%と過去最大)も、中身をみると貿易赤字は拡大しておらず所得赤字の拡大が主因となっている(図表 7)。所得赤字の拡大は、英国外の投資収益よりも英国内の投資収益の方が高いことを示している可能性があり、必ずしもネガティブではないとの見方もある。更に、為替に影響がある国際資金フローは経常収支だけではなく、証券投資フローや直接投資フローも考慮する必要があるが、特に証券投資フローはネット対英流入が非常に大きく、経常赤字を凌駕しており(図表 8)、少なくとも為替の観点からは足許の英経常赤字は全く問題ない。

(図表7) 英国の経常収支の内訳



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

(図表8) 英国を巡る国際資金フロー



(出所) Thomson Reutersのデータを基にマネックス証券作成

選挙後: 不確実性の後退と英利上げ期待がポンド高に

選挙を通過すれば、確かに新政権樹立までに時間を要するリスクもあるが、不確実性が後退し、英景気の相対的な堅調に焦点が移り易くなり、ポンドは続伸しそうだ。対ドル相場は、夏場は米国の利上げからくるドル高もあって伸び悩むが、年末に 1.58 ドル、来年 3 月末には 1.60 ドルに到達する可能性がある。ドル/円が年末にかけて 125 円へ上昇すると、ポンド/円は年末 198 円、来年 3 月末には 200 円となる(ドル/円の見通しについては、[4 月 15 日付投資戦略テーマ「ドル/円: \(どこまで\) 上げられるのか？」](#)を参照)。

連立政権あるいは少数与党は、英国人には不慣れかもしれないが世界的には一般的で、かつ保守党勝利の場合の財政緊縮や EU 離脱の可能性、労働党勝利の場合の市場介入主義的な政策が、むしろ弱められるというメリットがある。4 月半ば以降のポンド反発過程では、連立政権という「新常态」に対して市場が慣れてきた可能性があるが、連立交渉が比較的早く決着したりすると、ポンド反発は加速しそうだ。

利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会