



彷徨するポンド相場の背景と今後

乱高下する英国ポンド

夏場以降のポンド相場は明確な方向感を掴めないまま、派手な乱高下を繰り返している。年初来のポンド/ドル相場をみると、1月下旬の1ポンド=1.3501ドルを大底に前半は上昇基調で推移したが、年央以降は頭打ちとなり、その後晩秋に至るまで1.57ドル台から1.70ドル台まで、上下約1300ポイントの大ぶりなレンジ内での往來が続いている。ほぼ同じ期間にユーロ/ドルや豪ドル/米ドル相場が年初来高値を更新し続けたのとは対照的であり、結果的にポンド/円相場も「振れる割には方向感が出にくい」という難しい展開を余儀なくされている。

英国ポンドは、我々日本人が旅行や仕事で接する機会も多く、FX業界でも値動きの良さなどから「コアなファン」が比較的多い通貨である。しかし、これほど無秩序な上下動を繰り返されたら、「投資の果実」を安定

的に享受するのは至難だったに違いない。今回は「ポンド相場の彷徨」をテーマに取り上げる。

共通点の多い米英両国のポリシーミックス

まず始めに、英国ポンド彷徨の原因について考えてみよう。一体何故ポンド相場はこんなにケジメのない動きを続けているのだろうか。基本的な背景として、以下の2点が挙げられる。

第1の背景は、「英米の経済政策の類似性」である。現在、米国では「財政赤字の膨張懸念」と「超低金利政策の長期化観測」が潜在的なドル安圧力の発生源として注目されているが、英国もほぼ同じような状況になっている。財政赤字のGDP比が10%を超えているのは日本以外の主要通貨圏では英米だけであり、現在いずれも甲乙つけ難い膨張状態にある。

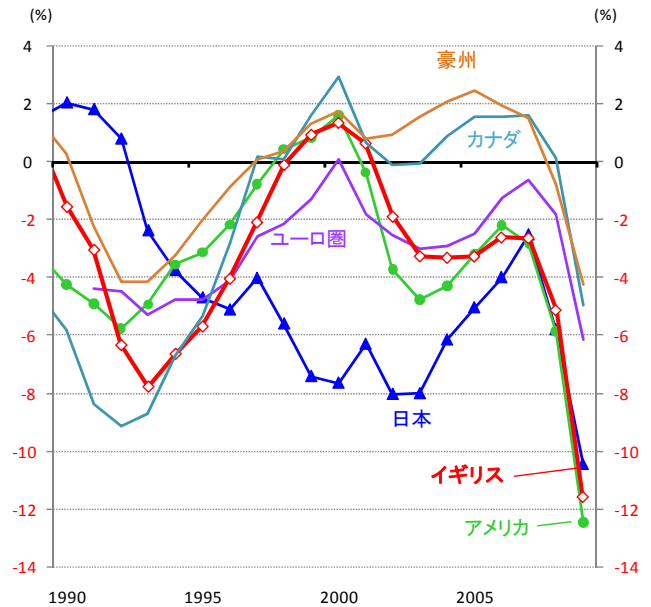
金融政策に目を転じて、英国の政策金利は現在

年初来のポンド相場の推移



(出所)ブルームバーグより外為どっとコム総研作成

主要通貨圏の財政収支(名目GDP比)動向



(注)暦年値。2009年はIMFの予測
(出所)World Economic Outlook Database, October 2009

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com

0.5%と米国の0.00～0.25%よりもやや高めだが、歴史的な低水準という点では大同小異であり、ゼロコンマ数%の金利差が直接の誘因となって英米間の国際資本移動に決定的な影響を及ぼすとは考えにくい。

昨秋の金融危機後に米国が採用した量的金融緩和の「後遺症」としてのドル安圧力も注目されているが、英国中銀のバランスシートも、米国とほぼ相似形のような膨張プロセスを経験して現在に至っている。財政・金融政策のポリシーミックスを材料に見立てた場合、ポンド/ドルを一方的に売買し続ける合理的な根拠を見出すのは難しいと言えるだろう。

英国経済・金融政策に対する方向感の欠如

第2の背景は、「英国経済及び金融政策に対する骨太の方向感の欠如」だ。英国ポンドが乱高下していた約半年間、ポンド/ドル相場は英国の「経済指標」、「金融政策動向」、「要人発言」などに一喜一憂しながら頻繁に転舵や変節を繰り返してきた。そうした動きそのものが、市場の「自信喪失」の所産であると言える。

英国及び米国の中央銀行の総資産残高

(2008年8月=100)



(注)2008年8月の平均値を100として指数化
(出所)英米中央銀行のホームページより外為どっとコム総研作成

一般に、マーケットが景況感や金融政策の「読み」に自信を持っている時期には、雑多な情報入力があっても、都合の悪いものは無視し、都合の良いものだけに反応しようとしがちである。実体経済が「踊り場」や「転換点」に差し掛かっている局面では、経済指標や要人発言にブレが生じることは良くあるが、「双方の材料に平等に反応する」のは、市場参加者が骨太の相場観を持つのに逡巡している証左であると言えるだろう。

もちろん、同様のことは米国経済及び金融政策にも当てはまる。現在、両国経済はともに金融危機と景気悪化の悪循環が高速回転する最悪期を脱したとみられるが、今後の景気回復力の強弱や持続性については楽観、慎重、悲観論が複雑に交錯しているのが実情だ。当面は、ポンド/ドル相場に骨太の方向感の台頭を期待するのは難しいのかもしれない。

値動きの荒さに潜む動意の強さ

ただし、これだけ相場が荒れるというのは、「動意が強い」ことの証左でもある。一般に、市場が方向感を喪失している局面でも、動意が薄い場合の振幅は小さくなる。両国中銀のバランスシートの膨張が暗示するように、昨秋以降の金融危機に対応して散布された過剰流動性は、ドル建てと同様にポンド建てでも膨張しているとみられる。「リスクを取るべき方向」さえ定まれば、潤沢な流動性を原資とした大規模な相場変動が促される可能性はむしろ高まっているのではなかろうか。

したがって、市場参加者が骨太の方向感さえ掴むことが出来れば、ポンド/ドル相場はいずれどちらかの方向に照準を定め、既存のレンジを突き破っていくことになるだろう。問題はそれの際の市場参加者の意思決定を左右する「材料」が何になるかである。

今後のポンド相場の3つのシナリオ

最重要のポイントは、やはり今後の英米景気と金融政策動向になりそうだ。実際、過去のポンド/ドル相場

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com

の動きをみると、その時々で反応の強弱は違うものの、英米政策金利差との連動性が比較的高かったことが分かる。最近の為替市場が、「金融緩和の出口戦略」に関する期待の変化に非常に敏感になっていることも考慮すると、今後の英米両国の金融政策の組み合わせに応じて、以下に示す3つのシナリオを提示することが可能だろう。

すなわち、今後年末に向けて英国が米国に先駆けて景気回復基調を強め、金融緩和の「出口」までの距離感を先行して縮める「強気シナリオ」では、8月高値の1ポンド=1.70ドルを上を抜いていく展開が想定される。一方、今後英国景気の悪化が相対的に強まって「出口」への距離感が遠く「弱気シナリオ」の場合、10月安値の同1.57ドルを下抜けする可能性が強まりそうだ。もちろん、あまり喜ばしくはないが、両国ともに金融緩和の「出口」までの距離感を測りかねるような状況が続く可能性もある。そうした「中間シナリオ」の場合、既存のレンジ内で値動きの荒い相場往来が続くことになるだろう。各シナリオの場合のポンド/円相場の水準

は、ドル/円相場の動きによって増幅されたり抑制されたりするので難しいが、強気シナリオなら165円超え、弱気シナリオなら140円割れの可能性が高まるだろう。果たして、どのシナリオの蓋然性が高いのだろうか。

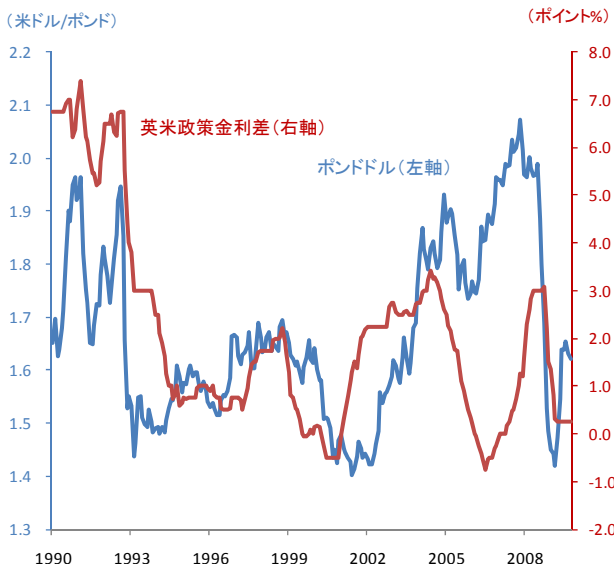
当面は「中間シナリオ」が有力

残念ながら、当面は「中間シナリオ」の確率が最も高そう。まず米国の金融政策運営をみると、11月4日に実施された米国連邦公開市場委員会では、主要政策金利であるFFレートを0.00～0.25%に据え置くことが全会一致で決定されている。同時に公表された声明文では、政策金利を異例の低水準に長期間据え置くことを正当化する条件として、「低水準の経済資源の利用率(low rates of resource utilization)」、「落ち着いたインフレ基調(subdued inflation trends)」、「安定的なインフレ期待(stable inflation expectations)」の3つが提示された。これらの諸条件を現在の米国マクロ経済環境と照合した場合、早期利上げ期待の熟成が急速に進む可能性は当面低いと言える。

一方、英国の金融政策に目を転じると、11月5日に実施された金融政策委員会では、依然として政策金利0.5%水準での据え置きが支持されている。英国における量的金融緩和の手段として注目されている「資産買い取りプログラム」の限度枠に関しては、従来の1750億ポンドから2000億ポンドへ250億ポンドの増額が認められるなど、むしろ金融緩和が強化されているような状況だ。当面は米国同様に英国でも早期利上げ期待が急速に強まりそうな気配はない。

従って、「過去最低水準からの政策金利の引き上げ開始」を超金融緩和状態からの明確な「出口」に見立てた場合、両国の金融政策に劇的な期待の変化が生じる可能性は今のところ極めて低い。当面のポンド/ドル相場は「中間シナリオ」の範疇で右往左往する可能性が高く、例えば「年内」という条件を課した場合、その確率は8割ぐらいに達するのではなかろうか。

英米政策金利差とポンド/ドル相場



(出所)ブルームバーグより外為どっとコム総研作成

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



裏街道の注目点は産油国由来の国際資本移動

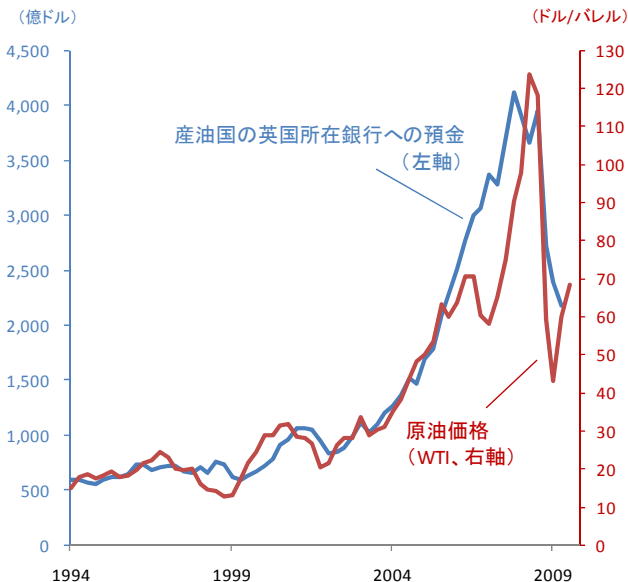
ただし、相場が半永久的に「レンジ取引」を続けることは断じてあり得ない。年明け以降の為替市場では、時の経過とともにポンド/ドル相場の「荒っぽい助走期間」は徐々に短縮され、強気シナリオあるいは弱気シナリオいずれの実現確率が急速に上昇する局面が到来するはずだ。時期の予測は困難だが、今後の英米両国の景気物価情勢を正確に見極める眼力を持つ者が、機先を制することになるだろう。

先行きの英米金融政策の見極めに際しては、「マクロ経済指標等の地道な検証」以外の王道はないが、その作業を補完する「裏街道」での注目点として、原油価格動向を挙げておきたい。近年の英国は北海油田が徐々に枯れ始め、原油の純輸出国から純輸入国へと転落しつつある。このため、現在の英国ポンドにカナダドルのような「産油国通貨」のラベルを貼ることはもはや出来なくなっている。

しかし、英国には世界最大の為替出来高を誇るロンドン市場が存在している。いわゆる「オイルマネー」の

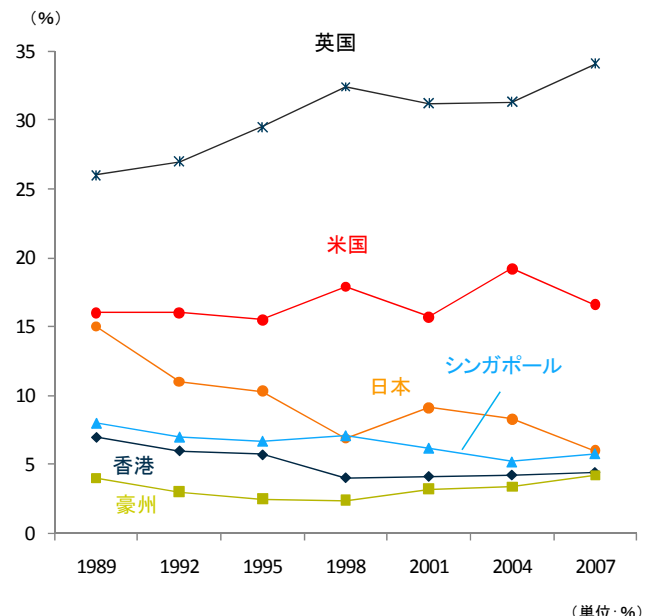
国際分散投資の主たる中継基地はロンドン市場であると言われており、原油価格の騰落が英国金融部門の活力に影響を及ぼし、間接的に英国景気やポンド相場に影響を与える可能性が古くから指摘されている。事実、過去の経験則では「原油価格が上昇している時期に産油国の英国所在銀行への預金残高が累増する一方、原油価格の下落期には急速に減少する」という関係が比較的明瞭な形で存在している。今後のポンド相場のシナリオ選びに際しては、先述の英米政策金利差に対する読みと同時に、原油価格動向にも目配せする必要があると言えるだろう。

原油価格と産油国の英銀預金残高



(注)産油国はOPEC(石油輸出国機構)及び加盟候補国
(出所)英中央銀行、ブルームバーグより外為どっとコム総研作成

地域別の為替出来高シェアの推移



	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007
英国	26	27	29.5	32.4	31.2	31.3	34.1
米国	16	16	15.5	17.9	15.7	19.2	16.6
日本	15	11	10.3	6.9	9.1	8.3	6.0
シンガポール	8	7	6.7	7.1	6.2	5.2	5.8
香港	7	6	5.7	4.0	4.1	4.2	4.4
豪州	4	3	2.5	2.4	3.2	3.4	4.2
その他	24	30	29.8	29.3	30.5	28.4	28.9

(出所)国際決済銀行(BIS)統計より外為どっとコム総研作成

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2009 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com