

PRAEVIDENTIA WEEKLY (8月23日)

GBP : パラノからスキゾへ¹

<要約>

ポンドは7月までは早期利上げ開始期待を背景に比較的順調に上昇し、今でも景気面で他の主要国対比でのアウトパフォーマンスが継続、早期利上げ期待の再燃の可能性は依然として残っているが、ここに来て BoE からのコミュニケーションがコロコロ変わり全く一貫性に欠けることから、短期的に明確な方向性を持ってトレードするのは得策ではなくなった。特にポンド/ドルは英米のコントラストが弱まっていることから方向感が失われており、ポンド高見通しを背景とした長期の取引は、ユーロ/ポンドの方がいいだろう。

誰も得しない英国得意の「二枚舌外交」が市場を翻弄

ポンドは昨年7月に世界金融危機後の3番底を付けた後、英経済全般の回復と失業率の想定以上の低下、そして住宅市場が好調でバブル懸念すら台頭する中で、先進国でニュージーランドに続き2番目に、年内にも利上げを開始するとの期待が高まったことから、今年7月までは上昇基調が継続、対ドルで1.7192ドル、対ユーロで0.7874ポンド、対円で175.37円の高値を付けた。7月までは、インフレが低水準で推移していたものの、景気回復に伴い BoE はハト派度合いを着実に後退させてきており、過去からの一貫性へのこだわりはそれなりに見受けられた（「パラノ型」）。住宅市場の過熱には銀行に対する規制などの「マクロプルーデンス政策」を優先して実行しつつも効果がなければ最後の手段として金利政策を用いるとしてきたが、住宅価格の上昇継続を受けて市場では金利政策（利上げ）発動の必要性への認識が高まっており、BoE もそれを黙認してきた。

もっとも、ポンド高に拍車をかけた6月12日の Carney・BoE 総裁発言以降、BoE のコミュニケーションに変調が見られ始め、タカ派・ハト派の間を往来する一貫性を欠いたものとなった。6月12日に Carney 総裁が「利上げは現在市場が想定しているよりも早く起こる可能性がある」とタカ派発言をしたかと思えば、6月24日、舌の根も乾かないうちに、「賃金の伸びが想定より弱い」とハト派化した。当時のポンド反落は限定的だったが、Carney 総裁は英議員の間で「unreliable boyfriend（信用のおけない男友達）」という異名を取るに至った。

Shock & AWE : 賃金の衝撃²

そして直近では、BoE 四半期インフレ報告（8月13日公表）で賃金上昇率が特に弱いことを指摘した上で、週間平均賃金の予測を前回5月分から大きく引下げ（2014年4Q：+2.5%から+1.25%へ、2015年4Q：+3.5%から+3.25%へ、図表2）、経済のスラックの判断において賃金を特に重視すると述べた。週平均賃金は6月現在で前年比-0.2%で推移しており、大きく下方修正された今年4Q予想の+1.25%でさえあと半年足らずで達成するのは困難との見方が広がり、年内利上げ開始期待が大きく後退した。これですっかりハト派化したかと思いきや、8月17日の Sunday Times 紙とのインタビューで Carney 総裁は、実質賃金上昇が持続するという自信を持つ必要があるが、そうした事実を待つ必要はないと発言、賃金が実際に上昇し始めなくても利上げを開始する可能性を示唆し、これまた一転してタカ派的でポンドは反発した。更に、8月金融政策委員会の議事要旨（20日発表）では、9名の委員のうちタカ派として知られていた Weale 委員、McCafferty 委員の2名が25bpsの利上げ票を投じたことが判明、これもポンド反発に繋がった。

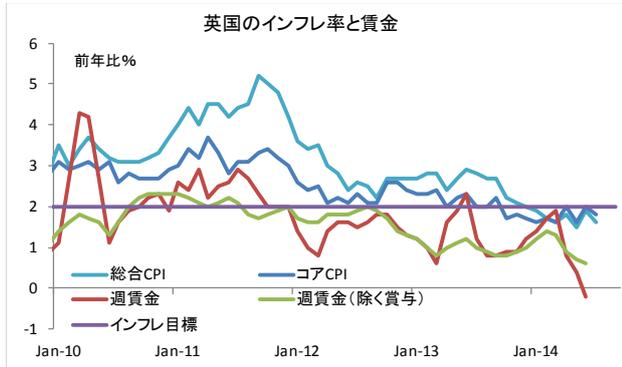
BoE 金融政策委員会の票決については伝統的に「個人主義的」で、事前の根回し・コンセンサス形成がなく総裁が少数派に回ることも過去あり、今回の票割れも想定通りだったが、総裁発言、インフレ報告、議事要旨といった中央銀行の主要なコミュニケーションを全体としてみた場合、無節操なハト派・タカ派間の往来は、ある程度長期的なポジションを取る投資家に大きな不利益をもたらした可能性が高く、更に BoE 自身が市場か

¹ 浅田彰著「逃走論―スキゾ・スキゾの冒険」での分類を参考とした。ごく簡略化すれば、パラノ型は全ての過去の背負って生きていく、過去にこだわるタイプ、スキゾ型はそのつど時点ゼロからスタートし、過去にこだわらないタイプ。

² ‘Shock & awe’（衝撃と畏怖）は2003年のイラク戦争における軍事作戦名で、圧倒的な力の差を見せつけて敵の戦意喪失を狙う戦術。直近インフレ報告で BoE が週平均賃金（Average Weekly Earnings, AWE）の重要性を強調し市場を打ちのめしたため、awe を AWE に置き換えている。

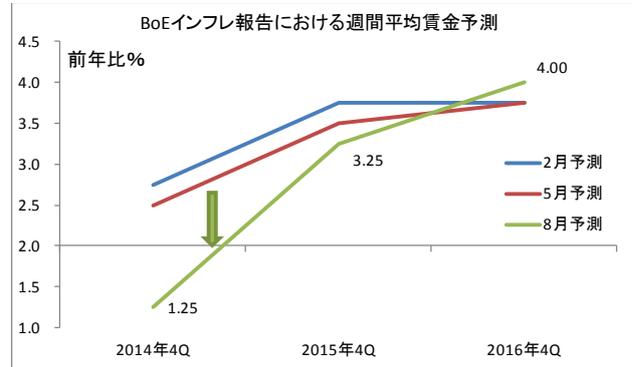
らの信頼を失うことにより、市場を通じた政策目標達成が難しくなるデメリットの方がはるかに大きいはずだ。こうした BoE の場当たりの一貫性のない「スキゾ型」のコミュニケーションが続く可能性があり、ポンドについて短期のポジションを取るの是非常に危険で、避けた方がいいだろう。

図表 1：英国のインフレ率と賃金（実績）



(出所) BoE インフレ報告データを基にプレビデンティア・ストラテジー作成

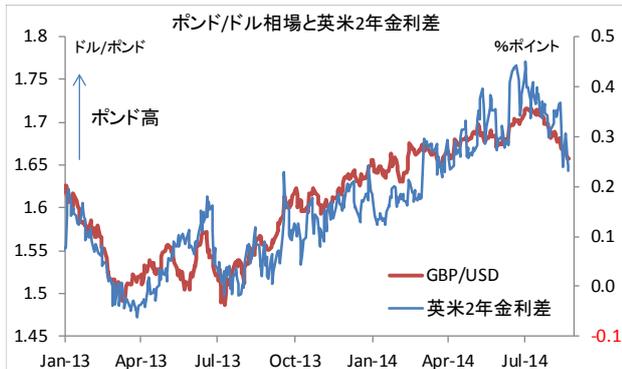
図表 2：BoE インフレ報告における賃金予測



とは言え、BoE が利上げ開始に向けて進んでいるのは事実で、問題はそのタイミングだ。タイミングを計る上で重要なのは、景気に対する先行性がある英企業景況感 (PMI) が景気拡大を意味する 50 以上を維持し、失業率の低下が続くのは大前提として、それに加えて BoE インフレ報告で重要性が指摘され、直近 6 月分が前年比 -0.2% とマイナス圏にある週平均賃金 (含む賞与) が、BoE の今年 4Q 予測である +1.25% にどれだけ早く近づいていくかが最も重要となる (図表 1)。次回 BoE 四半期インフレ報告 (11 月 12 日公表) までに上昇基調が明確化しない場合には、次回インフレ報告で BoE の週平均賃金予測が引き下げられるリスクが高まる。

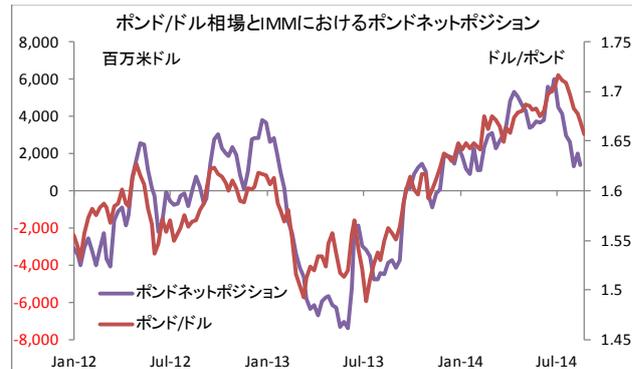
この間、毎月の BoE 金融政策委員会の議事要旨における利上げ票の増加の可能性も引き続き注目で、中でも 8 月に利上げ票を投じた Weale 委員、McCafferty 委員に加えて、タカ派として知られる Miles 委員も利上げ票を投じ始める可能性があり、その場合には一時的にポンド買い要因となる。但し、8 月インフレ報告で賃金上昇率の低さが強調されたばかりで、利上げ慎重派も根強いとみられる中、仮に利上げ票の増加が確認されても、全 9 名のうち 2、3 票の利上げ票が存在し続け、票割れが長期化・常態化するリスクも十分ある。

図表 3：ポンド/ドル相場と英米 2 年金利差



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：ポンド/ドル相場と IMM ポジション



ここからのポンド：「振り回されたくない」願望

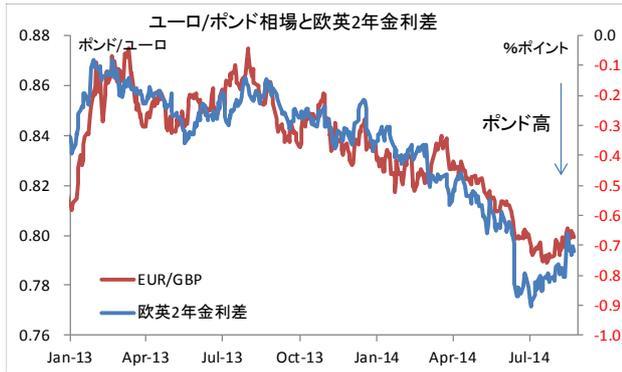
上述のように、ポンドは BoE の一貫性に欠ける「スキゾ型」コミュニケーションにより上下に振れ易くなっているほか、BoE が (通常は振れが小さい) 賃金に焦点を当てると宣言したことから (これもまた突如変わる可能性はあるが…)、調整以外には短期的に大きく上昇しにくくなった。

ポンド/ドルについては、ポジション、金利差のいずれからみても方向感が不明瞭だ。ポジション面では IMM 非商業筋 (= 投機筋) のポジションをみるとネットロングの規模が既に 7 月初のピークの 3 分の 1 程度へ大きく縮小した後、ハト派的なインフレ報告後も案外縮小しておらず、悪材料はほぼ織り込んだ可能性もあるが、ロングに変わりはなく更に削減されるリスクも残る。英米 2 年金利差の面からは、現在は概ね金利差が示唆す

る水準にあり（図表 3）、今後は英米の利上げ開始に向けたスピード感がどの程度異なるかが鍵となるが、こちらも以前ほどには明確でなくなっている。米国では Yellen 議長が以前ほどハト派ではなくなっていると市場は認識し始めており、利上げ開始時期が来年半ばから前倒しされるという見方が強まっている一方、英国では逆に年内利上げ開始期待が後退しつつあり、英米の利上げ開始時期が来年初に収斂しつつある状況だ。

ユーロ/ポンドは現在、概ね 2 年金利差が示唆する水準にあり（図表 5）、今後は英金利の上昇ペースで決まってくるだろう。英国とドイツの 2 年債利回り動向をみると（図表 6）、ドイツ分は既にゼロ%で更なる低下は期待し難く、英国分の上昇如何にかかっている。この点、8 月インフレ報告後にかなり弱気見通しが織込まれ水準が大きく低下したことから、今後は緩やかながらも英週間平均賃金と共に再上昇に向かうだろう。このため、ポンド/ドルよりはユーロ/ポンドの方がユーロ安・ポンド高の方向性が持続し易いとみられる。

図表 5：ユーロ/ポンド相場と独英 2 年金利差



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 6：英米独の 2 年金利



ポンド見通しの下方修正：大英帝国の逆襲は対ユーロのみに戦線縮小

当社は昨年よりポンドに強気で、早ければ今年 11 月の BoE の利上げ開始の可能性を睨み、来年にかけてポンド/ドルが 1.76 ドルへ上昇した後、米利上げ時期が確実になると英米間のコントラストがなくなり横ばい化するとみていた。もっとも、最近の BoE のコミュニケーション、英週間平均賃金の伸びの弱さ、そして米国の利上げ開始早期化リスクを考慮して、ポンド/ドル予想をほぼ現水準の 1.66 ドルへ下方修正し、来年前半まで同水準でもみあいが続くとこの予想に変更する。ユーロ/ポンドも、来年央にかけて 0.72 ポンドへ下落するとこの見通しを 0.76 ポンドへ上方修正（ポンド下方修正）するが、ユーロ安圧力は継続するため、ユーロ下落・ポンド上昇見通しの方向性は維持する。

図表 7：当社のポンド予想

通貨ペア	直近	14年9月末	14年12月末	15年3月末	15年6月末
ポンド/ドル	1.657	1.66	1.66	1.66	1.66
(市場予想)		1.695	1.695	1.685	1.680
ユーロ/ポンド	0.80	0.80	0.78	0.77	0.76
(市場予想)		0.790	0.780	0.775	0.770

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
 金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)</p> <p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日)</p> <p>「FOMC：相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)</p> <p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日)</p> <p>「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)</p> <p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)</p> <p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日)</p> <p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)</p> <p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「BRL：働く通貨はキャリーだけ」(14年6月7日)</p> <p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日)</p> <p>「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日)</p> <p>「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日)</p> <p>「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日)</p> <p>「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>