



2016年7月4日

## 英国「EU 離脱」の衝撃：英ポンド相場をどう見るか？

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員 武田 紀久子

### <変動相場制移行後で最大の下落劇を演じた英ポンド>

6月24日（金）日本時間12時40分過ぎ、英BBC放送が「離脱派勝利」の速報を打つと、既に朝方から「つるべ落とし」の商状を呈していたポンド相場は一段と下げが加速。対ドルで一時1.3236と1985年9月以来の安値へ前日比10%を超える急落劇を演じた。1日の下落率としては、「暗黒の水曜日」として記憶される1992年9月のERM危機（過大評価されていた英ポンドが投機的な売り浴びせを受けERM<為替相場メカニズム>からの離脱を余儀なくされた通貨危機）当時を上回り、1970年代の変動相場制移行後で最大を記録した。その後1.31台へ続落をしたのち、一旦持ち直しとなっているが、依然として英ポンド相場の下値不安は強い。以下で確認する通り、離脱派勝利の衝撃に加えて、英国は世界第2位の経常赤字国という国際収支上の脆弱性を抱えている。英ポンド相場はこの先相当期間、下落圧力に晒された状態が続く可能性が高い、と考えている。

### <織り込み困難な「政治危機」>

言うまでもなく、ポンド急落の最大の背景は、現在の英国が「政治危機」に直面しているという事実にある。過去30年間に発生しその後グローバル金融市場を年単位で揺さぶることになった危機は、□1987年ブラックマンデー、□1992年ERM危機、□1997年アジア通貨危機、□2008年リーマン・ショック、□2011年欧州債務危機と、いずれも何らかの経済的不具合によって引き起こされた「金融危機」であった。金融危機であるならば、“担当医”である当事国の政府・金融当局が示す“診断書”や“処方箋”が指針となって、その後不確実性は徐々に解消されて行く。しかし、今回は欧州3大大国の一つが民意を反映しEUを離脱するという海図なき政治課題である上に、具体的な離脱プロセスを巡って、現時点では一体誰がいつ何を決めるのかすら判らず、金融市場が一番嫌う不確実性ばかりが増している。英ポンド相場が30年ぶりの安値へ瞬く間に暴落したことが象徴している通り、こうした先の読めない「政治危機」の発生によって、「英ポンド資産は全て割高（＝より安価な水準へ調整が必要）」という投資家判断が浸透して行く。そのダメージを真っ先に被っているのが、目下のポンド相場である。

金融市場はそもそも、定量化することができない「政治リスク」の扱いに不得手であ

り、それは今回国民投票の結果を大きく読み誤ったことにも反映されている。市場にとって、英国の EU 離脱はあくまでテール・イベント（生起確率は極めて低いが発生すると甚大な影響を及ぼす事象／正規分布図の端の部分＝テールを指す）の扱いであったため、それが非常に高い得票率とともに僅差と言うには大きな 127 万票差で実現してしまった衝撃を、まだ十分に消化しきれていない。また、やや余談めくが、離脱が強く警戒された 2014 年 9 月のスコットランド国民投票が、結局は残留に決着し肩透かしとなった最近の事例がデジャヴとなって、筆者も含め、離脱の可能性を過小評価してしまった感は否めない。市場は、不得手な政治リスクを読み誤り、今その織り込みを急かされている、という状況にある。

### ＜通貨安→物価上昇→実質賃金減でリセッションリスクの負の連鎖＞

こうして、離脱ショックをきっかけに大幅な調整局面入りを余儀なくされた英ポンド相場だが、この先は、それそのものが英国内の経済活動を圧迫し、景気後退と通貨安のスパイラルを呼んでしまう可能性がある。具体的には、大幅なポンド安によって、国内のインフレ圧力が高まり、その結果として、家計部門の実質所得が大幅に減少。そうだけでなくも Brexit という異例の事態を受け慎重化している消費者心理が更に冷まされることになる。一方で企業部門については、投資手控えどころか、既存案件は凍結を余儀なくされ、更には「脱英国」の検討にも迫られる。これらと相俟って、失業率が上昇し、賃金・雇用環境は大幅に悪化。経済活動が委縮する負の連鎖が回転していくことになる。

「離脱」によって、英国経済が深刻な景気後退に見舞われるリスクについては、BOE（英国中銀）を始めとする多くの内外公的機関が早い段階から警告していた。リセッションリスクが高まれば、BOE は現在 0.50% にある政策の金利引き下げ、或いは、量的緩和再開など政策対応を行うことを明言している。金融緩和が強化されれば、それによってポンド安見通しが更に強まることとなるだろう。

もちろん、通貨安による輸出振興で景気が下支さされる面も確かにあるだろう。しかし、そもそも英国では製造業セクターの規模が小さい上、輸出の約 44% は、離脱ショックの悪影響が英国の次に懸念される「EU 向け」となっている。ポンドほどではないにせよ、ユーロ相場も目下軟調に推移しており、英国のユーロ圏向け輸出がポンド安によって大きく改善する見通しは持ちにくい。もとより、グローバルにも「長期停滞」の需要不足が懸念されており、通貨安による輸出振興の効果にあまり多くは期待できなくなっている。

### ＜「世界第 2 位の経常赤字国」／警戒される経常赤字のファイナンス＞

ポンド相場の先安観の源泉は、実はこうした循環要因よりも、巨額の経常収支赤字という構造要因、即ち、貸借対照表上、常に対外的なファイナンス＝資金流入に依存している、という英国の国際収支構造の脆弱さにある。英国は米国に次ぐ「世界第 2 位の経常赤字国（金額ベース）」であり、2015 年第 4 四半期の経常赤字は対名目 GDP 比 7.0%（327 億ポンド）と、金額、対 GDP 比ともに現行統計開始以降で最大を記録している。

英国の経常収支赤字が大幅に拡大した事例は、1970年代前半と1980年代後半にそれぞれあるが、背景はいずれも貿易赤字の拡大にあった。しかし、足元の経常赤字は、主として所得収支の赤字転落、すなわち、対外直接投資や対外証券投資などの「投資の上がり」が減少したことが背景となっている。

一般論としては、通貨安による経常赤字の是正が期待されるが、初期段階では輸入物価上昇等を受けた、いわゆるJカーブ効果によって、むしろ赤字は拡大方向に働ことになる。また、現在の英国の赤字拡大は、既述の通り、エネルギー価格安や低金利を背景に「投資の上がり」が低迷していることが主たる背景にあるため、通貨安による赤字は正効果はやや期待しにくい。ポンド相場が前回大幅下落を経験した2008-2009年当時も、通貨安による経常赤字削減効果は極めて限定的であった。

こうした国際収支構造の脆弱性については、IMFも今年5月に発表した対英経済審査（いわゆる4条協議）で言及しており、「Brexitによって経済活動が委縮する負の連鎖が、高水準の経常赤字によって増幅する可能性がある」としている。Brexitを嫌気した資本流入の抑制、更には資本流出が拡大する事態となれば、高水準の経常赤字に対するファイナンス懸念が強まり、ポンドに対する下落圧力がスパイラル的に増すことになる。

## <1.20水準は射程圏に>

では、当面のポンドの下値目途はどの辺りであろうか？現時点では政治面の先行き不透明感が余りに色濃く予測は極めて難しいが、冒頭で触れたERM危機を参考にすれば、高値からの下落率は約20%、また、リーマン・ショック後に記録した安値は、それ以前の高値から約35%下落した水準にあった。他方、歴史的にみて、ポンド相場が1.40水準を大きく下回り推移した時期は、1984年5月から1985年10月の約5か月間のみ。この当時記録した英ポンド相場の史上最安値は1.05水準であった。

これらを前提とすれば、穏当な見方としても1.20水準への調整を覚悟する必要はありそうだ。更に英国の政治が大きく混乱するようであれば、史上最安値1.05が意識される場面もあるだろう。市場がrun＝暴走する事態となれば、英国当局による介入もオプションとなるが、実は英国の外貨準備は1500億ドル程度と、輸入金額（2015年6839億ドル）に照らして、決して潤沢とは言えない。通貨防衛には利上げという選択肢もあるが、景気への悪影響と両睨みで判断は難しいだろう。

英国政府・議会からこれといった方針提示がない中、27日には米格付け会社S&Pグローバルが英国債の格付けを最上級のトリプルAから上から3番目の「ダブルA」へ、2段階の引き下げを発表した。見通しは「弱含み」で今後更に信用力が落ち込むリスクがあるとしている。こうした格付け判断も、経常赤字のファイナンス懸念を通じ、ポンド安に拍車をかけることが懸念される。

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、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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、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。また、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ください。