



Brexit と英ポンド・リスク

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員
武田 紀久子

kikuko_takeda@iima.or.jp

英国の EU 離脱を巡る視界不良は、国民投票から 1 年が経過した現在も晴れないばかりか、ますます混迷を深めており、これに直面する日本企業の懸念や課題も解消されない状態が続いている。英国では、6 月 8 日の総選挙で与党保守党が過半数を失う大敗を喫し、メイ首相の求心力が著しく低下。7 月 17 日には、6 月 19 日のキックオフに続く形で、EU 側との離脱交渉の第 2 ラウンドが実施されたものの、メイ政権が一枚岩での対応を打ち出せないことで、ただでさえ描くことが難しい「離脱後の英国の姿」は、予見可能性がさらに大きく後退してしまっている。改めて指摘するまでもなく、3 月 29 日に EU 離脱を正式通告した英国にとって、時間的猶予は少ない。EU 基本条約 50 条で規定される 2 年間の交渉期限は 2019 年 3 月 29 日に到来し、その時点で全 EU 加盟国による離脱交渉の延長合意等がなければ、同日ブリュッセル時間 24 時に、英国は EU を離脱することになる。

日本貿易振興機構（ジェトロ）が 2017 年 3 月にまとめたペーパー「ブレグジットに向けた日本企業の課題と在欧日系企業を取り巻く環境」によれば、進出日系企業等へのアンケート調査で「日系企業が抱える懸念」について最多回答となったのが「為替（ポンド）への影響（37.3%）」であった。そこで本稿では、迷走する離脱交渉そのものから目を転じ、英国の通貨「ポンド」に焦点を当て、改めてその取引実勢や特徴を概観することで、先行きの変動リスクについて考えてみたい。結論を先取りすれば、英ポンド相場は「短期楽観・長期警戒」、すなわち、目先的には底堅さを維持できる公算があるものの、対外収支構造等に鑑みて、長期的にはやはり、下落リスクを警戒せざるを得ない様相が浮かび上がる。

1. ロンドン市場、および、ポンド取引のグローバルシェア

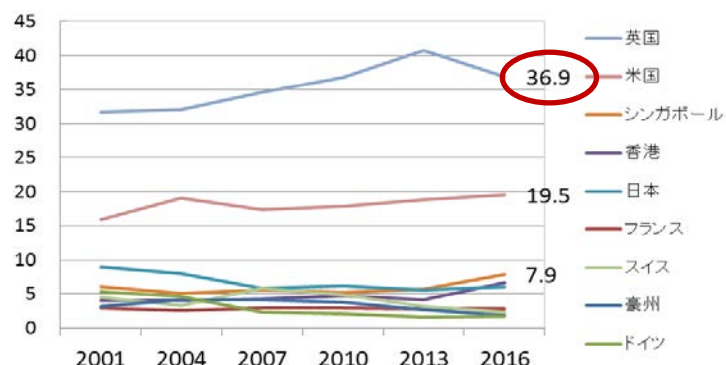
まず初めに、ロンドン市場と通貨ポンドの取引実勢を確認しておきたい。ロンドン市場については、枕詞に「世界最大の国際金融センター」とする形容が定着しており、それは概ね正しいが、図表1の通り、主要な金融取引における各国シェアを一覧すると、同市場の最大の強みが「外国為替取引」にあり、群を抜いて大きなシェアを占めていることがわかる。ではその外国為替取引について、図表2で改めて主要市場別の出来高推移を確認すると、足元でやや低下したとはいえ、2016年4月に実施された最新調査(BIS取りまとめによる「2016年・外国為替およびディリバティブに関する中央銀行サーベイ」)ではグローバル為替取引の約4割がロンドン市場で実行されており、シェアは第2位のNY市場の倍近くに及ぶ。アジア主要3大市場(シンガポール、香港、東京)のシェアは合わせても2割程度であり、ロンドン市場単体で、米国とアジアの4大市場を合計した規模の商いが集中する形となっている。

〈図表1〉 金融取引に占める主要市場のシェア (%シェア)

	英国	米国	日本	仏	独	シンガポール	香港	その他	調査対象年
金利デリバティブ	39	41	2	5	1	2	4	6	2016年4月
外国為替	37	19	6	3	2	8	7	18	2016年4月
海上保険	29	6	7	4	4	1	1	48	2014年
ヘッジファンド	17	66	2	1	-	1	1	12	2014年末
クロスボーダー銀行貸出	16	11	11	8	8	3	4	39	2015年9月
アセット・マネージメント	7	58	2	3	2	1	-	27	2014年末
プライベート・エクイティ	7	47	7	5	4	-	1	29	2014年

(出所 The City UK より IIMA 作成)

〈図表2〉 為替取引に占める主要市場のシェア (2016年4月、%シェア)

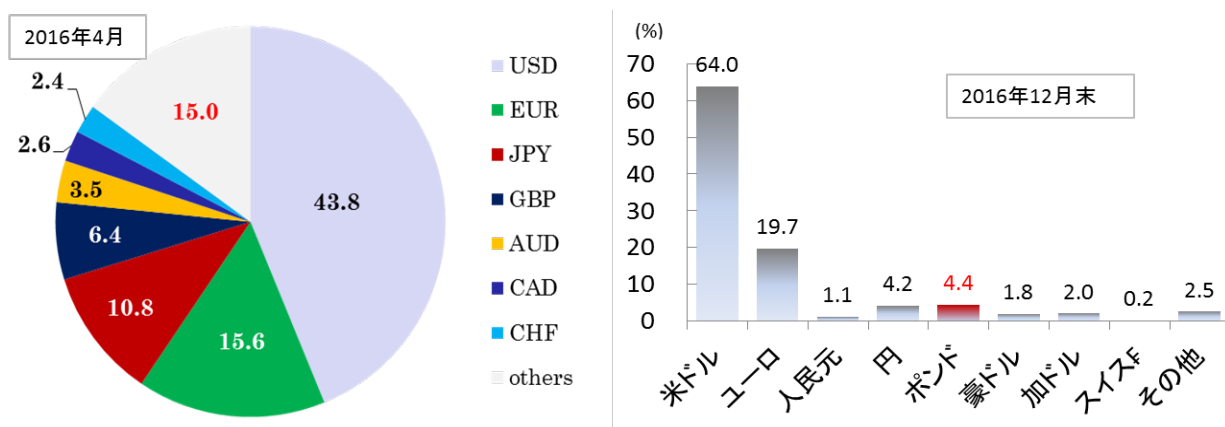


(出所 BIS (国際決済銀行) より IIMA 作成)

その一方で、英国の法定通貨であるポンドの取引のシェアはどうであろうか。前述のBISサーベイによれば、図表3の通り、ドル、ユーロ、円に次ぐ世界第4位のシェアと

なっている。類似の視点で、世界の外貨準備における通貨別シェアを見ると、これも円とほぼ肩を並べる4%台のシェアで、ドル、ユーロに次ぐ第3位の通貨となっている。これらの観察結果を総じてみれば、ロンドン市場は、特に外国為替取引において群を抜いて大きい世界最大の金融市場であるが、その“ご当地通貨”である英ポンドは円と並ぶ程度の、グローバルに3番手・4番手の国際通貨に過ぎない。「自国市場の出来高はグローバルシェアの約40%を占めているものの、自国通貨のグローバルシェアは5%前後」という事実から浮かび上がるのは、英国が長年にわたり築き上げてきた金融ビジネスの姿である。周知の通り、英国にとって、金融サービス産業はGDPや税収の1割を超える基幹産業であるが、これを維持・伸長する為に、法務・税務・会計などを含む国際金融取引に必要なインフラを蓄積し、自国通貨以外のビジネスを巧みに取り込み成長・発展してきたのがロンドン市場の姿である。後述するが、この金融サービスへの依存が、英国の対外収支構造を特徴付けるとともに、EU離脱に向かう通貨ポンドの行末を暗示するものとなっている。

＜図表3＞ 為替取引（左）、及び、外貨準備保有（右）における通貨別シェア（%）



(出所 BIS (国際決済銀行)、IMF (国際通貨基金) より IIMA 作成)

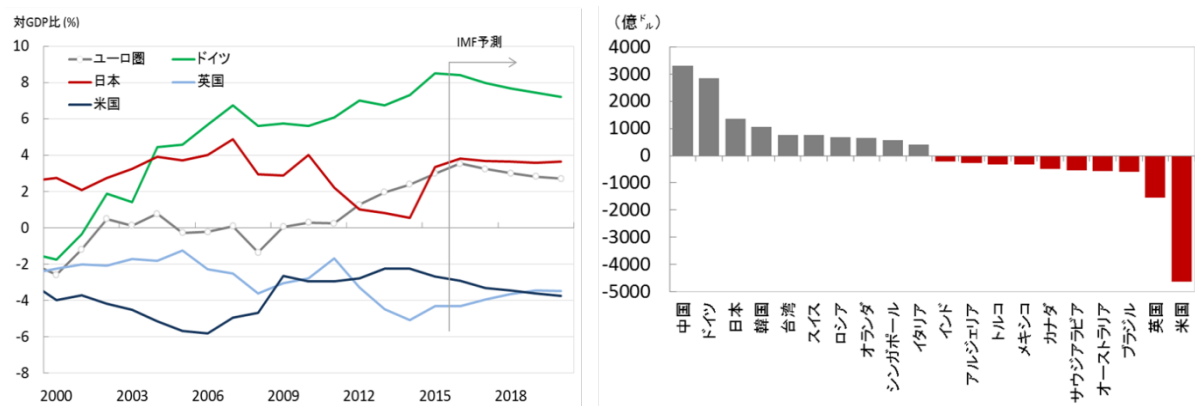
2. ポンド相場の3つの特徴

次に、通貨ポンドの為替価値を占うにあたって鍵になると考えられる3つのポイントを見ておきたい。それらは(1)英国が米国に次ぐ巨額の「経常赤字大国」であること、(2)平時にはユーロ相場と高い相関関係(対ドル)にあること、そして(3)英国の家計セクター(≒一般有権者)にとって、通貨安は購買力低下や住宅ローン金利上昇などの波及経路で歓迎されない場合が多い、という3点である。

(1) 英国は米国に次ぐ巨額の「経常赤字国」

まず、何と言っても最大の特徴は、英国が米国に次ぐ「経常赤字大国」である点だ。図表4・右図に示す通り、英国の経常赤字は、金額ベースで米国に次ぐ世界第2位の規模であり、また、左図の通り、対GDP比では、ここ数年は米国を上回り拡大している。一般論として、一国の経常黒字・赤字そのものは善でも悪でもなく、単に1つの「体質」に過ぎない。しかし、赤字であることは、貸借対照表上、常に対外的なファイナンス＝資本流入に依存することを意味している。英国は、すなわち、常に巨額の対外的なファイナンス＝資本流入に依存せざるを得ない構造的な「体質」を抱えていることになる。同時に、それが持続不能になれば、大幅な通貨安が引き起こされるリスクを抱えていることになる。こうした英国の国際収支構造の脆弱性については、IMF（国際通貨基金）も2016年発表した「4条協議」審査報告で言及するなどしており、「英国のEU離脱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。

<図表4> 経常収支の国際比較

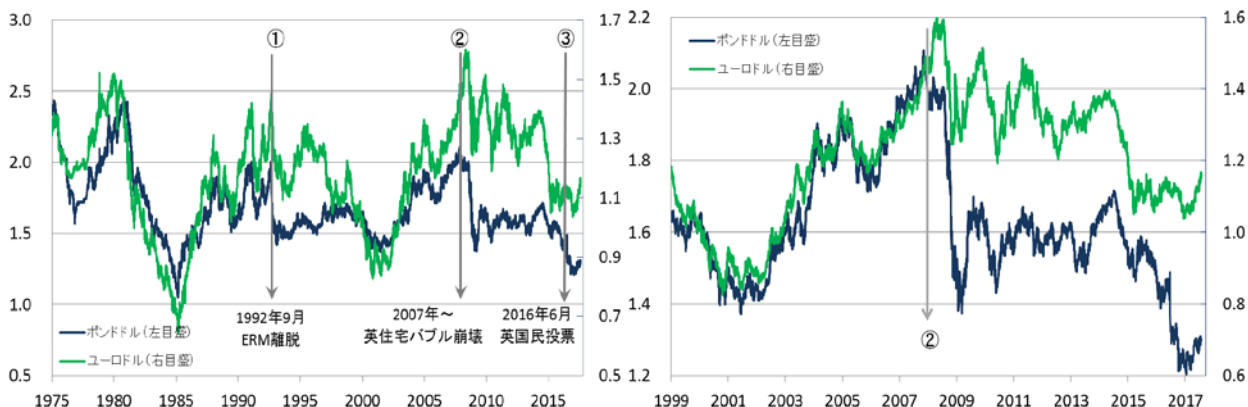


(出所 IMF より IIMA 作成)

(2) 高いユーロ相場との相関関係

第2の特徴は、英ポンドは、対ドルで見て、ユーロと非常に高い相関関係にある、という点だ。図表5で示す通り、危機発生時（①1992年ポンド危機、②2007年英住宅バブル崩壊、③2016年国民投票・Brexitショック）を除けば、両者は概ね連動・相関して推移をしている。その詳しい背景分析は別稿に譲るが、決別が決定された政治決断とは裏腹に、ポンドとユーロは単一市場を共有し隣接する経済圏の通貨として、事実上、トレンド形成の同期化が進みつつあった可能性がうかがえる。

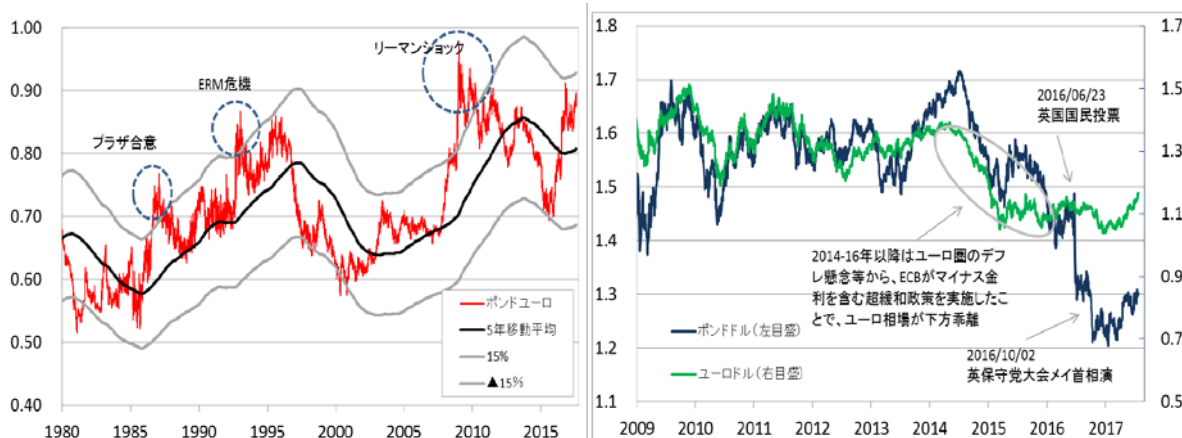
＜図表 5＞ ポンドとユーロの対ドル相場（左図：1975 年以降、右図：1999 年以降）



（出所 Thomson Reuters より IIMA 作成）

さらに、詳しくこの2つの通貨ペアの動きを見ると、図表6・右図の通り、2016年6月の離脱ショック以降、確かにポンドは対ユーロでも大きく切り下がり、両者の相関は崩れているが、実はそのマグニチュードは、過去3回のポンドの大幅下落に比べ、さして大きなものになっていない。図表6・左図で示した通り、ポンドの対ユーロ相場で一定の変動幅（実勢相場の5年移動平均から上下15%の変動幅）を超過してポンドが下落した例は過去3回あるが、今回の動きはこうした歴史上の“ポンド危機”と異なり、このバンドの中に収まっている。ここから類推されるのは、EUとたもとを分かちことが政治的に決定されたとは言え「離脱後の英国の姿」が見通せない中ではこれを消化しきれない「立ちすくみ」の状態にある市場の姿であり、別の言い方をすれば、メイ首相が主張する「ハード Brexit」案など、英国経済にとって厳しい離脱後の姿がいよいよ現実になるなどした場合、改めてポンド売り気運が高まる可能性を示唆するものにも思われる。

＜図表 6＞ 左図：英ポンド相場（対ユーロ） 右図：ポンドとユーロの対ドル相場



（出所 Thomson Reuters より IIMA 作成）

(3) 英国にとってのポンド安の含意

3つめのポイントは、ポンド相場の特徴、というよりも、英国経済や社会にとって通貨安が続くことの意味合いとその波及経路についてである。一般的に、経常赤字国⇨消費過剰体質の国では、通貨安の継続は、輸出採算改善などのメリットよりも、インフレ圧力の高まりや実質購買力の低下などデメリットがより強く浮き彫りになる。また、伝統的にブーム&バスト、つまり「過熱しやすく冷めやすい」体質にあるとされる英国では、英国中銀（以下 BOE）がその他主要國中銀に比べ機動的な政策対応を行う傾向が強く、緩和・引き締めの変わり目が早いことが BOE の 1 つの特徴となっている。実際に、通貨安によるインフレ圧力の兆候などが顕在化した場合、先制的な行動を取る可能性は高い。

となれば、ポンド安は英国の家計セクターにとって、インフレ圧力の高まりを通じ実質賃金や家計購買力の低下を引き起こすだけでなく、BOE によるインフレ・タカ派な政策対応によって生じる金利上昇等を通じ、二重のダメージをもたらすことになる。英国人は、一般に、持ち家など不動産の転売を中心に生涯を通じた個々人の資産形成を行う志向が強い、とされており、それも併せ考えれば、通貨安はメリットよりもデメリットがより強く意識されることは尚更となろう。メイ政権の不人気の遠因にポンド安がある、と結論するのは早計だが、少なくとも日本に比べると、通貨安が一般有権者の生活不安を高める可能性は高く、さらに、それが政局不安に繋がる蓋然性もあることには留意が必要だろう。

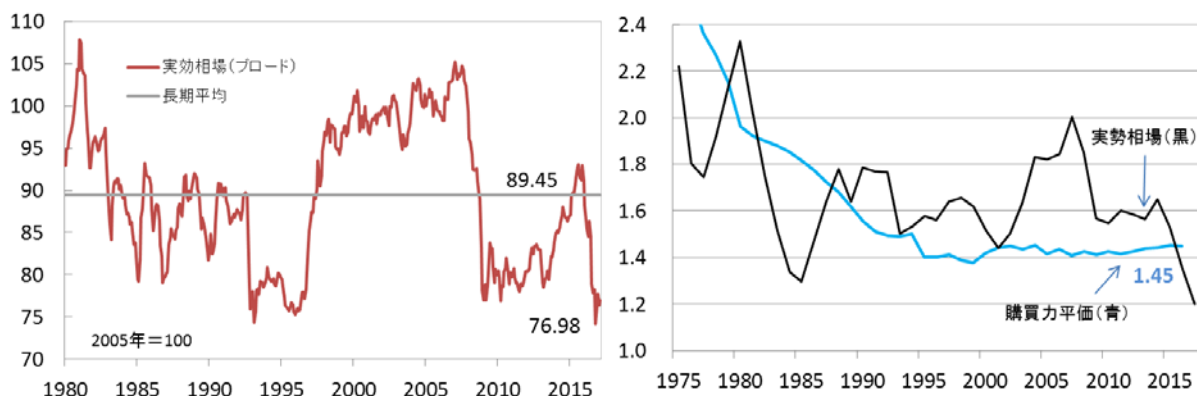
3. ポンド相場は「短期楽観・長期警戒」

以上の整理から、ポンド相場の先行きを見通すと「短期楽観・長期警戒」、すなわち、短期的には相応に安定化・持ち直しの蓋然性があるものの、長期的には下落リスクを念頭に置かざるを得ない、と考える。

「短期楽観」の背景は、次の 2 点である。1 点目は上述の通り、BOE による利上げの可能性である。英国では、約 1 年続いた通貨安と原油価格の反発等によってインフレ上昇圧力が増しており、英国の 5 月分消費者物価指数（CPI）は 2.9%へ上昇。また、同国の経済活動も概ね底堅さを維持しており、BOE が米国や欧州中銀（ECB）等と同様に、政策正常化へ舵を切る材料がそろってきている。こうして金融政策面から、ポンド金利が上昇しやすい環境にあることに加えて、現在のポンド相場は、図表 7 に示す通り、均衡的とされる水準から大きく下方へかい離している。左図のように、実効相場では長期平均から 15%程度下方へかい離、また、右図のように購買力平価と実勢相場では、実勢

相場が 20% 程度の割安水準に位置。これらから判断すれば、目先の、一段とポンド安が進む可能性よりも、均衡的な水準へ是正（ポンド高方向へ調整）される可能性の方を期待して良さそうに思われる。

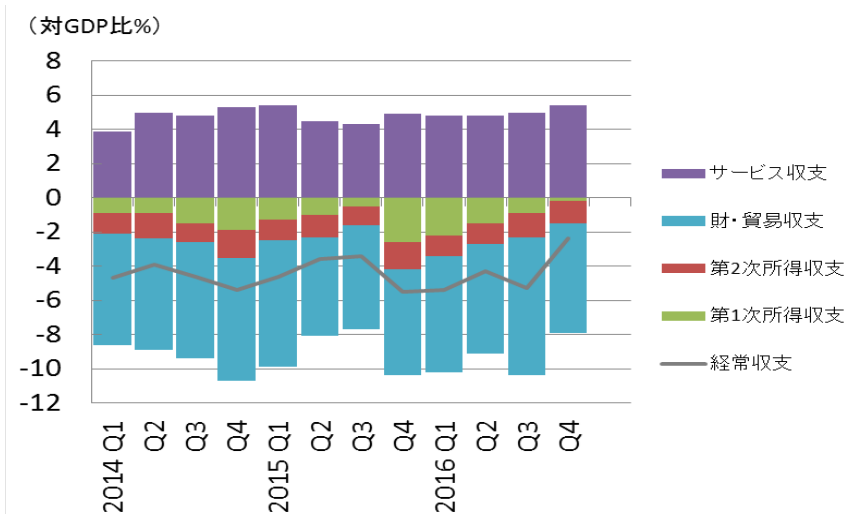
<図表 7> 英ポンドの実効相場（左図）と米英購買力平価（右図）



(出所 OECD、英国中銀、英 ONS より IIMA 作成)

一方「長期警戒」の背景は、英国の経常収支構造にある。先に 2. (1) で触れた通り、英国の経常収支構造は、単に赤字規模が大きいということ以上に、サービス黒字（輸送・旅行・金融などで構成。金融には証券売買手数料のほか、保険・年金などの専門サービスが含まれる）への依存が非常に高いことが特徴となっている。メイ政権は今のところ「ハード Brexit」を前提に離脱交渉にあたっており、となれば、英国が単一市場から離脱することは必定であり、ロンドン市場の金融ビジネス発展を支えてきた「EU シングルパスポート（=EU の単一の規制体系の下で、規制当局からの単一の承認で、対象地域内で金融サービスを提供する自由を認める制度）」の維持は難しくなる。図表 8 に示した通り、英国の経常収支構造は、巨額の貿易赤字をサービス収支の大きな黒字が埋め合わせ、どうにか現行水準の赤字額に収まる図式となっている。ハード Brexit によってこのサービス黒字が趨勢的に大きく減少する可能性は高く、となれば、英国の経常赤字はさらに膨張し、長期的に通貨ポンドに対する大きな不安定化要因となる事態は避けられないだろう。

＜図表 8＞ 英国の経常収支・内訳



(出所 日本銀行、英 ONS より IIMA 作成)

4. 最後に

ポンド相場が直面した過去2つの大きな危機（1992年ERM離脱危機、2007年英住宅バブル崩壊）を参照すると、いずれもポンドの調整幅（＝下落幅）は直近高値から約3割程度であった。これを前提とすれば、一旦対ドルで1.20割れを達成した英ポンド相場の調整は既に1つの節目に到達したと言えるかもしれない。しかし、以前の危機が金融的なインシデントに端を発する「金融危機」であったのに対し、今英国が直面しているのは国としての在り方を問い直し作り直す長大な国家プロジェクトである。そうした深刻な状況にもかかわらず、「離脱後の姿」がどうなるのか、その共有はもとより政治指導者等が一枚岩で青写真を提示することもできない「政治危機」の様相を呈しており、国力の減衰といった意味合いでも、長い目で見たポンド価値の将来に明るい見通しは持ちにくくなっているように思われる。

EUとの離脱交渉の成り行きを、現時点での各種調査や報道等をベースに、あくまで大雑把な主観としてシナリオ別に整理・予測すると、①メイ首相型の「ハード Brexit」が50%、②長い交渉期間を確保した上での「やや緩めのハード Brexit」が25%、③ハモンド財務相型の「ソフト Brexit」、或いは逆に、④何も措置が講じられぬまま2年の交渉時限を迎える「破綻型 Brexit」がそれぞれ10%強といったイメージを想定している。②或いは③となれば、ポンドに対する長期的な減価見通しは後退するであろうが、残念ながら、その可能性は低い、というのが現時点での整理になる。

以上

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。

Copyright 2017 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>