

みずほマーケット・トピック(2016 年 2 月 24 日)

## 英国の EU 離脱に係る論点整理

英国の EU 離脱に関し、簡易な論点整理。6 月 23 日に実施される国民投票に関し、市場では「そう  
は言っても残留だろう」との思惑が強そうだが、現状の世論調査は流動的。欧州委員会はこれ以  
上の譲歩を行う意思がないことを示唆しており、14 年のスコットランド時のように直前に政治的懐  
柔策で世論が変わる展開は期待薄。通貨ユーロとシェンゲン協定という欧州統合の象徴に関し、  
英国はそのどちらにも参加してこなかった。それだけにギリシャやスコットランドのケースと比べれ  
ば、その悪影響は「マシ」な印象はある。しかし、英国が EEA(欧州経済領域)などにも残らず、単  
一欧州市場のルール適用外となる展開では、やはり巷で伝えられているような民間企業の英国  
からの脱出は起こるだろう。為替面では英ポンドのほかユーロ売りが進みやすいが、通貨圏崩壊  
への確信がよほど無い限り、ユーロ相場の急落シナリオを描くのは得策ではない。

### ～英国離脱懸念でもユーロに売り安心感はなし～

昨日の為替市場では英ポンド、ユーロといった欧州通貨が急落する展開が見られている。英国の  
EU 離脱懸念の高まりを受けた動きであり、特に震源地である英ポンドは対ドルで一時約 7 年ぶりの  
安値を更新している。こうした動きを受けて「英国の EU 離脱は EU の政治的求心力低下」との思惑  
も強まっており、ユーロも対ドル、対円で弱含みとなる動きが見られている(対円では約 2 年 10 か月  
ぶりの円高・ユーロ安水準である 123.09 円をつけている)。通貨ユーロの持続可能性をテーマとし  
たユーロ売りはこれまで幾度となく発生しており、その都度、対ドルの為替相場に関し、パリティ割  
れや史上最安値更新といった言説が飛び交ってきたが、今回もどうやらそうしたパターンである。

確かに、本当に英国離脱が現実味を帯びてくれば、ユーロ/ドル相場のパリティ割れは検討に値  
するシナリオである。過去と違い、下落が始まる地点が切り下がっている以上、可能性はかつてより  
も高まっているとも考えられる。離脱する国が英国であるという事実もさることながら、離脱の「前例」  
を作ること自体が最大の問題である。英国が「蟻の一穴」となり、ギリシャは元より、フランスやイタリ  
アなど、通貨ユーロの下で不遇をかこっているセミア国に対し同様の懸念が及ぶ展開こそ EU 政  
策当局の最も不安視する論点だろう。しかし、後述するように、英国世論の動向は依然流動的であ  
り、こうした極端なシナリオを想定するのは尚早に思われる。FRB の正常化プロセスが動揺し始めて  
いる以上、安心してユーロを売れる環境とは言い難い。

### ～英国世論は? : 直前まで読めず～

以下、本日の本欄では英国の EU 離脱に関し、簡易な論点整理を行っておきたい。先週 19 日の  
EU 首脳会議は英国からの要請に応じた EU 改革案を全会一致で採択している。移民労働者への  
社会保障を一部制限する案<sup>1</sup>などが含まれており、英国への大幅譲歩というのが大方の評価となる。

<sup>1</sup> 英国の社会保障制度に脅威と判断された場合は移民流入や福祉給付を制限できる緊急措置を最長 7 年間適用する案。

キャメロン英首相は同案を叩き台として今年 6 月 23 日に国民投票で EU 残留・離脱への意思を諮ることを表明しており、同内閣としては残留支持を呼び掛けている。しかし、ジョンソン・ロンドン市長に象徴されるように、少なくない主要政治家が離脱を支持しているとの報道もあり、現政権の旗色は良いように見えない(ジョンソン市長はキャメロン首相の盟友であり、後任候補とも言われることがある人物)。依然、市場では「そうは言っても残留だろう」との思惑が強そうだが、現状の世論調査では要人発言を受けて結果が大きく左右されやすい状況であり、調査によっては離脱派が優勢のものも見受けられる(例えば、改革案が採択された直後の調査では賛成が伸びたが、ジョンソン市長の発言が報じられた直後の調査では反対が伸びるなど)。事前調査では拮抗が伝えられながら、蓋を開ければ大差で EU 残留支持派が勝利した 2014 年 9 月 18 日のスコットランド国民投票の経験なども振り返れば、現段階で世論の決着を読むのは難しそうである。

なお、スコットランドのケースでは投票直前に英国が権限移譲を示唆するなど「餌」を提示したということも影響したが、欧州委員会のモスコビシ委員(経済・財務・税制担当)は、仮に国民投票で離脱が支持された場合でも、プラン「B」は用意されていないと断言している。既に EU が「飲まされた」改革案は相当な譲歩を含むものであり、これ以上の妥協はないというのが欧州委員会の公式見解である。この点、直前で政治的懐柔策によって残留支持派が増えるという展開は今のところなさそうに見える。逆に、投票直前に先般の大型テロのような社会不安を煽る出来事があれば、間違いなく離脱支持派が勢いを得るだろう。最後の最後まで世論の行く末はやはり難しいと言える。

### ～影響度は？:ギリシャよりマシか～

今後、英国の EU 離脱に関し、様々なシミュレーションが行われ、その金額的な影響も多様なものが報じられてくるだろう。同様の事態はギリシャを巡って何度も経験しているが、直感的に言って今回の英国のケースはそれほど不透明感を覚えない部分もある。

例えば、ギリシャ危機の際、最も懸念されたのが通貨の切り替え問題であったが、英国には英ポンドというユーロよりも歴史ある立派な自国通貨がある。離脱しても決済手段が変わるわけではない、というのはギリシャ危機との大きな違いである。また、英国はシェンゲン域外国であり、パスポートコントロールは撤廃されてこなかった。つまり、ヒトの往来に関しては、元々欧州統合に参加すらしていない。通貨ユーロとシェンゲン協定は欧州統合の象徴として双璧を成す存在だが、英国はそのどちらにも参加してこなかった。少なくとも英国離脱によって EU の統合プロセスに大きな支障があるとは思えない。また、EU から離脱しても EEA(欧州経済領域)や EFTA(欧州自由貿易連合)に加盟する格好で域内における関税メリットを享受できる道は残る<sup>2</sup>。例えば、EEA などに残留できれば、欧州単一市場のルールが引き続き適用になる。通貨も市場のルールも関税も変わらないのであれば影響は限定的なものになるかもしれない(但し、注釈 2 で述べるように EEA への残留は難しい可能性がある)。総じて、ギリシャやスコットランドのケースと比べれば、予想できる影響が多いという点で「マシ」な印象はある。

<sup>2</sup> 但し、欧州単一市場同様のヒト・モノ・カネ・サービスの移動の自由が保障される EEA に関し、英国が加盟できるのかどうかは不透明感が強い。現実的には EFTA による自由貿易連合への加盟などの可能性が高いのかもしれない。例えばスイスは EEA には非加盟だが、EFTA に加盟している。

## ～悪影響はないのか？：単一ルール適用外、格下げなど～

もちろん、だから離脱しても問題ないという話にはならない。少なくとも EU から離脱して、尚且つ EEA や EFTA から距離を置く場合、英国は現在享受している共通関税や単一市場ルールに絡んだメリットなどを失うことになる。EU から離脱し EEA にも加盟しないのであれば、税制面でメリットを感じていた民間企業には英国から流出する誘因が出てくるであろうし、域内金融機関に認められてきた単一ルールが適用除外になることは大きな影響を与えるだろう。例えば、1993 年 1 月以降、域内金融機関に認められてきたユニバーサルバンキング・ルール<sup>3</sup>やシングルパスポート・ルール<sup>4</sup>などは適用されない。この際、英国で許認可を得ていた金融機関は EU 加盟国いずれかに業務を移管し、そこで許認可を再取得すれば再び単一ルールが適用になるため、やはり予想されるアクションは「英国からの脱出」ということになりそうである。なお、2 年前に市場を賑わしたスコットランドは、英国と一蓮托生になることが繁栄の道ということで残留支持に落ち着いたという経緯があるが、EU 離脱に伴い民間企業の脱出が加速する中で、果たしてスコットランドの独立・EU 加盟派が大人しくこれを見守るのかどうかは定かではない。英国にとっては泣き面に蜂という展開も懸念される。

また、既に大手格付け会社が離脱に際した格下げの意思を表明しているように、EU から離脱すれば、元より巨額の双子の赤字(財政赤字&貿易赤字)を抱える同国の資金調達をめぐり不安が高まる可能性が高い。こうした動きは英国の金融機関の資金調達コスト上昇に直結するはずであり、それを起点とした英国離脱に始まる国際金融ショックというシナリオが浮上してくる。それ以外にも EU 予算が各国 GDP の 1%というルールで編成されている以上、EU4 大国の一角をなす英国が抜けることで、その他の国への予算負担が増すなどの論点は有り得る。だが、これに関しては、各国の予算負担額は元よりさほど大きいものではなく、これが揉め事に発展する可能性は低い。

## ～為替への影響は？：得策ではないユーロ相場の急落シナリオ～

既に相場への反応が表れているように、英国の EU 離脱は短期的にはユーロ売り材料であり、これに応じてパリティ割れを囃し立てる向きが盛り上がるだろう。冒頭述べたように、「英国の EU 離脱は EU の政治的求心力低下」と考える向きは相応に存在しており、ユーロ相場にとっては重石である。

しかし、常々本欄でも述べているように、ユーロ圏 19 か国としての経常黒字は今や世界最大であり、昨今のデフレスインフレ状況を踏まえれば実質金利も思うように下がらない状況にある。今後、中国経済減速や原油価格下落に加え、英国混乱に乗じた国際金融市場の動揺で FRB の正常化プロセスが頓挫していくのだとすれば、これまで対米金融政策格差の拡大をテーマに進められてきたユーロ売り・ドル買いも本格的に巻き戻しが始まるだろう。ギリシャ危機を巡る緊張がピークを迎えた昨年 3～8 月にユーロ/ドルが急騰したのは、それまで投機的に進められてきたユーロ売りがリスク回避ムードの高まりに応じて巻き戻されたからである。通貨圏崩壊への確信がよほど無い限り、ユーロ相場の急落シナリオを描くのは得策ではないと考えたい。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

<sup>3</sup> 銀行、証券、資産運用など広範に亘る業務の取扱いを認める原則。

<sup>4</sup> いずれかの加盟国の監督当局から許認可を得れば、その他の加盟国でも商品提供や支店設立が認められる原則

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です  
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分))を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか?今後のユーロ相場は?
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」?～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか?
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分))～崩れるインフレ期待?～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も?～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は?～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分))～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質買金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)