

みずほマーケット・トピック(2016年6月21日)

英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し

仮に英国のEU離脱が決定した場合のユーロ相場の見通しはどう考えるべきか。離脱となった場合、英ポンドの下落や円やドルの上昇といった動きは読みやすいものの、確かにユーロはどちらに振れるのか悩ましい。結論から言えば、離脱の場合の為替相場の反応はラフに「円>ドル>ユーロ>英ポンド」といった強弱関係に落ち着くと思われる。ユーロ相場の動きとしては英ポンドに対しては上昇するものの、ドルや円に対しては下落するという方向感になる。ユーロ/ドルを例に取れば、直後こそ1.10近辺までを睨んだ軟調地合いとなろうが、そのような動きは続かず、その後は持ち直すと考えたい。そもそも、英ポンド急落は実効ベースでのユーロ相場下支え要因でもあり、ユーロ/ドルが際限なく下がるようなイメージはあまり沸かない。BrexitはEUの政治的求心力低下との連想が働きやすいが、必ずしもそうとは言えない事情もある。なお、離脱国が出るほど、ユーロは本質的にドイツ・マルクに接近していくという考え方も念頭に入れておきたい。

～投票結果に拘わらず円高という根深さ～

昨日の為替相場では英国のEU離脱(Brexit)に関し、残留支持派が優勢となっているムードを受けて英ポンドが急騰しており、その裏側ではドルが売り進められている。しかし、リスク回避ムードが和らぐ中でも円高・ドル安が進んでおり、ドル/円相場も再び104円台を割り込んでいる。英議員殺害事件を節目として俄かにBrexitが相場のテーマから外れる過程に入っているように見受けられるが、それでもFRBの利上げ期待が盛り上がりずドル売りが先行してしまうあたりに円高相場の根深さを感じる。結局のところ、米通貨・金融政策に応じた円高という見通しは揺るがないのだろう。

～Brexit後のユーロ相場～

世論調査を受けて離脱懸念は大分後退しているように見受けられるが、仮に離脱決定となった場合のユーロ相場の見通しはどう考えるべきか。離脱となった場合、英ポンドの下落や円やドルの上昇といった動きは読みやすいものの、確かにユーロはどちらに振れるのか悩ましい。結論から言えば、離脱の場合の為替相場の反応はラフに「円>ドル>ユーロ>英ポンド」と



(資料) Bloomberg、ユーロ圏19か国vs. 主要貿易相手国20か国ベース。

といった強弱関係に落ち着くと思われる。ユーロ相場の動きとしては英ポンドに対しては上昇するも

の、ドルや円に対しては下落するという方向感になる。ユーロ/ドルを例に取れば、直後こそ 1.10 近辺までを睨んだ軟調地合いとなろうが、そのような動きは続かず、その後は持ち直すと考えたい。そもそも、英ポンド急落は実効ベースでのユーロ相場下支え要因でもあり、ユーロ/ドルが際限なく下がるようなイメージはあまり沸かない(前頁図)。以下で述べていくように、Brexit と EU の弱体化は直感的に繋がってそうだが、必ずしもそうとは言えない。

～Brexit は EU の政治的求心力低下なのか～

確かに、英国の EU 離脱が EU の政治的求心力低下を招くとの指摘には一理ある。だが、それは第二、第三の離脱国が現実味を帯びてきた場合の話だろう。また、そうなるとしても離脱によって英国が明らかに潤い、離脱候補国にとっての「良い手本」になっていなければならない。しかし、本欄 2016 年 6 月 15 日号『英国の EU 離脱(Brexit)を巡る Q&A』でも述べたように、離脱した英国に対し EU が手加減するとは思えない。離脱派は離脱によって生じる通商面での不利益は二国間交渉で復元可能と考えている節があるが、EU がこれに応じる筋合いはない。また、離脱後に确实視される資本流出(企業流出も含め)によって実体経済は大きなダメージを負う恐れがある。要するに、仮に英国が離脱を決めても、それが政治的求心力低下に直結しないように EU は全力を尽くすはずであるし、その努力の前に英国経済は大きな不利益を被った状況に据え置かれる公算が大きい。

むしろ、何かにつけて特例措置を要求

し、EU の意思決定を遅らせる傾向にあつ

た英国が抜けることは、長い目で見れば、

政治的求心力の向上に資する動きかもし

れない。英国の離脱にかこつけて、今後

ギリシャを筆頭とする南欧諸国でも同様

の論調が浮かび上がるかもしれないが、

それは分裂や崩壊という言葉が頭をよぎ

りながら、強い通貨圏を形成するという意

味では「要らないものを捨てる」プロセスと

も見なせる。実際、ちょうど 1 年前(正確に

は昨年 1～7 月)にギリシャ離脱危機が囁

かれた時、ユーロ相場について「ギリシャが離脱すれば直後こそ下落するが、結果として上昇する」

との見通しは頻繁に見聞きされた。ギリシャ・ドラクマがユーロ導入前、常に対ドルで下落してきた通貨であったことを踏まえれば(図)、こうした見通しは当然だろう。同国の存在自体がユーロ相場の

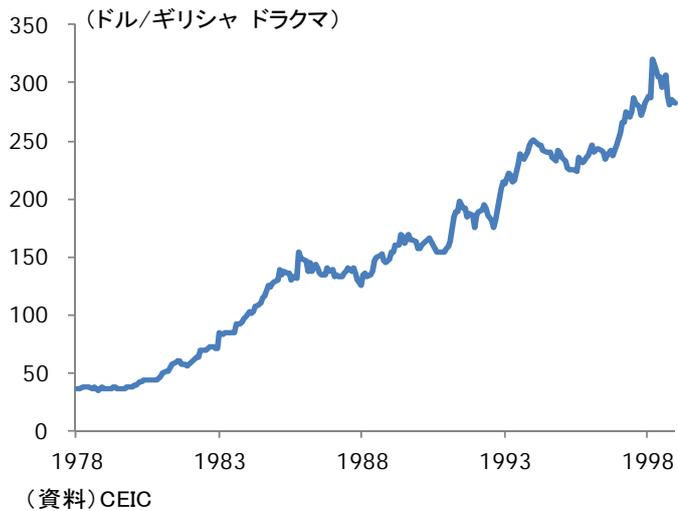
重石となってきた疑いは強い。

同様に、欧州統合の進捗にとっての英国の存在も重石でしかない。EU において良い所取りの状

況を続け、常に特別扱いを求める存在は他の加盟国にとって「悪い見本」でしかなく、いつか共同

体破綻の鍵になる。本日の日本経済新聞朝刊 2 面ではフランスの思想家・経済学者であるジャック・アタリ氏が「EU は英国残留のために譲歩したが、それが統合の進展の足かせになる。(中略)残留は欧州のまひを意味する」と述べているが、筆者も全くこれに同感である。欧州統合が経済同盟

ではなく平和を求める政治同盟であったことを思い返せば、その理想を共有できないのであれば、



そもそも残る意味がない。少なくとも英国の EU 離脱とユーロ相場下落の間には巷で憶測されるほどの関連性があるとは思えない。

～ドイツ・マルクに近づくユーロ～

万が一、Brexit の後に一部南欧諸国でも離脱の機運が強まったらどうなるのか。それこそユーロ圏の崩壊でありユーロ売りを連想すべきであろうか。これも直感的にはそのように思えるが、冷静に考えれば違う展開も見えてくる。恐らく、離脱の機運が高まるとしたらギリシャやイタリアなど元々、政府ないし海外部門に不安を抱える国々が候補となるだろう（言い換えれば政府債務が累増し、経常赤字になりやすい国々）。しかし、そのような国が脱落するほど、通貨ユーロは高い国債格付けと巨大な経常黒字に支えられた通貨へと近づくことになる。それは別の言葉で言えば、ドイツ・マルクに近づくとも言える。離脱により瞬間的にユーロ売りになることはあろうが、それが中長期的な動きになるとは限らず、むしろ客観的には地力を強める材料とも理解できる。

もちろん、これはユーロ相場の見通しに限った話である。上で述べた通り、そもそも EU や通貨ユーロは経済同盟である以前に政治同盟としての産物である。ゆえに、離脱国の発生は理想追求の失敗であるとの意見に関しては同意せざるを得ない。結局、経済・金融政策をもって安全保障政策の代替を図ろうという戦略自体に無理があったということだろうか。しかし、「政治同盟としての戦略破綻」と「残された加盟国から構成され存続する通貨ユーロの地力」を混同してはならない。長い将来を見据えた場合、共同体の存続に係る混乱は今後も発生するだろうが、コアとなる国（ドイツ、フランス、イタリア、スペイン）を核として通貨圏が存続する限り、ユーロ相場が底抜けするような展開までを煽るのは行き過ぎである。その際、「共通通貨圏から脱落者が出るたびにドイツ・マルクに近づいていく」という考え方は相場のパターンを考える上で 1 つのヒントにはなるはずである。

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

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～保守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年6月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序の(orderly)」)について～結局はドル高が辛くなくなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円安を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	取返して探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフレーションとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見直しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プ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	「あく抜く」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「瘦せ我慢」
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