

## みずほマーケット・トピック(2016 年 7 月 20 日)

## 明らかに始めた Brexit の下押し圧力について

英国の EU 離脱(Brexit)から 1 か月が経過しようとしている中、徐々にその悪影響が見え隠れし始めている。昨日発表されたドイツ 7 月 ZEW 景況感指数は 6 か月先を見通す期待指数が 2012 年 11 月以来、3 年 8 か月ぶりの低水準へ急落。元よりプラスを見込んでいた市場予想にとってはネガティブサプライズに。また、昨日は欧州委員会から初の Brexit に関する影響試算が公表されている。現時点ではユーロ圏経済への影響は軽微とされたものの、まだ Brexit 後の情報(貿易パターン、財・サービス・労働の流動性、政策対応など)が確定していないこともあり、あくまで一次評価(A First Assessment)という建付け。とはいえ、「(欧州委員会予測が)過去に掲げてきたリスクの中でも最上位に位置する」と述べられており、今回の一件が明らかに悪い影響をもたらすことだけは断言されている。今後、ユーロ圏経済は下押し圧力に晒される公算が大きい、財政政策が縛られる中、その「皺寄せ」は恐らく ECB が殆ど被ることに。バランスシートは過去最大を更新中。

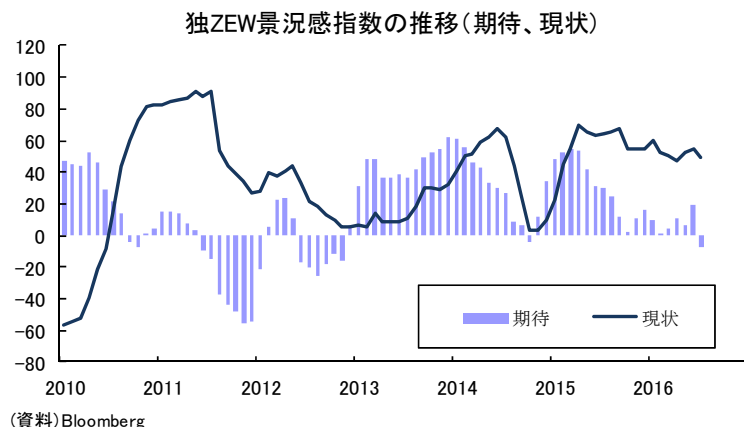
## ～良好な米経済指標を受けてもドル買い加速せず～

昨日の為替相場は良好な米 6 月住宅着工件数の結果などを受けてドルが買われる展開となっており、対円で 106.53 円、対ユーロで 1.1000 をつけている。後述するように、ユーロ圏経済指標の急悪化がユーロ売りを誘ったこともドル相場の下支えになった。また、IMF が本邦政府・日銀の円売り介入について「(日本経済浮揚にとって)必要でもなければ、有用でもない」と述べたことが報じられているが、こちらはさほど円買いには効いていない(市場の思惑と一致していたからだろう)。ドル/円に関しては「良好な米経済指標に応じて堅調推移」という評価が目立つが、むしろ現状は「良好な米経済指標を受けても加速しない」という状況になりつつあるように見える。

## ～ZEW 景況感指数:3 年 8 か月ぶりの低水準～

ところで英国の EU 離脱(Brexit)から

1 か月が経過しようとしている中、徐々にその悪影響が見え隠れし始めている。昨日発表されたドイツ 7 月 ZEW 景況感指数は今後 6 か月先の見通しを示す期待指数に関し、▲6.8 と前月の+19.2 から急落した。▲6.8 はまだギリシャを巡って緊張感が高まっていた 2012 年 11 月以来、3 年 8 か月ぶりの低水準となる。元より



Brexit を受けて悪化すると見込まれていたが、小幅のプラスを想定していた市場予想の中心(+9)

を大きく割り込む結果であり、ユーロが大きく売られる一因となっている。なお、現状指数に関しても +54.5 から +49.8 へ悪化している。前頁図を見る限り、昨年 9 月以降、期待指数は振れを伴いながらも低空飛行が続いており、現状指数も昨年 4 月以降、低下基調にある。足許のユーロ圏経済は堅調な推移を示しているものの、盟主であるドイツにおける成長期待は昨年来、押し下げられる状況と見て良さそうであり、年内から年明けにかけてドイツの消費・投資意欲が高まる展開は期待できそうにない。なお、ユーロ圏全体を対象とする期待指数も同様の動きを示しており、前月の +20.2 から ▲14.7 へと見通しが急悪化しており、ユーロ圏経済の改善基調にも陰りが見られてきそうである。

### ～Brexit の悪影響：欧州委員会による初の試算公表～

また、昨日は欧州委員会から『The Economic Outlook after the UK Referendum: A First Assessment for the Euro Area and the EU』と題したレポートが公表されている。端的に言えば、英国国民投票の離脱派勝利<sup>1</sup>が欧州委員会の公式見通しに与える影響の試算である。現時点では Brexit 後の情報（貿易パターン、財・サービス・労働の流動性、政策対応など）が確定していないこともあって、「新たな均衡点（the ‘new equilibrium’）」を定め、そこへ向けた調整経路を特定するのは不可能とされているが、不透明感がもたらすショックに関し「穏当（‘mild’）」と「深刻（‘severe’）」に分けた上で、その短期的な影響についてシミュレーションが示されている。なお、今回が一次評価とされたのは、今後明らかになってくるだろう英国と EU の新たな関係性を汲み取りつつ、試算の更新が行われるためである。

報告書で示された試算<sup>2</sup>を整理すると、国民投票前のユーロ圏経済は 2016 年、2017 年共に +1.7% の成長が見込まれていた。だが、離脱派の勝利によって、これまで成長のけん引役を果たしていた民間の消費や投資が減速し、貿易も衰える可能性があるとの見方が示されている。具体的には、2016 年は穏当シナリオで +1.6%、深刻シナリオで +1.5%、2017 年は穏当シナリオで +1.5%、深刻シナリオで +1.3% への修正がなされている。つまり、離脱派勝利によって現時点で予想される影響は 2017 年に関し、せいぜい「▲0.25%ポイントから▲0.50%ポイント<sup>3</sup>」という想定であり、これは

#### 英国の国民投票を受けた影響評価（一次評価）

|           | 16年春見通し |      |      | 英国の国民投票直前の最新見通し |      | 国民投票を受けた影響評価 |      |        |      | 国民投票を受けた影響評価（累積、%ポイント） |      |        |      |
|-----------|---------|------|------|-----------------|------|--------------|------|--------|------|------------------------|------|--------|------|
|           |         |      |      |                 |      | 穏当シナリオ       |      | 厳格シナリオ |      | 穏当シナリオ                 |      | 厳格シナリオ |      |
|           | 2015    | 2016 | 2017 | 2016            | 2017 | 2016         | 2017 | 2016   | 2017 | 2016                   | 2017 | 2016   | 2017 |
| ユーロ圏      | 1.8     | 1.6  | 1.8  | 1.7             | 1.7  | 1.6          | 1.5  | 1.5    | 1.3  | ▲0.1                   | ▲0.3 | ▲0.2   | ▲0.6 |
| EU27(-UK) | 1.8     | 1.8  | 1.9  | 1.9             | 1.8  | 1.8          | 1.7  | 1.7    | 1.4  | ▲0.1                   | ▲0.3 | ▲0.2   | ▲0.6 |
| 英国        | 2.2     | 1.8  | 1.9  | 1.8             | 1.9  | 1.6          | 1.1  | 1.3    | ▲0.3 | ▲0.2                   | ▲1.0 | ▲0.5   | ▲2.7 |
| EU28      | 1.8     | 1.8  | 1.9  | 1.8             | 1.8  | 1.7          | 1.6  | 1.6    | 1.1  | ▲0.1                   | ▲0.4 | ▲0.3   | ▲1.0 |

（資料）欧州委員会

<sup>1</sup> なお、報告書本文は Brexit という単語は出てこない。あくまで「The “leave” vote（離脱投票 or 離脱選択）」がもたらす影響という表記になっている。あくまで英国政府からの通知を経て、英国・EU が双方合意した上での「離脱（≡Brexit）」という線引きが意識されているのではないと思われる。

<sup>2</sup> 欧州委員会の QUEST モデルを使用した上で、専門家の定性判断を交えたものとされている。

<sup>3</sup> 「▲0.25%ポイントから▲0.50%ポイント」という表記は報告書冒頭のサマリー部分から引用しているが、本文で使用されている表とは厳密に値が異なる。

英国に予想される「▲1%ポイントから▲2.75%ポイント」と比べるとかなり限定されたものになるとの見通しである。なお、インフレ率への影響に関しては 2017 年に集中すると見られており、ユーロ圏に関し「▲0.25%ポイントからゼロポイント」との試算が示されている。対英ポンドでのユーロ相場上昇が物価の下押しに効く経路はあくまで一時的とされているが、ユーロ圏の物価情勢はただでさえ逆風に晒されているだけに、ECB にとっては追加緩和のリスクを高める材料となりそうである。

### ～結局は ECB が「皺寄せ」を食らう～

上述したように今回の欧州委員会による評価はあくまで一次評価という建付けであり、今後更新が重ねられていくことになる。しかし、報告書は「離脱派勝利は一般的に言って見通しのリスクを、特に下方向へ向けて強めるものである。国民投票は極度に不透明な状況を創り出してしまった」と述べた上で、「(欧州委員会予測が)過去に掲げてきたリスクの中でも最上位に位置する(they come on top of the previously identified risks)」としており、今回の一件が明らかに先行きに悪い影響をもたらしたことは断言している。

問題は、そうした実体経済における下押しリスクは本来、財政・金融(時に通貨)政策で制御していくことが期待されるにも拘わらず、EU はそのような政策運営の機動性が確保されていないことである。昨日の本欄<sup>4</sup>でも述べた通り、財政政策に関しては欧州委員会による教条的な緊縮路線が幅を利かせており、思うような景気刺激ができない。結局、その皺寄せは ECB が被ることになるのだろう。順調に拡大しつつある ECB のバランスシートはその「皺寄せ」が具現化した象徴であり、ユーロ圏各国政府が緊縮を進めた代償でもある。昨日公表された 7 月 15 日終了週のバランスシートは 3 兆 2490 億ユーロと過去最大を更新している。Brexit の悪影響が顕現化してくるに従って、この拡大ペースは衰えるどころか、加速してくることが予想される。出口の困難さを意識しながらも、量的緩和政策(QE)を止めることが出来ない様子は、まさに日銀化と呼ぶに相応しい状況である。

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](mailto: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。

---

<sup>4</sup> 本欄 2016 年 7 月 19 日号『「空気を読まない」EU 政策当局への危機感』をご参照下さい。

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7月19日 | 「空気を読まない」EU政策当局への危機感                             |
| 2016年7月15日 | 週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)                 |
| 2016年7月14日 | 危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～                       |
| 2016年7月13日 | ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～                    |
| 2016年7月11日 | 米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～                        |
| 2016年7月8日  | 週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)                   |
| 2016年7月7日  | FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～                        |
| 2016年7月4日  | 経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～                       |
| 2016年7月1日  | 週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)        |
| 2016年6月27日 | Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～               |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)                     |
| 2016年6月24日 | 週末版                                              |
| 2016年6月23日 | TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～                    |
| 2016年6月21日 | 英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し                         |
| 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」と言う勇氣と奇襲の「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～攻守交代の時～                            |
| 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5月6日  | 週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～) |
| 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円台を受けて～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 | 敢え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～悔れない、その実力～                         |
| 2016年3月14日 | 求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣                          |
| 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、為替見通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～                        |