

みずほマーケット・トピック (2018 年 10 月 17 日)

ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～

英国の EU 離脱 (ブレグジット) 交渉にまつわるヘッドラインが日々交錯しており、一体何がメインシナリオなのか掴みづらくなっている。当初の想定ではブレグジット交渉の分水嶺はまさに「今」であったが、それはもはや忘却の彼方。市場が今ひとつ危機感を覚えないのは「どうにかなる」という思いが先行しているからだと思われるが、英国が合意無し離脱 (いわゆるクリフエッジ) になった場合の混乱はやはり避けがたいものがある。なお、最近の報道ではハードブレグジットとクリフエッジを混同しているケースが頻繁に見られるが、「ハードとして合意」できれば、それも軟着陸の 1 つではある。問題は完全なるノーディールで 19 年 3 月 30 日以降、英国と EU が「普通の国同士の関係」に戻ること。株式市場は明確に英国を回避しており、ポンド相場も 16 年 6 月以降、水準を切り下げて推移しているので、「英国回避」は 1 つの市場テーマには違いない。だが、実際にクリフエッジが実現した場合は他国・地域にも必ず影響は波及する。語句の定義が曖昧なまま、その「怖さ」が軽んじられているように思えてならない。

～株大幅反発も金利・為替は変わらず～

昨日の金融市場は米国株が大幅反発するに伴い円やスイスフランといった逃避通貨が売られる展開となった。主要米銀決算が予想を上回る良好な結果となったことを背景に NYダウ平均株価は前日比+547.87ドルと今年3番目の上げ幅を記録している。その上でサウジアラビア情勢について落しどころが見えてきたことなども意識された格好だが、その一方でトランプ米大統領がFRBの利上げを「最大の脅威」と批判する心配な一幕も見られた。こうした大統領発言が意識されたのか、株が大幅に上げる中でも米金利はほぼ横ばいである。ドル/円相場も株価反発の割には値の戻りが鈍く、先週後半にかけて株安から完全に正常化したとは言い切れない印象がある。

～ブレグジット交渉の分水嶺は「今」～

ところで英国の EU 離脱 (ブレグジット) 交渉にまつわるヘッドラインが日々交錯しており、一体何がメインシナリオなのか掴みづらくなっている。昨日は EU のバルニエ首席交渉官が EU の閣僚に対して来年 3 月の離脱時までに離脱条約を整えるには年内が交渉期限だと語ったことが報じられている。しかし、年初を振り返れば、10 月 17 日から 18 日にかけて実施される EU 首脳会議こそが最終期限であり、その後は各加盟国の議会批准手続きに半年かけた上でぎりぎり 2019 年 3 月末に間に合うという話だった。つまり、本日から明日が当初の期限だった。ちなみに、9 月時点ではトラスク EU 大統領が本日から明日の EU 首脳会議が「正念場」になるとし、それまでに「最大レベルの進展」があった時にのみ、「合意を最終決定し、正式にするための臨時首脳会議を 11 月に開く」可能性があるとしていた。つまり、ブレグジット交渉の分水嶺は「今」である。

～今一度の整理:ソフト、ハード、クリフエッジの違い～

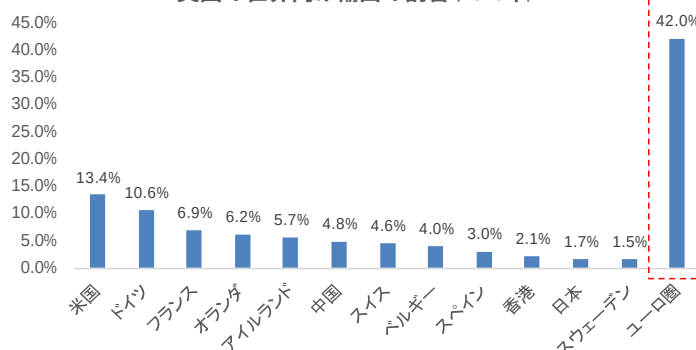
それでも金融市場が今ひとつ危機感を覚えないのは「どうにかなる」という思いが先行しているからなのだろう。少なくとも EU からすれば英国が合意無し離脱(いわゆるクリフエッジ)になったところで大して痛手ではないという見方もある。これは本当なのだろうか。最近の報道を見ていて、やや事実関係の混線が見られるように感じたので本欄で見るべきポイントを整理しておきたい。

まず、ブレグジットに係る語句の定義が曖昧な面がある。今後起こり得る展開は大別して①合意あり離脱、②合意なし離脱(クリフエッジ)である。さらに①がソフトブレグジット(①-1)、ハードブレグジット(①-2)に分かれるというのが適切な現状整理になる。①-1 は移民流入に一定の制限をかけつつも EU 加盟最大の恩恵である単一市場へのアクセスは保持しようとする路線である。これに対し①-2 は移民流入のシャットアウトと引き換えに、単一市場へのアクセスは放棄するという路線になる。後者を選べば、当然、域内共通関税は適用されない。しかし、ここまでは「合意あり」である。合意さえあれば2年程度の移行期間(離脱の翌日である2019年3月30日から2020年12月31日までの21か月間)が設けられ、この間は域内市場や関税同盟に暫定的にとどまることが認められる(EU法の適用を受けるが、この時点では加盟国ではないので政策決定には関与不可)。

片や、②は合意なし(ノーディール)であり、これがいわゆる「崖っぷち(クリフエッジ)」リスクとして最も恐れられているものである。この場合、2019年3月30日以降、英国とEUはWTO規則に基づく「普通の国同士の関係」になる。当然、域内共通関税は無いので税関手続きが発生する。高確率で双方共に通関手続きに手間取ることが予想され、両国からの輸出入は円滑に流れない可能性がある。供給制約に直面する財が出てくれば、物価の高騰などが発生する恐れもある(例えば、英政府は国内製薬会社に対し6週間分の在庫備蓄を推奨し始めている)。

巷の報道などを見ていると①-2と②が混同されているケースが見受けられるが、それは誤りだろう。「ハードとして合意」できるならば、その場合も移行期間は想定される。最も不味いのは何の合意もないケースであり、これは厳密にはハードブレグジットとは呼ばない(確かにハードではあるが)。

英国の世界向け輸出の割合(2016年)

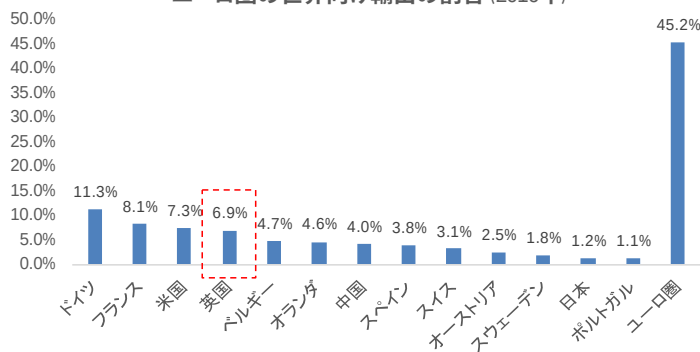


(資料) UNCTAD

～割を食うのは英国のはず～

EU、英国は共にクリフエッジを視野に入れており、これがこの半年間で最大の変化と言える(どちらも、これに備えよという公文書を発表済み)。現実の経済活動は微に入り細に入り様々な想定が必要であり、率直に言ってクリフエッジのもたらす震度は分かりかねる。しかし、クリフエッジになった場合に確実に

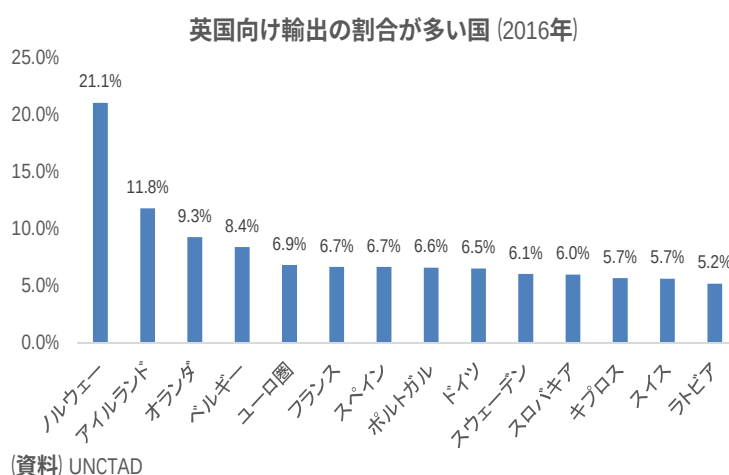
ユーロ圏の世界向け輸出の割合(2016年)



(資料) UNCTAD

に言えることは、「英EU貿易に関税が復活→英EU貿易の比率が大きい国が大きな影響を受ける」ということだろう。この点、極めてシンプルだが、英EU貿易について互いのウェイトを試算すると、英国の世界向け輸出にとってユーロ圏は40%以上を占めており、文句なしの重要相手国であることが分かる(前頁図)。一方、ユーロ圏の世界向け輸出にとって英国は7%弱であり、とりわけ小さな相手国とも言えないが大きな相手国とも言えない。「普通の国同士の関係」に戻った場合、まずは英国側にその大きな影響が及びそうなことは目に見えている。

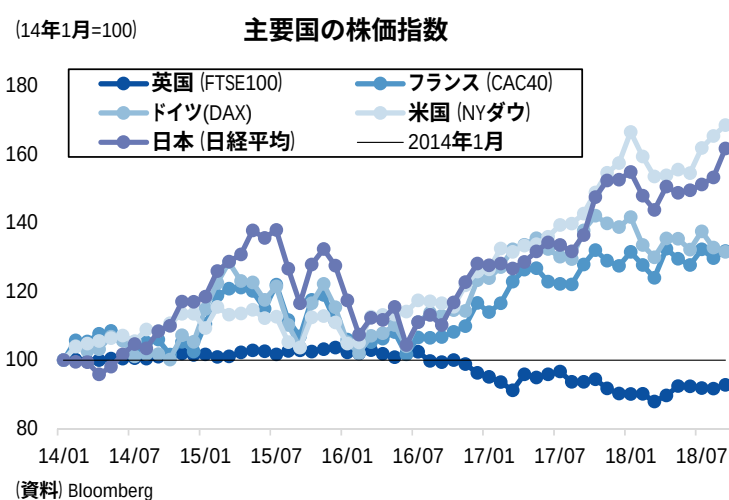
もっとも、EU加盟国の中で英国向け輸出が大きな割合を占める国も存在する。具体的には小国で開放度の大きな経済ほど英国向け輸出への依存度が高く、EU加盟国ではアイルランド、オランダ、ベルギーなどがこれに相当する(図)。なお、貿易を直接投資に置き換えてみても同様の国々が英国との関係性が深いことで知られており、そうした国々の経済を分析する上ではクリフエッジが深刻な景気減速(ないし後退)に及ぶ恐れは否めない。



しかし、それがユーロ圏全体の進路を左右することはないであろうし、またそれゆえに ECB ひいてはユーロ相場の進路を左右するものでもないだろう。クリフエッジに勝者は無いが、直感的に英国が割を食うのは明らかである。

～株価ははっきりと英国回避～

なお、国際金融市場はブレグジットを軽視しているように見えるが、株価を横並びで比較すれば必ずしもそうとは言えない。英 FTSE100 指数はブレグジット方針が決定した2016年6月以降、主要国株価指数の中ではっきりと取り残されており、意図的に回避されている様子が窺える(図)。また、為替市場ではイングランド銀行(BOE)の利上げ(2017年11月・2018年8月)を巡って騰勢を強める場面も見られたが、やはり2016年6月以前の水準から一段切り下がった水準での推移を余儀なくされている。パニックにこそ至っていないが、現時点で「英国回避」は1つの市場テーマであり、それが英国市場だけにとどまっている段階なのだろう。



～曖昧な認識の下で「怖さ」が軽視されている印象～

しかし、実際にクリフエッジが実現した場合は他国・地域にも必ず影響は出る。代表的なところでは英国から EU 加盟国への自動車輸出には 10%の関税がかかるようになる。ゆえに本邦自動車会社などが体制の見直しを示唆していることも報じられている。また、これまでは域内で認証や登録が共通化されていた財も「普通の国同士の関係」ならば当然適用されない。例えば医薬品や化学品は英国での許認可があっても EU では販売できない。そもそも不要だった関税が必要になるのだから新しい手続きも沢山発生する。税関申告書の作成を強いられる以上、輸入が円滑に流れなくなるだろう。その結果、やはり一部の財では供給制約が起きるかもしれない。なお、英国で免許を取って大陸欧州で商売を展開していたサービス業が拠点の再編成を求められることになる。その典型例が金融機関ですることは周知の通りであり、既にフランクフルトなどへの移管が進捗している。さらに、当然ではあるが、ブレグジット最大の目的の 1 つが移民流入の制限なのだから、EU 加盟国から流れ込んでいた安価な労働力は枯渇する可能性がある。商売が滞る業種も出てくるだろう。

このように EU 離脱に伴う影響は全く小さくない。だからこそ合意の上で移行期間の設定が必要なのである。クリフエッジの結果、移行期間なく離脱が敢行された場合、混乱が不可避であることは火を見るよりも明かだろう。現状、金融市場が「どうにかなる」と考えているとすれば、それは厳密には「クリフエッジは最終的に回避される」という読みなのだろう。筆者も、双方の利益に鑑みれば、土壇場で現実的な対応が打ち出されるという(希望的な)観測を抱いているが、ハードブレグジットやクリフエッジといった語句の定義が曖昧に使われる中で、その「怖さ」が軽んじられている雰囲気にやや危機感を覚える。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底上りとして露呈～
2018年10月12日	週末版 (国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版 (ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユーロ発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版 (「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議 (FFR) を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年7月分)
2018年8月17日	週末版 (2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドロック」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ポンド安を支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版 (BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議 (FFR) の関係性
2018年7月20日	週末版 (「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版 (「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試験の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版 (外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版 (イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を学ぶべきか？
2018年5月18日	週末版 (続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～