

みずほマーケット・トピック(2020 年 12 月 8 日)

前門のブレグジット、後門の次年度予算

もう何度目かという話だが、英国の EU 離脱をめぐる「これが最後のチャンス」と言える会合が近づいている。様々な報道が入り乱れているものの、その着地点のイメージは湧かない。本日時点で「移行期間を延長して交渉継続」という要人発言や観測記事がほとんど見られていないことは気がかり。さらにここに来て EU 側の足並みの乱れも気になる。2022 年の大統領選を見据えて、マクロン仏大統領がパフォーマンス的に大立ち回りを演じ始めていることが英 EU、双方の妥協を困難にしている。この上で、今週 10～11 日の EU 首脳会議では次期多年度予算の問題も議題となる。復興基金の原資ともなる次期多年度予算案は「法の支配の原則」問題を巡ってハンガリーおよびポーランドが審議を妨害する状況にあり、こちらも着地点が見えず。こうした悪材料満載にも拘らずユーロは名目実効ベースで史上最高値圏を窺っている。政治的な悪材料が解消した際の続伸を警戒すべき状況。ECB のその対応に四苦八苦するだろう。

～最終週までもつれる可能性も～

もう何度目かという話だが、英国の EU 離脱(ブレグジット)をめぐる「これが最後のチャンス」と言える会合が近づいている。重要と言われる日程が入り乱れているが、最大の節目は今週 10～11 日の EU 首脳会議である。ここで自由貿易協定(FTA)を含む英国との「新たな関係」を正式に承認し、年内で移行期間終了というのが青写真となる。だが、本稿執筆時点ではその EU 首脳会議で承認すべき英 EU 合意がまだない。ここ 2～3 日で様々な報道が入り乱れているものの、その着地点のイメージは湧いてこない。気がかりなことは本日時点で「移行期間を延長して交渉継続」という要人発言や観測記事はほとんど見られていないことだ。昨日に至っては一部の英紙がジョンソン英首相が交渉打ち切りを示唆したと報じており、ポンド相場が急落するという動きが見られている。

過去の本欄でも論じたように、仮に本日、急転直下合意に至ったとしても、次は批准作業という時間のかかるプロセスが待っている。本来的な手続き論に倣うならば、EU の所管する経済分野の合意のみに限れば欧州議会での批准だけで済むが、そうでなければ 27 加盟国の議会で批准が必要になる。後者の時間はもうないので、「新たな関係」が完全な形で 2021 年を迎える可能性はもう事実上消滅したと考えられる。ただし、欧州議会が先に承認して、後から EU 首脳会議が追認するという方法も模索されているようである。この場合、12 月最終週までもつれる可能性がある。

～内輪揉めを先導し始めたマクロン仏大統領～

さらに、ここに来て EU 側の足並みの乱れも報じられている。昨日はフォンデアライエン欧州委員長とジョンソン首相が電話協議を行い、その共同声明が発表されている。その内容は目新しいものではなく、①英領海内での EU 漁船の漁業権、②競争条件の公平化(the level playing field)、③紛争解決などにまつわるガバナンスという 3 つの争点で合意に至っていないことが確認されている。

元々注目度が高いが、ここに来てとりわけ耳目を集めているのが①だ。報道によれば、この①について EU 側のバルニエ主席交渉官が妥協を図ろうとしたところ、マクロン仏大統領から抗議が入ったという(ちなみにバルニエ氏は元仏外相ゆえ、相互の意思疎通は円滑なのだと推測される)。マクロン大統領がここに来て立ち回りを見せ始めている背景には自身の支持率低迷があると言われている。2022 年春に迫る仏大統領選では、前回選挙でも対決した極右政党・国民連合のマリーヌ・ルペン党首と対決する。エリート寄りとの批判が付いて回るマクロン大統領からすれば、ここで漁業民を取り込んでおく必要があり、それが最近の立ち回りに直結しているようだ。

しかし、客観的には、この争点に関しては英国に理がありそうだ。確かに、フランスの漁業民が英国の領海から締め出されれば壊滅的な打撃が予想されるが、英国はそこまで主張しているわけではなく、「英領海で操業可能な EU 船籍の数や漁獲割当高を毎年協議する」という案を提示している。冷静に考えれば英国が EU 船籍を締め出すはずがない。完全に締め出して自国の漁獲高を倍増させても、EU が英国からの海産物に対して法外な関税をかければ販売先を失ってしまう。そのような展開が読めているからこそ、EU としても漁獲高の漸次的な減少は受け入れるという妥協案を提示しているのだろう。この期に及んで「今まで通り操業させろ」というフランスの主張は無理筋であり、パフォーマンスの一環と揶揄されても致し方ない面がありそうだ。期限直前になって内政問題と絡めてフランスのような大国が反意を唱え始めたことで不透明感が一段と濃くなってしまっている。

～宙に浮く次期多年度予算～

この上で、今週 10～11 日の EU 首脳会議では次期多年度予算の問題も議題となる。ブレグジットのように分かりやすい問題ではないため注目されていないが、春から夏にかけてあれほど市場の注目を集め、ユーロ買いのトリガーになったとも言われる復興基金も次期多年度予算がなければ稼働しないのだから非常に重要な問題である。現在浮上しているのはいわゆる「法の支配の原則」問題であり、復興基金設立が歓迎された 7 月時点から懸念される論点だった。

現在、EU は次期多年度予算案(以下単に予算案)の中で「法の支配の原則」に違反する加盟国に対して EU 予算の減額ないし停止を可能にする仕組みを導入することを検討している。元より EU 基本条約(≒EU の憲法)第 7 条は EU の基本理念(人間の尊厳の尊重、自由、民主主義、平等、法の支配、少数派に属するもの権利を含めた人権の保護など)に違反した加盟国に対して制裁措置を想定しているため、一連の EU の動きはこれに沿ったものと理解されている。そもそもハンガリーやポーランドなどが公然と司法や報道、中央銀行の独立性を侵している状況を放置していること自体が行政府たる欧州委員会の形骸化であり、EU という組織にとって大問題だと言われてきた。

しかし、11 月 26 日、ハンガリーおよびポーランドはこの動きに反対声明を発表している。その論点は多岐にわたるが、例えば「確かに第 7 条で制裁措置は定められているが、それを予算案の手続きと結び付けるのは違法」という主張がある。すなわち「第 7 条は予算案の成立を盾にとって制裁措置を進めることを認めていない」、「ゆえに『法の支配の原則』問題と予算案は切り離して議論すべき」、「制裁措置と予算案を一緒に議論したければ EU 基本条約を改正せよ」という立場である。詳しい議論は法律の専門家に任せるが、この主張も相応に筋が通っているように見受けられ、妥協点を探るのは難しそうだ。なお、ここまで読んで「では、第 7 条に基づいて制裁措置を下せば良いではないか」との感想を持つ向きもあろう。しかし、第 7 条に基づく制裁には対象国を除く全会一致

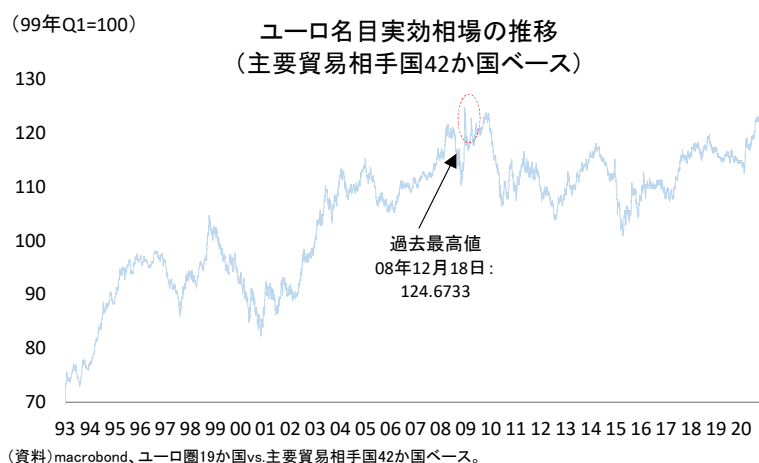
の承認が必要なのである。それが分かっているからこそ EU は予算案を盾に取ったのだ。一方、「第 7 条でやれ」というハンガリーやポーランドもまた、「どうせ承認されない」という算段がある。

ちなみに、この「法の支配の原則」と予算案をリンクさせる仕組みは復興基金設立時に大立ち回りを演じた俟約 4 国(オランダ、スウェーデン、デンマーク、オーストリア)が主張したものである。ここでハンガリーやポーランドが大人しかったのは彼らが復興基金や EU 予算の大きな受益者だったからである。その状況は今も変わっていないが、実は現行予算の原資がまだ存在するため、ここで予算案を妨害しても、ハンガリーやポーランドの国家運営は困らないという状況が指摘されている。ブレグジット交渉に加え、こうした予算案の話まで今週 10～11 日の会合で決着させるのが極めて難しいことは想像に難くない。

なお、復興基金は予算案を原資とするためその稼働が危ぶまれるものの、こちらはまだ時間がある。加盟国は 2021 年 4 月 30 日までに欧州委員会に復興計画を提出し、欧州委員会はその審査のために 8 週間の猶予を持つ。公式スケジュールに則っても稼働は 2021 年後半が最短なのだから、今は市場の取引材料にはならないだろう。また、既に欧州大陸は感染第 2 波に見舞われているが、債券市場は ECB の政策対応もあって小康状態を維持している。金融市場から復興基金の利用を催促されるような状況は当分、予想されない。

～ユーロ相場に警戒される非対称的な相場反応～

こうした状況を捉えて本日のレポート表題は『前門のブレグジット、後門の次年度予算』としたが、この上でダメ押し的に『史上最高値圏にあるユーロ実効相場』もユーロ圏には押し掛かっている(図)。上で見てきたように、12 月 10 日はブレグジットや次年度予算を話し合う重要な会合の開催日だが、緩和予告がなされている ECB 政策理事会の開催日でもある。欧州、いや年内の金融市場にとって最も重要な週末となる可能性は高い。



現在のユーロ高に関し、過去の本欄では「数多の売り材料を蹴散らして進むユーロ高」といった形容をしたが、これほど政治的な悪材料が積み重なっても売られないという状況が何を意味するのかということについて、今一度理解を深めておく必要があるだろう。筆者は①財政赤字を背景とする「ドルの過剰感」ゆえのドル全面安もさることながら、②世界最大の経常・貿易黒字を背景とする「ユーロの希少性」ゆえのユーロ全面高も寄与していると考えている。そうでなければユーロ/ドルとドル/円のパフォーマンス格差を説明できない。日本は世界第 2 位の経常黒字大国だが、アウトライートの自国通貨買いを促しやすい貿易黒字はもはや消滅気味である。

現状ではブレグジットや次年度予算といった明らかにユーロ売りを誘う政治的材料が存在しているものの、この種の材料は「時が解決する」という側面もある。問題視されている時には売り材料に

ならなかったのに、解決した時だけは買い材料になるという非対称性は金融市場ではよく見られるものであり、その点でユーロ相場が続伸する余地は未だ残されているように思える。12 月に入ってから勢いを踏まえれば、2021 年 1～3 月期中の上値目途として 1.25 は視野に入っていると言えるだろう。もちろん、IMM 通貨先物取引に見るような投機筋の巨大なユーロ買い持ち高も断続的に清算される必要はあり、ユーロ相場がまとまった幅で下げる場面はいつきても不思議ではない。だが、ここまでの経緯を踏まえる限り、ユーロ側の失点ではなかなかトリガーが引かれそうになく、やはり米 10 年金利の 1.0% 台定着などドル側の得点とそのトリガーを引いてくる展開になるのではないかと考えておきたい。10 日の政策理事会ではこうした通貨高圧力に抗おうとして ECB が包括的な緩和パッケージを打ち出すだろうが、恐らくは「焼け石に水」で終わるだろう。

市場営業部・金融市場部
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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「收穫遅延」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか?
2020年11月10日	アフターコロナ & アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕事～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越えリスクという論点～安全資産「金」の薄さ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか?～「インフレの芽」なのか?～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動かか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか?～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか?
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか?