

## 講演録

### 第52回パーソナルファイナンス研究会

開催日：2019年6月28日（金）

会場：駒澤大学 駒澤キャンパス 種月館

## EUの続く試練 —ユーロの危機とBREXIT—

関西学院大学 経営戦略研究科 客員教授 山上 秀文

### はじめに

本日は、当FP学会会長の吉野直行先生（慶應義塾大学名誉教授／アジア開発銀行研究所長）との共著である『金融経済－実際と理論』から、「ユーロの危機」（7章4節）と今話題のBREXITと絡めて、どのようにEUの試練とユーロの危機の流れを捉えたら良いか、そして、その中で、現在混迷が続く英国のEU離脱（BREXIT）について、お話ししたいと思います。

特にBREXITについては、どうしてこのようなEU統合の長い歴史に逆らうようなことをしているのか、英国国民はそのマイナス面を十分よく理解していないのではないかと感じている方も多いと思います。今日は、こういった点もある程度読み解けるよう、解説していきます。

FP学会の研究会ということで、ファイナンシャル・プランナーの方々をはじめ、金融機関や投資会社にお勤めの方が多いのではないかと思いますので、普通の学会でのアカデミックな研究者の講演とは少し色合いが違う報告をさせていただきます。

### <問題意識>

2009年10月、ギリシャの政権交代に端を発して、2010年以降、ギリシャ、アイルランド、スペイン、ポルトガル、イタリアなどを揺さぶったユーロの危機は、現在小康状態にあって、あまり注目を集めていないのですが、決して抜本的に解決しているわけではありません。イタリアなどいくつかの国では火種がくすぶっています。また、ユーロの危機の発端となったギリシャでは、2019年7月7日、七夕に総選挙があります。現在のチプラス政権はギリシャ危機の中で「反緊縮」を唱

えて当選して、その後、危機から脱するために国民を半ば裏切るという形で公約だった「反緊縮」の旗を降ろしています。しかし今回、選挙に至って、再び「反緊縮」を唱えているという、我々からみると政権の方向が定まっていません。いまだにEUにとってもユーロ圏にとっても不安定な要素になっています。

その一方で、2016年6月、英国では国民投票の結果、EUからの離脱、いわゆる「BREXIT」が期限の延長も交えて現在交渉中です。その交渉が難航して、最近では、メイ首相の辞任で保守党の中の首班指名の選挙がなされています。この2つの事象をEUの続く試練として捉え、これからご説明したいと思います。

ユーロの危機とは、EUの基本理念を構成している1999年の通貨統合の軌みであると考えられています。一方、BREXITとは、それを少し遡った1993年の市場統合の軌みとも言えます。

では、基本理念が長い歴史のなかでどのように出来上がったのか、この試練をEUは乗り越えることができるのか、乗り越えることが困難とするならば、世界経済や市場に多大な影響を与えるのか。まさに、米中貿易戦争に匹敵する激震が世界経済や市場を襲うことになるリスクがあります。これに対して、日本の企業や投資家は、いったいどのように備えるべきなのか。

為替市場や株式市場などの1年以内の短期の動きは、皆さん詳しく見ていると思うのですが、何十年という長期の構造変化やイベントリスクの動きというのは、分析の盲点になってしまっていて、研究者でも実務に携わっている方も、あまり織り込んでいないことが多いと思います。本日は、その長期の動きを詳しく見ていくとともに、世界経済や市場変化の大きな要因としての「EUの続く試練」について考えます。

### 1. 欧州通貨統合 (EMU) の道のり

本日は、まず国際金融に少し重点をお話します。まず欧州通貨統合、すなわちEMU (Economic and Monetary Union) は、経済・通貨同盟という位置づけですが、その母体となるEUは、そもそも大変長い歴史があります。日本人だととてもこんな長い形成過程に付き合っていないほど長い歴史があって、今日に至っています。ずっと遡ると戦争直後1950年のシューマン・プラン、1951年のパリ条約、そして1952年の欧州石炭鉄鋼共同体設立まで遡ることができます。この石炭鉄鋼共同体は、石炭や鉄鋼の生産を共有して、その部分について関税を撤廃するというものですが、今に至るEUの最初の原点がここにあります。面白いことに、これは参加国を拘束する条約ですが、実に2002年まで存続していました。当初の参加国の変遷を、少し詳しく見ていきたいと思います。なぜかといえば、英国の位置づけが、その中でいったいどうであったのかということが、見えてきます。英国が、今どうして経済上の損得からはやや不可解な行動をとっているのか、それは主権の共有を嫌い、主権の回復を英国民の多くが願っているからといえます。そして現在、離脱強硬派ボリス・ジョンソン氏がメイ首相の後継首相として選ばれるのではないかという観測記事が日経新聞などで報道されています。

歴史から見るとEUは、当初石炭鉄鋼共同体であるフランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルグの6か国でスタートして

います。これはEUの形成過程で、どこが中心部分で、それにどこが加わって広がっていったかを考える糸口になると思います。大学の講義では、卵の白身と黄身の断面を書いて、卵全体がEUに相当して、その中の黄身の部分がユーロ圏、すなわちEMUであると、図を描いて説明することになっています。長い歴史を見ますと、ユーロ圏は通貨統合まで盛り込んだEUの核心部分だということがわかります。そしてその核心部分にギリシャというやや異端児がいます。

このユーロを採用するということが、ひとつ大きなEUの中心部分を形成していくということがうかがえます。ちなみにこの欧州石炭鉄鋼共同体に当初加わった6か国というのは、当然EMUに入っています。それで、この図1を見てみますと、関税同盟が、その後1968年に開始されています。

石炭鉄鋼共同体の時も関税をお互いに撤廃するという措置があったにもかかわらず、どうして新たに関税同盟開始とされているかということですが、1968年に1つの協定書で加盟国すべてが同じ条件で拘束されるという取り決めが成立しています。それまでは、それぞれが2国間で協定を結び、それが、協定ごとに細かな条件は違うけれども関税はかからないという共同体になったわけです。協定が加盟国全体で1つになったというのは、やはりそれだけ進化していることになります。アジアの経済連携協定のチェンマイ・イニシアチブでも当初2国間協定の集合体で、2国間が危機に陥った時に互いに助け合うという協定から、多国間で1本の統一協定を結ぶ、チェンマイ・イニシア

#### EMU とは

- ・ EMU (Economic and Monetary Union) = 経済・通貨同盟
  - ・ 統合の対象：①通貨、②中央銀行、③金融政策、④為替政策
  - ・ 地域統合の歴史的な位置づけ (主権の共有)
- 初期段階 → 統合の深化 → 完成

関税同盟 (自由貿易協定) (1968/7)	市場統合 (1993/1)	通貨統合 (1999/1)	政治統合(未定)
関税の撤廃 徐々に非関税障壁も撤廃へ →モノの移動の自由	製品規格・基準等の統一、業務ライセンスの相互承認等 →モノ、サービス、労働力、資本の移動の自由	通貨、中央銀行、金融・為替政策の統一 →経済・社会政策面での統一的な対応	域内単一立法・行政機関への国家主権の大幅な移譲 →共通外交・安全保障政策

図1 欧州通貨統合 (EMU) の道のり

資料：EUROPEAN UNION ホームページ

チブのマルチ化を成し遂げています。このマルチ化に至ることによって、いつでも誰でも、そのメンバーは、困った時に同一条件でその資金を引き出すことができるという取り決めに進化しています。

この関税同盟の少し前になりますが、実は英国が、新たに登場しています。すなわち欧州鉄鋼石炭共同体と並んで発達してきた欧州経済共同体（EEC）への参加を表明しています。EECは、当初の参加6か国は石炭鉄鋼共同体と同じで、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルグです。これに1960年、EECが設立されてから3年後、デンマーク、アイルランド、ノルウェー、そして英国が、参加を表明しています。

ところが、英国は、フランスのド・ゴール大統領によって参加を拒否されてしまいます。本来、加盟国が広がっていくということは、フランスやドイツにとって望ましいはずですが、そのためこの参加拒否については様々な風説があり、例えば、米国の陰謀で英国を使って欧州の団結を崩すつもりであるとか、ささやかれました。

しかし、後になって、1969年の自由貿易協定成立少し前、関税同盟が成立した直後に英国はようやく参加が認められました。これは、フランスのド・ゴール大統領が拒否していたのを、次の大統領のポンピドー氏が、英国が入ることによって、欧州の経済大国が3つ揃うことになるからいいじゃないかと判断したとされています。英国もヒース首相のもとで、常に大陸の諸国の動きとはちょっと壁があることがずっと続きました。その時の制限によって、壁は強くなったり、弱くなったりしていたわけですが、フランスの大統領が変わったということで、再交渉を始めて、交渉開始の2年後、1973年にEEC加盟を果たしています。

また、新たな参加表明4か国のうちノルウェーは、国民投票で否決され加盟していない状態が現在まで続いています。国民投票というのは国家にとって重い判断ですね。国民の判断ですから民主主義のコストともいえ、とんでもない判断をしてもそれはその国の進路を拘束します。歴史を紐解きますとそういう流れを経て、英国はようやくEUの前身であるEECの一員として位置づけられたということです。

ここまで卵が形作られてようやく、先ほどの例でいう卵の黄身の方が作られていきます。この卵の黄身の部分ですが、1970年、最初のEMU提案であるウェルナーレポートが提出されています。Economic and Monetary Union（EMU）の名の通り、経済だけ統合しても統合は完全ではなく、

通貨も統合することによって本当の意味での国の統合ができると考えるものです。実際の通貨統合は、1999年のユーロの誕生です。驚きますが、1970年から試行錯誤が始まり30年がかりで、多くの紆余曲折があって、ついにEUの中心となる国々が通貨統合を成し遂げたわけですが、日本の政策時間軸なら、日本国民は気が短い面があり、とても30年は辛抱できないはずですが、欧州の通貨統合は、こうして長期間を費やして成し遂げられました。

## 2. ユーロ誕生まで30年の歴史（英国の関与姿勢）

1970年のウェルナーレポートは、ノーベル賞を受賞したロバート・マンデルの最適通貨圏の理論に裏打ちされています。この国際金融理論はまとめますと、内部の生産要素、資本と労働の移動が自由な地域は固定相場が望ましいというものです。そして究極の固定相場というのは、単一通貨です。自国の通貨を捨て去り、一つの通貨になる時、個別通貨を単一通貨に変換する為替レートは固定されます。それは、「フリーズ」とも称され二度と動かしません。ですからギリシャなどが単一通貨から、抜けようとしてももう抜けられないのです。ギリシャのかつての自国通貨のドラクマはもう消え去っていて、すべて固定為替レートでユーロになっています。ユーロから抜けるとしても、どこからどこまでをユーロからドラクマに戻すか技術的に極めて困難ですので、EMU離脱のプロセスは明らかになっていません。ですから、ギリシャ経済が当初の統合条件から大きく外れても、EMUとしては悩ましいのですけれども、ギリシャを離脱させることは困難です。これに対して、英国がEUから出るのはいかがでしょうかと、通貨をもう一度元に戻すという困難な作業をしないでいいということです。また、どうしたら離脱できるかというルールも決まっています。それに基づいて、最近まで、これもまた3年近くかけて、なんとか交渉をやってきました。イギリスは卵でいえば白身部分ですが、一方、黄身部分から抜けるというのはギリシャです。この黄身部分からの離脱は技術的にも不可能に近いと思います。

さて、1970年にこの画期的なウェルナーレポートが発表され、1971年にニクソンショックがありました。これで、金とドルの交換性停止となりました。1972年になると、スミソニアン体制により、ニクソンショック前の1ドル＝360円固定相場が、1ドル＝308円になりました。その中で欧州の主要通貨は、そのスミソニアン体制の幅よりもっと狭い幅すなわち、対ドルで上下計

4.5%幅をその半分の2.25%でお互いに留めようとなりました。それが、スミソニアン体制下のスネーク制度です。ウェルナーレポートは、残念ですが、ニクソンショックの下でドイツマルクが単独フロートに移ってしまったので、他の通貨と固定はできなかったわけです。しかし改めて欧州通貨間の為替レート固定の考え方を引き戻してきて、このスミソニアン体制のスネーク制度を取り入れることとなりました。スネーク制度では、大体ドイツマルクが強い通貨ですが、各国の通貨が為替レートの一般許容変動幅を表すトンネル中に納まって、各国の為替レートがより狭くあたかも蛇がうねるように変動することから付いた名前です。ここでお話ししたいのは、どの国がここに参加したかということですが、実はフランス、西ドイツ、イタリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルグです。お気づきになったと思いますが、石炭鉄鋼共同体と全く同じメンバーです。ですから、歴史を紐解くと、これがEUのコアだとよくわかってきます。歴史はそういう意味では非常に貴重です。

その後、石炭鉄鋼共同体と似た話ですが、英国、アイルランド、デンマーク、スウェーデン、ノルウェーが遅れて参加して、そして1973年になるとスミソニアン体制が崩壊して、完全な変動相場制に移りスネーク制の前提条件がなくなります。国際金融では、その間彼らはどう対応したかというところ、フランス、オランダ、西ドイツ、ベルギー、ルクセンブルグ、デンマーク、これまた同じですが、6か国がスネーク制から共同フロート制に移行しました。スウェーデン、ノルウェーが準加盟国となりましたが、英国は入っていないのです。

ここから、だんだん、ユーロに近づいてきます。試行錯誤の末、共同フロート制は徐々に参加メンバーが少なくなっていく、消滅していきますが、1979年、欧州の人たちの統合に対する執念が出てきます。ウェルナーレポートから始まって、スネーク制にして、共同フロートを経て、ついにEMSという制度を思いつくわけですね。EMS (European Monetary System) すなわち欧州通貨制度を創設します。

当初、英国を除く、西ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ、デンマーク、アイルランド、すなわち先の6か国プラス2か国が設立しています。英国はためらいながら、遅れて参加しています。

ここで非常に重要なのは、ユーロが誕生するきっかけを作った通貨バスケットECU (European Currency Unit)です。なぜ、重要かと言いますと、これまでは欧州通貨に中心相場的なものはなかったのです。それぞれ2国間で結びつき、その幅を

狭くするだけの話でした。それに対してECUというのは、一種の通貨バスケットです。通貨バスケットは、まだ、通貨ではありません。しかし、通貨のバスケットという理論的なものを生み出しました。そしてそれをそのまま発展させてバスケット通貨のユーロになっていきます。それまで失敗を続けてきたわけですが、これを発見し、生み出すことによって、通貨統合は大きく前進できました。

2国間を個別に縛るより、通貨バスケットは、関税同盟で一つの市場、1本の契約というのとよく似ていて、通貨の為替変動が起きるのを1本に統合していくためのキーポイントだったのです。

ECUについては、アジアで適用できる可能性があるのかないのか、かなり調べたことがあります。今も経済産業省のホームページを見ますと、「ACU」というアジア通貨バスケットが、一橋大学の小川英治先生をはじめとする研究者の努力で作られています。

日中韓、ASEAN10においても加重平均相場が計算されています。しかし、それによってアジア各国に統合の機運というのは残念ですが、ありません。欧州は、それが作られることによって、これまで長い歴史の中で、石炭鉄鋼共同体、原子力共同体、あるいはEEC共同体、関税同盟などを積み重ね、自由貿易協定で、徐々に非関税障壁の撤廃、物の移動の自由というのが進んできている中で、通貨の収斂が進んで統合の機運が出てきています。その中の仕掛けとして、このECUが大きな役割を持つこととなりました。

また、もう一つ重要なのが、最初ECUは国の間の公的決済通貨にとどまっていたのですが、民間による活用が始まります。私が働いていた当時の東京銀行などもその役割を果たしたのですが、ECU建て債、ECU建ローンとか、民間がこのECUという仮想の通貨バスケットを使って、それを建値にして、いろいろな債券を発行したり、貸出を実行したりしました。つまり、公的ECUが民間ECUに拡がっていったのです。

すなわち新しい金融取引は民間に根付かなければ、政府だけが旗を振っても、それは将来的に大きな力にはならず、国民的な広がりをもちません。民間がそういうことを呼応してやるようになったから、ECUがEMSの中で根付いていったのです。

その中からさらに、今もある収斂のための欧州の為替相場メカニズム、ERM (Exchange Rate Mechanism) が進展していきました。こう考えますと、EMSというのは、立派な発明だったということですが、この後、EMSがどのように広がっていったかを見ていきます。

### 3. EMS (欧州通貨制度) の20年

EMS (欧州通貨制度) は、不安定期、収斂期、安定期、混乱期、そして再収斂期と、紆余曲折がありました。これも一種の産みの苦しみといえますが、最終的には通貨統合という歴史的な偉業を成し遂げたわけですから。

この制度には、相当無理な面もあります。各国、当然経済状況も違いますから、インフレ率格差がありますし、頻繁な平価変更が行われて、なかなか通貨間の為替が安定しないという状況がありました。しかし、1983年頃から、フランスで物価安定政策がとられて、インフレ率や金利などの収斂が進みます。そして、1988年6月には資本移動自由化と平価の安定、ドイツマルクが中心となる形で欧州域内投資通貨の脱ドル化、さらに、国際債などで民間ECUの活用が行われています。

しかしながら、1992年9月には、コンバージェンス取引とその巻き戻しが起こります。今でいうと円キャリートレードのようなものです。要するに、為替が安定していれば、低金利通貨から高金利通貨に投資すると、確実に利益が上がります。ところが、このEMSの収斂への動きが揺らぐと、本当に為替は安定しているのかという疑念がわいてしまい、その巻き戻しが発生します。まさに円キャリートレードの巻き戻しと同じです。それは、かなり投機的な大きな動きになるわけで、これを欧州通貨危機と呼んでいます。危機になる前に、制度の産みの苦しみの時に何度も危機を乗り越えてきていますが、ここでも、また英国のポンドと、そしてイタリアのリラが為替安定の協定を離脱しています。

そして、再収斂期を迎えた1993年になりますと、市場統合が話題になってきます。製品規格・基準等の統一、業務ライセンスの相互承認等、具体的にはモノ、サービス、労働力、資本の移動の自由があります。同じころにはEUが発足し、マーストリヒト条約が調印され、加盟国を増やしていくこととなります。ここに労働の自由という課題が出てきます。これが今の移民問題につながりますが、英国のEU離脱派が主張するように統合で生ずる問題点の一つになっています。これはEUの基本的な理念の一つですから、EUは譲れないはずですが、英国がEUに残留して「主権を共有」するならば、基本的に労働移動の自由は保障しなければなりません。そうすると残留して「主権を共有」するのか、離脱して「主権を回復」するのかという選択の際の大きな争点になってしまいます。労働や資本の移動の自由は、最初に遡って、ウェルナーレポートの理論的な支柱になったマン

デルの「最適通貨圏の理論」で、その両方の自由が保証されている時は、最適通貨圏で、固定相場が望ましいとされています。

どちらか片方があれば、もう片方はある程度、譲ることができます。また為替はユーロ圏では共通通貨ユーロですでに固定されていますから、為替政策をとれません。英国の場合には自国通貨のポンドを維持していますが、自国通貨だけ対ユーロで切下げ景気回復を図るなどということはEUの一員である以上できません。EUにとって労働の移動というのは資本の移動と並び、多少妥協したり、一時的に激変緩和のため譲ったりすることはあっても基本理念からは外すことができない政策です。もし移民問題を含めてそれが一切できないのなら、英国は離脱しかないのです。

1993年までには、単一市場完成、ERM変動幅を上下2.25%から上下15%へ拡大して、投機に耐えて、拡大変動幅のもとでEMUを実現するというプロセスに入りました。

そういうEMSの流れの中で、ウェルナーレポートに続いて再びEMUを目指すドロール委員会のレポートも出ています。これは、マーストリヒト条約の原型になるのですが、通貨同盟と経済同盟の3段階並行実施がうたわれています。

ここで出てくるマーストリヒト条約は、EU条約とも言われ、1992年調印された、今の新しいEUを形づくる基本的な重要条約です。そして、これをもとに、1993年、新EUが12か国で発足しています。1995年には第4次拡大加盟で、3か国足されて15か国となり、その後、2004年には中東欧10か国、2007年にはルーマニア、ブルガリア、2013年にはクロアチアが加盟して、EUは現在28か国になっています。

一方、EUの前身である、ECですが、この原加盟国は、ベルギー、ドイツ、フランス、イタリア、ルクセンブルグ、オランダの6か国です。1973年に一次拡大というのがあって、ここでデンマーク、アイルランド、そして英国が加わっています。英国は常に協定の原加盟国であったことはありません。常に、欧州各国が先に行って、英国はそのあと一定の成功を見極めてから入るわけですから。しかし、入ってからも、加盟国の中で反主流派といえますか、ユーロを採用していないのに、EUの制度やユーロのいろんな仕組みについて、あらゆる機会を捉えて、英国は意見を言うわけですから。これは問題点のチェック機能を果たす役割で一定の貢献をしてきたと思いますが、とうとう現在は自らのEU離脱に向けて協議中です。

#### 4. 第2次EMU計画とマーストリヒト条約 (1)

ここでEMUの実現に至る3段階とは何かについてお話ししたいと思います。現在、通貨、中央銀行、金融・為替政策の統一、経済・社会政策面での統一的な対応までできています。さらに、この主権の共有を推し進めて政治統合（未定）と図1にはありますが、これは現時点では非現実的です。政治統合というと、アメリカ合衆国の州のようになるのかと言いますが、そうではありません。各国は主権を放棄するわけではなく、主権を共有する、一つの軸になる仕組みを作っていくことです。いままで成功したのは、みんな一つの軸を作っていて、ユーロ圏という通貨同盟がここにあります。ECUからユーロへの発展にも成功してきました。ところが、これがさらに進む過程で英国は、統合の深化に抵抗して、とうとう今回は離脱というところに至っています。ただある意味では首尾一貫しています、唐突に起きたことではないわけです。歴史的に何十年もずっと、英国の辺境的な位置取りは同じです。

逆に英国の離脱交渉がなかなかうまくいかないのを見て、欧州各国のポピュリズム（大衆迎合的）政党は風見鶏のように舵をEU離脱からEU内の改革へ動きつつあります。「即刻EUを離脱する」と言っている威勢のいい政治家・政党は、少なくともあります。皆さん「EUの悪い部分を自分に任せてくれれば改革します」と言っているわけです。これは、図らずも英国「BREXIT」の欧州統合への前向きな効果なのかもしれません。

EMU実現に至る3段階ですが、第1段階は、資本移動の完全自由化、第2段階は、EMI（欧州通貨機構）創設。このEMIを経て、ECB（欧州中央銀行）を開設されました。それから、第3段階は、いわゆるユーロの誕生です。個別金融政策の放棄（統一金融政策）と為替の非可逆的固定化です。

次に、各国のユーロ参加4条件がありまして、インフレ2.7%以下、長期金利7.8%以下、財政赤字（GDP比3%以下）、公的債務残高（GDP比60%以下）、為替相場（ERM参加2年）となっています。日本は、欧州統合の象徴である通貨ユーロに絶対に招かれるはずはないのですけれども、招かれたと仮定しますと、ご承知の通り、日本の公的債務残高はGDP比で200%を超えますから、まったく間尺に合いません。ですから呼ばれても決して入れません。ギリシャは条件が相当違いますが、欧州各国の経済指標がかなり揃っているところが、この地域の凄みとなっています。

GDP比で財政赤字の3%以下、これも日本に当てはめると、GDPを500兆円余りとして、

GDP比で3%以下ですから15兆円を少し超えるぐらいの財政赤字まで許容水準です。日本は現在40兆円以上の水準ですから、この基準にも合いません。

#### 4. 第2次EMU計画とマーストリヒト条約 (2)

1998年、当時EU加盟15か国中、EMUの第一陣参加では、11か国が決定しています。ドイツ、フランス、ベネルクス3か国の常連メンバーのほか、オーストリア、南欧3か国、フィンランド、アイルランドの11か国です。ここでも、EU加盟国のうち英国、デンマーク、スウェーデン、ギリシャは参加していません。この中で、ギリシャは参加したかったのですが、ユーロ参加条件に合いませんでした。他の国は、ほぼ基準を満たしています。では、なぜ入らなかったのか。デンマーク、スウェーデンというのは、皆さんご存じの通り、北欧の社会民主主義の国です。大きな政府志向で、「ゆりかごから墓場まで」ということですから、金融政策を統合してしまいますと、景気の刺激のためには財政に負担がかかります。財政支出が急速に拡大すると、財政赤字を制限しようとする力が働きますが、デンマーク、スウェーデンにとり、それは困るわけです。国の基本的な哲学として、大きな政府志向ですから、それが一番の原因だと思います。ギリシャは、その後多少の改善を見て3年後にはユーロに入りました。そのあとスロベニア、キプロス、マルタ、スロバキア、エストニア、ラトビア、リトアニアが参加して、ユーロ圏は19か国になっています。

この他のEU参加の国々も基本的には、いずれ条件が揃ったら、入ることになっているのですけれども、今のところは、予定はありません。

実はEU加盟国の中でこのユーロに入る条件が免除されている貴重な国があるのです。それが英国です。ですから、英国は最初から信念を持ってユーロには入っていないわけです。ある意味、良きにつけ悪きにつけ、英国は、大変思慮深い国民性を持っています。そういう民族性がありますので、欧州統合の歴史の中で、その立ち位置は首尾一貫しています。これがBREXITの最終的着地を読み取るカギになると思っています。私は必ずしも専門家ではありませんが、この歴史的な流れから、また英国に多くの知人を持ち、その考え方を一定程度理解している立場から、そういうことが浮かんできます。

1999年1月、EUは単一通貨ユーロを導入します。ここでちょっと忘れてはいけないのが、ユーロを導入してはいますが、現金通貨（紙幣）をす

ぐには導入していないのです。単に決済通貨として、計算単位を導入しているだけです。

この頃は邦銀に勤務して、東京から欧州によく出張しましたが、ユーロの誕生は銀行にとって大きな出来事だと感じました。

実際、商店のショーウィンドウにはユーロ建てだといくら、ユーロ導入時の固定相場で換算してドイマルク建てだといくらかが表示してありました。固定相場ですから、自動的にドイツマルクの値段が決まるのですが、3年経って、これに国民が慣れてくると、ドイツマルクの表示を取り払います。そして同時にマルク紙幣をユーロ紙幣に交換します。いきなり使い慣れていないユーロに交換したら、おそらく相当な混乱になっていたと思います。この3年間という猶予期間で国民を慣らしていくという政策をとったのです。

## 5. ユーロの危機の発生と継続 (1)

2008年9月、リーマンショックから世界金融危機が深刻になります。2009年10月、ギリシャで政権交代があり、政府がいわば粉飾決算していること明るみになりました。それが引き金となって、ギリシャの財政不安とそれに続くギリシャ危機が一気に起きます。ギリシャという国は、GDPでいうと日本の1/20くらいです。近畿大学で教えていたとき、ギリシャは大阪府と同じくらいのGDP規模だと、よく講義の中で話しました。この平衡感覚が大事です。ちなみに、英国は日本の1/2くらい、国民も1/2くらいですから、1人当たりのGDPは日本とほぼ同じです。ですからギリシャという国はGDPで見ると限り小さい国です。私も訪れたことがあります。長い歴史を感じさせる、観光には素晴らしい国ですが、基幹産業がない。そして公務員の比率が非常に高い国です。国が効率的かは、公務員の比率をみるとある程度わかります。公務員比率が高くて非効率な場合が多いのも事実です。日本の公務員はかなり批判されて効率的になってきたと思いますが、世界にはまだまだ、非効率な公務員が税金を無駄遣いしてしまうケースが多いのです。ギリシャはその一例かもしれません。

ギリシャ危機に続いて生じた、アイルランド危機は、どちらかという銀行危機です。続いて、スペイン、ポルトガル、イタリアなどにおいても信用不安が起きています。

ギリシャにおいては、選挙の結果から、今後を占うことは大変重要です。2012年5月の選挙では、緊縮派が勝つことができなくて連立を組めませんでした。仕方なく翌月再選挙を実施して、ようやく

く連立を組むことができました。その間、大方の海外投資家の信頼を失って、ギリシャ国債が売られました。日本はどうして同じようにならないのかと言いますと、日銀や、日本国民が直接、間接に日本国債の多くを持っているからです。海外投資家は長期の日本国債を発行額のほんの数%しか持っていないのです。

これに対して、ギリシャは、ほとんどが海外からの投資に依存していました。国民の家計は貯蓄を多く持っていません。みんな使ってしまった。ここが日本と大きく違う部分です。日本は貯め過ぎて、またそこに2000万円貯めておかないと老後が不安との金融審議会報告書などもあって、ますます貯蓄をしてしまう。家計は自分で直接国債はあまり買っていないのですけれども、銀行預金とか、保険を掛けるとかで、結果的にその資金を使い銀行とか保険会社が国債を買っているわけです。つまり日本国民が日本国債を支えているということです。それは、ギリシャと全く図式が違います。

ギリシャは、政治的に不安定になることによって、財政危機が深刻化し国債利回りが一時30%を超えています。これを受けて、なんとかギリシャ危機が広がりユーロの危機となるのを防ごうというEUの努力で、ESM（欧州安定メカニズム）が発足しました。

しかし2015年1月に、再びギリシャの総選挙で、緊縮財政破棄を掲げた野党が大勝して、チプラス政権が誕生し、そのチプラス政権下でギリシャ国債利回りが再び10%超えました。これが第2次ギリシャ危機です。ギリシャの政府にもその政府を選挙で選ぶ国民にも、自国の経済危機や財政危機の意識が希薄なためかもしれません。ですからチプラス政権は、また先回りして、来月の選挙でも反緊縮を掲げて何とか当選しようとしています。国民は、緊縮財政での景気悪化は懲り懲りで、マクロ経済や財政のことなど、あまり考えておらず、ミクロの自分の生活しか考えていないようにも見えます。これではやはり、マクロ経済や財政は崩壊してしまいます。マクロが崩壊すれば、ミクロの生活も当然崩壊します。

その辺の仕組みについて、日本は幸いなことに国民はそれを理解している人が多いのではないのでしょうか。消費税を上げるとなると、もちろん反対する人はいますが、やむを得ないという人が多数派を占めます。

従いまして、私は、来月の選挙でもしギリシャ国民が選択を誤れば第3次ギリシャ危機はあり得ると思っています。それをきっかけにイタリアなど不安定な経済状況の国に危機が広がるという、

ユーロの危機再燃のリスクがあります。本当にEUにとっては、頭の痛い問題です。

加えて今までは、ユーロの危機に対応していればよかったのですが、今度は「BREXIT」の問題が出できたわけですから、まさにEUの試練が続きます。

EUには、次々と試練が襲い掛かり、それでも、統合を確かなものにしていく動きを「やめた」とは、言えないわけです。そんなことをしたら大きな混乱に陥ることは間違いありません。ドイツもフランスも、歴史を振り返ると、共同フロートを止めたということはありますが、もう、ここに至れば、統合の後戻りはできません。

EUは、英国の「主権の回復」の離脱理念と協議の中で対峙しています。協議がまとまらず英国が強行離脱、合意なき離脱をしたければ、やむをえない。離脱を安易に許し、英国がEUの一員としての義務を果たさず統合の果実だけを享受する「いいとこどり」をすればEUの統合にひびが入ります。したがって、EU側にこれ以上の妥協は相当難しいだろうと思います。

こうした状況で、妥協を排除するボリス・ジョンソン氏が英国国民の支持を得て選挙に勝つ可能性があるといわれているのは、これも、先にあまりに不安定要素が多く、先行きがわからないところがあります。

## 5. ユーロの危機の発生と継続 (2)

2018年8月、ギリシャは金融支援の枠組みを一応脱却して自力更生（再建）を目指します。多くの人はこれで小康状態から、完全治癒に向かったと理解した人が多いと思います。しかし、反緊縮が国民の多数派である限り、財政再建は難しいのです。整理していかねばならない国債は、そのほとんどは外国の投資家が持っています。外国の投資家に見放されたら終わりという構図は、一向に変わっていません。

日本は、曲がりなりにもプライマリーバランスの均衡を目指して努力していて、税収も最近少し増えています。自民党政権はおそらく7月の参議院選では、日本国民の支持を得て選挙に勝てると思っているはずですが。

しかしギリシャは、日本と構図が違います。同じく7月に行われるギリシャの選挙結果次第で第3次ギリシャ危機だってありうると大胆なことを申し上げたのは、そういう構図があまり変わっていないとみるからです。そして、それを支援するEU側、EMU側の体制が整っているかというところ「BREXIT」への対応に追われて、万一の場合に

は封じ込める余力は乏しいかもしれません。

ギリシャのGDPは、2008年から3/4に縮小しています（2017年のGDPは0.2兆米ドル）。日本のGDPの4%、先に申し上げた通り、大阪と同程度のGDPです。しかし、ギリシャは地政学的に重要な場所にあるのです。一説ではギリシャ危機の時にEUの支援を受けられなくなりそうで、ロシアや中国に支援を打診したそうです。真偽のほどは分かりませんが、支援と引き換えに、ギリシャの港を自由に使わせてくれるかとの内々の反応で、それはやはり出来ないとなったとの話も伝えられています。

そうしたあらゆる打開策が検討された後、結局、ギリシャ政府は反緊縮という旗を降ろして、EUとの再交渉を望んだということです。ギリシャはGDPの規模が小さいですから、EUも支援しやすかったわけです。一方で英国は、欧州域内でドイツに次ぐ2位のGDPですから、その経済的な停滞が将来起きた時に対応する余裕はEUにはありません。したがって、EU離脱は英国が困るだけですと結局、そういう立場にならざるを得ないわけです。これがギリシャ危機と今度の「BREXIT」のEUによる対応の違いです。

2019年5月、英国のEUの離脱交渉が行き詰まります。メイ首相の辞任表明がありました。また、欧州議会選挙の結果、EU内で多極化や分断化の流れが出てきます。

これは、EU内の改革を志向するという風にも読みとれます。つまり離脱志向ではなく、英国のような賢明で老練な人たちが簡単には離脱できないというのを横目でみて、先にも述べたように各国のポピュリスト政党などが方針転換をしたと思われる流れがこの数か月に見られます。EUの中での新しい動きです。

図2のグラフは、欧州各国のユーロ建て国債の利回りの推移です。このグラフから、相当長い期間ユーロの危機が続いていることがわかります。一番上に示されている折れ線グラフがギリシャ国債で、各国とも同じユーロ建てですが、ギリシャは、そのデフォルトリスクを反映して2011年前後に一時30%に高騰しています。そしてアイルランド危機がありまして、アイルランドは利回りが高い時期がちょっと先行しています。一番下にドイツがきて2019年に1%強になっています。

ギリシャはここ数年次第に利回りが下がってきていますが、基本的に国民が放漫財政について問題意識に乏しいということを見抜かれています。2018年前半までは利回りが低下して良くなってきましたが、ドイツの1%に対して3%あ



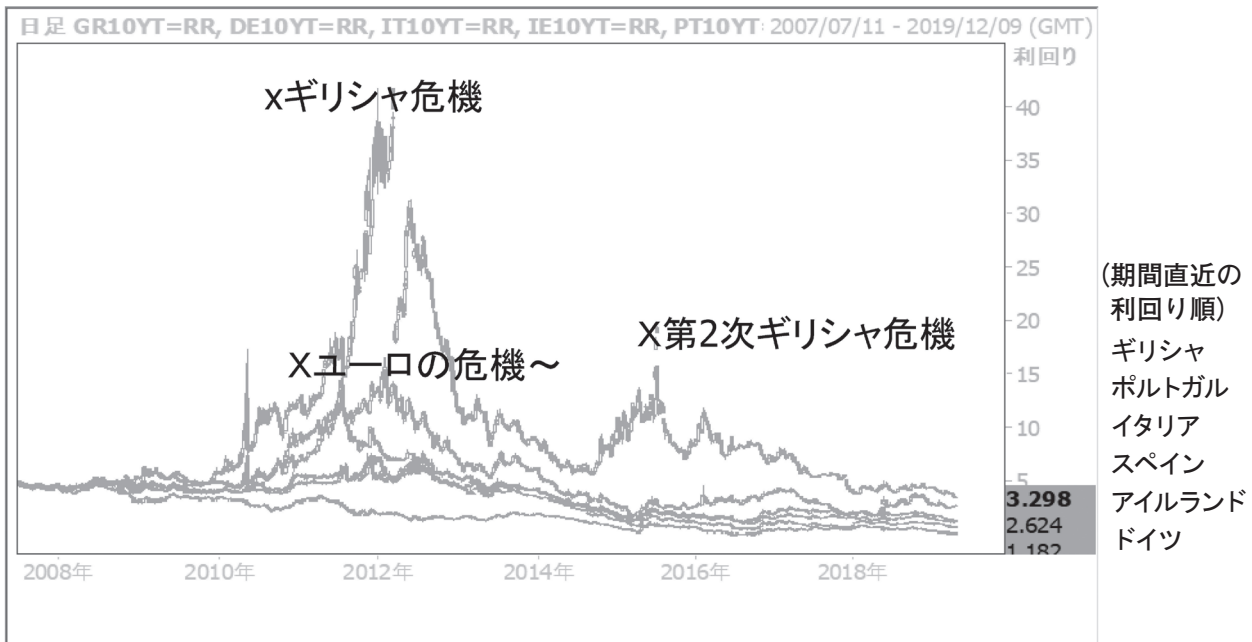


図2 欧州6 国ユーロ建て10年国債利回り推移 (2008年～2019年)

(資料) トムソン・ロイターアイコンをもとに作成

まりです。一時の30%に比べればずいぶん安定してきていますが、海外投資家は7日後に控えたギリシャの総選挙を少し不安な気持ちで見えています。

そのほか、これは当時、経済的に不安がある国ということで、PIIGS (ピーグス) という名前がついて、ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインの5か国を表しました。これは、いずれも財政状況が悪くなくて、また金融システムに不安が起きそうな国ということだったのです。このうち、イタリアやポルトガルが気になるところで、一部に経済状態が必ずしも良くないとの評価が見られます。

次に、図3のグラフは、長い年月の間をまとめたユーロの対ドルSPOTレートです。1999年ユーロが誕生して、いったん下がっています。この図は、下にいくとユーロが安くて、上にいくとユーロが高いことを示しています。1ユーロ=何ドルであらわすダイレクト表示ですので、1ドル=何円であらわす円ドルのグラフと上下が逆で、ちょっと分かりづらいかもかもしれません。ユーロが誕生したときは、1ユーロ=1.1747ドルでした。下がっているのが2002年くらいまで続いています。これは、いろいろな事情があると思いますが、一つ大きな要因は、先ほどお話したと思いますが、誕生時には、まだ決済通貨としては使われているもののユーロの紙幣が発行されていない状態で国民は依然として、それぞれの国の通貨建て紙幣を

3年間、使っていたわけです。ですから、使用頻度が増してくるためには、やはり現物のユーロ紙幣がないと、なかなか国民があらゆる場面でユーロを使うということになりません。

2002年1月、ようやく現金通貨のユーロ紙幣が流通するようになり、それとほぼ時を同じくしてユーロは1ユーロ=0.90ドル前後のユーロ安水準から、反転して高くなっていきます。

また、EUは、政治経済の両面からロシアから距離を置こうとする東欧の各国を迎え入れる大義名分もあって、東方拡大に乗り出します。これは、EUをしっかりとしたものにするためには、戦略的に二つのことが必要だったからです。

一つは拡大することです。仲間を増やして欧州で多数派を占めることが重要です。これをEUの、あるいはユーロのEnlargement (エンラージメント) とも言います。

もう一つは、Enrichment (エンリッチメント) が必要です。つまり、統合の中身を確固たるものにするということです。しかし、これは、相矛盾するところがあり、経済とか通貨の状況が似ている国が団結すると、マンデルの理論のようになります。ところが、東欧諸国へ拡大していくと、経済の状況が相当違います。インフレ率が異なるほか、例えば東欧諸国は国民一人当たりのGDPが低いです。そうすると当然そこには東から西への大きな労働の移動という圧力が、一方通行で出てきます。そしてこれが、イスラム圏の不安定と相まってEUを揺さぶることになります。

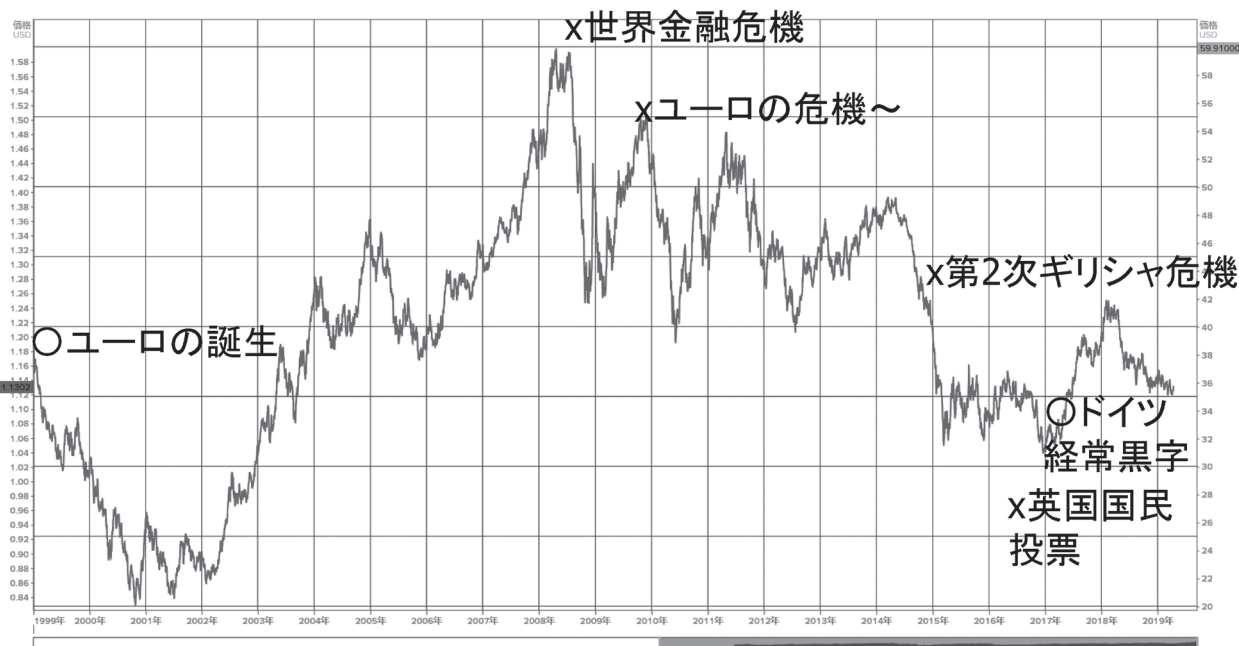


図3 ユーロの対ドルSPOTレートの推移 (1999～2019)

(資料)トムソン・ロイターアイコンをもとに作成

EnlargementをEnrichmentより先行したことにより、これはもう歴史的な偉業ですから中身が十分の整わないままでユーロへの期待が集まりました。そして世界金融危機で打たれるまで、図3の通り、どんどんユーロは強くなっていきました。世界金融危機を迎えるころには、1ユーロ=1.60ドルまでいきました。誕生時の1ユーロ=1.17ドルから始まり、1.60ドルまで高くなったのです。その後、ユーロは対ドルで不安定な動きをしていますが、一つひとつの上下動は面白いことに読み解くことができます。

2008年ごろの世界経済金融危機の最初の大きい上り下がり、次に、いくつか小さい上がり下がりがありますが、これは、2009年のギリシャ危機や2010年のアイルランド危機で、そして全体としてユーロの危機でもあります。

次に崖から滑り落ちるように落ちていったところが2014年第2次ギリシャ危機です。イギリスのBREXIT 国民投票が2016年6月にありましたが、意外に大きく動いていません。これは、そもそも英国がユーロを採用していないこと、そしてまた、ハードエグジットになれば、それこそ大変ですから、必ずEUと英国は何らかの妥協をするに違いないと、市場の投資家達が考えたのかもしれませんが、弱くなるどころか、その後2017年には強くなっています。私が客員研究員を務めている国際通貨研究所のホームページ掲載のレポートにもこの動きについては詳しく書かれておりますのでご覧ください。

ユーロというのは、実はドイツにとっては有利な面があります。ドイツ単独のマルクなら経常黒字のためもっと高くなっているはずが、ユーロだと欧州各国の経済との統合で押さえられています。しかし、ドイツの経常黒字が大きくなれば、それが程度の差はあれユーロ高の1つのきっかけになるのです。それだけではありませんが、ユーロは安くなるどころか、この時期むしろ高くなっているのです。

ハードBREXITになれば、もちろん英国だけではなくEU経済にとっても大きな打撃ですので、ユーロは安くなるはずですが、このイベントリスクをどう判断するかは、空売りの是非も含め投資家の判断です。

## 6. EU内での英国のやや辺境的な立ち位置

主権の共有(EU残留)か、主権の回復(EU離脱)か

ここでEU内での英国のやや辺境的な立ち位置を振り返ってみたいと思います。主権の共有、すなわちEU残留か、主権の回復、すなわちEUを離脱して、自分の主権を取り戻して、自分の自由な決定にしたがって国を運営するか、この間で揺れているわけです。

1995年、シェンゲン協定が実施されて、締結国間で国境管理を撤廃し、1999年、アムステルダム条約で、シェンゲン協定のEU法化が決まり、EUの法律として義務づけられました。しかし、英国は、アイルランドと共に国境管理撤廃に参加

しませんでした。また、必要に応じて自国で国境を管理するとしました。

アイルランドは英国に引っ張られたという面が多いようです。つまり、英国の国境というのは、全て海で唯一の陸の国境というのが、アイルランドと英国の北アイルランドの間です。これは、長い因縁がありまして、象徴的に表れているのが国境問題です。1990年代のIRA爆弾闘争活発化のときは、私の居たロンドン・シティのオフィスの窓ガラスが爆風で破れました。未だにそのときの怖さは忘れません。金融街の周囲は爆弾テロで相当な被害を受けました。

また、先にも述べましたが、1999年、当初11か国でのユーロ誕生のときも英国は、デンマーク、スウェーデンと共に参加していません。ギリシャは、参加条件が満たせず参加していません。そもそもEC条約においては、EU加盟国は、基本的にEMU（経済通貨同盟）に参加し、条件が整い次第、単一通貨ユーロを導入することが想定されています。但し、EC条約第122条に適用除外規定（オプト・アウト）が認められており、英国とデンマークは適用除外が認められています。そして、そのまま現在に至るまで英国はユーロには参加していません。

## 7. BREXIT 離脱交渉の行き詰まり

BREXIT 離脱交渉の難航はご承知の通りですが、2019年4月10日、EU臨時首脳会議では、

EUの離脱期限を当初の3月29日から4月12日に伸ばして、さらに一気に10月31日まで伸ばしました。その時、おそらくメイ首相は、辞任をすることで、体制を整えて、新しい国民の合意がでるまで待とうとしたのだと思います。しかし、英国国民の意見は未だ収斂していません。

この間、英ポンドの為替相場はどうだったかと言いますと、これもまた興味深いですが、事態打開への期待感からか、上がっているのです。首相が辞任したら普通は下がります。投資家にとっても一大事だということになりますが、辞任の日、一時1ポンド=1.2660ドルから1.2710ドルへ少し上がっています。

英ポンドの対ドルSPOTレートの推移を図4でみますと、ユーロに入っていないにも関わらず、やはり影響をすごく受けるということで、ユーロと相関の高い動きをしています。

1999年のユーロ誕生の時期から、英ポンドは大きく下がり、ユーロが流通するころから、ずっと上がってきて、世界金融危機での下落はユーロと比較してより大きかったです。

しかし、その後、何度も続くユーロの危機では、英ポンドはほとんど横ばいです。上がった、下がったはしていますが、それでも、ユーロのように大きな振れを伴いながら、下がっていくことはありませんでした。

その後は、2016年の国民投票を受けて、一気に下がるのですが、その後、2017年から不思議なことに投票前の水準近くまで一時上がっている

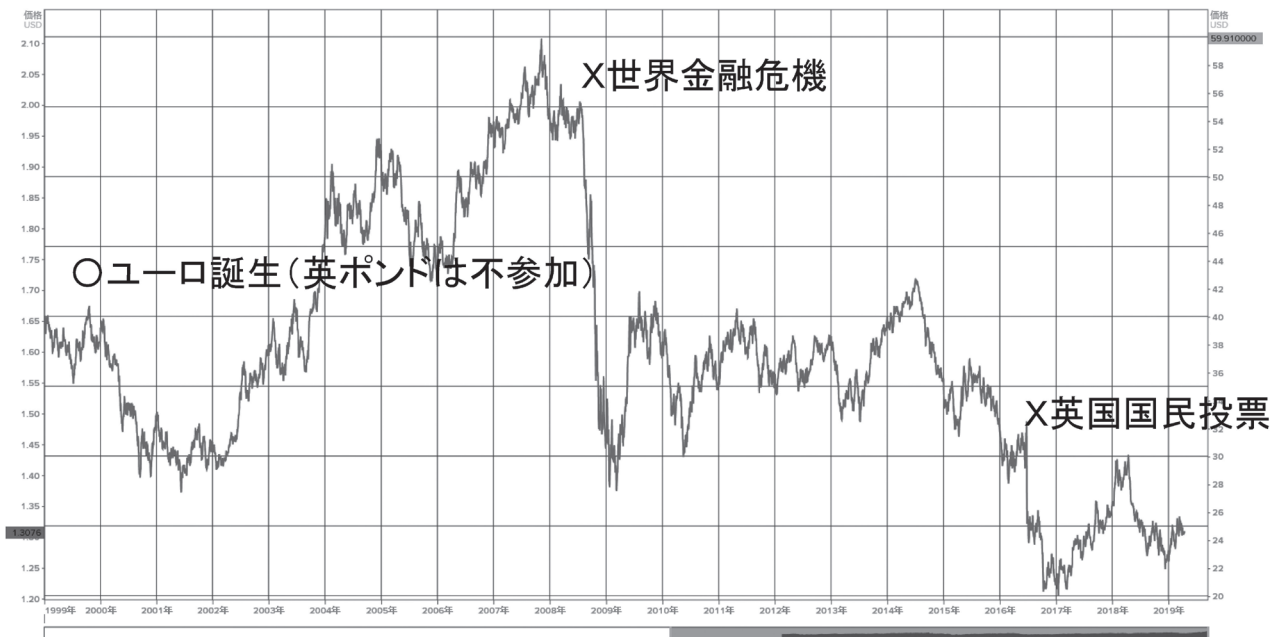


図4 英ポンドの対ドルSPOTレートの推移

(資料) トムソン・ロイターアイコンをもとに作成

のです。これを投資家がどう見て今後の為替取引を行うかですが、大変難しい判断であると思います。

## 8. BREXIT－5つの想定シナリオ (庄司克宏慶應義塾大学教授（専門:EU法制度）による)

先ほど紹介した、BREXITについて見識が深い庄司先生の5つの想定シナリオがあります。

- (1) 離脱通告撤回－EU残留
- (2) ソフトな離脱－関税同盟+単一市場アクセス
- (3) 既存英EU合意維持または一部修正
- (4) 再交渉による新合意
- (5) 合意なき離脱（2019年10月31日が新期限）

2019年5月の時点で、庄司先生は「合意なき離脱はない」との見解です。ボリス・ジョンソン氏が首相となり、合意なき離脱をやろうとすれば、保守党政権は、議会で多数の支持を失っていますから、他が結束して内閣不信任案を提出すれば、簡単には先に進まないとの見方です。

また、庄司先生の著書「ブレグジット・パラドクス」では、北アイルランド国境問題が英国を結び付けるカギとなると書かれています。ハードエグジットをやると国境管理をしなくてはならなくなります。そのためには、国境警備隊を置くとか、警察を置くとか、税関を送るとか、そういうことやらざるを得ません。これは沈静化している北アイルランド問題の火に油を注ぐことになり、絶好のIRAの標的となります。それほど宗教の力は

大きいということです。それと北アイルランドでは長年ずっと英国政府から、社会保障とかで様々な差別を受けるとともに、抑圧されてきたとの意識があります。

これに加えてスコットランドの独立運動がありますが、宗教はそれほど絡んでいませんでした。しかし、強引に英国のグレートブリテンを維持しようとする、そういう力に対する抵抗が出てきます。

一番離脱にあたって障害となる難しい問題が、結局、離脱を食い止めているわけです。離脱が撤回に向かうか、一旦離脱しても必ずEUに戻ってくる以外に英国には道がないというのが、庄司先生の主張です。欧州そして就中、英国投資の際には、その著書を読んでから投資を検討されるとよいと考えます。

## 9. ロンドンからEU27側への金融機関の欧州統括機能（Single Passport）の移動 (2017年12月時点で移動または移動予定)

金融機関の欧州統括機能（Single Passport）のロンドンからEU27側への移動については、続々と移す、また移す計画が、公表されています。

図5の通り、MUFGとみずほ銀行は、アムステルダムに移します。SMBCはフランクフルトに移すということが決定、あるいは内定しています。他の大手銀行も続々と移す予定になっています。完全に閉鎖はしないと思いますが、当然英国の大看板であるシティの機能低下は、避けられません。

ダブリン (アイルランド)	フランクフルト (ドイツ)	パリ (フランス)	アムステルダム (オランダ)
Bank of America RBS Barclays Morgan Stanley Mizuho Citibank Lloyds Bank of China Daiwa Securities JP Morgan Standard Chartered	<b>SMBC</b> UBS UniCredit Barclays Citibank Daiwa Securities Goldman Sachs Morgan Stanley JP Morgan	HSBC Goldman Sachs	<b>MUFG</b> <b>Mizuho</b>

図5 ロンドンからEU27側への金融機関の欧州統括機能（Single Passport）の移動

(出所) 太田瑞希子(2018)「Brexit後の英国金融機関とEUの関係」須網隆夫+21世紀政策研究所(2018)『英国のEU離脱とEUの未来』をもとに筆者作成

大きな製造業の産業があるわけでもないですし、北海油田も産油量も落ちますから、金融業が次々と離脱ということになれば、将来の英国経済の停滞は明らかです。

10. 日本の自由貿易への最近の動き

このようなEUの試練と経済の動きに日本政府はどう対応するかですが、とにかく、自由貿易という旗印を降ろさないということに尽きると思います。環太平洋経済連携協定のTPP11、それから日本EU経済連携協定(EPA)もそうです。さらには、日本や中国、韓国、インド、豪州、NZ、東南アジア諸国連(ASEAN)計16か国との「東アジア地域包括的経済連携(RCEP)」も、早期に実質妥結を目指して交渉中です。

11. 日本企業と投資家のBREXITへの対応  
(日経新聞報道など)

日本企業と投資家のBREXITへの対応について、最後に触れておきたいと思います。

最も衝撃的だったのは、2019年夏、ホンダが、2022年までに在英工場閉鎖の方針を決定し、従業員3500人を解雇するという報道でした。

そして内外の投資家は、BREXITの英国、そしてEU経済への悪影響をもしかしたら過少評価しているのではないか、あるいは、まだ十分にリスクを織り込んでいないのではないかと思われま

す。2009年から現在に至るまで、ユーロ危機で、断続的に現れた金融市場の不安定化をもう一回レビューして、このBREXITの形がかなり明らかになった後に、市場がどう反応するのかということを考え、投資の見直しを行う必要があります。

1990年以降、近年の日経平均株価の下落についてみますと、図6の通りもちろん、バブル崩壊時の下落が一番大きいのですが、次に大きいのは、国内の事象ではなく、海外の事象で株価は下落しています。

国内の事象で言いますと、2012年11月以降のアベノミクスでは、株価は上昇しています。外の事象では、2008年世界金融危機で下落しています。ユーロの危機やBREXITの英国国民投票でも下落しています。

したがって、今後のユーロの危機とBREXITによる金融市場の不安定化のリスクに備えておく必要があると思います。

本日は、どうもありがとうございました。



図6 近年の日経平均株価

(資料) トムソン・ロイターアイコンをもとに作成

## 参考文献

- Krugman, P. R., Obstfeld, M. and Melitz, M. (2018)  
“Optimum Currency Areas and the Euro”  
*International Economics-Theory and Policy*  
11th Edition, Pearson.
- 尾上修悟 (2018) 『BREXIT-民衆の反逆から見る英  
国のEU離脱・緊縮政策・移民問題・欧州危機』  
明石書店.
- 庄司克宏 (2017) 『欧州連合-統治と論理のゆくえ』  
岩波新書.
- 庄司克宏 (2019) 『ブレグジット・パラドックス-欧  
州統合のゆくえ』 岩波書店.
- 須網隆夫 +21世紀政策研究所 (2018) 『英国のEU離  
脱とEUの未来』 日本評論社.
- 吉野直行・山上秀文 (2017) 『金融経済—実際と理  
論 (第3版)』 慶應義塾大学出版会.

(補論) 「EUの続く試練—ユーロの危機と BREXIT」  
2020年1月 山上秀文

2019年6月28日のPF研究会における講演から半年余りが経過した。今回PF研究会での講演録のFP学会誌への掲載にあたり、講演のテーマであった「EUの続く試練—ユーロの危機と BREXIT—」に関連した講演後の市場の動きを2020年1月現在で簡単に補論として、まとめておきたい。

1. 2019年7月7日、ギリシャ総選挙とユーロの危機

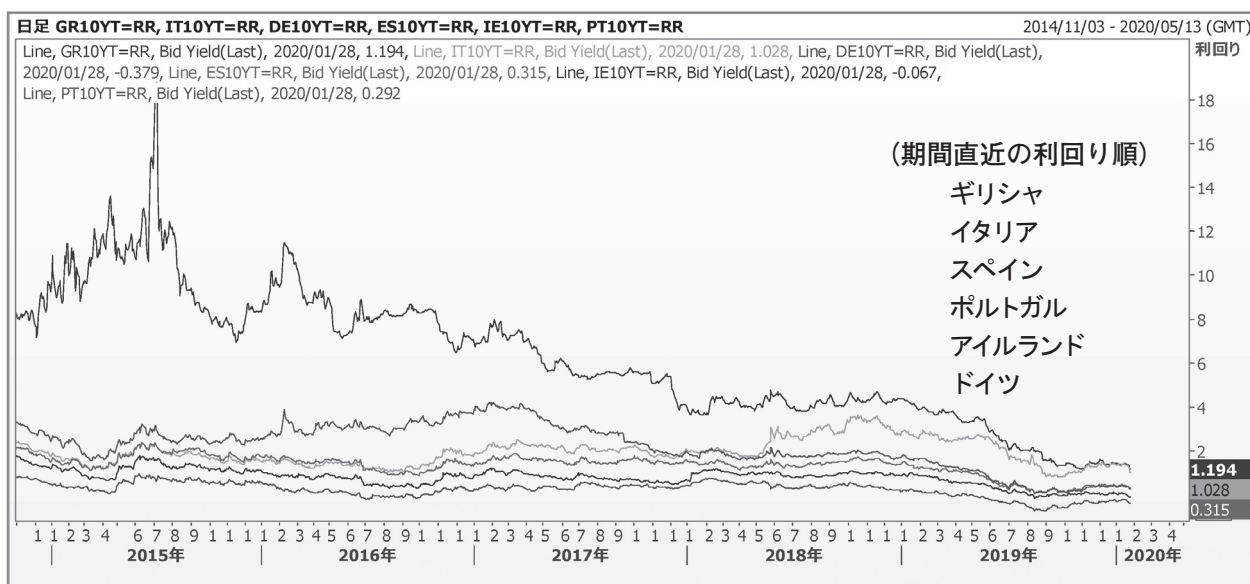
2019年7月7日のギリシャ総選挙では、チプラス政権が、政権の経済・財政に対する基本方針の再三のぶれをギリシャ国民から批判されて敗北した。2015年1月の前回選挙で、既存政治の打破を訴える左派ポピュリストの新星として登場したチプラス氏は「反緊縮」を掲げて勝利し、その後、2015年夏に財政危機に陥ると態度を一変して緊縮に転じ、今回また反緊縮を唱えて選挙に臨んでいた。総選挙での親EU、親ビジネスを掲げる中道右派の新民主主義党勝利により、今後の緊縮財政の継続が明確となったことで、選挙の結果次第では発生するリスクがあった第3次ギリシャ危機は幸い回避されている。2015年の第2次ギリシャ危機以降のドイツとギリシャを含むPIIGS各国利

回り推移は(図1)の通りである。

ギリシャと他のPIIGS各国とのユーロ建て国債利回り低下率の対比を(図2)でもギリシャは選挙後、利回り水準の低下が加速して、2018年12月31日を100として2020年1月半ばに32.68となっている。また、利回り実数でも4%を超える水準から1%台まで低下し、市場の安ど感を表している。

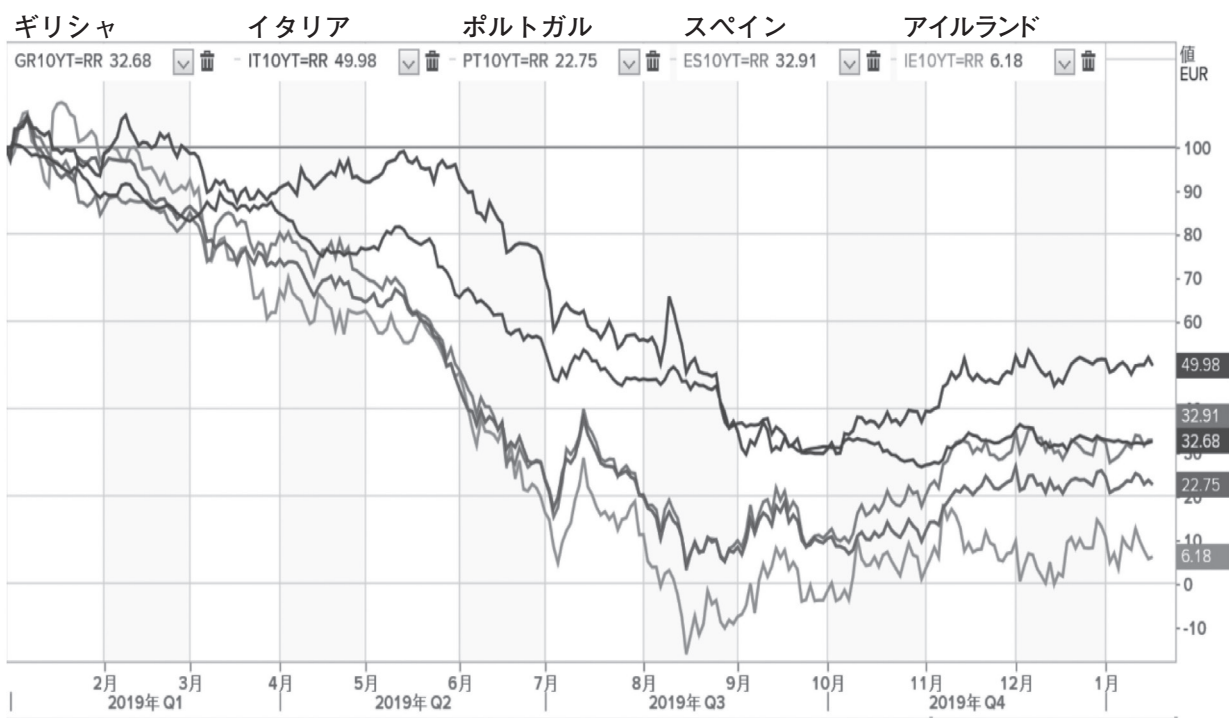
ただし、この間にユーロ建てドイツ国債は(図3)の通り、2020年1月17日時点でマイナス0.214%となっており、市場が評価するギリシャ国債のソプリリスクプレミアム(利回り格差)はそのリスクの低下を反映して小さくなったものの消失したわけではない。

なお、(図2)のPIIGS諸国の中で、利回りの年間下落率が最も小さかったのはイタリア国債で49.98となっていて、イタリアの国内経済状況があまり改善していないことを反映して市場のソプリリスクの警戒感のやわらぎが遅い。そして1月中旬の利回り実数では1%台と、ギリシャ国債をまだわずかに下回ってはいるものの、ほとんど同じ水準に近づいている。沈静化してきたユーロの危機ではあるが、イタリアは経済規模が大きいこともあり、また一度危機が起きるとユーロ圏全域のユーロの危機につながる恐れもあって、ギリシャと並び、依然として注意が必要な国となっている。



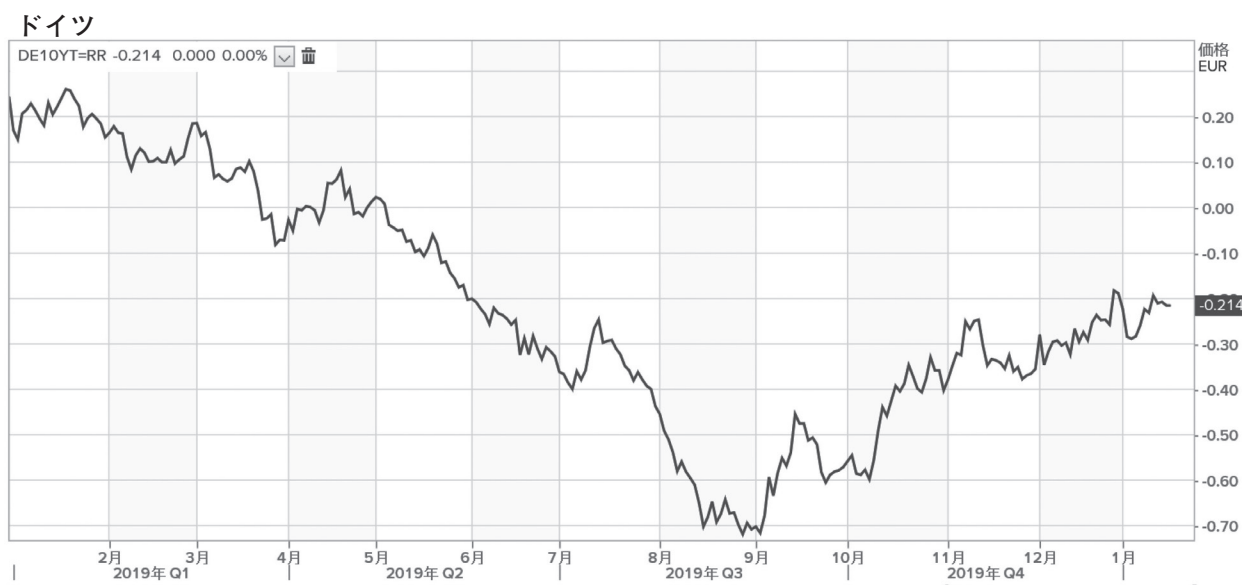
(図1) ドイツ並びにギリシャを含むPIIGS各国のユーロ建て10年国債利回り推移(2015年1月—2020年1月)

(資料) トムソン・ロイターアイコンをもとに作成



(図2) PIIGS各国のユーロ建て10年国債利回りの低下率 (2018年12月31日を100として表示)

(資料) トムソン・ロイターアイコンをもとに作成



(図3) ドイツのユーロ建て10年国債利回り推移 (2020.01.17 マイナス0.214%)

(資料) トムソン・ロイターアイコンをもとに作成

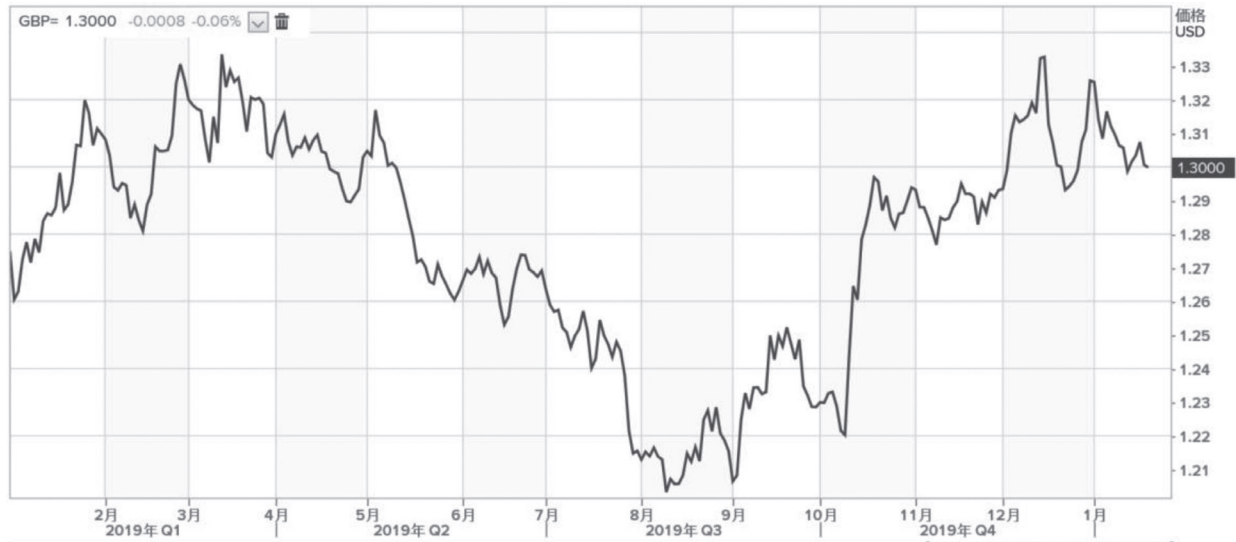
## 2. 2019年12月12日、英国総選挙での保守党勝利と市場動向

2019年12月12日の英国総選挙では、EUとの10月17日合意・公開に至った「離脱条件を定めた離脱協定と英・EUの将来関係を盛り込んだ政治宣言の改定案」に基づき、BREXITの早期完全実施を約束したボリス・ジョンソン新首相が率

いる保守党が大勝し、2020年1月31日までの英国のEU離脱が確定した。

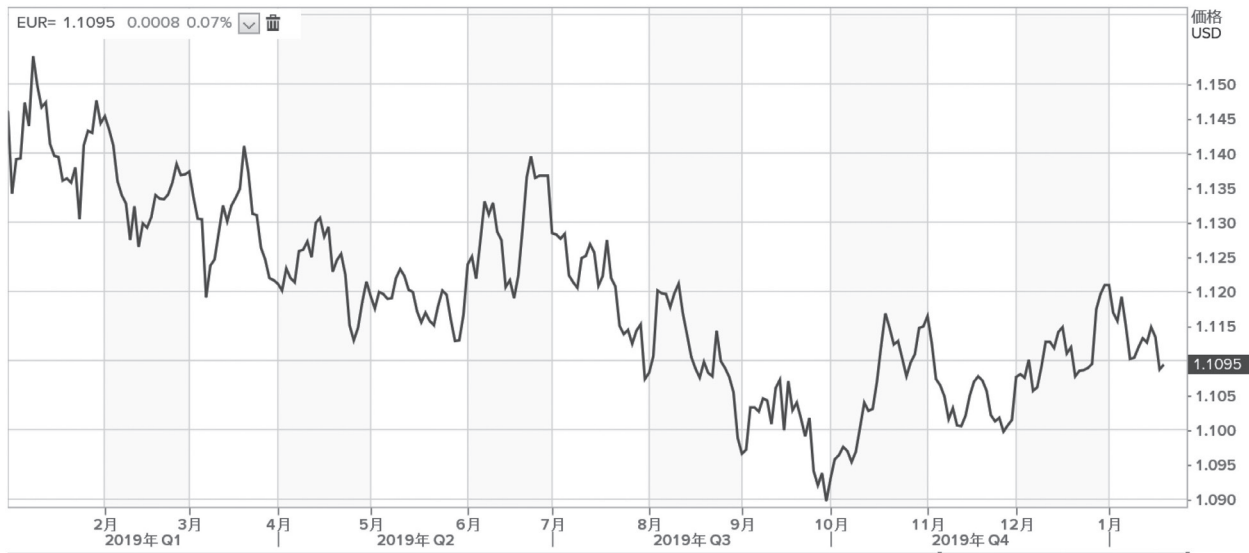
しかし、この10月改定案では離脱条件は固まったものの、実際に1月31日の離脱後のEUとの新たな経済、貿易関係を定める自由貿易協定(FTA)などの協議は離脱前の条件が維持される2020年末までの「移行期間中」になされる予定であり、その協議を誠実に速やかに行うとの政治





(図4) 英ポンドの対ドルSPOT為替レート (2020年1月20日現在 1ポンド=1.30)

(資料) トムソン・ロイターアイコンをもとに作成



(図5) ユーロの対ドルSPOT為替レート (2020年1月20日現在1ユーロ=1.1095)

(資料) トムソン・ロイターアイコンをもとに作成

宣言だけしかなされていない。このような短期間に協議が円滑に進み合意に至るか否かは不透明な状況にある。また、改定案では北アイルランドを含めた英国全土が関税同盟を離脱する一方で、北アイルランドに限り農作物や工業品の基準や関税手続きをEU基準に合わせ、紛争再燃の火種となる恐れがある物理的な北アイルランド国境付近での関税徴収などの管理を行わないとしている。しかし、これは「連合王国としての英国」の一体性を損なうものとの基本的な批判に加えて、北アイルランドと英国のその他地域との間でいかに不正を抑えて関税を適切に徴収するかなどの詳細な制

度設計や通関手続きに必要な設備などで移行期間中に課題を残している。

市場は英国のBREXIT国民投票後の3年間の迷走に終わったメイ首相の後を受けて、2019年7月登場したジョンソン新政権のBREXITに向けた明確な意思とEUとの10月離脱改定案の合意などをこれまで相応に評価してきた。実際、過去5年の中長期でみて低落傾向が続いてきた英ポンドの対ドル為替相場は、(図4)の通り、2019年8月の底値STG£1 = \$1.21より2019年12月のピーク\$1.33の水準まで盛り返してきた。しかしこの将来に向けた経済・貿易関係協議の不透明感を改

めて反映して英ポンドの対ドル為替相場は2019年12月中旬からの1か月は、不安定な動きの中で\$1.30まで弱含んでいる。

一方で、ユーロの対ドル為替相場は、(図5)の通り、英ポンドと比較すればBREXIT交渉推移の影響の程度は小さく相対的には安定しているように見える。しかし少なくとも2019年7月以降の半年を見ると、英ポンドと似た動きを示している。

今後1年の英ポンドとユーロの対ドル相場は英国・EU間の新しい経済・貿易協定などが円滑に合意されるか否かに大きく左右される。離脱条件は合意したものの、2020年末までの「移行期間」中に新しい経済・貿易協定や通関などの将来の制度設計が定まらないまま、「合意なき離脱」と似た状態になれば、大きな下落を英ポンドにもたらす。そして、これを回避するための「移行期間」の延長は、2020年6月末までに英国・EUの合同委員会で採択する必要がある。

2020年1月31日には「合意なき離脱」は何とか避けられたが、まだ、困難な交渉は継続する。そしてその交渉を乗り越えることができたとして、英国が何を得られるのか。「主権の回復」という満足感は得られるものの、程度の差はあれ、欧州地域からの孤立と英国経済の衰退しかもたらさないリスクが依然として大きい。

2020年の世界経済の大きなリスク要因の一つとして引き続き注視していかねばならない。

#### 参考文献

- 宮崎 拓 (2019) 『英国のブレグジット、焦点はEU 離脱後の移行期間へ』 JETRO ビジネス短信。  
岡部 伸 (2019) 『イギリスの失敗-合意なき離脱のリスク』 PHP 新書。