

# Brexitの行方とチェコ・コロナの見通し

帰結を見極めるための本質的論点

2019年5月17日

みずほ銀行欧州資金部  
シニアストラテジスト  
本多秀俊  
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk  
+44-(0)20-7786-2505

Private and confidential

**MIZUHO**

# Brexitをめぐる嘘と嘘と嘘

## 1. 現時点での認識

英のEU離脱期限は2019年10月31日

同日までに離脱協定を批准できれば、合意に基づき離脱、一定の移行期間に突入する  
同日までに離脱協定を批准できなければ、合意なき離脱となり、移行期間はない

## 2. 離脱交渉びっくり箱

解散総選挙はしない → 2017年6月解散総選挙(保守党は惨敗)

合意なき離脱は悪い合意に基づく離脱より良い → 必死になって合意なき離脱の回避を目論む

①金銭的合意 ②市民権 ③アイルランド島国境問題に合意しない限り交渉の第2段階には進まない

→ 2017年12月、③に関しては目標に「合意」しただけで交渉は次の段階に突入

各国の批准に必要な期間を考慮すると2018年10月18/19日のEUサミットが合意の実質的期限

→ EUと英(政府)が暫定合意にこぎつけたのは2018年11月13日

2019年1月21日までに合意がなければ合意なき離脱(英国法) → 何事もなく通過

同一会期中に同じ法案の議決はしない → 2019年3月30日、3度目の「意義のある投票」

2019年3月29日23:00に予定通り離脱する → 2019年4月12日に延期

具体的な計画の提示なしに再延長には応じない → 何の進展もないまま10月31日まで延期

## 3. 今後の展開に関しても確かなことは不確かなことだけ

2019年欧州議会選は英世論の最新動向を図る試金石で、今後の離脱交渉に大きな影響 → ?

2019年10月31日の離脱期限の再延長はない → ?

国民投票実施には最低でも6カ月の準備期間が必要 → ?

単一市場アラカルト(人、物、金、サービスの移動の自由の分割)は受け容れない → ?

(資料: みずほ銀行)

# Brexitを巡る主要論点

## 1. アイルランド島を巡るバックストップ(善後策)

移行期間中の貿易交渉不調なら、英全土が関税同盟に残留、北アイルランドは単一市場にも残留  
関税同盟残留中は独自の自由貿易交渉は不可能＝「名目だけの離脱」「金を払って義務だけを負う」  
英連合の4カ国は不可分、単一市場の4つの移動の自由も不可分＝現在の技術で両立は不可能  
血塗られたアイルランドの現代史に終止符を打ったベルファスト合意(1998年)はEUも英も不可侵  
単一市場は完璧ではない(裁量余地がある)ものの、EUが例外を認めるわけにはいかない

## 2. グローバル化に弊害があるのは事実だが、それに背を向けるのは間違い(時代錯誤)

国際分業や規制統一が資源と労働力の活用を効率化(最適化)し、世界を豊かにしたのは事実  
グローバル化の恩恵を受けた多国籍企業/都市圏と、受けない中小企業/地方の格差が肥大化  
とりわけ、法人税納税の「効率化」と間接税(付加価値税)の負担増が不公平感を募らせている  
離脱派の謳う「グローバルな英国」は幻想、形を変えた植民地主義と搾取への懐古/憧憬  
袂を分かって孤独な道を行くよりも、中に踏みとどまって組織をより良くする努力をすべき

## 3. EUは人類の壮大な実験だが、第2の共産主義にしてはならない

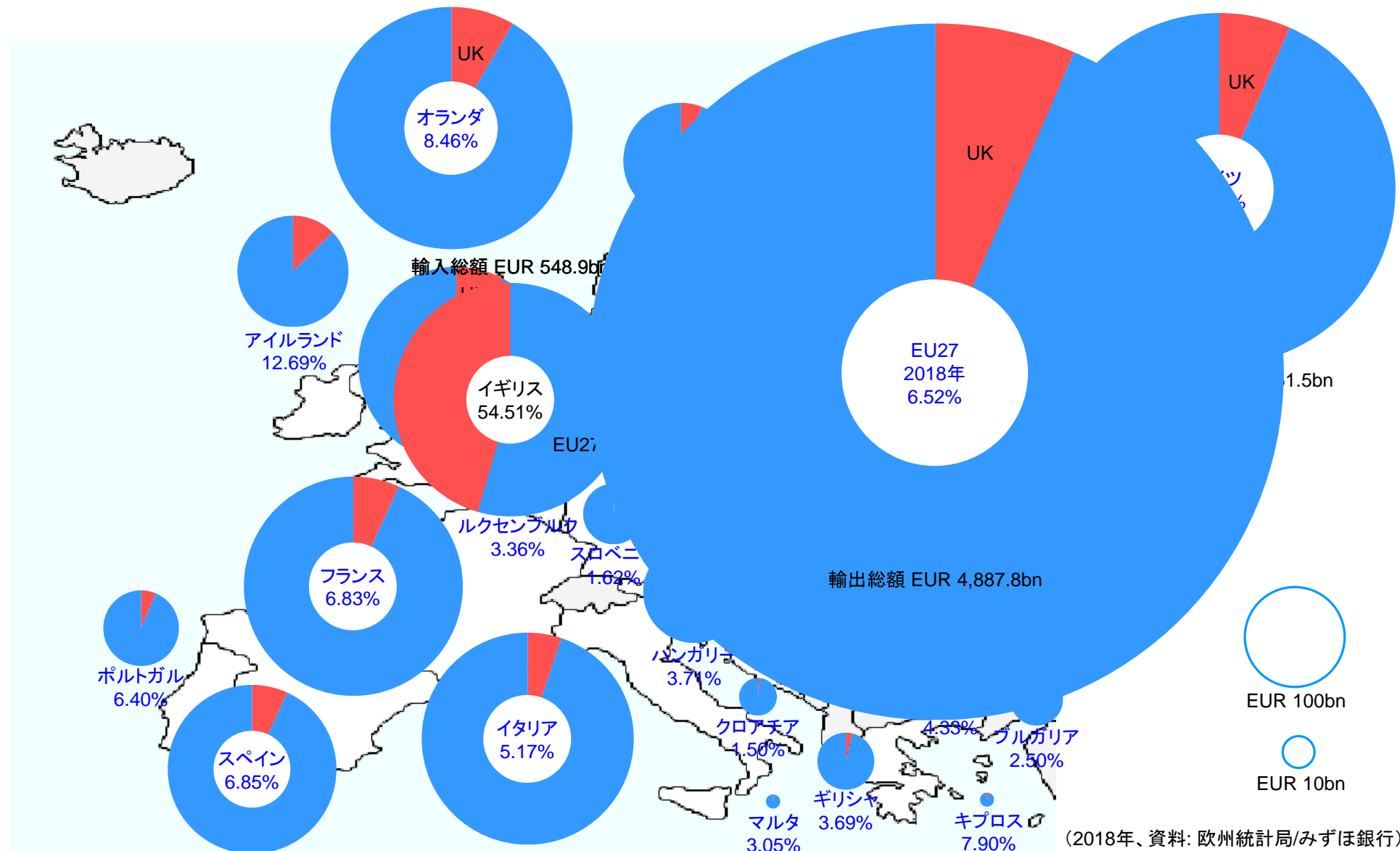
「欧州を二度と戦場としない」という不戦の誓い(理念)の共存共栄(実利)による実現を目指す  
多様な言語、宗教、文化などを内包しながらも、「互いに豊かになる」との一点で利害関係を構築  
共通の経済圏や共通の通貨が「争うよりも仲良くした方が得」と踏みとどまる抑止力の鍵を握る

## 4. 前例のない手続きと目まぐるしく移ろう状況

英議会の過半は合意なき離脱回避を明確に志向しているが、偶発的同離脱の可能性は除外できず  
欧州議会選(英投票日は5月23日)が最新の英世論の動向を示すものと見込まれている  
再国民投票実施への抵抗感は強いものの、ひと度実施が決まれば英国民は合理的な選択をする

(資料: みずほ銀行)

# 離脱派の誤算①: 非対称な依存関係



(2018年、資料: 欧州統計局/みずほ銀行)

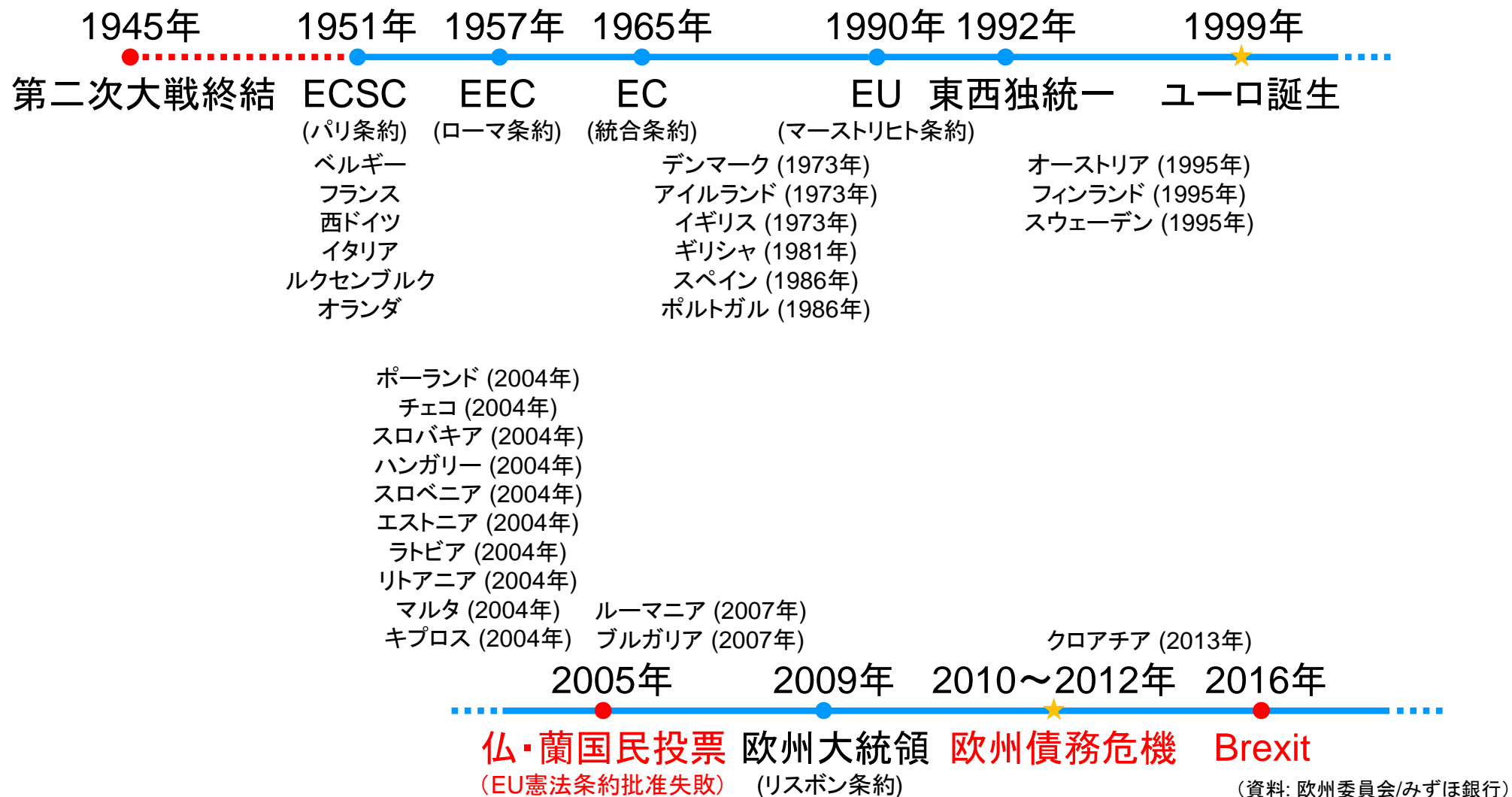
## 離脱派の誤算②: 11時間目の妥協

- 強硬離脱派が「合意なき離脱」をちらつかせれば最後の最後でEUは折れると信じる根拠(前例)
    1. デンマークのマーストリヒト条約批准(1992年6月国民投票: 50.7%対49.3%で否決)  
問題点: 当時のデンマーク政府がEUへの統合深化(ユーロ加盟など)に積極的過ぎることを懸念  
解決策: ユーロ加盟のオプトアウト、防衛に係わる同国の関与を除外など(エジンバラ合意)  
1993年5月国民投票: 56.7%対43.3%で可決、マーストリヒト条約には一切修正なし
    2. アイルランドのリスボン条約批准(2008年6月憲法改正を問う国民投票: 53.4%対46.6%で否決)  
問題点: 中絶、税制、軍事的中立に掛かる主権の侵害、同国選出欧州委員会委員の喪失への懸念  
解決策: 法的拘束力を持つ付帯文書の追加、同条約に定める全会一致の修正を前倒しで実施  
2009年10月憲法改正を問う国民投票: 67.1%対32.9%で可決、リスボン条約には一切修正なし
    3. EU-加自由貿易協定批准(2016年10月14日: ベルギー・ワロン地域政府議会が46対16票で否決)  
問題点: 投資法廷制度(ICS)=投資家のEU政府提訴を可能にする国際法廷設置に対する懸念  
解決策: ICS条項だけ批准を見送り、ECJの判断待ち、共同解釈文書にEU/加が署名、など  
2016年10月28日: ワロン地域政府議会が58対5票で可決、協定そのものには一切修正なし
    4. オランダのEU-ウクライナ連合協定批准(2016年4月国民投票: 61%対39%、投票率32%で否決)  
問題点: ウクライナのEU加盟や加盟国が同国に対する軍事/財政支援などを義務付けられる懸念  
解決策: 法的拘束力のある協定解釈補遺をEUが承認(ウクライナは補遺文書には署名せず)  
2017年5月: オランダ政府が協定を批准(再国民投票は実施せず)
- ➡ EUに引き留める/加盟国をまとめるための妥協を、離脱する英に対してする必要をEUが感じるか?

(資料: Open Europe/各種報道/みずほ銀行)

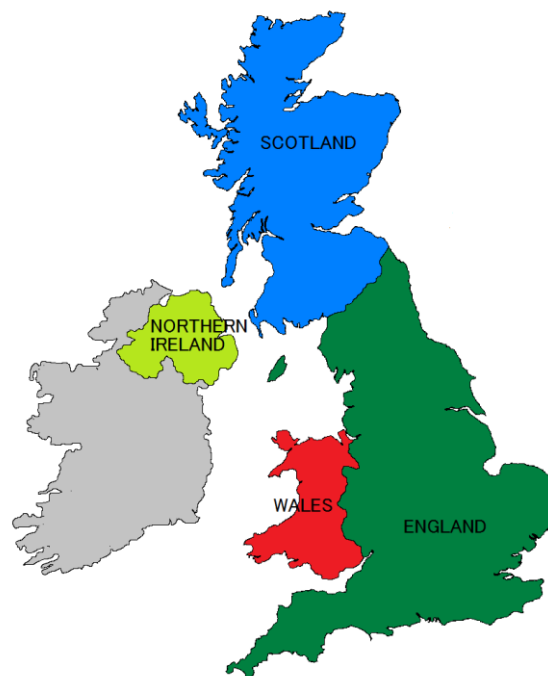
# Brexitが間違っている理由①: 不戦の誓い

## ➤ 欧州統合の歴史

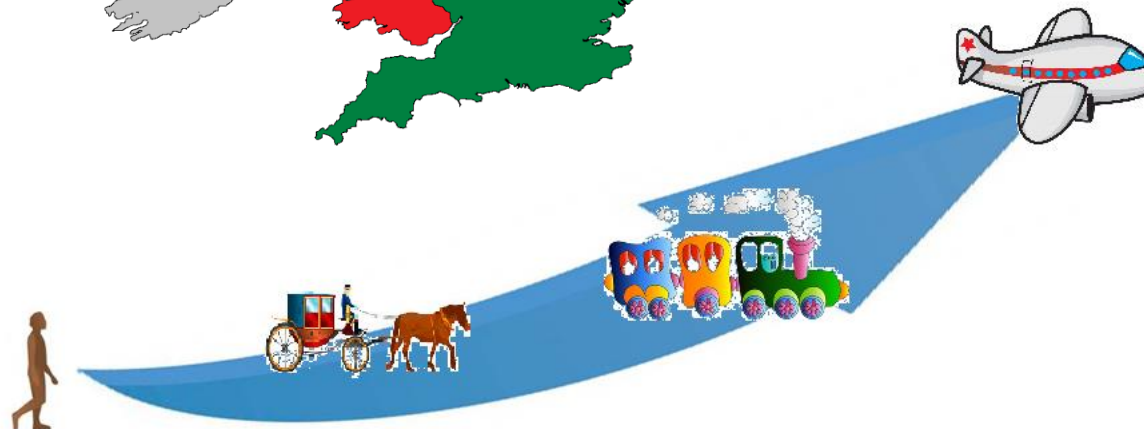


## Brexitが間違っている理由②: 歴史の必然

交通手段の発達と共に世界はどんどん小さくなっていく



7世紀頃のブリテン島



(資料: みずほ銀行)



## Brexitが間違っている理由③: 市場規模のメリット

➤ 何故米国が世界のリーダーたりえるか？（ロシア制裁、イラン制裁などに各国が従う理由）

### 1. 強大な軍事力

2度の世界大戦で欧州が疲弊した一方で強大な軍事力を蓄えた

「世界の警察」として米軍は世界に駐留、現在でも絶大な影響力を誇る

### 2. 巨大な経済力

国際機関への資金拠出、発展途上国への資金援助

人口3億2千万人、GDP 20兆ドルを誇る巨大な市場(2018年)

商品輸入総額は2.5兆ドルを誇る巨大消費国(2018年)

➡ 米国の経済制裁が効果を持つのは、米国市場へのアクセスを失うことの打撃が巨大だから

### 3. EUの経済規模は米国に劣らない

人口5億1千万人、GDP 18兆ユーロ(2018年/英を含む28カ国)

商品輸入総額は2兆ユーロに迫る(2018年)

中国の人口は14億人に迫るものの、GDPは13兆ドルと一人当たりGDPはまだまだ低い(2018年)

### 4. 矮小な英国

人口66百万人、GDP 2兆6千万ドル(2018年)

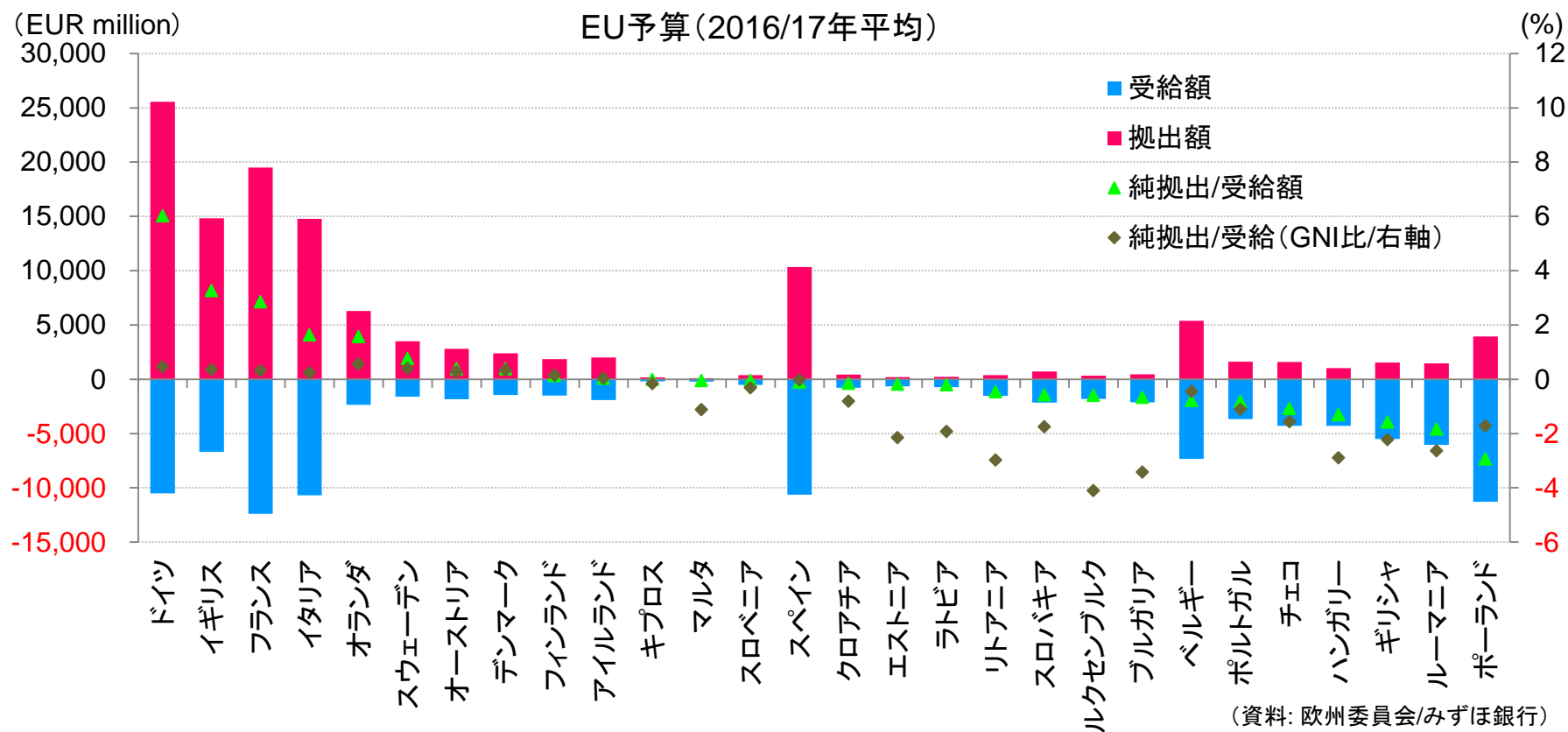
商品輸入総額は5489億ユーロ(2018年)

➡ 英国単独よりもEUの一部として振る舞った方が、あらゆる交渉を優位に運ぶことができる

(資料: IMF/欧州統計局/ブルームバーグ/みずほ銀行)

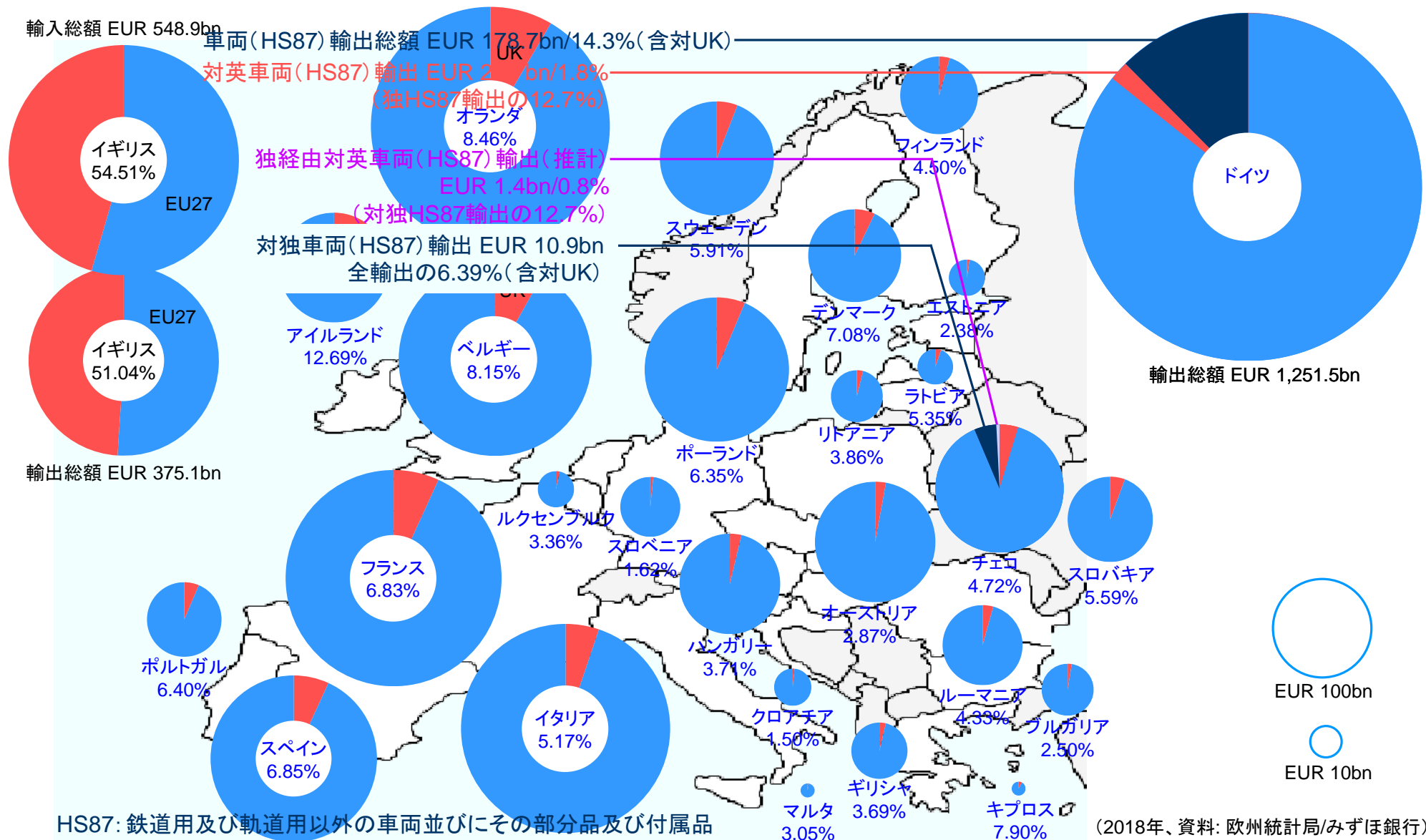


# Brexitの影響 (EU予算)

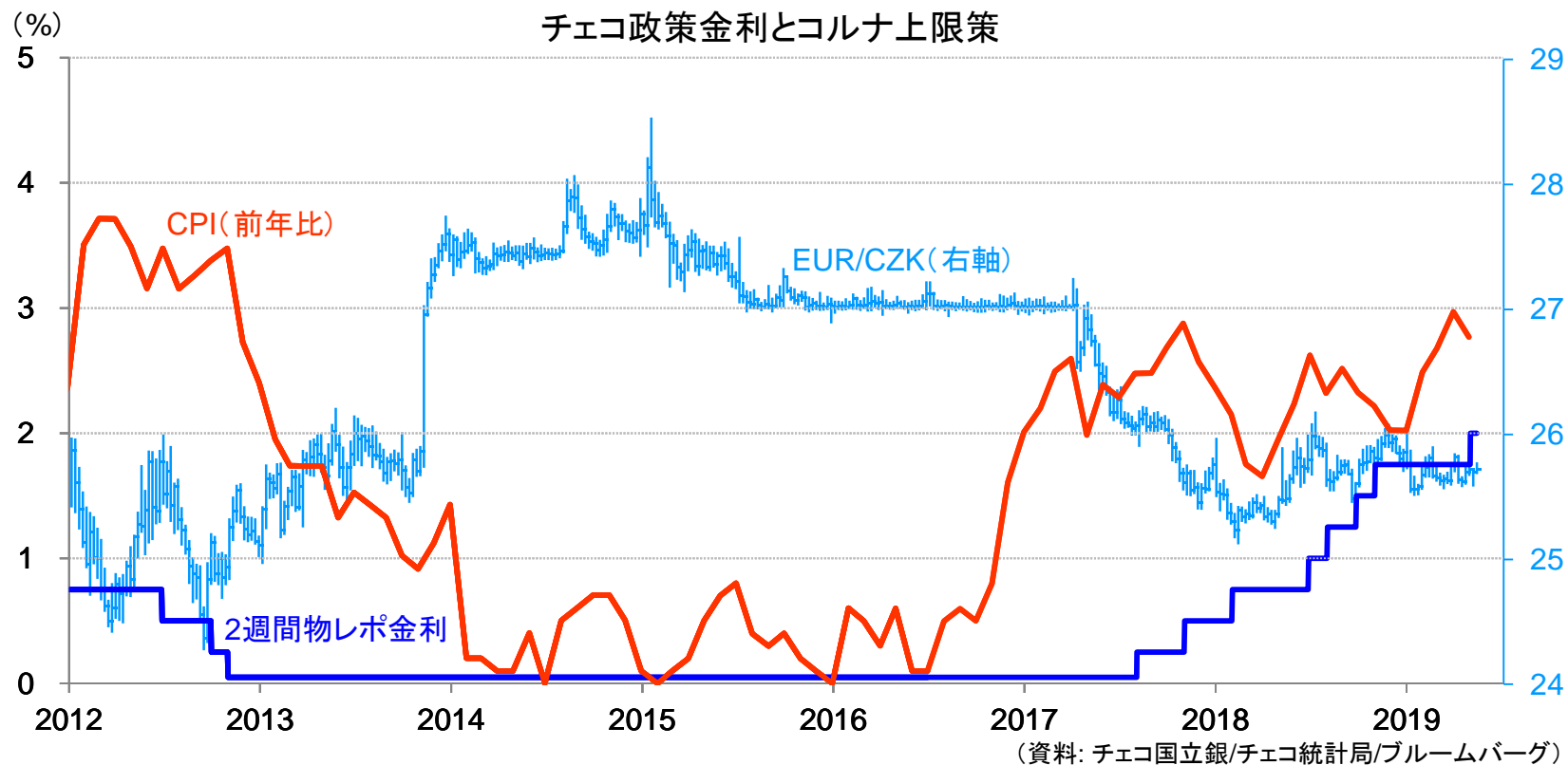


- 英はEU予算への重要な純拠出国で、Brexitによる純受給国経済への打撃が警戒されてきた
- チェコはGNI比1.6%に及ぶ規模の純受給国で、その打撃の大きな国のひとつと考えられてきた
- しかし、2021-27年予算で見込まれる東欧から南欧への配分シフトの影響の方がはるかに深刻

# Brexitの影響(輸出)

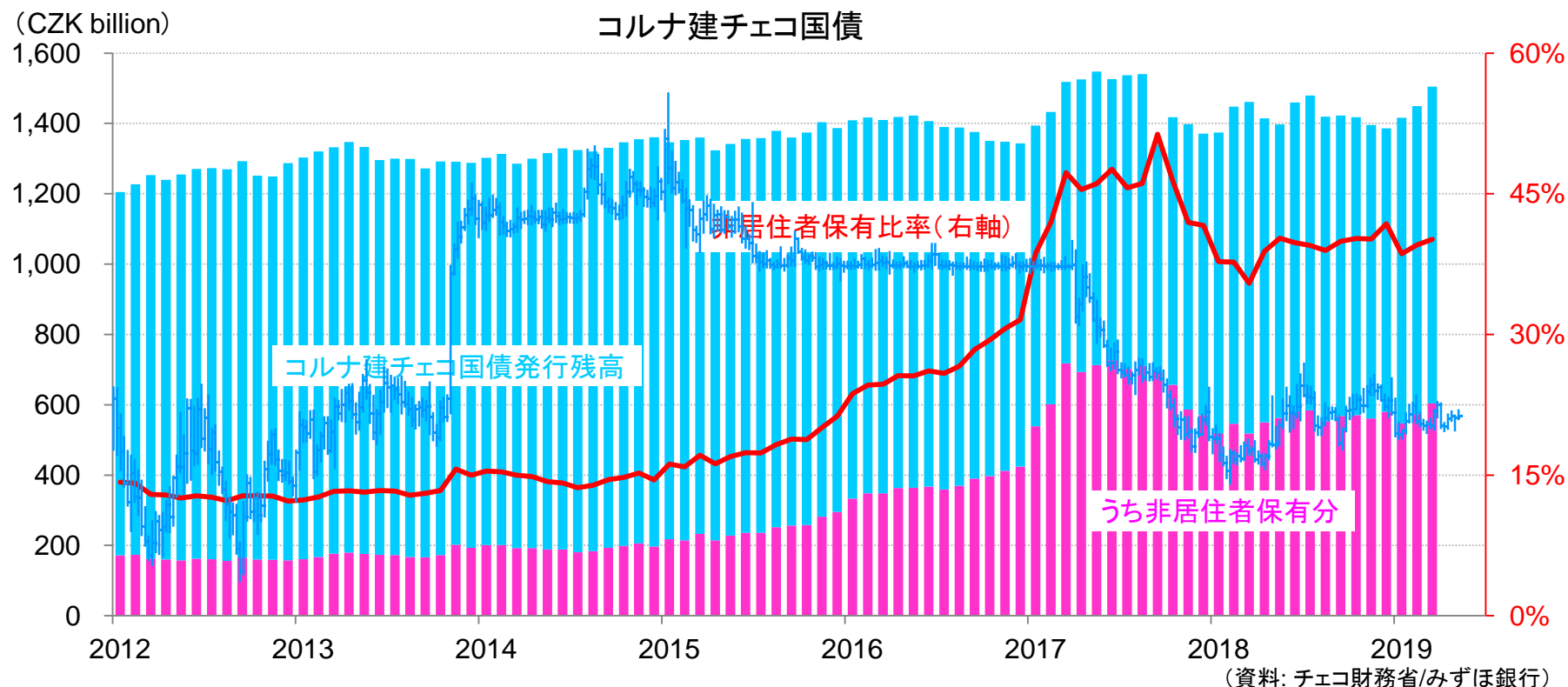


# チェコ国立銀金融政策



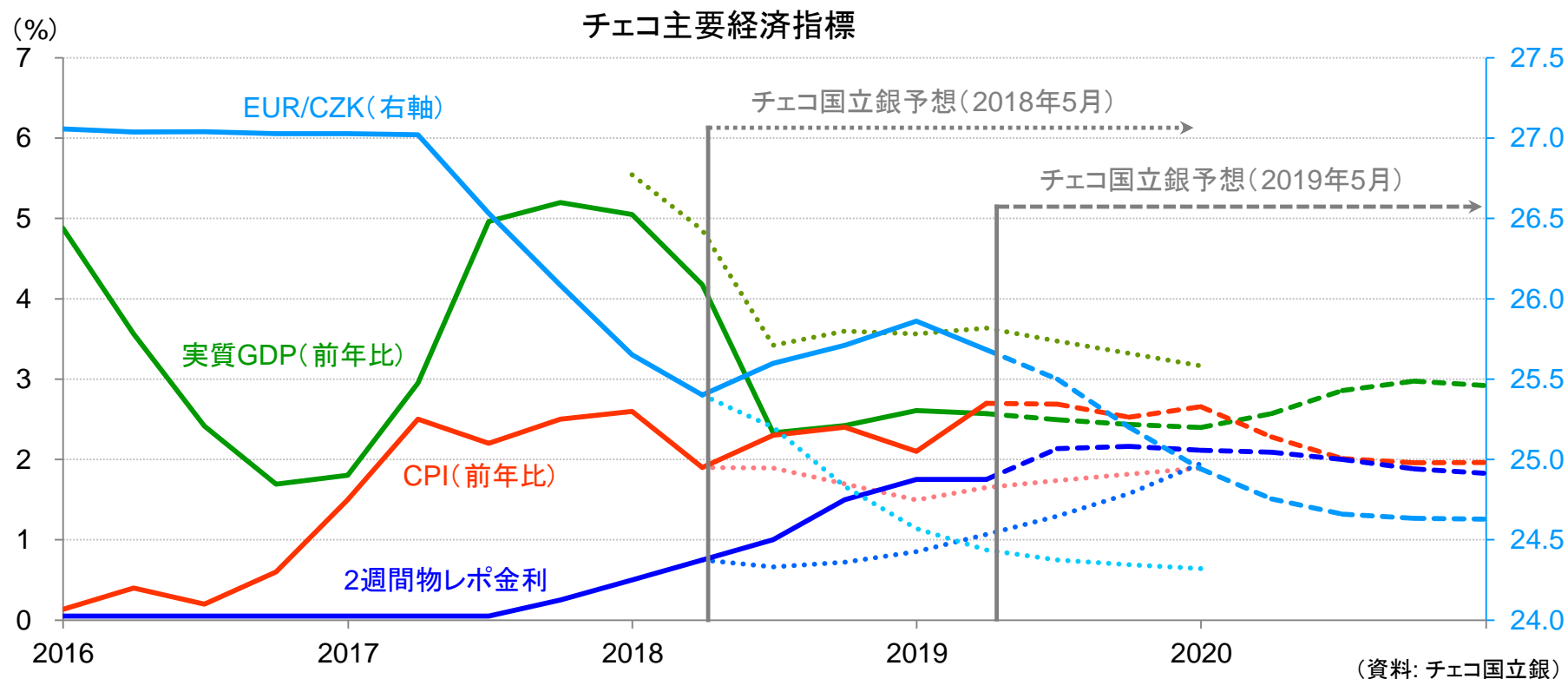
- 2012年末以降物価低下基調が加速する一方、同時期までに利下げ余地を使い果たしてしまった
- 2013年11月、チェコ国立銀はコロナ上限策を導入、コロナ安による(輸入)物価押し上げを画策
- 2016年末以降物価は明確に上振れ、2017年4月、コロナ上限策を解除、その後断続的に利上げ

# コロナ上値が重い理由



- コロナ上限撤廃を見込んで(コロナ急騰期待)非居住者のコロナ資産保有残高が急増
- 2017年末に掛けての非居住者によるチェコ国債売却が2018年初のコロナ頭打ち/反落の誘因
- 高水準にとどまる非居住者のチェコ国債保有残高が今後もコロナの上昇余地を限定か

# チェコ国立銀経済予想



- 従来、チェコ国立銀は「1%のコルナ高は0.25%の利上げに相当する」と試算してきた
- コルナが下振れた分物価は上振れたが、労働需給逼迫=賃金高止まりの割りには落ち着いて推移
- 物価抑制のためチェコ国立銀は想定以上の利上げを強いられたが、コルナ上昇幅は限定的だった

# みずほ銀行予想

	直近		19年9月	19年12月	20年3月	20年6月	20年9月	20年12月
EUR/CZK (期中平均)	25.75 (5月14日)	CNB予想	25.2	24.9	24.8	24.7	24.6	24.6
		みずほ予想	25.5	25.7	25.9	26.0	25.8	25.6
CPI (期中平均)	2.80% (4月)	CNB予想	2.5%	2.7%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
		みずほ予想	2.8%	2.9%	2.6%	2.5%	2.5%	2.3%
政策金利 (期中平均)	2.00% (5月14日)	CNB予想	2.16%	2.12%	2.09%	2.00%	1.88%	1.83%
		みずほ予想	2.16%	2.25%	2.25%	2.25%	2.16%	2.00%
GDP (Q4)	2.6%	CNB予想	2.4%	2.4%	2.6%	2.9%	3.0%	2.9%
		みずほ予想	2.4%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.7%
EUR/USD	1.120	みずほ予想	1.11	1.10	1.12	1.14	1.15	1.13
EUR/GBP	0.868	みずほ予想	0.86	0.84	0.86	0.88	0.88	0.86

(2019年5月14日作成/みずほ銀行)

## 数字に込めた主要な視点

- チェコ国立銀が予想するほどコロナ高は進行せず、むしろ小幅ながらコロナ下落余地を見込む
- 相対的なコロナ安に加え、燃料/食品価格などの高止まりを背景に物価も予想を上振れる
- 結果、チェコ国立銀は年内にもう一回の利上げを強いられ、利下げ開始も来年後半までずれ込む
- 欧州中銀総裁交代(2019年10月末)は同銀金融政策の鳩派的(緩和的)姿勢に影響を及ぼさない
- トランプ米大統領の「現実歪曲フィールド」は早晩崩壊、大統領選(2020年11月)を前にドルは下落
- Brexitの帰結は予測不能だが、最終的には再国民投票が実施され取り止めになる可能性が高い
- 仮に取り止めになっても失われた投資は戻ってこないが、英中銀の利上げはポンド下支え要因に

# Disclaimer

**Derivatives Transactions:** With respect to derivative transactions, documents presented to you and our discussions with you present one or more of the possible ways of using derivative products. You should only enter into a derivative transaction and the underlying documentation/contracts (collectively a “derivative transaction”) after you have obtained a sufficient understanding of the details and consequences (including potential gain and loss consequences) of entering into a derivative transaction. The actual terms and conditions of the derivative transaction that you enter into with a counterparty will be determined by prevailing market conditions at the time that you enter into the derivative transaction with that counterparty. Consequently, you should carefully review the specific terms and conditions of your derivative transaction at that time as they may vary materially from the information set forth in the Presentation, discussions you or representatives have had with us and other materials and information provided to you by us or our representatives. You agree that the final decision to enter into a derivative transaction is solely yours and such decision was made solely at your discretion after you had independently evaluated all the risks and benefits associated with the derivative transaction. If you choose to terminate or cancel a derivative transaction early, you may be required to pay a derivatives transaction termination payment to the counterparty. In the event that the creditworthiness of your counterparty under the derivative transaction deteriorates, a possibility exists that you may not attain the financial effect that you may have originally intended to achieve at the time that you entered into the derivative transaction, and that you may incur an expense and/or loss. For derivative transactions where you have the right or an option to make an election as to any matter, please note that there may be limitations on your ability to do so, including, without limitation, restrictions on the period during which you can make such election. Additionally, it may not be possible for you to hedge any of your then-current or future exposure under a derivative transaction when you wish to do so and you may not be able to determine the feasibility of any such hedge in a timely manner.

**Tax Disclaimer:** Any tax aspects of this proposed financial solution are non-confidential, and you may disclose any such aspects of the transaction described in the Presentation to any and all persons without limitation. To ensure compliance with Internal Revenue Service Circular 230, prospective investors are hereby notified that: (A) any discussion of U.S. Federal tax issues contained or referred to in the Presentation or any document referred to herein is not intended or written to be used, and cannot be used, by prospective investors to avoid penalties that may be imposed on them under the United States Internal Revenue Code of 1986, as amended; (B) such discussion is written for use in connection with the promotion or marketing of the transactions or matters addressed herein; and (C) prospective investors should seek advice on their particular circumstances from an independent tax advisor.

**Mizuho Information:** The reference throughout the Presentation to Mizuho may be a generic reference to Mizuho and its affiliates. Accordingly, the legal entity which may, in its sole discretion, decide to enter into any transaction or provide any service described in the Presentation may, at the option of Mizuho and subject to any legal/regulatory requirement, be any Mizuho affiliate, such as Mizuho Capital Markets Corporation, Mizuho Bank, Ltd., Mizuho Bank (USA) acting as agent for Mizuho Bank, Ltd., or Mizuho Securities USA Inc. (which is a registered U.S. broker-dealer and the entity through which Mizuho generally conducts its investment banking, capital markets, and securities business in the United States).

Mizuho provides a diverse range of financial products and services to its customers and counterparties on a global basis. On occasion representatives from more than one Mizuho entity may interface with customers and counterparties with respect to these products and services. During this process you may deal with persons who are employed by more than one member of the Mizuho corporate family. It is Mizuho’s policy that each such employee clearly identifies to current and prospective customers and counterparties the particular Mizuho entity he or she is representing and in which capacity such employee is operating. If at any time you are unsure of the Mizuho entity a particular Mizuho employee is representing, you are encouraged to clarify this matter with such employee.

Some of the assets and instruments described in the Presentation may consist of obligations of entities sponsored or serviced by Mizuho, obligations of companies for which Mizuho has acted as underwriter, agent, placement agent, initial purchaser or dealer or for which Mizuho has acted as lender or provided other commercial or investment banking services, or derivative instruments related to such obligations. Mizuho may act as investor, initial purchaser, underwriters, dealer and/or placement agent in, or undertake other transactions involving, instruments discussed in the Presentation or may provide or have provided related derivative instruments or other related commercial or investment banking services with respect thereto, which may have an adverse impact on transactions contemplated in the Presentation. You may not be informed of these other transactions. Mizuho, its employees or its clients may act as a counterparty to any order that you place, enter into transactions contrary to any recommendation contained herein or in any other recommendation you have received from Mizuho, or have short or long positions or act as principal or agent in any securities mentioned herein, or enter into derivative transactions relating thereto or perform or seek financial or advisory services for the issuers of those securities or financial instruments.

Any non-public information provided to Mizuho will be maintained in accordance with Mizuho’s internal policies and will be shared with other Mizuho affiliates to the extent deemed necessary by Mizuho to consummate the transaction or provide the product or service described in the Presentation, unless Mizuho otherwise agrees in writing. Additionally, Mizuho may use your confidential information to introduce and/or offer you or your affiliates new products and services. To the extent existing agreements do not otherwise permit such “cross selling”, a Mizuho representative may seek your consent to share your confidential information with its affiliates if required by Japanese law.