

事前の書面による許可なく複製は出来ません。
巻末の全てのリスク開示をご参照下さい。

Insight
INVESTMENT

欧州の未来

2019年4月

＞ ブレグジット、ポピュリズム
の台頭及び地政学的動向の変化
を勘案して、欧州の将来を展望
します。

要旨

本稿では、ブレグジット、ポピュリズムの台頭及び地政学的動向の変化を勘案して、欧州の将来を展望します。

短期的な展望

欧州連合(EU)は幾つかの短期的課題に直面しています。

- 英国の脱退
- 仏でのポピュリストの抗議活動
- 東西の溝の拡大
- 欧州議会選挙

長期的なトレンド

欧州に影響を与える長期的トレンドは3つあると考えます。

- EU・ユーロ圏改革の課題と構造的課題のミスマッチ
- ポピュリズムの台頭
- 外的脅威

長期的なシナリオ

今後20年を展望すると、考えられるシナリオは以下の通りです。

- 最も蓋然性の高い二つの主要シナリオに加え、
- 実現し得る二つの低確率のシナリオ



メインシナリオ 1: 統合は続き、危機が最低限必要な改革を促す

主流な政党が引き続き各国の政権、欧州委員会及び欧州議会の主導権を握り、基本的にこれまでのEUの歴史が今後も続くシナリオです。統合のための改革は徐々にしか進まず、EUの常として、改革は総じて当初の予定より遅れて進み、範囲も縮小します。しかし危機が不可避免的に発生する際には、分裂を避けるために必要最低限の行動をとることへの十分な意思が加盟国政府に存在します。



メインシナリオ 2: 溝が拡大し、危機が痛みを伴う構造改革を強いる

イタリア等のシステム上重要な国々で欧州懐疑派のポピュリストが政権に居座る期間が長くなるほど、このシナリオがベースケースとなります。このシナリオでは、一部の国が必要な構造改革の実施に失敗し、他のEU加盟国や主導権を握る加盟国(特に財政同盟に反対する「守旧派」)の政府の信頼を失います。その結果、財政同盟は保留され、ギリシャの場合と同様に、一部の国ではリストラのみによって債務の持続可能性が回復されます。結果的にユーロ圏・EUに加盟したままのデフォルトが起きます。



低確率のシナリオ 3: 危機がEUの解体につながる

ブレグジットが英国にとって成功であったと見なされる場合には、他の欧州懐疑派政権もEU離脱を目指すリスクが出てきます。それが現実となるには他にも幾つか条件があります。特に、総じて欧州に懐疑的な国民、適切な制度的枠組み、通貨の切り下げにより競争力が向上するという現実的な見通し及びEUに対する資金抛出国であることです。



低確率のシナリオ 4: 外的危機が統合につながる

EU内に「ヨーロッパ合衆国」へと転換する願望は殆どなく、これは今後数十年間変わらないと当社は考えています。しかし、連邦化が必要になるほどの外的危機がEU加盟国を脅かす可能性はあり得ます。そのような事象は今起こりそうもないように思えますが、今後20年間で多くの地政学的変化が起こり得ます。



短期的な展望

EUは、英国の離脱、フランス国内のポピュリスト的抗議活動、イタリアのポピュリスト政権及び迫り来る欧州議会選挙等、短期的に多くの課題に直面しています。これらの課題は、改革派とポピュリストの戦いの重要な試金石となるでしょう。

欧州議会選挙：守旧派がポピュリストや改革派に敗北へ

2019年5月の欧州議会選挙は、変化を求める改革派やポピュリストと、現状維持を望む守旧派の重要な戦いになるでしょう。

欧州議会では、各国の政党が政治会派という幾分柔軟性のある枠組みの中で団結して活動します。会派は議会政治を主導しますが、加盟国元首で構成される欧州理事会が、欧州議会と同等の権限を持つことに留意することが重要です。欧州理事会と欧州議会は共同で欧州委員会（EC）の構成を決定します。欧州委員会の委員は5年毎に任命され、現在の委員の任期は2019年10月31日までです。

欧州議会は更なる分裂の公算

欧州各国の議会と同じように、欧州議会は5月の選挙の結果、より細分化が進むことになりそうです。これまでのEUの選挙では、中道右派会派のEPPと中道左派会派のS&Dの「大連立」が最低55%の議席を獲得してきましたが、2019年は45%前後に減少する見込みです。図1は欧州の主要な政治会派の概要です。

次期欧州委員会は改革派と守旧派が拮抗する見込み

「前進！」の運動を欧州全域に広げるマクロン氏の計画はあまり上手く行っておらず、氏の政党（共和国前進）は自由主義会派のALDEと共に選挙を戦うことに同意しました。これにより欧州理事会の中でALDE系の国家元首は9人に増え、8人の国家元首を擁するEPPを抜く最大会派となりました。この結果、次の欧州委員会は、ALDEを含む大連立によって構成される可能性が非常に高く、改革派と守旧派が混在する形になるでしょう。

欧州議会 はEUの立法機関であり、議員は5年毎にEUの有権者の直接選挙で選出されます。次の選挙は2019年5月23日から26日に予定されています。欧州議会には、立法、監督及び予算という3つの主な役割があります。各国の欧州議會議員（MEP）の人数は概ね各国の人口に比例しており、議員総数は751人を超えることが出来ません。欧州議会は監督的役割の一環として、欧州委員会の委員長を選出し、欧州委員会を承認します。

欧州理事会 ではEU加盟国の指導者が集まり、EUの政策課題を決定します。理事会は常任の理事会議長が率い、通常は四半期毎のEU首脳会議の形をとります。欧州理事会の主な役割は、（立法措置無しに）全体的な方向性及び政治的な優先課題の決定、EUの共通外交安全保障政策の決定、欧州委員会や欧州中央銀行（ECB）等の機関の重要ポストの候補者の指名と任命等です。

欧州委員会 は、政治的に独立したEUの行政執行機関の役割を果たし、欧州の新たな法案を作成する他、欧州議会及び欧州理事会の決定事項を実行する責任を負っています。また、EUの政策を実施し、資金を配分し、法律を執行し、国際的にEUを代表します。委員会は各国1名の合計28人の委員で構成され、委員長が各政策分野を担当する委員を決定します。

図1：欧州議会の主な政治会派¹

欧州自由民主同盟 (ALDE, Alliance of Liberals and Democrats for Europe)	自由主義的中道派、市場開放派、欧州統合派
国民と民族の欧州同盟 (EAPN, European Alliance of Peoples and Nations)	右派ポピュリスト政党による新たな同盟
欧州保守改革 (ECR, European Conservatives and Reformists)	中道右派～右派、欧州懐疑派、反連邦主義
自由と直接民主主義の欧州 (EFDD/efd)	欧州懐疑派
欧州人民党 (EPP, European People's Party)	主として保守主義、自由主義的保守主義、キリスト教民主主義
緑・欧州自由同盟 (Greens/EFA, Greens/European Free Alliance)	環境保護主義、地域主義、左派国家主義
欧州統一左派・北欧緑左派連盟 (GUE-NLG)	社会主義及び共産主義
社会民主進歩同盟 (S&D, Progressive Alliance of Socialists and Democrats)	中道左派、主として社会民主主義政党

極右会派と国家主義的保守主義会派が統合の可能性も
 欧州議会には極右や国家主義的保守主義の政党の会派が3つあります。会派結成の要件は、最低7ヶ国から25人以上の MEP（欧州議会議員）を集めることです。英国独立党（UKIP）が大多数を占めていた「自由と直接民主主義の欧州」（EFDD）は、選挙前に英国が離脱すると予想されていたため、これまでは消滅すると考えられていました。しかし、英国は態度を変え、立候補者を立てることにしました。UKIP出身のMEPの過半数は既に離党しており、初期の世論調査によれば、有権者はUKIPの前党首ナイジェル・ファラージ率いるブレグジット党に乗り換え、UKIPの支持率は急落しています。ブレグジット党はEFDDへの支持を約束し、UKIPは「国家と自由の欧州」（Europe of Nations and Freedom, ENF）に鞍替えしました。

イタリアのマッテオ・サルビーニ副首相は、ホワイトハウスのチーフストラテジストだったスティーブ・バノンの支援を得て、右派政党を単一会派に統合すべく動いていましたが、2019年4月に「国民と民族の欧州同盟」（EAPN）を発表しました。この同盟は「可能な限り大きな会派」の創設を目指します。EAPNは中道右派のEPPの規模を上回る可能性があり、従って、欧州委員会委員長の任命権を獲得する可能性があります。実際には、委員長候補者は欧州理事会の承認を必要とするため、候補者の選択肢は限られますが、それでもこれは潜在的に重要な出来事になるでしょう。

しかし、これまでそうした統合が起こらなかったのには、容易には変わらない理由があります。まず、極右の「国家と自由の欧州」（ENF）と国家主義的保守主義会派の「欧州保守改革」（ECR）の意見の不一致は、今後も続く可能性が高いでしょう。次に、ハンガリー首相のビクトル・オルバン率いるフィデス党がEPPを脱退するか、追放され、ECR等の他の会派に加わることが一つの可能性として考えられます。2019年初めには緊張が高まり、オルバンがEPPの他のメンバーを「役に立つ馬鹿ども」呼ばわりする事件がありました（後に謝罪）。フィデスとドイツのキリスト教民主同盟（CDU）等の他のEPP所属の政党には明らかな違いがあります。しかし、フィデスは国内政治上の理由により、追い詰められない限りEPPを脱退する可能性は低いでしょう。

更に、UKIPないしブレグジット党が最終的に英国でどれほど支持を獲得するか、また英国はいずれEUを離脱することが想定されていることから、英国のMEPがいつまで欧州議会の現役議員でいるかについては、相当な不透明感があります。その上状況を複雑にしているのは、英国の3つの主な右派政党（UKIP、ブレグジット党及び保守党）に所属するMEPは、いずれも同じ会派に所属したがる可能性が低いことで、英国がEU加盟国であり続ける間は、右派政党間の連立を潜在的に希薄化する要素になっています。

フランス：ポピュリストの抵抗によって必要な改革が損なわれる可能性も

フランスのマクロン大統領は、非常に改革派、親欧派の大統領です。フランスや欧州の政治は、「右vs左」の構造から「親欧派vsポピュリスト的欧州懐疑派」の新たなパラダイムにシフトしたと分析した大統領は、自身の政策をそのシフトに合わせて、また仏大統領選に勝利すべく適合させました。

フランス政府はマクロン大統領の下で必要な構造改革を多数実施しましたが、他の力学が表面化してきました。

ポピュリストの抵抗によって最近の改革が損なわれる可能性も

最近の構造改革は抵抗に遭っています。2018年終盤には燃料税の引き上げが「黄色いベスト」による抗議活動を誘発し、最近の改革や他の問題に対するより幅広い不満が広く表明される事態に繋がりました。フランス政府はデモ参加者に幾らかの財政的譲歩を行いました。構造改革は撤回していません。抗議活動が続いて政府に圧力をかけることに成功すれば、将来的な改革や財政再建の規模は限定的になるかもしれません。しかし、抗議活動が衰えれば、ドイツやスペインが経験したように、改革はやがて成長率と雇用の改善に繋がるでしょう。マクロン大統領は、妥協点を見出すべく国家的な議論を開始しました。

フランスの古い政治体制は崩壊

2017年のマクロン大統領勝利の代価は古い政治体制の破壊でした。以前の有力な主流政党のうち、中道右派の共和党の支持率は現在10%前後、中道左派の社会党（PS）は5%前後です。代わって、マリーヌ・ルペン率いる極右の国民連合

¹ 出所：Pollofpolls.eu、2018年4月28日現在。

党（旧国民戦線党）とジャン＝リュック・メランション率いる極左の「服従しないフランス」党が実質的な野党になっています。

ポピュリストのリスク

こうした政治的な力の変化は、フランスにとっての真のリスクを浮き彫りにします。2022年の大統領選挙までに構造改革による成長率の上昇が実現しない場合、ルペンとメランションによる決選投票が現実的なリスクになるでしょう。その場合ほぼ確実にメランションが勝利し、欧州懐疑的な極左政権への転換と構造改革からの大幅な転換に繋がるでしょう。我々はまだそれが重大なリスクだとは考えていませんが、リスクは高まりつつあります。

イタリア：ポピュリストが政権獲得、改革派は後退

イタリアの改革の欠如が成長を阻害

イタリアは、マッテオ・レンツィ前首相の政権の下で2015年の雇用法や年金改革等を通じて構造改革を実施しようとしていました。

しかし、それらは部分的な実施に留まった上に、五つ星と北部同盟の現連立政権によって廃止されようとしています。

最近の見出しを飾るのはイタリア政府の予算目標を巡る国内やEUとの対立ですが、長期的な経済成長の促進に最終的に必要なのは構造改革です。イタリア人はユーロの導入以降貧しくなっていますが、その大きな原因は改革の欠如です。対照的に、ドイツ（2005年）やスペイン（2012年）で実施された構造改革は功を奏し、より良い経済的結果につながりました（図2）。

債務問題

高水準の債務がイタリアの問題に輪をかけています。GDPに対する債務の比率は危機の年（概ね2008年～2014年）に急上昇し、潜在成長率が低いため、経済成長率が相対的に高かった年（2014年前後から現在）にも低下しませんでした。図3は景気が下降した場合、債務の対GDP比率がいかに急激に再上昇し得るか示しており、債務の持続性に疑問を生じさせています。

図2：一人当たりGDP（購買力平価ベース、2000年を100とする指数）²

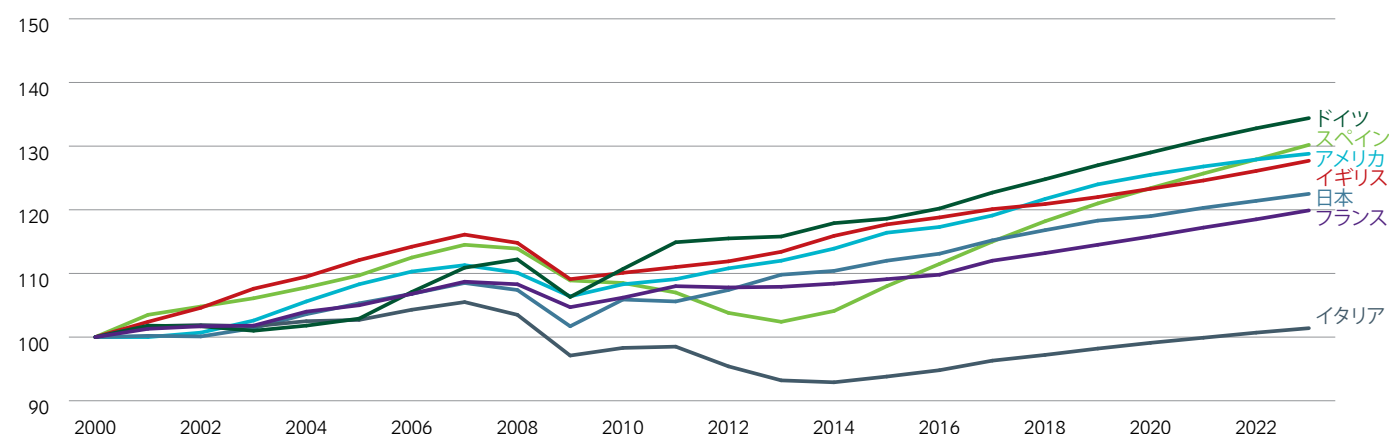
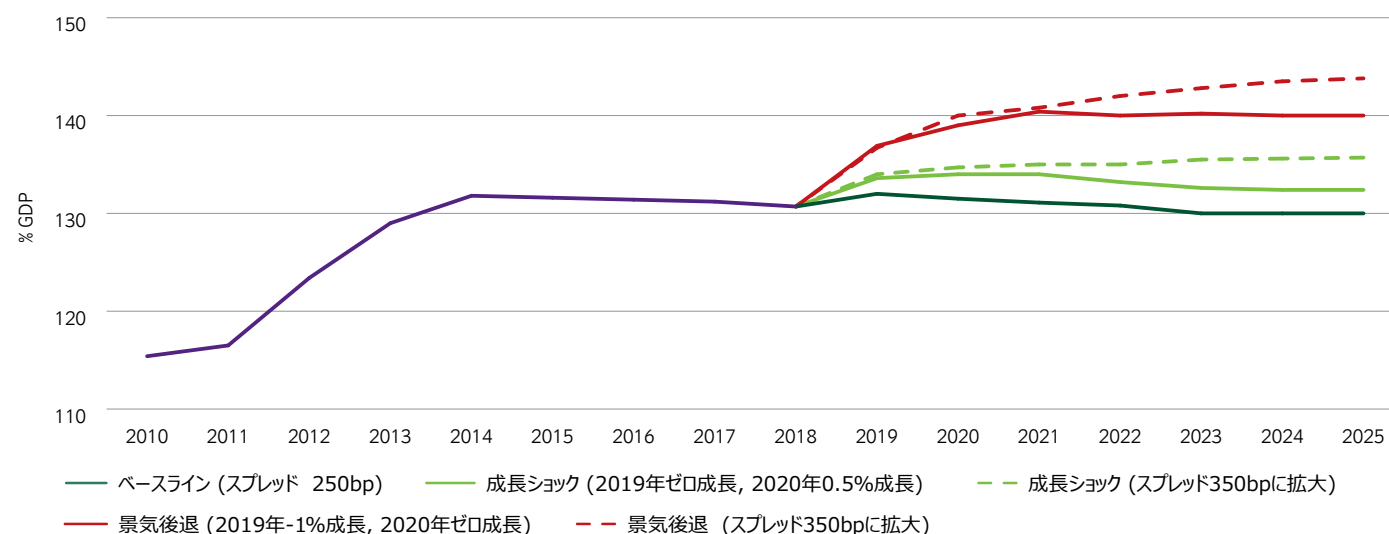


図3：成長が減速すれば、イタリアの債務の対GDP比率は急上昇の可能性も³



²出所：IMF、Insight。³出所：Insight、HSBC、2018年現在の欧州委員会データ。

予測はすべて合理的と思われる一定の前提条件に基づいています。予測は本質的に不確かなものであり、前提条件の一部又は全ては、実現しない又は実際の結果と大きく異なる可能性があります。従って、これらの予測はあくまで試算に留まります。

ブレグジットによるEUへの影響

ブレグジットが厳密にどのような形で決着するかは未定ですが、EUには幾つかの短期的な経済的影響が及ぶ可能性があります。

英国は1973年以来EUに加盟している大国であり、ある特定された面で欧州の発展と統合の重要な原動力でした。英国が特に支持してきたのは以下です。

- 一市場（特に金融等のサービスについて）
- 競争を阻害する障壁の緩和
- 対外貿易を阻害する障壁の緩和
- 東欧諸国の加入によるEUの拡大
- 米国との北大西洋同盟に確固とした基盤を提供

また、EUに加盟する一部の小国は、上記の分野における自国の利益に対して英国の支持を当てにすることが出来ました。ブレグジットへの対応として、北欧8ヶ国は独仏に対する代替的な影響力の中心となるべく、また地中海沿岸諸国に対する均衡勢力となるべく、「新ハンザ同盟」と呼ばれるグループとして共に活動しています。

EUは自由貿易への関心が低下し、より保護主義的になる可能性も

EUは、時間と共に自由貿易に対する関心が低下し、少なくとも対外的には徐々により保護主義的な政策へ進んでいくと考えるのは妥当でしょう。EUが連合協定を締結している残りのバルカン諸国を取り込み拡大する可能性は依然としてありますが、それを当然視すべきではありません。また、それ以外の国々の加盟による拡大は当面考えにくいでしょう。更に、英国が抜ければ、EUは米国やカナダと強力な関係を持つことへの関心も低下する可能性が高いでしょう。このテーマは、米国の現政権の政策を受けて既に展開しています。

EUの統合が加速する可能性も

英国は、特に以下の分野において、統合のスピードを抑制する又は統合を阻止する動きをしてきました。

- NATO外での軍事協力
- 通貨ユーロ
- シェンゲンの分野
- より最近では、銀行同盟

これらの分野の一部では統合が加速すると見えています。欧州軍や共通の核の傘への動きは実現しそうもありませんが、EUの軍事的な協調は広がる可能性が高いでしょう。英国の離脱後、ユーロを使用しない加盟国の重要性は大幅に低下しますが、ユーロ圏の制度改革（7ページ参照）への対処が済むまでは、それらの国々にユーロ採用の強い圧力がかかる可能性は低いでしょう。候補として考えられる国はブルガリアだけです。

銀行同盟はそうした改革の一環として完成する可能性が高いでしょう。英国以外でシェンゲン協定の不参加を選択している国はアイルランドだけです。同国はその代わりに英国と共通旅行地域を設けています。ブレグジットの結果次第では、これはかなり抜本的に変わる可能性があります。

ブレグジットの成否の認識は重要

ブレグジットが英国にとってどのような結果となるかは、EUにとっても重要な問題です。ブレグジットには酷い結果が伴ったとの見方が広がれば、EU離脱を唱える欧州懐疑派政党への支持は減るかもしれません。しかし、ブレグジットが英国にとって成功だったと思われれば、他の国々の離脱への支持に勢いを与えるかもしれません。また、将来の英国政府がEUへの再加盟を試みることも十分にあり得ることは特筆に値します。



長期的なトレンド

重要な長期的トレンドとしては、EU・ユーロ圏の改革課題と構造的問題の継続的なミスマッチやポピュリズムの台頭、外的脅威等があります

ユーロ圏全体の構造改革なくして危機は不可避

EUには着実に制度を発達させてきた歴史がありますが、それは氷山のような非常に緩慢な歩みでした。ここでは、ユーロ圏及びEU全体の構造的問題に対処するために必要な経済改革に注目します。

ユーロ圏の問題の解決法は分かっているが、相当な抵抗が存在する

ユーロ圏には以下のユニークな構造的問題があります。

- 真の最期の買手の不在とデフレの罠を回避するためのツールの欠如に起因するシステムリスク
- 単位労働コストの格差の是正にはデフレ政策以外に方法が無い
- 問題含みのフィードバック・ループ、即ち、経済が減速すると、周辺国の利回りはむしろ上昇し、クレジットの逼迫とそれによる経済の更なる減速につながる
- 各国に必要な構造改革が行われない中、債務の持続可能性の問題に起因する各国固有のリスク

こうした構造的な課題やその対処に必要な改革は良く理解されています。資本市場同盟や銀行同盟、自動安定装置を含む財政同盟、欧州安定メカニズム（ESM）を欧州通貨基金（EMF）に転換する等の構想は、何年間も議論され、部分的に実施されたケースもあります。

理論的には、ユーロ圏を連邦化すれば各種の問題を処理することが出来ますが、最終的には、信頼の問題に帰結します。債権国は、財政移転同盟に際限なく支払いを続ける状況に陥りたくありません。赤字国の国民は、自分たちの経済生活をより不安定にする財政緊縮や構造改革に反対します。レガシー債務も問題です。構造改革と引き換えに財政的連帯の見返りが必要ですが、順序の問題があります。マクロン大統領がフランスで発見したように、構造改革の実施は、財政的連帯をもたらすのに十分ではない上に、怒れる大衆を抱えることになります。

欧州議会選挙が近づくにつれ、ユーロ圏の制度改革の好機は終わりつつあります。幾つか改革の種は蒔かれたものの、将来的な危機の防止に十分な行動はとられていません。

図4：伊-独の国債利回り格差の推移⁴



⁴ 出所：Bloomberg及びInsight。データは2019年1月現在。

最低限必要な制度改革⁵

政策分野	重要な行動及び措置	実現の可能性	条約改正の要否
ショック吸収能力	非対称的ショックを和らげる共通の経済政策ツールを最低一つ賄うための小規模な「連邦」予算の承認。ツールとなる選択肢は、欧州雇用保険制度、改革を条件とする資金提供制度、公的投資安定化基金等。	高	不要
資本市場同盟	企業の資金調達源の多様化による、景気循環的性質を有する銀行融資へのエクスポージャの削減、民間によるリスクシェアの実現及び貯蓄・投資に関する選択肢の拡大。	中	不要
銀行同盟	欧州の銀行のバランスシートの積極的な健全化、緊急資金調達メカニズムの共同化、レガシー問題及び過去の国家的政策決定による銀行セクターへの影響への対応を通じた、欧州預金保険制度（EDIS）の導入。	低	不要
財政同盟	より高度な財政リスクシェアリングや明確な統合へのステップ（例えば、大規模な「連邦」予算、ユーロ圏財務大臣の創設）を含む、より共通の財政政策。	中～低	不要だが潜在的な国家的障害あり
制度的発展	欧州安定メカニズム（ESM）は単一破綻処理基金のバックストップとなり、最終的には欧州通貨基金に転換し、より強力な決定権を有する常任のユーログループ・チーフがそれを補完すべき。	中～高	恐らく不要
金融政策の手段	国債・クレジット市場をサポートする能力の拡大を企図し、ECBへの出資比率からの大幅な逸脱を可能とするとともに、流通市場での購入からユーロ圏「連邦」の新発市場での購入へのシフトに対応出来るようにする等のQEプログラムの再設計。	低	必要 （発行市場での購入）

⁵ 出所：Morgan Stanley Research 2018年現在。

ポピュリズムは無くならないが、影響は不明

ポピュリズムは複雑なテーマです。この数十年間、ポピュリズムは欧州（図5）で、そして世界中で台頭しています。格差の拡大、実質賃金の中央値の伸び悩み、移民、文化の急速な変化等の多くの相関連する要素がこの傾向を促進しています。

この中に、近々変わりそうな要素は一つもありません。中でも欧州への移民は、気候変動やコミュニケーション技術の増加を背景に、また、ポピュリスト政権による妨害にもかかわらず、平均的に見れば長期的に増加する可能性が高いでしょう。格差や賃金の伸び悩みは新自由主義的な経済パッケージの一部であり、ポピュリスト政権や急進的な政権は、それを変え始めるかもしれません。

ポピュリズムの様々な種類

ポピュリズムには様々な形があり、左派も右派もあります。過去に試された政策を思い出させるポピュリズムもあれば、急進的な新しい解決策を求めるものもあります。足元では、右派の国家主義が最も優勢なポピュリズムの形のようにですが、今後もそうあり続けると想定する理由はありません。ある形のポピュリズムが政権をとって失敗すれば、主流の新自由主義的な中道の政治に戻るのではなく、異なる種類の急進主義が取って代わる可能性が十分あるからです。

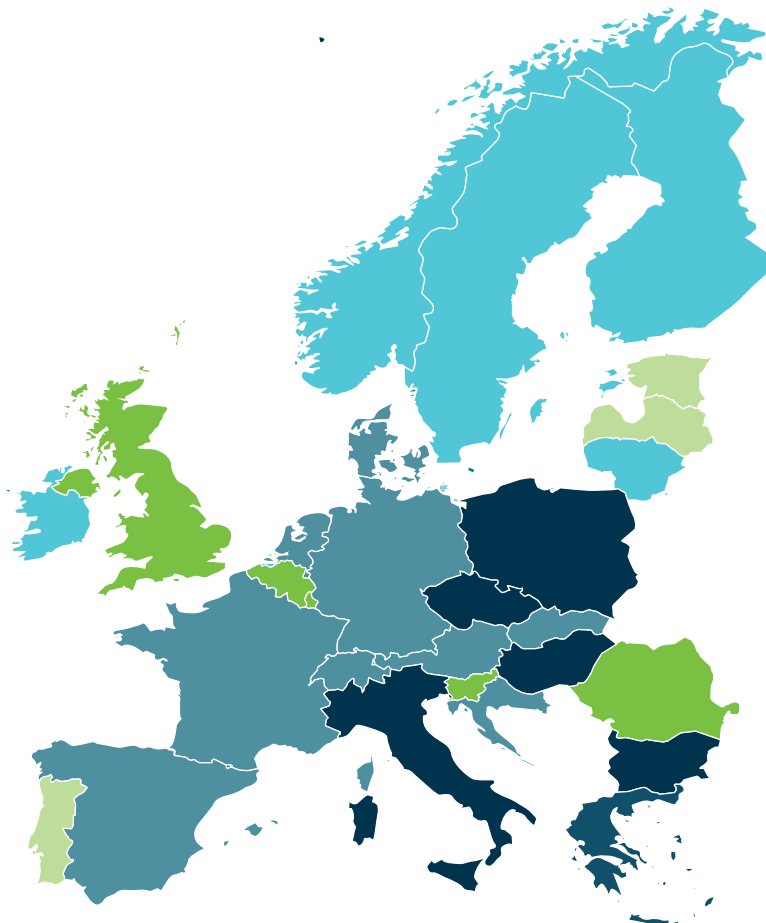
この文脈においてイタリアの五つ星運動は興味深い存在です。全体的には右派というより左派ですが、伝統的な左右の軸にすっきり当てはまりません。しかし正真正銘の急進派です。政権にあるプレッシャーの下でどれだけ自らを保つことが出来るか判明するのはこれからです。五つ星は政党ではなく運動であり、伝統的な政治政党の組織的な強さをまだ持っていない。クロアチアを初め、幾つかの場所で類似の運動が始まっており、フランスの「黄色いベスト」も五つ星と同じような分散型の運動です。

図5：欧州におけるポピュリストの得票率⁶

各国のポピュリストの得票率(%)



- イタリア
- ブルガリア
- ハンガリー
- チェコ共和国
- ポーランド
- ギリシャ
- スペイン
- フランス
- スイス
- オーストリア
- スロバキア
- クロアチア
- ドイツ
- デンマーク
- オランダ
- 英国
- ベルギー
- ルクセンブルグ
- スロベニア
- ルーマニア
- アイルランド
- リトアニア
- フィンランド
- スウェーデン
- ノルウェー
- ラトビア
- エストニア
- ポルトガル



⁶ 出所：The Guardian、2018年11月20日現在。

外的脅威

歴史上、国家は征服か外的脅威への対応を通して纏まってきました。EUは、統合された連邦国家へと加速する契機となり得る幾つかの潜在的な外的脅威に直面しています。

- 1) **移民**は政治的な脅威というより、経済的なチャンスかもしれませんが、重要なのはどう認識されるかです。EU内の移民への対応には相当な意見の不一致があるものの、更なる移民の流入阻止を図ることには現在（2016年以降）広範な合意があり、そのためにEUの資源がトルコや北アフリカ諸国に送られています。しかし、気候変動や人口動態、通信技術の増加等を背景に、移民の圧力は今後数十年間右肩上がりの傾向を辿る可能性が高いでしょう。その結果、EUが移民の流入を阻止すべく欧州対外国境管理協力機関（Frontex）のような連邦機関の整備を続けることはほぼ確実でしょう。
- 2) **ロシア**の支配体制にとって、EUの民主主義モデルが最も明確な脅威であると同様に、ロシアはEUに対する最も明白な戦略的脅威です。ロシアは既にEU内の様々な選挙や国民投票に干渉している上に、ウクライナで試したような「ハイブリッド戦争」のコンセプトを開発中です。ロシアは今後も政治と経済の両面で（前者は極右政党へのサポート、後者はノルドストリーム ガスパイプラインを通じて）、分割統治の戦略をとろうとする可能性が高いでしょう。より仮説的なレベルでは、ブレグジット後の英国政治がより決定的に反欧州的になれば、英国も歴史的に果たしてきた欧州大陸分断の役割を再開しようとする可能性があります。英国とロシアの同盟が過去二回の本格的な欧州統合の試みを阻止したことは特筆に値します。

3) **欧州以外の情勢**は、徐々に米中による新たな冷戦へ向かっており、最近の出来事とともに反欧州的な英露同盟が出現する見込みを大幅に抑制するでしょう。これは、そうしたシナリオにおいてEUが米国の勢力圏からの離脱を望んだ場合、米国がEUに対するサポートを打ち切らないことを意味する訳ではありません。

全体として見れば、これらの外的要素が統合への契機となるか、それともEUを打ちのめすかは、EU加盟国がどれだけ互いを信頼し続けるかにある程度かかっているかもしれません。

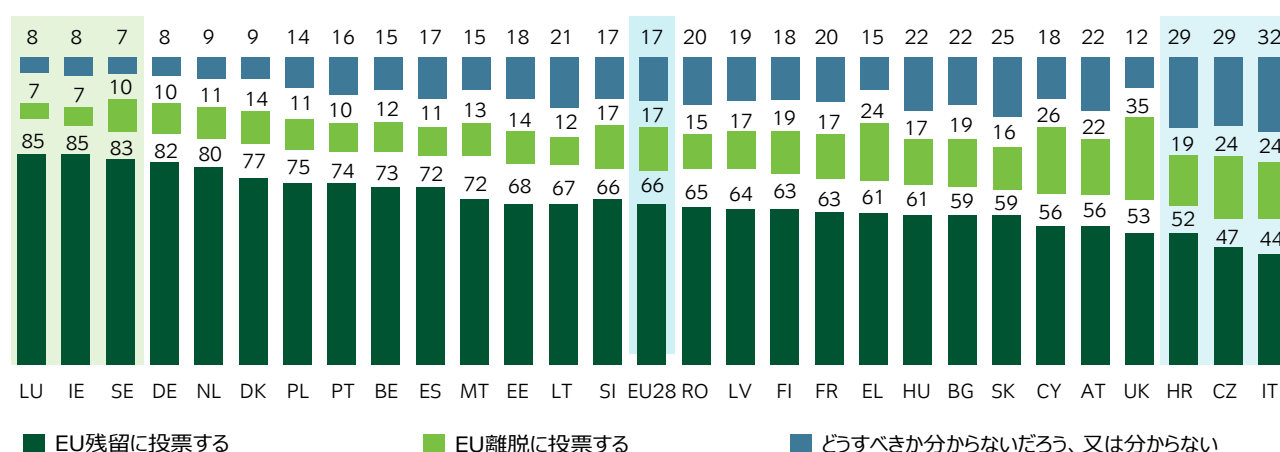
他国のEU離脱への障害

他の国がEUを離脱するには、幾つかの障害を克服しなければならないでしょう。

離脱への国民的支持とEUに対する国家としての資金的依存度を考えあわせると、注視すべき国々はイタリア、オーストリア、フィンランド、フランス、そしてもしかしたらキプロス等になるでしょう。いずれもEUに対する有権者の支持が相対的に低く、殆どはネットでEU予算に資金を拠出している国です（図6、7）。

上記の国々はユーロ圏に属しているため、独自の通貨を持っている場合よりEU離脱はそのコストが高くなります。実質的にユーロ圏各国の中央銀行が貸している（借りている）金額であるターゲット2不均衡をその国のGDP対比で見るのは参考になります（図8）。

図6：自国のEU加盟について明日国民投票が行われたらどう投票しますか？⁷



⁷ 出所：Eurobarometer, 2018年Q3現在。

図7：各国のEU資金への依存度は様々⁸

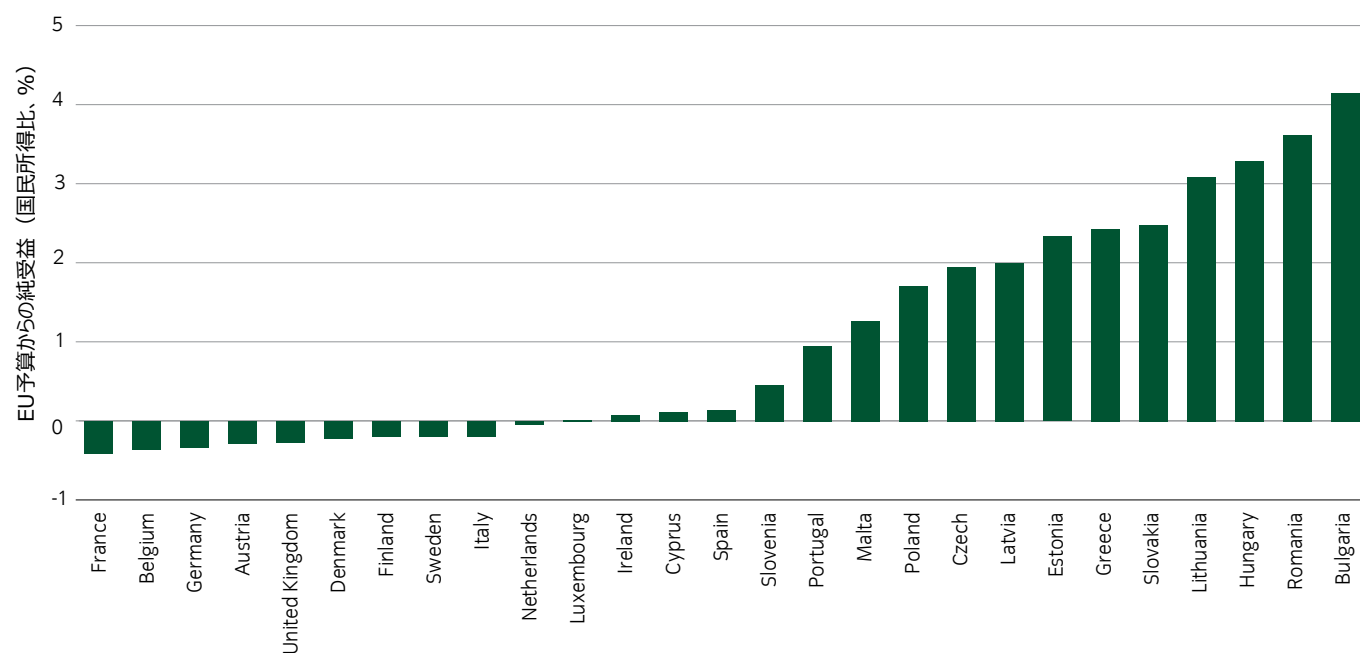
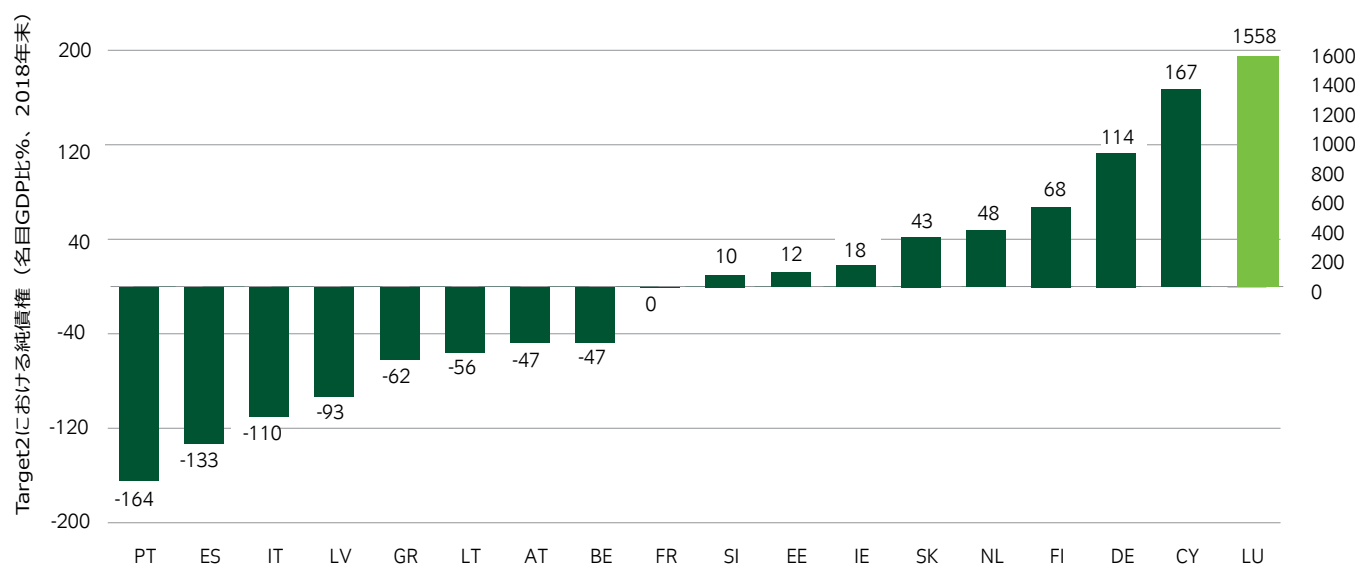


図8：各国の中央銀行の借金の額には大きな開き⁹



⁸ 出所：欧州委員会、2017年。⁹ 出所：ECB、Eurostat、2018年。

//

EUは、統合された連邦国家
へと加速する契機となり得る、
幾つかの潜在的な外的脅威に直
面しています。

//



シナリオ

現在のEUとユーロ圏の制度的な枠組みに鑑みて、将来的な危機は不可避です。当社は、最も蓋然性の高い二つの主要シナリオと、実現しうる二つの低確率のシナリオがあると考えています

将来起こる危機には、一つの国が対象となるものと、よりシステミックなものがあるでしょう。金融市場は、危機・対応・改善・慢心のサイクルを何度か繰り返す可能性が高いと思われます。従って、どの国々が最も危機発生リスクが高いかを監視し、それがその国固有の危機に留まるのか、システミックなものになるのかを判断することは、今後も非常に重要でしょう。危機の局面では国債スプレッドが拡大する時期が生じると考えています。20年前後の長い期間で見れば、こうした危機にどういった対応をするかによって、非常に異なる結果に行き着くでしょう。



主要シナリオ1：統合は続き、危機が最低限必要な改革を促す

主流政党が各国の政権、欧州委員会及び欧州議会の主導権を握り続けます。更なる統合を目指す改革が非常にゆっくりと進みますが、EUの常として、改革は総じて遅く登場し、部分的な実施にとどまります。危機が起きた場合には、EUとユーロ圏の一体性の維持に必要な最低限の行動をとることへの十分な支持が加盟国政府に存在します。最終的には、構造改革と引き換えに財政的連帯が提供されます。



低確率のシナリオ1：他国もEUを離脱

ブレグジットが最終的に英国にとって成功であったと見なされれば、他の欧州懐疑派政権がEU離脱を目指すリスクが出てきます。それが現実となるには幾つか条件があります。例えば、総じて欧州に懐疑的な国民、適切な制度的枠組み、通貨の切り下げにより競争力が向上するという現実的な見通し、EUに対するネットの資金拠出国であること等です。逆に、欧州懐疑派かポピュリストがEU機関の支配権を握れば、主流の債権国が損切りして、EU離脱を目指すかもしれません。この場合、それらの国々の新通貨は上昇すると思われます。



主要シナリオ2：溝が拡大し、危機が痛みを伴う構造改革を強いる

イタリア等のシステム上重要な国々で欧州懐疑派のポピュリストが政権に居座る期間が長くなるほど、このシナリオがベースケースとなります。このシナリオでは、一部の国が必要な構造改革の実施に失敗し、他のEU加盟国、特に財政移転同盟（相対的に豊かな国から相対的に貧しい国へ富を移転する制度）に反対の守旧派が主導権を握る加盟国の政府の信頼を失います。そのため財政的連帯は保留され、一部の国ではリストラのみによって債務の持続可能性が回復されます。結果的に幾つかの国はユーロ圏とEUに加盟したままデフォルトを起こします。



低確率のシナリオ2：外的危機が統合につながる

今のところ、「ヨーロッパ合衆国」へと転換する顕著な政治的願望は存在しません。この点が近々変わる可能性は低いでしょう。とはいえ、連邦化が望ましく又は必要になるほど、外的脅威がEU加盟国を脅かす可能性はあり得ます。そのような結末は今起こりそうもないように思えますが、長期的には多くのことが変わる可能性があります。

寄稿者



ギャレス コールスミス
グローバル金利・マクロ調査 ヘッド
インサイト・インベストメント



デレク トレイナー
シニア・ライター
インサイト・インベストメント



@InsightInvestIM



company/insight-investment



www.insightinvestment.com

<投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

<投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

<投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

- 申込時に直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限3.5%（税抜）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.70%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限 年率1.87%（税抜）
- その他費用・・・上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

※上記費用の総額につきましては、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

重要事項

本情報提供資料は、インサイト・インベストメント・マネジメント（グローバル）リミテッドが提供する情報を基に、BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が作成したものです。

当資料は情報の提供を目的としたもので、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される情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNYメロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第406号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

