

みずほ欧州インサイト

2005年5月16日発行

3期目を迎えた英国ブレア政権の経済課題
～ 日本企業との関係が深いユーロ問題を中心に

要旨

1. 5月5日に実施された英国の総選挙では、ブレア首相率いる労働党が勝利を収め、同党政権としては史上初の3期目に突入した。
2. 第3期ブレア政権の経済課題を展望すると、国内では構造改革が正念場を迎える一方、対外面ではEMU（経済通貨同盟）に加盟してユーロを導入するか否かに焦点が集まる。特に後者については、多くの日本企業が英国に進出してポンド・ユーロ相場の変動リスクに晒されていることから、わが国にとっても大いに注目される問題である。
3. ユーロ問題に関するブレア政権の基本方針は、「原則的にユーロ導入を支持」というものだ。ユーロ導入の経済条件を審査した上で、これが満たされていた場合には国民投票によって最終的な是非を問う、という段階的なアプローチを設定している。
4. 03年に英国大蔵省が経済条件を審査した際には、「ユーロ導入は時期尚早」という判定が下された。英国とユーロ圏では、住宅金融市場の構造格差が著しいことなどが否決の理由だった。例えば、英国では住宅ローンの大半が変動金利であるのに対し、ユーロ圏では固定金利が一般的である。このため、英国がユーロ圏に加わった場合には、ECB（欧州中央銀行）による金利変更が、特に英国だけに強い効果を及ぼすとの懸念が示されていた（金融政策の効果の非対称性）。つまり、ECBはユーロ圏全体を対象に金利を調節するため、ユーロ圏の中であって英国の経済だけが不安になるという懸念である。住宅バブルの問題を抱える英国にとっては、もっともな懸念といえよう。
5. 第3期ブレア政権下でも、依然として経済条件のハードルは高く、ユーロ導入への道のりは険しいと予想される。経済条件の再審査に備えて、英国大蔵省は各種の改革プラン（固定金利型住宅ローンの普及など）を提示しているが、今のところ進捗は遅れている。仮に経済条件を再審査でクリアしたとしても、世論の7割がユーロに反対しており、国民投票での苦戦も懸念される。
6. 以上を踏まえると、下院が任期を迎える2010年5月までに、英国がユーロを導入することは難しいと言わざるをえない。寧ろ、ユーロ導入は次回総選挙後に後ズレする可能性が高いと見込まれる。

本レポートに関するお問い合わせ先
みずほ総合研究所（株） 経済調査部
シニアエコノミスト 小林 公
Tel (03) 3201-0547
E-mail koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp

目次

1. 3期目に突入したブレア政権の経済課題	1
(1) 総選挙に辛勝したブレア労働党	1
(2) 国内では構造改革が正念場に	1
(3) 対外面ではユーロ問題が焦点に	2
2. 英国がユーロを導入しなかった経緯	4
(1) メージャー保守党政権は欧州通貨統合への参加を見送り	4
(2) ブレア労働党政権はユーロ導入を「原則的に支持」しているが・・・	6
(3) 03年に英国大蔵省が「ユーロ導入は時期尚早」と判定	7
3. 第3期ブレア政権が直面するユーロ問題の論点	11
(1) 経済テストの再審査に備えた改革プランは進まず	11
(2) 依然として世論の7割がユーロ反対	11
4. 次回総選挙までのユーロ導入は厳しい状況	14
補論 金利と消費の関係に関する実証分析	16

1. 3期目に突入したブレア政権の経済課題

(1) 総選挙に辛勝したブレア労働党

5月5日に実施された英国の総選挙では、ブレア首相率いる労働党が下院(定数646)の過半数を獲得し、同党政権としては史上初の3期目に突入した¹。但し、政党別に議席数をみると、労働党が356議席(前回比47)、保守党が197議席(同+33)、自由民主党が62議席(同+11)となり、労働党の勢力は大幅に後退した。ブレア政権は97年と01年の総選挙では「大勝」を収めたが、イラクを巡る強硬姿勢などから03年頃より支持率は低下しており、今回の総選挙は「辛勝」に終わった評価できよう²。

ブレア首相は3期目を全うして後進に道を譲ると公言しており、今後は背水の陣で政権の運営に当たる。議会では与党の勢力が衰えたこともあり、内閣改造では主要閣僚を留任させて「安定感」を打ち出した。特に経済政策については、首相の後継候補として有力なブラウン蔵相を留任させ、ブレア=ブラウンの二人三脚で以下に述べる内外の課題に取り組むことになる。

(2) 国内では構造改革が正念場に

第3期ブレア政権は、これまでに進めてきた構造改革に関して正念場を迎えるだろう。97年に政権を奪取したブレア労働党は、「第三の道」という理念に基づいて改革を推進してきた。すなわち、サッチャーおよびメージャー保守党政権下で志向された「小さな政府」³を継承しつつ、市場メカニズムに限界がある場合には、市場機能の強化や競争条件の整備に政府が積極的にコミットするという理念である。

第1~2期目のブレア政権では、保守党政権下で先鞭がつけられた改革の「正の遺産」に恵まれたところがあった。また、改革の効果が上がらない場合には、保守党の「負の遺産」に責任を転嫁することもできた。例えば、労働党政権の最大の功績とされる金融政策の改革は、97年の政権交代直後にイングランド銀行(BOE)を政府から独立させ、金利操作権を大蔵省からBOEに委譲したことだった。しかし、インフレ目標を初めて設定し、金融政策の透明化に橋渡しをしたのは92年当時のメージャー政権だった。そして、その頃に

¹ 英国議会は上院及び下院の二院制であるが、上院(貴族院)は一代貴族、一部の世襲貴族等から構成され、選挙で選ばれた議員はいない。下院選挙で最大の議席を獲得した政党の指導者、または下院で過半数の議員の支持を得た指導者は、慣例により、君主から新しい政府を組織するように求められる。

² 世論調査によると、労働党の支持率は03年当時の約60%から、投票直前には約40%に低下していた。また、総選挙での労働党の得票率(=労働党候補への投票÷全投票)は、約36%に過ぎなかった。ただか36%の得票率にもかかわらず、労働党が過半数の議席を占めることができた背景には、英国の選挙制度がもたらす歪みが存在する。すなわち、英国のような純粹小選挙区制では、労働党への批判票が保守党や自由民主党に分散すると、結果的に大量の「死票」が発生する。詳細については、小林(2005a) p9~10、同(2005b) p9参照されたい。

³ 政府による経済への介入を控え、市場メカニズムによって経済の活性化を図るというもの。具体的には、政府支出削減、減税、規制緩和、民営化などが進められた。

始まった経済の好調が、今日に至るまで続いている(The Economist、5月6日付)。一方、メージャー政権下で民営化された英国鉄道は、ブレア政権下で大規模な死傷事故を何度も引き起こしたが、当初の民営化スキームが拙速だったとしてブレア政権の失点には繋がらなかった。

ところが、政権交代から8年を経た第3期ブレア政権では、保守党以来の「正・負の遺産」は底をつき、自らの改革の真価が問われることになる。国内では、政府が提供する公共サービスの改善を巡り、重要な局面を迎えている。保守党の「小さな政府」によって財政支出が切り詰められた結果、医療⁴・教育・警察などの公共サービスの劣化が深刻な社会問題となっている。ブレア政権は、99年頃から公共サービス向けを中心に財政支出の拡充を図っているが、長年にわたり疲弊した公共サービスを抜本的に改善するには至っていない。その一方で、政府の財政状況は逼迫し始めており、00年度にはGDP比で+1.6%の財政黒字だったが、04年度は同 2.9%の赤字に転じている⁵。こうした財政事情を反映してか、今回の選挙戦で公表された労働党のマニフェスト(選挙綱領)では、法人税の増税には含みがもたされていた。

ブレア政権が公共サービス向けの支出拡大を続ければ、財政赤字拡大や増税が必至となり、サッチャー以前の「大きな政府」へとUターンすることになる。反対に、「小さな政府」を維持するために赤字抑制・増税回避を選択すると、公共サービスの劣化は長引くことになる。公共サービスと財政健全化の兼ね合いを巡り、ブレア政権は歴史的な岐路に位置しているといえよう。更に、この問題を景気動向の観点からみると、「大きな政府」と「小さな政府」のいずれもが、好調な英国経済にネガティブに作用すると懸念される(前者のケースでは赤字による金利上昇・増税による引き締め、後者のケースでは公的需要の減退が懸念される)。

公共サービス問題の他にも、製造業の空洞化対策も国内経済の課題として挙げられる。総選挙直前には、老舗自動車メーカーのローバー社が経営破綻に陥った。英国製造業が改革から取り残されたことについては、みずほ総研論集「英国構造改革の再評価～英国経済好調の背景を探る～」(2005年1号)で詳細に論じている⁶。

(3)対外面ではユーロ問題が焦点に

対外面では、EMU(経済通貨同盟)に加盟してユーロを導入するか否かに焦点が集まる。多くの日本企業が英国に進出し、ポンド相場の変動リスクにさらされていることから、英国のユーロ問題は我が国にとっても大いに注目される。

ジェットロによると、日本企業は欧州の中でも英国に進出するケースが最も多い。在欧の

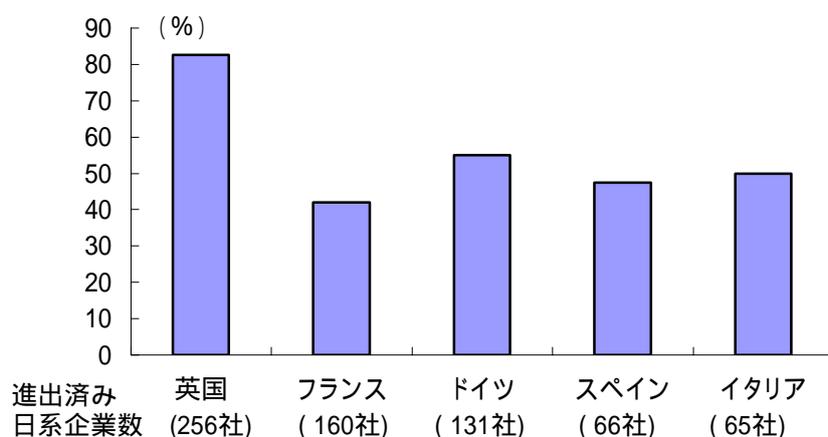
⁴ 英国では、政府が無料で提供するNHS(国営医療機関)が、医療サービスの中心的な役割を担っている。

⁵ 財政収支の定義はマーストリヒト条約規準。データの出所はHM-Treasury "Budget Report 2005"

⁶ 小林(2005a) www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/argument/mron0501-4.pdf

日系製造業のうち、約4分の1は英国に集中している⁷。そして、英国に進出している日系製造業の80%以上が、経営上の問題として「為替変動」を挙げている。これに対し、ユーロ圏に進出した日系製造業の間では、その比率は50%前後に留まっている(図表1)。英国を拠点としてEU単一市場を相手にビジネスを行なう場合、ユーロ・円に加えて、ポンド・ユーロの為替変動リスクも晒されることを反映した調査結果と解釈できよう。

図表1 「為替変動」を経営上の問題とする日系製造業の比率



(注)各国の日系企業の内、経営上の問題として「為替変動」を挙げた企業の比率
(資料)ジェトロ「在欧州・トルコ日系製造業の経営実態」(2003年度調査)

本稿では、日本企業との関係が深いユーロ問題を中心に、3期目に突入したブレア政権の経済政策の行方を占う。以下、第2章では、英国が共通通貨ユーロの導入を見送った経緯を振り返る。第3章では、第3期ブレア政権におけるユーロ問題の論点を整理する。まとめの第4章では、英国がユーロ導入に至るスケジュールを予測する。

⁷ ジェトロ「在欧州・トルコ日系製造業の経営実態」(2004年度調査)

2. 英国がユーロを導入しなかった経緯

(1) メジャー保守党政権は欧州通貨統合への参加を見送り

メジャー保守党政権下の90年に、英国はEMUの第一段階であるERM（為替レートメカニズム）に参加し、西欧諸国との間で為替レートを緩やかに固定した。ERMとは、各国の通貨の中心相場を設定し、その上下2.25%のバンド内に実際の為替相場を維持するという枠組みだった。バンドを維持するために、ERM参加国は協調的な金融・財政政策を求められた。更に、通常の金融・財政政策ではバンドの維持が困難になった場合には、ERM参加国は無制限の市場介入義務を負った。

ところが、91年に各国がマーストリヒト条約に合意し、EMUの最終段階（＝ユーロ導入）に向けたスケジュールを確立した際に、英国はEMUの最終段階に参加しない権利（オプト・アウト）を確保した。英国では通貨・金融政策の自主権を完全に喪失することへの懸念が根強かったため、ERMには留まるものの、ユーロ導入に関してはオプト・アウトを選択したのである。

その後、92年6月にデンマークの国民投票でマーストリヒト条約の批准が否決されたことを機に、ERMには動揺が広がった（デンマーク・ショック）。同条約が発効するためには、調印した全ての国による批准が必要という規定になっていたため、デンマークの批准失敗によって、ERMからEMUに至る通貨統合への信任が低下したのである。ヘッジファンドなどの投機筋は、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が相対的に弱く、ERMの中心レートが割高になっている国を対象に大規模な通貨売りを仕掛けた。このとき、英国ポンドも売り対象となったことから、英国当局はERMのバンドを維持するため、金利の引き上げなどで対抗した。これは、当時の経済ファンダメンタルズが相対的に弱かった英国にとって、景気を更に抑制する諸刃の剣ともなった。

更に、同年7月、統一ブームに沸くドイツでインフレ抑制の利上げが実施されると、独マルク買い・英ポンド売りが加速した。英国当局は金利の引き上げやポンド買い介入で対抗したが、9月16日にはポンド買いのための外貨準備が底をつき、ついにERMからの脱落を余儀なくされた。9月16日が水曜日だったことにちなみ、この日は「ブラック・ウェンズデイ」と呼ばれている⁸。このとき、英国と共にイタリアもERMから脱落したが、イタリアは96年にERM復帰を果たし、99年からのユーロ導入第一陣に加わった。これとは対照的に、ブラック・ウェンズデイ以降のメジャー保守党政権は、欧州の通貨統合から距離を置く姿勢を鮮明にした⁹。

⁸ このとき、BOEにポンドを売り浴びせたのはジョージ・ソロスだった。なお、英国がERMから脱落するとポンドは下落し、金融政策も自由に緩和できるようになったことから、その後の英国経済は皮肉にも好転に向かった。

⁹ 今日に至るまで、英国の保守党はユーロ反対の立場を貫いている。

図表 2 英国のユーロ問題関連年表

90/10	英、ERM 参加
"	独、東西統一
91/12	マーストリヒト条約合意(調印は 92/2)
92/6	デンマーク、国民投票でマーストリヒト条約の批准を否決
7	統一景気に沸く独で利上げ ドイツマルク買い加速(英ポンド、伊リラ売り)
9	英、伊、ERM 離脱
93/5	デンマーク、再国民投票でマーストリヒト条約を批准
7	英、下院でマーストリヒト条約を批准
11	マーストリヒト条約発効
96/11	伊、ERM 復帰
97/5	英、ブレア労働党政権成立
10	アムステルダム条約調印(マーストリヒト条約の改訂) 英政府、ユーロ導入原則支持を公式表明
99/1	ユーロ誕生(当初は 11 カ国体制)
2	英政府、ユーロへの「参加移行計画」公表
00/9	デンマーク、国民投票でユーロ導入否決
01/1	ギリシア、ユーロ参加
6	英、第二期ブレア政権
02/1	ユーロ紙幣・硬貨流通開始
03/6	英政府、ユーロ導入のための「5つの経済テスト」を否決
9	スウェーデン、国民投票でユーロ導入を否決
05/5	英、第三期ブレア政権

(2)ブレア労働党政権はユーロ導入を「原則的に支持」しているが・・・

97年5月の総選挙で、ブレア労働党がメジャー保守党から政権を奪取すると、ユーロに関しては「原則的に支持」の基本方針を打ち出した。具体的には、「5つの経済テスト」を審査し、これが満たされていた場合には国民投票によってユーロ導入の最終的な是非を問う、という段階的なアプローチを明らかにした。

第一段階の「5つの経済テスト」とは、英国がユーロ導入の経済的条件を満たしているか否かについて、政府（大蔵省）が審査するというものだ（図表3）。同テストのうち、経済の収斂と柔軟性の項目は、Mundell（1961）やMcKinnon（1963）らを起源とする最適通貨圏理論に合致している。従って、これらの条件を精査してユーロを導入するという手続きは、経済的には妥当であると評価できよう¹⁰。

図表3 「5つの経済テスト」

収斂	景気サイクルと経済構造が十分に収斂し、英国とユーロ参加国は統一金利の下で良好な経済状況を維持できるか？
柔軟性	問題が発生した場合に、それに対応しうる十分な柔軟性が経済にはあるか？
投資	EMUへの加盟は、英国内での投資に関して、企業の長期的な意志決定に好ましい条件をもたらすか？
金融サービス	EMU加盟により、英国の金融業、とりわけシティのホールセール市場の競争力に対してどのような影響が及ぶか？
成長・安定・雇用	以上をまとめて、EMU加盟は、成長と安定、永続的な雇用の増加を促進するか？

（資料）HM-Treasury "UK Membership of the Single Currency: An Assessment of the Five Economic Tests" (97/10)

第二段階の国民投票は、ユーロ問題を経済条件からでなく、政治的に決着しようというものだ。ところで、欧州の通貨統合は、国民投票で決めなければならないというルールはどこにもない。しかも、英国の世論は伝統的にユーロ（や欧州統合）への反対が根強い。にもかかわらず、ユーロ導入を「原則的に支持」する労働党が、国民投票という高いハードルを敢えて設定したのは何故だろうか。一説によると、ユーロ問題を国民投票に棚上げすることで、総選挙に際しては同問題が争点にならないようにする（親ユーロの労働党に不利に作用しないようにする）という狙いがあったとされる。

¹⁰ 最適通貨圏の理論は、変動相場制への反論という立場から、固定レート制や共通通貨を採用することが望ましい場合があることを主張する。同理論では、最適通貨圏の規準として、経済構造および経済変動の対称性、生産要素の流動性などが重視されている。すなわち、或る二つの国が対称的な経済構造と経済変動を共有する場合、変動レート制を採用してもメリットは小さく、固定レート制や共通通貨を採用することが望ましい。また、一方の国だけに非対称的な経済変動が生じて（その国だけが好況または不況になって）も、労働や資本が柔軟に移動することによってスムーズな調整が可能となれば、為替レートの調整は不要となる（河合（1997））。「5つの経済テスト」のうち、経済の収斂と柔軟性のテストは、以上のような考え方に合致している。なお、「5つの経済テスト」については、97年に労働党が政権を奪取した直後、ニューヨーク出張中のブラウン蔵相とポールズ経済顧問が、移動の車中で短時間に考案したとの説もある（Buller（2003）p16など）

(3)03年に英国大蔵省が「ユーロ導入は時期尚早」と判定

03年6月9日、英国大蔵省は「5つの経済テスト」を審査し、「ユーロ参加は時期尚早(not at the present time)」との判定を下した。

審査結果を個別にみると、金融サービスに関する条件は満たしたものの、経済の収斂と柔軟性の条件は満たしていないという判定だった。また、残りの投資と成長・安定・雇用については、収斂と柔軟性の判定結果に依存するという結論だった(図表4)。

図表4 英国大蔵省による「5つの経済テスト」の判定結果(2003年6月)

項目	概要
収斂	<ul style="list-style-type: none"> × 依然として条件を満たす必要あり … 景気循環面での収斂に大きな進歩 … しかし、住宅市場などの構造面で重大な格差が存在
柔軟性	<ul style="list-style-type: none"> × 依然として条件を満たす必要あり … 英国の労働市場の柔軟性は向上 … しかし、ユーロ圏内ではインフレ率が不安定になる可能性が高く、労働市場などの更なる柔軟性が必要
投資	<ul style="list-style-type: none"> × 収斂と柔軟性の達成度合によっては満たされる … ユーロ導入によって対英直接投資が増える可能性 … しかし、投資増加のためには、正しい条件でユーロを導入することが必要
金融サービス	<ul style="list-style-type: none"> 満たされている … ユーロを導入しなくても英国金融業は競争力を維持しているが、導入によってユーロ圏での金融ビジネスを勝ち得ることがさらに容易になる見込み
成長・安定・雇用	<ul style="list-style-type: none"> × 収斂と柔軟性の達成度合によっては満たされる … 持続可能な収斂と十分な柔軟性なくして、安定と雇用などに関わる潜在的な利益は実現不可能

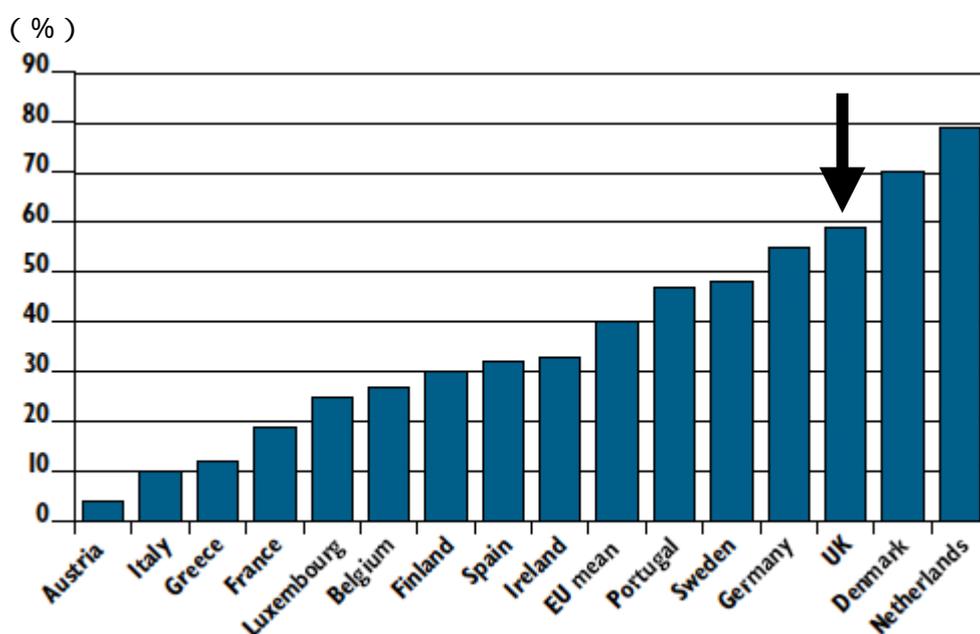
(資料) HM-Treasury “UK Membership of the Single Currency” (2003a)

経済収斂

経済収斂のテストについて詳しくみると、特に住宅市場などの構造面で英国とユーロ圏の格差が大きいと判定された。

第一に、住宅ローン残高について、英国のほうが他のユーロ圏諸国に比べて高水準にあることが指摘された。GDPに占める比率で見ると、英国（図表5のUK）は約60%に達している。これに対し、ユーロ参加12カ国の中では、オランダ（Netherlands）を除く11カ国が英国を下回っている。この背景としては、英国では持ち家率や住宅価格が相対的に高水準であることが考えられる。

図表5 EU 15カ国の住宅ローン残高（名目GDP比、2001年）



（注）EU 15カ国のうち、ユーロを導入していないのは英国（UK）、デンマーク（Denmark）、スウェーデン（Sweden）の3カ国。

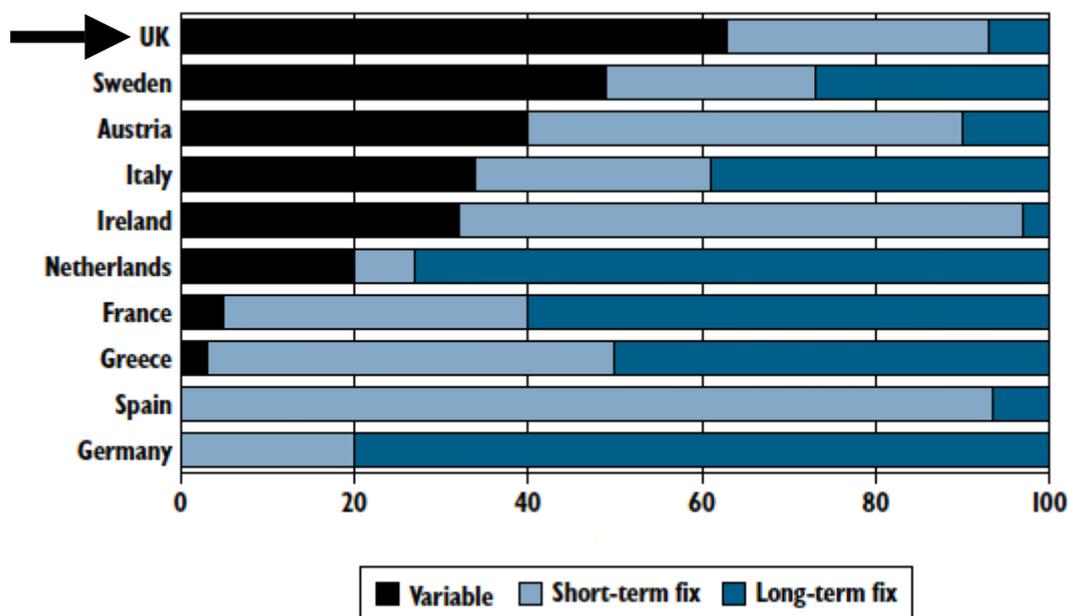
（資料）HM-Treasury “Housing, consumption and EMU” (2003b)

第二に、英国の住宅ローンは60%以上が変動金利型（図表6のvariable）で、残りのほとんども1～5年の短期固定金利型（short-term fix）であることが指摘された。対照的に、ドイツでは住宅ローンの80%が長期固定金利型（long-term fix）である他、ユーロ圏各国では固定金利型が太宗を占めている¹¹。英国で変動金利型ローンが一般的なのは、金融機関の資金調達構造が流動的な預金に偏重しているため、貸し出しに際しても金利を柔軟に調節する必要があるからだ。すなわち、資金調達が短期の変動金利型であるのに対し、住宅ローンのような長期貸し出しの金利が固定型であると、金利上昇局面では「調達金利>

¹¹ 例外的にイタリア（Italy）では変動金利型の比率が34%と高めだが、図表4でみたようにイタリアの住宅ローン残高は低水準に留まっている。

貸し出し金利」という逆ざやに陥るリスクがある¹²。これに対し、ドイツなどでは、金融機関が住宅ローン債券を発行し、住宅ローンのための資金を長期の固定金利で調達している¹³。

図表6 新規住宅ローンの貸し出し実績（金利タイプ別、1999年）



（資料）HM-Treasury “Housing, consumption and EMU” (2003b)

このように、英国では住宅ローン残高が大きく、かつ大半が変動金利型であることから、金融政策の効果がユーロ圏諸国に比べて強く表れる懸念がある（金融政策の効果の非対称性）。政策金利が変更されると、英国では家計の住宅ローン利払い額がダイレクトに連動し、結果的に消費支出も影響を蒙るとみられるからだ。英国では、消費はGDPの約7割を占め、最大の需要項目である。こうしたことから、英国大蔵省は収斂テストに否定的な結論を下したのである（金利変動と消費の関係に関する実証分析結果については、本稿末尾の補論参照）。

柔軟性

柔軟性のテストについては、英国経済の柔軟性は増したものの、改革によって引き続き柔軟性を高める必要があるとされた。共通通貨ユーロを導入すると、経済ショックに対して為替レートの変動で対応することができなくなるため、財・労働・資本市場の柔軟な

¹² 調達と貸し出しの期間構造格差を背景とする金利変動リスク

¹³ HM-Treasury (2003b)

調整によって内外の均衡維持を図ることが不可欠となるからだ。そして、これらの3市場の中でも、特に労働市場の柔軟性を高めることが必要と判定された。

具体的には、公共部門を中心に賃金決定プロセスが硬直的であり、改善の余地があると指摘された。現行の全国一律型の決定方式では、相対的に物価の高いロンドン地域で実質賃金が低めとなり、物価の低い地方では実質賃が高めとなる。このように、各地域の労働需給から乖離して実質賃金が決まるため、労働市場の均衡が歪むと懸念された。実際に、ロンドン地域では、公共部門（教員や警官など）の人材確保が困難になっている。また、地方では必要以上に賃金が上昇することから、インフレ率の上昇も懸念されていた。これらの懸念を理由に、柔軟性テストは否決されたのである。

3. 第3期ブレア政権が直面するユーロ問題の論点

3期目に突入したブレア労働党政権は、ユーロ問題に関して段階的アプローチを維持する方針を示している。以下では、第3期ブレア政権において、「5つの経済テスト」と国民投票の行方を左右すると思われる論点について整理する。

(1) 経済テストの再審査に備えた改革プランは進まず

英国大蔵省は、03年6月に「5つの経済テスト」を否決した際に、再審査に備えた改革プランも提示した。当時の審査で問題点が指摘された、住宅市場と労働市場に関する改革プランである。ところが、04年3月の予算報告では、改革プランの進捗が不十分であると、04年度は経済テストを再審査しないと明言された。更に、05年3月の予算報告でも、05年度は再審査の予算が計上されず、見送りが決定されている。

住宅市場の改革としては、長期固定金利型住宅ローンの普及が挙げられている。例えば、ドイツのように、金融機関が住宅ローン債券を発行して長期資金を固定金利で調達する方式や、アメリカのように、政府支援機関¹⁴が金融機関から住宅ローン債権を買い取り（オフ・バランス化）、長期固定金利型ローンの供給に伴うリスクを取り除く方式などがモデルケースとされた。

しかし、現時点では、長期固定金利型住宅ローンの普及は進んでいない。その前提となる住宅ローン債券については、発行を規制する法律の緩和などが必要とされている¹⁵。しかし、法改正を行なって同債券の発行増加に至るまでには、今後も数年単位の時間を要するのではないかと。同様に、住宅ローン債権の買い取り機関を設立する場合でも、短期間でスキームを機能させることは難しいと考えられる。

また、労働市場の改革としては、公共部門の賃金決定プロセスの見直しが求められている。大蔵省は、全国一律型から地域別の事情を考慮する方式への変更を要求しているが、04年時点では目立った動きがほとんどなかったと報告されている¹⁶。

(2) 依然として世論の7割がユーロ反対

仮に「5つの経済テスト」を再審査でクリアしたとしても、ユーロに批判的な世論を覆すことは容易ではない。最近の調査でも、世論の7割がユーロに反対している（図表7）。

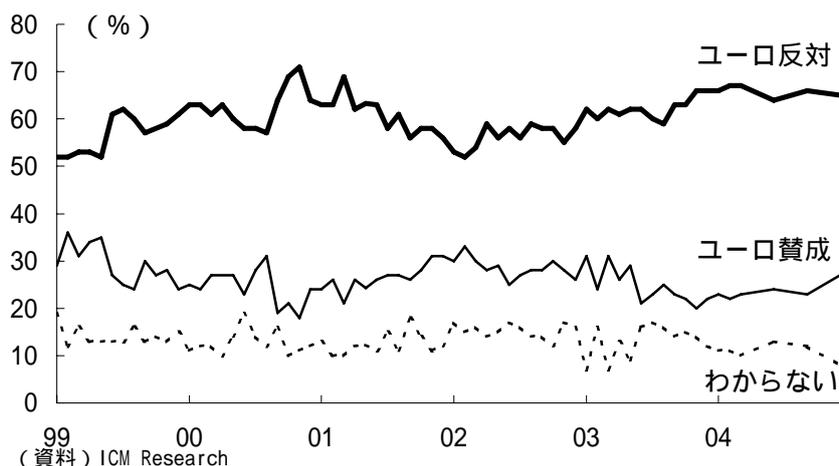
¹⁴ 例えば、フレディマック、ファニーメイなど。わが国でも、住宅金融公庫が民間金融機関から住宅ローン債権を買い取るスキームにより、民間金融機関による長期固定金利型住宅ローンの供給が広がっている（いわゆる「新型ローン」）。

¹⁵ 大蔵大臣の諮問により、ロンドン大学のマイルズ教授が住宅市場の改革に関する提言を行なった（Miles(2004)）。現行の法律では、金融機関は資金調達の一定割合を小口預金に求めなければならないとされているが、こうした規制を緩和して住宅ローン債券の発行に道を開くことなどが勧告された。

¹⁶ Income Data Services (2005) “Pay in the civil service 2004/05”, p17 参照。

従来から英国人は欧州統合に懐疑的といわれており、欧州の通貨統合にも反対する意見が過半数を超えていた。更に近年では、ユーロ圏の景気が低迷していることなどから、敢えてユーロ導入に踏み切ることに抵抗を感じているのだろう。

図表7 ユーロ問題に関する英国の世論調査



折しも、EU各国では04年に合意されたEU憲法条約の批准が進められており、その帰趨は英国世論のユーロ反対論にも影響する可能性がある。EU憲法条約とは、マーストリヒト条約、アムステルダム条約、ニース条約と改訂されてきたEU条約を「憲法」に発展させたものである¹⁷。憲法条約の発効には、EUに加盟する全25カ国の批准が必要とされている。

英国の批准プロセスは、法的拘束力を持たない国民投票を実施し、その結果を踏まえて上下両院で議決するというものだ。憲法条約の国民投票は、ユーロの国民投票と異なり、最終的な結論を下す手続きではない。しかし、議会としては国民投票の結果を無視することは難しく、実質的には国民投票が英国の批准を左右すると考えられている¹⁸。

英国では、憲法条約の国民投票は、06年春以降に実施されると見込まれている(欧州委員会)。他のEU加盟国が05年中の批准を予定しているのに比べると、英国のスケジュールは遅めといえよう。ユーロ問題と同様に世論の7割が批准に反対していることから、英国政府は時間をかけて世論を説得する方針を採っているとみられる。

一方、ユーロの国民投票については、05年度(05年4月~06年3月)は「5つの経済

¹⁷ EU憲法条約については、小林(2004)参照

¹⁸ EU憲法条約の批准方法には、EUとしての共通のルールはない。議会による承認だけのケース(ドイツ)や、国民投票だけのケース(フランス)など、各国ごとにまちまちである。法的拘束力のない国民投票と、議会による承認を組み合わせている国としては、英国の他にスペインなどがある。批准の方法やスケジュール等の詳細は、欧州委員会のHPを参照されたい
(http://europa.eu.int/constitution/ratification_eu.htm)

テスト」を再審査しないことが決まっているため、憲法条約の国民投票よりも後になる可能性が高い。従って、憲法条約の国民投票で批准に成功すれば、ユーロに関する国民投票でも連鎖的に支持が得られると期待できる。逆にいえば、憲法条約の国民投票で批准が否定されると、ユーロの国民投票も否定的な結果に終わる可能性が高い。

ちなみに、憲法条約を巡っては、5月29日に国民投票を控えたフランスで批准反対の世論が伸張しており、同国が批准に失敗する可能性が表面化している。仮にフランスが批准に失敗すると、3日後の6月1日に国民投票を予定しているオランダも批准に失敗し、ドミノ倒しの批准失敗の波がEU各国に広がると懸念されている。英国のユーロ問題の行方を占う意味からも、フランスとオランダの国民投票は大いに注目すべきイベントとなる。

4. 次回総選挙までのユーロ導入は厳しい状況

以上を踏まえて英国のユーロ問題を展望すると、2010年6月に任期満了となる今期議会中は、ユーロ導入が厳しいと言わざるをえない。

図表8 英国のユーロに向けた想定スケジュール

予算報告で「5つの経済テスト」の再審査を表明
「5つの経済テスト」の審査結果公表 (4カ月の準備期間)
国民投票
英国政府がEMU加盟を申請
欧州委員会と欧州中央銀行がマーストリヒト条約で規定された「収斂基準」を審査 (ERM2に参加し、2年間の為替安定の義務)
欧州委員会と欧州中央銀行は「収斂報告」を発表
欧州理事会(EU首脳会議)は「収斂報告」をもとに英国のEMU加盟の可否を決定

(注) 各種規定や、過去の事例をもとに筆者作成

確かに、ユーロ導入までの最短シナリオを想定すると、理論的には下院の任期満了までに滑り込みで間に合う。まず、「5つの経済テスト」を再審査するための予算を、06年春の予算報告で計上する(図表8の)。そして、審査結果から国民投票の実施までには4カ月の準備期間が設けられることになっている()¹⁹。このため、ユーロ国民投票の実施は07年以降となる()。国民投票を経て、英国政府がEMU加盟を申請すると()、マーストリヒト条約で定められた「収斂基準」²⁰の審査がスタートする。但し、「収斂条件」のうち為替安定に関しては、ERM2²¹に参加して2年間は為替相場を安定させることが義務付けら

¹⁹ 4カ月の準備期間は、英国政府が99年に公表した「国家移行計画」で規定されている。この間に、有権者に向けた国民投票の広報キャンペーン等が行なわれる。

²⁰ 「5つの経済テスト」が英国独自のEMU加盟規準であるのに対し、「収斂条件」とは各国共通のEMU加盟規準である。

具体的には、以下の5項目からなる。財政赤字(GDPの3%を超えないこと)、インフレ率(過去1年間、加盟国中でインフレ率の最も低い3カ国の平均値を1.5%ポイントより多く上回らないこと)、長期金利(過去1年間、加盟国中で長期金利率の最も低い3カ国の平均値を2.0%ポイントより多く上回らないこと)、政府債務残高(GDPの60%を超えないこと)、為替安定(過去2年間、切り下げを行わずに、深刻な緊張状態を与えずにERM2の通常の変動幅±15%を維持すること)。

²¹ ERM2は、共通通貨ユーロと、EU内のユーロ不参加国通貨の相場を安定させるため、ERMの後継として97年に設立された。ERM2に参加すると、欧州委員会との協議を経て、ECBとEU財務相理事会(ECOFIN)の合意に基づき、当該国通貨とユーロとの中心レートが設定される。以後は、標準変動幅(通常は中心レートの±15%)の範囲内で相場を安定させることになる。為替相場が標準変動幅を逸脱するような場合には、物価安定を損なわない限りにおいて自動的かつ無制限の介入がECBと当該国中央銀行によって行われる。ただし、ECB・ECOFIN・当該国は、中心レートを再考する権利を有する。

れている()。従って、07年の国民投票直後にERM2に参加した場合、為替安定を含む全ての「収斂基準」を満たすのは09年以降となる。その上で、欧州委員会と欧州中央銀行は「収斂報告」を発表し()、これを受けて欧州理事会でのEMU加盟交渉がスムーズに進むと()、2010年の下院任期満了までには加盟を果たすことが可能となる²²。

しかし、経済テストの再審査に備えた住宅・労働市場の改革プランは進捗が遅れており、同プランを提示したブレア政権としては再審査を急ぐことは難しい。また、EU憲法条約の批准も紆余曲折が懸念され、ユーロの国民投票にも暗い影を落としている。このように考えると、現実的にはEMU加盟は次回総選挙後に後ズレする可能性が高いと見込まれる。

(以上)

²² ブレア政権は、EMU加盟を原則的に支持しつつも、ERM2に関しては不参加の意向を表明している。恒久的に通貨を統合するEMUに比べ、ERM2は人為的な相場コントロールにすぎず、無理な相場操縦は92年のブラックウェンズデイのような経済混乱を引き起こすと懸念しているからだ。これに対し、EMUに加盟するためには、2年間のERM2参加が必要であるとEU条約/EU憲法条約に明文化されている。このため、英国政府としては、EMU加盟において交渉外交力を駆使し、ERM2の免除を求めることが予想される。しかし、04年にEUに加盟した中東欧諸国のEMU加盟プロセスも同時進行していることから、英国だけに特例を認めることは難しいだろう。英国に関してはある程度の条件緩和がありうるとしても(例えば、ERM2参加を宣言しないまま相場安定を図ることなど・・・)、相応の期間にわたって相場安定の実績を残すことが、EMU加盟に先立つ条件として求められるのではないかと。

補論 金利と消費の関係に関する実証分析

本稿第2章では、住宅市場の構造格差を背景として、英国とユーロ圏では金融政策の効果が非対称的であるとの推論を示した。すなわち、金利変動の影響が英国では（消費を中心に）強く表れるのに対し、ユーロ圏ではさほどではないという推論である。

以上の推論について統計的な手法を用いて検証すると、実際に英国では金利変動が消費に影響する因果関係が有意に認められるのに対し、ユーロ圏の主要国では同様の関係が認められなかった。図表9は、短期金利と消費について、簡便にグレンジャー因果検定を行った結果を示している。同検定は、ラグ数（過去にどれだけ遡って金利の影響を考慮するのかということ）によって結果が左右されることが知られているため²³、今回の検定ではラグ数を1～8四半期と幅広にとった。これによると、英国では「短期金利 消費」の因果関係が安定的に現れている。対照的に、独仏伊では「短期金利 消費」の因果関係はほとんどみられなかった（図表9）²⁴。

図表9 グレンジャー因果検定

イギリス			ドイツ			フランス			イタリア		
因果関係の方向: 短期金利 消費											
ラグ数	F値	因果の有無	ラグ数	F値	因果の有無	ラグ数	F値	因果の有無	ラグ数	F値	因果の有無
1	0.583	×	1	3.828		1	0.032	×	1	0.478	×
2	5.984		2	2.470		2	0.224	×	2	3.777	
3	4.085		3	1.420	×	3	1.572	×	3	3.249	
4	2.830		4	1.376	×	4	1.177	×	4	2.816	
5	2.952		5	1.112	×	5	0.728	×	5	2.364	
6	2.397		6	0.830	×	6	0.855	×	6	1.970	×
7	2.018		7	0.763	×	7	0.815	×	7	1.637	×
8	2.995		8	0.356	×	8	1.085	×	8	1.349	×
因果関係の方向: 消費 短期金利											
ラグ数	F値	因果の有無	ラグ数	F値	因果の有無	ラグ数	F値	因果の有無	ラグ数	F値	因果の有無
1	2.593	×	1	0.232	×	1	1.385	×	1	9.504	
2	1.653	×	2	0.172	×	2	2.864		2	6.200	
3	1.548	×	3	0.204	×	3	2.038	×	3	3.568	
4	2.747		4	0.144	×	4	1.617	×	4	2.563	
5	3.090		5	0.804	×	5	1.979		5	1.986	
6	1.729	×	6	0.821	×	6	1.681	×	6	1.670	×
7	1.682	×	7	1.259	×	7	1.911		7	1.586	×
8	1.620	×	8	1.068	×	8	1.899		8	1.403	×

(注) 推計期間: 87年第2四半期～04年第4四半期(ドイツのみ91年第1四半期～)

金利はインターバンク3ヵ月物(前期差)、消費はGDP実質消費支出(対数前期差)

ラグ数(四半期)の分だけ、過去の金利変動要因を織り込むことを意味する

= 5%有意、 = 10%有意、 × = 因果関係が認められず

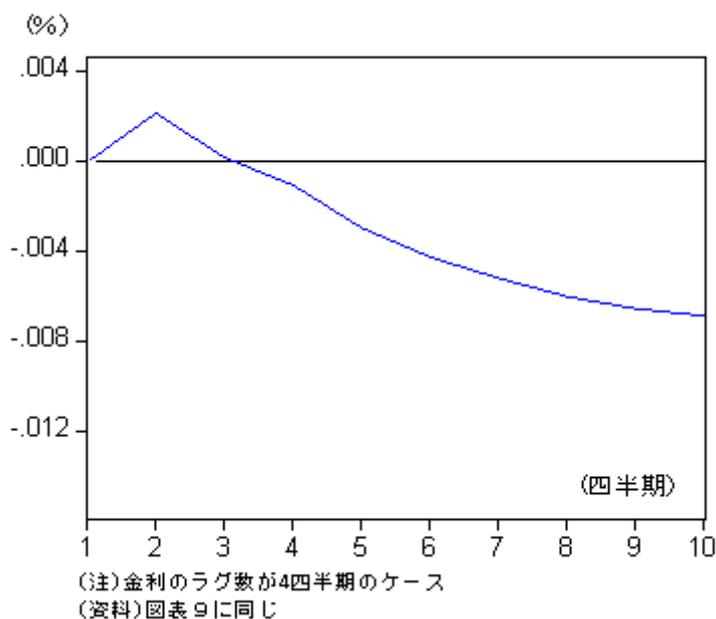
(資料) Datastream, Eurostat

²³ Gujarati(2003) p698 など

²⁴ なお、イタリアでは2～5期のラグを採った場合に限り、「短期金利 消費」の因果関係が窺われる点は興味深い。図表6でみたように、イタリアにおける変動金利型住宅ローンのシェアは、イギリスほどではないものの独仏に比べると高い。

但し、金利変動が消費に及ぼす影響の度合いについては、英国でも特に強いものではないとの示唆が得られた。図表9で用いたモデルを基にインパルス反応関数を推計したところ、英国では1%の金利上昇に対して消費が0.01%弱しか低下しないとの推計結果となった(図表10)²⁵。

図表10 1%の金利上昇に対する消費のインパルス反応関数(英国)



このように、今回の実証分析では、理論的な推論が示すほどの明確な結果がえられなかった。英国大蔵省も、各種の計量モデルによる実証分析を検証した上で、英国経済の消費感応度が特に強いとの結果は得られていないと総括している²⁶。

しかしながら、英国大蔵省は、計量モデルの多くは現実に存在する構造格差を完全には反映できていないとみている。このため、理論的な分析も含めて総合的に判断すると、英国では金利変動が消費に強く作用する可能性が高いとして、ユーロ問題は慎重に進めるべきとの立場をとっているのである。

²⁵ 図表10で、金利上昇の直後(2四半期目)に消費が押し上げられる形になっているのは、更なる金利上昇を見込んだ「駆け込み需要」を反映しているのではないか。その後(4四半期目以降、金利上昇の効果は消費押し下げ方向に累積していく。

²⁶ HM-Treasury(2003d)

【参考文献】

- Buller, Jim (2003) "The Disadvantage of Tying One's Hands: The Rise and Fall of the Europeanisation of British Monetary Policy"
- Gujarati, Damodar N (2003) "Basic Econometrics" McGraw-Hill
- HM-Treasury (1997) "UK Membership of the Single Currency: An Assessment of the Five Economic Tests"
- (2003a) "UK Membership of the Single Currency"
- (2003b) "Housing, consumption and EMU"
- (2003c) "Third Outline National Changeover Plan"
- (2003d) "EMU and the monetary transmission mechanism"
- Income Data Services (2005) "Pay in the civil service 2004/05"
- McKinnon, Ronald I (1963) "Optimum Currency Areas", American Economic Review, 53
- Miles, David (2004) "The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View"
- Mundell Robert A (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review 51
- 河合正弘 (1997) 「通貨地域の形成と基軸通貨の選択」、経済企画庁経済研究所『経済分析』政策研究の視点シリーズ 8
- 小林公司 (2004) 「< EU憲法条約 > 見えてきた拡大EUの戦略と課題」、みずほ欧州インサイト
- www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/euro-insight/EUI040702.pdf
- (2005a) 「英国構造改革の再評価～英国経済好調の背景を探る～」、みずほ総研論集 2005年 I号
- www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/argument/mron0501-4.pdf
- (2005b) 「みずほ欧州経済情報」2005年4月
- www.mizuho-ri.co.jp/research/economics/pdf/euro-eco/em0504.pdf

(経済調査部 小林公司)

MIZUHO

The logo for Mizuho, featuring the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved underline that starts under the 'M' and ends under the 'O', arching slightly upwards in the middle.