

Brexit後の英国金融市場と 欧銀セクターへの余波

不動産市場も下落し、当面は 予断を許さない状況が続く



大和総研ロンドンリサーチセンター長
シニアエコノミスト 菅野 泰夫

Brexitによる英国経済への影響は少しずつ現れているものの、まだ大きな変化は確認できていない。7月14日の英国中央銀行（BOE）金融政策委員会は利下げを見送って様子見を決めている。一方、不動産市場では英国不動産ファンドが解約停止に追い込まれるなどの変化がみられ、ここ数年続いたバブルが崩壊へ向かうカウントダウンが始まるか注目される。またイギリスのみならず欧州金融市場でもその影響が波及し、欧銀の収益性改善はさらに遠のく。

BOEは様子見で 利下げを見送る

7月14日のBOE金融政策委員会は金融政策の現状維持を決定し、政策金利を据え置いた。これによりイギリスのEU離脱（Brexit）ブレグジットの影響を見極める時間が確保され、8月に発表されるインフレ報告書での見通しまでBOEの方針確認は待たれることとなった。イギリスの企業や家計の景況感は今後大きく悪化することが予想されており、次回8月の金融政策委員会で利下げが決定されるか再度注目される。ただし、市場は期待を裏切られる結果となった。「カーニール総裁の『夏の終わりにかけて金融緩和が必要になる公算が高い』との発言がなければ、だれも利下げを予想しなかった」と辛辣な意見が相次いで聞かれる

ことも確かだ。通貨安でインフレ率が予測されるなか、インフレ目標を掲げる中央銀行が金融緩和に踏みきけることは困難を極める。7月19日に発表された6月の消費者物価指数上昇率は輸入物価の上昇を受け、予想を上回る0.5%となった（図表1）。このインフレ率の上昇が一時的なものであるかどうかの判断が下される前に金融緩和に踏みきれば、さらなるインフレを呼び込む可能性もあり、「ブレグジットに伴う影響が顕在化する前の緩和実施は危険」と警鐘を鳴らす向きもある。また、超低金利が続くなかで0.25%の利下げに大きな効果は期待できず、すでに大幅なポンド安による景気刺激効果が予想されるタイミングでの利下げは不要と判断された可能性が高い。年金債務の増大や銀行収益のさらなる悪化を懸念して

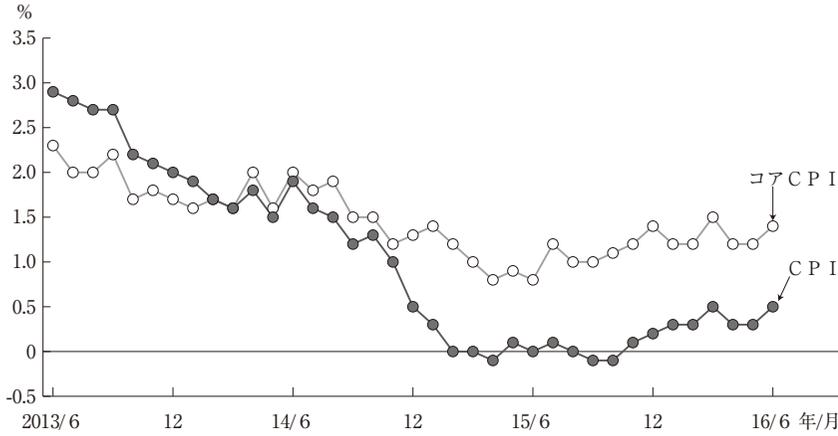
利下げに踏みきれない事情も見え隠れしている。さらに、金利低下やそれに伴う通貨安は家計にも大きな影響があり、とくに物価の安いスペインやポルトガルなどの大陸欧州で余生を過ごすイギリス人年金生活者にはその影響が懸念されている。今後はテリーザ・メイ新首相のもと、カーニール総裁がどのような政策を実施していくのか注目される。

ポンド安の影響から 不動産ファンドの解約増加

また、不動産市場が調整局面を迎えた場合の家計への影響も懸念されている。ブレグジット後に通貨ポンドは対ドルで歴史的な急落を経験し、1985年以来の安値に転落した。その影響が不動産ファンドに飛び火し投資家からの解約請求が殺到。不動産ファンドは償還資金を確保するために保有不動産の売却

〔図表1〕

イギリスの消費者物価指数上昇率（前年同月比）



（出所）ONSから大和総研作成。

を迫られることになった。すぐに換金できないという不動産の特性上、7月以降、多くの不動産ファンドが一時的に解約停止に追い込まれた。7月7日時点で合計七つのファンドが解約を

凍結し、流動性確保に向けて物件をプライベートエクイティに売却する動きが加速している。ファンドにはリテール投資家向けの税制適格年金用オープンエンド型のもが多く、解約流動性が高い商品であったことが急激な資金流出の背景にあげられる。FCA（金融行為規制機構）のベイリー長官は、こういったファンドとの連絡は密にとつてい

ると火消しに躍起であったものの、今後も解約の憂き目にある不動産ファンドが続出する可能性もある。イギリスではEU離脱の国民投票の実施日が決まって以降、商業用不動産への投資を手控える動きもあり、不動産市場に陰りが見え始めている。とくに金融街のシティでは、ブレグジットでEUパスボ

ートが失効する（大陸欧州の投資家へのアクセスに制限がかかる）ことを懸念し、オフィス賃貸物件に対する海外からの需要は急速に減少していた。国民投票直前には、商業用不動産取引において、投票結果に応じて契約内容の再検討を許容する条項（Brexit Clause）を契約書に盛り込むケースが頻発。この条項により、売却済みとされた物件でも国民投票実施以降、取引の再交渉や停止に直面している。

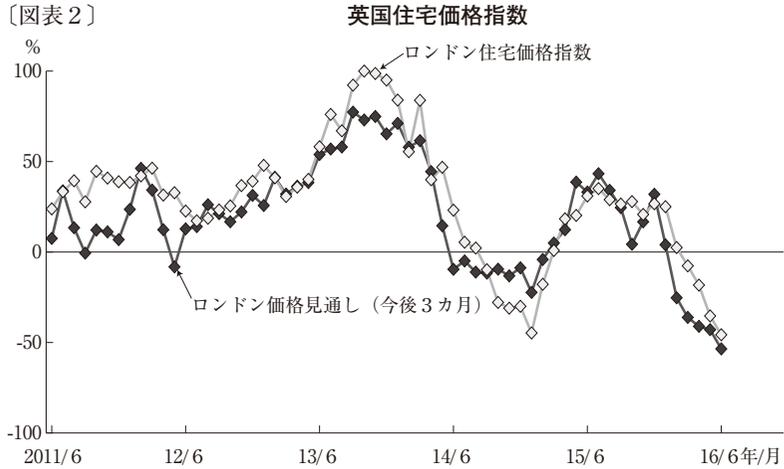
また、もともと2015年夏以降、オズボーン前財務相が投機的な不動産投資に対する縮付け策を立て続けに発表してきたことも今回の不動産の急落を演出したといえる。とくに2軒目の住宅購入時に必要とされる土地印紙税（Stamp Duty Land Tax）の引上げにより、高額不動産投資への需要は急速に冷え込んでいた。引上げ適用が開始となった4月以降、ロンドンの高級住宅地であるハムステッドやケンジントンの住宅価格は適用直前（3月）から2ケタの下落率を記録していた。英王立公認不動産鑑定士協会（RICS）

が7月14日に発表した6月のロンドンの住宅価格見通しによると、6月は価格の上昇と低下の見通しの差がマイナス46となり、5月の見通しからさらに悪化、リーマンショック後の最低値を更新している（すべて6月23日の国民投票以降に調査した結果。図表2）。また、向こう3カ月の住宅販売期待を示す指数も低水準に沈んでいるため、住宅価格は今後もさらなる下落が予想される。ポンド急落の割安感から一部の海外投資家による需要が拡大している側面もあるが、英国不動産市場がさらに急落する可能性も指摘されており、当面予測を許さない状況が続くだろう。

**欧銀の経営不安の再燃で
新規制の実現可能性は…**

国民投票で離脱が選ばれた結果は、イギリスのみならずヨーロッパの金融市場にも大きな波紋を呼んでいる。欧州景気の下振れ懸念による欧銀経営不安が再燃し、銀行債や株式が大きく売り込まれた。とくに不良債権に対する懸念が根強いイタリア

英国住宅価格指数



(注) 上昇と低下の見通しの差。
(出所) R I C Sから大和総研作成。

の銀行は、7月29日に発表されるストレステストの結果を待たずして、市場からは厳しい評価が相次いでいる。
とくに懸念されているのは株価が過去最低を記録した世界最古の銀行であるモンテ・デイ・

実際に同行の救済に必要な資金は400億¹⁾と、イタリアの公的債務をわずかに増加させる程度にすぎない。レンツイ首相はペイルインを回避するかたちで同行への公的資金注入を画策しているものの、EU側との協議

パスキ・デイ・シエナであろう。イタリアでは同行の不良債権比率が突出して高い。同行の銀行債を保有する個人投資家も多く、かりに同行が経営破綻した場合、その損失負担が個人投資家に及ぶと政治的な問題に発展する可能性がある。16年1月から導入されているEUの銀行再建・破綻処理指令(BRRD)では、銀行に公的資金を注入する場合は、債権者の負担共有(ペイルイン制度)が前提条件となる。

は難航している。15年末にイタリアの地銀に対して同制度を適用したところ、銀行債を保有していた年金生活者が自殺に追い込まれたなどの報道もあった。10月に予定されている上院改革に関する憲法改正を問う国民投票は、レンツイ首相が自身の信任投票と位置付けており、有権者からのこれ以上の反発は避けたい思惑もある。BRRDでは民間投資家の損失負担免除を認める例外条項も用意されており、原則と実務の落としどころを巡る今後の協議の方向性が注目されている。

ただ、欧州司法裁判所(ECJ)が7月19日に下した判決はレンツイ首相を厳しい立場に追い詰めるものとなりうるだろう。ECJは13年に行われたスロベニアの銀行の公的救済に関して提起された訴訟に対して、EUは民間債権者の損失負担について強制することはできるとの判断を示した。これにより、公的資金の注入時は債権者の負担共有を必要とする、従来の銀行通達(Banking Communication)を認めたこととなる。ただし同

時にECJの判決では、システムリスクが高い状況下で金融安定性を維持するためであれば、例外的なオプシオン(非民間投資家が損失を伴わない救済)を認める国家援助規程の原則(TFEU・EU機能条約107条3項)もあらためて確認した。無論、EU側は譲歩を望まない姿勢を見せているが、このオプシオンの多用はペイルイン制度の根幹を揺るがす内容であり、BRRDを骨抜きにする可能性があるだけに、リーマンショック以降、推し進められてきた金融安定化制度の再考が求められるとみる向きもある。今回のプレグジットは欧銀の脆弱性をあらためて浮き彫りにしただけでなく、金融危機以降の新規制の実現可能性を問うことにもなりそうだ。

すげの やすお
99年大和総研入社。年金運用コンサルティング部、企業財務戦略部、金融・公共コンサルティング部、資本市場調査部を経て13年6月から現職。日本証券アナリスト協会検定会員。