

2016年7月21日 全9頁

欧州経済見通し Brexit 選択の衝撃

長引く「視界不良」

経済調査部
主席研究員 山崎 加津子

[要約]

- 6月23日の国民投票で英国はEUからの離脱（Brexit）を選択した。キャメロン首相の後任となったメイ首相の下で、英国は今後EUとの離脱交渉に臨むことになるが、この交渉がいつ始まり、いつまで続き、どのような結末を迎えるのかを判断する手がかりがほとんどないのが現状である。EUからの離脱協定が発効するまで、英国とEUの法的な関係はこれまでと変わらないのだが、今後数年単位で継続する可能性が高い「視界不良」の状態は英国経済にとってマイナス要因である。
- 英国経済はこの春ごろから景況感の悪化や建設投資の落ち込みが見られたが、Brexitが選択されたことで企業投資や雇用の手控えに加え、これまで経済成長を牽引してきた個人消費が減速に転じることが懸念される。今後の英国の成長率はマイナスに転じると見込まれる。英中銀（BOE）は7月には追加緩和を見送ったが、インフレーション・レポートを公表する8月には成長率予想を下方修正すると共に、追加緩和策を発表することになる。
- ユーロ圏経済に対するBrexit選択の影響も徐々に顕在化してくると予想される。英国の景気減速はユーロ圏の輸出減につながるが、これがユーロ圏企業の投資や雇用の抑制要因となるか注目される。他方でBrexitをにらんで、ロンドンのシティが担っている欧州の金融仲介機能を自国に呼び込もうとフランス、ドイツ、アイルランドなどがさっそく売り込みをかけているが、ロンドンに拠点を有する金融機関等が他国への全面的な移転を具体化させるのは、英国とEUの新しい関係が見通せるようになってからの話となる。

英国の EU 離脱選択

衝撃を受けた金融市場

6月23日の英国の国民投票はEU離脱支持が51.9%、EU残留支持が48.1%という結果となり、EU離脱が選択された。なお、投票率は72.2%と2015年5月の総選挙の時の66.1%を大きく上回っており、国民の関心の高さがうかがわれる。

EU残留をメインシナリオとしてきた金融市場では、この結果を受けてポンドが急落し、代わって円、ドル、スイス・フランなどが上昇した。なお、株価が世界的に下落した一方、安全資産として日米独の国債が買われて長期金利が一段と低下した。EU離脱決定に加えて投資家心理を冷え込ませたのが、英国の政治の混乱である。EU離脱派の勝利が明らかになると、EU残留支持を訴えてきたキャメロン首相は即座に辞任を発表したが、他方で、EU離脱のキャンペーンの先頭に立ってきたジョンソン前ロンドン市長は後継首相への立候補を断念し、また、ファラージュ英国独立党（UKIP）党首は党首を辞任して、いわば司令塔不在となったのである。

もっとも、最初の衝撃を乗り越えたあと、世界の株価は総じて反発しており、英国株もその例外ではない。Brexit懸念で英国景気が悪化しても、世界経済が一気に悪化するほどの影響力は持たないと認識されたこと、また、英国の上場企業はグローバル企業でポンド安による収益改善効果が期待されることなどが要因と考えられる。加えて、英国のEU離脱が実現するのは最遅でも2年半後であり、それまで英国とEUの関係はこれまでと変わらないことも認識されたと考えられる。さらに、キャメロン首相の後任選任が当初予定の9月初めから2カ月前倒しされ、7月13日にはメイ新首相が就任したことも一応の安心材料である。

EU 離脱実現までの長い長い道のり

メイ首相は国民投票で選択された「EU離脱」を実現させるためにEUとの離脱協議を粛々と進めていく方針で、EU残留支持派の一部が期待した国民投票のやり直しや、総選挙の前倒し実施の可能性を明確に否定した。とはいえ、英国のEU離脱には非常に多くの不透明要因が存在している。現状では、英国がいつEUから離脱するのか、どのような条件でEUから離脱するのか、離脱後の英国とEUの新しい関係がどうなるのかに関してほとんど手がかりがない。

今後の日程表で最初の注目点は、英国がいつリスボン条約（EU基本条約）の50条に則ってEUに離脱を公式に通告するのだが、メイ首相はこれを「来年以降」と言っているのみである。与党保守党はこの問題に関して、EU離脱派とEU残留派に大きく割れてしまったため、EUとの交渉の前にまず保守党内での意見調整が必要になるが、この調整は難航すると予想される。EU離脱派はかねてより、EU離脱後も英国企業が不利な立場に陥らないよう、EU加盟国と同様にEU単一市場へアクセスできることを望んでいるが、同時にEUからの移民を英国が制限できるようにし、またEUに対する拠出金の負担は免れたいと考えている。しかしながら、この要求がこのまま通るはずはなく、英国としては交渉前に「絶対に譲れない条件」、「妥協可能な条件」など優先順位をつける必要がある。

英国が EU に離脱を通告すると、そこから離脱協定を策定するための 2 年間の交渉がスタートし、双方が離脱協定に合意すれば、協定発効日に英国は EU から離脱することになる。とはいえ、英国が EU の前身である EC に加盟してから 40 年以上が経過しており、EU 離脱のためにどの分野でどのような手続きが必要であるかの洗い出しだけでも容易な作業ではないだろう。なお、2 年という期限は EU 加盟国が全会一致で承認すればこれを延長することは可能である。

ところで、英国に拠点を持つ企業、英国に投資をしようとする投資家にとってもっとも注目されるのは、英国が EU から離脱したあとの両者の関係がどうなるかだが、これについては離脱協定とは別に新たな協定の締結が必要とされる。その協議が離脱協定と同時進行で行われるのか、離脱協定の合意後に着手されるのか現時点でははっきりしない。同時進行が合理的と考えられるものの、この交渉は EU の他国との FTA 協議などに鑑みれば、離脱協定の交渉以上に時間を要すると予想される。英国が EU 離脱後も EU 加盟国とまったく同じ条件で EU 単一市場にアクセスできるようでは、EU に加盟する意味がなくなるため、EU 側としてはなんらかのハードルを設けると考えられる。ただし、英国は EU にとって重要な貿易パートナーであり、EU 内に構築されているサプライチェーンを構成する国でもある。英国に対して、高すぎるハードルを設けることは、英国以外の EU 加盟国にとって自分の首を絞めることにもなりかねない。

このように Brexit がいつ実現するのかと問われれば、「数年後」としか言えない状況にある。場合によっては、この EU 離脱に向けた過程のどこかで Brexit という選択を撤回する可能性も残されていると考えられる。例えば EU 離脱交渉中に、Brexit に対する懸念が英国経済に大きなマイナスの影響を及ぼし、失業率が顕著に上昇した場合には、EU 離脱に対する国民の考え方が大きく変わる可能性がある。英国の次の総選挙は 2020 年 5 月の予定だが、そこで EU 残留を主張する政党が与党に選ばれれば、EU 離脱を選択した国民投票の結果を覆す可能性が高まることになるだろう。

Brexit という選択が経済に及ぼす影響に注目

すなわち、Brexit という選択が英国経済に対してどれほどのダメージを及ぼすのか、それとも予想に反して及ぼさないのかが今後の大きな注目点となる。Brexit を選択したことで長期にわたって視界不良の状態が続くと予想されるが、これは内外の企業の投資判断を慎重にさせ、英国国内での新規投資を手控える動きにつながると予想される。投資が手控えられれば、それは投資が行われた場合にあり得た雇用創出が失われるということである。一方、現在英国に拠点を置く外国企業、とりわけ EU 単一市場へのアクセスを目的に英国に欧州拠点を置いている EU 域外の企業が、その拠点を英国外に移す決断を短期間で行うことはないと考えられる。むしろ、これらの企業は Brexit が選択されたことを受けて、英国にある拠点の少なくとも一部を他の EU 加盟国に移す検討を開始しているはずだが、まずは英国と EU との新しい関係がどうなるかを見極める必要がある。

英国経済

Brexit 選択で懸念される投資手控えと消費減速

英国経済は2013年初めから3年以上にわたって個人消費と固定資本形成の内需主導で堅調な経済成長を継続してきた。ただし、この春ごろから建設投資の落ち込みが目立ち、住宅販売業者の販売見通しも大幅に悪化している。これらはいずれもまだ国民投票の結果が判明する前の調査結果だが、4月に2軒目の住宅購入に対する印紙税が引き上げられたことに加え、Brexitが選択された場合の国外からの投資減少が懸念されていたと考えられる。

実際にBrexitが選択されると、商業用不動産に投資するファンドへの解約請求が殺到し、解約停止決定が相次ぐことになった。他方で、ポンド安と不動産価格の下落に着目して、中東や中国などからの投資資金が流入していると報じられている。英国の不動産市場は深刻な落ち込みは回避しそうではあるが、Brexitに伴う不透明感払拭に長い時間を要すると予想されることが今後どのような影響を及ぼすか注目される。

一方、Brexit懸念は個人消費には目立った悪影響を及ぼしてこなかった。4-6月平均の失業率が4.9%にまで低下するなど雇用改善が進み、それが低インフレとあいまって家計の実質所得拡大を後押ししている効果が大きいと考えられる。ただし、Brexitが選択されたことにより、今後は景気見通しと雇用見通しが悪化する可能性が高い。さらに、ポンド安が進行したことが輸入物価上昇を通じて消費者物価上昇率を加速させると見込まれる。6月の消費者物価上昇率は前年比+0.5%と英中銀(BOE)のインフレ・ターゲットである同+2.0%を大幅に下回っている状態で、緩やかな物価上昇はBOEにとって望ましいことである。ただし、ポンド急落が消費者物価上昇率の加速ペースを強めてしまうと、賃金上昇率が伸び悩んでいる状況であるため、実質可処分所得の伸びが大きく減速することが懸念される。英国の個人消費は2014年以降、高い伸びが続いてきたが、今後は減速傾向を強めると予想される。

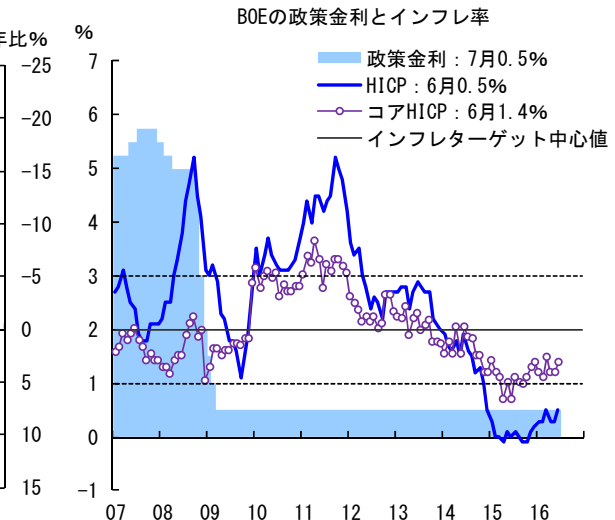
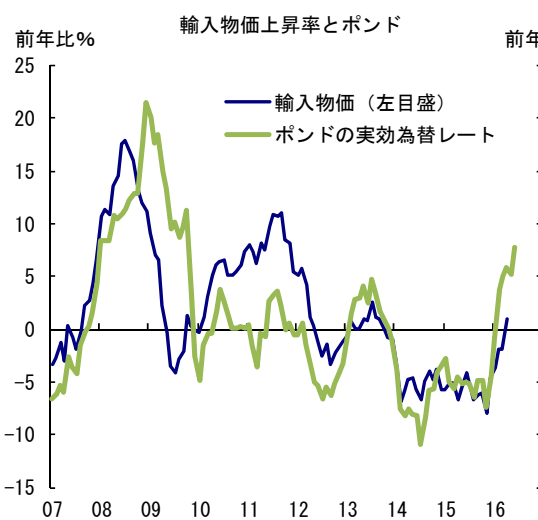
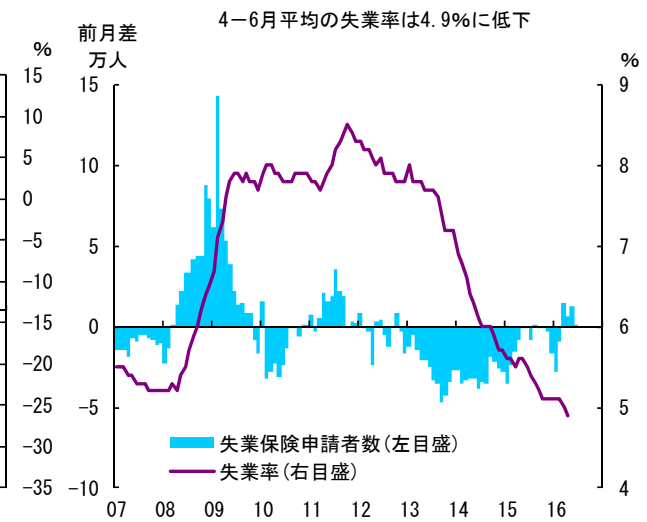
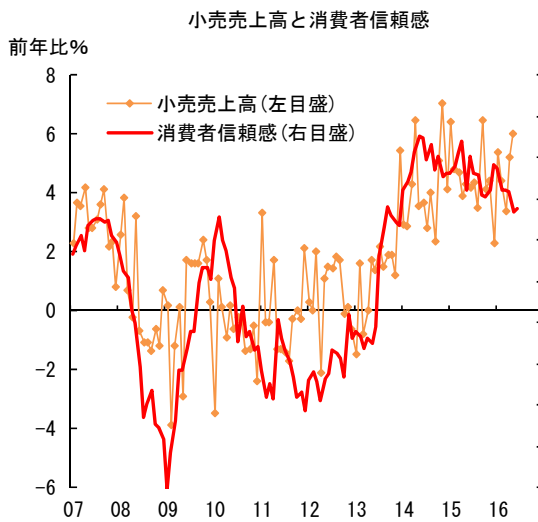
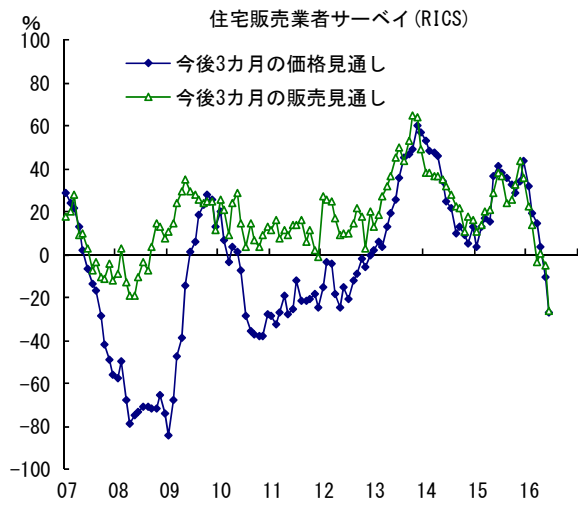
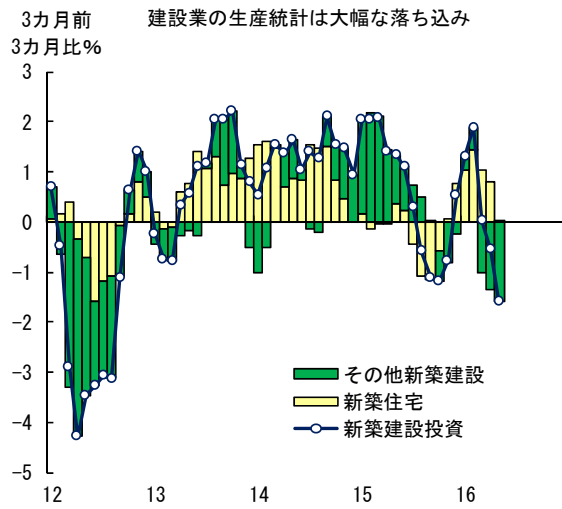
2016年後半の英国の成長率はマイナスに転じると見込まれる。成長率予想を2016年は前月の+1.8%から+1.6%へ、2017年は同+2.0%から+0.4%へそれぞれ下方修正した。

BOEは8月に追加緩和へ

英中銀(BOE)は7月13日の金融政策理事会では追加緩和を見送ったが、次回の8月3日の金融政策理事会では現在0.5%に政策金利の引き下げや3,750億ポンドで維持してきた資産購入規模の拡大などの量的緩和策の追加措置を決定する可能性が高いだろう。なお、この理事会の決定が公表される8月4日にはインフレーション・レポートも合わせて公表されるが、同レポートではBrexit選択を受けて英国の成長率予想が下方修正されると見込まれる。

一方、財政政策では、キャメロン政権が掲げてきた2020年までの財政健全化計画の放棄が決定されたが、景気悪化が見込まれる中でこのほかにどのような景気対策をメイ首相が打ち出すかも注目される。

図表1 英国の経済指標



(出所) 英国統計局 (ONS)、BOE、RICS、欧州委員会データより大和総研作成

ユーロ圏経済

Brexit 選択の波及効果は？

6月23日の国民投票でBrexitが選択されたことは、ユーロ圏にとっても大きな衝撃だったが、この決定がユーロ圏経済にどのような影響を及ぼすのかに関する手がかりはまだほとんどない。Brexit 選択後の景気指標の一番手として発表されたドイツの7月のZEW指数（ドイツの6カ月後の景気見通し）は6月の19.2ポイントから-6.8ポイントに大幅に悪化した。ただし、この指標はアナリストやファンドマネージャーなど市場関係者に対するアンケート調査であり、Brexit が選択されたことで金融市場が大きく動揺した影響が強く出ている可能性が高い。Brexit 選択がユーロ圏企業の景気判断や投資判断にどのような影響を及ぼしたかは、企業の購買担当者に対するアンケートであるPMI指数やifo景況感指数に注目するべきだが、現段階で判断の手がかりが乏しいのは企業も実は大差がないかもしれない。

なお、ユーロ圏でもここ3年の景気回復は個人消費の回復に負うところが大きい。その個人消費の動向を占う上で注目される消費者信頼感の7月の速報値は-7.9ポイントで、6月の-7.2ポイントと比べてごく小幅の悪化にとどまった。ユーロ圏の失業率は英国に比べればスローペースではあるものの低下傾向にあり、この雇用改善と低インフレによって家計の実質可処分所得は2016年1-3月期に一段と伸びが加速した。消費者信頼感が急速に悪化しなければ、個人消費が牽引する緩やかなユーロ圏の景気回復が持続すると予想される。

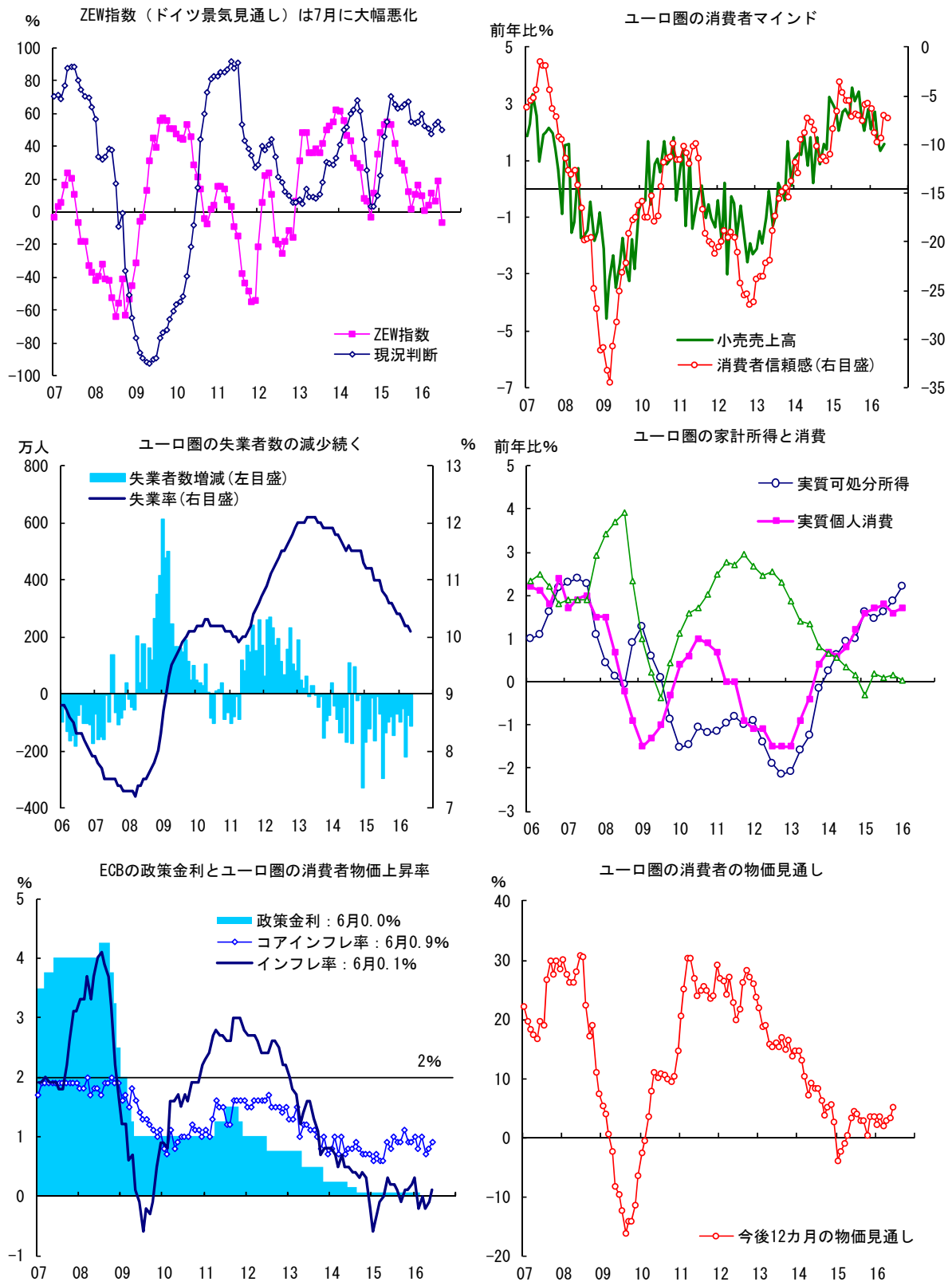
もちろん、Brexit を選択したことで英国景気が悪化すれば、それは対英輸出減少という経路でユーロ圏にも及ぶものである。それがユーロ圏において投資抑制や雇用削減につながるほどのインパクトになるかどうかは今後の注目点となろう。

ところで、Brexit をにらんで、ロンドンのシティが担っている欧州の金融仲介機能を自国に呼び込もうとフランス、ドイツ、アイルランドなどがさっそく売り込みをかけている。Brexit によるユーロ圏経済へのプラスのインパクトとなり得る動きではあるが、ロンドンに拠点を有する金融機関等が他国への全面的な移転を具体化させるのは、英国とEUの新しい関係が見通せるようになってからの話となろう。ユーロ圏の成長率予想は2016年は+1.5%に据え置く一方、2017年に関しては+1.5%から+1.3%へ下方修正した。

資産購入プログラムのルール変更を迫られる ECB

Brexit が選択されたことで、ドイツを筆頭にユーロ圏の国債利回りの低下が進んでいるが、これがECBの量的緩和を難しくしている。というのも現行ルールではECBは中央銀行預金金利（-0.4%）よりも低金利の国債を購入することができず、しかも一銘柄につき発行残高の33%までという買取上限が設定されているためである。ドイツの国債利回りが一段と低下したことで、購入可能な国債が縮小し、上限に達する時期が早まることが懸念されている。ECBは年内にはその資産購入プログラムのルール変更や買取対象資産の拡大などの措置を発表することになるだろう。

図表2 ユーロ圏の経済指標



(出所) ECB、Eurostat、欧州委員会、ZEW データより大和総研作成

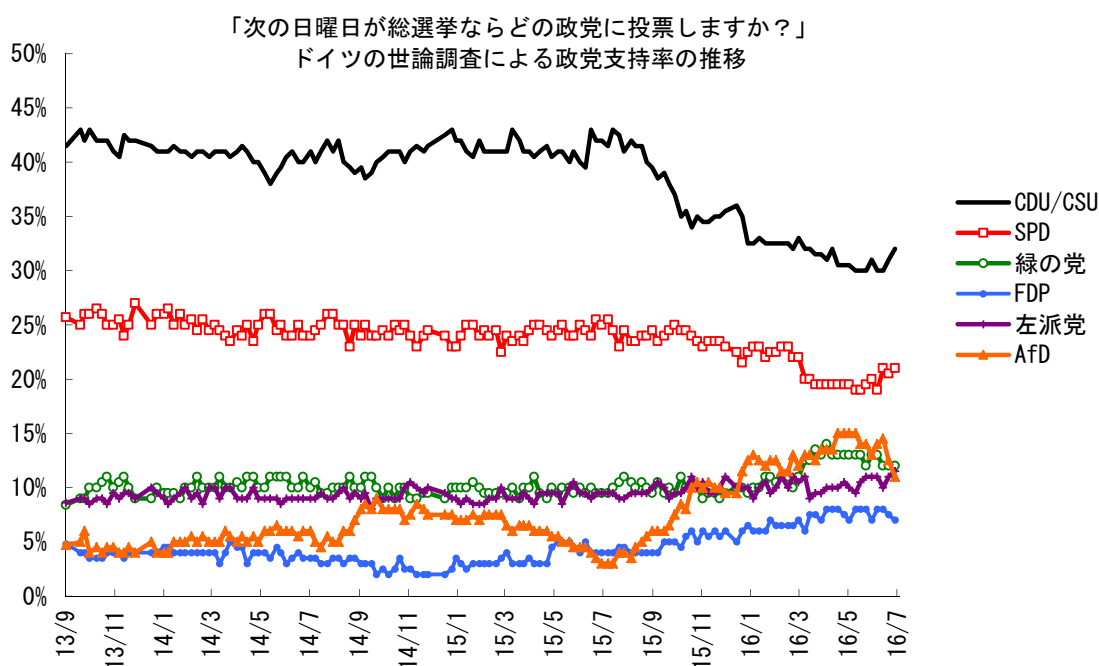
欧州の政治リスクの行方

英国が国民投票で EU 離脱を選択したことが、他国の EU に懐疑的あるいは否定的な政治勢力を勢いづけることになるか注目されている。なお、ユーロ圏ではこの 10 月にはイタリアで憲法改正の是非を問う国民投票、来年 3 月にはオランダの議会選挙、4 月から 5 月にかけてはフランスの大統領選挙、9 月にはドイツの議会選挙と主要国で大きな選挙が目白押しである。

英国で EU 離脱派が勝利したことをイタリアの五つ星運動、オランダの自由党、フランスの国民戦線などのポピュリスト政党は大いに歓迎し、自国でも国民投票を実施すると氣勢を上げた。ただし、金融市場の混乱や、景気見通しの悪化、EU 離脱に至る長期の視界不良な期間が認識されるに従って、これまで顕著に低下していた各国与党の支持率が持ち直す動きが見られる。6 月末のスペインのやり直し総選挙では、ラホイ首相率いる国民党 (PP) が議席を伸ばした。また、ドイツではメルケル首相が党首を務めるキリスト教民主同盟 (CDU) とその姉妹政党のキリスト教社会同盟 (CSU)、及び社会民主党 (SPD) が与党だが、その支持率は難民が急増した 2015 年半ばから低下傾向にあったのが、英国の国民投票以降は若干ながら反転している。

これが一過性の動きなのか、継続的な動きになるのかは、各国政府及びユーロ圏・EU の政策に対する信頼感を回復できるかにかかっていると考えられる。そもそも各国でポピュリスト政党が支持を伸ばしているのは、EU が推進してきた欧州統合が経済成長や雇用創出に結びついていないという実感が薄れ、代わって債務危機や難民急増という問題解決がうまくいっていないという負の側面が強く意識されているためである。Brexit というショックを、EU という組織の抱える問題解決の起爆剤に活用できるかが問われている。

図表 3 ドイツの世論調査で与党の支持率に下げ止まりの兆し



(注) 2013 年 9 月 22 日実施の前の総選挙の得票率を起点としている。

(出所) INSA/YouGov、wahlrecht.de のデータより大和総研作成

<欧州経済・金利見通し>

ユーロ圏経済見通し

	2015 通年	2016					2017				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	1.7%	2.2%	0.8%	0.9%	1.0%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%
民間消費支出	1.7%	2.2%	1.0%	1.2%	1.3%	1.6%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
政府消費支出	1.3%	1.6%	1.2%	1.4%	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%
総固定資本形成	2.9%	3.4%	0.8%	2.4%	2.0%	2.8%	2.0%	2.0%	2.4%	1.6%	2.0%
輸出等	5.3%	1.7%	2.0%	2.4%	0.8%	2.3%	1.2%	2.4%	2.8%	3.6%	1.9%
輸入等	6.1%	3.0%	2.0%	2.8%	1.6%	3.5%	1.2%	2.4%	2.8%	3.6%	2.1%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	1.7%	1.7%	1.5%	1.4%	1.2%	1.5%	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%
民間消費支出	1.7%	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
政府消費支出	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
総固定資本形成	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%	2.1%	2.8%	1.8%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
輸出等	5.3%	3.1%	2.0%	2.2%	1.7%	2.3%	1.6%	1.7%	1.8%	2.5%	1.9%
輸入等	6.1%	4.3%	3.9%	3.4%	2.4%	3.5%	1.9%	2.0%	2.0%	2.5%	2.1%
鉱工業生産 (除建設)	1.5%	1.5%	1.1%	0.5%	0.7%	1.0%	0.7%	1.1%	1.4%	1.3%	1.1%
実質小売売上高	2.8%	2.2%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%	1.9%	1.9%	2.0%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.5%	0.2%	1.1%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.7%	-2.3%	-1.0%	-2.6%	0.6%	0.8%	0.7%	1.0%	0.8%
失業率	10.9%	10.3%	10.1%	10.0%	10.0%	10.1%	10.0%	9.8%	9.7%	9.6%	9.8%
10億ユーロ											
貿易収支	351.8	92.1	90.0	80.0	75.0	337.1	72.0	70.0	65.0	66.0	273.0
経常収支	332.8	87.4	85.5	73.9	68.3	315.0	65.7	66.1	58.5	59.9	250.2
財政収支	-209					-193					-177
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.12%	0.08%	0.15%	0.17%	0.20%	0.30%	0.40%	0.45%	0.34%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.60%	-0.55%	-0.54%	-0.50%	-0.45%	-0.40%	-0.40%	-0.44%
欧 政策金利(未値)	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2016年Q1まで実績値(消費者物価と金利は同Q2まで実績値)。それ以降は大和総研予想

(出所) EU統計局(Eurostat)、欧州中央銀行(ECB)、大和総研

英国経済見通し

	2015 通年	2016					2017				
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年
前期比年率											
国内総生産	2.2%	1.8%	1.8%	0.2%	-1.0%	1.6%	-0.4%	1.1%	1.6%	1.6%	0.4%
民間消費支出	2.5%	3.1%	3.0%	2.2%	1.4%	2.7%	1.2%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%
政府消費支出	1.4%	1.9%	2.8%	1.6%	1.6%	1.8%	2.0%	3.2%	2.8%	2.4%	2.3%
総固定資本形成	3.3%	-0.2%	0.8%	-2.0%	-7.8%	-0.8%	-9.6%	-5.9%	0.0%	0.8%	-5.2%
輸出等	4.8%	-1.5%	2.4%	2.0%	-1.2%	2.4%	-2.0%	-1.2%	1.2%	2.4%	-0.3%
輸入等	5.8%	0.4%	0.8%	2.8%	-0.8%	2.5%	-2.0%	-1.2%	1.6%	2.8%	-0.1%
前年同期比 (除く失業率)											
国内総生産	2.2%	2.0%	2.0%	1.7%	0.7%	1.6%	0.2%	-0.0%	0.3%	1.0%	0.4%
民間消費支出	2.5%	2.8%	2.8%	2.7%	2.4%	2.7%	2.0%	1.6%	1.4%	1.5%	1.6%
政府消費支出	1.4%	1.9%	1.6%	1.8%	2.0%	1.8%	2.0%	2.1%	2.4%	2.6%	2.3%
総固定資本形成	3.3%	0.7%	-0.3%	-1.3%	-2.3%	-0.8%	-4.7%	-6.4%	-5.9%	-3.8%	-5.2%
輸出等	4.8%	2.3%	3.2%	3.9%	0.4%	2.4%	0.3%	-0.6%	-0.8%	0.1%	-0.3%
輸入等	5.8%	1.7%	4.1%	3.5%	0.8%	2.5%	0.2%	-0.3%	-0.6%	0.3%	-0.1%
鉱工業生産	1.3%	0.3%	1.8%	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%	-0.2%	0.3%	0.8%	0.6%
実質小売売上高	4.4%	4.4%	5.4%	4.6%	4.1%	4.6%	3.5%	2.3%	2.6%	2.6%	2.7%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.7%	1.2%	0.6%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
生産者物価(出荷価格)	-1.7%	-1.0%	-0.5%	0.5%	1.5%	0.1%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.5%
失業率	5.4%	5.1%	4.9%	5.0%	5.2%	5.0%	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.3%
10億ポンド											
貿易収支	-126.3	-34.3	-30.4	-33.5	-35.9	-134.1	-35.6	-31.5	-34.4	-36.9	-138.4
経常収支	-100.3	-32.6	-21.9	-29.0	-31.5	-115.0	-30.3	-23.2	-28.2	-31.9	-113.6
財政収支	-54.6	1.3				-51.6					-56.9
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.37%	0.80%	0.70%	1.11%	0.70%	0.80%	0.80%	0.80%	0.78%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.41%	0.20%	0.20%	0.31%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
政策金利(未値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

(注) 2016年Q1まで実績値(物価と金利は同Q2まで実績値)。それ以降は大和総研予想

(出所) 英国統計局(ONS)、英中銀(BOE)、大和総研