

# イギリス国民投票結果が示唆するもの

## ～グローバル経済金融レビュー 2016年夏～

### <要旨>

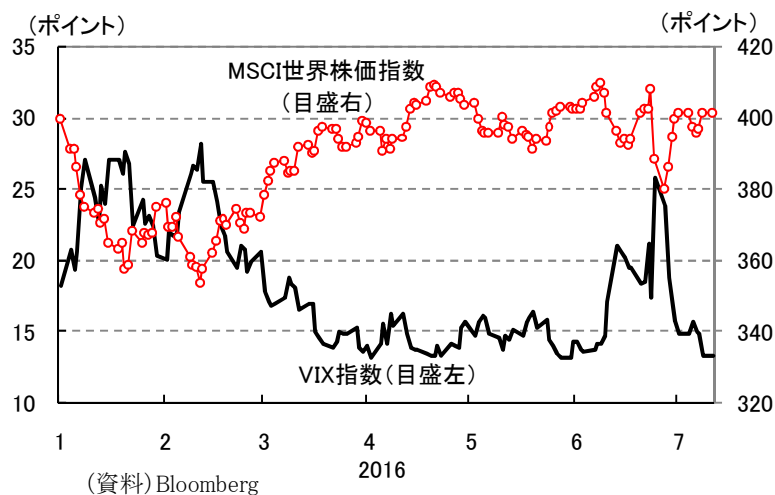
EU 離脱を選択したイギリスの国民投票がどの程度の影響を及ぼすかについて、現時点で明確な答えを出すことは難しい。確実に言えることは、イギリスとEUの離脱交渉決着まで長い時間を要するため、先行きの不確実性が高い状況が長期化するということである。新興国・資源国の不安定要素が残っていることもあって、国際金融市場の緊張が高まる局面はこの先も不定期に訪れると見られる。また、米国で漸く進み始めた金融政策の正常化の動きは一旦停滞する。これは新興国から米国への資金流出を抑える一方で、欧州向け投資を忌避した資金の流入によって米ドル建て資産の価格高騰リスクを高めよう。今回の投票結果が金融機関の破綻を伴って危機が伝播していくリーマン・ショックと同じ経路での危機をもたらすとは考えにくい。銀行以外のいわゆるシャドウ・バンキング部門など、過去とは異なる経路で悪影響が拡がる可能性は否定できない。

### 1. 落ち着きを取り戻している国際金融市場

[3か月前に公表した前回のレポート](#)以降、国際金融市場を最も大きく動かしたイベントは、イギリスのEU離脱是非を問う国民投票であろう。直前の予想が残留に傾いていたこともあり、離脱という結果が濃厚になった24日未明(イギリス時間)頃から、日本含む国際金融市場は急激な変動に見舞われ、VIX指数は一時警戒ラインとされる20を上回った(図表1)。

しかし投票翌週になると、VIX指数は再び20を下回り、一時下落した世界株価指数も投票前の水準を回復した。日本でも、投票直後に一時1ドル=100円を割ったドル円レートは、7月中旬になって同105円前後まで戻している。この背景には、日本政府と日銀が新たなデフレ対策を打ち出すのではといった期待もあると思われるが、少なくとも国際金融市場全体で見ると、イギリス国民投票による悪影響は、現時点ではさほど大きくなっていない。

図表1 VIX指数と世界株価指数



イギリスのEU離脱によるマクロ経済金融情勢への影響が、どこにどのような形で出るのかを考える上では、数多くの論点が考えられる。

例えば、「イギリスや欧州の実体経済はどの程度悪化するのか」、「金融機関の集積地としてのロンドンの地位は変わらないのか」と言ったものである。こういった問題の多くは、今後のイギリスとEUの離脱交渉の結果に大きく左右される。例えば離脱によってイギリスとEUの貿易が減ると、イギリスとEU双方に打撃が及ぶが、それがどの程度になるのかは離脱後の貿易協定の内容次第である。また、現在のロンドンの金融集積地としての地位は、EU圏内のいずれかの場所に拠点を置けば圏内全域で金融サービス提供を可能となる「パスポートリング」によるところが大きい。イギリスがこの制度の適用外になって、ロンドンから大挙して金融機関が大陸側に移り、金融サービス集積地としての地位が損なわれるかどうか、離脱後の交渉次第である。

今は離脱に対するイギリス自身の姿勢や行動が流動的であり、EUとの離脱交渉の行方どこからスタート時期さえ見えない。現時点で「今回の国民投票でこの先どうなるのか」という問いに対して、確たる答えを出すことは難しい。

そういった中で、今回の国民投票結果が示す、グローバル経済金融を見ていく上でのインプリケーションとして、当部は以下の諸点を挙げる。

## 2. 不確実性の高まりがイギリス内需を押し下げ、その状況が長期化することは避けられない

EU加盟国の離脱手続きは、EU基本条約の第50条に定められている(図表2)。

まず「加盟国が欧州理事会に離脱の意図を通知する」ことで始まり、EUと離脱希望国の間で、離脱の諸条件に関わる離脱協定の交渉が開始され、その交渉は離脱協定に関する合意が成立した日か、通知から2年が経過した日で終了し、正式に離脱する。なお、欧州理事会が全加盟国からの合意を得た上で交渉を延長することも可能とされる。

図表2 EU基本条約 第50条

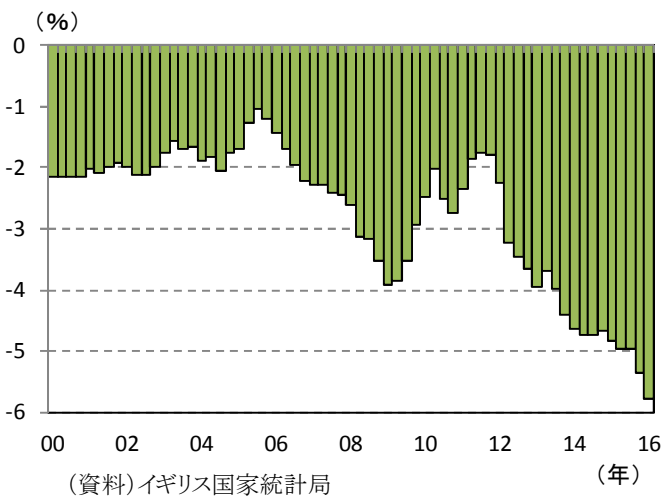
- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. いずれの構成国も、自国の憲法上の要件に従って、欧州連合から脱退することを決定できる。</li> <li>2. 脱退を決定する構成国は、その意思を欧州首脳理事会に通知するものとする。欧州首脳理事会の示す指針に照らして、連合は、当該国の脱退に関する取り決めに明記した協定を、当該国と連合の将来の関係枠組みを考慮しつつ、当該国と交渉し締結するものとする。(後略)</li> <li>3. 当該関係国に対するこの憲法の適用は、<u>脱退協定の発行日より、または発効しない場合は第二項における通知から2年後に、停止されるものとする。</u>ただし、<u>欧州首脳理事会が、当該関係構成国との合意により、この期間を延長する決定をした時はこの限りではない。</u></li> </ol> |
|--|

従って、今回の投票で即離脱となるわけではなく、離脱意思の通知さえしていない現在から、最終的な決着まではまだかなりの時間を要することは確実である。期間だけでなく、どのような形で決着するかも含めてわからないという、先行きの不確実性が高い状況が長期化することは避けられない状況となっている。

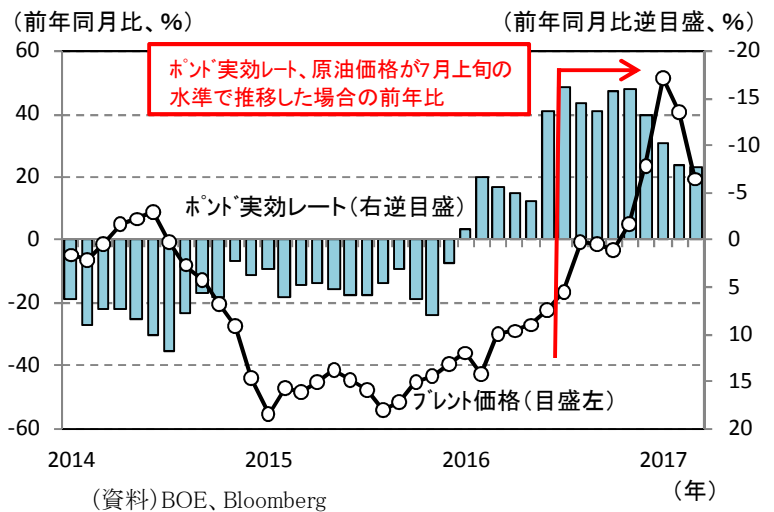
この環境では、イギリス内外を問わず家計や企業、投資家の「様子見」が増えることで支出や投資が手控えられ、景気悪化や資産価格下落といった悪影響が出易い。また、ここ数年の経常赤字拡大に象徴されるように、イギリス経済は海外からの投融資に対する依存度を高めてきた(図表3)。そのため、離脱を巡る不透明感の高まりで海外からの資金流入減少した場合の景気下振れ効果は着実に大きくなっている可能性が高い。

更に、ポンド安が大幅に進んだことで「マインドが下振れがちな中、通貨安による物価上昇が消費を減退させる」という、日本と同じ事態が生じる可能性が高い。ポンドの実効レートと原油価格が7月上旬の水準で推移すると、ポンドレートは2016年末まで前年比1割以上の下落が続き、原油価格の前年比プラス幅は今年末から2017年初めにかけて急激に拡大する(図表4)。2017年前半のイギリス物価は双方の要因で同時に押し上げられ、消費へのネガティブな影響が拡大する可能性が高いと見る。

図表3 イギリスの経常収支 GDP 比率(過去1年平均)



図表4 ポンド実効レート・原油価格変化率試算



### 3. 国際金融市場で緊張が高まる局面はこの先も不定期に訪れる

先行きの不確実性が高い状態が続くと、金融市場のボラティリティは拡大しやすくなる。前掲図表1で見たように、国際金融市場は一旦落ち着きを取り戻したかに見えるが、この先更なる波乱材料が出る余地は残る。現時点で取り沙汰されている主な問題には、「イギリスから独立してEUに残留する意向を示しているスコットランド独立問題の帰趨」、「大陸側諸国でEU懐疑派が勢力を強め、イギリスに続く離脱国が相次ぎ、EUが解体に向かう」といったものがあり、これに加えて「イタリアを中心とする金融機関の不良債権問題」といった、最近では特段懸念の対象ではなくなったが、先送りして解決していなかった問題が再び浮上しつつある。

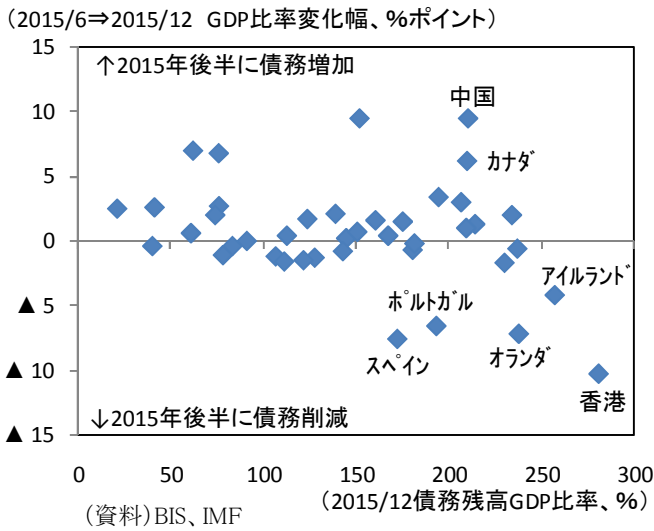
「特段懸念の対象ではなくなったが解決もしていなかった問題」は他にもある。すなわち、昨年8月と今年1～2月に国際金融市場の緊張が高まる要因となった、中国をはじめとする新興国経済の下振れと、原油価格低下で産油国が抱える問題が拡大するリスクのことである。

[半年前の当レポート](#)では、今年初めに国際金融市場の緊張が高まった要因として①中国景気減速の影響に対する懸念、②産油国に関する懸念の高まり、③政治・地政学的リスクの高まり、④米国FRBによる速すぎる利上げに対する懸念—という複数の要因が相互作用したことを挙げた。

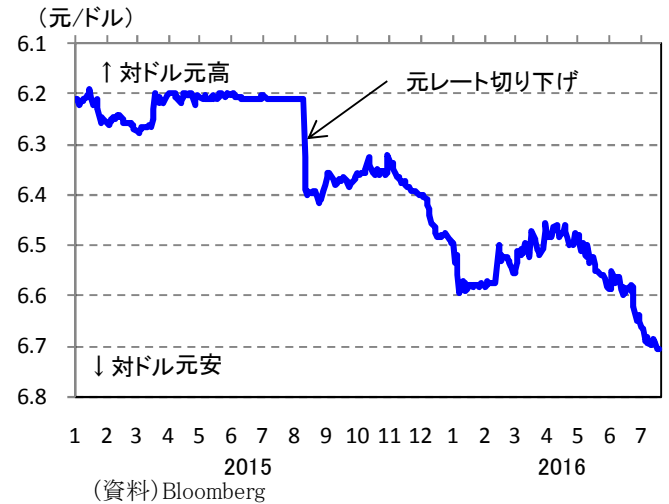
このうち①の中国経済について、2016年4-6月期の経済成長率は前年同期比+6.7%と、1-3

月期と同率を維持し、経済減速に歯止めがかかった形になっている。しかし GDP 比で見ても高い中国の企業・家計部門債務水準は半年前から更に増えている上に、昨年8月の国際金融市場の混乱のきっかけになった元レートは、対ドルで大幅に下がっている(図表5, 6)。本来調整が必要な民間部門の債務がまだ膨張していることは、必要な対応が先送りされており、債務調整による景気下振れリスクが残っており、むしろ調整局面を迎えた時のマイナスインパクトは以前よりも拡大していることを意味し、元レートの引き下げは周辺新興国への悪影響を拡大させる。中国をはじめとする新興国が抱えるリスクは、なお解消していない。

**図表5 2015年末の民間部門負債 GDP(横軸)と過去半年の変化(縦軸)**

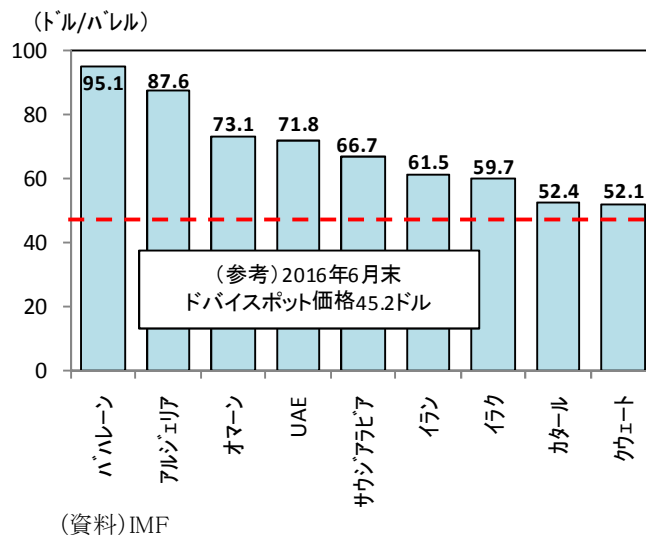


**図表6 元の対ドルレート推移**



②の資源国のリスクについて、原油価格は下げ止まったとはいえ複数の中東産油国の財政均衡価格をなお下回っているため、産油国のクレジットの悪化も続く(図表7)。そして③の中東を中心とする政治面での不安定要因や地政学的リスクは、米国やフランスでテロと見られる事件が発生したことで、新興国と資源国中心だった状態から先進国にも拡大し、悪化しているとするのが妥当だろう。昨年から今年はじめにかけて、国際金融市場の緊張を招いた要因が残っているところに、欧州で追加的な不確実性が重なったのが現状である。国際金融市場で緊張が高まってボラティリティが拡大する局面は、この先も不定期に訪れると見る。

**図表7 主要産油国の財政均衡原油価格**



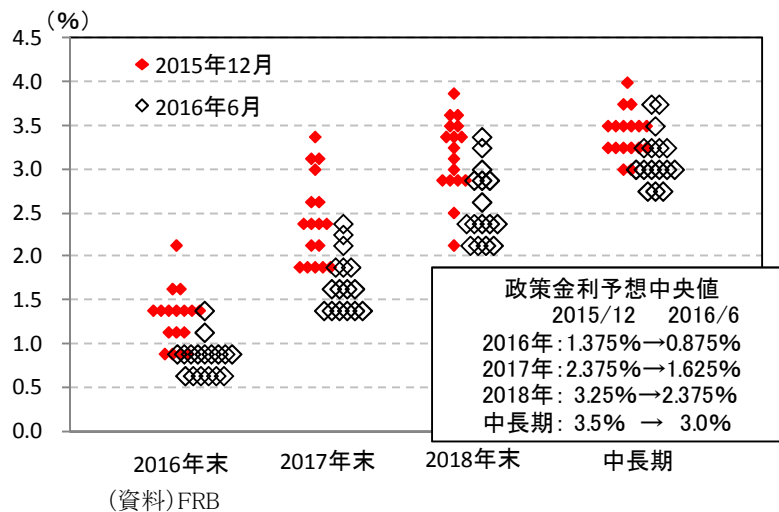
#### 4. 米国金融政策正常化の停滞が、米ドル・円資産の価格高騰リスクを高める

先行きの不確実性が高まったことで景気が下振れしやすくなり、国際金融市場のボラティリティも拡大すると、各国の金融政策は必然的に緩和を余儀なくされる。

イングランド銀行は2016年8月の金融政策理事会での利下げは見送ったが、その理由の一つに適正な緩和の規模を見極めることを挙げ、次回8月に何らかの緩和策を取ることを事実上予告した。

米国FRBの利上げについては、2015年末までは連邦公開市場委員会(FOMC)参加者の政策金利予想中心値は「年4回の利上げ」であったが、2016年に入ってから2度のFOMCで利上げ予想ペースを下方修正した(図表8)。米国の雇用・賃金情勢は堅調な回復ペースを維持しているが、この先も国際金融市場の緊張が高まる局面があることを前提とすると、次の利上げは2017年以降にずれ込むだろう。その後の利上げ予想ペースも年間1～2回に留まり、長期金利も上がりにくくなると予想している。この見方に沿えば、先に挙げた④米国FRBによる速すぎる利上げに対する懸念は後退した一方で、米国金利の更なる低下が株や不動産など資産価格高騰を招きやすくなる。欧州における不確実性の高まりで、ポンド・ユーロ建て資産への投資を忌避して、米ドルに向かう資金が増えることも、米国での資産価格高騰を加速させる要因となり得る。ポンド・ユーロ建て資産からの資金逃避が拡大すれば、円建て資産の一部でも同じことが生じる可能性がある。

図表8 FOMC参加者の政策金利予想変化



#### 5. リーマン・ショックの再来はなくとも、別経路の危機には要注意

今回の国民投票結果の影響でリーマン・ショックと同様の事態を懸念する向きもあるが、リーマン・ショックは、世界中の銀行がリスクの所在を把握できない状態で多額の不良債権を抱える中、ある金融機関の破綻が国境を跨いで他国の金融機関の破綻につながるという「負の連鎖」に対する恐怖が大規模な信用収縮を招き、実体経済にも波及したものであった。それに対して現在は、金融機関のリスクテイクがかなり規制されている上に、欧州債務問題の拡大などを経て、主要先進国の中央銀行が資金を供給し合う通貨スワップ協定や、ユーロ圏では欧州中央銀行が一定の条件付きでユーロ加盟国の国債を無制限に買い入れる制度(OMT)といったセーフティネットも設け

られているため、リーマン・ショックと同じメカニズムで世界的な経済危機につながる懸念は、当時と比べると低下している。

しかし、中央銀行の管理下になく、セーフティネットの対象外であるシャドウ・バンキング部門が依然としてある程度の存在感を維持しているため、この点は要注意点として残る。例えば、ファンドの解約返金要請が増えると、ファンド保有資産の投げ売りが行われて資産価格が下がることは考えられる。7月上旬から始まったイギリスでの不動産関連ファンド解約停止はこの典型的な例である。解約停止自体は過度な価格下落を防ぐ手段であるが、停止期間が長期化すると、ファンドとは無関係の不動産価格が下がり、あるいは他の種類の資産でも同様の事態が発生して広範な資産価格下落が生じ、銀行の資産を毀損して経営状態を危機に晒すというリスクシナリオも考えられる。言い換えれば、この先リーマン・ショックと同じことは起きないとしても、異なる原因と波及経路で悪影響が波及していくリスクは、この先も残るということである。

以上まとめると、今回の国民投票結果が示唆するのは、①「EUとイギリスの関係がどう変化してどのような影響が出るのか」がわからない不確実性の高い状況が長期化する、②それとともに国際金融市場は振れが拡大する局面を度々迎える、③金融政策の正常化は一旦停滞し、それが金融面での歪みを拡大させる、④リーマン・ショックの再来はないとしても、別経路で悪影響が拡散するリスクは残っている—と言ったことになる。

冒頭で述べた通り、イギリスの政治情勢やEUとの交渉などによって状況は大きく変わり得るが、概ねこうした問題意識を持って、Brexit問題の帰趨を見ていくというのが当部のスタンスである。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada\_Hiroshi2@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。