

Weekly
エコノミスト・
レター

英国のEU離脱の影響

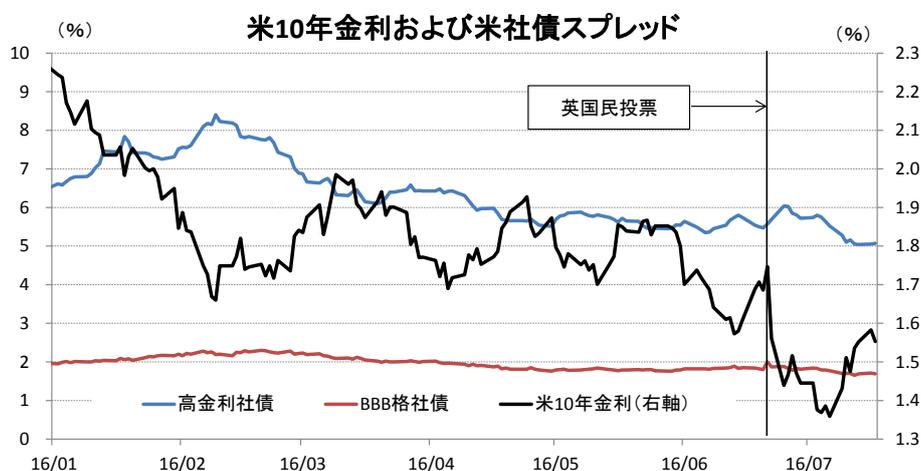
— 米实体经济への影響は限定的とみられるも、
現状では未だ不透明な部分が多い

経済研究部 主任研究員 窪谷 浩

(03)3512-1824 kubotani@nli-research.co.jp

1. 6月のFOMC会合では追加利上げが見送られた。同会合では5月雇用統計の予想外の悪化を受けて労働市場の回復持続性に懸念が示されたほか、米経済のリスク要因として英国がEUから離脱するBREXITが挙げられていた。
2. 6月下旬に実施された英国国民投票でEU離脱派が過半数を獲得したことから、BREXITリスクが顕在化した。英国ではメイ首相が選出され、政治的な混乱状態から脱しつつあるものの、今後の離脱手続きも含めEU離脱に向けた不透明感は強い。
3. 米国と英国の経済関係をみると、貿易面では米国の対英輸出がGDP比1%未満と米経済への影響は限定的とみられる。一方、対英直接投資、米企業の英国進出状況、米銀の英国向け与信残高などは、米金融業界と英国との強い関係を示している。このため、金融センターとしての英国の地位が低下することによって、米金融業界は戦略見直しなどを迫られる可能性が高い。
4. 資本市場は、英国国民投票の結果を受けて一時的に不安定化したものの、足元では安定する動きがみられている。また、長期金利の低下は米経済にプラスの効果が期待できる。
5. 米経済は4-6月期のGDP成長率が前期から加速することが見込まれており、景気回復期待が醸成されていたが、水を差される可能性がでてきた。現状では米経済への影響は限定的とみられるものの、非常に不透明な部分が多い。このため、FRBは慎重な金融政策運営を行わざるを得ず、追加利上げは12月まで見送られよう。

(図表1)



(注) 社債スプレッドは10年国債金利との金利格差
(資料) ブルームバーグよりニッセイ基礎研究所作成

1. はじめに

EU離脱を問う英国国民投票の前に行われた6月FOMC会合では、政策金利の据え置きが決定された。同会合では、5月雇用統計の予想外の悪化を受けて労働市場の回復持続性について検討されたほか、英国がEUから離脱するBREXITが米経済のリスク要因として議論された。

6月下旬の英国国民投票では、事前の予想に反しEU離脱支持が残留支持を120万票以上上回り、52%と過半数を獲得した。このため、リスク要因であったBREXITが現実化する可能性が非常に高くなった。金融市場は国民投票の結果を受けて株式市場が世界的に急落するなど不安的な動きとなった。

英国ではキャメロン首相が辞任するなど、政治が混乱していたが、当初予定より早いタイミングでメイ氏が新首相に就任したため、政治的な混乱状態から脱しつつある。もっとも、EU離脱に向けた手続きの開始時期さえ決まっておらず、EU離脱に伴う英国経済や世界経済への影響については、現段階では非常に不透明な状況となっている。

本稿では、米国経済への影響をみる上で直接的な影響として貿易面や、直接投資、米企業進出状況、米銀の与信残高の状況などについて英国との関係を確認する。さらに、間接的な影響として資本市場の状況についても確認する。

現段階では非常に不透明な部分が多いものの、結論から言えば、直接的な影響については米金融業界では戦略の見直し等が必要になるものの、貿易面などを通じた米実体経済への影響は限定的とみられることである。さらに、間接的な影響についても、足元は株式市場が安定する中で長期金利が低下しており、金利低下が米経済を下支えする効果が期待できる状況である。もっとも、当面EU離脱を巡る不透明感が持続するため、米経済への影響を今後も見極める必要があり、FRBは慎重な金融政策運営を行うことが予想される。このため、追加利上げは12月まで先送りすることが見込まれる

2. 米国と英国経済の経済関係

(1) 財・サービス収支：英国向け財・サービス輸出額はGDP比1%未満と限定的

米国から英国向けの財・サービス輸出は15年通年で1,235億ドルと第4位の金額である(図表2)。輸出額を経済規模(名目GDP)と比較すると、GDPの0.7%程度に留まっており経済規模と比べた金額は大きくない。このため、英国向け輸出は、今後予想される英経済の落ち込みや英ポンド安の影響を受けるとみられるものの、輸出減少による米経済への影響は限定的とみられる。

(図表2)

米国からの財・サービス輸出(2015年)

国名	輸出(億ドル)					
	財・サービス		財		サービス	
	金額	ランク	金額	ランク	金額	ランク
カナダ	3,378	1	2,813	1	564	2
メキシコ	2,673	2	2,358	2	315	5
中国	1,651	3	1,167	3	484	3
英国	1,235	4	565	5	669	1
日本	1,083	5	640	4	443	4
EU	5,007	-	2,739	-	2,268	-
輸出合計	22,612	-	15,103	-	7,509	-

(出所)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表3)

主要品目別輸出額(2015年)

主要品目	金額(億ドル)	
	金額	シェア(%)
資本財(除く自動車)	207	16.8
金融サービス	143	11.6
旅行サービス	129	10.4
消費財(除く自動車、食品)	124	10.0
その他ビジネスサービス	122	9.9
その他	509	41.2
合計	1,235	100.0

一方、財・サービス輸出を仔細にみると、財輸出は565億ドルと第5位であり、上位3カ国と比べ金額が小額に留まる一方、サービス輸出は669億ドルと第1位となっているほか、金額で財輸出を上回っているなど、他の上位輸出国に比べサービス輸出の比重が大きくなっているところに特徴がある。さらに、英国向け財・サービス輸出を主要な品目別にみると、自動車を除く資本財の金額がもっとも多くなっているが、金融サービスも143億ドルと輸出全体の11.6%を占め上位に入っている。他の輸出上位国では、金融サービスが品目別の上位5位に入っておらず、英国向け輸出における金融サービスの重要性が際立っている（図表3）。

ちなみに、BREXITによって大きく影響を受けることが予想されるEU向けの財・サービス輸出額は5,007億ドル（GDP比2.8%）となっており、米経済規模と比べてこちらも限定的である。

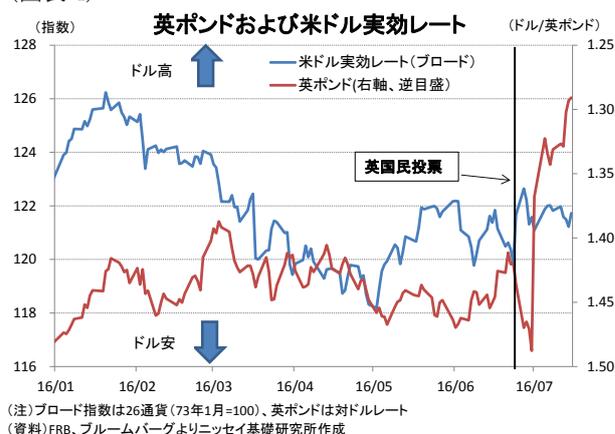
一方、欧州以外も含め米国からの輸出は、米ドルレートや世界経済の動向に影響される。米ドルは、英国民投票の結果を受けて、対英ポンドでは国民投票前の水準から足元（7月15日）まで10%超の大幅なドル高水準となっている（図表4）。しかし、より広範な通貨に対する動きを示す米ドル実効レートは、国民投票前に比べてドル高となっているものの、年初からはドル安水準に留まっており、顕著なドル高となっていない。

さらに、BREXITの世界経済への影響については、不確定な要素が大きく未だ評価が困難であるものの、7月19日に公表されたIMFの世界経済見通しによれば、BREXITの影響を考慮

し、16年、17年ともに世界経済の成長率は下方修正されたものの、修正幅はいずれも0.1%と小幅な修正に留まっており、成長率低下による米輸出への影響は限定的だろう。

参考までに英国から米国への財・サービス輸入額をみると、1,115億ドルと第6位となっている（図表5）。輸入についても、財輸入で上位国と金額の開きがある一方、サービス輸入が第1位となっており、輸出と同様の傾向がみられる。主要品目別輸入額では、金融サービスが輸入の8.3%のシェアを占めている（図表6）。

（図表4）



（図表5）

米国への財・サービス輸入（2015年）

国名	輸入(億ドル)					
	財・サービス		財		サービス	
	金額	ランク	金額	ランク	金額	ランク
カナダ	3,316	2	3,027	3	290	4
メキシコ	3,253	3	3,033	2	219	6
中国	4,992	1	4,841	1	151	8
英国	1,115	6	586	7	529	1
日本	1,637	4	1,343	4	294	3
EU	6,037	-	4,309	-	1,728	-
輸入合計	27,615	-	22,729	-	4,887	-

（出所）BEAよりニッセイ基礎研究所作成

（図表6）

主要品目別輸入額（2015年）

主要品目	金額(億ドル)	
	金額(億ドル)	シェア(%)
消費財(除く自動車、食品)	154	13.8
資本財(除く自動車)	152	13.6
その他ビジネスサービス	138	12.4
工業資材・原材料	108	9.7
金融サービス	92	8.3
その他	470	42.2
合計	1,115	100.0

（出所）BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(2) 直接投資、米多国籍企業進出状況

(直接投資)：英国向け投資は金融、持株会社の比重が高い

米国から英国への対外直接投資額（14年）は、5,879億ドルとオランダに次ぐ第2位となっており、対外直接投資額全体の11.9%を占めている（図表7）。業種別には金融業が28.9%と高くなっているほか、持株会社（銀行以外）が42.2%と最も高いシェアとなっている。持株会社は英国以外の国に投資するための基金などが主なものとなっており、英国の法人税率が米国に比べて低いことや、税優遇策により、米国の高い法人税率を回避する所謂タックス・インバージョンの動きと考えられる。実際、持株会社残高の推移をみると、英国が00年代半ばの30%から15年の20%に段階的に法人税率を引き下げたことや、09年に外国子会社配当免税制度を導入した動きと符号するように残高やシェアが増加していることが分かる（図表8）

(図表7)

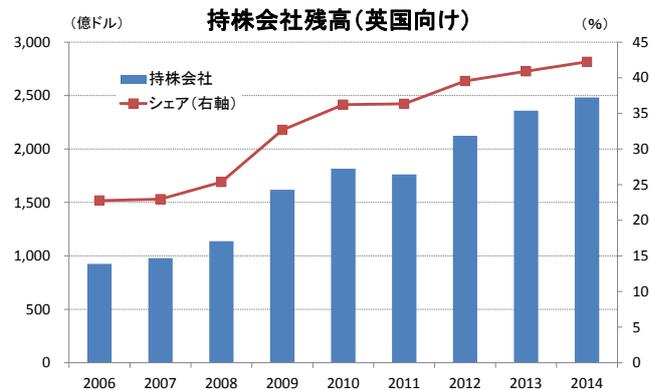
対外直接投資残高(米国→英国)

業種	金額(億ドル)	シェア(%)
鉱業	97	1.7
製造業	484	8.2
卸売業	183	3.1
情報・通信業	274	4.7
金融業	1,698	28.9
うち預金取扱機関	174	3.0
専門、科学技術サービス業	219	3.7
持株会社(銀行以外)	2,483	42.2
その他	440	7.5
英国向け合計	5,879	100.0
対外直接投資合計	49,207	11.9
(参考)EU向け	27,817	56.5

(注)2014年、取得原価ベース

(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(図表8)



(注)英国向け直接投資のうち、持株会社残高の推移。シェアは英国向け直接投資額に占める割合。
(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

持株会社の動向は、英国の税制や米国のタックス・インバージョン抑止策の影響を受けるため、英国のEU離脱による直接的な影響は受け難いとみられる。英国ではオズボーン前財務相が法人税率の一段の引き下げを示唆したこともあり、英国の税優遇先は今後も継続されるとみられる。

一方、直接投資のうち、金融業に対する投資についてはEU離脱に伴い英国の金融センターとしての地位が低下が見込まれるため、新規投資が抑制されるとみられるほか、投資残高が減少する可能性をみておく必要があるだろう。

ちなみに、英国から米国に対する対内直接投資をみると、4,485億ドルと第1位となっており、対内直接投資額全体の15.5%を占めている（図表9）。業種別には製造業が37.3%と最も高いシェアとなっており、金融業が25.3%とそれに続いている。製造業では、化学のシェアが13.4%と高くなっている。EU離脱に伴う英国企業の業績悪化などから米国向け直接投資方針が変更される可能性は否定できないが、英国企業要因による変更の可能性は低いだろう。

(図表9)

対内直接投資(英国→米国)

業種	金額(億ドル)	シェア(%)
製造業	1,671	37.3
卸売業	305	6.8
小売業	41	0.9
情報・通信業	226	5.0
金融業	1,136	25.3
うち預金取扱機関	597	13.3
不動産業	46	1.0
専門、科学技術サービス業	125	2.8
その他	936	20.9
合計	4,485	100.0
対外直接投資合計	29,011	15.5
(参考)EU向け	19,772	68.2

(注)対内、対外直接投資ともに2014年、取得原価ベース

(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(米多国籍企業進出状況)：資産ベースでは金融・保険業への集中が顕著

米国企業の英国進出状況(2013年)をみると、従業員数、売上高、当期利益などは、多国籍企業全体の1割程度に過ぎないのに対し、資産残高は2割強と他の項目に比べてシェアが大きいことが分かる(図表10)。これを業種毎にみると、米金融・保険業の資産残高シェアが英進出企業の7割弱を占めており、ここでも英国の金融センターとしての地位が重要な役割を担っているとみられる。BREXITによって英国の金融センターの役割がどのように変貌するのかは依然として不透明な状況であるが、報道など¹によれば米大手金融機関のJPモルガンが英国内の従業員1万6,000人のうち4分の1を欧州大陸に異動させる方針が既に示されているほか、他金融機関についても英国から他国へシフトする方針が示されており、米金融機関は英国戦略の見直しを迫られている。

(図表10)
米企業の英国進出状況(2013年)

業種	従業員数		資産残高		売上高		当期利益	
	(万人)	(%)	(億ドル)	(%)	(億ドル)	(%)	(億ドル)	(%)
鉱業	1	0.9	634	1.3	176	2.7	19	2.7
製造業	30	24.3	2,255	4.5	2,467	38.4	106	14.6
卸売業	7	5.5	593	1.2	1,061	16.5	29	4.0
小売業	28	22.9	516	1.0	627	9.7	14	2.0
情報・通信業	7	5.4	686	1.4	274	4.3	10	1.4
金融・保険業	11	9.1	34,069	68.4	1,041	16.2	158	21.9
専門・科学技術サービス業	11	9.3	575	1.2	358	5.6	35	4.8
その他	28	22.6	10,492	21.1	427	6.6	350	48.5
合計	123	100.0	49,819	100.0	6,431	100.0	723	100.0
米多国籍企業合計	1,238	10.0	227,344	21.9	59,953	10.7	10,615	6.8
(参考)EU進出企業	419	33.8	139,611	61.4	27,799	46.4	6,011	56.6

(注)米企業が株式の過半数を保有している企業
(資料)BEAよりニッセイ基礎研究所作成

(3) 米銀の対英国与信：与信残高シェアは第1位も、総資産に対する比率は低い

最後に米銀の英国向け与信残高(最終リスクベース²)をみると、15年末時点で4,239億ドルと世界の英国向け与信残高シェアの17.8%を占め第1位となっている(図表11)。もともと、米商業銀行の総資産(15,6兆ドル)に対する比率は2.7%程度に留まっており、米銀への影響は限定的である。

一方、米銀の融資先は、非銀行金融機関が英国向け与信残高全

(図表11)
英国居住者向け与信残高(国別残高)

	国名	与信残高 (億ドル)	シェア (%)	融資先内訳(億ドル)			
				銀行	公的	非銀行民間部門	
						うち非銀行 金融機関	
1	米国	4,239	17.8	459	895	2,885	2,031
2	スペイン	4,099	17.2	179	350	3,571	-
3	ドイツ	3,688	15.4	1,028	124	2,441	358
4	フランス	2,277	9.5	1,015	400	858	293
5	日本	1,860	7.8	346	494	1,020	315
6	スイス	1,769	7.4	474	498	706	379
	その他	5,942	24.9	1,285	1,176	3,432	839
	与信合計	23,874	100.0	4,785	3,936	14,913	4,216

(注)最終リスクベース、15年4Q残高
(資料)BISよりニッセイ基礎研究所作成

¹ <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2016-06-24/O99LWB6KLYR701>

² 与信の所在地ではなく、与信の最終的なリスクの所在を基準に集計されたベース。与信先が英国以外であったも、英国金融機関の信用保証が付されている場合には、英国向けとして集計。

体の5割弱を占めており、高くなっている。英国非銀行金融機関の海外からの融資額4,216億ドルのうち、米銀からの調達分が5割弱と、英金融機関にとって重要な資金調達先になっていることが分かる。

3. 資本市場の動向

(1) 株式市場：一時的に下落もその後は持ち直し

株式市場は、S & P 500 株価指数が英国国民投票の結果が判明する直前（6月23日）から、予想外の国民投票結果を受けて、6月27日には▲5%超の下落となり、年初の水準も一時的に割り込んだ。しかし、その後は持ち直し、直近（7月15日）では年初来7%超の上昇となっている（図表12）。足元株価指数は史上最高値圏まで上昇しており、国民投票後の混乱は限定的となっている。さらに、EU離脱の影響を顕著に受けるとみられる金融業種の株価指数も、国民投票結果後に8%弱の下落と、総合指数より落ち込み幅が大きくなったものの、こちらも持ち直しており、直近はほぼ年初の水準まで戻している。このため、金融業種の株価についても現状で大きな影響はみられない。

(図表 12)



(図表 13)



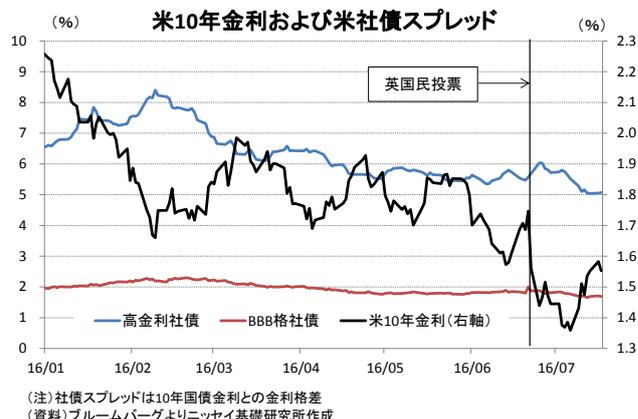
さらに、株式市場の変動性を基に算出され、投資家の先行き不透明感の高まりを示す恐怖指数（VIX指数）は、国民投票結果判明後に上昇し不安心理の高まりを示したものの、上昇幅は世界的に株価が下落した昨年夏を下回っており、これまでの株式市場の反応は落ち着いたものと言える（図表13）。

(2) 長期金利、社債市場：長期金利は低下、社債スプレッドも安定

債券市場は、米10年国債金利が国民投票の結果が判明する直前の1.7%台から、7月上旬にかけて1.3%台の史上最低水準に低下した（図表14）。長期金利はその後反発したものの、直近（7月15日）でも1.5%台までしか戻っておらず、依然として低水準に留まっている。

一方、米社債スプレッドをみると、16年2月に原油価格が30ドルを割れ、シェール関連企業の信用リスクが懸念される中で高金利社債スプレッドが拡大した局面とは異なり、足元では社債スプレッドに縮小する動きがみられるなど、信用リスク

(図表 14)



は高まっていない。このように、信用リスクが高まっていない中で長期金利は低下しており、金融環境は緩和していると判断でき、米経済の下支え効果が期待できる状況となっている。

もっとも、足元で資本市場は安定しているものの、BREXITに関して未だ不確定な要素が多く、資本市場の動向は依然予断を許さない。今後、英国や欧州の資本市場でリスクプレミアムの上昇などの金融ショックが発生した場合には、米経済への悪影響が懸念される。OECDは、ユーロ圏の経済危機に伴い11~12年にみられた金融環境の引締りを参考に、英国が19年にEUから離脱する前提で、金融ショックによる各国経済への影響を試算³した。これによれば、ポンド安も含めた英国の金融市場ショックにより、18年までに米国の成長率は▲0.19%押下げられるほか、スイスを含む欧州全体の金融市場ショックによって追加的に▲0.05%押下げられる結果、合計の押下げ幅は▲0.24%となることが示されている。これは、英国(▲1.35%)、アイルランド、オランダ(▲1.16%)、ドイツ、フランス(▲1.07%)などの欧州諸国より大幅に低いほか、日本(▲0.46%)と比べても限定的な水準に留まっている。

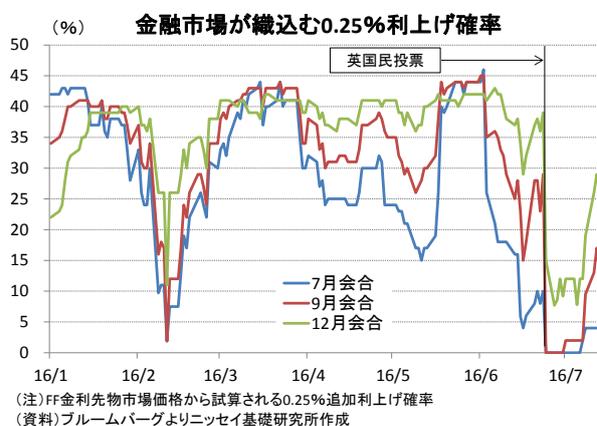
4. 今後の金融政策に対するインプリケーション

米経済は、足元で個人消費の回復が続いており、今月末発表予定の4-6月期実質GDP成長率(前期比年率)は、前期(+1.1%)から加速することが確実である。さらに、6月FOMC会合で懸念されていた労働市場の悪化懸念も、6月雇用統計の結果が大幅な雇用拡大を示す内容であったことから、一旦後退しており、米経済は内需主導の底堅い景気回復が持続していると考えられる。このような状況を反映し、金融市場が織込む追加利上げ確率は、国民投票後に急落したものの、足元(7月15日)では9月会合が2割程度、12月会合では4割弱まで回復してきた(図表15)。

英国のEU離脱に伴う米実体経済への影響については、景気の下振れ要因であるものの、現段階では貿易面などの直接的な影響、資本市場を通じた間接的な影響双方ともに限定的とみられる。

もっとも、BREXITについては未だ具体的なスケジュールや手続きが決まっておらず、BREXITが、英国や世界経済に与える影響については不透明感が強い。このため、FRBは当面、国内経済の強い経済指標がでたととしても、BREXITリスクを見極めるために、慎重な金融政策を継続するとみられる。当研究所は、国民投票前の時点で追加利上げ時期を9月と予想していたが、FRBの慎重な金融政策運営を反映し12月に変更した。

(図表15)



³ OECD Economic Outlook (June 2016) p.31 Box 1.1. Financial shocks from Brexit