

Weekly エコノミスト・ レター

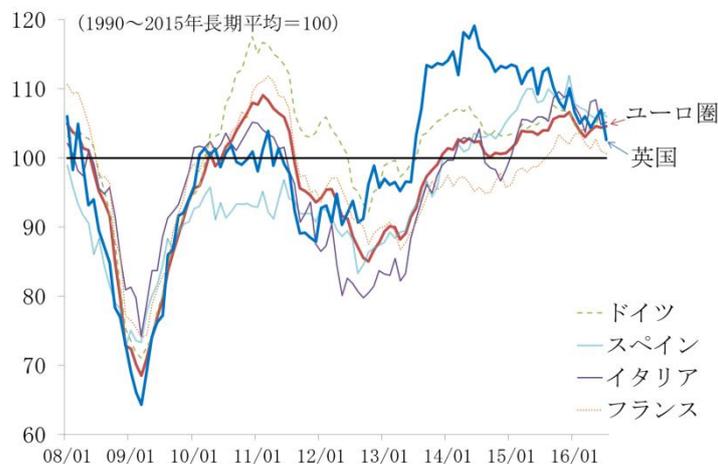
英国のEU離脱選択の衝撃

～難航が予想されるEUとの交渉。離脱ドミノのリスク、経済への影響は？

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. 英国では、国民投票直後の離脱手続きを担うリーダーの不在は解消されたが、離脱手続きのスケジュールや離脱後の英国とEUの関係については今も不透明だ。最終的には離脱後の英国とEUは市場の一体性を保つ方向に落ち着く可能性が最も高いと考えているが、交渉の長期化は必至の情勢だ。現時点で、英国がEUを離脱しない確率を高く見ることとはできないが、数年先に民意を問い直す可能性も排除はできないと思っている。
2. 国民投票での離脱選択ショックにも関わらず、市場が秩序を保った背景として、英国の中央銀行・イングランド銀行（BOE）が果たした役割は大きい。英国は、世界金融危機で深刻なダメージを負った反省から、金融監督体制の大改革を行い、BOEの権限は強化、銀行監督の面でも重要な役割を担うようになってきている。金融政策の面では、8月4日の次回会合で新たな経済見通しを叩き台とする追加緩和を事実上予告している。
3. EUやユーロ圏への影響で最も心配されるのは、EU離脱国が相次ぐドミノ現象だ。反EU機運の高まりの背景には、経済が長期停滞の様相を強め、格差の是正、失業の解消が進まず、貧困人口が増大していることがある。英国よりも深く統合に組み込まれていた国々の離脱はハードルが高く、コストも大きい。ただちに離脱のドミノが起こることは考え難いがEUとEU加盟国は民意を重く受け止め、問題解決に取り組む必要がある。
4. 経済面での影響は中期的には英国とEUの関係次第。短期的にはユーロ圏への影響は今のところは軽微。金融システムの安定維持がユーロ圏が急失速を回避する条件だ。

明確に悪化した英国の景況感



(資料)欧州委員会経済財政総局「企業・消費者サーベイ」

（ 今も不透明な英国のEU離脱スケジュール、EUとの離脱後の関係の青写真 ）

6月23日の国民投票で英国の有権者が欧州連合（EU）からの離脱を選択してから1カ月余りが経過した。

国民投票直後、英国は、「離脱手続きを担うリーダーも、離脱手続きがどのような経緯を辿り、いつ実現するのか、離脱後のEUとの関係がどうなるのか。わからないことだらけ」という状態に陥った^(注1)。

（注1）国民投票直後の情勢については、研究員の日 2016-6-30「英国国民のEU離脱の選択から1週間—なお不透明なこれからの道のり」をご参照下さい。（<http://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=53289?site=nli>）

このうち、離脱手続きを担うリーダーの不在だけは、7月14日のメイ新政権の発足によって解消された。離脱担当大臣デヴィット・デイヴィス、外務大臣ボリス・ジョンソン、国際貿易担当大臣リアム・フォックスは、いずれも離脱派だ。

他方、離脱手続きのスケジュールや離脱後の英国とEUの関係については今も不透明だ。今の段階でスケジュールに関しては、離脱手続きの引き金となる英国から告知は「16年末まではない」ことぐらいしかわからない。EU条約50条では告知から2年間で英国はEUを離脱することになるが、首脳会議が全会一致すれば期限の延長も可能。離脱に関わる協議とEUとの新たな関係についての協議が並行して行なわれるのか、離脱後に協議するのかもはっきりしない。

（ 最終的に英国とEUの一体性を確保する形に落ち着くと見られるが、交渉は長期化が予想 ）

国民投票の段階から、離脱後の英国とEUの関係については、ノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタインというEU未加盟国がEUの単一市場に参加する枠組みである欧州経済領域（EEA）への参加、スイス、カナダ、トルコのような二国間協定の締結、特別な協定は締結せずWTOの無差別原則のルールに従う場合などの選択肢が想定されてきた。離脱と同時に新協定が発効しなければ、英国とEUの特別な関係は消失し、一時的にせよWTOのルールに従うといったことも想定される。国民投票前に英国財務省など各機関が公表した試算では、EEAのように市場の一体性が保たれるほど英国経済への悪影響は小さく、特別な関係が消失するWTOルールの場合、悪影響が最も大きくなるという結果だった^(注2)。

（注2）基礎研レポート 2016-5-18「近づく英国の国民投票—経済的コストへの警鐘が相次いでも落ちないEU離脱支持率」をご参照下さい。（http://www.nli-research.co.jp/files/topics/52928_ext_18_0.pdf?site=nli）

筆者は、今の段階で、英国とEUとの関係について3つのシナリオを想定している（図表1）。最も可能性が高いと考えているのはシナリオ1。これは、英国がEEAに参加する形はとらないとしても、財・サービス・ヒト・カネの4つの自由を原則として維持し、市場の一体性を保つ方向に落ち着くというシナリオだ。

ただ、そこに辿りつくまでには時間を要し、紆余曲折を辿ると見込まれる。シナリオ2で想定する特別な関係が消失する可能性が現実味を帯びるような局面もあるように感じる。離脱派はキャンペーン期間中にEUから財源や法規制など国家の主権に関わる領域でのコントロール権をEUからの取り戻そうと訴えた（図表2）。中でも有権者が離脱を選択する大きな要因となったのはEUからの移民に関する制限を掛ける権利の獲得だった。他方、EUは、英国の国民投票の結果が判明した翌週に開催した27カ国の首脳会議でも、単一市場のアクセスは「財・サービス、資本、ヒトの4つの自由」のすべてを受け入れる必要がある（図表3）という方針を確認している。双方と

もに緊密なパートナーシップを望んではいないものの、EU移民の取扱いに関わる隔たりは現時点では大きい。EU側としては、安易に英国に有利な条件を認めれば、他国の離脱を促すリスクがある。英国との交渉に厳しい姿勢で臨まざるを得ない、双方が譲歩の余地を見出すには、英国がEUを離脱する悪影響が明確になることが必要という面もある。交渉の長期化は必至の情勢だ。

なお、3つめに、EUを離脱しないシナリオを想定している。これは、EUとの協議の進捗状況、あるいは成果について、国民投票や総選挙で国民に信を問い、離脱が否決されるというシナリオだ。国民投票で離脱派は離脱のコストを過少に、ベネフィットを過大に訴えた。英国の国力をもってすれば、EUとの自由貿易協定と移民制限という譲歩を引き出すことは可能とも呼びかけた。国論を二分する国民投票で、地域間・階層間・年齢層の分断が浮き彫りになり、移民をターゲットとするヘイト・クライムの増加も社会問題となっている。すぐに民意を問うことは困難であり、現時点で、離脱しない確率を高く見ることはできない。しかし、EUを離脱するコストとベネフィットのバランスが、よりはっきり見えてくる数年先であれば、EUが英国のユーターンを認めるかなど不確実な要素はあるが、可能性は排除できないだろう。

図表1 想定される今後の3つのシナリオ

| シナリオ | EU 離脱 | EUとの関係 | 影響 |
|------|-------|-------------------------------|--|
| 1 | あり | 離脱と同時に大枠で「4つの自由」の原則を維持する協定が発効 | レベルの高い協定が締結され、短期で協議が決着すれば、内外経済への悪影響は小さい。しかし、他国の離脱を促すリスクを伴う |
| 2 | あり | 離脱後に協議 | 英国とEUの関係を維持するような「つなぎ協定」もなく、新協定の協議が長期化すれば、英国経済及び英国を欧州の中核拠点とする企業に影響が拡大 |
| 3 | なし | 国民投票前の関係 | 「離脱協定」、「EUとの新協定」について国民投票や総選挙で民意を問い、否決された場合。英国経済・雇用への悪影響が深刻化、あるいは、英国分裂リスクが高まり、且つ、EU改革がある程度進展した場合のシナリオ |

図表2 キャンペーン期間中の離脱派の主張

- WTOでの議決権回復などEUに譲渡した権利回復
- EUとの新たな自由貿易協定の締結
- EU市民に偏重した移民政策の合理化
- EUへの拠出金（1週間あたり3.5億ポンド）を英国の優先分野（研究開発・教育・国家医療制度（NHS））に投入
- EU法の優位の原則からの開放（議会の立法権限の回復）
- 戦略的にEUへの告知を遅らせ、事前協議を行なう

(資料)Vote Leave

図表3 27カ国EU首脳会議での確認事項

- 英国のEU条約50条の手続きに則った秩序ある離脱を望む
- 離脱までは英国にEUの条約上の義務と権利が適用される
- 離脱の「告知」は出来る限り早く行なわれることが望ましい。「告知」以前の非公式な協議は行なわない
- 英国とは将来も緊密なパートナーシップを望む。単一市場アクセスには「4つの自由」のすべてを受け入れる必要がある

(資料)16年6月29日非公式EU首脳会議声明文

（ 市場の安定維持にイングランド銀行が貢献 ）

国民投票直後の政治の混乱が比較的早く收拾すると同時に、市場の過度の緊張も一時的なものに留まった。市場が秩序を保った背景として、英国の中央銀行・イングランド銀行（BOE）が果

たした役割は大きい。

英国は、世界金融危機ではサブプライム問題に自国の住宅バブルの崩壊も加わって深刻なダメージを負った。その反省から、金融監督体制の大改革を行い、BOEの権限は強化され、銀行監督の面でも重要な役割を担うようになってきている。

国民投票の結果が判明した6月24日に、主要7カ国（G7）財務相・中央銀行総裁が、為替レートの変動や無秩序な動きを牽制、流動性供給の準備があるとの声明を発表した。BOEは、2500億ポンドの流動性供給と他の中銀との外貨スワップを通じた外貨供給の用意があることを表明した。リーマン・ショックのような事態に発展することを防ぐ意志を示す上で重要だった。

7月5日に半期に一度の「金融安定報告」の公表に合わせて17年3月に予定していた景気変動抑制的（カウンター・シクリカル）資本バッファ（CCB）の0.5%の引き上げの撤回を決めている。BOEは、2013年4月に新たに金融安定委員会（FPC）を設置、ストレス・テストを通じて銀行の健全性を定期的に点検、政策ツールとしてCCBを積極的に活用する方針を示してきた。

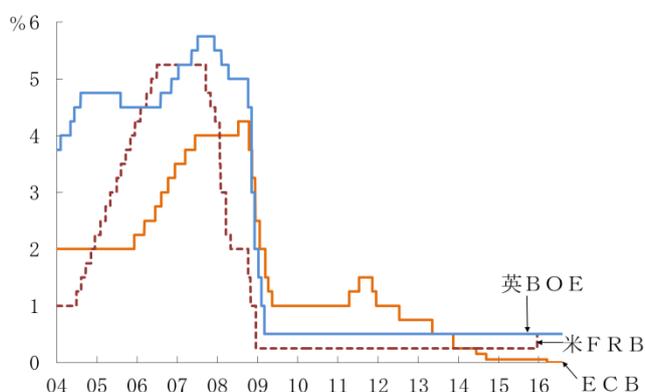
（ 8月4日MPCでは新たな経済見通しを叩き台に追加緩和を決定へ ）

金融政策を決める金融政策委員会（MPC）は7月14日の会合では追加緩和を見送ったものの、声明文に「殆どの委員は8月の金融緩和を予想している」との文言を挿入し、8月4日の次回MPCでの緩和を事実上予告した。

8月は四半期に1度の「インフレ報告」の見直し改定があり、カーニー総裁の会見も予定されている「スーパー・サズデー」にあたる。前回5月の「インフレ報告」では、実質GDPは、16年2.0%、17年2.3%、18年2.3%と16年はやや足踏みした後、17～18年に向け持ち直し、インフレ率は2年後には2%の目標に届くと予想していた。EU離脱という選択を織り込んで、どの程度の修正が行なわれるのか、どのような組み合わせで追加緩和を行なうのか注目される。

なお、BOEの金融政策は、これまでECBに比べて遥かに機動的に運営されてきた。世界金融危機後も大幅な利下げを実施、2009年3月から0.5%で据え置かれている（図表4）。資産買い入れによる量的緩和もECBよりも遥かに早い2009年3月に開始、その後6回にわたる買入れ枠の拡大の後、残高2012年11月以降、3750億ポンドで維持されている（図表5）。8月の追加緩和は、利下げのほか、量的緩和の再開、貸出促進のための枠組みの強化などが選択肢となる。

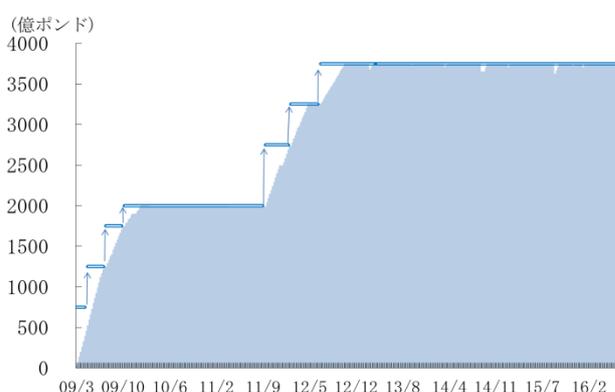
図表4 欧米英中銀の政策金利



（注）ECBは主要オペ金利（預金金利は14年6月以降マイナス）

（資料）ECB、BOE、FRB

図表5 BOEの資産買い入れプログラムの残高



（資料）イングランド銀行（BOE）

ユーロの導入などで統合により深く組み込まれている国にとってはEU離脱のハードルは高く、コストも大きい。通貨主権をECBに委譲した国の中央銀行には、BOEが果たしたような役割を期待することはできない。英国は、統合の深化に参加しない権利を確保してきた見返りに、大国でありながらEUで主導権を握ることができず、周辺化していた。しかし、原加盟国、とりわけフランスは制度設計にも影響力を発揮し、EUから大きな利益を得てきた。中東欧の加盟国の場合は、EU離脱による立地の不利化を補う競争力がないことがハードルになる。さらに、EU東側の域外国境隣接国の場合、安全保障の観点から欧州とのより深い統合を必要とする側面がある。英国が、離脱後もEUの単一市場へのアクセスを望んでいるように、欧州にとってEUは必要とされている。EUの制度構造は直ちに崩壊するほど脆弱ではない。

統合に一定の距離を置き、強い中央銀行を擁するイギリスですら、離脱の選択で大きな先行き不透明感に覆われていることは、各国の有権者により慎重な選択を促す要因になるだろう。

ただ、英国の不安定化が、他国を思いとどまらせる効果には多くを期待すべきではない。EU、そしてEU加盟国は、選挙や国民投票で示された民意を重く受け止め、問題解決に取り組む必要がある。どのような対応が必要かについては、別稿にて改めて論じることにした。

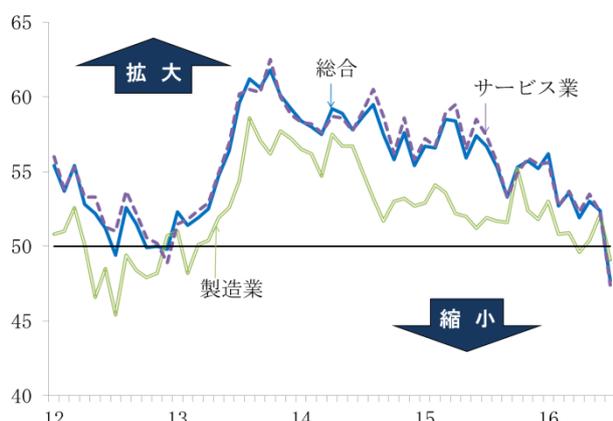
(経済面での影響は足もとでは英国に顕著、ユーロ圏にはマイルド。不安要素は銀行の脆弱性)

欧州経済の見通しに関しても、英国の国民投票の結果を受けた不確実性の高まりを受けた修正が必要になっている。ただ、中期的な影響は、英国とEUの関係次第という面がある。短期的な影響に関しても、国民投票の結果を反映したサーベイ調査が出始めたばかりの現段階では判断材料に乏しい。

欧州委員会が作成する景況感指数（表紙図表参照）や、実質GDPと連動性が高いとされる総合購買担当者指数（PMI）を見る限り（図表8、図表9）、英国経済にはブレーキがかかる兆候が現れているが、ユーロ圏には顕著な変化は見られない。

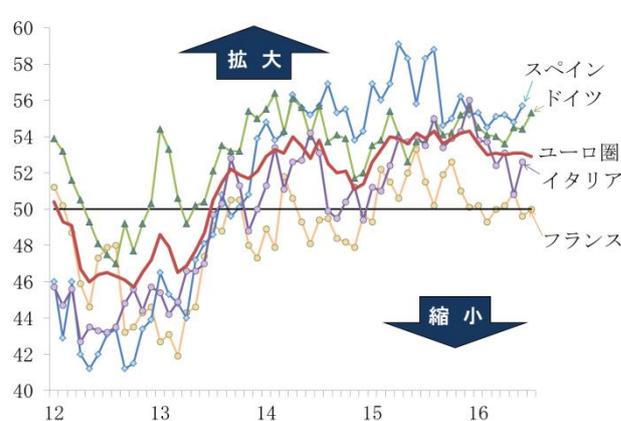
しかし、英国の国民投票の結果判明後、ユーロ圏の脆弱な銀行システムへの不安が改めて高まっている。金融システムの安定維持が、ユーロ圏経済が急失速を回避する条件だ。7月29日発表予定のEBAの銀行ストレス・テストの結果及びこれを受けた当局の対応に注目したい。

図表8 英国の総合PMI



(資料)Markit

図表9 ユーロ圏の総合PMI



(資料)Markit

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。