

第3節 英国のEU離脱問題：世界経済の新たなリスク

2016年6月23日、英国において同国のEU残留・離脱を問う国民投票が行われた。結果は、離脱支持が52%、残留支持が48%となり、英国はEUを離脱する方向となった。直後の金融市場は世界的な株価下落とポンドやユーロの下落を中心とした為替の変動に見舞われたが、その後落ち着きを取り戻した。ただし、現段階では、英国の離脱に向けた具体的な道筋や、離脱後の英国とEUの新たな経済関係は見えておらず、不確実性の高まりが英国経済及び世界経済に与える影響が懸念されている。

また、今回の英国での選択の背景にはグローバル化の進展に対する英国国民の不安の高まりがあると言われている。グローバル化のメリットを生かしながら成長してきた英国での出来事をきっかけに、国境を越えた自由な貿易・投資や人の移動などを通じて経済成長を追求するという世界経済の枠組みに対する懐疑的な見方が広がることが懸念される。本節では、英国での国民投票の結果が英国及び世界経済に与える影響について検討を行う。

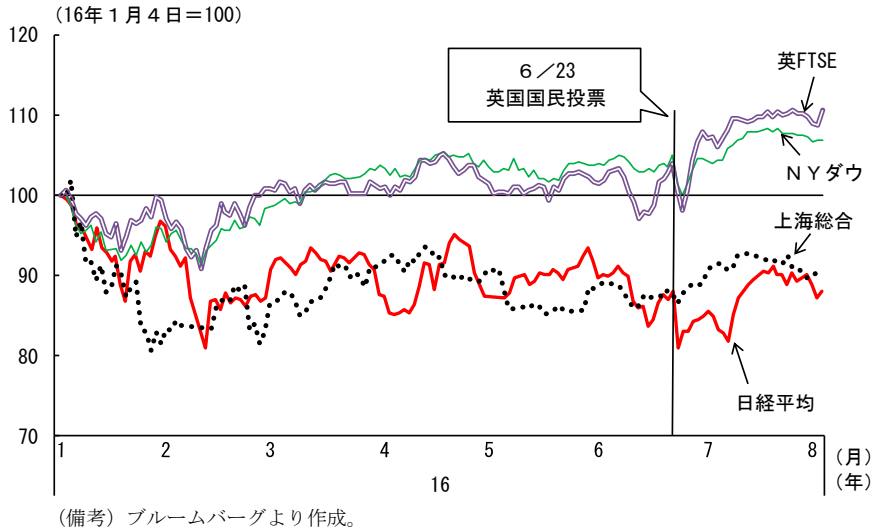
1. 国民投票での離脱の選択と不確実性の高まり

(1) 国民投票の結果を受けた国際金融市場の変動

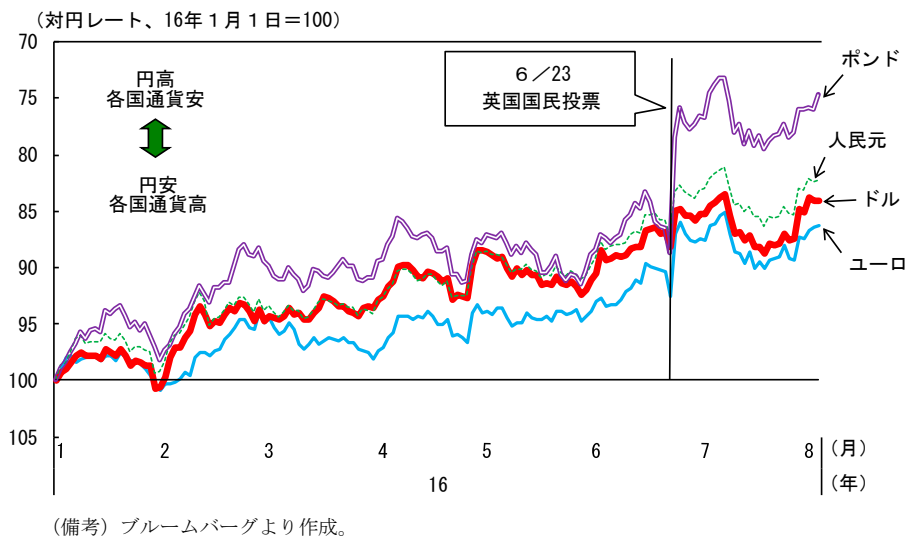
投票日直前及び投票日に行われたいくつかの世論調査の結果では残留支持が優勢となっていた。そのため、現地時間6月24日早朝（日本時間同日昼）にかけて行われた開票作業で離脱支持が大勢を占めることが明らかになるに従い¹、世界的にリスク回避の動きが急速に広がり、株価は世界的に下落、通貨はポンド、ユーロを中心に大幅に下落した（第2-3-1図、第2-3-2図）。

¹ 最終的な投票結果は残留16,141,241票（48.1%）、離脱17,410,742票（51.9%）、投票率72.2%。

第 2-3-1 図 株価の推移



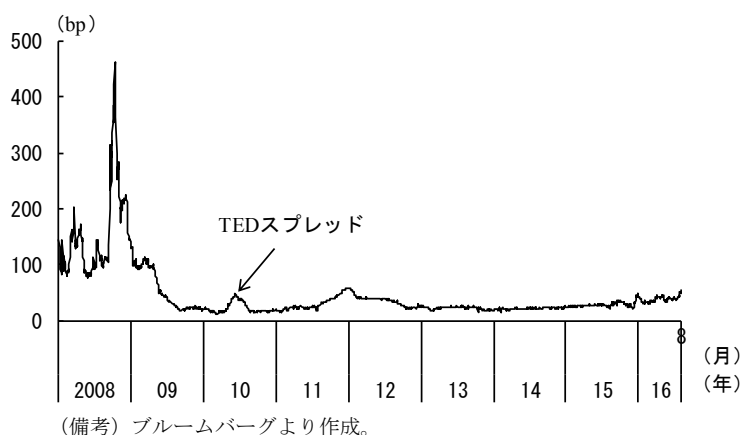
第 2-3-2 図 為替相場の推移



このような状況を受け、BOE（イングランド銀行）総裁、G7財務大臣・中央銀行総裁、ECB（欧州中央銀行）、FRB（連邦準備制度理事会）、日本の財務大臣・日本銀行総裁等が声明を発表するなど、各国政府等は直ちに協力体制を確認した。一方、英国のキャメロン首相は24日に辞意を表明、EU理事会に対する離脱の意思の通知を次期首相に委ねる方針を明らかにし、翌週開催されたEU首脳会議でその方針が受け入れられたことから、英国とEUの関係は当面現状が維持されることになった。

その後、国際金融市場は落ち着きを取り戻した。英国の株価（FTSE100 指数）は、ポンド安を受けた輸出関連株の上昇や、BOE のカーニー総裁による金融緩和を示唆する発言（6 月 30 日）等を受けて反発し、国民投票前の水準を回復した。また、金融市場の不安心理の高まりを反映するシカゴ・オプション取引所の VIX 指数は投票結果を受けて一時的に上昇したものの、その後低下した（前節第 2-1-4 図）。さらに、アメリカの銀行間取引金利とアメリカの短期国債金利の差を示す TED スプレッドも落ち着いた動きで推移するなど、世界金融危機等の過去の金融危機と比較すると、市場の変動はこれまでのところ小規模なものにとどまっている（第 2-3-3 図）。

第 2-3-3 図 TED スプレッドの推移：比較的落ち着いた動き



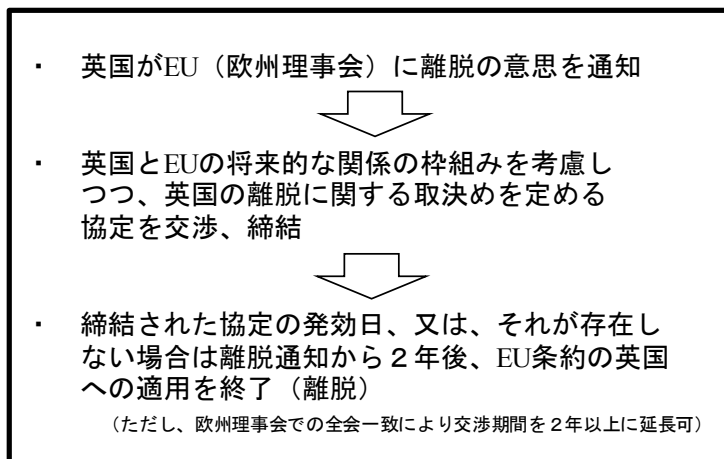
(2) 不確実性の高まりによる経済的影響

今回の英国国民投票立法（European Union Referendum Act 2015）には、その結果の取扱いに関する定めは設けられておらず、法的には単なる参考意見に過ぎないと解釈されている²。そのため、離脱の意思の通知に向けた英国の国内手続きや通知のタイミングは現時点では決まっていない。また、EU 条約によれば英国の EU 離脱は第 2-3-4 表のように進むことになるが、これまでに前例のないプロセスであり、不透明な部分も多い。このように、(1) 離脱の通知に向けた英国国内での手続きや EU 理事会への通知のタイミング、(2) 英国と EU の離脱交渉の動向（英国と EU の将来的な関係にどこまで踏み込むかを含む）、(3) 離脱後の英国と EU の経済関係、(4) 離脱後の英国と EU 以外の各国との経済関

² House of Commons (2015)、中村 (2016)。英国においては以下のとおり過去 2 回国民投票が実施されているが、いずれも現状維持の結果となったため、現状を変更するとの結論が出たのは今回が初めてのケースとなる。1 回目は、1975 年に当時の EC（欧州共同体）予算に対する英国の分担金に対する不満の高まりを背景に、「EC 残留の是非を問う」として英国憲政史上初めて実施され、結果は否決となった。なお、EC 加入手続時には国民投票は実施されておらず、1972 年に EC 加盟条約を締結後、「EC 加盟法（European Communities Act 1972）」を制定し、加盟している。2 回目は、2011 年に小選挙区制の下での議席配分のあり方について実施され、結果は否決となった。

係等、不確定要素は多岐にわたっている³。最初に、このような不確実性の高まりによる影響について検討を行う。

第 2-3-4 表 EU 条約に基づく英国の離脱手続（見込み）



（備考）欧州連合条約第 50 条（欧州連合からの脱退）（抜粋）

1. いかなる加盟国も、その憲法上の要件に従い連合からの脱退を決定することができる。
2. 脱退を決定した加盟国は、その意思を欧州首脳理事会に通知する。連合は、欧州首脳理事会が定める指針に照らして、その国と交渉を行い、その国と連合との将来的な関係の枠組みを考慮しつつ、その国の脱退に関する取決めに定める協定を締結する。この協定は、欧州連合運営条約第 218 条 3 に従って交渉される。この協定は、欧州議会の同意を得た後に、理事会により特別多数決によって締結される。
3. 両条約（欧州連合条約及び欧州連合運営条約）は、脱退協定が発効した日に、又は、それが存在しない場合には、欧州首脳理事国がその加盟国と合意したうえでこの期間の延長を全会一致により決定しない限り、上記 2. に定める通知から 2 年後に、その国への適用を終了する。
4. 上記 2. 及び 3. の適用上、脱退する加盟国を代表する欧州首脳理事会又は理事会の構成員は、これに関する欧州首脳理事会又は理事会の討議及び決定に参加しない。
5. 連合から脱退した国が再加入を求める場合は、その要請は、第 49 条に定める手続きに従う。

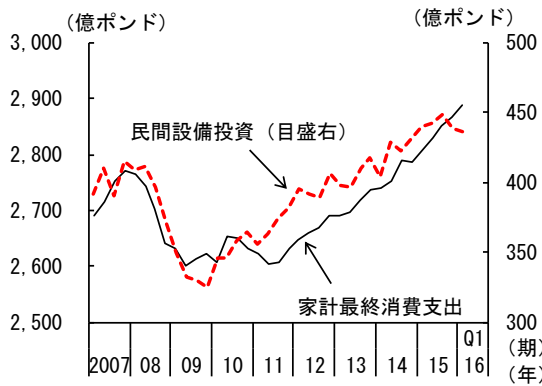
英国経済への影響に関しては、第一に、先行き不透明感の高まりにより、家計や企業の活動が慎重化する可能性がある。英国では、実質経済成長率（前期比）が 13 年 1～3 月期以降プラスで推移するなど、個人消費にけん引されながら景気回復が続いていた。失業率が 05 年以來の水準まで低下するなど、雇用・所得環境の改善も続いていたことから、国民投票前の段階では引き続き景気回復が続くと見込まれていた。ただし、設備投資は 15 年 10～12 月期以降 2 四半期連続で減少するなど、国民投票を控えて企業部門には慎重さがみられるようになっていた（第 2-3-5 図）。

³ 英国では、キャメロン首相の辞任表明を受け、与党保守党の党首選挙が行われ、テリーザ・メイ内務相が 7 月 13 日に首相に選出された。メイ首相は国民投票の結果を尊重し、EU 離脱担当相の任命等、離脱に向けた準備を開始する一方、EU 理事会への通知はすぐには行わない方針を表明した。こうした中、離脱通知を行うに際しての英国国会での議決の必要性の有無等について、英国国内で議論が行われている。加えて、スコットランドを始めとした英国国内の一部地域が独立し、EU 残留を目指す動きも起きている。

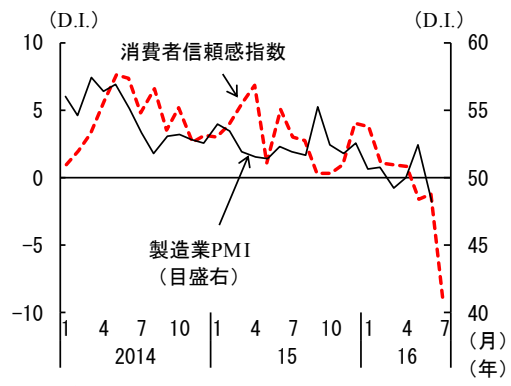
第 2-3-5 図 英国の景気指標：景気は回復

(1) 消費、設備投資

(2) 景況



(備考) 英国統計局より作成。



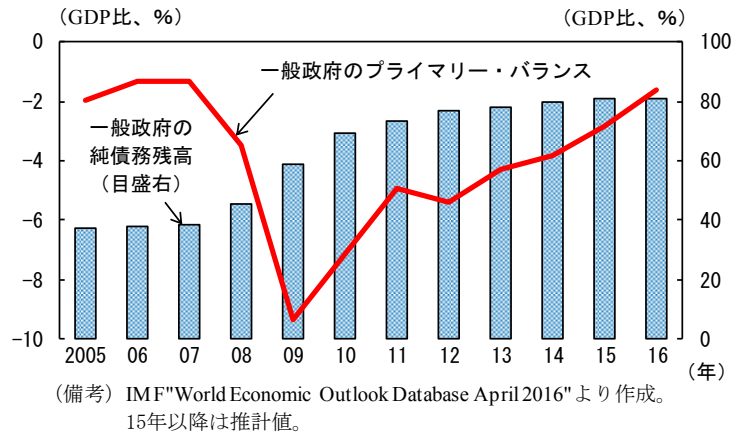
(備考) マークイット、欧州委員会より作成。

BOE は 8 月 4 日、国民投票後、企業を中心に景況感の悪化等がみられるとし、政策金利の引き下げや資産買入れ枠の拡大等を内容とする追加金融緩和策を発表した⁴。これまでの好調な経済状況と先行きの景気悪化懸念に直面し、BOE は難しい政策対応を迫られることになる (BOE の政策金利、マネタリーベースの推移は第 1-3-1 図参照)。例えば、ポンド安による輸入物価の上昇を通じ、想定を上回ってインフレが加速した場合は金融引き締めを強いられる可能性もある。財政政策によって景気を下支えする方法も考えられるが、英国の財政状況や⁵、今後 EU 離脱に向けて景気が減速した場合は税収が減少する可能性があることにかんがみれば、財政出動の余地は必ずしも大きくないとみられることもできる (第 2-3-6 図)。

⁴ 政策変更の内容は、(1)政策金利を 0.50%から 0.25%に引下げ (政策金利の引下げは、09 年 3 月以来 7 年 4 か月振り)、(2)国債買取枠を 3,750 億ポンドから 4,350 億ポンドに拡大、(3)国債に加え、社債 100 億ポンドを購入対象に指定等。併せて公表された英国の実質経済成長率見通しは 5 月公表時の見通しから大幅に下方修正された (17 年:2.3%→0.8%、18 年:2.3%→1.8%)。

⁵ 2015 年の英国の財政収支対 GDP 比は 4.4%の赤字、プライマリー・バランスの GDP 比は 2.8%の赤字、公的純債務残高の GDP 比は 80.6% (いずれも IMF 推計、一般政府ベース)。なお、今回の投票結果を受け、複数の民間格付機関が英国国債の格付を引下げた (第 2-3-7 図)。

第 2-3-6 図 英国のプライマリー・バランスと政府純債務残高（一般政府ベース）



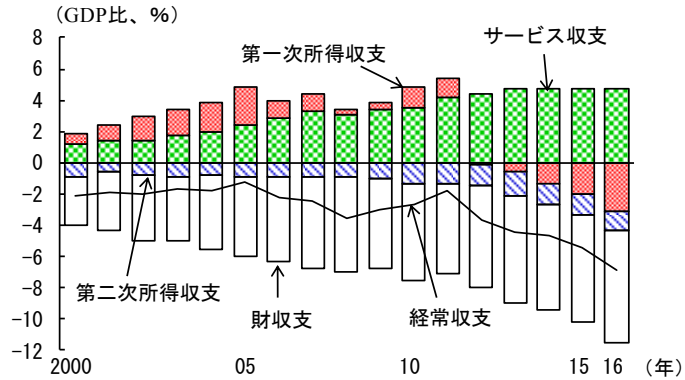
第 2-3-7 表 英国の国債格付

年	月日	ムーディーズ	S&P	フィッチ
1993	10/6		AAA	
95	10/26		↓	AAA
2001	11/30	Aaa	↓	↓
11	2/17	↓		
13	2/22	Aa1	↓	↓
	4/19	↓	↓	AA+
16	6/27	↓	AA	AA

(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. S&P、フィッチは自国通貨建長期債の格付け。
3. ムーディーズは自国通貨建発行体の格付け。

第二に、世界から英国への資金の流れが変化し、英国の実体経済に影響を及ぼす可能性がある。英国の経常収支赤字の GDP 比は G7 諸国の中で最も大きく、近年は 5% を超えている（第 2-3-8 図）。この赤字は他国からの短期・長期の資金の流入によりファイナンスされているが、英国経済の将来見通しが悪化することで、そのような資金が急速に減少する可能性がある。

第 2-3-8 図 英国の経常収支：赤字が拡大

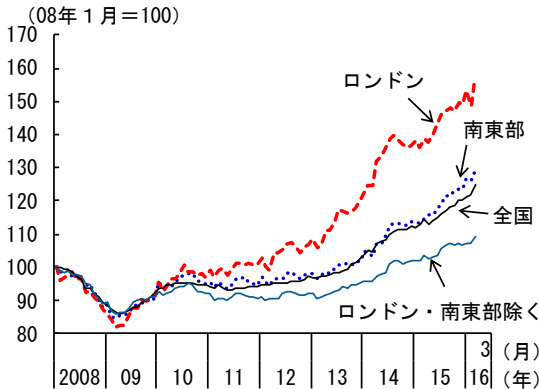


(備考) 1. 英国統計局より作成。
2. 16年は1～3月期の数値。

海外からの投資資金の一部は不動産市場に流入しており、ロンドンを中心とした不動産価格の上昇にも寄与してきたと考えられる(第2-3-9図)⁶。足下ではポンド安の機会をとらえた海外からの投資資金の流入と将来の価格低下を示唆する動きが入り混じった状況⁷がみられるが、今後成長見通しの悪化とともに海外からの投資が減少し、不動産価格の大幅な下落が起こった場合、金融システムや実体経済に影響が及ぶ可能性がある。

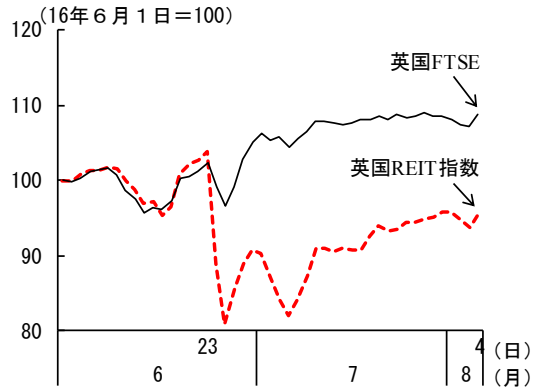
第 2-3-9 図 英国の住宅価格：国民投票以前は上昇

(1) 住宅価格指数



(備考) 英国統計局より作成。

(2) 英国 REIT 指数



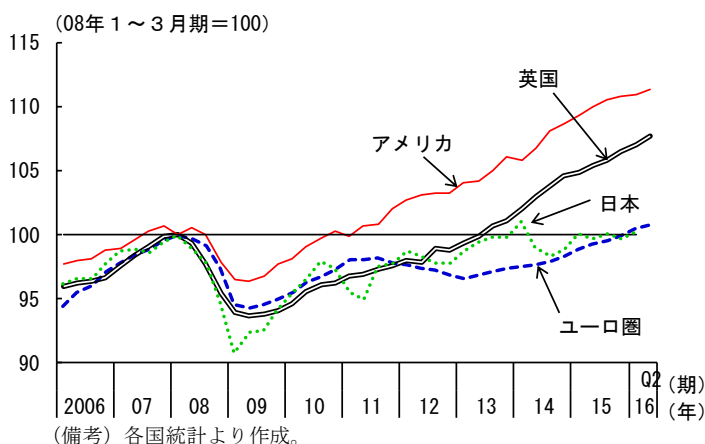
(備考) 1. ブルームバーグより作成。
2. REIT指数は、FTSE EPRA/NA REIT。

⁶ ロンドンの不動産市場への海外からの投資に関する公式のデータは存在しないものの、ある調査によれば、12～13年のロンドン中心部の住宅購入の28%（新築住宅購入の49%）は海外投資家によるものであった(Knight Frank (2013)、Greater London Authority (2015))。

⁷ 英国のREIT指数が国民投票後に急落した他、7月上旬には不動産ファンドの解約停止が相次いだ。また、英国王立チャータード・サバイヤーズ協会(RICS)は7月14日、3か月後の住宅価格は英国全域で下落するとの見通しを公表した。

英国の EU 離脱問題に伴う不確実性の高まりは、EU 経済全体にも影響を及ぼす可能性がある。ユーロ圏経済は実質経済成長率が 13 年第 2 四半期以降プラスで推移するなど、緩やかな回復を続けているものの、アメリカや英国と比較すると回復の勢いは弱い（第 2-3-10 図）。今回の英国での投票結果を受け、英国以外の EU 諸国においても企業や家計のマインド悪化の兆しがみられている。また、英国経済が減速した場合は、貿易・投資を通じて EU 経済全体にその影響が波及することにもなる（章末参考参照）。

第 2-3-10 図 日米欧の実質 GDP の推移：ユーロ圏は緩やかな回復

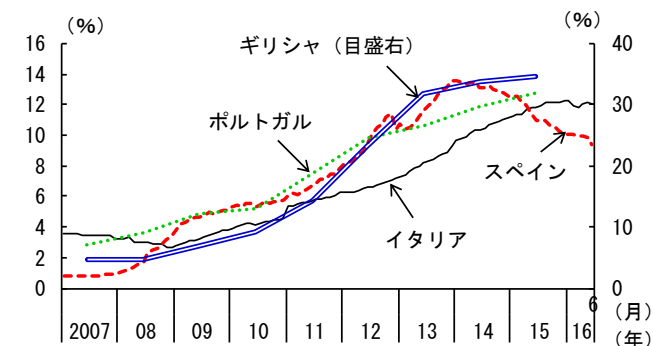


加えて、一部の EU 諸国においては、景気が減速することで金融機関の抱える脆弱性が顕在化する可能性があることに注意が必要である。16 年 2 月にはあるドイツの主要銀行の債券利払いが滞るとの不安から、欧州の金融市場が大きく変動する局面があった⁸。また、南欧諸国では銀行の不良債権処理が依然として進んでいない（第 2-3-11 図）。英国の国民投票後には、これらの銀行の株価の下落や CDS プレミアムの上昇がみられた⁹。

⁸ IMF が 6 月 30 日に公表したドイツの金融セクター安定評価レポートにおいては、グローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIBs) のうち、世界の金融システムへのシステミックなリスクの大きい銀行としてドイツの銀行が上位に挙げられた。

⁹ 欧州銀行監督機構 (EBA) は 7 月 29 日、欧州の主要 51 行を対象とするストレステストの結果を公表するとともに、「EU の銀行部門全体としては健全であるものの、個別行の結果には大きなばらつきがみられる」と評価した。

第2-3-11 図 南欧の銀行の不良債権比率：引き続き高水準



(備考) 1. イタリアについては、イタリア銀行より作成。月次値。
 2. スペインについては、トムソン・ロイターより作成。月次値。
 3. ギリシャ、ポルトガルについては、世界銀行より作成。年次値。

各国経済が下振れリスクに直面する中、EUの共通政策により各国に課されている各種の制約が認識されやすい状況が生まれている。金融システムに関しては、EUでは、16年1月より、加盟国政府が銀行再生・破たん処理を行う際には株主や債権保有者に損失の一部を負担させるルールを導入しており、このことが各国政府による不良債権処理を困難にしているとの指摘がある¹⁰。マクロ政策面では、ECBがマイナス金利政策や量的緩和政策等の非伝統的な金融政策を導入する中、マイナス金利が金融機関の収益を圧迫しているとの指摘もある。財政政策面では、財政安定化・成長協定によって各国の財政赤字や政府債務残高の数値的な上限が定められており、各国政府による政策対応に制約が課されている。スペインとポルトガルは欧州委員会によって財政基準違反を指摘された¹¹。また、EU域内の移民の増加に伴う摩擦は各国でみられており、EU域外からの難民受け入れ問題と合わせ、EU加盟各国は難しい対応を迫られている。

EUの共通政策は各国の政策に規律と信頼を与えるとともに、欧州統合という大きな目標に向けた歩みを進めるプロセスでもある。一方、共通政策と各国固有の事情に即した政策のバランスが崩れることにより、EU統合に対する懐疑論の高まりを通じて欧州経済が不安定化するリスクもある。英国のEU離脱に向けた議論が進む中、17年にかけてEU各国においても主要な政治イベントが予定されていることから、欧州全体の動向を注視していく必要がある（第2-3-12表）。

¹⁰ Bruegel (2016)

¹¹ 7月7日に欧州委員会がEU財務大臣理事会（ユーログループ）に対し、スペインとポルトガルの是正措置が不十分だとして、制裁手続きに入るよう勧告、7月12日のEU財務大臣会合で勧告が承認された。欧州委員会が7月27日に公表した最終勧告では、両国に課徴金を課すことは見送られたものの、新たな財政健全化策を10月15日までに提出することが求められた。

第 2-3-12 表 欧州における当面の政治イベント

年	月	日	政治日程
2016	9	18	ロシア下院選挙
	10	20~21	EU首脳会議
		月内	イタリア憲法改正の国民投票
	12	15~16	EU首脳会議
17	1	1	マルタがEU議長国
	3	15	オランダ総選挙実施期限
	4	23	フランス大統領選第1回投票
	5	7	フランス大統領選決選投票
	7	1	エストニアがEU議長国
	8	27	ドイツ総選挙（8/27~10/22の間に実施）

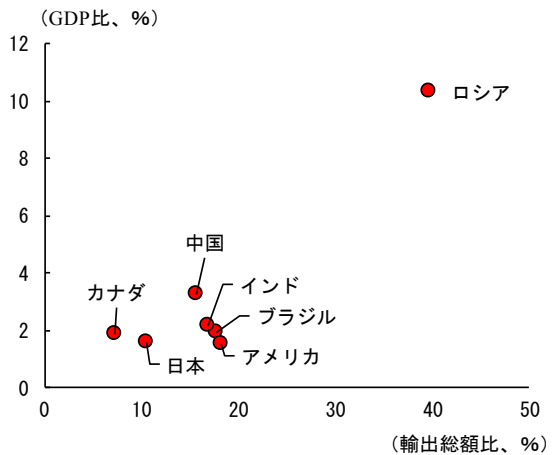
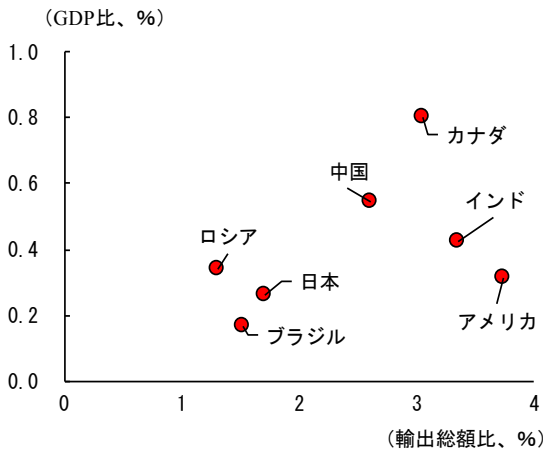
（備考）各種資料より作成。

さらに、英国を発端とする不確実性の高まりが世界経済全体に波及していく可能性も考えられる。世界の主要国の英国向け輸出比率（輸出総額比及び GDP 比）はそれほど大きくないことから、貿易を通じた直接的な影響は限定的であると考えられる（第 2-3-13 図）。しかしながら、世界経済に弱さがみられる中、金融資本市場の変動や不確実性の高まりが各国の景気を下押しする可能性には十分な注意が必要である。

第 2-3-13 図 各国の英国向け及び EU 向け輸出比率

(1) 英国向け輸出

(2) EU 向け輸出

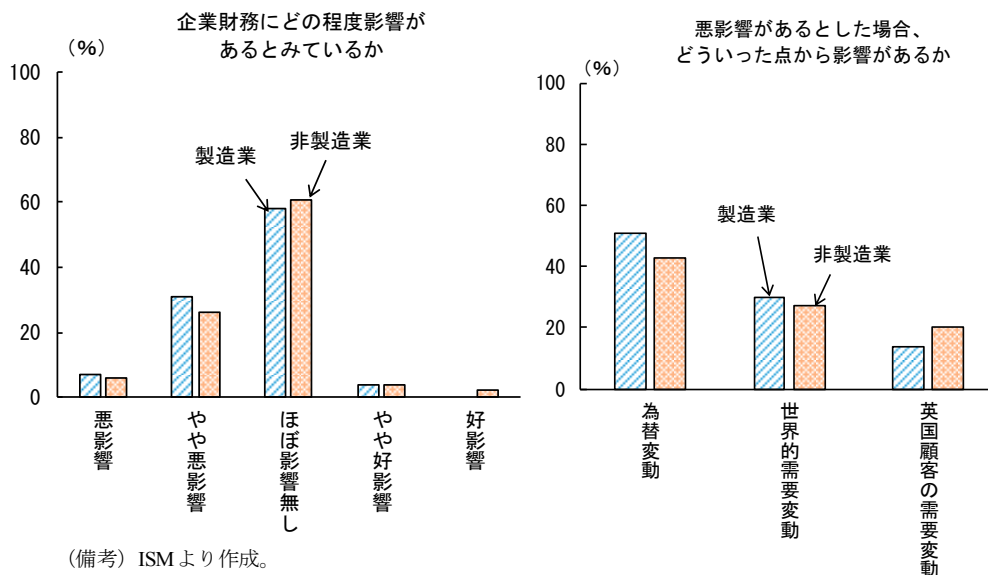


（備考）1. IMF"World Economic Outlook Database, April 2016"、ITC"International Trade Stats."より作成。
2. 2015年の暦年値。

主要国のうち、アメリカでは、ISM（サプライマネジメント協会）が英国国民投票の直後に実施した緊急調査において、英国の EU 離脱問題が 16 年後半の企業業績に与える影

響は限定的との見方が示されたものの、為替変動を通じた影響に対しては警戒感が示された（第2-3-14図）。

第2-3-14図 ISMによる緊急調査：アメリカ企業への影響は限定的との見方



日本経済に関しても、金融資本市場のリスク回避に伴う円高方向の動きが再び生じた場合、それが企業の収益や家計マインドに影響を与えることが懸念される。また、英国経済だけでなく世界経済全体が減速するような場合には、日本の輸出も押し下げられる可能性がある。加えて、英国に進出している日本企業への影響も懸念される。

EU 離脱問題に伴う先行き不透明感の高まりによる影響から、英国経済は今後回復が緩やかになることが見込まれる。IMF が国民投票後（7月19日）に公表した世界経済見通しでは、17年の英国の実質経済成長率が、前回（4月公表）の2.2%から1.3%へと下方修正された。17年の世界全体の成長率は3.5%から3.4%へと若干の下方修正となっているが、金融資本市場の不安定さが拡大し、金融環境の引き締めやマインドの悪化が一層進むことにより、同年の世界全体の成長率が2.8%へと低下する「深刻シナリオ」も提示された（第2-3-15表）。同じく7月19日に欧州委員会が公表した経済見通しでは、17年の英国の実質経済成長率が前回（5月公表）の1.9%から▲0.3～1.1%に、ユーロ圏が前回（5月公表）の1.7%から1.3～1.5%へと下方修正された。その他の各種機関も不確実性の高まりが英国を中心に景気を下押しするとの試算を公表している（章末参考参照）¹²。

¹² 7月23～24日に開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議の声明では、「英国のEUメンバーシップについての国民投票の結果が、世界経済の不確実性を増している。G20諸国は、英国の国民投票から生じる潜在的な経済及び金融の影響に積極的に対処する態勢を整えている。将来的に、我々は英国がEUの緊密なパートナーであることを期待