

正念場を迎えた英国

～Brexit 協議は進展せず経済情勢にも減速の兆し～

山口 勝義

要旨

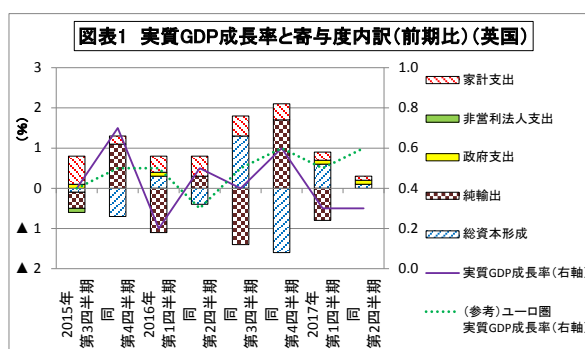
Brexit を巡る協議は難航しており、一方、これまで堅調であった消費を中心に、英国経済の成長減速の兆しも強まってきている。また、欧州では、英国の情勢が経済や市場へ及ぼす影響のみならず、自身の政治情勢に伴う影響の拡大にも注意が必要になっている。

はじめに

ユーロ圏は、金融危機に続いて財政危機や難民危機を経験した後に、ようやく今では緩やかながらも底堅い経済成長を取り戻している。しかし、その先行きは必ずしも安泰ではなく、成長腰折れの可能性には常に注意が必要になっている。

そもそもユーロ圏では企業投資の回復は弱く、これに少子高齢化なども加わり、潜在成長率は低位で横ばいを続けている。また他の先進国同様、失業率の低下に対して物価上昇率の回復は緩やかであり、成長の加速感に乏しい状態にある。こうした下では諸環境の変化に対する実体経済の耐性は十分とは言えないが、現実、為替、原油価格、外需などの動向のほか政治情勢も含め、ユーロ圏は波乱材料となり得る様々な材料に取り巻かれている。

最近でも9月の独仏での選挙はともに政権基盤の弱体化を示す結果となったが、欧州では貧富の格差拡大と難民危機を受けて左右双方から中道政党への批判が根強いなか、各国の構造改革や欧州連合(EU)の統合深化の取り組みが減速を迫られる懸念が改めて浮上してきている。また、東欧との価値観のギャップの顕在化に伴う求心力の低下や、相次ぐテロなどを含む地政学的リスクの強まりが、経済情勢



(資料) 英国の国家統計局(ONS)、および Eurostat のデータから、農中総研作成

に思わぬ影響を与える可能性もある。同様に英国のEU離脱(Brexit)を巡る動向も要注意材料であり、軽視はできない。

このBrexit交渉は、当初の想定では、離脱に伴う清算金などの協議が十分進展したとの10月のEU首脳会議での評価を条件として、通商協議などの次の段階に進む予定であった^(注1)。しかし第一段階の交渉は遅延し、その間に英国経済にも息切れ感が現れてきている(図表1)。一方でユーロ圏では、英国との限られた貿易額や企業の大規模移転の可能性などを根拠に、むしろBrexitによる好影響を期待する見方もあるが、今後の交渉経緯によっては企業投資や金融機能、政治情勢などの様々な経路を通じ、ユーロ圏が相応の負の影響を被る可能性も否定できない。本稿ではこうした問題意識を踏まえつつ、最近の英国情勢の点検を行うものである。

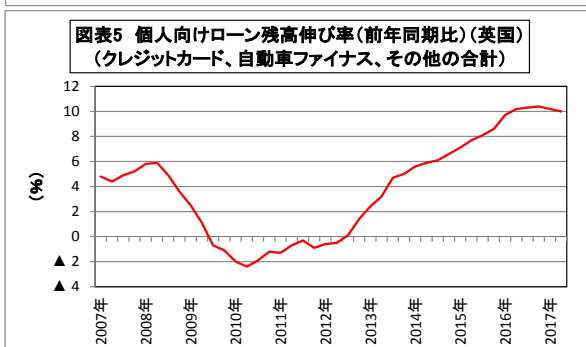
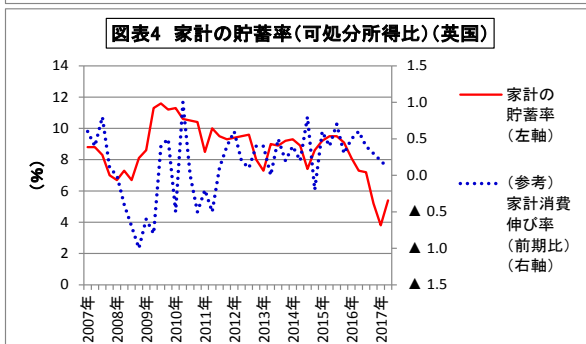
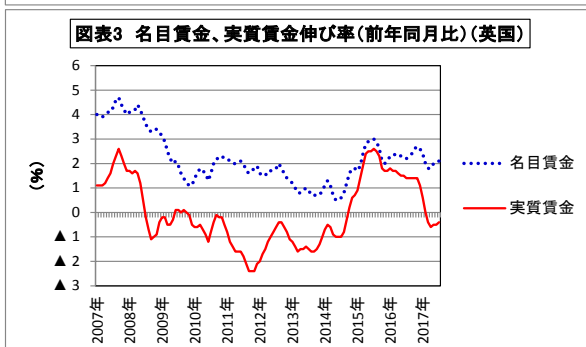
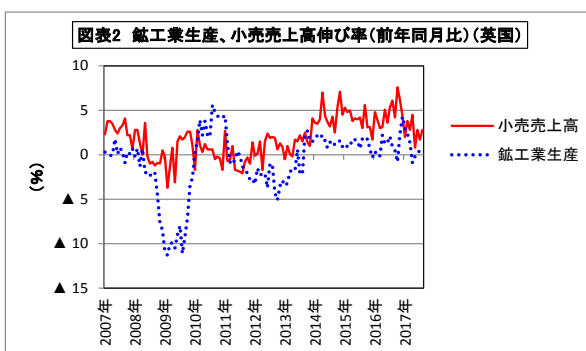
成長の鍵を握る家計消費の減速見通し

英国経済は、国民投票でBrexitを選出した2016年6月以降も予想以上に堅調な推移を続けてきたが、ここに来て成長減速の兆しが強まってきている(図表1、2)。

これまでの経緯を振り返れば、ポンド下落を受けて製造業の業績拡大への期待感が大きかったが、現実にはこれとは裏腹に、成長への寄与度の点では純輸出や企業投資は出入りの激しい動きをたどってきた。これに対し、安定的に成長を支えてきたのは、ドイツ、フランスなどと同様に家計消費であったが、GDPの60%以上を占め英国の経済成長に及ぼす影響が大きいこの消費についても、足元では懸念される材料が増加してきている。

この家計消費を巡る懸念材料には、第一に低位で推移する賃金の伸び率があり、特に消費者物価の急上昇を受けマイナスにまで落ち込んだ実質賃金の伸び率がある(図表3)。今後は物価上昇や熟練労働者不足、強い外需などが賃金の押し上げ要因となる可能性はあるものの、Brexitに伴う不透明感の強まりや生産性の低迷などを考慮すれば大幅な好転を期待することは難しい。次に、第二には家計貯蓄率の大幅な低下があり、さらに第三として個人向けローン残高の継続的な増加がある(図表4、5)。これらからはかなり伸び切った消費の実態が窺われ、これまでと同様の消費の拡大は見込まれそうにはない。この他にも、第四にはロンドンを中心に上昇が続いてきた住宅価格にも頭打ち感が生じておりマイナスの資産効果が消費を冷やす可能性があるほか、第五としてポンド下落に伴う輸入品の価格上昇の影響の拡大も考えられる。

このように英国の消費を巡る環境は急



(資料) 図表2～5はONSのデータから農中総研作成

速に困難化しており、消費が成長に果たす役割は縮小に向かうものと見込まれる。加えて、Brexitを巡る不透明感の強まりによる企業投資の手控えなども予想され、全体として今後の成長減速の可能性が強まってきているものと判断される。

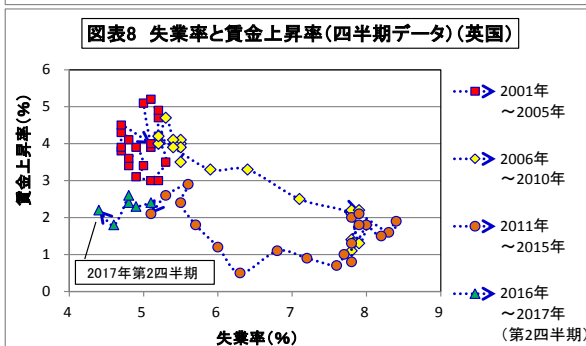
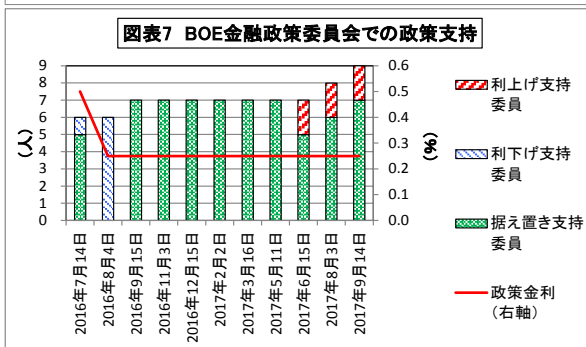
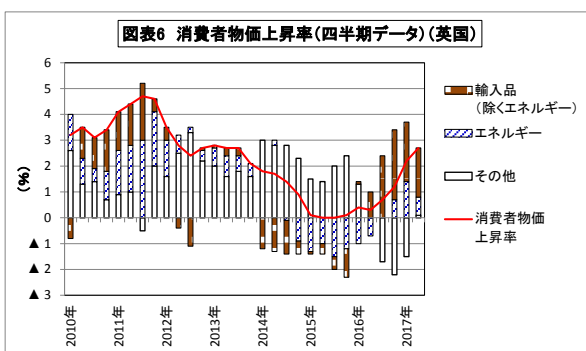
困難な環境の下での利上げの可能性

こうしたなかで注目されるのは、イングランド銀行（BOE）の金融政策である。英国ではポンドの下落に伴う輸入物価の上昇を主因に消費者物価が急速に上昇しており、9月の上昇率は前年同月比3.0%に達している（図表6）。その目標値上限は2%であることから、BOEは次回11月2日の金融政策委員会で利上げに踏み切る合理的な根拠を有することになる（注2）。

これは一方で経済成長の減速の可能性が強まる下での難しい判断となるが、BOEの立場からすれば、他にも失業率の急速な低下や需給ギャップの解消など利上げを正当化する材料に事欠くわけではない。また、現在までのところ景気の大きな減速はない反面、今後のBrexit交渉難航の影響拡大の可能性を見越せば政策の糊代作りも重要になっているともみられる。このため、BOEは11月に0.25%の政策金利の引上げを実施し、まずは16年6月の国民投票以前の水準に戻す可能性はかなり大きいものと考えられる（図表7）。

もっとも、この利上げの後にはBOEは慎重な行動に徹し、少なくとも数ヶ月の間は政策金利を据え置くものとみられる。というのも、BOEは今回の利上げが物価動向、家計消費や企業投資、また不動産価格などに及ぼす影響の程度を見極める必要があるばかりか、英国が他の先進国と同様に、企業の生産性の低迷のほか、失業率は低下傾向にある一方で賃金水準は伸び悩むという構造的な問題を抱えているためである（図表8）（注3）。BOEは、こうした状況に対する配慮を回避することはできないものと考えられる。

この、物価上昇の主因が輸入物価の上昇であり英国の経済の力強さに基づくも



（資料）図表6～8はBOEのデータから農中総研作成

のではない点はBOEにとり大きな悩みの種になっているものと考えられる。しかも同時に、英国は対GDP比で3%を超える大幅な経常収支赤字を抱えており、先行きの不透明感の高まりなどにより海外からの資金流入が滞ることで通貨安がさらに進行し、これが輸入物価の一段の上昇に繋がり易い状況にも置かれている。製造業の輸出産品には多くの輸入部品が含まれるため通貨下落の効果は相殺される傾向が影響しているものとみられるが、大幅なポンド下落の下でもこのところの英国の同赤字の縮小は緩やかであり、BOEの悩みは大きいものと思料される。

おわりに

注目された10月19日・20日のEU首脳会議では、予想どおり清算金などの協議は十分には進展していないとの結論となった。英国は17年3月にEUに対し離脱通知を行い原則2年間の離脱交渉に入ったが、EU加盟国の議会承認手続きを勘案すれば実質的な交渉期限は18年秋とされている。今や残された期間はわずか1年となったにもかかわらず、先行きは非常に不透明なまま取り残されている。

10月1日～4日にはメイ首相は保守党大会をどうやら乗り切ったものの、過半数を下回る議席数に甘んじた6月の前倒し総選挙以降に特に低下した求心力の挽回には至っていない。むしろジョンソン外相による巨額の清算金支払いへの強い批判などで、離脱強硬派とEUとの経済関係を重視するハモンド財務相などの穏健派との溝は拡大を続け、政権は内紛状態にあるともみられている。このため合意がないままの無秩序な離脱である「非常にハードなBrexit」も懸念され、10月5日にはドイツ産業連盟(BDI)が、英国に拠点を有する加盟企業に対しこれに備えるよう注意を促す動きも現れている^(注4)。

しかし、困難な政治情勢は英国に限ったものではない。一旦は政治面での不透明感が大幅に低下した欧州であるが、秋には大衆迎合的な動きが改めて表面化し始めている。フランスではマクロン大統領の支持率が急落し、9月24日の元老院(上院)選挙で「共和国前進」は議席数を減らしたほか、ドイツでも、同日の連邦議会(下院)選挙でメルケル首相の「キリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)」が議席数を減らすとともに極右政党の「ドイツのための選択枝(AfD)」が躍進した。

オランダではようやく10月に、3月の下院選挙後200日以上を経て4党連立政権が成立したが、ドイツでも連立協議は難航し政権樹立後もメルケル首相の手足が縛られる事態が予想される。またオーストリアは10月15日の下院選挙の結果、反EU色を強めるものとみられ、さらに年明けにはイタリアの総選挙も控えている。

欧州では、財政危機やグローバル化に伴う貧富の格差拡大や、その下で生じた難民危機が、英国でのBrexitの選択の他にも政治に対し根強い影響を与えている。このため、Brexit交渉と経済情勢で正念場を迎えた英国の情勢が欧州のマクロ経済や金融市場に対し及ぼす影響ばかりか、欧州自身の政治情勢に伴う影響拡大にも常に注意が必要である。(17.10.24現在)

(注1) 第一段階の交渉では、①離脱に伴い英国が支払う清算金の他に、②在英国のEU市民と在EUの英国市民の権利保護、③北アイルランドの国境管理、にかかる協議の十分な進展が課題とされていた。

(注2) 政策金利以外のBOEの政策については、資産買い入れ(QE)については上限額(現行は国債435十億ポンド、事業債10十億ポンド)を設定する方式であり、現在ではこれらは満額に達している。

(注3) 先進国に共通する、雇用市場の改善と賃金上昇率の低迷が併存する状況の要因としては、様々な仮説が提示されている。例えば、危機の後遺症としての企業投資の低迷による生産性・収益性の停滞、グローバル化による競争激化を通じた企業のコスト抑制指向の強まり、経済の第3次産業化やデジタル化の下での賃金に対する低下圧力、規制緩和の進行に伴う労働者の交渉力の弱体化、表面に現れない実質的な失業者の存在、教育訓練の拡充の遅れ低金利継続の下での低生産性企業の残存、などである。

(注4) 一般に「ソフト Brexit」は英国が単一市場(ヒト、モノ、資本、サービスの自由な移動)と関税同盟に留まったうえでのEU離脱、「ハード Brexit」は移民制限を優先しこれらに留まらないEU離脱を意味するが、ここではEUとの合意がないままの無秩序な離脱を「非常にハードな Brexit」としている。なお、BDIの動きについては、次の記事を参照した。

・ Tagesspiegel (5.10.2017) “Reif für den Ernstfall”
・ Spiegel (5.10.2017) “BDI warnt deutsche Firmen vor ‘sehr halten Brexit’”