

2020年2月17日

## MURC Focus

# EU 離脱で財政拡張への機運が高まる英国経済

## ～ポンド安との兼ね合いをどう考えるか

調査部 研究員 土田 陽介

- ジョンソン首相が内閣を改造した際にジャビド氏が財務相を辞任したことを受け、スナク氏が新財務相に就任した。スナク財務相はジョンソン首相が唱える積極財政路線を推進するものと考えられる。
- ジョンソン首相が積極財政を要求する背景には、英景気の停滞打破という経済的理由に加えて、経済運営の自主権の回復を有権者にアピールしたいという政治的な思惑があるとみられる。
- EU離脱に伴う先行き不透明感から、英国ではこれまでのような資本流入が見込み難い。そうしたなかで景気を加速させるために財政出動を行えば、一段のポンド安が生じる恐れがある。

### (1) 内閣改造でジャビド財務相が辞任

1月末に欧州連合（EU）から離脱した英国で2月13日に内閣改造（図表1）が行われたが、その際に財務相としてボリス・ジョンソン首相を支えてきたサジード・ジャビド氏が電撃的に辞任するという波乱が生じた。英国の財政運営方針を巡るジョンソン首相との対立が、ジャビド氏の辞任（事実上の更迭とも言われる）につながった模様である。

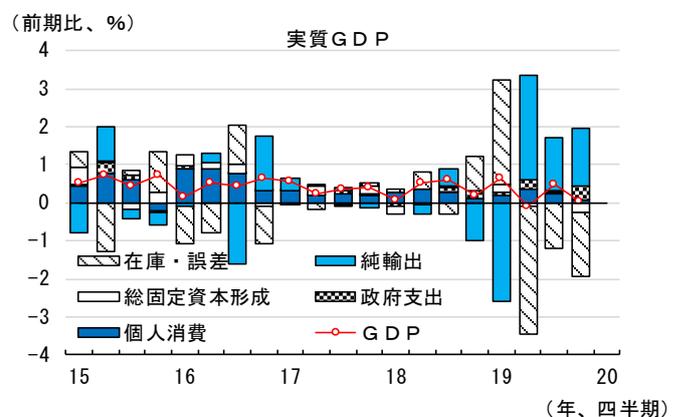
2019年の英国の実質経済成長率は1.4%増と18年（同1.3%増）とほぼ同水準であったが、四半期ごとの需要の動き（図表2）が大きく振れたことから確認できるように、EU離脱に伴い経済活動には大きな混乱が生じた。通商面での混乱を緩和すべく、2020年いっぱいはいわゆる「移行期間」が適用されるが、場合によってはそれも年内で打ち切りとなる。

図表1. 内閣改造を行ったジョンソン政権

主要閣僚名簿	
外相	ドミニク・ラブ氏
ランカスター公領相（EU離脱準備担当）	マイケル・コーブ氏
財務相	リシ・スナク氏
内相	プリティ・パテル氏
国防相	ベン・ウォレス氏
貿易相	リズ・トラス氏
産業相	アロク・シャルマ氏

（注）スナク氏は新任、シャルマ氏は国際開発大臣から横滑り  
（出所）各種報道資料

図表2. 経済活動が混乱した19年の英経済



（出所）英国家統計局（ONS）

こうした情勢の下でジョンソン首相や官邸スタッフは、積極財政に転じて景気を刺激することを主張してきた。一方で、財政を担ったジャビド氏は財政規律を重視し、ジョンソン首相らの主張する財政拡張路線に対して慎重なスタンスで臨んでいた。そうした両者の対立が、今回のジャビド財務相の辞任につながったものとみられる。

ジャビド氏の後任には、投資ファンド出身で財務省の前首席政務次官であったリシ・スナク氏が就任することになった。もっともスナク氏は弱冠39歳、また政界入りも2015年と経験がまだ浅い。就任までの経緯もあり、スナク氏は独自色を出すというよりも、ジョンソン首相と官邸が唱える積極財政路線を推進するものと考えられる。

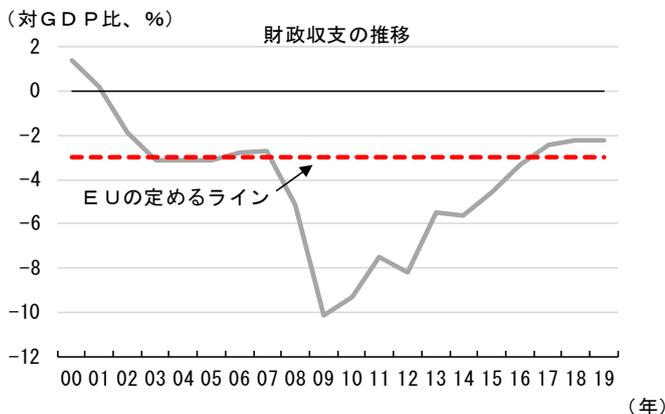
## (2) 積極財政の背景には政治的な理由も

ジョンソン首相が積極財政を要求している背景には、何よりもまず英景気の停滞がある。軟調な世界景気に加えて、EU離脱に伴う混乱が景気不調の主な理由である。そのためジョンソン首相とその周囲は、公共投資の増額など大規模な経済対策を打つことで、足踏みが続く英景気を浮揚させたいという思惑を強めていると推察される。

またジョンソン首相らは、景気の刺激という経済的な理由に加えて、政治的な理由からも積極財政を推進したいものと考えられる。つまり積極財政は、自らが袂を分けたEUとは真逆の経済運営方針となる。そのためEUの規則に囚われない財政出動は、自主権の回復というEU離脱の目的と合致し、有権者へのアピールにつながる。

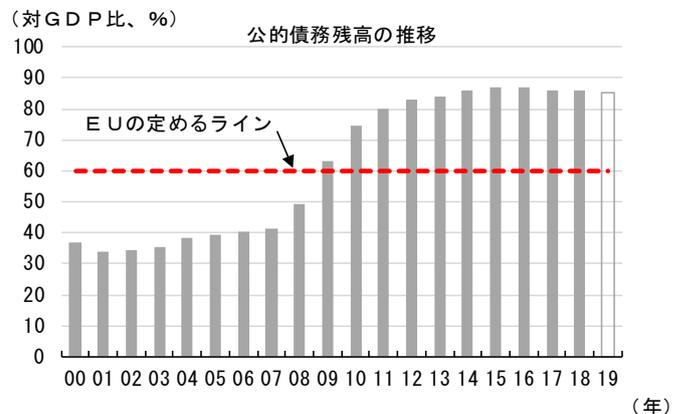
現在、英国の財政赤字(図表3)はEUの定めるルールに下回って推移している。3月に公表予定の予算案では、財政赤字はGDPの3%以下にとどめると設定されたEUのルールに囚われない財政拡張が見込まれる。同様に公的債務残高(図表4)もGDPの60%以内に収めるというルールに束縛されないため、財政赤字の拡大に歩調を合わせて膨らんでいくだろう。

図表3. EUのルールに束縛された財政収支



(注) 2019年は欧州委員会による2019年秋の『予測』の見込み値  
(出所) 欧州連合統計局(ユーロスタット)及び欧州委員会

図表4. 公的債務残高は高止まり



(注) 2019年は欧州委員会による2019年秋の『予測』の見込み値  
(出所) ユーロスタット及び欧州委員会

それに好景気が演出できれば、いわゆる移行期間の延長を最低限にとどめておくことができるかもしれない。先に述べたように、1月末にEUから離脱した英国であるが、年内はEUの関税同盟に留まることが容認されている。この移行期間のうちに、英国はEUならびに第三国と新たな通商協定を締結・発効することが求められるが、それには本来なら数年の歳月を要する。

ジョンソン首相は移行期間の延長はないと明言しているが、常識的に考えれば通商協定をまとめるためには年単位での交渉延期が視野に入る。しかし財政出動で好景気を演出できれば、通商環境の変化に対する慎重論が払拭され、移行期間の延長の縮小、ないしは延長そのものの回避が可能になるかもしれない。こうした政治的な思惑が交錯しているものと判断される。

### (3) ポンド相場に強い下落圧力がかかる可能性

内需依存度が高く恒常的な経常収支赤字体質（図表5）である英国の場合、財政拡張との兼ね合いでポイントとなるのがポンド相場の動向である。財政拡張に伴う景気の加速を受けて経常収支赤字が膨らめば、ポンド相場は下落する可能性が高い。しかし製造業が弱い英国の場合、ポンド安で輸出が加速したとしても、それが景気を押し上げる力は限定的である。

むしろ懸念されることは、物価上昇が加速して経済成長が下押されることである。通貨防衛と物価安定のためには中銀による利上げが必要となるが、利上げによって景気が減速すれば、景気を加速させたい政府と中銀との間で利益相反が生じる。しかし政府の圧力に屈して中銀が利上げを見送れば、物価高と低成長の並存、いわゆるスタグフレーションが定着しかねない。

持続的な資本流入に伴う堅調な景気を投資家が好感したことから、EU離脱の是非を問う国民投票（16年6月）より前のポンド相場（図表6）は、経常収支の赤字が膨張しているにもかかわらず、ユーロ危機に伴う逃避先通貨としての人気などから高値が続いた。しかしながら国民投票後は一転し、英経済の将来に対する不透明感からポンド相場は安値圏での推移が定着している。

図表5. 英国の恒常的な経常収支赤字体質



(注) 4 四半期後方移動平均  
(出所) ONS及びイングランド銀行 (BOE)

図表6. EU離脱騒動で下落したポンド相場



(出所) 月次レート  
(出所) BOE

EU離脱に伴う先行き不透明感から、英国がこれまでのような資本流入を享受できるか定かではなくなっている。そうしたなかで景気を加速させるために財政出動を行えば、ポンドに対する投資家の信認が弱まり、通貨安が進むと考えられる。この点を英経済がどの程度まで許容できるかが、ジョンソン首相が志向する財政拡張路線のカギを握ることになる。

#### (4) 英中銀の「日銀化」が進む可能性も

世界的な低金利環境もあり、足元の英国の長期金利（図表7）もまた低位で安定して推移している。しかしながら英国の場合、国債の保有主体（図表8）のうち3割強（19年6月末時点で32.0%）が海外投資家であるため、積極財政に伴い国債が増発されることを海外投資家が嫌気すれば、現在安定している長期金利に強い上昇圧力がかかる恐れがある。

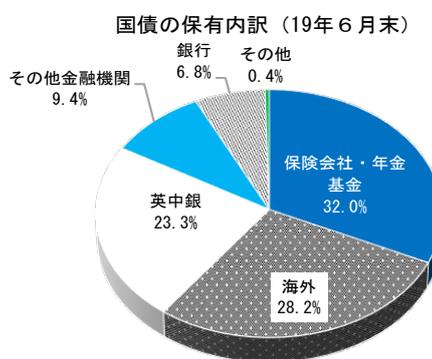
そのため場合によっては、中央銀行であるイングランド銀行（BOE）が長期金利の安定と景気の刺激をサポートするために、資産買取（量的緩和）政策の一段の拡大に踏み切る展開が考えられる。とはいえBOEは、これまでの資産買取政策を通じて、国内では保険会社・年金基金（28.2%）に次ぐ二番目の保有主体（23.3%）となっている。

図表7. 低位で安定する英国の長期金利



(注) 週次データ  
(出所) BOE

図表8. 国債の2割以上を中銀が保有



(出所) 英債務管理庁 (DMO)

そのため量的緩和が強化されれば、日本のケースと同様に、中銀であるBOEが最大の保有主体になる可能性が高い。つまりBOEの「日銀化」が進み、実質的な財政ファイナンス（身の丈以上の財政拡張を強力な金融緩和で支えること）が強化されることになると予想されるが、その場合に懸念されることは、やはり為替レートの動向である。

実質的な財政ファイナンスが強まることを投資家が警戒すれば、ポンド安圧力が強まることになる。先に述べたように、恒常的な経常収支赤字体質である英国にとって、ポンド安は経済成長面でのデメリットが大きい。EUの頸木から放たれて経済政策の自由を確保した英国であるが、一方でポンドの安定という制約条件を今まで以上に課されることになるだろう。

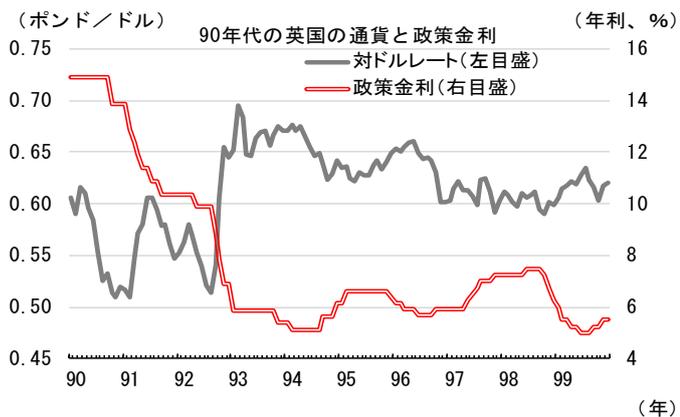
### (5) ポンド危機で景気が復調するシナリオは描けず

なおかつ英国は、通貨危機を受けて景気が加速した経験を持っている。具体的には1992年9月のポンド暴落（ブラック・ウェンズデー）とその後の景気の動きの経験であるが、当時の英国と現在の英国では経済を取り巻く環境が大きく異なるため、ポンド安が進んでも景気に弾みがつく展開は想定し難いことに留意したい。

最大の違いは、当時のポンドの為替レートが実勢よりも高い水準で固定されていたことにある。当時の英国はEUの通貨統合に参加すべく、ポンドとユーロの前身である欧州通貨単位（ECU）の間で為替レートを固定していた。その水準が英経済の実勢よりも割高に設定されていたことが、92年9月のポンド危機の最大の原因であったと言われている。

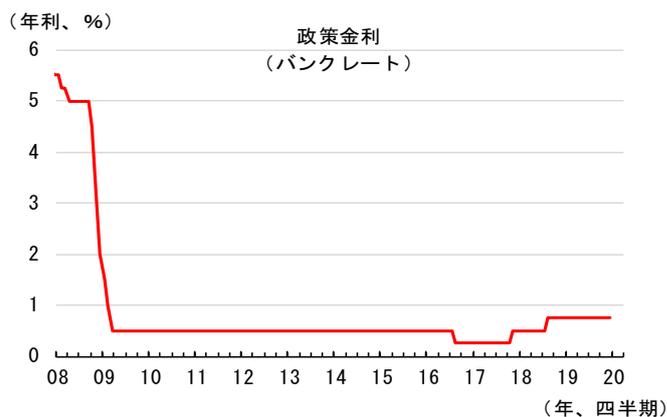
通貨危機に陥った英国は固定為替相場制度を放棄すると同時に、図表9のように利下げを進めた。この金融緩和で内需が活性化したことが、ポンド危機後の景気加速につながっている。しかしながら、現在の英国は変動相場制度を採用しているし、そもそも図表10のように足元の政策金利の水準は0.75%と非常に低いため、当時のような政策はとり得ない。

図表9. 通貨危機で進んだ利下げ



(注) 当時の政策金利は公定歩合  
(出所) BOE

図表10. 英国の利下げ余地は非常に狭い



(注) 月次レート  
(出所) BOE

ポンド危機で輸出にドライブがかかったことが景気にプラスに働いた面も確かにあった。ただし当時も既に英国の製造業は斜陽化が進んでおり、代わりに金融業が経済成長の牽引役を果たしていた。そうした傾向は現在の方がさらに強いため、繰り返しとなるが、ポンド安に伴う輸出が英景気を押し上げるシナリオは想定し難い。

ジョンソン首相自身がポンドの安定をどう考えているか定かではない。それに為替は短期的には水物であり、景気の加速を好感したポンド買いが強まることも十分考えられる。とはいえEU離脱で資本フローに変化が生じる公算が大きいなかで、財政拡張路線を強めることでポンド相場に対する中長期的な下落圧力が強まる事態は免れないと言えよう。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡ください。

ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

(お問い合わせ) 調査部 TEL:03-6733-1070 E-mail: chosa-report@murc.jp