

経済レポート

英国の EU 離脱とスタグフレーション

～ソフトブレグジットでも克服が困難な「新型英国病」～

調査部 研究員 土田 陽介

経済的に考えた場合、ハードブレグジットは英国にとってメリットよりもデメリットが強い選択に他ならない。その動きを先取りしているのが、通貨ポンドである。国民投票の結果を受けて、ポンドの対ドルレートは軟調な動きを余儀なくされている。英国の場合、ポンド安による購買力の低下という悪影響が、生産増の促進という好影響を上回る公算が大きい。仮にポンド安や政府の産業振興策を受けて生産拠点の国内回帰が進むとしても中長期の時間を要するし、それまでに失われる購買力の問題の方が深刻である。

英国の経済成長を牽引してきた金融業も、中長期的には衰退を免れない見通しである。例えばユーロ決済のクリアリング機能がユーロ圏に移転すれば、ロンドンが担っている欧州の金融センターとしての機能が低下する。さらに、金融業に関係が深い様々な産業も、金融業とともに衰退を余儀なくされよう。また移民の受け入れが抜本的に制限されれば、移民労働者によって支えられてきた金融以外のサービス業の生産性が悪化するため、経済全体の生産性は低下することになる。

政府と中銀は、EU 離脱による景気悪化を軽減させるために、総需要刺激策を用いて景気を下支えせざるを得なくなる。一方で金融業の衰退を受けて、英国の潜在成長率は低下する。つまり、EU 離脱は英国にとって深刻な供給ショックとなる。そのため英国では需給ギャップが拡大し、高インフレ体質が定着する。英国は先行き、低成長と高インフレの二重苦、つまりスタグフレーションに苛まれることになる。ただ EU 離脱の経緯を考慮すれば、その処方箋として供給サイドを重視する構造改革を推進できる可能性は非常に低い。

EU 離脱により、英国は克服が困難な新型の「英国病」の発症を余儀なくされる。反面で EU も、ハードブレグジットによって英国が持つ金融機能を喪失することになる。とはいえ、双方が大幅に歩み寄る必要があるソフトブレグジットを前提に交渉することは、英国も EU も政治的に困難な状態にある。したがって、このルーズ・ルーズゲームのメインシナリオは、とりあえずハードブレグジットを前提として、交渉の過程でお互いの痛みが少ないように妥協点を見つけて行くという展開になるだろう。

なお交渉の過程で双方がもう一段階歩み寄り、結論が事実上のソフトブレグジットに転じる可能性も残されてはいる。仮にそのようなことがあっても、英国経済は低成長を免れない。今回の騒動で英国の投資先や事業先としてのカントリーリスクは高まり、投資の流入は先細ることが必至であるため、これまでのように対外貯蓄を動員した経済成長は困難になると予想される。そしてなにより、金融業の衰退が予想されるにもかかわらず、中長期的な経済成長戦略を描く指導者が英国にはいない。つまるところ英国は、かつてのサッチャー首相のような強力なイニシアチブを持つ船長が不在である中で、EU 離脱という「海図無き航海」を突き進むことになる。

1. ポンド下落の悪影響が徐々に顕在化

17年1月17日、英国のメイ首相はEU離脱に際してハードブレグジット（EU市場への無制限アクセスを放棄すること）を目指すことを改めて明言した。EU離脱の在り方を巡っては、市場関係者を中心にソフトブレグジット（EU市場への無制限アクセスを維持すること）への期待が残されていた。しかし、それでは英国が引き続き移民政策に関する自由をEUによって制限されることになるため、16年6月23日に行われた国民投票で示された民意に著しく反してしまう。離脱の在り方に関する不透明感を払拭するにしても、メイ首相はハードブレグジットという指針を表明せざるを得なかったというところだろう。

ただ経済的に考えた場合、ハードブレグジットは英国にとってメリットよりもデメリットが強い選択に他ならない。その動きを先取りしているのが、通貨ポンドである。国民投票の結果を受けて、ポンドの対ドルレートは一時85年以来の安値圏に沈み、その後も軟調な動きを余儀なくされている（図表1）。

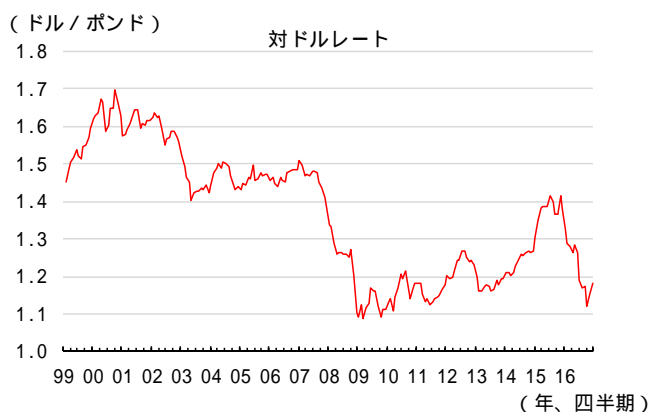
足元の英国の景気指標を確認すると、実質GDP成長率は年率2%程度で推移しているし、失業率は5%を下回る程度で安定している。株式や住宅などの資産価格も上昇しており、一見してポンド安の影響は軽微である。もっとも個々の指標からは、ポンド安の悪影響が徐々にうかがえるようになってきている。その中でも端的なのが、消費者物価（CPI）の動きである。具体的には、15年のCPIは前年比横ばいであったが、16年半ば以降上昇に弾みがつき、同年末には2%とイングランド銀行（中央銀行）の物価目標に近付いた（図表2）。

こうした中で、ポンド安に伴う物価高を警戒する声が高まってきている。大手新聞『ガーディアン』紙などが好むアネクドットに、ポンド安によって食卓に欠かせない発酵調味料であるマーマイト（ビールの酒粕を主原料とした調味料）の価格が大幅に上昇したことがある。他にも『フィナンシャルタイムズ』誌は16年11月29日付の記事で、クリスマスに食されるケーキの原材料（砂糖、レーズン、牛脂など）価格が、ポンド安によって2割強上昇したと伝えた。

産業界からもポンド安に伴う悪影響が懸念されている。例えば英小売協会（BRC）は、16年12月の小売売上高を発表した際に、17年以降は物価高により個人消費が減速するとの警戒を表明した。同時に、ブラックフライデー以降の年末商戦は堅調に推移したが、それはあくまで消費者が今後の物価高を見据えた「駆け込み」によるところが大きいとの見解を示した。

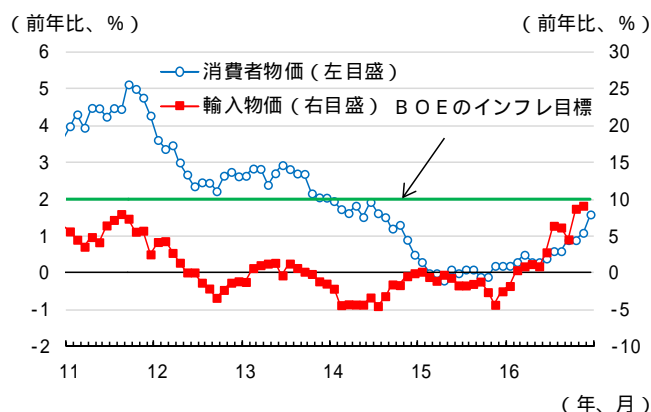
以下では、ハードブレグジットが英国経済にもたらす環境変化に関して中期的な観点から整理し、そのインパクトを考察した上で、今後の交渉がどう行われていくのかを展望してみたい。

図表1．大幅に下落したポンド



(出所) イングランド銀行 (BOE)

図表2．ポンド安が物価を押し上げ



(注1) 輸入価格は原油価格を除くベース

(注2) BOEはCPI上昇率2%を物価目標としている

(出所) 英国立統計局 (ONS)

2. デメリットが強いポンド安

ハードブレグジットになれば、後述のように潜在成長力が低下すると考えられるため、ポンド安が中長期的に定着すると予想される。

ポンド安には購買力を低下させ輸入財消費を圧迫するというデメリットがある。同時にポンド安には、輸入代替や輸出増加を通じて生産の増加を促すというメリットもある。メリットがデメリットを上回るため、英国の経済成長が促されると主張する論者もいる。とはいえ、英国経済の構造的な特徴を踏まえた場合、ポンド安が成長を加速させる公算は小さい。なぜなら、英国はその経済構造を考慮した場合、通貨安でも貿易収支が改善しにくい経済と理解されるためである。事実、英国の貿易収支は足元にかけて歴史的な高水準で推移しており、その輸入依存体質は年々強まっている（図表3）。

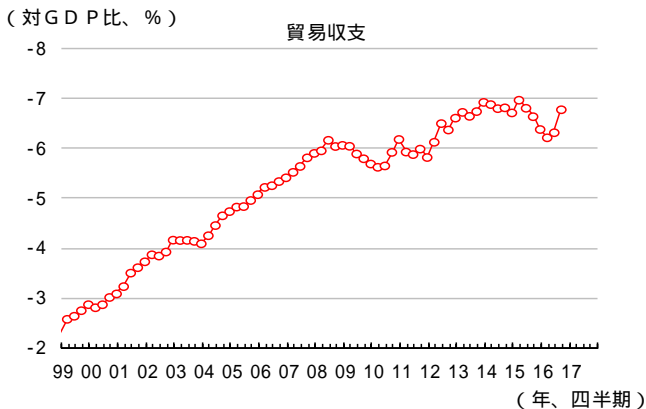
別の表現をするなら、経済全体で評価した場合、英国はポンド安の恩恵を強く受ける程の生産拠点を有していないということである。図表4は、15年時点における名目GVA（粗付加価値）に占める財輸出部門（農林漁業と製造業）の比率をEU内で比較したものである。これによると、英国の比率は10.4%とEU平均を大幅に下回り、他の主要国と比較しても最も低い水準であることが分かる。英国では、80年代の「金融ビックバン」を受けて主力産業が製造業から金融業やその関連産業（法務・会計・コンサルなど）に移ったが、その後2000年代後半の金融危機後に生産拠点が一段と海外に流出したため、輸入依存体質が足元にかけて一段と強まることになったという経緯がある。

個別の産業、例えば自動車や電機では完成工程を中心とした大規模な工場があるものの、英国経済全体で見た場合、製造業はその成長を牽引できる程の力を有していない。したがって、財消費の大半は今後も輸入に依存するため、購買力の低下に伴い、経済成長は需要面から下押しされることになる。

なおポンド安がサービス輸出の増加を促すという展開も考えにくい。旅行サービスの輸出はポンド安に伴って一定の増加が見込まれるものの、リーディングインダストリーである金融サービスの輸出については、為替よりも需要の動向が決定的な意味を持つ。世界景気が堅調に推移した金融危機以前において、英国の金融サービス業はポンド高でも好調に推移し、経済成長を牽引していたことがその端的な証左である。

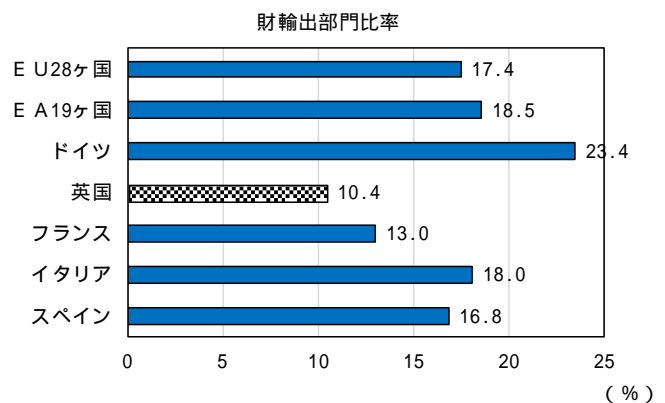
以上で述べた通り、英国の場合、ポンド安による購買力の低下という悪影響が、生産増の促進という好影響を上回る公算が大きい。仮にポンド安や政府の産業振興策を受けて生産拠点の国内回帰が進むとしても、中長期の時間を要するし、それまでに失われる購買力の問題の方が深刻である。

図表3 . 英国は圧倒的な輸入超過



(出所)ONS

図表4 . 為替安の恩恵は限定的



(注) 名目粗付加価値総額に占める農林水産業と製造業の付加価値の比率

(出所)ユーロスタット

3. 衰退を免れない金融業

またハードブレグジットになれば、英国の経済成長を牽引してきた金融業も衰退を免れない見通しである。

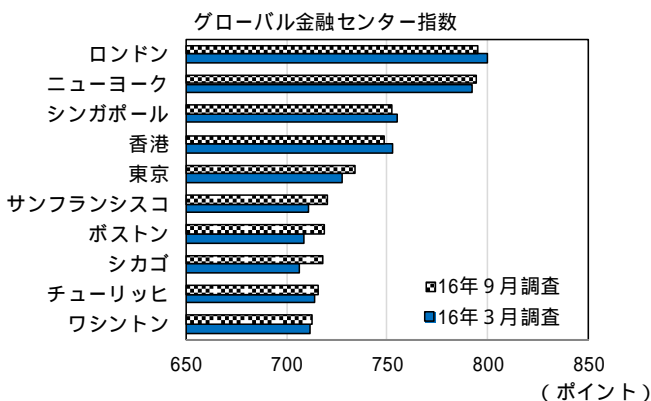
EU加盟以降の英国経済は、首都ロンドンがEUの金融センターとして機能することによって、高成長を実現してきた。いわゆるシングルパスポート（EU加盟国の何れかで免許が交付された金融機関はEU全土で金融業務を営むことができる制度で、実際は融資や投資などの行為別に、いくつかの免許に別れている）という制度を活用することで、各国の銀行の欧州事業拠点の大半をロンドンに誘致することにも成功した。その結果、現在ロンドンは世界で最も競争力がある金融センターであると評価されている（図表5）。

ロンドンが持つ金融センターとしての代表的な機能の1つに、クリアリング（精算・決済）がある。図表6が示すように、16年4月時点ではユーロ建て金利スワップ取引の約75%が英国で行われていた。このことは、EUの統一通貨であるユーロの取引の大半を英国の首都ロンドンのクリアリングハウス（LCH）が担っている状況を意味している。EU、特に欧州中央銀行（ECB）は、このユーロ決済の機能をユーロ圏内に移転させようと試みて英財務省との間で訴訟を起こしたが、15年3月に出された欧州司法裁判所での判決に基づき、引き続きロンドンがその機能を担うことになった。

もっとも、欧州司法裁判所の判決は英国がEUにとどまることを前提としたものであるため、英国がEUから離脱するとなれば効力を失う公算が大きい。事実、英国がEU離脱を決めたことを受けて、ユーロ圏でユーロ決済を行うクリアリングハウスを設置する機運が高まるようになった。ユーロ決済のクリアリング機能がユーロ圏に移転すれば、ロンドンの欧州の金融センターとしての機能が低下するとともに、クリアリング関係者の雇用が失われることになる。またこのクリアリングの機能低下がトリガーとなって、欧州事業の拠点をロンドンからユーロ圏の他の主要都市（パリ、フランクフルト、アムステルダム、ブリュッセルなど）に移転させる金融機関も増えていくと予想される。当然、金融業と関係が深い様々な産業（会計・法務・コンサルなど）も、金融業とともに衰退を余儀なくされよう。

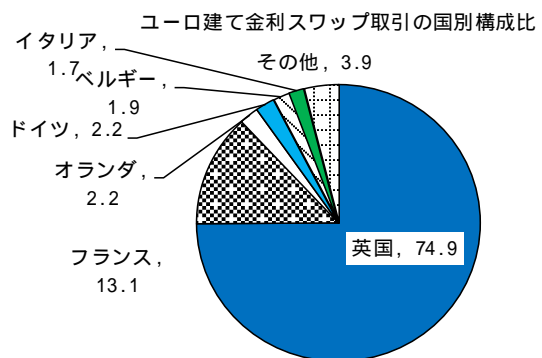
ロンドンの金融業及び同関連産業に従事する人々の数は70万人とも言われている。これだけの人々がいきなり他都市に移転できるわけでもないし、ロンドンの機能の誘致に積極的なユーロ圏側の都市にもキャパシティに限界がある。ユーロ以外の通貨の決済機能は、引き続きロンドンで活発に行われる可能性も残されている。ロンドンのEUの金融サービスの中心地としての機能は当面維持されるが、その機能は着実にユーロ圏側に移転していくだろう。後述する経過措置の内容次第では、この動きは一気に加速する。

図表5. 現在はニューヨークを凌ぐロンドンの競争力



(出所) Z/Yen

図表6. ユーロ決済の大半が英国



(注) 16年4月時点の平均値

(出所) BIS, Interest rate derivatives market turnover in 2016

4. 移民制限で生産性が低下する恐れ

さらにハードブレグジットにより移民の受け入れが抜本的に制限されれば、英国の生産性が低下する可能性が高まる。

そもそも英国では、ポーランドを中心とする中東欧諸国からの移民問題が争点になっていた。図表7が示すように、ポーランド系移民は英国への移民の中で最大の勢力を誇っている。ポーランド系移民は同国が04年にEUに加盟してから急増し、わずか10年余りで旧植民地であり関係が深いインドからの移民の数を追い抜いた。こうした経緯から、そもそもポーランド系移民は反EUの象徴として掲げられ易い傾向にあった。

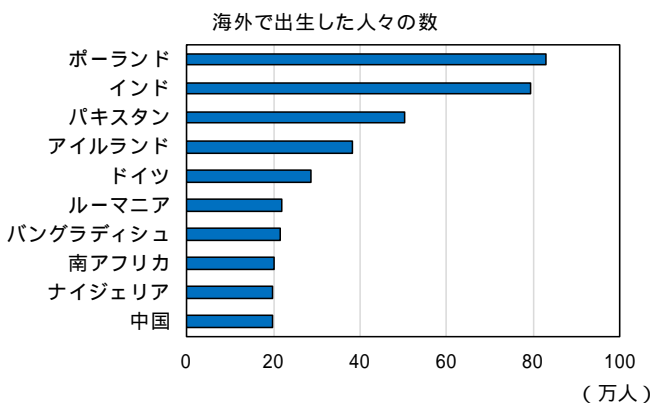
ポーランド系を中心とする移民労働者の多くは低賃金のサービス産業に従事しており、英国人労働者よりも劣悪な環境で働いていると考えられる。もっとも、EU離脱派は移民労働者が英国人労働者から雇用を奪っているという主張をかねてから繰り返していた。そこに中東シリアからの難民問題という、移民の受け入れ規制を掲げるEU離脱派にとって格好の「追い風」が生じたわけである。

移民の受け入れを抜本的に制限すれば、英国人労働者の就労機会が増える。また移民に費やされているコストを英国人に充てることができる、というのが、EU離脱派の主な主張である。もっとも移民の受け入れを制限すれば、少子高齢化の中で人口減少が加速する。そのため、需要の安定的な増加が見込めなくなる。他方で、移民の受け入れを制限しても、移民労働者と同等の就労条件を英国人労働者が受け入れなければ、経済の生産性は低下が余儀なくされる。こうした中で分配を強めれば、インフレ圧力が徒に高まることになる。

図表8を見ると分かるように、そもそも英国経済の生産性は、金融危機以降は殆ど改善していない。経済成長の牽引役である金融業も、国際的な規制強化の流れを受けて生産性の悪化を余儀なくされている。こうした中で英国経済全体の生産性の悪化を食い止めてきたのが、移民労働者によって支えられてきた金融業以外のサービス業（その他サービス業）である。移民を抜本的に制限するという事は、その他サービス業の生産性の悪化まで許容するという事に他ならない。

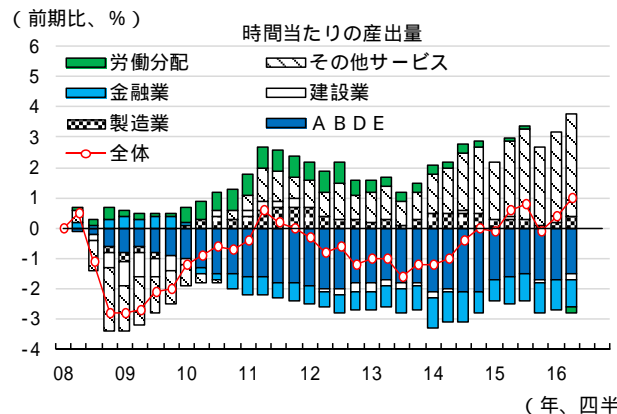
一部強硬論者の中には、金融業など経済成長の牽引役となる産業に関してだけ、移民労働者を受け入れれば良いという主張もある。またEU離脱により、ボーナス規制などEUから課された規制が撤廃できるので、金融業の生産性が改善するという論者もいる。だがEUとの関係変化に伴い金融業の根本的な衰退も予想される中で、強硬論者の思惑通りに事が運ぶ公算は小さい。移民の受け入れ制限によるその他サービス業の生産性の悪化を、規制緩和による金融業の生産性の改善でカバーできると考えることには無理がある。

図表7. 移民の多くはポーランド系



(注) 2015年時点
(出所) ONS

図表8. 非金融サービスが生産性低下の歯止め



(注) A B D Eとは農林水産業(A)を筆頭に、鉱業(B)、電気ガス熱供給(D)、上下水道供給など(E)を意味する。
(出所) ONS

5. 忍び寄る新型英国病の恐怖

政府と中銀は、EU離脱による景気悪化を軽減させるために、総需要刺激策を用いて景気を下支えせざるを得なくなるだろう。一方で経済成長の牽引役であった金融業が衰退を免れないということは、それに代わる産業が育たない限り、英国の潜在成長率は低下を余儀なくされるということである。つまり、EU離脱は英国にとって深刻な供給ショックとなると考えられる。そのため英国では、需給ギャップが拡大するため、高インフレ体質が定着することになる。

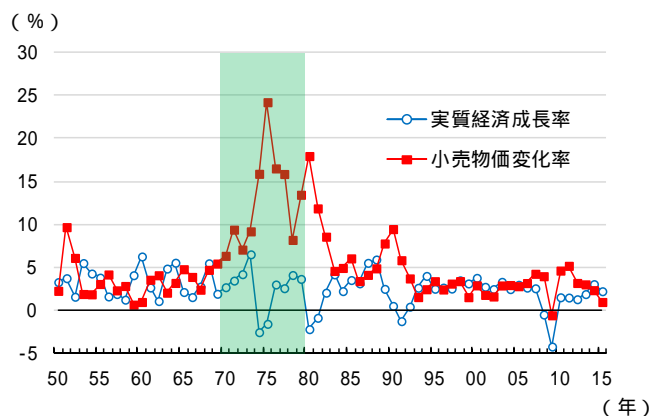
輸入依存度が高い英国の場合、高インフレ体質がポンド安の長期化を促し、さらにそれが高インフレに拍車をかけるといった負の連鎖に陥ることが予想される。とはいえ、通貨防衛のために財政や金融を引き締めると、景気悪化に拍車がかかることになる。それを容認できるだけの国民的な合意を形成することは困難極まりない。こうして整理していくと、英国は今後長期的に、低成長と高インフレの二重苦、つまりスタグフレーションに苛まれる公算が大きい。

スタグフレーション克服のために求められる処方箋は構造改革であり、具体的には供給サイドを刺激する規制緩和や労働市場改革の実施などが考えられる。歴史的に見れば、英国はそもそもそうした構造改革の先駆者であった。戦後の英国は「ストップアンドゴー政策」と揶揄された総需要管理政策の小刻みな変更によって構造改革を先送りした結果、低成長を余儀なくされた。さらに、図表7にあるように、73年のオイルショックをきっかけに本格的なスタグフレーションに陥ったことで「欧州の病人」とさえ言われた。こうした「英国病」を打破したのが、先に述べたサッチャー政権下で進んだ構造改革だったわけである。

サッチャー政権は、衰退の一途を辿る製造業に見切りをつけ、発展の余地があった金融業を中心に経済を対外開放する方針に成長戦略の舵を切り替えた。その結果、英国はスタグフレーションを克服することができるとともに、図表8に見て取れるように、金融危機まで金融業やその関連産業の牽引による長い成長を謳歌した。ただEU離脱の経緯を考慮すれば、その処方箋として供給サイドを重視する構造改革を推進できる可能性は非常に低い。なぜならば、EU離脱を支持した有権者の多くが分配の強化を支持しているため、社会的な痛みを伴うことが多い構造改革への理解は得られ難いためである。

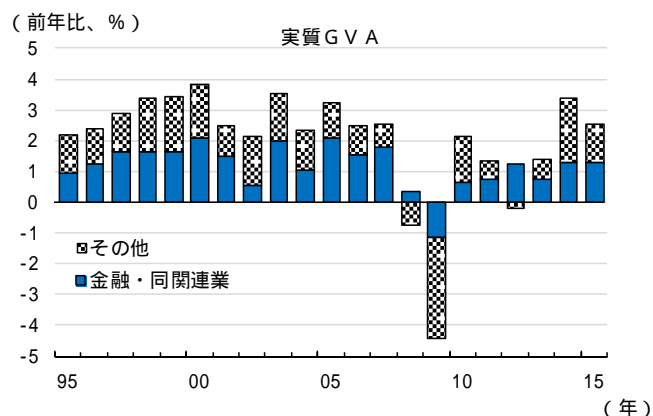
このように、EU離脱によって英国が陥ると考えられるスタグフレーションは、70年代のそれと比べた場合、克服がより困難なものになると考えられる。そうした意味で、英国はEU離脱により新型の「英国病」を発症することになる。

図表7. スタグフレーション下の英国経済



(出所) 世界銀行

図表8. 金融・同関連業の牽引力は強い



(注) 情報通信、金融、不動産、対事業者サービスを金融・同関連業とした
(出所) ONS

6. ソフトブレグジットでも克服が困難な「新型英国病」

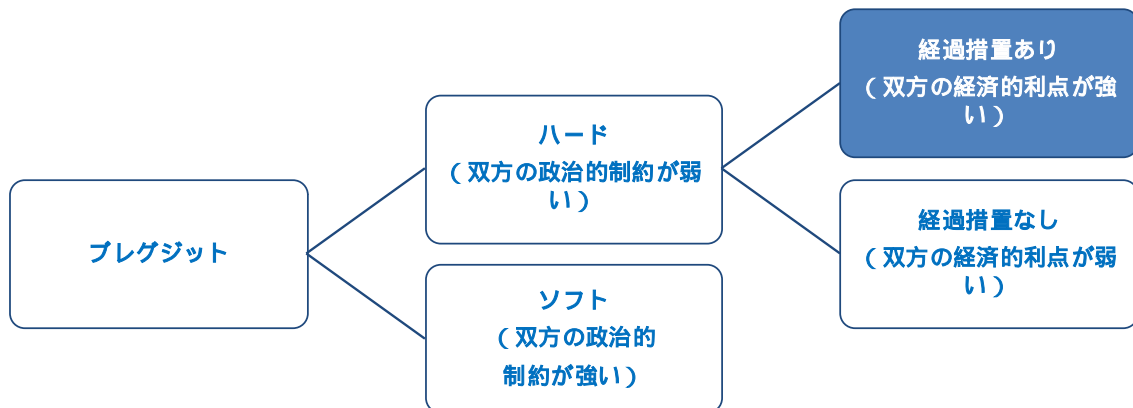
以上で考察したように、ハードブレグジットにより、英国は克服が困難な新型の英国病に陥ることになる。ハードブレグジットは、得るものよりも失うものの方が明らかに大きい選択であると言わざるを得ない。反面でEUも、ハードブレグジットによって英国が持つ金融機能を喪失することになる。こうした意味で、そもそもブレグジット自体が英国とEUの双方にとっての「ルーズ・ルーズゲーム」に他ならない。

このルーズ・ルーズゲームは、17年3月8日の欧州連合理事会（EUサミット）でメイ英首相がトウスクEU大統領に離脱を正式に通告することによって、キックオフを迎える見込みである。国内世論との兼ね合いから、英国がEUの移民政策を受け入れ続けることは容易でない。同時にEUも、他の構成国の中で高まる反EUの機運との兼ね合いから、英国にEU市場への無制限アクセスと移民政策に関する自由の両方を認めるわけにはいかない。こうした事情から、双方が大幅に歩み寄る必要があるソフトブレグジットを交渉に際して公に掲げることは、英国もEUも困難な状態にある。したがって、このルーズ＝ルーズゲームに関して、とりあえずはハードブレグジットを前提として、交渉の過程でお互いの痛みが少ないように妥協点を見つけて行くという展開が、当面のメインシナリオになるだろう（図表9）。

最短で2年とされる離脱交渉であるが、一方で英国がEU離脱後に残留時と同様の通商関係を回復するまでに10年近い歳月がかかるとされている。そのため、英国としてはできるだけ離脱交渉を長期化させたいところである。反面で、EUが離脱交渉に10年もの歳月をかける動機は乏しく、現実的には5年程度の中期的な交渉が行われる展開になると予想される。そしてこの交渉の過程で、離脱後の経過措置の採用で合意することの方が、双方にとってより現実的な解になるだろう。具体的には、EUを離脱するにしても5年前後は単一市場へのアクセスを経過的に認める、などの内容が考えられる。つまりこうした一種の激変緩和措置を設けることで、英国は各国と通商協定を重ねることができ、EU離脱に伴う悪影響（新型英国病の病状）を段階的に吸収することが可能になる。EUもまた、英国が持つ金融センターとしての機能を活用しながら、それに代わる拠点を大陸側にセットアップすることができるだろう。

英国が警戒すべき最悪のシナリオは、2年で交渉が完全に打ち切られることである。離脱後の通商関係にも目途がつかない中で、新型英国病が重篤化することになるだろう。一方でこの選択肢を取ることは、EUにとっても大きな痛みになる。英国に代わる金融機能を、2年の交渉の後にセットアップすることができる可能性は非常に低いのである。ただ19年5月に欧州議会選挙を控える中で、他国で高まる反EU運動への「見せしめ」とし

図表9 当面のブレグジットのゲームツリー



(出所) 筆者作成

て、EUが英国を強制的に遮断する筋書きも十分予想される。

なお交渉の過程で双方がもう一段階歩み寄り、結論が事実上のソフトブレグジットに転じる可能性も残されている。とはいえ、仮にそのようなことがあっても、新型英国病の病状が軽微に留まるだけであり、英国経済は低成長を免れないだろう。今回の国民投票によって、英国の有権者はEU離脱という投資家から見れば非合理極まりない選択を下した。こうした非合理的な決断を下したことに伴い、英国の投資先や事業先としてのカントリーリスクは高まった。少なくとも欧州事業の拠点としての英国の位置付けは、今回の騒動を受けて大きく揺らぐことになった。基本的に、投資の流出は緩やかにとどまるものの、投資の流入は先細ることが必至である。結局のところ、これまでのように対外貯蓄を動員した経済成長は困難になると予想される。

また今回の騒動により、EUとの間で大きな外交上の亀裂が生じた。亀裂を回復させるためには、相応の時間を要すると考えられる。そして今回の離脱により、国際政治上の発言力も低下を余儀なくされるだろう。同時にこの騒動は、国内に置いて、修復が容易ではない様々な社会的な分断（世代間、民族間、宗教間、地方間、政党間など）を引き起こした。スコットランドや北アイルランドだけではなく、ロンドンでも英国から独立してEUにとどまろうとする動きがある。深刻な社会不安、政治不安が経済成長にとってマイナスであることは明白である。

そしてなにより、金融業の衰退が予想されるにもかかわらず、中長期的な経済成長戦略を描く指導者が英国にはいない。ハードブレグジットを目指すことを表明した直後の1月21日、メイ首相は生産性向上のための技術教育を強化するという成長戦略を掲げた。製造業の再強化を目指すことがその成長戦略の幹をなしているが、高い技術力に安価なコストを誇る新興国が台頭する中で、そうした戦略が花を咲かせる公算は小さい。また成長戦略を掲げたメイ内閣が、そもそもいつまで存続できるかは全く不透明である。

つまるところ英国は、かつてのサッチャー首相のような強力なイニシアチブを持つ船長が不在である中で、EU離脱という「海図無き航海」を突き進むことになる。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとさ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、当社の統一的な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ので、当社までご連絡ください。