

# Brexitの影響

## アップデート/バージョン2(概要版)

有限責任監査法人トーマツ  
リスク管理戦略センター パートナー

大山 剛

2016年7月12日

(注)文中、青字部分が今回の主な改定部分

本資料の意見に関する部分は筆者の私見であり、有限責任監査法人トーマツの公式見解ではありません。本資料は信頼できると判断した資料・データ等により作成いたしましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。参考にいたしました資料やそこに記載されていた数値等につきましては、その合理性や妥当性についてのレビューは一切行っておりません。本資料中に記載された意見や予測は作成時点のものであり、今後新たな情報等が得られた場合には予告なく変更される可能性があります。

# 離脱路線は固まりつつあるが、離脱通告は大幅に遅れる可能性も

## 短期的にみた影響(英国)

### ■ 英国(政治)

1. キャメロン首相の後継は、メイ内相に決定。なお、今回の決定では、対抗馬のレッドソム氏の辞退により党員投票がなされなかったことから、近く総選挙に踏み切るとの見方も出ている。
2. 今後、新首相の下でBrexit路線が進められる予定ながら、EU離脱の通告は来年入り後となる見通し。EUとの2年間の交渉における不確実性を出来るだけ減らすために、フランスやドイツにおける来年の選挙の結果を待ち、来年末頃に離脱を通告するとの観測も出ており、この場合は不確実な期間が非常に長期に及ぶこととなる。
3. 新首相選出後、通告前に議会の承認が必要か否かは必ずしも明らかではない(5日時点の報道では、議会承認は必要ないとの政府筋の考えが示されている)。仮に必要な場合には、残留派が2/3を占める議会と方針が「振れる」可能性も残る。
4. この間、スコットランド自治政府のスタージョン首相は、EU首脳部と会談するなど、英国からの分離独立・EU残留の可能性を模索しているものの、スペインがこうした可能性を否定しているほか、今のところスコットランドの住民も、2回目の独立投票に対し必ずしも前向きではない点が指摘されている。

### ■ 英国(金融・経済)

1. 英国債の格下げに続き、ムーディーズは英銀の格付け見通しをネガティブに引き下げた。また先行きのビジネス不安から、英銀大手行の株価は大幅に下落。解約が殺到する不動産ファンドの解約停止の動きも相次いでいる。
2. ポンド安傾向は足許に至るまで継続。長期金利も0.735%まで低下。消費者信頼度指数も大幅に低下している。不確実性の増大に伴い、投資・消費への下押し圧力が今後強まる見込みで、マイナス成長に陥るとの声も聞かれる。またポンド安に伴い、インフレ圧力が強まる可能性が指摘される。こうした中、英国中銀(BOE)の政策は、当面、緩和方向に傾くとの見方が有力で、カウンターシクリカル・バッファーも現行の0.5%から0%に引き下げられる予定(但し、大規模な資本流出が生じた際の対応については不透明な部分もある)。

# 欧州の金融システム不安や日本の為替への影響が目立つ

## 短期的にみた影響(欧州、米国、日本)

### ■ 欧州

1. 欧州では、ポンド安につられたユーロ安により、一時的な景気浮揚効果が期待される(物価にもプラスに作用)。また、「質への逃避」から、レファレンダム直後にはやや拡大した南欧国債のスプレッドも、足許は再び水準を下けている。こうした中、欧州中銀(ECB)の舵取りはやや困難化するものと思われる(一層の金融緩和は、通貨安競争批判を浴びる可能性)。マクロ経済的には若干の下押し圧力が生じるとの見方が有力(IMFの見通しでは、本年の成長率は原油安等の影響から0.1%上方改定され1.6%、一方来年はBrexitの影響から0.2%下方改定され1.4%とみている)ながら、英国からの投資シフトが期待できるとする向きもある。
2. なお、Brexitからの直接的な影響ではないが、イタリアのレンツィ首相は、Brexitによるリスクオフの強まりを理由に、高水準の不良債権に苦しむイタリアの金融システムへの資本注入の許可(本年から始まったEUのベイルイン・システムに対する免責)をEUに求めているものの、EU側では今のところこれを認めない方針。このため、7月末に公表されるECBのストレステスト結果を控え、イタリアの金融システムに対する不安が一段と高まる可能性。
3. 政治的には、EUが近く公表する、財政赤字目標を達成できなかったスペイン、ポルトガルに対する課徴金の判断も、Brexitでぐらつき始めているEUの求心力に影響を及ぼす可能性。

### ■ 米国・日本

1. 米国ではドル高懸念が強まり、これが米国の早期利上げを困難化させる可能性が大きい。但し、一般的には、経済に与える影響は軽微にとどまるとの見方が多い。足許では、再び雇用の強さが確認されたこともあり、株価は既往ピークに迫る水準にまで到達。政治面では、今回の英国での国民投票を受けての政治的混乱の結果、大統領選に向けて、トランプ氏選出に対する警戒感が強まる可能性も指摘されている。
2. 日本では、米金利引上げの先送り観測の強まりもあって、足許円高が進んでおり、景気への下押し圧力が強まっている。日本銀行による政策金利の更なる引下げや大型補正予算、為替介入の蓋然性が高まっている。

# 貿易面ではEEAマイナスを目指すもののハードルは高い

## 中長期的にみた影響(英国)

### ■ 英国

1. 貿易面におけるEUとの条件交渉では、現状の優遇措置をどの程度維持できるかがポイント。EUとの関係については、従来のノルウェー型、スイス型、カナダ型に加え、出来るだけ現状の関係を維持する新型(例えば、ノルウェー型に近い一方で、EEA加盟国に求められる4つの移動の自由のうち、人の移動に関して何らかの制限を設けるEEAマイナス型)体制への移行や過渡期の措置としてノルウェー型を採用し、その後スイス型やカナダ型に移行するプランも噂されている。英国のEU離脱による経済的なダメージを、英国・EU双方が最小限に抑えるという点では、移民の問題で英国が多少妥協した上で、出来るだけ現状に近いステータスを維持するというのが、最も蓋然性の高いシナリオと思われる。
2. なお、Brexitの影響もあって、EUとカナダ間のFTA(CETA)の発効に関し、従来の方針を変え、各国議会の批准を求めることとなった(但し、暫定発効は議会批准前)点も、英国のカナダ型に影響をもたらす可能性。
3. また、ノルウェー型をベースとするためには、まず英国はEFTAに加入する必要があるが、今のところ、加盟国のスイスは歓迎の意向を示しているものの、ノルウェーからは(レファレンダム前に)否定的な発言も聞かれている。金融危機時に一時関係が悪化したアイスランドを含め、EFTAが英国に求める条件も今後重要となる可能性。
4. ロンドンの金融センターとしての地位が大きく低下する可能性は高い。ユーロ建ての金融取引に関し、ロンドン・クリアリング・ハウス(LCH)等の集中清算機関(CCP)での決済をロンドンからEU域内のCCPに移そうとする圧力が強まるものと思われる。また、(仮にEEAに残らない場合は)「パスポート制度」による優越的地位を失う影響から、欧州の統括拠点をロンドンからEU域内に移す動きが広がるものと考えられる(既に多くの大手金融機関が、相当数の人員をロンドンからEU域内に移すことを表明している)。
5. 実体経済面では、EUからの移民の取り扱いが厳しくなることで、労働供給面の不安を惹起する可能性がある。また、ポンド安に伴い、スタグフレーション的状況が深刻化する可能性もある。
6. 政治的にも、スコットランド独立やアイルランドに帰属を求める北アイルランドの動きが視野に入るほか、国内でのロンドンvs. 地方や世代間の対立が一層深刻化する可能性も考えられる。

# 欧州では本年後半から来年にかけての選挙等で求心力が問われる

## 中長期的にみた影響(欧州) 1/2

### ■ 欧州

1. EUの最大の懸念は、英国と同様の動きが、他のEU加盟国にも波及することである。オランダ、フランスの極右政党等は、英国と同様の国民投票を求める動きを強めている。2016年中には、10月初にハンガリーで移民問題を問う国民投票、オーストリアで大統領選挙のやり直しが行われるほか、イタリアでも、憲法改正を問う国民投票が行われ、仮に発議が否決された場合は、レンツィ首相の辞任が予想されている。また2017年には、フランス、ドイツ、オランダ等で大きな選挙が予定されており、その結果如何によっては、英国に追随する国(レファレンダム実施によるEU離脱)が出現する可能性がある。また、離脱を支持する動きがそこまで高まらないとしても、極右政党や極左政党の台頭により政治が不安定化するほか、EUからの遠心力が強まる可能性がある。特に、「反ブリュッセル」や「反ドイツ」的な動きが今後どの程度強まるかが一つの焦点となる(英国のEU離脱に伴い、EUにおけるドイツの比重は一層高まる)。
2. 一つの解決策は、ドイツが、EUにおける財政政策の統一化を通じて、南欧諸国への財政移転に応じ、現状のような緊縮策一辺倒のスタンスを変えることであると考えられるが、ドイツ国内でも「反EU」を掲げる「ドイツのための選択肢(AfD)」が伸張してきており、メルケル政権は非常に困難な舵取りを迫られる(2018年には問題を先送りしたギリシャ債務に係る減免措置を決断しなければならず、この問題に対する、2017年の選挙後に誕生する新政権の対応が一つの試金石となる)。
3. EUが弱体化すれば、再び、南欧諸国のソブリン危機を引き起こす可能性がある。さらに、EU解体シナリオが現実味を増すことになれば、グローバル・リスクオフの動きの強まる。
4. 足許は、EUの求心力の一層の強化を求める動き(主にフランス)、ドイツ支配の高まりを懸念する動き(主に南欧諸国)、EUの過度な統合への抵抗勢力の弱まりを懸念する動き(東欧)、市場機能を犠牲にした規制の過度の強化を懸念する動き(主にドイツ、オランダ)等が錯綜している状況。

# 米国・日本への影響は、今後のEU不安定化の行方に大きく依存

## 中長期的にみた影響(欧州) 2/2

### ■ 欧州

5. なお、今回のEU離脱後の英国の経済的苦境をみて、EU加盟国同士の求心力がむしろ強まれば、今回の英国によるEU離脱は却ってプラスの教訓を生み出したとの見方も出来る。実際、これまでのEUのやり方を捻じ曲げてきた英国がEUを去ることで、却って、EU統合は深化しやすくなるとの声も聞かれる。
6. 金融規制の分野では、これまで金融機関に対して厳しい姿勢で臨み、国際的な議論をリードしてきた英国の地位が低下し、独・仏の発言力が増すのではないかとの指摘がなされている。EU委員会の金融担当であった英国のヒル委員が辞任も、こうした動きを加速する可能性。

## 中長期的にみた影響(米国・日本)

### ■ 米国

1. 自国の「長期停滞」に苦しむ中で、仮に今回のBrexitが欧州不安の再来⇒グローバルリスクの流れを強めることとなれば、今後のFRBの金融政策運営を益々困難化させると考えられる。
2. 欧州との経済交渉や金融規制策定に際し、米国の橋頭堡的役割を果たしてきた英国がEUから離脱することは米国にとっては大きな痛手であり、今後、ドイツやフランス等との直接的な交渉が必要が高まる。
3. 対ロシア外交でも、緊張緩和を志向する欧州大陸諸国と米国の考え方の違いが今後表面化する可能性。
4. なお、EUの体制がある程度現状を維持できるのであれば、英国の問題はグローバル的な観点からは徐々に欧州の一つのローカル国の問題に過ぎないと見做されるようになり、その影響も限定的となる。

### ■ 日本

1. 日本では、「アベノミクス失速」が現実化する中で、円高が進みやすい環境にあり、Brexitに端を発するグローバルリスクオフの強まりは、米国以上に苦しい状況をもたらす(欧州の統合不安が高まりそうな時期と、日本の財政・金融政策の弾薬庫がほぼ尽きる時期は概ね一致する)。

## 【Appendix】Brexitに関するデロイト トーマツ グループの情報発信

### 情報のまとめサイト

デロイト トーマツ グループでは、Brexit(英国のEU離脱)に関する情報を適宜発信しております。

発信した情報は、下記特設サイトにてまとめております。

<http://www.deloitte.com/jp/brexit>

# Deloitte. トーマツ.

## デロイトトーマツ

デロイトトーマツグループは日本におけるデロイトトウシュートーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイトトーマツ コンサルティング 合同会社、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー 合同会社、デロイトトーマツ 税理士法人およびDT 弁護士法人を含む)の総称です。デロイトトーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約40都市に約8,700名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツグループWebサイト([www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp))をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクマネジメント、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界150を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の8割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約225,000名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#)もご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイトトウシュートーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTLおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTLおよびそのメンバーファームについての詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

本資料は、デロイトトウシュートーマツ リミテッド、そのメンバーファームあるいはそれぞれの関連事業体(総称して“デロイトネットワーク”)の社員・職員のための、内部限の資料です。その趣旨に反して、本資料を利用して生じることのある損失等に対し、デロイトネットワークの社員・職員の責任に帰するものではありません。