



## 情報提供資料

## TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2019年10月30日

## ～英国がEUから離脱したとして・・・～

2016年6月23日の国民投票の結果を受けて、英国政府は2019年3月29日のEU（欧州連合）離脱（BREXIT）を念頭に、EU側と何度も議論を交わし、また国内でも議論を重ねてきましたが、実現には至りませんでした。その後2度の延期を経て定めた期限の2019年10月末日を目前に更に3度目の延期を行い、状況は混迷を深めています。

こうした中にありながらも、為替市場では10月以降に英ポンド（対米ドルレート）が大きく上昇しています。そのきっかけとなったのは英国とアイルランドの首脳会談で以前からの懸案事項であった両国間の国境管理について合意に至るとの観測でした。また、10月17日のEU首脳会談において新たな離脱協定案が英国を除く27加盟国から承認され、秩序ある離脱の可能性が見えてきました。英国下院での採決では、閣外協力をしているDUP（北アイルランド党）が北アイルランドと英国本土の一体感を削ぐとしてこの案に不支持を表明していたことから不透明感が根強く残っていたものの、ジョンソン首相が無所属議員に攻勢をかけるとの観測があり、可決の可能性が視野に入っていました。

しかし、19日の英国下院では新たな離脱協定案の審議がなされたものの、離脱に必要な関連法が成立するまで協定案の採決を保留する修正動議が可決され、不透明感が再び強まる展開となりました。もっとも、同日にジョンソン首相が法律に従ってEU側に離脱延期を要請し、ひとまずは「合意なき離脱」のリスクが低下しました。

その後21日にジョンソン首相が離脱協定案の採決を優先して行うよう英国下院に要請しましたが、バーカウ下院議長がこれを受け入れず、また22日には通常数週間を要すると思われる関連法案の審議を24日までに終わらせるための動議を提出しましたが、否決されました。

ジョンソン首相と議会の不協和音が依然として目立つ中にあってもなお、この間英ポンドは大幅な下落をすることなく、堅調に推移しています。この主な要因には「合意なき離脱」の可能性が薄れたことがあると考えられます。

28日にEU側が2020年1月31日までの延期を認めたため、当面は「合意なき離脱」のリスクを想定する必要がなくなっただけと思われるかもしれませんが、29日には英国下院において12月12日に総選挙を行うことが可決されるなど、EU離脱をめぐる事態は依然として流動的な状態です。

短期的には、今後も市場は英国政府とEUの交渉や議会での動向に一喜一憂する展開を継続するとみていますが、EU離脱における真の問題は、後述のような英国経済への打撃にあるとみています。

(次ページに続く)

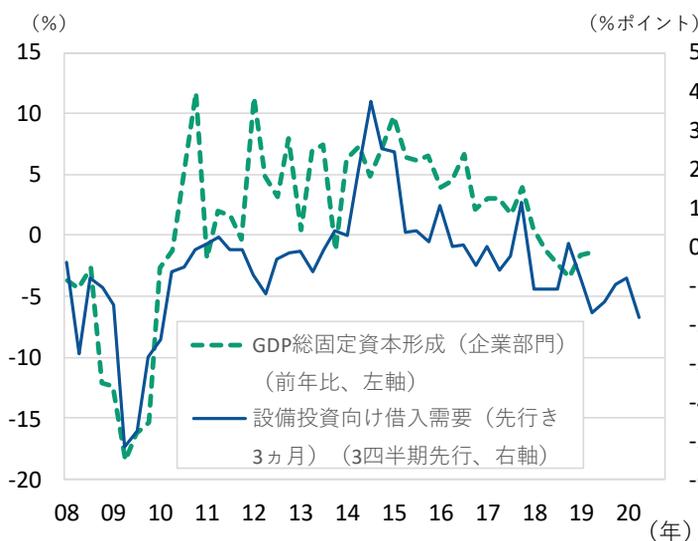
まずは企業の設備投資に関する問題です。決められない政治に辟易（へきえき）して企業が英国を去っていく、あるいは投資を抑制するといったことが考えられます。EU離脱を果たしていない現時点でも、設備投資向けの借入需要は弱含んでいます。またGDP（国内総生産）の総固定資本形成（設備だけではなく建築物等も含む）は企業部門において低迷しており、それらに先行する傾向がみられる借入需要の弱さをみると、今後も厳しい展開が続くと予想されます。また、EU離脱後にこれらが回復することは想定し難いと思われれます。（グラフ①）

次に、潜在成長率に大きな影響を及ぼすとされる生産年齢人口の推移についても懸念されます。これまで英国は移民の受入れによって生産年齢人口を伸ばしてきており、これが英国経済を支えていたと言っても過言ではないと思われれます。今後も英国が移民の受入れ策に大きな変更を行わない場合、国連の推計によると、ドイツやフランスで生産年齢人口が減少するのに対して英国では概ね横這いで推移するため、先行きの潜在成長率がこれらの国を上回る可能性があると考えられます。

しかし、EU離脱の狙いの一つには移民の受入れを抑制することがあり、離脱した場合には移民流入の減少を主因として生産年齢人口が減少する可能性があります。「移民ゼロの推計」は極端な見通しと言えますが、現実的には「標準的な推計」を下回る推移になると想定され、その場合には英国の潜在成長率も低めになる可能性があります。（グラフ②）

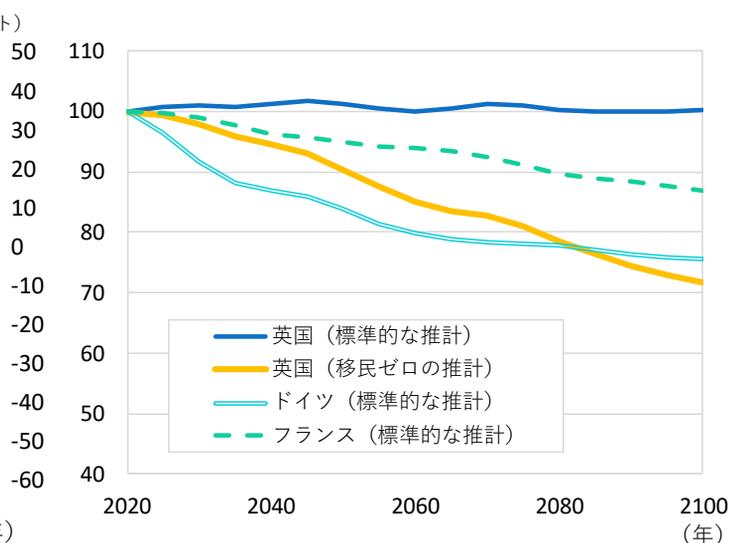
最終的に英国が「合意なき離脱」を避けることができ、晴れてEUから離脱できたとしても、その先の英国経済に明るい未来が待っているとは限らないことに注意が必要だと思われれます。極めて長期的な視点に立てば、英ポンドは緩やかに下落し、英国金利も緩やかに低下していくとみえています。

グラフ①：設備投資等の動向



期間：GDPは2008年1-3月期～2019年4-6月期（四半期）  
 設備投資向け借入需要は2007年4-6月期～2019年7-9月期（四半期）

グラフ②：生産年齢人口の推計



2020年を100として指数化  
 期間：2020年～2100年（5年毎）

出所：国際連合、BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成