

ブレグジット：今後はどうなる？

メイ首相の離脱案は歴史的な大差で否決—
英国とEUの関係について、今後考えられる5つのシナリオを検証

2019年1月16日



アーナブ・ダス
グローバル・マーケット・
ストラテジスト



マイケル・シビター
インベスコ・フィクスト・インカム
(IFI)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

〔要旨〕

● ブレグジット法案は歴史的な大敗に

- 反対票が賛成票を230も上回り（過去250年で最大の票差）、今後の道のりの険しさを示唆

● （今更ながら）ブレグジットをめぐる争点は何か？

- EUの単一市場と関税同盟から英国が完全離脱できるのか？
- 特に、EU加盟国（アイルランド共和国）と国境を接する北アイルランドの取り扱いが焦点

● 今後想定されるシナリオ

- ブレグジダント（合意なき強行離脱）：10%
- ハード・ブレグジット：10%
- 中間ブレグジット：30%
- ソフト・ブレグジット：25%
- プリメイン（離脱放棄とEU残留）：25%

● 今後について

- 英国議員の本音はEU残留ないしソフト・ブレグジット
- しかし、過去の国民投票の呪縛と政権維持・獲得に向けた政治家の攻略から、ブレグジット自体が漠として宙に浮いた状態が継続
- 想定されるシナリオとその確率で示される比較的前向きな見通しとは裏腹に、当面の英国経済は低迷し、英ポンドは不安定、株価が過小評価される状態が続く公算

ブレグジット法案は歴史的な大敗に

2019年1月15日（火）、英国議会はメイ首相が提出した英国の欧州連合（EU）からの離脱（ブレグジット）法案を、230票差という、記録が残るここ250年で最大の票差で否決しました¹。事前の予想コンセンサスを100票あまりも上回るこの票差は、首相のブレグジット計画への不満の大きさを示しています。多くの議員は、同計画が英国経済をさらに弱体化させる可能性があり、北アイルランドやスコットランドの分離独立につながったり、2年半前の国民投票時に離脱派が訴えていた自由を享受できなくなったりすることを不安視しています。

その翌日に行われた労働党の請求に基づくメイ内閣への不信任投票は、賛成306票、反対325票で否決され、当面のメイ内閣の存続が決まりました。今後は「ブレグジット策定」局面に戻る事が予想され、そのブレグジットの形態には、いわゆる「合意なき」ブレグジット（「ブレグジダント」）、ソフト・ブレグジット、さらにはノー・ブレグジット（離脱放棄によるEU残留。「プリメイン」）までが存在します。英国の経済見通しは、短期的にも長期的にも、ブレグジットが最終的にどのようなものとなるかにかかっています。

（今更ながら）ブレグジットをめぐる争点は何か？

英国とEUとの関係に関する多くの問題は、EUの単一市場と関税同盟への加盟状態に帰着します。単一市場は、財、サービス、人、そして資本の4つの移動の自由で成り立っています。特にサービス貿易については、英国が世界のリーダーであり、他のEU諸国を含め、かなりの黒字を享受していることから、残留が非常に望ましいです。しかし、加盟継続には、EU内での自由な移民、欧州司法裁判所の管轄権受け入れ、EU予算への貢献が必要になります。2016年の国民投票では、この3点を拒絶することが、52%の得票率でブレグジットが決まった主な動機になったと考えられます。

関税同盟は財貿易に非常に望ましいものですが、EU共通の対外関税と規制の遵守が必要になり、他国と自由貿易協定（FTA）を結ぶことを認めていません。それでも、アイルランド島において、アイルランド共和国と英領北アイルランドとの間に税関などの物理的な国境（ハードボーダー）を復活させることを避けるためには、英国はアイルランド共和国とは条約によるコミットメントが、北アイルランドには政治的コミットメントが共に必要となり、結局、英国全体が関税同盟に残留する必要があります。

政治戦略次第の不毛なプロセスが繰り返される公算

与党の保守党と野党の労働党双方にとっての根本的な問題は、英国社会における政治的な分裂です。若く、裕福な都市生活者はEU残留を志向し、年配で地方に住む中流もしくは労働者階級はEUからの離脱を求めています。

しかし、そうした背景はさておき、ブレグジットについては、2016年6月の行われた国民投票以降、2年半にわたり準備が進められてきましたが、準備が加速したのは、今四半期に予定されている最終局面に向けて時間が足りなくなってきたこと最近のことです。最後の追い込みがどうなるかは、保守党と労働党双方の政治戦略次第となるでしょう。

メイ首相のゲームプランは、事実上、英国の政治とEUの規則における優先事項を対抗勢力とバランスさせることでした。これまでの交渉を経て、EUが非常に一枚岩となっている一方、英国はすべての重要な（とりわけ単一市場と関税同盟に関する）問題において意見のまとまりを欠くことが明らかになりました。したがって、私たちは議会も政党も、世論調査に依存して最小公倍数を求めるという過

去のプロセスを反復することになるだろうと予想しています。このプロセスはおそらく、英国の有名な「禁じ手なしの議論や闘争」に見られるような辛らつで激しい、かなりの議論を伴う可能性があります。メイ首相の修正法案は再び議会で否決され、内閣不信任投票が繰り返されることになるでしょう。

今後想定されるシナリオ

今後については、さまざまな結末が想定されます。私たちが考えるそれぞれのシナリオとその確率は以下の通りです。

● ブレグジット（合意なき強行離脱）：10%

何もなされなければ、英国は移行期間なしでEUから放り出されることになるでしょう。しかし、首相が合意なきブレグジットを遂行する権限を英国議会が制限し、リスボン条約第50条に基づくEUからの離脱手続きを英国が取り消す権利を欧州司法裁判所が確認したことから、ブレグジットのリスクは急低下しました。

● ハード・ブレグジット：10%

これは関税同盟と単一市場の双方から抜け出ることを必然的に伴うものです。しかし、いかなるコストを払ってでもブレグジットを主張する人々は、（たとえ声は大きくとも）少数派であることがはっきりしているため、私たちは、ハード・ブレグジットの可能性はかなり低下していると考えています。ただし、新たな国民投票や総選挙の結果、ブレグジットの強硬派が政権を担うことになるリスクは残存しています。

● 中間ブレグジット：30%

単一市場からは離脱するものの、英国の統一性を維持するために関税同盟には残留するケースで、EUとトルコとの関係に似ています。

● ソフト・ブレグジット：25%

英国が関税同盟と単一市場に残留することで議会が妥協する可能性はあります。単一市場に加入するノルウェー型に関税同盟への残留が加わるため、「ノルウェー・プラス」と呼ばれる形式です。これは英国とEUの経済関係の大部分が保持されることとなり、ほとんどの大手企業や金融機関の要望に沿ったものではありませんが、英国内では離脱派との間で政治的論争を引き起こしやすいとも言えます。

● プリメイン（離脱放棄とEU残留）：25%

このシナリオでは、英国はEUを離脱することとはなりません、新たな国民投票か総選挙を必要とするでしょう。内心でEU残留を希望している英国議員は多いと思われるものの、国民の意思に対する裏切りともなり得るそのような選択を表明することは公には難しく、先に、2016年の国民投票の結果が覆される（ことが承認される）必要があります。ただし、新たな国民投票は、実施されるとしても前回よりも複雑なものとなるでしょう。EU離脱に「賛成」か「反対」かの二者択一を問うた2016年の国民投票と異なり、それ以降の交渉やEUの規則に関する発見などに基づき、さまざまなシナリオに沿った複数の選択肢が必要になると考えられるからです。

英国の政治は、依然として高い経済的不確実性や市場の不安定さの根源となっています。私たちは、短期的にはブレグジットやハード・ブレグジットといった好ましくない結末となる可能性を20%と、それなりに見込んでいます。しかしそれでも、長期的に適切な見通しを当てはめれば、英国経済にとって、より好ましい結末となる可能性が比較的高いと考えています。次の図表は、各シナリオがもたらす経済、インフレ、中央銀行の政策、市場への影響に関する私たちの予想です。

図表：ブレグジットで想定されるシナリオとその確率、影響など

	ブレグジット (強硬離脱) 2019年	ハード・ブレグジット 2021年	中間ブレグジット 2019年半ば	ソフト・ブレグジット 2019年後半	ブリメイン (EU残留) 2019年後半
予想される確率	10%	10%	30%	25%	25%
そこに至るまでの 政治的プロセス	妥協なし	再度の国民投票／ 総選挙で離脱決定	関税同盟残留という 妥協	関税同盟、単一市 場残留という妥協	再度の国民投票／ 総選挙で残留決定
数年後の経済情勢	不透明さは低下する ものの、投資や移民 が減少することにより 潜在成長率は低下	移行期間が投資減 少をある程度食い止 めるものの、移民の 減少が潜在成長率 を抑制	関税同盟への残留 が経済活動を支援	経済が適応すること で潜在成長率に変 化なし	安定によりGDPが広 範に回復
2019～2021年の 景気	深刻な前倒しの景 気後退	持続的景気減速	持続的景気減速	徐々に回復	一時的に急回復し、 正常化
失業率	移民の海外流出で 労働力が減少する 中で失業率急上昇	移民が減少する中で 徐々に上昇	移民が増加する中で 緩やかに低下	これまで通りの緩やか な低下	移民急増を相殺す る形で緩やかに低下
賃金	深刻な下押し圧力	緩やかな下押し圧力	弱い	実質ベースで緩やか に上昇	実質ベースで徐々に 上昇
消費	深刻な下押し圧力	引き続き弱い	安定	回復	急回復
投資	急減少の後、回復	低減	安定	徐々に回復	急回復し、正常化
輸出入	輸入急減により、収 支がプラスに	輸入が減少し、輸出 は増加	輸入が不振に	輸入は回復し、輸出 は横ばい	輸入増加により貿易 (経常)赤字拡大
インフレ	貿易財やコモディティ 価格の上昇によりス タグフレーションに	サービスのディスインフ レが貿易財のインフ レを相殺	インフレ・ショックの最 悪期を経過	英ポンドの回復にも かかわらず、インフ レ率は低下	英ポンドの回復にも かかわらず、インフ レ率は低下
政策環境	よくない	あまりよくない	段階的改革	まだら模様	前向き
予算	歳出削減にもかかわらず、 赤字拡大	歳出削減によって赤 字は制御可能に	財政収支は管理可 能に	回復に伴い、徐々に 赤字が縮小	税収増加により赤字 が減少
イングランド銀行 (中央銀行)	先行的な利上げの 可能性	政策金利を据え置き	いずれ利上げ	徐々に利上げ	若干の利上げ加速
市場	英国もその他市場も リスク・オフ	英国市場がリスク・オ フ	英国市場が若干のリ スク・オン	英国市場がリスク・オ ン	英国もその他市場も リスク・オン
英ポンド	急落	ボラティリティ上昇	ボラティリティ上昇	不安定ながら上昇	急上昇
英国債	不安定ながら利回り 低下	アウトパフォーマンス	ニュートラル	アンダーパフォーマンス	実質金利上昇
クレジット・スプレッド	急拡大／極度に不 安定	拡大／不安定	不安定	緩やかに縮小	大幅に縮小
株式	小型株主導で大幅 下落	下落するものの、多 国籍の大型株はアウ トパフォーマンス	徐々に回復するも、 不安定	内需株主導で回復	内需株主導で反発

出所：インベスコ。

今後について

英国社会の政治的分断により、英国の議員も、できればEU残留、そうでなくとも非常に柔軟なブレグジットを志向する一派と、離脱を志向する一派とに分裂しています。それでも、今回のメイ首相法案が否決された230票という票差は、英国議会におけるブレグジット問題の重心が明らかにハード・ブレグジットよりはソフト・ブレグジットに寄っており、より柔軟な形式のブレグジットしか議会では受け入れられないことを示唆しています。実際、私たちは、議員は平均するとメイ首相の法案よりもはるかに柔軟な形式のブレグジットを望んでいるとのコンセンサスに同意見です。

実はソフト・ブレグジットが望まれているということ自体は、英ポンドや英国株式の上昇、英国のクレジット・スプレッドの縮小、そしておそらくは英国債利回りの上昇を意味するだろうと私たちは考えています。しかし、現在の本当の問題は、①ブレグジットはどこまで柔軟なものとなりうるのか、②新たな国民投票や総選挙なしでブレグジットを行えるのか、③実際にブレグジットに至るまでにどのくらいかかるのか、④強行離脱派と残留派の間で瀬戸際政策によって時間が浪費された場合の経済的損害はどのようなものとなるか—といったことでしょう。

ソフト・ブレグジットに行き着くまでの過程は非常に複雑なものとなることが想定されます。ブレグジットが最終的に意味するものは、国民投票で過半数を得たブレグジットをどう定義するかということ、ブレグジットをなるべく柔軟なものとしてほしい議会の意向とのバランス次第となる可能性が高いからです。メイ首相の「自由な行動」についての「譲れない一線」（離脱派は英国が自らの貿易交渉をまとめられることを望んでいます）への執着も大きく影響します。

メイ首相がこれまで、議会ではどちらかといえば挑戦的だった（今回の空前の敗北にもかかわらず、融和的ではなかった）ことは、ブレグジットが国民投票の結果を裏切るほど柔軟なものとならないよう、ある程度強硬派の立場を維持したい彼女が、妥協に向けた交渉で翻弄（ほんろう）されることを避けようとしていたことを示唆しています。こうしたアプローチの一環として、メイ首相が保守党の党首としてリーダーシップを発揮するのではなく、古参の議員に取り入ろうとしている行動は、彼女が少なくとも議員たちを分断して制圧し、彼らがブレグジットを柔軟な内容にしないよう努めていることを示唆しています。一方、労働党のコービン党首は、ブレグジットに関する労働党内部の分裂と、広範な有権者や企業の意向との間で適切なバランスをとることを明らかに望んでいます。

要するに、ブレグジットは依然として宙に浮いたまま漠然としているのです。そうしたことから、ブレグジットに関する私たちのシナリオ分析と確率分布はあらゆる範囲の結末を維持したままとなっています。英国議会が、自らが志向するソフト・ブレグジットを選ぶ方法を見つけ出すまで、あるいはそうしない限り、私たちは英国経済が低迷し、英ポンドは不安定で、英国債利回りは押さえつけられ、株価が過小評価される状態が続くと予想しています。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコのグローバル・マーケット・ストラテジストのアーナブ・ダスとインベスコ・フィックス・インカム（IFI）のシニア・ポートフォリオ・マネジャーのマイケル・シビター（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会