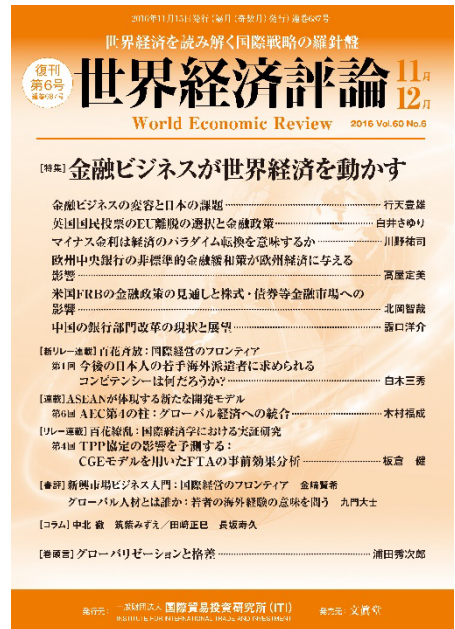


本論文は

世界経済評論 2016 年11/12月号

(2016 年 9 月発行)

掲載の記事です



世界経済評論

定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー 読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店

英国国民投票の EU 離脱の選択と金融政策

慶応義塾大学総合政策学部教授 白井 さゆり

しらい さゆり コロンビア大学, Ph.D. 取得 (経済学博士)。1993～1998年国際通貨基金 (IMF) エコノミスト。1998年慶応義塾大学総合政策学部助教授を経て、2006年同大教授。2011～2016年日本銀行政策委員会審議委員。2016年4～8月慶応義塾大学特別招聘教授。

経済規模が世界第5位、EU第2位の英国においてEU離脱をめぐる国民投票が実施され、僅差で離脱を支持する予想外の展開となった。それが世界の金融市場を動揺させ、世界の株安、日米欧の主要国国債の金利低下、ポンドの急落と急速な円高が進行した。英国経済の今後の展開は、交渉プロセスと脱退協定の内容によるため不確実性が高い。交渉が難航して世界金融市場の変動が大きくなれば、世界経済への影響も大きい。本稿では、英国経済の見通しおよびイングランド銀行の政策対応と今後の行方を中心に、見解を述べることにする。

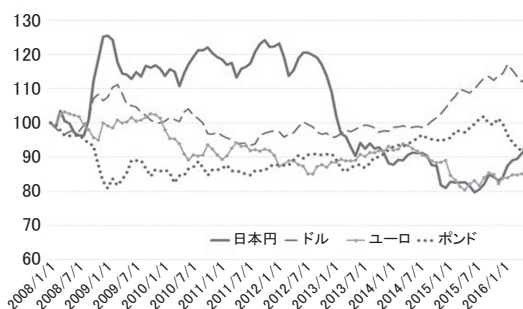
I 英国および世界の金融市場が 早く落ち着いた背景

2016年6月23日に国民投票が実施され、52.5%対47.5%の僅差で離脱支持が決まった。結果発表後、世界金融市場には大きな衝撃が走ったが、比較的早く落ち着きを取り戻した。英国でも株価は上昇し、短期のロンドン銀行間取引金利 (LIBOR) も安定した。国債利回りが大きく低下した一方で、家計・企業向け新規貸出金利は幾分上昇した程度に留まっている。ポンドは減価しているが、もともと過大評価傾向にあったため現在の水準ではとくに問題がないと思われる (図表1)。現時点の英国の金融環境は、むしろ緩和的な状況にある。

英国と世界の金融市場が落ち着いたのは、迅速な新政権の発足と米国の経済指標の改善に加

え、イングランド銀行 (英国の中央銀行) の機敏な対応が指摘できる。第一に、英国の政治状況は、予想以上の速さで7月半ばに新政権が誕生したことで当面の不確実性の低下に寄与している。与党・保守党議員でEU残留派のテリーザ・メイ氏が新首相に選任され、同首相は「EU離脱は、EU離脱だ」と述べ、離脱に向けて後戻りしない姿勢を明確にした。そのうえで、

図表1 実質実効為替レート (2008年1月=100)



(出所) 国際決済銀行 (BIS)。

EUとの交渉を開始するためのEU基本条約第50条の発動は、完全な「英国的アプローチと目的」を決めるまでは実施せず、2017年に持ち越すことを明確にした。組閣では、EU離脱の担当省が新設され、EU交渉に深く関係する貿易省、外務省、農業省などの大臣ポストに同党のEU離脱支持者を起用し、交渉に向けた人事配置を進めたことで、政治面での一定の進展がみられている。

メイ首相は、最初の国内訪問地としてスコットランドを訪れている。スコットランドにはEU残留派が多い。英国が離脱する場合は英国からの独立を問う国民投票を再度実施し、独立が支持された場合には独立国家としてEUに再参加することも視野に入れている。そこで、メイ首相はスコットランドに対して、今後のEU離脱交渉で発言権を有することを明確にし、独立に向けた動きの抑制に努めている。つぎに、最初の海外訪問先としてドイツを訪問し、アンゲラ・メルケル首相と会談を実施した。メルケル首相を始めとするEU諸国首脳が英国に第50条の迅速な発動による交渉開始を迫る中、メイ首相は交渉スタンスを整えてから発動するとの主張を展開し、メルケル首相から概ね支持を確保した。

第二に、米国の経済指標が比較的良好であることが、世界金融市場に安心感を与えた。雇用・所得環境が改善が続いていること、消費が堅調でドル高が一服していることもあって企業業績も一段の悪化はみられないこと、新築一戸建て住宅の着工・販売が増えており住宅価格も上昇が継続していることなどが好感されて、7月下旬に株価が過去最高値を更新した。従来であれば、このような局面ではFRBによる利上げが意識されて株価が下落することも多いが、

国民投票後の世界経済の不確実性が高まったことで利上げペースが緩やかになるとの市場の見方が、株価の下支えとなっている。

しかし、2016年7-9月期の実質成長率は前期比年率で1.2%と予想を大きく下回る結果となり、1-3月期の1.1%とほぼ同程度の低さであった。ビジネス投資と住宅投資が下落している一方で、個人消費支出は大きく伸びている。ただし、ミシガン大学の消費者信頼感指数は先行きについて低下していること、ビジネス投資が緩やかな拡大傾向からストック調整局面に入っていること、および住宅産業では集合住宅着工が横ばい圏内の動きのため全体として拡大していない点には注意が必要である。

II 英国の国民投票と イングランド銀行の機敏な対応

第三に、英国と世界の金融市場の安定化に最も寄与したのが、イングランド銀行の対応である。2016年3月に、国民投票が当面の重要な国内リスクと認識し、投票日前後に6カ月金供給物の資金供給(Indexed Long-Term Repo [ILTR])を増やすことを決めている。ILTRは月1回実施し、幅広い担保を受け入れる資金供給手段である。金融機関は最低入札額50万ポンド以上を応札する必要はあるが、貸出金利はベースレート(政策金利)のスプレッドを入札で決める仕組みである。これを、投票日前に2回、投票日後に1回、毎週実施して不測の事態で銀行の資金が枯渇しないよう万全の備えを整えた。

1. 国民投票後の大胆な金融緩和パッケージ

国民投票の結果発表後、翌日の6月24日に

マーク・カーニー総裁が早々と声明文を発表し、必要があれば通常の資金供給手段を使って銀行に 2500 億ポンド以上の大量資金を提供する用意があると明言した。この一環として、6 月末に ILTR の週次開催を 9 月末まで延長すると発表している。

続いて、8 月 4 日の金融政策委員会 (Monetary Policy Committee [MPC]) では、金融緩和パッケージを発表している。英国の金融市場は緩和的な状況にあり、2016 年前半の経済成長率は年率 2% 程度と順調に見えるが、企業・家計マインドが悪化しており、経済活動が減速しつつあるため先手を打つ形で対応策を打ち出している。それは、① ベースレートの 0.5% から 0.25% への低下、② 民間への貸出増加条件付き資金供給の要素を含む Term Funding Scheme (TFS) の新設 (最大 1000 億ポンド)、③ 国債保有残高を 600 億ポンド増加、④ 社債の買い入れ (最大 100 億ポンド) で構成されている。

ベースレートについては下限が「0% 近傍、0% 以上」と定義し、大半のメンバーが年内に一段の利下げを予想していることを明らかにしている。当座預金に対しては現在 0% 金利を適用しているが、同定義は暗にマイナス金利政策の導入の可能性を否定したことになる。マイナス金利が銀行収益を下押ししていることは欧州の経験からよく知られている。英国の銀行部門は、低金利環境で収益力が弱まっているうえに、単一市場へのアクセスを失って金融サービス活動が縮小するとの懸念が強く、金融株の株価も下落しやすい。この状態で、マイナス金利のような銀行の不安をあおる手段の採用は考えにくい。

パッケージの ② TFS は金融政策の波及経路

を改善するための措置と位置づけられる。ベースレートの引き下げによって、銀行の貸出金利が低下しても預金金利はゼロに近く下げ余地が乏しいために、貸出利鞘の縮小と収益低下が予想される。銀行がそれを相殺するために民間部門への新規貸出金利を引き上げてしまうと、金融緩和効果が減衰する恐れがある。そこで、イングランド銀行が低利で長めの資金を供給することで、銀行の調達費用を下げて貸出金利の引き上げを抑制する狙いがある。

資金供給の手順としては、最初に、2016 年 6 月末現在の銀行による企業・家計への貸出残高の 5% 相当 (筆者試算では約 800 億ポンド) まで借り入れができるとし、これを「最初の資金供給」(initial allowance) と呼んでいる。次に、これに加えて、2016 年 6 月末から 2017 年 12 月末の「参照期間」において (償還を除く) ネットの民間貸出額を 1 ポンド増加させれば、1 ポンド追加的な資金供給を受けることができる。「追加的資金供給」(additional allowance) を導入した。この参照期間にネットの民間貸出額が減少すれば、イングランド銀行からの資金供給額は initial allowance に限定される。

貸出金利はベースレートに手数料 (最大 25 ベーシスポイント) を加算したものとなり、現在 0.25% のベースレートのもとでは 0.25 ~ 0.5% の範囲となる。参照期間に民間貸出額が増える場合、最低のベースレートが適用される。反対に、参照期間の民間貸出額が 5% 以上減少する場合、最大手数料 25 ベーシスポイントが適用され 0.5% となるが、ホールセール市場や顧客預金で調達する費用 (少なくとも平均 1% 以上) より低い。TFS の貸出期間は、引き出し日から 4 年間に設定されているが、早期償還ができる。TFS の実施期間は 2016 年 9

月半ばから2018年2月末までの18カ月間を想定しており、2017年8月までに翌年2月末で停止あるいは延長するかを決める。実施期間中に資金供給や手数料などの条件変更もありうるが、緩和内容を後退させないと明確化している。

なお、イングランド銀行は2012年に金融機関の民間貸出実績見合いで4年間融資を行う制度（Funding for Lending [FLS]）を導入している。短期割引国債を手数料25ベースポイントで貸与し、銀行はそれを市場で売却して資金を調達する仕組みである。FLSの対象案件については段階的に縮小して現在は中小企業向け融資実績に限定しており、2018年1月に終了予定である。FLSのもとで資金供給を受けている銀行に対して、TFSで設定した資金供給の上限（initial allowance）までのFLSからTFSへの乗り換えを認めている。TFSは新規貸出に関して貸出条件付き資金供給形式を採用しており、FLSよりも柔軟でより低い金利が適用されうるため、事実上、FLSに代替する措置とみなせる。

TFSは資産買い入れファシリティ（APF）の一部として運営されている。国債の新たな買い入れ総額600億ポンドと総額100億ポンドの社債買い入れと合計して1700億ポンドの新たな資金供給枠を準備している。国債買い入れについては2012年10月末に完了して以降、3750億ポンドの保有額維持のために再投資をしており、保有額はGDPの2割強、発行残高（時価）の25%程度に相当する。600億ポンドの新規買い入れは発行残高の4%弱に過ぎないが、既存の保有分と合わせれば3割にも達する規模になる。しかも、この買い入れを2016年8月8日からの半年間で実施し、600億ポンドは2016年度の（借換債を除く）新規発行額の1.2倍相

当、半年間に換算すれば2.3倍という多額の買い入れ規模になる。このため国債の需給逼迫が予想され、発表日8月4日の国債利回りは2年物で前日比8ベースポイント、5年物と10年物は16ベースポイント、30年物は14ベースポイントも低下した。

社債の買い入れは2016年9月半ばから2018年2月までの18カ月間にポンド建てで（金融機関や保険会社を除く）企業の発行する社債を最大100億ポンド買い入れる。英国経済に重要な貢献している企業が発行体、少なくとも1つの格付け会社による投資格付けの獲得、最低発行額が1億ポンド、残存期間が最低1年などの規定がある。この規定を満たす社債は1500億ポンドあるので、発行残高の僅か7%弱を買い入れることになる。

2. イングランド銀行による金融政策以外の対応

金融政策以外の対応としては、2016年7月に金融規制を緩和している。バーゼル銀行監督委員会の合意（バーゼル3）のもとで、各国では自己資本比率の上乗せ部分として「カウンターシクリカル資本バッファ」が、2016年から0~2.5%程度適用されている。英国では信用残高の対GDP比が2016年1-3月期に143%と上昇傾向にあり、不動産価格が高騰していることへの懸念もあって、2016年3月に0%から0.5%へ引き上げたばかりである。これを再び0%へ引き下げ、銀行に対する自己資本の積み増し負担を減らして、貸出が抑制されないよう方針を転換している。

さらに8月4日にバーゼル3のもとで銀行に適用されるレバレッジ比率（普通株など中核的自己資本をエクスポージャーで割った比率）に

ついて、イングランド銀行当座預金を分母からとり除く措置を発表している。これにより、イングランド銀行からの資金供給を受けた銀行にとって、イングランド銀行当座預金が増えてもレバレッジ比率が低下しなくなるため、銀行の自己資本の積み増しが必要なくなり、金融緩和措置を活用するインセンティブが高まると期待されている。

Ⅲ 英国の EU 離脱の影響と今後の経済・物価見通し

英国経済は、需要の恒常的な減少により経済成長は減速し、中長期的には潜在成長率も低下すると予想される。その一方で、今後数年間はポンド安による輸入物価の上昇で物価見通しは逆に上振れる可能性が高い。英国は、成長率の低下とインフレ率の上昇というトレードオフに直面することになる。以下では、国際通貨基金 (IMF) とイングランド銀行の見通しを解説する (図表2)。

1. IMF による見通し：

楽観的な EU 脱退シナリオ

IMF は 2016 年 7 月に 2016～17 年の「世界経済見通し」の改定版を発表している。英国については、2016 年は (4 月時点対比で) 0.2% ポイント下方修正して 1.7% へ、2017 年は 0.9% ポイント下方修正して 1.3% とした。

また 6 月の国民投票直前に IMF は「対英報告書」を発表しており、2016～2021 年について EU 残留を前提とするベースライン・シナリオとともに、離脱のシナリオとして「悪化シナリオ」と「さらなる悪化シナリオ」も示している。7 月「世界経済見通し」における英国の見通しは悪化シナリオとほぼ同じである。ここでは、英国が、「欧州経済地域 (European Economic Area [EEA])」——EU がノルウェー、アイスランド、リヒテンシュタインと構成する単一市場——に留まり、単一市場へのアクセスを確保すると想定している。経済障壁が高まらず、家計・企業が英国の将来に対して自信を維持し、不確実性が早く低下し、一部の金融サー

図表2 IMF とイングランド銀行の経済・物価見通し

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
実質成長率 (%)						
IMF の見通し (2016 年 6 月)						
悪化シナリオ	1.7	1.4	1.8	2.0	2.1	2.1
さらなる悪化シナリオ	1.1	▲0.8	0.6	1.7	2.6	2.9
IMF の見通し (2016 年 7 月)	1.7	1.3	—	—	—	—
イングランド銀行の見通し (2016 年 8 月)	2.0	0.8	1.8	2.2	—	—
物価変化率 (%)						
IMF の見通し (2016 年 6 月)						
悪化シナリオ	1.1	2.6	2.8	1.8	1.5	2.0
さらなる悪化シナリオ	1.6	4.0	3.2	1.9	1.2	1.9
イングランド銀行の見通し (2016 年 8 月)	0.7	1.9	2.3	2.4	—	—

(注) イングランド銀行の 2019 年の見通しは第 3 四半期までの平均。

(出所) 国際通貨基金 (IMF)、イングランド銀行。

ビスのユーロ圏への移転や金融環境のタイト化も限定されるという、きわめて楽観的な想定に基づいている。しかし、ヒトの自由と（減額される可能性が高いが）EU 拠出金の支払いが必要で、さまざまな規制策定段階での発言・投票権を失いかつ規制を遵守する義務がある。英国にとって離脱する根拠が乏しくなり、移民流入規制を掲げる現政権がこのシナリオを受け入れるのは政治的に難しいと思われる。

しかも、単一市場といってもノルウェーなど非 EU 加盟国は関税同盟ではないため、EU 域内の貿易関税率は 0% であっても、第三国に対しては EU とは異なる独自規定を持つことになる。英国も関税同盟を形成しないとすると、EU が第三国と締結する（関税、サービス、投資、政府調達などの市場開放を含む）自由貿易協定（Free Trade Area [FTA]）——IMF によれば現在 60 カ国と締結、米国、日本、カナダなど 67 カ国と交渉中——の効力や蓄積した交渉内容を失うことになる。

英国にとって、自国の輸入関税率や非貿易障壁を EU の FTA よりも自由化を進めた協定を第三国と交渉する好機である反面、相手国の輸入関税率や非貿易障壁についての膨大な交渉を単独で再締結や交渉のやり直しをする必要があり、英国政府の行政的・時間的負担が重くなる。英国単独では交渉力が低下するため、第三国に有利な条件を要求される可能性もある。第三国との自由化交渉は EU との脱退交渉の終了後になるため、この間、英国が独自の FTA 協定の準備を表立って進めるのも難しい。不確実性の高まりによって不動産市場では高騰してきた不動産価格の伸び率が減速しており、消費や投資を抑制する恐れもある。

IMF の見通しでは、以上の負の側面を十分

数値に織り込めていない可能性がある。だからこそ、経済成長率は 2018 年から上昇し、2019 年以降は 2% 前後と従来の成長率と概ね同じ水準を実現できるとの予想がなされたと思われる。

物価見通しについては、7 月「世界経済見通し」は公表していないため、6 月「対英報告書」にもとづけば、インフレ率は 2016 年の 1.1% から、2017 年に 2.6%、2017 年に 2.8% へ達し、2% のインフレ目標を上回ると予想されている。2% を上回る程度が比較的抑制されているのは、ポンド安が現在よりも大きく進行しない一方で、EU 離脱による総需要の減少が物価を下押しすると想定しているとみられる。このため、インフレ率は 2019 年が 1.8%、2020 年は 1.5% とともに 2% を下回った後、2021 年には 2% を達すると見込んでいる。インフレ率の上方シフトが限定的な点で楽観的な印象を受ける。

2. IMF による見通し：

悲観的な EU 脱退シナリオ

一方、IMF の「さらなる悪化シナリオ」では、交渉が円滑に進まず、英国で世界金融危機並みの不確実性が高まる状態を想定している。貿易障壁は通常の世界貿易機関（WTO）の取り決め内容に戻ること、多くの金融サービス業務がユーロ圏へ移転し、リスクプレミアムの上昇によって企業や銀行の資金調達コストが上昇して金融環境が引き締められ、英国がマイナス成長の景気後退に陥るとの見立てである。

英国にとって死活問題となるのが、金融サービスのパスポートを失うことである。英国が世界に誇る金融センターに発展したのは、1990 年初めからの単一市場へのアクセスとともに、少ない規制・低い法人税率・英語圏などの有利

なビジネス環境を整備した点が挙げられる。とくに、外国為替、金利デリバティブ、銀行のクロスボーダー貸出などの金融取引の世界シェアが大きい。パスポートがあると、EU 域内の金融監督当局がお互いの監督・監視体制を容認するので、英国に拠点のある金融機関は域内で自由に支店を設立してサービスを提供できる。パスポートがなくなれば、進出先の金融監督当局の監督・監視体制に服することになり、より費用がかかる子会社の設立が必要となると見込まれる。また、英国の金融センターは EU 最大の金融・保険・専門サービスなどを提供する企業クラスターを形成している。金融機関や関連企業が英国に留まることが有利でないと判断すれば、その多くが EU 市場へのアクセスをもとめて、一斉にフランクフルト、アムステルダム、パリなどへ拠点を移す可能性がある。実際、これらの都市をもつ諸国では自国の金融センター発展の千載一遇の好機ととらえて、誘致活動を積極化させる意向とみられる。

IMF の見通しによれば、英国の経済成長率は 2016 年の 1.1% から 2017 年に▲ 0.8% へと一旦は大幅に落ち込む。しかし、2018 年に 0.6% へとプラスに転じ、2019 年には 1.7%、2020 年には 2.6%、2021 年には 2.9% へと上昇が見込まれており、2021 年の実質 GDP 水準は EU に残留する場合よりも 4% 程度下回るに過ぎないと予想されている。しかし、EU 脱退協定の締結・施行が 2019 年以降になる可能性が高いとすれば、2019 年の成長率の上昇は楽観的だともたほうがよい。物価見通しについては、2016 年に一段とポンド安が進んで 1.6%、2017 年は 4%、2018 年は 3.2% と 2% を大きく上回る一方で、EU 離脱による総需要の低迷が「悪化シナリオ」よりも大きくなるため、逆に 2019

年は 1.9%、2020 年は 1.2% へと低下した後、2021 年に 1.9% へ上昇すると予想している。

3. イングランド銀行による見通し：

大きな緩和効果を反映

イングランド銀行が 8 月 4 日に示した経済・物価見通しは、前述の金融緩和の効果を織り込んでいるため、2016 年の見通しは 2% と、IMF の 6 月「対英報告書」における「悪化シナリオ」の 1.7% よりも高くなる。一方、2017 年の見通しは 0.8% と、IMF の同シナリオの 1.4% よりも低いが、「さらなる悪化シナリオ」の▲ 0.8% よりも高く、景気後退に陥らないとの想定である。つまり、2018 年は「悪化シナリオ」と同じ 1.8% の成長率へ上昇する見込みである。このことは、EU 離脱に関するイングランド銀行の想定が IMF の「悪化シナリオ」ほど楽観的でないにせよ、金融緩和効果を強く織り込んでいるために比較的早い 2018 年には回復方向へ転換できるとの見立てと推察される。後述するが、潜在成長率が低下し脱退協定後も施行をめぐり高い不確実性が続くと考えれば、このペースでの改善は楽観的な見通しだと言わざるをえない。

物価見通しについては、2016 年の 0.7% から 2017 年は 1.9% へ緩やかに上昇し、2018 は 2.3%、2019 年 2.4% と 2% を少し超える程度と予想されている。IMF の「悪化シナリオ」よりも、2018 年までのインフレ率が抑制的である。

4. 経済・物価見通しについて総括

以上、IMF とイングランド銀行の経済・物価見通しを概観したが、EU 離脱の前例がないために、いずれの経済見通しも脱退協定について幾分楽観的な想定を置いているようにみえ

る。とくにイングランド銀行では金融緩和と政策を決定した以上、その効果を大きく織り込むことで、市場・国民の不安を緩和したいという政策意図も垣間見られる。

英国以外の27カ国から構成されるEU側では、国内で反EUを掲げる政党の動きが活発化しており、長く低迷する経済に不満をもつ周縁国の市民も多い。このため、英国に妥協し過ぎると域内でEU離脱に向けた政治的動きが相次いで政治的に不安定化する恐れがあり、安易な交渉妥結による前例はつくりたくない。かといって単一市場が縮小し、金融機関や関連企業の拠点がユーロ圏へ移転される際に混乱が生じ経済が不安定化すると、ユーロ圏経済への打撃も大きい。交渉は難航が予想される。

物価については、今後、インフレ圧力が高まると、予想インフレ率が2%を大きく超えて上昇する場合、実際のインフレ率が2%程度に収斂しにくくなる。しかも、金融緩和によって国債利回り差が縮小することで資本流出が加速し、一段のポンド安によって間接的にもインフレ圧力が高まると見込まれる。また、IMFもイングランド銀行も総需要の恒常的な低迷による物価下落圧力を強調しているが、潜在成長率も低下するため需給ギャップのマイナス幅がさほど拡大せず物価下押し圧力が限定される可能性も念頭におくべきである。

IV 8月の金融緩和パッケージについての評価

イングランド銀行が2016年8月に金融緩和を打ち出したことは市場・国民の不安を和らげるうえで一定の効果が期待できる。しかし、8月時点で包括的な金融政策対応が必要であった

のか、その判断については疑問が残る。

1. 性急な金融緩和に対する疑問点

第一に、EU離脱の方向性が分からない現段階で金融緩和をしても、潜在成長率も低下すると見込まれるなか、投資や消費が積極化するとは考えにくい。7月MPCで次回(8月MPC)に金融緩和の可能性を示唆した手前、何らかの金融緩和が必要だったとしても、ベースレートの0.5%から0.25%への引き下げに留めて、「金融市場に引き締め的な兆候がみられたら即座に対応する準備ができています」といったアナウンスメントを伴う対応で十分ではなかったかと思われる。金融緩和内容が市場予想を超えるものであった点も、現時点でそれほど必要性が意識されておらず、イングランド銀行が前のめりになっていることが示唆される。

EU基本条約第50条の発動まで時間があり、発動後も少なくとも2年間の交渉期間が控えており、加盟国が全員一致すれば交渉が長期化する可能性もある。脱退協定の締結後も、実際に施行されて实体经济に影響を及ぼすにはさらに時間を要するとみられる。この間、不確実性が高い状態が続き、金融市場が不安定化する可能性が高く、金融緩和手段をできるだけ温存して市場で大きな緊張が走った際に迅速に動くのが望ましいと考えられる。

第二に、国民投票以降、国債市場では長期金利が大きく低下しており、短期銀行間市場の金利や企業・家計の貸出金利も落ち着いている。しかも、金融緩和をしなくても今後のインフレ率と予想インフレ率の上昇によって実質金利が大きく低下していくと見込まれる。急いで金融緩和を打ち出す必要性は低かったとみている。

第三に、最近の金融市場は追加緩和を実施し

でも、日本やユーロ圏でみられるように、すぐ織り込まれて（消化されて）しまい金融緩和効果が短期間で弱まる可能性がある。しかも追加緩和手段を相次いで打ち出すと出尽くし感が高まって、中央銀行の予想に反して金融市場が引き締め的な方向に転換することがある点には注意が必要である。

国債買い入れは2017年初め、TFSと社債買い入れは2018年2月までの継続を明確にしており、今後、それらの延長や拡充が予想される。成長率の低下とインフレ率の上昇というトレードオフの最小化に努めながら、金融緩和効果を見極めつつ、追加緩和のタイミングを見極めながら柔軟に対応していくことが望まれる。

最後に

最後に、わが国と日本銀行の金融政策への影響について述べる。英国のEU離脱プロセスは今後2～3年にわたり世界経済の不確実性を高める要因となる。その結果、イングランド銀行だけでなく、離脱による経済の打撃が大きいユーロ圏の欧州中央銀行（ECB）の追加緩和も余儀なくさせる一方で、米国連邦準備制度理事会（FRB）の利上げペースは緩慢にならざるをえない。

このため、安全通貨とみなされる円の為替レートは円高に振れやすい。円高はインフレ率や製造業企業の収益変化率を下押しするが、100～110円程度の対ドル相場や現状の実質実効為替レートであればファンダメンタルズと概

ね整合的とみられる。日本銀行としては2%の物価安定目標の達成時期の後ずれが避けられない。しかし、賃金が伸び悩み物価上昇を容認しない家計が多いなか、原点に立ち戻ってなせ2%目標が日本経済にとって重要なのか対外広報活動を大幅に改善し、無理のない金融緩和政策でわが国経済を下支えする政策に転換すべきである。

また、英国では英国をEUへの入り口とみなして生産・営業拠点を展開している日系の製造業企業や金融機関が多く存在する。こうした企業にとっては混乱が避けられない可能性がある。英国がEUとの間で輸入関税率0%を維持したとしても、非関税障壁が適用されたり、EUが第三国と締結するFTAが使えなくなる恐れがあり、ユーロ圏において生産・営業拠点の創設・拡充を図る必要性が高まっていくかもしれない。日系の金融機関も、欧州での金融取引は分散が余儀なくされると思われる。

英国政府は交渉に向けてまだ意見がまとまっておらず、明確なビジョンを示していない。この点、日本政府の「英国のEU離脱に関する政府タスクフォース」が2016年9月2日に「英国およびEUへの日本からのメッセージ」を採択し、円滑かつ透明なプロセスでの離脱交渉を要請するなどさまざまな要望を提示したことは、英国のメディアで大きく取り上げられ、英国政府にとってウエイクアップ・コールになったようである。まずは、英国政府の方針が明確になるのを見守りたい。