

## (EU統合の変遷)

第二次大戦後、ふたたび欧州発の世界大戦を起こしてはならないとの考えが欧州統合の機運をもたらし、欧州評議会(1949年)や欧州石炭鉄鋼共同体(1951年)などを経て、欧州経済共同体(EEC)(1958)そして欧州連合(EU)(1993)へと経済統合の動きが70年近くにわたり続いてきた。

(図表1)

欧州と英国の歩み

|       |              |
|-------|--------------|
| 1967年 | 欧州共同体(EC)発足  |
| 73年   | 英国がEC加盟      |
| 93年   | 欧州連合(EU)発足   |
| 99年   | 単一通貨ユーロ導入    |
| 2010年 | ユーロ圏がギリシャ支援  |
| 16年   | 英国国民がEU離脱を選択 |

(注)日経朝刊(2016.6.26)による。

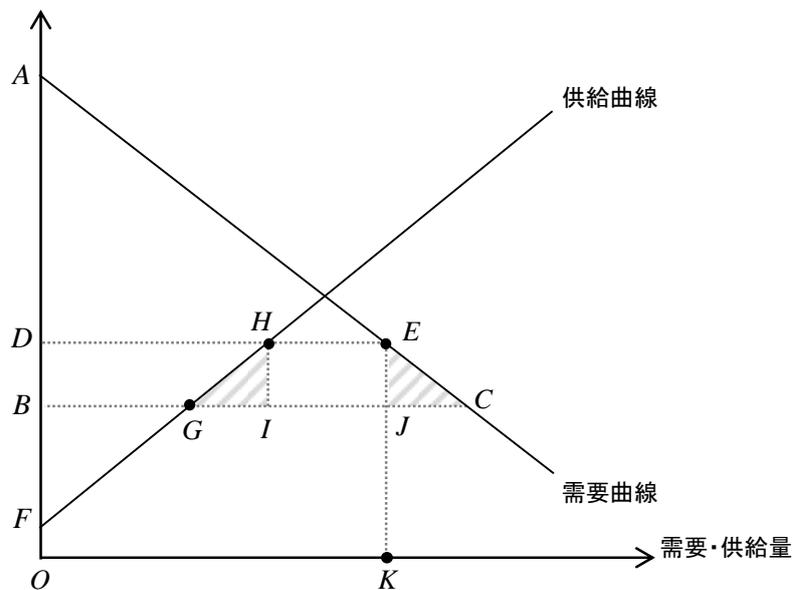
1958年、欧州経済共同体(EEC)が発足した当時、EEC条約は既に「人、サービス、資本の自由移動に対する障壁」の除去を謳い、単一市場の形成を目標に掲げて走り始め、以降の各国の努力により、1993年に発足したEUは、関税障壁のみならず非関税障壁(non-tariff barriers to trade)の撤廃、さらに、統一通貨の採用、ECB(欧州中央銀行)の設立、欧州議会の設置など経済面でも政治面でも一段の統合を進め、現在では日・EU経済連携協定といった自由貿易協定や難民対策などもEUが加盟各国を代表して主導する形になっている。

EU単一市場形成の経験は、貿易と投資に関する障壁除去を通じて、参加国間の経済国境を下げ、域内で一つの生産体制を構築し、各国がそれぞれの強みを有する分野への特化・分業を進展させ、域内の各国・地域全体が経済成長を享受できることが大きなメリットとされた(参考参照)。

(参考) 関税障壁のない自由貿易が一国及び地域全体の資源配分の効率性を最高度に高めることは、最も素朴な形では、以下のような厚生経済学の余剰分析により説明される(静学的・小国の仮定を置く場合)。

いま、自由貿易が行われていると仮定し、国内で課税が行われない状態では、ある財の消費量が国際価格O Bの下で、BCとなる(輸入量はGC)。何らかの理由でBDの関税をかけ、消費量がOK(=DE)(輸入量はHE)に削減されたとしよう。この場合、自由貿易下での総余剰は(△ABC+△BFG)であるが、消費分に関税を単位あたりBDだけ賦課すると、総余剰は(△ADE+△DFH+□HIJE)となり、自由貿易下よりも、その総余剰は(△HIG+△EJC)だけ減少する。これが関税の賦課に伴う貿易利益の喪失である(小宮隆太郎・天野明弘共著「国際経済学」(1972,岩波書店刊、206ページ参照)。

図表2 関税による消費抑制の効果



(EUの大きな存在感)

この結果、EUは「世界最大規模」の単一市場を形成し、世界の中で大きな存在感を示してきた。国際通貨基金（IMF）によると、物価水準を調整し、為替変動を取り除いた購買力平価ベースで見ると、EUの域内総生産（GDP）は約19.2兆ドル（約1,960兆円）に達する。イギリスが離脱すれば、EUは約18.0兆ドルの米国に抜かれ、約19.4兆ドルの中国にも劣後する。また人口面でも、EU28か国のEU人口は約5億800万人であり、うちイギリスは約6,500万人(13%)で、ドイツの約8,100万人(16%)に次ぐ地位を占める。

経済圏の力を示すGDPや人口がBrexitにより減少すれば、EUの統一市場としての魅力は薄れ、英国の離脱によりEUは予算の縮小を迫られる。EUの財政報告書によると、2014年にイギリスがEU予算において負担していた金額は140億ユーロ（約1兆6千億円）にのぼり、これも、EU全体の1割強を占め、4番目に多い。今後、イギリスの拠出の穴をどう埋めるのかが課題になるが、加盟国に新たな拠出を求めるのは難しく、共通予算が縮小する可能性もある。東欧諸国へのインフラ投資や域内農業への補助金や地域振興などの政策がこのあおりを受けかねないと指摘されている。

他方Brexitにより、イギリスは、この資金を国内の社会経済対策に自由に使えるフリーハンドを手にすることはなる。離脱派が国民投票前のキャンペーンで唱えていたのは、（これらの資金を）国営医療サービス（NHS）、雇用、年金の拡充に投入するので、経済への悪影響はないという主張であった。

(図表 3)



(注)NIKKEI.COM(2016.6.26)による。

そもそも、イギリスの法体系は慣習と判例に基礎を置くもので（コモン・ロー、判例法主義）、明文化された憲法はない。したがって、EUの基本的な共通規制においてすらイギリスが参加できていないものがあり、イギリスはEUと単一通貨ユーロの創設を定めたマーストリヒト条約でも、使用通貨の適用が除外され、欧州統一通貨ユーロではなく、ポンドの国内使用が許されている。こうした緩い拘束が今回のイギリスのEUからのBrexitを容易にした面があるとみられる。

#### (Brexitの影響は)

Brexitの影響については、今後のEU諸国の為替市場介入等の対応等や中長期的・間接的な効果などをよく見極める必要があり、軽々に予想を行うべき問題ではないが、とりあえず、Brexit直後の6月24日から27日にかけての日経新聞に報道された各界の有識者の見解を見ておこう。

まず、6月26日日経朝刊「日曜に考える—英離脱ショック、世界経済に影響は—」の特集記事において、前財務省財務官の山崎達雄氏は「銀行や企業が収益源を英国から他国へ移して雇用が減る。ポンドが下落するので輸入物価が上昇する。英企業にとってポンド安は競争力の強化につながる面があるが、欧州向け輸出に関税がかかるようになれば相殺されてしまう。EU離脱で関税障壁・非関税障壁など（が復活し）、イギリス企業がEUでビジネスを行う上で不利になる」と指摘した。この点に異論を唱える向きは少ないであろう。

また、同上特集記事において、野村証券シニアエコノミスト 岸田英樹氏は、イギリスの不動産市場を通じた悪影響を以下のように指摘している。

「英国で金融業の免許を持っていれば、EUの全加盟国で金融業が営めるシングル・パスポート制度が、金融機関がシティーに拠点を置くメリットになった。このメリットがなくなり、金融機関が海外に逃げると危ない。好調だった不動産に影響が出るだろう。高給取りの金融マンが高い家賃で住む住宅には投資マネーが流れ込んでいる。金融マンが家賃を払えなくなれば投資マネーは逃げ、住宅価格が下がる。

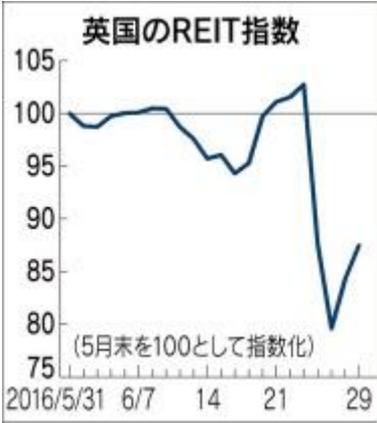
住宅価格が下がると消費が冷え込む。金融機関が高い賃料を払うオフィスビルも価格が下がるかもしれない。不動産市況は人々の心理に与える影響が大きい」(参考)

(参考) EU離脱が英国の不動産価格にあたる影響を、上記文脈に基づいて、収益還元法により整理すれば以下のとおりである。(1), (2), (3)はいずれも不動産価格を下落させる要因になる。

$$\text{不動産価格} = \text{NOI (1) (Net Operation Income)} \\ \div (\text{リスクフリーレート} + \text{リスクプレミアム (2) - 期待 NOI 成長率 (3)})$$

- (1): 金融マンが家賃を払えなくなることによる空室率の上昇又は家賃低下
- (2): 金融機関の海外移転等の不確実性の増大
- (3): 消費の冷え込み等による期待成長率の低下

また、7月1日の日経朝刊は、2面記事で、英国のオフィスや住宅といった不動産を投資対象とする不動産投資信託(REIT)の指数が、英国民投票後に一時、2割超の大幅下落を記録したと報じた。これは、欧州連合(EU)離脱で英国の「国際金融センター」としての地位が揺らぎ、金融機関や法律事務所、コンサルティング会社などが拠点を英国外に移す可能性が、金融機関のオフィス需要を落ち込ませ、不動産市況に悪影響が及ぶとの懸念が広がったためである。みずほ証券の大畠陽介氏は、これを「ヘッジファンドなどが英国から他国のREITに資金を移した可能性がある」と分析している。(米国や日本などのREITは堅調に推移している)。



(注)日経朝刊(2016.7.1)による。

更に、6月29日の日経朝刊は Brexit の決定をうけて、円やドルだけでなく、インターネット上の仮想通貨であるビットコイン<sup>1</sup>にも買いが入っていると報じた。ユーロ、ポンドの急落が、行き場を失ったマネーの一部をビットコインに流れ込ませたと見られるという。ただ、ビットコインの時価総額は1400万人の投資家が参加しているものの、100億ドル程度であり、世界の1日当たり為替取引額約5兆ドル

<sup>1</sup> 2009年に誕生したインターネット上の仮想通貨。国や中央銀行といった管理者がおらず、個人がインターネットを通じて専門の取引所で円や米ドルなどと交換して購入できる。既存の金融機関を経由せず取引するため、手数料が安くすむなどの利点がある。価格の変動が激しいのが特徴で、現在も利用者の大半が投機目的で保有し、値上がり益を期待して売買を重ねている。実店舗での支払い手段として使うこともでき、日本では約1千店で使用できる。日本では5月に取引所を登録制とするなどの仮想通貨に関連する法律が成立した。法施行によって金融庁が悪質業者を行政処分できるようになる(日経朝刊 2016.6.29、5面の用語解説から引用)。

超から見てあまりに小さいので、これには人民元安が進む中国経済への不安から、人民元からの資金逃避が中心だとの見方もある。

### （日本への影響）

当面、リスクオフのため、ポンド、ユーロが買いにくい為替市場環境の中で、相対的にリスクが少ないと目される円が買われる傾向が続く可能性がある。加えて、米国の雇用統計における非農業部門の雇用増加数の改善が思わしくなく、景気回復の足踏み懸念が強まる中で、今回の Brexit の影響が加わり、米国の金利引き上げ時期が先送りされる公算が高くなることから、日米金利差が円安をもたらす可能性は小さくなり、ドルを買う動きは起きにくいように思われる。これは輸出企業の採算性を悪化させる一方、輸入物価の下落を通じて実質所得を増加させる。

また、国内 REIT 市場では、株式市場の乱高下に嫌気のさした内外投資家が、相対的にリスクが小さい REIT にポートフォリオをシフトさせる動きが生じ、比較的堅調に推移する可能性があると考えられる。現に東証 REIT 指数は、Brexit 直後に 1700 近くまで下げたものの、その後は Brexit 前の 1800 の水準を Brexit 後も維持している。

実際、不動産投資信託 (REIT) の値動きを示す東証 REIT 指数は、Brexit 直前の 6 月 23 日に比して 29 日では一時、英国の欧州連合 (EU) 離脱が決まる前の水準である 1818.57 (23 日終値) を上回る場面があるなど、回復基調となっている (29 日の終値は 1813.14) (図表 4)。これは、依然長期金利の指標である新発 10 年物国債利回りが過去最低を更新 (29 日、一時年マイナス 0.240%) する中で、上場 REIT の予想分配金利回りは 3.5% (加重平均) と相対的に REIT の魅力が増しているためである。

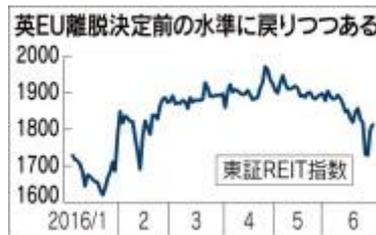
特にオリンピックを控えた東京都市部には収益性の高い不動産を投資対象に組み込んでいる REIT については、内外投資家から安全性が高いと評価される可能性が高い。実物不動産についても、もともと欧州を目指していたアジアの資金を含めて、国内不動産市場の相対的優位性が高まり、堅調に推移するとの見方が出ている。これについて、6 月 30 日の日経新聞は、REIT が「外部環境に左右されにくいことも資金流入につながっている」(モルガン・スタンレー MUFG 証券の竹村淳郎アナリスト)、REIT が収入源とする保有不動産の賃料は為替変動の影響を受けにくく、「賃料変動が少ない住宅や契約期間の長い物流 REIT が選好されている」(みずほ証券の大島陽介シニアアナリスト)との見解が紹介されている。

(図表 4)

**物流施設や住宅などに  
投資する銘柄が買われた**

| 銘柄名       | 主な投資先 | 上昇率 (%) |
|-----------|-------|---------|
| 産業ファンド    | 物流    | 5.0     |
| アコモ F     | 住宅    | 4.5     |
| 積ハ S I レジ | 住宅    | 3.3     |
| 日ヘルスケア    | ヘルスケア | 3.2     |
| 日本ロジ      | 物流    | 3.1     |
| 積水ハウス R   | オフィス  | 3.1     |
| J シニア     | ヘルスケア | 2.4     |
| 日本リテール    | 商業    | 2.3     |
| G L P     | 物流    | 2.3     |
| 森ヒルズ R    | オフィス  | 2.0     |

(注)23日と29日終値を比較。上昇率の上位銘柄



(注)日経朝刊[2016.6.30]による

もっとも、国内証券アナリストの間には、企業業績の減速が鮮明になり、テナント企業が賃料引き上げに応じるかは不透明であること、2018年以降は大規模ビルの供給が増え、オフィス需給も緩むことから、これまでのように、賃料上昇を見込んだREIT購入等が続くかどうか懐疑的な見方もある。

**(弁護士事務所が英国進出 70 企業に電話会議で Brexit の影響について説明)**

6月28日朝のNHKラジオニュースは、イギリスが国民投票でEU=ヨーロッパ連合からの離脱を選択したことを受けて、海外の法制度に詳しい東京の法律事務所が27日、緊急の電話会議を開き、イギリスなどに進出している、事業の不透明感を持つ日本の大手企業約70社を対象に、今後想定される影響について、①「今後イギリスがEUから離脱した場合、EUに加盟していなくても関税がない今のノルウェーのような立場になることが期待されるものの、先行きは不透明であること」、②「場合によっては日本企業がイギリスの拠点で生産した製品に関税が上乘せされ、EU各国に販売する際などに影響が出るおそれがあること」、③「今後イギリス国内で移民を自由に受け入れることができなくなった場合、日本企業がイギリスの拠点で雇っている移民の労働者の雇用状況にも、大きな変化が出る可能性があること」などを説明したという。

**(日経新聞社が社長 100 人に緊急アンケート)**

7月3日の日経朝刊は、「5億人を抱える単一欧州市場への足がかり」として、日本企業の直接投資残高が昨年末で約10兆円に達し、1千社近い会社が拠点を置く英国のEU離脱の影響がどのように生じるのかを社長100人に緊急アンケート(複数回答)している。これによれば、「円高による業績悪化」(52.8%)が最も多く、「世界経済の悪化」、「欧州経済の悪化」、EUや英国の規制の変更、「英国・EU間で関税がかかる」がこれに続いている。本報道は、「目先の為替変動対策だけではない。欧州の各地域や市場を攻略する際にどこに拠点を置くべきか。EUとの協議を見極めながら、関税や労働者の確保、業種ごとの新たな規制の行方にも細かく目配りしていく必要に迫られる」、「不確実性が増す時代、予断を持たず、いかに冷静に海外戦略を組み立てられるかが今後の企業の成長を左右する要因となる」と結んだ。

(図表 5)

**英EU離脱で想定される  
企業の主なマイナス要因**

|               |       |
|---------------|-------|
| 円高による業績悪化     | 52.8% |
| 世界経済の悪化       | 51.9% |
| 欧州経済の悪化       | 39.8% |
| 英国経済の悪化       | 39.8% |
| EUや英国の規制の変更   | 36.1% |
| 英国・EU間で関税がかかる | 32.4% |

(注) 日経新聞が実施した英EU離脱に関する社長100人緊急アンケート。123社から回答、複数回答

### (7月の住宅ローン金利は日本国債の金利低下の影響で軒並み過去最低へ)

更に、イギリスが、EU＝ヨーロッパ連合からの離脱を選択した影響から、比較的安全な資産として認識されている日本の国債が買われ、長期金利の代表的な指標である満期までの期間が10年の新発国債の利回りが過去最低(7月1日終値は▲0.26%)の水準まで低下したため、大手銀行各行は7月から適用する10年固定型の住宅ローンの金利を相次いで過去最低の水準に引き下げた。

具体的には、三菱東京UFJ銀行が、10年固定の住宅ローンの金利を、最も優遇する場合でこれまでの年0.85%から0.55%に、三井住友銀行は年0.85%から0.75%に、みずほ銀行も年0.8%から0.75%にそれぞれ引き下げた。このほか、三井住友信託銀行は年0.5%から0.4%に、りそな銀行も年0.8%から0.7%へと5行ともに過去最低の水準に引き下げた。また、住宅金融支援機構が民間の金融機関と提携して取り扱っている最長で35年間金利が固定される「住宅ローンフラット35」のうち、利用者が最も多い、返済期間が21年以上35年以下で、かつ、借り入れる額が住宅の購入額の90%以下の場合、7月の金利は先月より0.17%下がって年0.93%となった。この金利は、これまでで最も低かった今年5月の年1.08%を下回り、フラット35が始まった平成15年10月以降で最も低く、初めての0%台の記録となる。こうした中、返済中の住宅ローンを借り換える人がさらに急増することが予想されている。

### (新段階を迎えたEU統合)

アメリカの経済学者ベラ・バラッサは、「経済統合の理論」("The Theory of Economic Integration")の中で、経済発展段階を、①自由貿易協定・地域、②関税同盟、③共同市場、④経済同盟、⑤経済統合の5段階に分類した。この分類によれば、現在のEUは経済同盟段階ないしは共同市場段階から経済同盟に至る途上にあることになるだろう。しかし、今や、情報・サービスが付加価値の大きな割合を占め、それらは自由に国境を超え、また、すべてのモノがインターネットにつながるIoT時代である。こうした中で、物理的バリアーである経済国境の持つ意味は従来とは大きく変質している可能性があり、Brexitは、経済統合の今日的意味を問い直す契機となることが予想される。

(荒井 俊行)