

力強さが目立つ英国の景気回復は持続可能か？

～ 生産・消費の両面に制約 ～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏の景気回復の緩慢さに対し、最近では英国の回復の力強さが目立ってきている。しかしながら、生産面の改善は容易に進むとは考え難いことに加え、資産効果の縮小に伴い消費が頭打ちとなることで、今後、英国の景気回復には陰りが生じる可能性が高まっている。

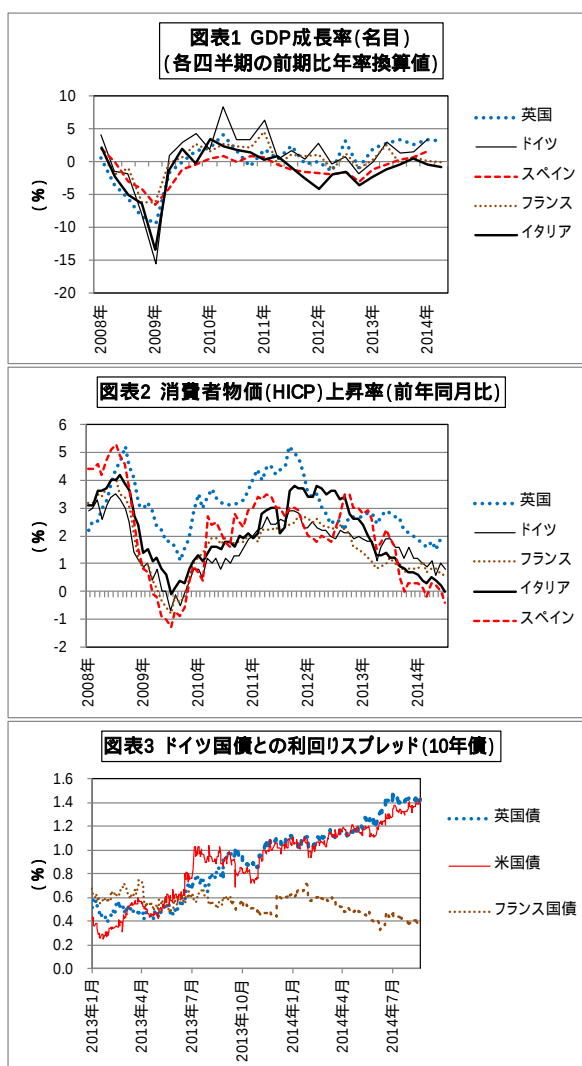
はじめに

ユーロ圏では国債利回りが着実に低下するなど、財政危機は既に過去のものとなったかの感がある。しかしその一方で、景気回復は依然として緩慢なものにとどまっている。

今後も財政改革が継続すること、企業や家計でも債務の削減が引続き課題であること、域内の金融機能には脆弱性が残されていることなどに加え、最近のディスインフレーションの進行やウクライナ情勢を巡る対ロシア制裁の影響の拡大などを考慮すれば、ユーロ圏では今後も当面の間は本格的な実体経済の回復は困難ではないかと考えられる。

一方、これに対しユーロ圏の外側に位置する英国の景気回復の力強さが目立ってきている。特に2013年に急速に回復したGDP成長率は、14年に入ってから各四半期の前期比成長率が年率換算で3%強を維持しているほか、物価上昇率もより健全な水準にある(図表1、2)。こうしたなか、英国銀行(BOE、中央銀行)による利上げも視野に入ってきたことで、英国債のドイツ国債に対する利回りスプレッドは拡大傾向が続いている(図表3)。

本稿では、このような英国の順調な景気回復の主たる要因やユーロ圏との相違



(資料) 図表1および図表2はEurostatの、図表3はBloombergの各データから農中総研作成。

点、また英国経済が抱える課題や今後の経済成長の持続可能性等について考察を行うものである。

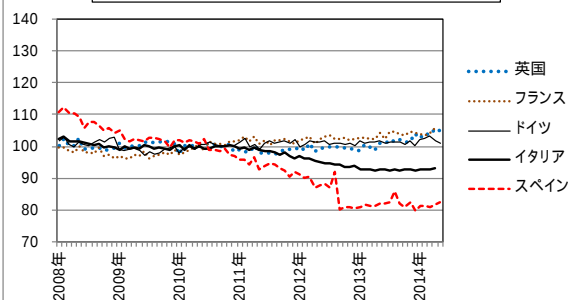
個人消費主導での景気回復

08年9月のリーマンショック以降、BOEは政策金利を当時の5.0%から現在の0.5%にまで相次いで引き下げてきたが、この他にも英国では多様な政策が打ち出されてきている。

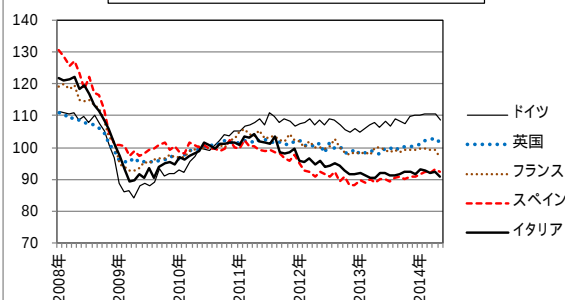
BOEは08年11月の米国に続いて09年1月には量的緩和政策を導入し、長期金利の低下や資産価格の上昇を促してきた^(注1)。さらに、BOEは12年7月には財務省と共同で銀行に対し貸出原資を供給するスキーム（FLS）を、また13年4月には低利の政府融資や政府保証を含む住宅購入支援スキーム（HTB）を導入した。加えて英国では13年4月の抜本的な金融監督態勢の整備や、規制の具体化等を通じ、銀行業務の健全化に向けた取組みを進めてきている^(注2)。一方この間、落ち着いた国債利回りを背景に、法人税率の引き下げ等を含め、中期的な計画に基づいた柔軟性のある財政改革を実施してきた。

これに対しユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）が14年6月には民間銀行が中央銀行に預け入れる余剰資金の金利をマイナスとし、また銀行に対し低利資金を供給する仕組み（TLTRO）を導入するなどの政策を採用したが、例えばTLTROは住宅購入資金を対象としないことや量的緩和政策は今後の検討事項としていることなどを含め、BOEに比べれば政策の範囲は限定的なものにとどまっている。また、懸案である銀行同盟についても、14年11月のECBによる銀行監督の一元化、15年1月の銀行の統一した破綻処理の枠組みの導入等をもって、これからようやく始動する段階にある。一方、国家財政の健全化については、引続き各国で優先的に

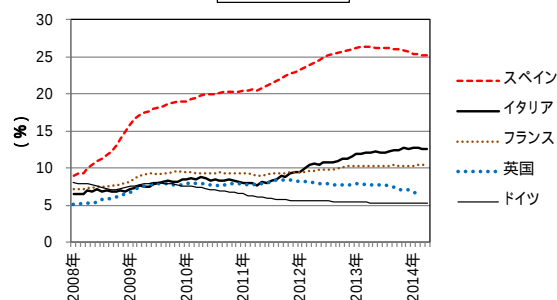
図表4 小売売上高(除く自動車)(2010年=100)



図表5 鉱工業生産(製造業)(2010年=100)



図表6 失業率



(資料) 図表4～6は、Eurostatのデータから農中総研作成。

取り組むべき課題とされている。

英国では以上のようにユーロ圏に比べより迅速で広範な政策のもと、13年からは小売売上高の伸長が明確になっている（図表4）。特にFLSやHTBが持ち家志向の強い英国で有効に機能した結果、住宅価格の上昇（後述）をもたらした。この資産効果が家計のコンフィデンスの回復を通じて個人消費を刺激したことが考えられる。その後14年には生産面についても上昇が現れており、こうしたなか失業率は着実に低下に向かっている（図表5、6）。このように、今回の英国の景気回復は、消費主導で13年以降に急速に進んでき

た点が主要な特徴となっている。

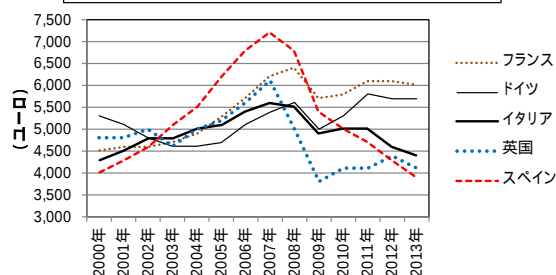
生産面に残されている課題

以上のとおり英国の景気回復は消費主導で進んできたが、今後も回復が持続するためには、消費に遅れて伸長が見られる生産の改善が継続し、経済全体としてバランスのとれた成長となることが何よりも重要である。

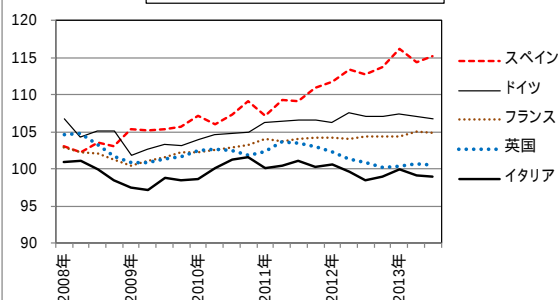
ここで英国における生産面の特徴を概観すれば、まず企業による固定資本投資額に回復が見られず、欧州の主要国の中でドイツやフランス等に比較して低位な水準にとどまっている点が認められる（図表7）。こうしたなか、労働生産性は同様に低く（図表8）、政策金利引き上げの思惑で強含むボンドも加わり、対外的な競争力が劣後することで経常収支赤字が拡大する傾向にある（図表9）。

この企業投資の低迷の要因としては、近隣のユーロ圏経済の将来見通しの不透明感がリスクテイク意欲の減退をもたらしている点が考えられるが、あわせて財政改革のなかでの政府によるインフラ投資の縮小や、80年代以降の情報技術革命が一服した後は技術革新の余地が限られてきている点等が影響を与えている可能性もある。これらは今後も継続することが考えられるばかりか、最近では新たに地政学的リスクの高まりが生じているほか、独立を問う14年9月のスコットランドでの住民投票に続き、15年5月には英国の欧州連合（EU）離脱にも密接に関連する総選挙も控えており、企業の投資手控え感を一層助長する可能性がある。このため、別のデータによれば足元では企業投資が回復する兆候も現れてはいるものの（図表10）、その継続にとって諸環境は大変厳しいものとなっている。

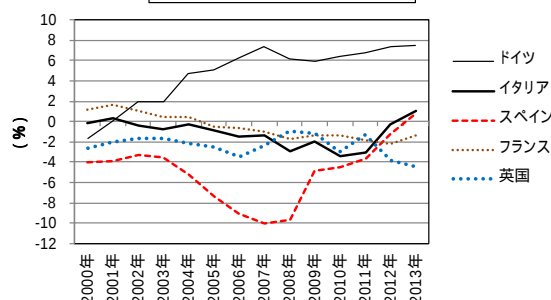
図表7 固定資本投資額(製造業)(国民一人当たり)
(年間データ)



図表8 労働生産性(2005年 = 100)

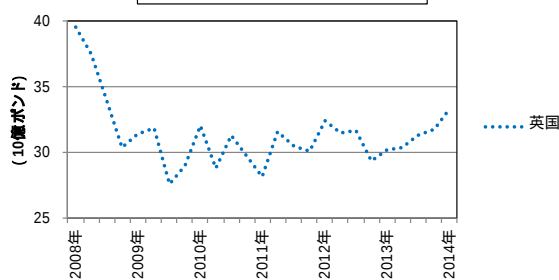


図表9 経常収支(対GDP比率)



(資料) 図表7～9はEurostatのデータから農中総研作成。

図表10 固定資本形成(民間企業)
(四半期データ)



(資料) ONS(英国国家統計局)のデータから農中総研作成。

企業投資の回復とそれを通じた生産性の改善は安定的な経済成長の重要な前提となるが、このように、この点で英国には大きな課題が残されていることが指摘できる。実際に英国の鉱工業生産は既に

頭打ちの気配もあり、注視が必要である。
おわりに

英国では生産面の課題に加え、これまで景気回復をリードしてきた消費の動向自体も重要なポイントとなっている。

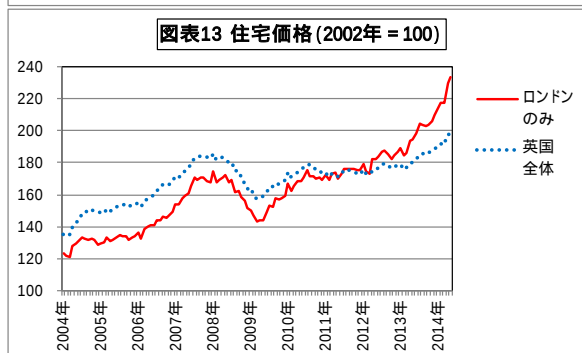
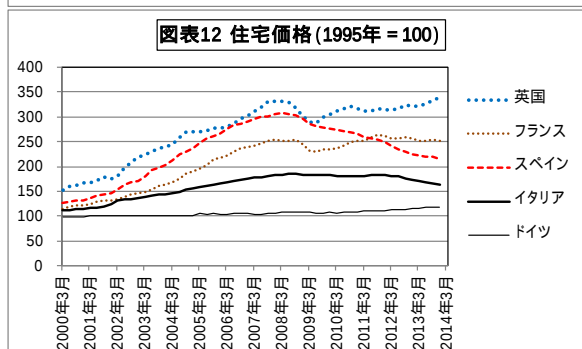
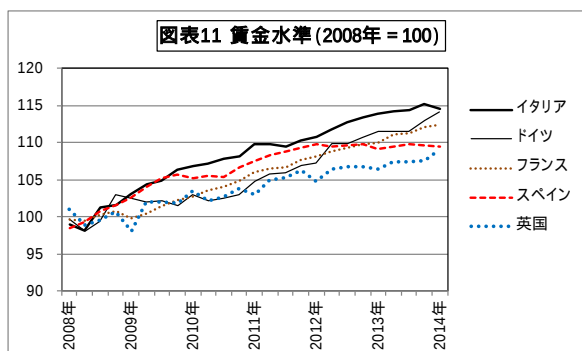
まず賃金の推移を見れば、最近では上昇が認められるものの他の欧州の主要国に比べその水準は低く、消費押上げの点では力不足とみられる(図表 11)。また、これまで資産効果を通じて消費を刺激してきたと考えられる住宅価格については、FLS や HTB による住宅需要の刺激に世界的な緩和マネーの流入も加わることで、ロンドンを中心に過熱感が生じている(図表 12、13)。これに対し、BOE は 13 年 11 月に FLS の内容を見直し住宅資金を対象外としたほか、14 年 6 月にはマクロブルーデンシャル政策として 10 月以降の新規住宅ローンについて借り手の所得対比で融資額に上限を設けることとした。

一方、BOE のカーニー総裁は 14 年 6 月に最近の経済情勢を踏まえ市場の予想よりも早い政策金利引上げの可能性に言及したものの、その後 8 月には賃金の伸びの弱さ等を理由にそれを急がない方針を示した。しかしながら、BOE は家計の負債残高が高止まるもとの住宅バブル破裂によるリスクを懸念しており、利上げは早晚実施される見込みとなっている。

こうしたなか、生産面の改善は容易に進むとは考え難いことに加え、資産効果の縮小に伴い消費が頭打ちとなることで、今後、英国の景気回復には陰りが生じる可能性が高まっているものと考えられる。
(2014 年 8 月 22 日現在)

<参考文献>

BOE (16 June 2014) "Quarterly Bulletin, 2014Q2, Volume 54 No.2"
IMF (July 2014) "United Kingdom, 2014 Article IV Consultation – Staff Report; Press Release; and



(資料) 図表 11 は Eurostat の、図表 12 は BIS の、図表 13 は ONS の、各データから農中総研作成。

Statement by the Executive Director for the United Kingdom"

IMF (July 2014) "United Kingdom, Selected Issues"

BOE (August 2014) "Inflation Report"

(注1) 資産購入の上限は 12 年 7 月以降 3,750 億ポンド(GDP の約 4 分の 1 の規模に相当)に維持されている。14 年 7 月 31 日時点での残高は 3,749 億ポンド。

(注2) 主要な内容としては、次のとおりである。

・ 英国では従来の BOE と金融サービス機構 (Financial Services Authority, FSA) による態勢では金融危機を防止できなかったとの反省に基づき、13 年 4 月をもって FSA を、ミクロブルーデンス担当の健全性規制機構 (Prudential Regulatory Authority, PRA, BOE の子会社) と消費者保護・市場規制等担当の金融行為監督機構 (Financial Conduct Authority, FCA, BOE から独立) に分割した。また、BOE には、マクロブルーデンスを担当する金融安定政策委員会 (Financial Policy Committee, FPC) を設置した。

・ 一方、当局は銀行に対し資本増強等のほか、リテール銀行業務を法的に独立したエンティティに分離するリングフェンス規制の具体化などを進めている。