

2014年3月31日

調査レポート

## 英国の景気回復はサステナブルなのか？

本レポートは、金融緩和からの出口戦略に耐えうる体力を十分に有しているかどうか、その景気回復がサステナブル(持続可能)なものであるのかという観点から、英国経済の現状を包括的に分析することを試みるものである。

確かに、足元の英国景気は加速している。もっとも、供給サイドの現状を、その中心である金融部門と不動産(含む建築)部門に注目して分析すると、両部門の回復は好調な住宅市況にけん引された限定的なものであることが分かる。また、そうした住宅の好調さは、政府による購入刺激策や中央銀行であるイングランド銀行(BOE)による貸出促進策が需要を刺激した結果であると考えられる。したがって、金融・不動産部門の回復は、調整を終えた結果の自律的なものとは評価しえない。

次に、需要サイドの中心である個人消費に関して、それを取り巻く環境の現状に注目すると、実質賃金の減少が続くなかで、リーマン・ショック以降は住宅価格の上昇がかつたように消費の増加につながっていない可能性が指摘できる。規制強化の流れなどから金融機関がリスク回避的となり、リモーゲージの拡大が抑制されているため、住宅価格の上昇が個人消費を刺激する力が弱まっているとみられる。そうしたなかで、個人消費の腰もまた力強さに欠けているといわざるをえない。

以上の検討から明らかなように、英国の景気は、足元で加速しているとはいえ、依然ぜい弱性を有している。住宅価格の上昇が消費を刺激するという特有のサイクルがまだ機能不全であるなかで、現状の英国景気がサステナブルなものであるとは評価しがたい。加えて、巨額の公的債務を BOE が低金利政策で支えている現状を考慮すれば、BOE の出口戦略もまた他の主要中銀と同様に慎重なものとならざるをえないだろう。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

## はじめに

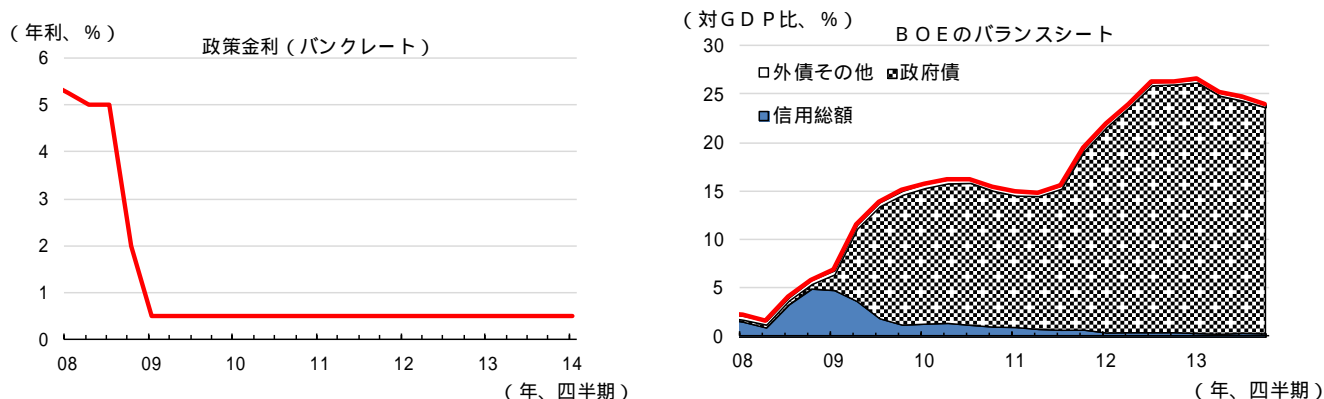
2013年の英国経済は、実質GDPが前年比1.7%増と2007年（同3.4%増）以来の高成長を記録し、新興国を中心に増勢が弱含む世界景気の下支え役になった。英国の中央銀行であるイングランド銀行（BOE）のカーニー総裁は、2013年8月の金融政策委員会（MPC）で、失業率が7%を下回るまで大規模な金融緩和政策を維持する、つまり政策金利（バンクレート）を年0.50%に、資産購入額を3750億ポンドで据え置くというフォワード・ガイダンス（時間軸）を示し、以降、それを継続してきた（図表1）。もっとも、足元の景気の加速を受けて英国の雇用情勢が改善ペースを強めた結果、直近13年11～14年1月期の失業率は7.2%にまで水準を切り下げた。こうした動きを受けて、金融市場ではBOEによる金融緩和の「出口戦略（政策金利の引き上げやバランスシートの縮小）」が、同様に緩和からの修正を模索する米連邦準備制度理事会（FRB）より先んじて進められるのではないかと、という期待が2013年終わり頃から高まった。

以上の流れを受けて、英国の金融市場では金利が上昇し、通貨ポンドが強含みで推移した。しかしながらカーニー総裁は、四半期ごとの『インフレーション・レポート』の公表に際して開かれた2月12日の記者会見で、労働参加率など雇用の質的な改善を重視するとともに、複数のマクロ指標が堅調に推移した場合に「出口戦略」を進める、というかたちに時間軸の内容を修正した。つまりBOEは、事実上の緩和維持を表明したのである。

ここで疑問になるのが、BOEの英国経済に対する景況認識である。言い換えれば、この時間軸の修正は、足元の景気加速にもかかわらず、BOEの英国経済に対する評価が引き続き慎重であることを窺わせるものである。

そこで本レポートは、金融緩和からの出口戦略に耐えうる体力を十分に有しているかどうか、つまりその景気回復がサステナブル（持続可能）なものであるのかという観点から、英国経済の現状を包括的に分析することを試みる。第1節では、検討の前段階として、英国の経済成長モデルの特徴を整理する。第2節では供給（産業）サイドの動きを、金融・不動産に注目して検討する。第3節では、需要サイドの動きを、その中心である個人消費に注目して検討する。第4節では、金融政策の運営を財政の観点と合わせて評価し、最後に簡単な結論を述べる。

図表1．BOEによる大規模金融緩和



（出所）イングランド銀行（BOE）及び英国統計局（ONS）資料から作成。

## 1. 英国の経済成長モデル

本節では、次節以降の検討の準備として、英国経済の成長モデルの特徴を供給面と需要面から整理する。

### (1) 供給面からみた英国の経済成長

かつて「世界の工場」と呼ばれた英国の経済は、第二次世界大戦以降、長期の停滞を余儀なくされた。その主な原因は、戦後に進んだ高福祉化とその付随効果ともいえる国際競争力の低下にもとめられる。つまり、戦後の英国政府は、主に労働党政権下で社会保障の充実や基幹産業の国有化を推し進めたが、そのことが財政の悪化を招いた。一方で、物価高や金利高が進み、民間企業の設備投資意欲が減退した結果、生産性の向上が図られず、産業競争力が失われたのである。ストップ・アンド・ゴー政策と揶揄された場当たり的な財政・金融政策が採られたことも、経済の伸び悩みにつながった。その結果、英国は国際収支の悪化に歯止めをかけることができず、1967年11月には戦後二度目となるポンド切り下げを余儀なくされ、76年には先進国としては例外的にIMFから借り入れを受ける屈辱的な事態に陥った。凋落の一途をたどる英国経済の抜本的な体質改善に取り組んだのが、鉄の女と呼ばれた保守党出身のサッチャー元首相である。79年の総選挙で勝利した後、サッチャー元首相は国有企業の民営化や歳出の削減を通じた財政の再建や、金融引き締めによるインフレ抑制、税制改革や規制緩和・労働組合の弱体化などを通じた新自由主義的な構造改革・競争刺激路線を突き進むことで英国経済の再生に取り組んだ（阿部，1999）。

この流れのなかで、衰退する製造業にとって代わって台頭した産業が金融・保険業である。サッチャー元首相による大規模な金融市場の規制緩和（ビックバン）より以前、英国の金融業は地場資本によってほぼ独占されていたが、外資規制が撤廃された後はむしろ外国資本が優勢になった（ウィンプルドン現象）。その後も英国の金融・保険業は、1990年代以降の欧米における経済・金融環境の変化という追い風を受けて、基幹産業としての位置付けを確たるものにした。具体的には、90年代における欧州統合の動きのなかで、英国は欧州各国の金融機関の国際部門を集めることができた。また、米国の金融機関の情報調査・商品開発部門を呼び込むことにも成功した。さらに、こうした金融業の発展に加えて、関連専門サービス業（弁護士、会計士、ITシステム、コンサル、リスク分析など）も2000年代にかけて活況が続くことになったのである。

こうした金融業と歩調を合わせるかたちで発展してきたのが不動産業である。背景には それまで住宅金融組合（ビルディングソサイエティ）が独占していた住宅金融市場に、ビックバンを受けて商業銀行や住宅金融専門会社などの新たなプレーヤーが参入したこと、それまで業態別に自主規制団体が行ってきた金融業の規制・監督機能が、旧金融サービス機構（FSA）に集約・一元化されて公正な競争環境整備が整ったこと、90年代以降の金融技術の発展の流れを受けて、カバードボンドなどいわゆる不動産金融商品の開発も飛躍的に進み、需給の両面から市場を活性化させたこと、などの要因が存在する。つまり、英国では90年代以降、金融業と不動産業との間で密接な産業連関が構築され、それが経済成長の源泉になったのである。

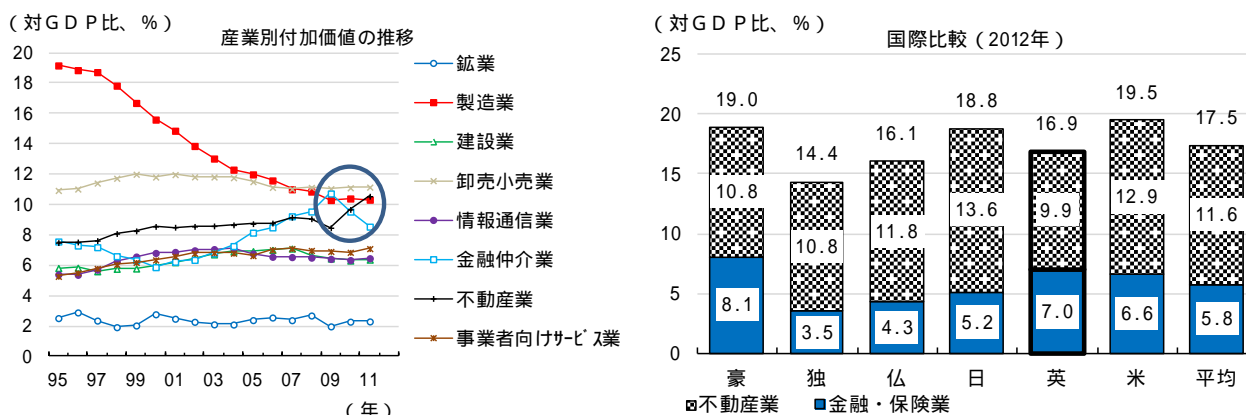
英国経済における金融・不動産の重要性は、国民所得計算（SNA）の動きからも確認できる（図表2）。経済活動別の粗付加価値（GVA）の推移をみると、90年代中頃以降、製造業の減衰が顕著である一方、金融仲介業と不動産業に関しては、長期的な上昇トレンドが確認できる。加えて、これらの産業に密接に関わる情報通信業（近年はGVAの6%程で横ばい）が、製造業に代わり英国経済の成長を担う産業になった。ただ足元では、金融業がGVAに占める比率が低下する反面、不動産業の比率が上昇している。この背景には、リーマン・ショックに伴う調整圧力によって金融業がかつてほど付加価値を産出しにくくなった一方、ロンドン五輪といった特殊要因の追い風を受けて不動産業が相対的に堅調であったことがあるとみられる。

もっとも、主要5ヶ国（豪・独・仏・日・米）と比較すれば、英国のGVAに占める金融仲介（金融・保険）業の比率は高いものの、不動産業の割合はそれ程高くない。2012年時点で、英国のGVAに占める金融・保険業の比率は7.0%と、アングロ・サクソン型として比較的近似した産業構造を持つとされる豪州（8.1%）や米国（6.6%）と同様に平均（5.8%）を上回っている。その一方で、不動産業がGVAに占める比率は7.0%と5ヶ国中で最も低い。この観点から評価すれば、英国の不動産業は金融に比べて発展度合いが低いといえよう。

2008年秋に発生したリーマン・ショックに伴う金融危機は、金融・不動産をエンジンとする成長モデルを持つ英国経済に対して大きな逆風になった。2008年から09年にかけて英国景気は後退局面に入ったが、この間の実質GVAを振り返ると、金融・不動産を中心とするサービス業を中心に経済成長に対する下押し圧力が強まったことが確認できる（図表3）。

その一方で、2010年に景気が復調過程に入って以降、回復をけん引し続けたのもサービス業である。リーマン・ショック後に段階的に拡充されたBOEによる金融緩和は、その恩恵に預かりやすい金融・不動産部門が息を吹き返す上で一定の効力を発揮したとみられる。2013年の顕著な景気加速も、サービス業の押し上げ寄与の拡大によるものであり、英国の経済成長が引き続きサービス部門を主導とするものであることが確認できる。

図表2．英国経済の成長モデル



(注) 名目の粗付加価値（GVA）ベース。

(出所) 時系列比較に関しては欧州連合統計局（Eurostat）より、国際比較は経済協力開発機構（OECD）、内閣府（CAO）、米商務省（BEA）資料から作成。



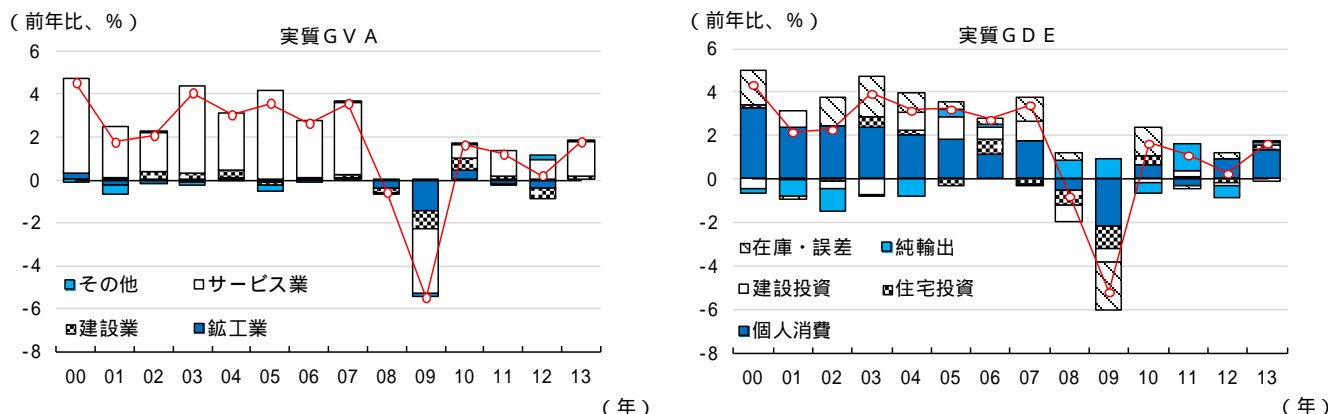
## (2) 需要面からみた景気回復のパターン

他方で、需要面から実質GDPの動きをみると、その動きを主に形作る需要項目が個人消費や固定資産投資（住宅投資、建設投資、設備投資など）といった金融への感応度の高いものであることが分かる。とりわけ個人消費の場合、金利の低下もさることながら、株や不動産などの資産価格が上昇すれば、いわゆる資産効果の恩恵を受けるかたちで、回復が加速する。また固定資産投資も、住宅のみならず、金融・不動産といった主力のサービス産業向けを中心に建設投資や設備投資が活性化する。その反面で、金融環境の悪化によって資産価格が下落すれば、逆資産効果が発生して個人消費や固定資産投資に対するブレーキがかかり、景気への下押し圧力が強まる。

事実、2008年秋に発生したリーマン・ショックによる強烈な逆資産効果が、個人消費と固定資産投資の減少を促したため、英国景気は腰折れすることになった。景気は10年から再び回復局面に入るが、主なけん引役である個人消費や固定資産投資の回復力がなかなか強まらなかった。11年になると欧州債務不安の高まりを受けて英国景気は再び弱含み、さらに12年には同夏に開催されたロンドン五輪の反動を受けて、英国経済がリーマン・ショック以降三度目の景気後退（三番底）に陥ることという懸念が高まった。もっとも実際には、12年通年の実質GDP成長率は前期比0.3%増と11年（1.1%増）よりも低下こそしたものの、マイナス成長は免れた。そして13年に入ると、大方の予想に反して英国景気は大きく持ち直し、通年の実質GDP成長率は先に述べたように1.7%増と2007年（3.4%増）以来の高成長を記録した。その際、景気回復をけん引した需要項目は個人消費であり、固定資産投資のなかでは住宅投資が経済成長の押し上げ役になった。

以上で整理したように、ビックバン以降の英国の経済成長は、供給面では金融・不動産業を、需要面では個人消費と固定資産投資をけん引役とするものであった。2013年以降の景気加速も、こうしたパターンを踏襲していると考えられる。もっとも、ここで疑問となるのが、そうした変化が主に景気循環的な要因によっているのか、それとも何らかの政策的措置を受けた一時的な要因によっているのかということである。以上の視点に基づき、次節では供給サイド、特にその中心である金融部門と不動産（含む建築）部門に焦点を当てて、景気の腰の強さを検討する。

図表3. リーマン・ショック前後の英国景気



(注) 構成項目別に全体の成長率に対する寄与度分解を施してある。

(出所) ONS資料から作成。

## 2. 供給の中心である金融・不動産部門の現状

### (1) 住宅金融への傾斜を強めるMFI

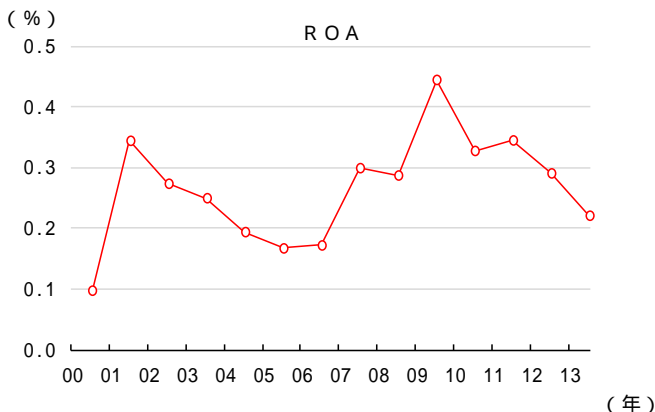
まず金融部門について検討していこう。英国景気は足元にかけて増勢を強めているが、そうした動きは金融部門の好調（金融機関の業績回復）によるものなのだろうか。

仮に金融機関の収益が景気の動向を反映するならば、2013年に入り景気が加速するに伴って金融機関の収益が改善したはずである。そこで預金取扱金融機関（MFI、銀行に相当）の総資本純利益率（ROA）を求めて金融機関の収益率の推移を確認してみると、予想に反しMFIのROAは足元にかけて低下していることが分かる（図表4）。ROAの動きから判断すれば、景気が回復力を強める一方で、金融部門はむしろ低迷していることになる。

ROAの低下要因を探るために、総資産と純利益に分解してそれぞれの水準の推移をみたものが図表5である。これによると、純利益は配当金収益の増加という特殊要因によって押し上げられた2009年の306.1億ポンドを頂点に趨勢的に減少し、13年には153.5億ポンドにとどまっている。他方で、総資産（バランスシート）は、リーマン・ショックがあった08年頃から増加テンポが鈍化しており、10年の7兆1660億ポンドを境に減少に転じている。直近13年のMFIのバランスシートは6兆7920億ポンドと対10年比で5.2%も減少した。

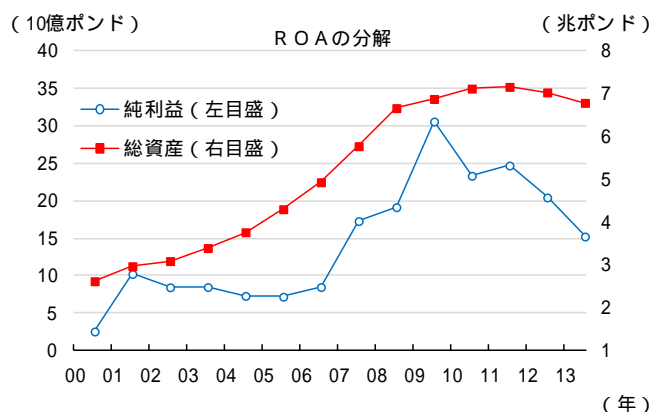
ROA低下の直接的な原因は純利益の減少に求められるが、その原因は、MFIがリーマン・ショックを受けてその事業戦略の再考を余儀なくされたことにあると考えられる。金融危機以前のMFIは、融資などの伝統的なサービスというよりも、投資銀行業務や自己勘定取引などの非伝統的なサービスに注力して利益を稼ぎ出していた。これに対してリーマン・ショック以降は、バランスシート調整を余儀なくされたことや、金融規制が強化されたことから、MFIがリスク回避的となり収益性の高い非伝統的なサービスを忌避しているとみられる。そしてこのことが、ROAが低迷する主な原因になっている可能性がある。

図表4 足元で低下するMFIの利益率



(注1) ROA = 当期純利益 ÷ 総資産（資産は期中平均）  
 (注2) 13年の数値は第3四半期までのベース（当期純利益は4四半期後方移動累積）。図表5も同様。  
 (出所) BOE資料から作成。

図表5 ROAの低下は主に利益要因による



(注) 2009年の利益の急増は配当金収益の増加という特殊要因によるものと考えられる。  
 (出所) BOE資料から作成。

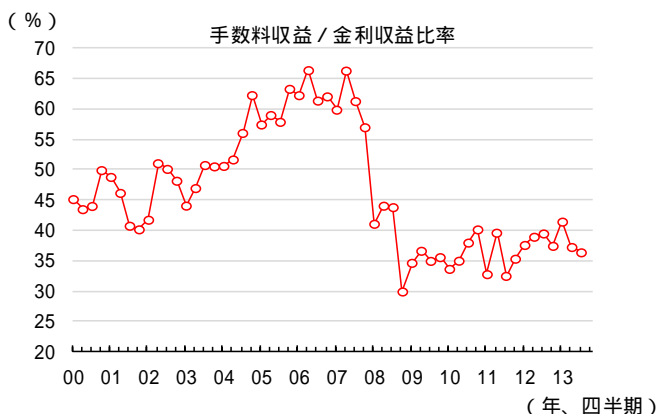
では実際に、MFIの利益構造に変化が生じているのだろうか。図表6は手数料収益/金利収益比率の推移をみたものである。この比率が高まれば、MFIの利益構造が非伝統的な手数料収益に対する依存度を高めている（提供する金融サービスの多角化が進んでいる）ことを、その一方で、この比率が低くなれば、MFIの利益構造が伝統的な金利収益への依存度を高めている（企業や家計への融資を強めている）ことをそれぞれ意味する。

手数料収益/金利収益比率は2000年頃からリーマン・ショックまでは上昇が続いたが、この動きは、当時のMFIが金融技術の発展などを追い風に非伝統的な金融サービスを強化することで利益を稼ぎ出していたという経験的な理解と一致する。その後、2008年秋のリーマン・ショック前後から、同比率は下方への大幅なレベルシフトをみせている。この動きは、当時の金融危機のなかで資産価格が急落したため、MFIが自己勘定取引や投資銀行業務などの非伝統的な金融サービスで利鞘を稼ぐことが困難になったことを反映しているとみられる。もっとも、その後も同比率は、35%前後の水準でほぼ一定なままである。先に述べたように、このことは、英国のMFIが金融危機以降もリスク回避的とならざるをえないなかで、非伝統的な金融サービスよりも伝統的なバンキングサービスに対する依存度を高めたことを意味していると考えられる。

とはいえ、MFIは融資全般を強化しているわけではない。実際にMFIの融資残高の推移（2010～13年）をみると、残高合計は13年後半にかけてむしろ減少している（図表7）。用途別には非金融法人向けや金融法人向けの減衰が続く反面、唯一拡大しているのが住宅購入向け（住宅ローン）である。MFIが住宅ローンを好んで貸し出しを強化している理由としては、住宅ローンが収益率の低い金融商品である一方、担保を採りやすいなどリスク管理が容易であり、規制強化のなかでも比較的手を出しやすい性格を有していることが考えられる。

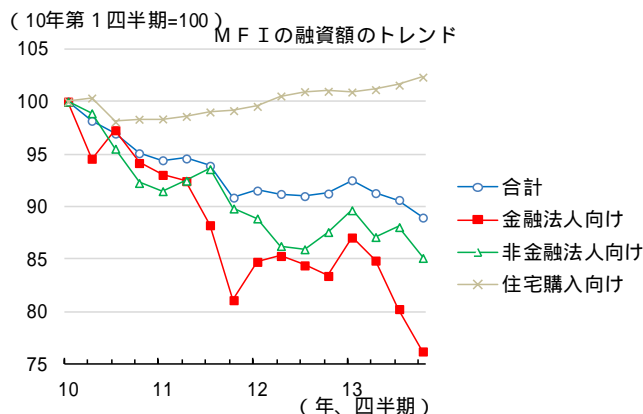
つまり、バランスシート調整や金融規制の影響のなかでリスク志向が高まらず、数少ない利益の源泉を住宅ローンに求めているMFIの現状を評価すれば、金融部門は自律的な景気回復をけん引するほど堅調ではないと評価される。

図表6 MFIは伝統的なサービスに回帰



(注) 手数料収益を金利収益（ともにネット）で割り込んだ比率。  
(出所) BOE資料から作成。

図表7 MFIは住宅ローンへのシフトを強める



(注) ポンド建てと外貨建ての両方を含むベース。  
(出所) BOE資料から作成。

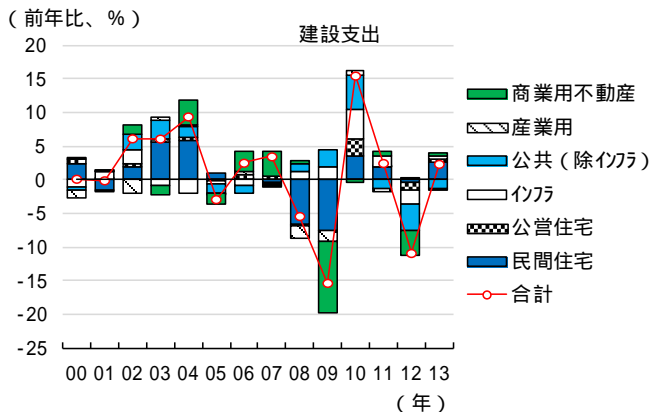
## (2) 住宅を中心に回復する不動産部門

金融部門が自律的な景気回復をけん引するほど堅調ではない一方で、不動産（含む建築）部門はどのような状況にあるのだろうか。

不動産部門全体の現状を確認するために、建設支出（新築のみ、実質ベース）の増減率の推移を用途別に寄与度分解したものが図表8である。これによると、金融危機前の2000年代前半は民間住宅が、中頃にかけては商業用不動産がけん引役となるかたちで増加が続いたことが確認できる。その後、リーマン・ショックに端を発した金融危機を受けて、2008年から09年にかけて民間住宅・商業用不動産がともに大きく減少した結果、建設支出は腰折れした。ただロンドン五輪（2012年）を目前とした建築需要の盛り上がりや政府による景気対策を受けて、インフラ投資や公共投資（除インフラ）そして公共住宅が底堅く推移し、さらに民間住宅も持ち直したため、建築支出は10年に入り増加（15.5%増）に復した。その後、五輪の開催が近づき、また景気対策の効果が剥落したため、建設支出の勢いは徐々に鈍化し、12年には再度減少（10.9%減）した。もっとも、2013年にかけて民間住宅が盛り上がることで、全体の増減率も再びプラスに転じている。言い換えれば、足元にかけての不動産・建設部門の業況の回復は、民間住宅を中心とするものであり、その反面で商業用不動産や産業用といった企業の生産活動に関わる分野については、引き続き弱含んでいると整理できるだろう。

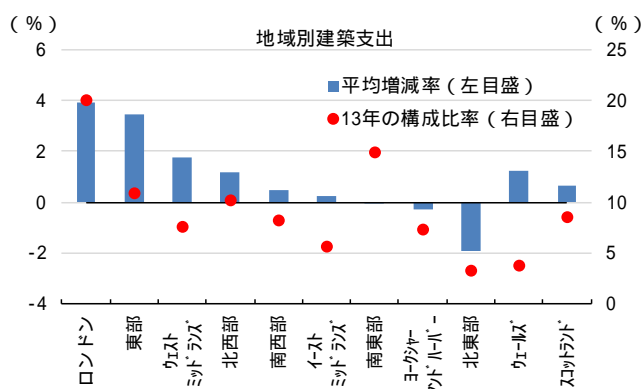
他方で、地域別にみるとどのような特徴があるだろうか。図表9は建設支出が最悪期から復調する過程（2010～13年）の平均増減率をイングランドのリージョンとウェールズ、スコットランドに分けて分析したものである。これによると、イングランドでは首都ロンドン（グレーター・ロンドン）を筆頭に、東部（ケンブリッジなど）、ウェストミッドランズ（バーミンガムなど）、北西部（マンチェスターやリヴァプールなど）の順で回復が先行している。反対にヨークシャー・アンド・ハーバー（ヨークなど）や北東部（ニューカッスル・アポン・タインなど）は回復が遅れている。またイングランド以外では、ウェールズやスコットランドも緩やかに回復している。

図表8 住宅を中心に回復する不動産・建築



(注1) 新築のみ、実質ベース。  
 (注2) 構成項目別に全体の増減率に対する寄与度分解を施した。  
 (出所) ONS資料より作成。

図表9 ロンドンなど都市部で回復が先行



(注1) 名目ベース。  
 (注2) 平均増減率は2010年から13年の増減率の幾何平均。  
 (出所) ONS資料より作成。



ロンドンの場合は五輪といった特殊要因があるものの、その他回復が先行しているリージョンにも英国有数の都市が多く含まれている。こうしたことから、足元までの英国の不動産・建築は都市部を中心とする回復であると同時に、そのすそ野は地方にまではまだ波及してないと評価できるだろう。

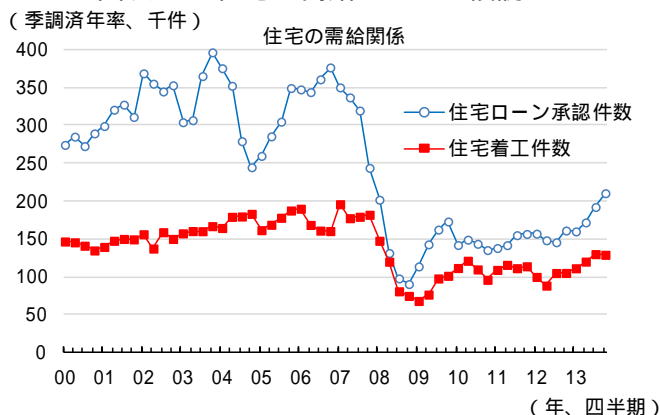
以上の検討から、足元における不動産・建築部門の回復は、都市部の住宅部門をリード役とするものであることが分かった。そこで住宅市場の現況を、需給と価格の面からそれぞれ確認してみよう。

まず需要側の指標である住宅ローン承認件数の動向をみると、リーマン・ショック直前の2006年頃には英国全体で年率40万件程度の水準にあったが、金融危機を受けて、2008年終わりにかけて同10万件程度に大きく減少した（図表10）。その後住宅ローン承認件数は2009年に入って年率15万件程度まで復調したが、2012年までは一進一退が続いた。しかし、2013年に入ると増勢が一気に加速し、住宅ローン承認件数は年率20万件を超える水準まで増加した。つまり、英国における住宅需要は、足元にかけて増勢を強めており、またMFIによる住宅ローンの動きと整合的なトレンドを描いている。

反面で、住宅着工件数（ただし統計上の制約からイングランドのみ）から供給側の状況を確認すると、着工件数は需要（住宅ローン承認件数）とほぼ平行に動いている。つまり、金融危機前の2000年中頃において、イングランドの住宅着工件数は年率15万件程であったが、その後2008年にかけて水準を大きく低下させた。その後2009年に入って年率10万件程度にまで復調し、一進一退で推移する局面を経て、2013年頃から増勢を強めている。

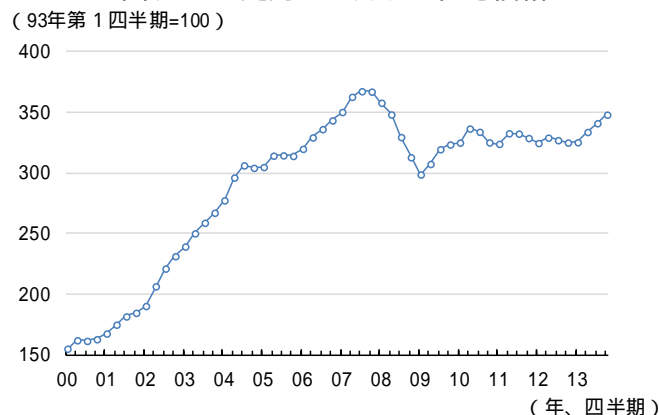
このように、英国の住宅部門は、需給の両面で改善テンポを高めている。加えて英国では、景観規制や持ち家志向の強さなどから住宅の供給が強い制約下に置かれているため、住宅需要の回復が価格の上昇に反映されやすい側面がある。事実、ネーションワイド住宅価格指数（図表11）の動きが示すように、住宅価格も2013年以降上昇ピッチを高めている。

図表10 住宅の需給はともに復調へ



(注) 住宅着工件数はイングランドのみ。  
(出所) BOE 及び英国政府資料から作成。

図表11 足元で上昇する住宅価格



(出所) ネーションワイド (Nationwide)

### (3) 政策効果を受けて回復を強める住宅市況

先に述べたように、不動産・建築部門は2013年にかけて住宅を中心に回復が強まっている。住宅市況の回復は、ストックの調整が進展したという側面もあるだろうが、それよりもむしろ政府と中銀による需給の両面に渡る刺激策を受けた動きであると考えられる。

まず資金供給サイド(MFI側)の刺激策として、2012年6月にBOEによって導入されたFLS(Funding for Lending Scheme)と呼ばれる貸出促進策がある。この政策は、BOEが金融機関に対して市場よりも低い金利で資金を供給することで、金融機関の資金調達コストを引き下げ、企業や家計に対する融資を促そうという試みである。FLSは13年4月に強化され、スキーム自体も15年1月まで延長された。もっとも、既に指摘したように、MFIによる融資額は総量で見れば趨勢的に減少しており、なかでもFLSの狙いの1つであった企業向け貸出金は減少に歯止めがかかっていない。反面で、MFIは住宅ローンへのシフトを強めていることから、FLSはむしろ住宅ローンの拡大を刺激したと評価するべきであろう。

それに加えて、政府による「ヘルプ・トゥー・バイ」という住宅購入支援策が住宅需要を大きく刺激したことが、住宅市場が騰勢を強めている背景にあると考えられる。新規住宅購入者向けの補助制度は2013年4月と10月の都合二段階に渡りイングランドで導入された。第一段階は、家計が新築住宅(上限60万ポンド)を購入しようとした場合、政府が住宅価格の20%に相当する「エクイティローン(担保となる住宅価格から住宅ローンの未返済残高を差し引いた純資産を担保として貸し出しを行うローン)」を提供するというものである。この制度の適用を受けるためには、家計は住宅価格の5%相当の敷金を用意する必要があるが、反面で家計が金融機関から借りる金額は住宅価格の75%で済むことになる。具体例を述べれば、20万ポンドの住宅を購入する際、購入者が1万ポンドの敷金を用意できれば、残り19万ポンドのうち4万ポンドが政府よりエクイティローンとして提供されるため、金融機関からの借り入れは15万ポンドで済むことになる。またエクイティローンについては、金利負担の軽減措置がなされている。具体的には、借り入れ5年目までは金利負担が発生せず、6年目には1.75%の、7年目以降は小売価格指数の前年比上昇率に1%を上乗せした金利の負担が発生するにとどめられている。14年1月時点で、このスキームは1万4823件に適用されている。続いて導入された第二段階(モーゲージ保証)は、適用対象が買い替え購入者(ただし居住用などの制限あり)にまで拡大されている。やはり60万ポンドまでを上限に、5%の敷金を用意できた購入者へ住宅ローンを融資した金融機関に対して、政府が保証を行うというものである。いずれの補助も、家計の住宅購入の初期費用を大きく引き下げる措置であり、需要を大きく刺激するものであると評価できよう。

こうした需給の両面に渡って刺激策が採られた結果が、2013年以降の住宅市況の回復を大きく促したと考えられる。もっとも、政策依存型の業況回復は需要の先食いでもあるため、そうした政策が息切れした後の反動減の影響が懸念される。一方で、政策を維持して住宅市況の回復を保とうとすると、一段の投機マネーの流入を促して住宅バブルの生成を促す危険性が高まり、新たな金融危機リスクが膨らむことになりかねないというジレンマを抱えている。

#### (4) 引き続きぜい弱な供給サイド

以上、本節では供給サイド（産業）の中心である金融・不動産部門に焦点を当てて、景気の腰の強さを評価してきた。

まず金融部門をみると、景気が増勢を強めているにもかかわらず、その中心にあるMFIは収益率が低下するなど回復が遅れている。これは、MFIがバランスシート調整や金融規制などの影響を受けて先進的な金融サービスを提供できないなかで、安定的な収益源として住宅金融への傾斜を強めていることを反映した動きであると考えられる。こうしたMFIの現状を評価すれば、金融部門は自律的な景気回復をけん引するほど堅調ではないと評価される。

他方で、不動産・建築部門をみると、足元にかけて回復色を強めているが、その動きの中心は住宅以外には十分広がっておらず、地域的にもロンドンなどの都市圏にとどまっている。さらに、けん引役である住宅の好調は、株式の調整が進展したという側面もあると考えられるが、むしろ政府による購入刺激策や中銀による貸出促進策を受けて需要が刺激された結果であると評価することができる。

したがって、英国経済を供給サイドからみた場合、その成長は主に調整局面を終えたことによる循環的な要因によっているというよりも、むしろ緩和的・刺激的な政策に依存するものであり、その意味でぜい弱性を有していると整理できよう。

他方で、需要サイドからみた場合も、同様の評価を与えうるだろうか。次節では、内需のなかでも住宅との関連が強い個人消費に注目して、英国景気の腰の強さについて検討を行う。

### 3. 需要の中心である個人消費を取り巻く環境の現状

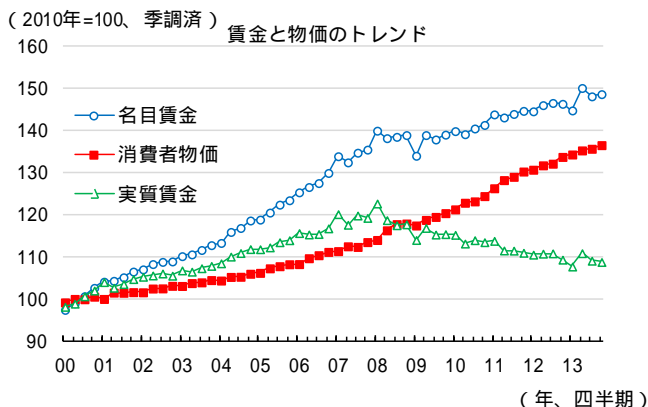
#### (1) 諸外国に比べても低迷する英国の実質賃金

13年以降の景気加速は個人消費の回復によっているが、その動きがサステナブルかどうかは取り巻く環境に大きく左右される。

個人消費を取り巻く環境のうち、最も重要なのが実質賃金の動向である。当然、それが持続的に増加していれば消費を押し上げる方向に働くが、反面で低迷すれば消費の抑制要因になる。図表12は英国の民間部門の実質賃金の推移を示したものである。これをみると分かるように、実質賃金はリーマン・ショック前まで一定のテンポ（2000年から07年の平均増減率は年2.5%増）で増加してきたが、2008年以降は、名目賃金の伸びが鈍化する一方で物価の上昇が加速したことから、実質所得の減少が続いている（2008年から13年の平均増減率は年1.5%減）。2013年以降も実質賃金は一進一退で推移しており、少なくとも個人消費の回復を押し上げるだけの力強さには欠けていると判断される。実際にリーマン・ショック前後（2007～12年）の英国の実質賃金の動向を諸外国（豪、仏、独、日、米）と比較すると、実質賃金が基準年に定めた2007年の水準を下回っているのは英国だけである（図表13）。

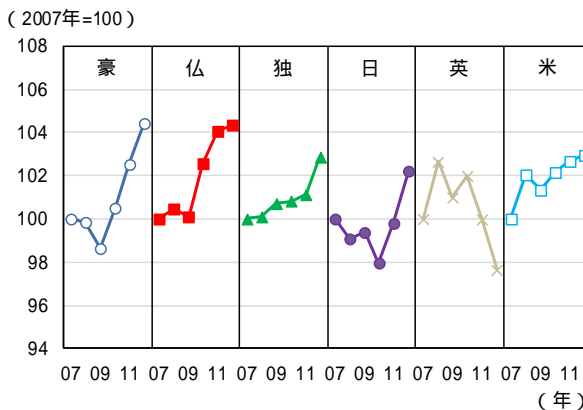
英国の実質賃金の低迷が深刻である背景には、なによりもまず景気循環要因があるとみられる。すなわち、リーマン・ショックに伴う景気後退や低迷を受けて、英国でも賃金より雇用に優先する状況が続いたことがあると考えられる。もっとも、そうした景気循環的な要因は世界的に共通するものでもある。英国だけが実質賃金の低迷が深刻である背景には、同国固有の構造的な問題があると考えられる。そうした構造的な要因の1つに、労働市場改革が他国に比べて先行した結果、労働者の賃金交渉力が弱まっていることがあると考えられる。つまり、先述したように、イギリス病と揶揄されるまでに至った英国経済の低迷の理由の1つに硬直的な労働市場の存在があったが、英国政府（保守党政権）はその打開策として、80年代以降、非正規雇用（一時的な雇用、パートタイム労働、自営業など）の導入を他国に先駆けて進めた。

図表12 リーマン後に減少する実質賃金



(注) 名目賃金は民間部門の平均週給

図表13 国際的にも悪化が顕著な英国の実質賃金



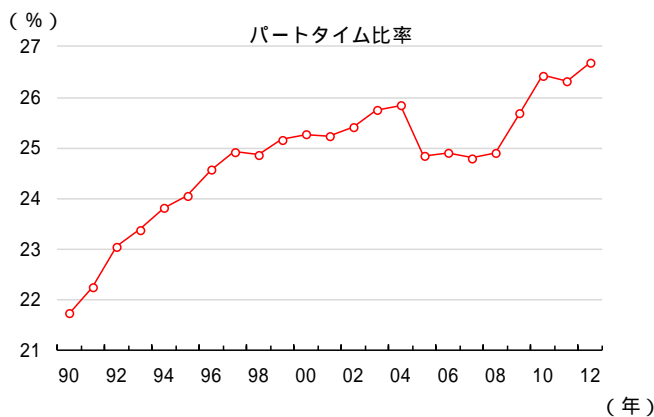
(注) 2012年を基準年とする自国通貨建て実質年間平均賃金。  
(出所) 経済協力開発機構 (OECD)



パートタイム比率（雇用者数に占める非正規雇用の比率）の趨勢的な上昇が示すように、労働市場改革の結果、英国では非正規雇用の導入が大きく進んだ（図表14）。このことは1990年代以降の息の長い好景気の下では失業率の低下に貢献したが、その一方で労働者サイドの賃金交渉力を弱めさせる方向に働いたと考えられる。つまり非正規雇用は、正規雇用と比べると、そもそも法の保護が弱くまた賃金交渉力が弱いとされるが、うち前者の観点からみれば、英国の場合、非正規雇用に対する法的な保護が複雑な法律上の規定から極めて弱いと指摘されている（天瀬・スレイター，2010）。その反面で後者についても、英国では労働協約のカバー率（労働組合への所属を問わず団体交渉による協定が適用される労働者の比率）が低いために、労組が勝ち取った賃金増の恩恵を受けることができない。具体的には、2008年時点における英国の労働協約のカバー率が33.6%と、米国（13.7%）や日本（16.0%）よりは水準が高いが、欧州の大陸諸国（フランスは90%、ドイツは62.5%）に比べると圧倒的に低い（図表15）。このように法の保護からも労働協約のカバーも弱い非正規雇用が増加すれば、労働者の賃金交渉力は自ずと弱いものになる。こうした労働市場の構造的特徴が、景気循環的な要素と重なるかたちで、リーマン・ショック以降の英国の実質賃金の低迷につながっていると推察される。

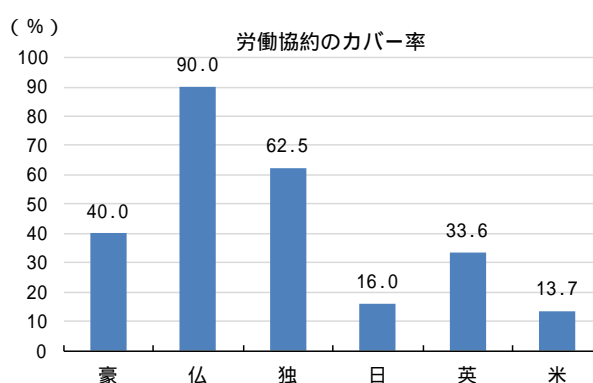
他方で、物価上昇圧力の高さも実質賃金の伸び悩みに拍車をかけてきた。英国は主要国のなかでも物価上昇圧力が強い経済で知られるが、その背景には、恒常的に赤字が続く貿易収支構造がある。つまり、英国の産業構造は金融・不動産を中心とするサービス業を基幹産業としているが、一方でこのことは中長期的な製造業（財生産・輸出）の減衰と裏腹の関係にある。消費財や耐久財が国内で賄えない以上、その輸入超過が定着しているため、貿易収支は慢性的に赤字である。したがって、リーマン・ショック以降のポンドの低迷が輸入インフレ圧力の高まりにつながり、それが実質所得を減少させる方向に働いたと考えられる。これに対して足元では、景気加速を受けてポンドが主要通貨に対して強含んでおり、物価の安定に貢献している。もっとも、名目所得が伸び悩むなかで、物価の安定は実質所得を十分に押し上げるには至っていない。物価の安定は消費者心理の改善というチャンネルを通じて消費の回復を促すにとどまっているとみられる。

図表 14 趨勢的な上昇が続くパートタイム比率



（注）雇用者数に占める非正規雇用の比率。  
（出所）OECD, Labour Statistics Database.

図表 15 欧州では低い英国の労働協約のカバー率



（出所）OECD (2011)

## (2) 足元で弱まる住宅による資産効果

実質賃金の減少が続く一方で、消費の増勢を支えているとみられる資産効果にはどのような特徴があるだろうか。

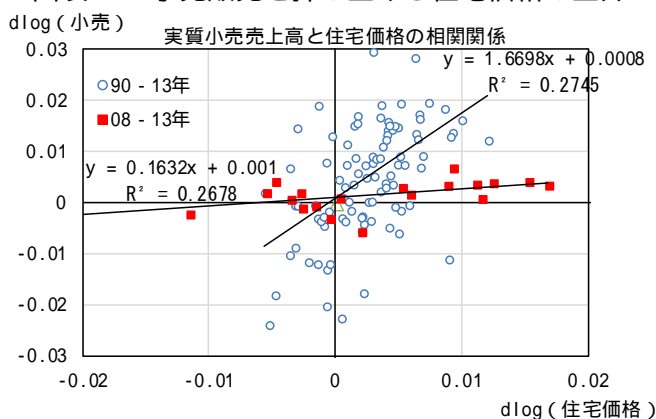
まず住宅についてみてみよう。図表16は実質小売売上高と住宅価格の相関関係を描いたものである。これをみると、長期的（1990～2013年）には、住宅価格が1%上昇した際に小売売上高が1.67%増加するという相関係数（資産効果）が観察される。これに対して、リーマン・ショック以降、相関係数は0.16%にまで低下している。

この結果は、金融危機以降、住宅価格による個人消費に対する資産効果がかつてよりも弱まっている可能性を示唆するものである。その背景には、英国の家計が住宅を担保とする金融商品をかつてほど借り入れていないことがあると考えられる。

実際に、家計の債務/可処分所得比率をみて家計部門の資金調達全体の動向を確認すると、金融危機前の2008年初頭をピークに、足元まで趨勢的な低下が続いている（図表17）。このことから英国の家計は、引き続き返済を優先する（借り入れを抑制する）局面にあることがわかる。

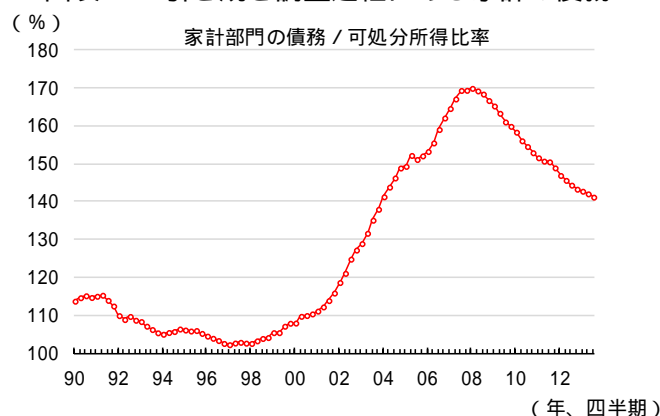
なお住宅ローンのうち、住宅価格の上昇分については消費など別の用途に活用できる部分（リモーゲージ）が存在し、かつてはこれが消費の拡大に貢献した。もっとも図表18をみると、足元にかけてモーゲージローンが緩やかに持ち直しているが、その反面で「リモーゲージ比率（リモーゲージ/モーゲージローン総額）」は引き続き低迷（直近2013年第4四半期時点では名目GDPの24.9%）している。先に述べたヘルプ・トゥー・バイのスキームで供給されたエクイティローンの一部が消費に利用されている可能性は否定できないが、リモーゲージ比率の動きから判断すれば、住宅価格の上昇に伴う借り入れの増加が消費を刺激する、という英国の特有の消費拡大サイクルは、まだ機能不全であると評価できよう。そしてこのことが、短期的にみた住宅価格と小売売上高の相関の低下（図表16）につながっている可能性が考えられる。MFIが引き続きリモーゲージの増加を抑制している背景には、世界的な金融規制強化の潮流のなかで、リスク回避的な態度を依然緩和させていないことがあると推察される。

図表 16 小売販売を押し上げる住宅価格の上昇



(注) 90～13年、08～13年の両相関係数とも t 値が 1% の水準で有意である。  
(出所) ONS 及び Nationwide

図表 17 引き続き調整過程にある家計の債務



(注) 可処分所得は 4 四半期後方移動累積 (出所) ONS 及び BOE

### (3) 米国と異なり株高の恩恵を受けにくい英国の家計部門

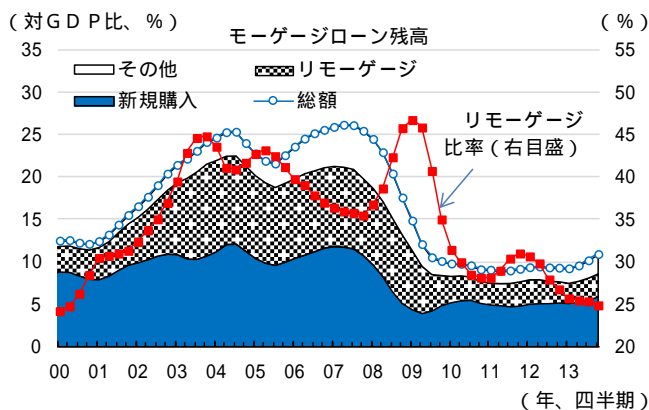
他方で株はどうだろうか。景気の加速に加えて、B O Eによる大規模な金融緩和が追い風となり、英国の株価（F T 100指数など）も住宅価格と同様に2013年に入って水準を切り上げており、個人消費を資産効果の側面から押し上げている可能性がある。

しかしながら、足元の株高が個人消費を押し上げる効果は、米国などに比べて弱いと考えられる。その主な理由として、家計の資産運用に占める株式の比率が諸外国に比べて低いことが指摘できる。英国の家計部門の2013年末時点における金融資産の構成（図表19）をみると、株式・出資金の比率は総資産の11.8%にとどまっており、英国と同様に消費と株価の関係性が高いといわれる米国（28.6%）のみならず、フランス（24.6%）やドイツ（18.1%）に比べても低い。

その代わりに高いのが保険・年金準備金の比率であり、他の3ヶ国がいずれも30%台であるなかで、英国では金融資産の55.9%を占めている。事実、英国の家計は保険を運用資産として認識しており、保障性商品が中心である日本とは異なり、貯蓄性のものが人気であるという指摘がなされている（安達・永田、2007）。そのため、家計が株価の上昇の恩恵を受けるとしても、キャピタル・ゲインといった直接的な経路よりむしろ機関投資家（保険・年金運用会社など）の運用益（インカム・ゲイン）といった間接的な経路が中心になると考えられる。そうした意味で英国の場合、足元の株価の上昇が消費の拡大に直接的にもたらす効果は、そもそも米国ほどは強くない公算が大きい。

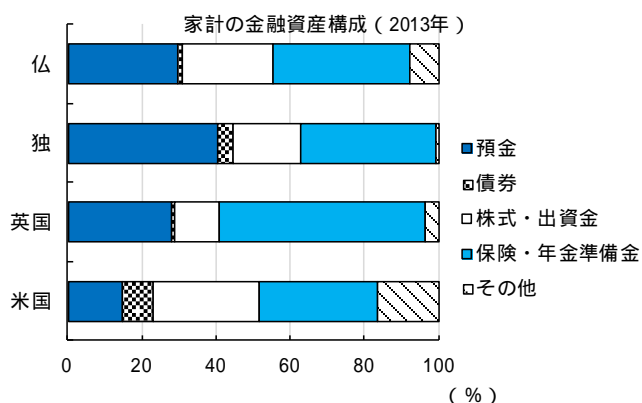
このように、個人消費に対する資産効果の影響が限定的であるとみられるなかで、足元における英国の消費の拡大は何によって促されているのであろうか。その理由としては複数の要因が指摘できる。まず景気の回復を映じた雇用環境の緩やかな改善があるだろう。また先に述べた物価の安定が、消費者心理を改善させたことがあると考えられる。さらに、英国では、2013年末にかけて小売店による大規模な値引き合戦が行われている。こうした一連の要因が消費回復の推進力になったと推察される。

図表 18 低迷するリモーゲージ比率



(注) リモーゲージとは、住宅（モーゲージ）ローンのうち、住宅価格の上昇分などに関しては、住宅購入の債務返済以外の用途に使用される分を意味する。  
 (出所) 住宅金融貸付組合 (Council of Mortgage Lenders)

図表 19 英国の家計は保険・年金での運用が中心



(出所) フランス中央銀行、ドイツ連邦銀行、B O E、連邦準備制度理事会 (F R B)

#### (4) 腰が弱い需要サイド

以上、本節では、需要サイドの中心である個人消費に関して、それを取り巻く環境の変化に注目するかたちで、景気の腰の強さを検討してきた。

まず実質賃金の動向に注目すると、英国の実質賃金は減少が続いており、消費を押し上げる力には欠けていると判断される。実質賃金が減少している背景には、景気循環的な要因もさることながら、構造的な要因があると推察される。具体的には、80年代以降の労働市場改革を受けて、法的な保護が弱い非正規雇用の導入や労働組合の解体が進んだことなどから、賃金上昇圧力が弱まったことがあると推察される。他方で、為替安に伴いインフレ圧力が高まったことも、実質賃金の伸びの低迷につながったとみられる。

次に金融資産の状況を見ると、まず住宅価格に関しては、リーマン・ショック以降は消費との関係性が弱まっており、住宅価格の上昇がかつてほど消費を刺激する力を有していない可能性が指摘できる。その背景には、英国の家計が住宅を担保とする金融商品をかつてほど借り入れていないことがあり、住宅価格の上昇に伴う借り入れの増加が消費を刺激するという英国特有の消費拡大サイクルはまだ機能不全である。他方で株については、英国の家計の金融資産の大半が保険・年金準備金で運用されているため、株式による資産運用を志向する米国の家計と比べると、株高による直接的な資産効果が弱い可能性が確認できた。

こうしたなかで、足元の為替高に伴う物価の安定や小売店による値引き合戦などが個人消費の推進力になっているとするならば、その基調は腰の強さに欠けているといわざるをえないだろう。

以上、需給の両面から足元の英国景気を検討してきたが、その回復が自律的でサステナブルなものであると評価しがたい。B O E が時間軸政策を修正した背景には、こうした景況認識があると考えられる。それに加えて財政の視点からも、B O E が金融緩和の修正に踏み込むことには高いハードルがある。それを次節で指摘する。



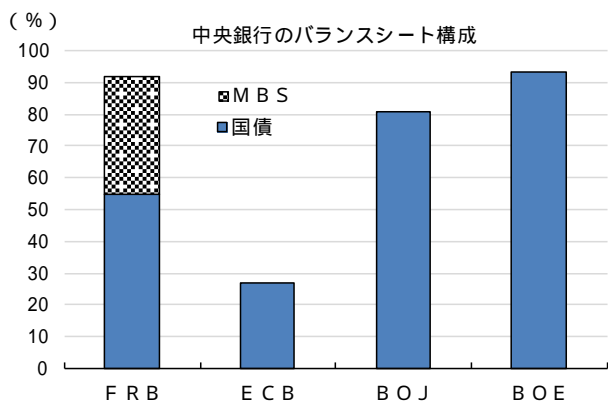
#### 4. 大規模金融緩和策と財政問題

BOEは2009年3月から政策金利（バンクレート）を年0.50%に据え置くとともに、同時に子会社として設立した資産買取基金（AFP）を通じた量的緩和策（Quantitative Easing Asset Purchase Programme）を実施している。資産買い取り額は当初の1500億ポンドから段階的に増額され、12年7月以降は3750億ポンドで据え置かれるとともに、買い取り資産の対象も国債に限られるようになった。その結果、BOEのバランスシートの90%以上を国債が占めており、その比率は他の主要中銀（米FRB、欧ECB、日BOJ）と比べて最も高い（図表20）。さらに保有国債の構成を満期別にみると、3～7年物の国債が959億ポンド（全体の26%）、7～15年物が1305億ポンド（同35%）、15年物以上が1486億ポンド（40%）であり、ポートフォリオの大半が中長期の国債で占められている（出所はBOEの14年第1四半期の『季報』）。

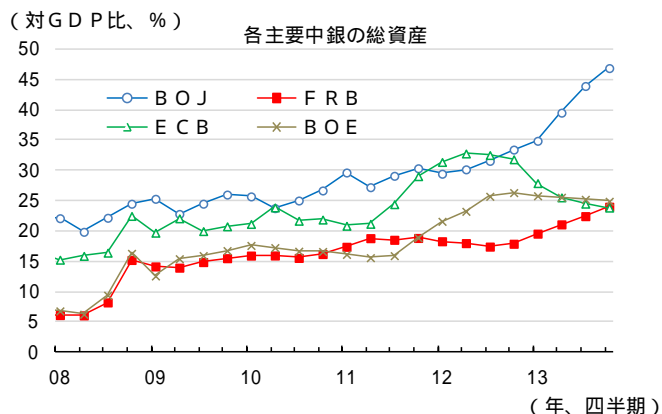
BOEのバランスシートの規模を主要中銀（FRB、ECB、BOJ）との間で比較すると、直近2013年第4四半期時点で名目GDPの24.9%と、その水準自体はECBやFRBと同程度である（図表21）。ただ先行きを見通せば、日銀（BOJ）が量的・質的緩和のなかでバランスシートを積極的に拡大し、またFRBも2014年秋口までは債券の追加購入を続ける反面で、BOEはバランスシートの維持に努める公算が大きい。そのため、BOEのバランスシートは量的緩和策を採用している中央銀行のなかでは相対的に低位で横ばいとなるだろう。

筆者は量的緩和策が英国の金融・不動産部門が息を吹き返す上で一定の効力を発揮したと評価しているが、それがマネーストックの増加という実体経済にとってポジティブな結果をもたらしたかどうかについては疑問を呈する指摘がある（斎藤，2013）。BOEによる量的緩和策の功罪については後日改めて問われるべき問題であるが、一方で現時点において明確なことは、この量的緩和策の下で、英国でもいわゆる「財政ファイナンス（政府部門の借金を中央銀行が補てんする状況）」が進んだことである。英国の公的債務残高は2013年末時点で約1兆4200億ポンドと名目GDPの89.1%相当まで膨れ上がっている（図表22）。そして、その約27%に相当する4020億ポンドを、BOEが買い支えている（図表23）。

図表20 バランスシートの中身は国債が中心



図表21 据え置かれるBOEのバランスシート



(注) ECBは国債の直接保有高に長期固定供給オペ分を足したもので代用。  
 (注) 名目GDPは4四半期後方移動累積ベース。  
 (出所) FRB、ECB、BOJ、BOE (出所) 各国統計局及び中央銀行

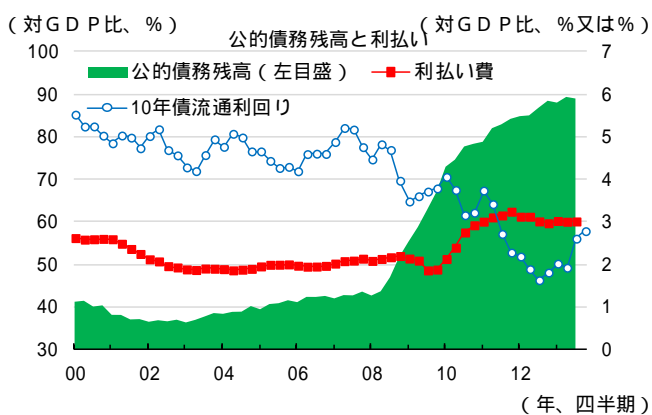
リーマン・ショック以前の英国の公的債務残高は、欧州連合（EU）の安定・成長協定（SGP）で定められた基準（名目GDPの60%）を下回るなど健全であった。それが金融危機を受けて滞った歳入を国債発行で補った結果、公的債務残高は急激に増加した。BOEによる量的緩和策は、その本来の政策目標が市場への大量の資金供給にあったとはいえ、実態としては、膨れ上がった英国政府の借金を買い支えたといえるだろう。量的緩和策の結果、流通国債の利回りは上昇が抑制された。そのことが利払い費の増加にブレーキをかけ、公的債務残高の膨張を抑制したのである（図表22）。言い換えれば、そうした財政ファイナンスの仕組みが無かったら、リーマン・ショック以降の英国財政は立ち行かなかったと考えられる。

問題は、量的緩和策を通じてBOEによる国債引き受けが増加した結果、量的緩和策を打ち切った以降のBOEの行動が、英国財政と国債市場の動きを大きく左右することである。先行き、BOEが資産買い取りを採り止めてバランスシートを縮小しようとする場合、仮にそのテンポが市場の期待よりも急であれば、金利がハイピッチで上昇する危険性がある。そうなれば、国債価格が下落するとともに、BOEのバランスシートにも損失が発生する。また景気が弱含みであり、一定の税収増が見込めない環境の下で金利が上昇すれば、利払い費の増加が国庫を逼迫し、財政運営を困難になる。

財政ファイナンスが進んだ以上、BOEは量的緩和からの出口戦略について慎重とならざるをえない。加えて実体経済の面から考慮しても、早期の緩和修正には困難が伴う。景気が加速しているとはいえ、その腰が弱いことは本レポートの分析から明らかである。こうしたなかで、金利の上昇は景気のけん引役である住宅部門に冷や水を浴びせよう。住宅市場が調整局面に入り資産効果が弱まれば、関係性が弱まっているとはいえ、消費が下押しされる公算は大きい。

こうしたことを総合的に勘案すれば、BOEが市場で高まる早期利上げ観測に対する警戒を強めて、2014年2月の『インフレーション・レポート』のなかで事実上の緩和長期化に路線を転じたことは、ごく自然の成り行きであったと考えられる。足元の加速が顕著とはいえ、英国景気の腰は依然弱く、サステナブルなものであるという積極的な評価を与えることはできないのである。

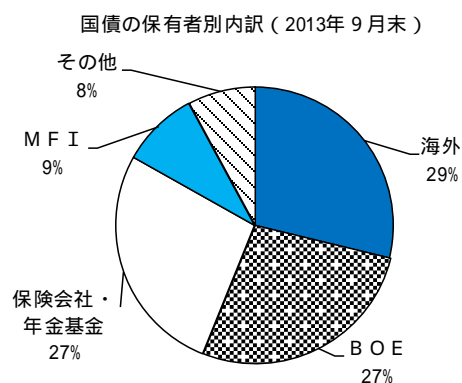
図表 22 膨れ上がる英国の借金



(注) 利払い費は4四半期後方移動累積ベース。

(出所) ONS及び予算管理局(DMO)

図表 23 BOEは国債の3割をファイナンス



(出所) DMO

## さいごに

以上、本レポートは、金融緩和からの出口戦略に耐えうる体力を十分に有しているかどうか、その景気回復がサステナブル（持続可能）であるのかという観点から、英国経済の現状を包括的に分析することを試みた。

確かに、足元の英国景気は加速している。もっとも、供給サイドの現状を、その中心である金融部門と不動産（含む建築）部門に注目して分析すると、両部門の回復は好調な住宅市況にけん引された限定的なものであることが分かる。また、そうした住宅市況の好調さは、政府による購入刺激策やBOEによる貸出促進策を受けて需要が刺激された結果であると考えられる。したがって、金融・不動産部門の回復は、調整を終えた結果の自律的なものとは評価しえない。

次に、需要サイドの中心である個人消費に関して、それを取り巻く環境の現状に注目すると、実質賃金の減少が続くなかで、リーマン・ショック以降は住宅価格の上昇がかつてのように消費の増加につながっていない可能性が指摘できる。規制強化の流れなどから金融機関がリスク回避的となり、リモーゲージの拡大が抑制されているため、住宅価格の上昇が個人消費を刺激する力が弱まっているとみられる。そうしたなかで、個人消費の腰もまた力強さに欠けているといわざるをえない。

以上の検討から明らかなように、英国の景気は、足元で加速しているとはいえ、依然ぜい弱性を有している。住宅価格の上昇が消費を刺激するという特有のサイクルがまだ機能不全であるなかで、現状の英国景気がサステナブルなものであるとは評価しがたい。加えて、巨額の公的債務をBOEが低金利政策で支えている現状を考慮すれば、BOEの出口戦略もまた他の主要中銀と同様に慎重なものとならざるをえないだろう。

## 参考文献

- 安達茂弘・永田久美子（2007）「英米の機関投資家にみる物価連動国債とアセットアロケーション」  
*PRI Discussion Paper Series* (No.07A-09), 財務総合政策研究所.
- 阿部望（1999）『現代イギリスの産業競争力政策』東海大学出版会
- 天瀬光二・スレイター, ギャリー（2010）「イギリスの非正規雇用」独立行政法人労働政策・研修機構『欧米における非正規雇用の現状と課題 独仏英米をとりあげて』第三章所収, J I L P T資料シリーズ No. 79（2010年11月）
- 斉藤美彦（2013）「量的緩和策の日英比較」『証券経済研究』第82号（2013年6月）  
*Bank of England Inflation Report, Various Issues.*
- OECD（2011）*Economic Policy Reforms 2011: Going for Growth.*

- ご利用に際して -

- Ⅰ 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- Ⅰ また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- Ⅰ 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- Ⅰ 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- Ⅰ 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。