

Economic Monitor

英国経済：景気減速しながら資産バブルが見え隠れ

英国経済は、2017 年に入り個人消費を中心とした減速局面に入っている。しかし、それでも住宅など資産価格のバブル的上昇に支えられている側面が窺える。最近の資産価格高には、Brexit 問題の行方が不透明な中で、BOE が金融緩和の巻き戻しに踏み切れずにきたことが影響している。景気が減速してきたとはいえ、2017 年通年の成長率が潜在成長率（1.5%）並みを確保できる見込みの中、BOE は 2019 年の Brexit 発効時の混乱を増幅させないためにも、早期に金融引き締めへ転じ、バブルを調整していく必要がある。

個人消費を中心とした減速局面に

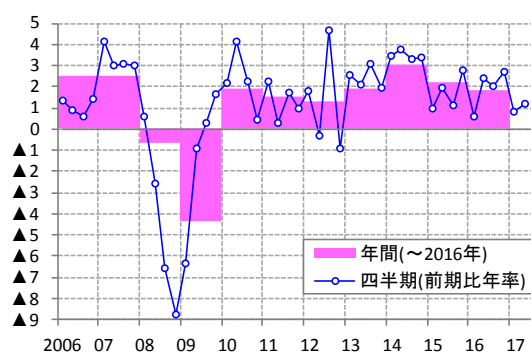
英国では、4～6 月期の実質 GDP 成長率（改定値、8/24 公表）が前期比 0.3%（年率換算 1.2%）と、1～3 月期（前期比 0.2%、年率 0.9%）から小幅に上昇した。しかしながら、昨年 10～12 月期にかけて 3 四半期連続で年率 2% 台の成長が続いていた状況から見れば、英国経済は 2017 年入り後、減速局面に入っていると判断される。

需要項目毎の内訳を見ると、個人消費（昨年 10～12 月期前期比 0.7%→今年 1～3 月期 0.4%→4～6 月期 0.1%）のスローダウンが顕著である。これ

には、①昨年後半から雇用者数の伸びが鈍化¹してきていることのほか、②昨年央以降のポンド安を受けてインフレ率（消費者物価の前年同月比）が 2% 台後半まで上昇し、平均賃金の伸びを上回る状況になっている（実質賃金が減少し

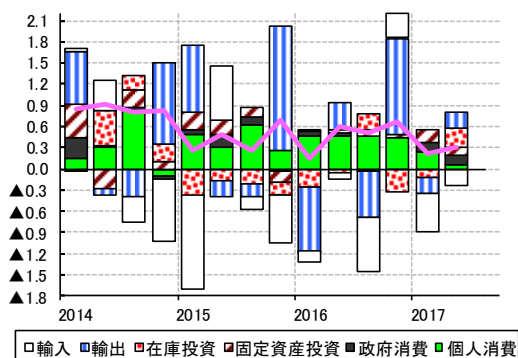
ている）ことが大きく影響している。加えて、4～6 月期には、自動車税の引き上げに伴う新車販売の落ち込み（グラフは次頁）も個人消費の伸びを抑制した。また、個人消費以外でも、輸出（4.6%→▲0.7%→0.7%）が、ポンド安を追い風とした昨年後半の増勢が一服したほか、企業設備投資（▲0.9%→0.6%→

英国の実質GDP成長率（%）



(出所) CEIC Data

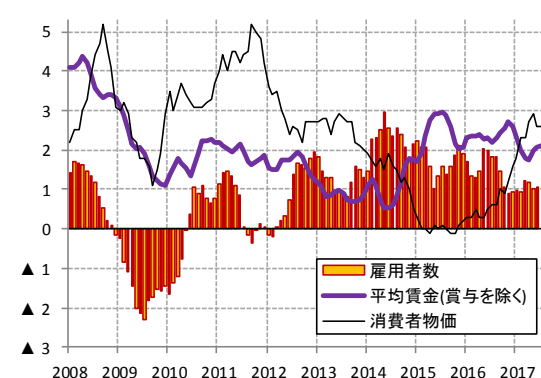
英国の実質GDP（%、季節調整済前期比）



(出所) CEIC Data

(注) 各需要項目の寄与度合計はGDP成長率と完全には一致しない。

雇用者数と平均賃金、消費者物価（前年同期比、%）



(出所) CEIC Data

(注) 雇用者数と平均賃金は後方3ヵ月移動平均値の前年同期比。

¹ 雇用者数の前年同月比は、昨年 5～6 月の 2.0% から減速し、10 月以降 1% 程度の伸びが続いている（7 月 1.1%）。ただし、増加基調自体は続いているため、失業率（4～6 月平均 4.4%、ILO 基準）は緩やかな低下傾向にある。

0.03%)の低調が続き、成長率を抑制した。

一方、企業設備投資以外の固定資産投資（住宅投資および公共投資、1.5%→1.6%→1.6%）は堅調な拡大が続いたほか、政府消費（▲0.01%→0.7%→0.6%）も緩やかに増加した。すなわち、2017 年前半の英国景気は主に公的需要が支えていたと言える。

夏場の経済指標も回復感を欠く

その後の夏場の経済指標は、総じて回復感を欠いた動きとなっている。そのため、現時点では、7～9 月期の成長率は 4～6 月期と同程度を確保するのが精々と見込まれ、さらに（足元の動きを把握し難い）公的需要の増勢が一服し、成長率が下振れする可能性もある。

まず、個人消費関連では、新車販売台数²の 7～8 月平均が 4～6 月平均比▲1.0%と引き続き減少となったが、4～6 月期の前期比▲4.4%からは減少ペースが弱まった。一方、小売売上数量の 7～8 月平均は 4～6 月平均比 1.3%と増加が続いたが、4～6 月期の前期比 1.5%からは小幅に鈍化した。サービス消費の動向が不明な点を勘案する必要はあるが、少なくとも上記の指標からは個人消費が息を吹き返した可能性は窺えない。また、個人消費以外でも、輸出数量が 4～6 月期の前期比 2.3%から 7 月は 4～6 月平均比▲0.03%と、EU 域外向けを中心に増勢が一服した。民間設備投資の関連では、鉱工業の設備稼働率が 4 月の 83.0%から 7 月には 82.5%へと低下した。Brexit 問題を背景とした経営環境の先行き不透明感に加えて、既存設備の稼働率頭打ちも設備投資の抑制要因となりつつある。

乗用車販売台数(当研究所試算の年率換算値、万台)



(出所) CEIC Data、伊藤忠経済研究所

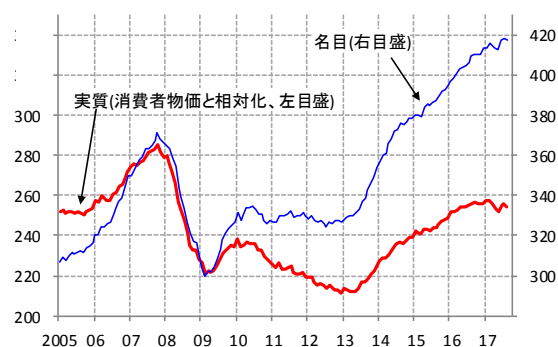
それでも資産バブルに支えられている側面あり

以上より、英国経済は減速傾向が続いていると考えられるが、それでもバブルとも言える資産価格高に依然として支えられている側面が窺える。

英国の平均住宅価格は、2013 年半ばからの上昇トレンドが足元にかけても持続している。これについて、実需動向の代表的指標の一つであり、従来は実質住宅価格³に対し一定の先行性を持っているはずの「住宅ローン承認件数」の動きを踏まえると、2016 年以降は実需見合いで 10%程度割高な水準で推移していると指摘できる（グラフは次頁）。

また、株価については、英国の代表的指数で国際銘柄が中心の「FTSE100」のみならず、内需型小型株も含めた英国全体の株価指数「FT All Shares」も、昨年 7 月以降回復し、今年半ばにかけて過去最高値を更新し続けた。そして、その

英国住宅価格の推移 (1993年1～3月期=100)



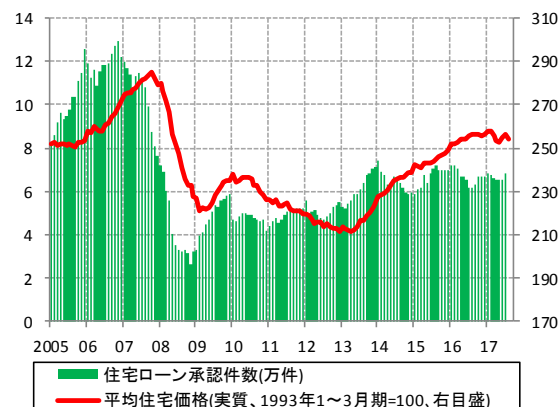
(出所) Nationwide

² 季節調整は当研究所による。

³ 消費者物価で実質化したもの。

後も歴史的な高値圏での推移が続いている。Bloomberg 算出のデータに基づけば、両指数は、向こう 2 年間で、すなわち Brexit 発効が予定される 2019 年にかけての企業利益の大幅増⁴を織り込んでいるようである。

住宅市場関連指標の推移
(万件、1993年1～3月期=100、季節調整値)



(出所) BOE(英国中銀)、Nationwide

英国主要株価指数 (週末値、1983年12月30日=100)



(出所) CEIC Data (注) 直近値は9月22日。

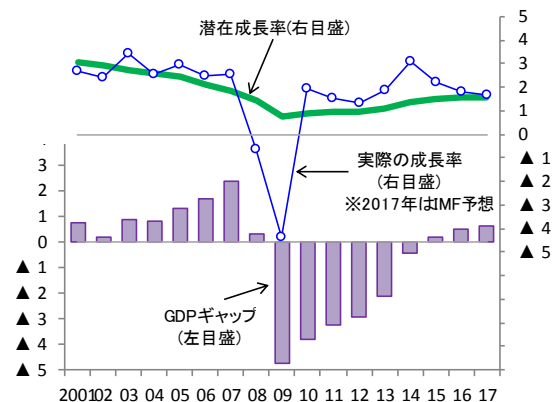
昨年の Brexit 問題勃発により BOE の金融政策運営が混乱

このようにバブル的様相を呈している資産価格の形成には、BOE（英国中銀）の金融政策がこのところ機動的に運営されていないことが影響している。

BOE は、世界的に金融危機が広がった 2007 年 12 月から 2009 年 3 月にかけて政策金利を計 5.25%Pt (5.75%→0.50%) も引き下げるとともに、2009 年から 2012 年にかけては大規模な量的緩和（国債・社債の買い入れ）も実施した。こうした BOE の積極的な金融緩和が奏功し、英国経済は 2010 年以降急回復し、GDP ギャップも少なくとも 2016 年前半までには解消⁵したと見られる。従って、BOE は 2016 年後半以降に政策金利を引き上げるなど、金融緩和の出口戦略を進めていく必要があった。

ところが、昨年 6 月に国民投票で EU 離脱が選択されるなど、英国では Brexit 問題が浮上し、経済の先行き不透明感が急速に拡大した。そのため、BOE は出口戦略どころか、むしろ昨年 8 月に政策金利の 7 年ぶり引き下げ (0.25%) や量的緩和の再開を余儀なくされ、1 年超にわたって継続されている。この結果、不動産市場や株式市場には過剰流動性とも言うべきマネーが流れ込むようになり、割高な価格形成が続いていると推察される⁶。

英国の成長率とGDPギャップ (暦年、%)



(出所) CEIC Data、欧州委員会
(注) 欧州委員会試算の潜在GDPをもとに作成。

⁴ 具体的には、向こう 2 年間の「FTSE100」の EPS (1 株当たり利益) 予想増加率は年率 38%、「FT All Shares」では年率 39% (9 月 28 日時点)。

⁵ 欧州委員会試算の潜在 GDP に基づけば 2015 年中には解消。OBR (英予算管理局) や OECD (経済協力開発機構) の試算でも、(暦年ベースの値の動きで評価する限りであるが) 2016 年前半に解消したことを示唆。

⁶ なお、BOE は、金融政策委員会の公表文で今だに「英国経済には需給の緩み (スラック) が残っている」としている。BOE が試算している GDP ギャップの具体値は不明であるが、他機関に比べ相対的に慎重な見方であることも、金融緩和の巻き戻しが遅れる一因であった可能性は否定できない。

金融緩和の巻き戻しは成長ペースを抑制するが、Brexit 発効の混乱も限定化できよう

景気の先行きであるが、目先は、①実質所得の減少に伴う個人消費の抑制傾向が続く見込みのほか、②Brexit を控え投資抑制の動きが広がる可能性や、③今年前半に大幅増となった公的需要が息切れする可能性もある中で、伸び悩みが続く見込みである。

IMF（国際通貨基金）は今年 7 月 24 日に発表した“World Economic Outlook”の改訂版の中で、2017 年の英国の経済成長率予想を 4 月時点の 2.0%から 1.7%へと引き下げた。それでも、修正後の予想通りとなるには、今年後半の平均成長ペースが年率 1.7%まで加速する必要があるため、達成は困難と見られる。

もっとも、1.5%（欧州委員会試算）とされる潜在成長率近辺の伸びを確保し、GDP ギャップが引き続き「需要超過」で推移すると見られる中で、BOE は、景気減速や Brexit 問題の動向にかかわらず、過熱した資産価格形成や高インフレを抑えることを優先し、早期に金融引き締めを図ることが期待される。これは、2018 年の成長率が一層低下することにつながるが、2019 年 3 月に予定される Brexit 発効に伴う混乱を増幅させないためにも必要な措置と考えられる。

このような見地に立てば、BOE が 9 月 14 日の金融政策委員会で、「今後数ヵ月以内に金融刺激策を縮小するのが相応しいと大半の委員が考えている」との見解を取り纏め、発表したことは、英国経済のリスクシナリオ——BOE が資産バブルの膨張を放置し続けた後、Brexit 問題に絡む混乱が引き金となってバブルが崩壊する展開——を回避するためによろしく動き出したと評価でき、一刻も早い実行が待たれる。

Brexit 問題は「清算金」協議が難航し、「クリフエッジ型離脱」のリスクが高まる

なお、Brexit 問題では、英国と EU の交渉が 6 月から 9 月にかけて月 1 度のペースで行われ、①いわゆる「清算金」の支払い、②市民⁷の在留・就労資格の保障、③北アイルランドの国境管理などの離脱協定についての協議が続けられている。英国側は、FTA（自由貿易協定）などの将来協定についても極力早期に協議し始めたい考えであるが、EU 側が、離脱協定交渉で「十分な進展」がない限り、将来協定は話し合わないとのスタンスを堅持しているため、英国側もその方針を受け入れざるを得ない状況にある。

離脱協定交渉は、これまでのところ難航が伝えられており、特に「清算金」支払に関する意見の隔たりが大きい模様である。「清算金」について、EU 側は具体的に、①英国が拠出を約束した EU 予算の分担金、②約束済みの協調投融資（高速道路建設など）、③EU 官僚の年金支払資金、④EMA（欧州医薬品庁）や EBA（欧州銀行監督機構）など現在英国内にある EU 機関の移転費用を想定しており、請求総額は 600 億ユーロ（約 7.8 兆円）を超える（EU 当局の試算による）。

これに対し、英国側は 8 月にかけて「清算金の支払い義務はない」と主張。9 月の第 4 回交渉直前になって、メイ首相が 2020 年まで EU 予算の分担金支払いを続ける方針を表明⁸し、EU に歩み寄る姿勢を見せたが、それでも英国側の想定額は 200 億ユーロ程度にとどまるとされる⁹。そうした中、9 月 25～28 日の日程で行われた第 4 回交渉は、「新たなダイナミズムがもたらされた」¹⁰ものの、支払い対象と金額について

⁷ 英国に住む EU 加盟国出身者と、EU に住む英国出身者の双方。

⁸ 9 月 22 日のイタリア・フィレンツェでの演説で。なお、演説では、「Brexit 発効後、2 年間の移行期間設定（無関税取引と移動の自由を継続）」も提案された。

⁹ 英当局は具体額を明らかにしていないが、英国内メディアなどは「当局が念頭に置く金額は 200 億ユーロ」と報じている。

¹⁰ 交渉終了直後のバルニエ EU 首席交渉官の発言。

て大きな意見対立を残したまま終了した模様である。

そのため、離脱協定交渉は、双方がメドと位置付ける 10 月 19～20 日の EU 首脳会議までに「十分な進展」を得ることが極めて難しい状況になっている。これは、2019 年 3 月の期限までに、将来協定も含めた全ての交渉が纏まらず、「クリフエッジ（崖っ淵）型離脱」——なし崩し的に離脱が発効し、WTO ルールの強制適用など制度上の大幅な非連続性が発生——に至るリスクが高まっていることを意味する。