



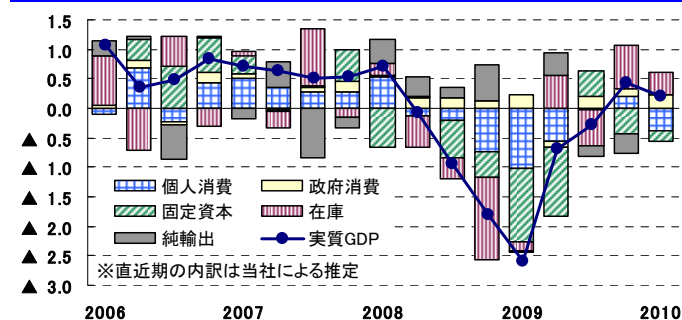
Economic Monitor

長期低迷が避けられない英国経済

英国経済は、2009 年後半に底入れしたものの、雇用環境の改善は遅れ、住宅投資の調整も道半ば、輸出も牽引役不在で民間需要の回復力は乏しく、底ばい状態にある。また、財政赤字の拡大やインフレ圧力の高まりにより、財政・金融両面とも景気刺激策の余地はなく、ポンド安が財政の健全化を催促している。英国経済に残された選択肢は速やかな財政健全化であり、それは英国経済に長期間低成長を強いることとなる。

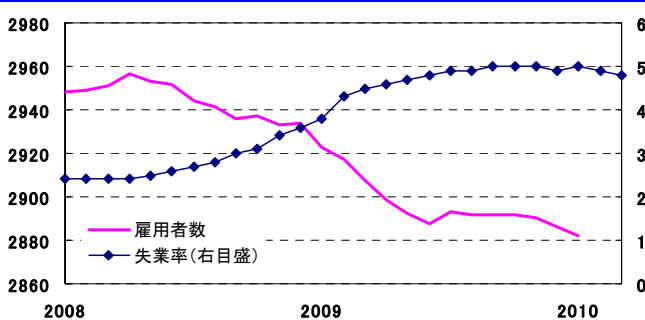
4月23日に発表された英国の2010年1~3月期成長率は、前期比0.2%（年率0.8%）にとどまった。前期（2009年10~12月期）の0.4%（1.8%）に続いて2四半期連続のプラス成長となったが、伸びが鈍化している上、プラス寄与は主に政府消費と在庫投資であったとみられるため、英国経済は、底入れはしたものの未だ民間需要の回復力は乏しく、底ばいの状態が続いている。

英国の実質GDP（%、季節調整済前期比）



(出所)Ecowin

雇用者数と失業率の推移（万人、%、季節調整値）



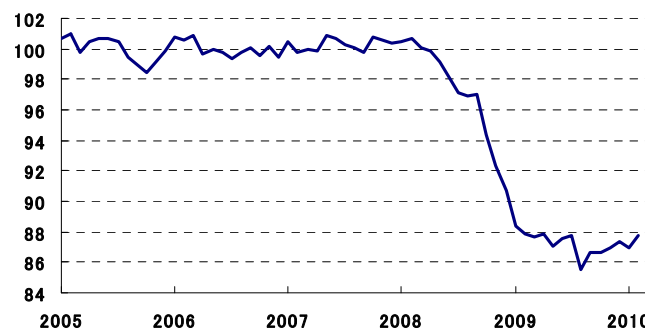
(出所)Ecowin

主な需要動向を見ると、個人消費は、昨年のクリスマス商戦では少し明るさが見られたものの、その後は低迷している。1月の小売売上数量指数は、1月に前月比▲3.3%と大きく落ち込んだ後、2月2.6%、3月0.4%と持ち直しつつあるが、1~3月平均で見ると前期（10~12月）の水準を1.8%も下回っており、反動の域を脱していない。家計を取り巻く環境についても、失業率は1月の5.0%から2月4.9%、3月4.8%と低下しているが、この間に就業者数が増加していないことから、その主因は職探しをあきらめて

失業者が労働市場から退出したためとみられる。雇用の拡大を伴わない失業率の低下は雇用情勢の改善を意味せず、個人消費の回復には結び付かない。さらに、今年から付加価値税の税率を元の水準に戻した（15.0%→17.5%）ことも、個人消費の回復を阻害する要因となった模様である。

固定資産投資も、回復の兆しが見られない。設備投資は、2009年10~12月期まで6四半期連続で減少

生産指数の推移（2005年=100、季節調整値）



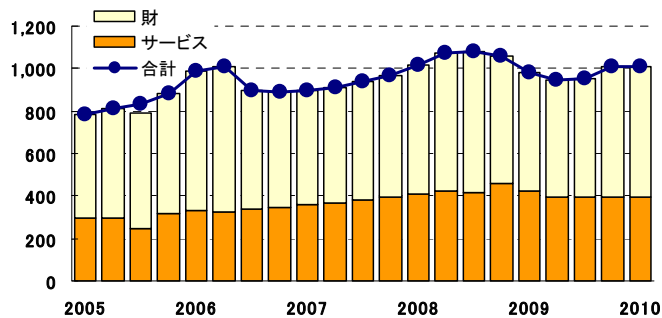
(出所)Ecowin

¹ 失業率と失業者数から試算される就業者数は、1月前月比▲35万人、2月▲12万人と減少が続き、3月も2万人増とほぼ横ばいにとどまっている。

したことによりストック調整は相応に進んではいるとみられる。しかし、2010年1～3月時点においても実質GDPの水準はピーク（2008年1～3月期）から6%程度落ち込んだままであり、製造業の生産水準もピークから1割強低下した後、底ばい状態にあるなど、設備投資が拡大に転じる環境は整っていない。また、住宅投資は、2009年7～9月に住宅価格が下げ止まるなかで10四半期ぶりとなるプラス（前期比2.9%）に転じた。しかし、翌10～12月期には、その増加幅を上回る減少（▲6.1%）となり、住宅投資は未だ調整局面が続いている。また、2008年9月に印紙土地税（税率：1～4%）の免税ラインを17万5,000ポンド以下に引き上げたが、1月から元の12万5,000ポンド以下に戻されたことも、住宅投資にとっては逆風となろう。

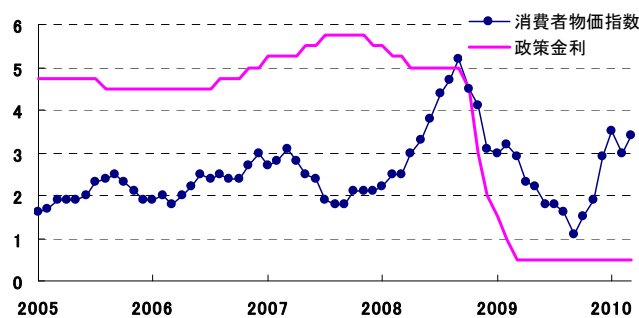
国内需要と同様、輸出も景気の回復を牽引するには力不足である。最近の輸出動向を見ると、2009年7～9月期に5四半期ぶりの前期比プラス（0.6%）に転じた後、翌10～12月期は3.8%と伸びを高めたが、2010年に入り再び停滞している。英国の輸出はサービス化が進んでおり、モノ（財）とサービスの比率は概ね6：4となっている（日本は8：2）。サービス輸出の中心は金融収入であり、金融危機前の2006年から2008年にかけて、輸出全体を毎年2%前後押し上げていた。2009年10～12月期に輸出の増勢が加速したのは、財の輸出が西欧（シェア59%：2009年、除くサービス）や北米（17%）向けが大幅に増加したことに加え、金融収入が増加に転じたことなどからサービス輸出も4四半期ぶりの増加（前期比1.7%）に転じたことが寄与した。しかし、2010年に入り、財の輸出が西欧や北米向けの伸び悩みにより1～2月平均で10～12月平均を0.7%上回るにとどまり、サービス輸出は10～12月平均を0.9%下回るなど、このところ輸出は総じて横ばい程度の推移となっている。今後についても、主要輸出先であるユーロ圏経済のもたつきや金融規制の影響による金融収入の減少懸念など不安材料は多く、輸出の回復に確信が持てる状況にはない。

輸出の推移(億ポンド、季節調整値)



(出所)Ecowin

インフレ率と政策金利(%、前年同月比)



(出所)Ecowin

民間需要が低迷するなか、政策面からの支援も期待し難い状況にある。2009年の財政収支は、GDP比▲11.5%まで赤字が拡大し、政府債務残高はGDPの68%に達している。この水準は、ギリシャの▲13.6%、115%ほどではないにしても、スペインの▲11.2%、53.2%、ポルトガルの▲9.4%、77%と優劣を付け難い程度である。こうした状況を踏まえ、ブラウン労働党政権は、今年度の予算編成にあたり景気に配慮しつつも財政赤字を縮小させる方針を示しており、5月6日の総選挙を争う他政党も財政健全化路線は基本的には変わらないため、財政面ではむしろ景気を抑制する可能性が高い。

また、金融政策は、景気停滞下でのインフレ圧力上昇というジレンマに陥っている。インフレ率は中央銀行(BOE)が目標レンジとする2%±1%を今年1月(3.5%)と3月(3.4%)に上回った。先に見た通

り景気は停滞しているため国内需給からのインフレ圧力ではなく、エネルギー価格の上昇にポンド安が加わった輸入インフレである。ポンドの対ドル相場は、2009年11月半ばの1ポンド=1.68ドルから3月終わりには1.5ドルを割り込む水準まで下落した。その後、1.55ドル近くまで戻しているが、景気の低迷を受けた低金利の長期化観測や財政の悪化を背景に、ポンドの下落圧力は根強く残っている。こうした状況に加え、既に政策金利は0.5%まで引き下げられていることから、BOEにとって、ポンド下落のきっかけにもなり得る金融緩和という選択肢はない。英国経済には、金融政策による景気刺激の余地もない。

以上のように、英国経済は現在、バブル化した住宅投資や金融収入と、それを受けて肥大化した個人消費や設備投資、つまり、膨張した経済全体の規模を、自然体まで縮小する課程にあると言える。そして、それに伴うショックを緩和した結果として財政赤字が拡大し、実力相応まで通貨が下落しているわけである。現在、景気が底入れしていることから考えると、ひとまず民間部門の経済規模は自然体まで縮小したとみられる。残された課題は、悪化した財政の健全化である。財政支出の削減により健全化を進めることは、ギリシャの例を想像するまでもなく、景気の低迷を長期化させることになるため、今後、英国経済が回復に向かう姿を描くとすれば、再び経済が肥大化し財政が自然に健全化するか、それとも、悪化した財政を放置し、それによる通貨の下落を梃子として回復の道筋を求めるかのいずれかとなる。

しかし、前者の可能性は低い。住宅バブルは論外として、金融収入に関しても、当面は大幅な拡大を見込み難い。英国大手金融機関3社(HSBC、パークレイズ、RBS)合計の不良債権比率は、2008年末の2.8%から2009年末には4.8%まで上昇している。さらに、景気の低迷が続いていることを踏まえると、不良債権が一段と増加する可能性も否定できない。金融機関の体力低下は、収益機会の減少につながる。加えて、欧米を中心に議論されている金融規制強化の行方次第では、これまで高収益の源泉であったハイリスク取引が制限され、収益力の低下につながる恐れがある。金融主導の景気回復を描くには無理があろう。

では、財政悪化に伴う通貨安に耐え、そのメリットにより景気を回復させられるのであろうか。結論から言えば、それも難しい。英国の不幸は、財政赤字が拡大し経常収支も赤字であるという点では米国と同様であるが、既にポンドは基軸通貨国ではないということである。現在の準備通貨としてのポンドの地位は、通貨の安定性を拠り所としている。したがって、財政の悪化と通貨価値の下落は多くの投資家から許容されず、準備通貨としての英国債需要は減少し、国債市場からの資金流出がポンド安を加速させる恐れがある。 そうなれば、インフレを高進させるだけでなく、国際金融センターとしての地盤をも失い、金融収入は大幅に減少することになる。また、英国は、先進国で最も財政が悪化している日本と異なり、製造業が衰退しているため、通貨安による輸出増というメリットも小さい。 さらに、最大の輸出先であるユーロ圏では英国以上に通貨が下落している点も、通貨安による景気回復への期待を萎ませる。

結局、英国は歳出削減による財政健全化の道を進まざるを得ない。それも、現在の財政赤字の規模を考えると、比較的早いペースが求められよう。 5月6日の総選挙は、財政を健全化する処方箋が大きな論点の一つとなっており、その結果が英国経済の先行きを定めるカギとなることは間違いない。そして、いずれにしても、英国経済は、財政健全化というバブルの清算に、今後も時間を費やすことになるのではないだろうか。