

Economic Monitor

低迷が長引く英国経済

英国では、ユーロ圏景気の悪化に伴う輸出の低迷、財政の引き締め、家計による過剰債務の調整が景気を下押しする状況が続いている。このため、2012年の経済成長率は2011年の1%程度から鈍化すると見込まれ、ユーロ圏のソブリン問題の深刻度によってはゼロ近辺まで低下する可能性もある。こうした景気の低迷に加え、財政出動ができないことや、金融市場を安定させる必要性から、英国中銀は当面、量的緩和策を継続する可能性が高い。

2011年7～9月期は年率2.3%成長も在庫調整圧力高まる

英国の2011年7～9月期実質成長率は前期比0.6%（年率2.3%）と、4～6月期の▲0.01%（▲0.05%）からプラス成長に転じた。需要項目毎の内訳を見ると、7～9月期は在庫投資のプラス寄与が最大となったほか、固定資産投資と政府消費も増加した。しかし、個人消費と輸出は減少した。また、在庫投資の大幅増についても、製造業の在庫DI（過剰－不足）が6月の5.5%Ptから9月には21.5%Ptへと大幅に悪化した中での動きであることなどから、生産調整の遅れによる「意図せざる在庫積み上がり」である可能性が高い。さらに、政府消費の増加は、緊縮財政の中で持続性のある動きとは言い難い。以上より、7～9月期のプラス成長は、最終需要の回復を示すものではなく、むしろ在庫調整圧力の高まりが懸念される。

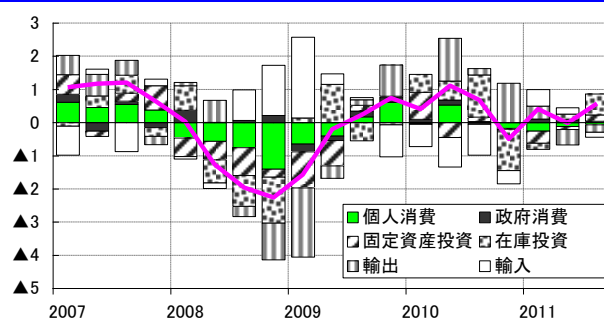
個人消費と輸出は減少基調が持続

主な需要動向を見ると、まず、個人消費の減少基調が続いている。7～9月期にかけては4四半期連続で前期比マイナスとなり、水準は直近ピークの2007年10～12月期から5.4%も低下した。消費不振の要因としては、まず、インフレ率の上昇が挙げられる。消費者物価の前年同月比は、付加価値税率の引き上げ¹やエネルギー価格の高騰を主因に、2009年9月の1.1%から2011年9月には5.2%まで上昇した。加えて、失業率が2009年以降高水準にとどまり、2011年4月からはさらに上昇していることも、消費の回復を阻害している。失業率（ILO基準）は、2011年6月に1996年以来となる8%台に乗せ、その後も上昇傾向を辿っている。

¹ 英国の付加価値税率は、2008年12月に時限措置として17.5%から15.0%へと引き下げられた後、2010年1月に予定通り元の17.5%へと戻され、2011年1月には20.0%へと引き上げられた。

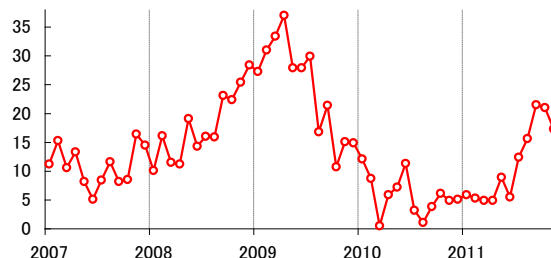
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

英国の実質GDP（%、季節調整済前期比）



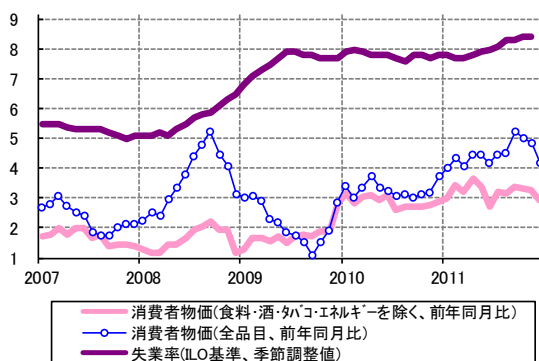
(出所) ONS(英国国立統計局)

英国製造業の在庫DI（%Pt）



(出所) 欧州委員会

英国のインフレ率と失業率（%）



(出所) ONS, Eurostat

そして、家計による過剰債務の調整も消費を下押し続けている。家計金融負債残高の対可処分所得比は 7～9 月期時点で 153%と、2008 年 1～3 月期の 173%からは 20%Pt 低下したが、依然として不動産バブルの最中であった 2006 年 1～3 月期並みの高水準にとどまっており、家計における過剰債務の調整余地はまだ残っていると考えられる。

なお、10～12 月期の小売売上数量指数は、年末商戦におけるバーゲン品などの大幅な値引きなどが寄与し、前期比 1.1%増となった。このため、10～12 月期の実質個人消費は 5 四半期ぶりに前期比プラスとなった可能性がある。しかしながら、失業率の上昇に伴い、消費者マインドの悪化²が続いていることなどを勘案すると、値引き販売後の小売販売は再び低迷すると見込まれる。

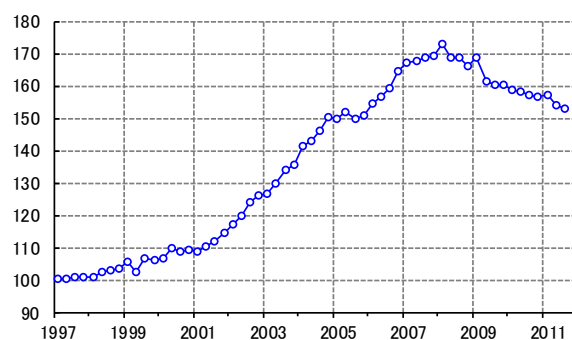
また、輸出は、2011 年 4～6 月期に 5 四半期ぶりの前期比マイナス（▲1.5%）に転じた後、7～9 月期も同▲0.8%と減少が続いた。ユーロ圏でのソブリン問題の深刻化による影響が及んでいるためと考えられる。すなわち、英国の輸出は、金融などのサービス分野の割合が約 4 割と高いことが特徴であるが、そのサービス輸出は 4～6 月期の 0.8%から 7～9 月期には▲1.6%とマイナスに転じた。これには、ユーロ圏の金融市場の混乱に伴う金融機関の海外事業縮小が影響していると推察される。また、残りの約 6 割を占める財輸出（実質）は、4～6 月期の前期比▲3.1%に続いて 7～9 月期も▲0.2%と減少した。仕向け地別に見ると、EU 以外への輸出（財輸出に占めるシェア 46.5%）は 7～9 月期に 0.9%増加したものの、EU 向け輸出（シェア 53.5%）が▲1.1%と 1～3 月期の▲0.9%、4～6 月期の▲0.3%に続いて 3 四半期連続の減少となって全体を下押ししており、ユーロ圏の景気悪化による影響が窺える。

なお、10～11 月平均の財輸出は 7～9 月期平均比で 5.2%増³となっている。しかし、先行指標である輸出受注 DI（欧州委員会調べ）が 10 月の▲3.6 から 11 月には▲25.6、12 月には▲34.1 へと急悪化していることなどを踏まえると、10～11 月の大幅増は一時的となる可能性が高い。

設備投資と住宅投資は底這い状態

一方、固定資産投資は、7～9 月期に前期比 1.3%と 4 四半期ぶりのプラスとなったが、これには変動の激しい公共投資（シェア 19.2%）が 6.5%増となったことが寄与した。民間による設備投資（シェア 53.9%）や住宅投資（シェア 26.9%）はともに 0.3%増にとどまり、底這い状態が続いている。設備投資は、企業の設備稼働率が 4 月から 10 月にかけて 2008 年 7 月以来となる 80%台まで回復したことが下支え要因になっていると見られるが、国内消費の低迷長期化や主要輸出先であるユーロ圏の景気悪化に伴い企業マインドが慎重化⁴しており、回復感が強まる状況にはない。また、住宅投資についても、住宅価格（Nationwide 調べ）が 2009 年以降下げ止まっていることから、ストック調整はほぼ一巡したと見られるが、雇用環境の厳しさなどを背景に需要が増えていないため、価格が上向くまでには至っていない（図表は次頁）。つ

家計部門の金融負債対可処分所得比 (%)



(出所) ONS

² 調査会社 GfK・NOP 発表の消費者信頼感指数は、2011 年 5 月の▲21 から 12 月には▲33 へと低下している。

³ 仕向け地別には、非 EU 向けが非鉄金属や医薬品を中心に 7～9 月期平均比 7.9%と大幅に増え、EU 向けも 2.7%増えている。

⁴ 欧州委員会発表の企業景況感指数は、2011 年 3 月の 8.7 から 12 月には▲13.0 へと低下している。

まり、新規供給が増加するほど住宅市場の需給はタイト化していない。

2011 年はユーロ圏を下回る 1%程度の成長に

以上のように、2011 年の英国景気は、固定資産のストック調整に伴う下押し圧力は後退したが、家計の過剰債務削減やユーロ圏のソブリン問題の影響などにより、緩慢なペースでの回復となった。英国内外の主要機関による予想⁵の通り、**実質成長率はユーロ圏（1.6%）を下回り、1.0%前後にとどまった見込み**である。

2012 年は成長率がさらに鈍化へ

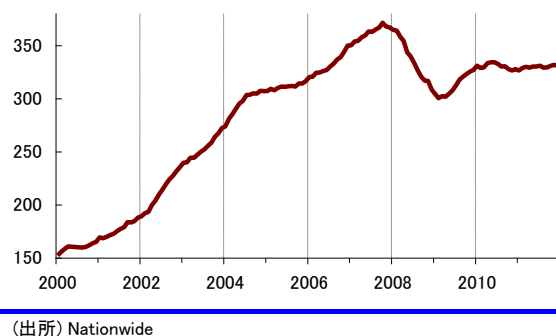
そして、2012 年も、以下の 3 点が英国景気の回復を阻害し続ける見通しである。

第 1 は、ユーロ圏のソブリン問題の影響が広がることである。英国の大手金融機関 4 行による PIIGS 諸国（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン）の国債の保有額は、昨年 9 月時点で合計 120 億ユーロにとどまり、中核的自己資本（コア Tier1）に対する比率は 5.1%とドイツの 29.0%やフランスの 27.6%を大幅に下回っている。

このため、ソブリン問題の深刻化が英国の金融機関のバランスシートを悪化させるリスクは比較的小さいと言える。しかしながら、ユーロ圏を中心に景気の悪化や金融資本市場の混乱が続くと見込まれることから、**金融機関による海外事業収益が低迷し、ひいては英国のサービス輸出に下押し圧力が掛かる可能性は高い**。さらに、**財の輸出も、ユーロ圏向けのシェアが 47.3%（2010 年）にも上るため、ユーロ圏での需要低迷や対ユーロで見たポンド高を通じて、ソブリン問題による悪影響を受け続けることになる**。

第 2 は、緊縮財政の継続である。OBR（予算責任局）は昨年 11 月 29 日に秋季経済・財政予測を発表し、財政収支対 GDP 比が 2010 年の▲10.3%から 2011 年には▲8.8%、2012 年には▲7.9%、2013 年には▲6.5%へと改善するとの見通しを示した。そして OBR は、**今後の財**

英国住宅価格の推移（1993年1～3月期＝100）



(出所) Nationwide

英・独・仏の大手金融機関が抱えるPIIGS国債保有リスク(2011年9月末時点、百万ユーロ)

	PIIGS国債保有額【①】						コアTier1 【②】	①÷② (%)
		ギリシャ	アイルランド	ポルトガル	イタリア	スペイン		
英国大手4行合計	12,037	1,238	450	1,288	5,691	3,370	235,367	5.1
パークレイズ	7,938	45	185	921	3,786	3,001	46,826	17.0
HSBC	2,971	371	70	336	1,506	688	90,810	3.3
RBS	1,022	822	195	31	339	-365	53,515	1.9
ロイズ	106	0	0	0	60	46	44,216	0.2
ドイツ大手2行合計	16,772	3,798	267	1,292	8,761	2,654	57,771	29.0
フランス大手4行合計	47,532	7,065	1,144	2,938	30,775	5,610	172,357	27.6

(出所) EBA(欧州銀行監督機構)

(注) ドイツの2行はドイツ銀行とコメルツ銀行。フランスの4行はBNPパリバとクレディアグリコル、BPCE、ソシエテジェネラル。

英ポンド相場の推移



(出所) Bloomberg

(注) 直近値は1月20日。

⁵ 英国の 2011 年の実質成長率について、OECD（経済協力開発機構）と OBR（英国予算責任局）はともに 2011 年 11 月時点で 0.9%、欧州委員会 は 11 月時点で 0.7%と予想していた。

政収支改善の主たる手段を増税ではなく官公需の削減とする方針を示しており、具体的には、GDP の 23.0%（2010 年）を占める政府消費の伸びが 2011 年の 2.2%から 2012 年に▲0.1%とマイナスに転じ、2013 年には▲1.6%までマイナス幅が広がるとしている。また、GDP の 2.5%を占める公共投資も、2011 年の▲6.8%から 2012 年には▲9.4%まで削減ペースを加速させ、2013 年も▲4.2%と見込んでいる。

第 3 は、個人消費の低迷が続くことである。2011 年の付加価値税率引き上げの影響が一巡してインフレ率が低下していくことや、7 月から 8 月にかけてロンドン五輪が開催されることは、2012 年の個人消費にとってはプラス要因と言える。しかしながら、前述の通り、家計による過剰債務の調整が道半ばであるほか、緊縮財政に伴い公務員給与の伸び率が抑制される中では、個人消費が持ち直していく展開は見込み難く、横這いが精々と予想される。

以上のように見れば、2012 年の成長率は、2011 年の 1%前後からの低下は避けられない見通しである。主要機関による予測を見ると、英国の OBR が 0.7%、欧州委員会が 0.6%、OECD が 0.5%と、いずれも昨年 11 月時点で 1%を下回る低成長を見込んでいるが、景気牽引役が不在な中で、ソブリン問題の深刻度によってはゼロ近辺まで低下することもあり得よう。

BOE による量的緩和策は当面継続

英国中銀（BOE）は 2009 年 3 月以降、政策金利を過去最低の 0.5%としている。また、金融機関から英国債などの資産を買い入れる量的緩和策を導入し、2009 年 3 月から 2010 年 2 月にかけて合計 2,000 億ポンドの資産買い入れを実施した。その後、BOE は、金融政策を約 2 年にわたって据え置いたが、2011 年 10 月、世界景気の減速やソブリン問題の深刻化に伴う金融市場の混乱を受けて、資産買い入れの再開を決定し、買い入れ残高の上限を 750 億ポンド引き上げて 2,750 億ポンド（約 32.5 兆円）とした。BOE はその後の 15 週間で週平均 43 億ポンドのペースで資産買い入れを進めており、その残高は 2012 年 1 月 19 日時点で 2,634 億ドルとなっている。

先行きについては、昨秋以降の資産買い入れペースが続く場合、その残高が 2 月中にも上限に到達することになるため、BOE は次回 2 月 8・9 日の金融政策委員会で残高上限のさらなる引き上げを決定すると見込まれる。さらにその後も、インフレ率が政策目標の 2%を上回る状況は続いているものの、景気低迷の長期化により中期的なインフレ圧力はむしろ弱まる方向にあることや、財政健全化を進めている中で財政面からの景気浮揚策を打ち出せる状況にはないこと、金融市場を安定させる必要性などを踏まえると、BOE は当面、量的緩和策を継続する可能性が高い。