

Economic Monitor

実力以上の回復となった今年前半の英国経済

2013 年に入って、英国経済が個人消費を中心に持ち直している。しかし、輸出や設備投資の低迷は続いており、政策効果による住宅投資の増加も一過性のものと見込まれる。また、個人消費を取り巻く環境は、雇用者数の伸び率鈍化、賃金上昇率の減速、インフレ率の高まり、過剰債務問題の残存など、回復を支える基盤としては脆弱である。このため、今年前半の景気回復ペースは実力以上であり、今年後半以降は息切れすることが十分にあり得ると考えられる。2013 年の成長率は、2012 年の 0.2% を僅かに上回る程度となろう。

2013 年入り後の景気は持ち直し

英国経済が 2013 年に入ってから持ち直している。実質成長率は、昨年 10～12 月期に前期比 ▲0.2% (年率 ▲0.9%) となった後、今年 1～3 月期には同 0.3% (年率 1.1%) とプラスに転じた。さらに、4 月以降の経済指標から判断すると、4～6 月期も 1～3 月期並みの伸びが視野に入っている。具体的には以下の通りである。

まず、1～3 月期の GDP を需要項目毎に見ると、個人消費 (昨年 10～12 月期前期比 0.4%→1～3 月期同 0.5%)

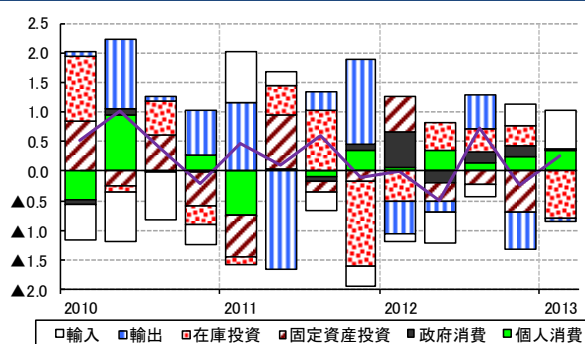
の回復が続いたほか、輸出 (▲1.9%→▲0.1%) や 固定資産投資 (▲4.9%→0.2%) が下げ止まったことが、プラス成長に寄与した。このうち、固定資産投資の下げ止まりは 住宅投資 (▲1.6%→13.4%) の急増によるものであり、BOE (英国中銀) による融資促進策 (FLS) ¹ の効果が現れたと見られる。

ただし、固定資産投資の残りの民間設備投資 (▲8.5%→▲2.8%) は減少が続いたほか、10～12 月期に一旦増加した公共投資 (4.3%→▲6.6%) が再び減少に転じた。

その他の需要項目では、在庫投資 (前期比寄与度 0.3%Pt →▲0.8%Pt) が大幅に減少したが、一方で GDP の控除項目である輸入 (▲1.0%→▲2.0%) が減少ペースを強め、在庫投資の落ち込みによる影響を緩和した。

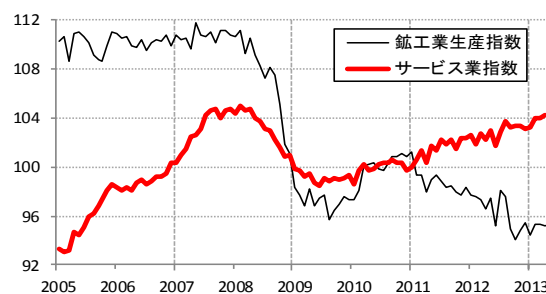
そして、4 月以降の経済指標のうち、供給動向の一致指標の動きは、景気の持ち直しが続いていることを示している。まず、GDP の約 15% を占める鉱工業の動きを捉える 鉱工業生産指数は、1～3 月期の前期比 0.3% に続き、4～5 月の

英国の実質 GDP (%、季節調整済み前期比)



(出所) ONS (英国国家統計局)

鉱工業生産指数とサービス業指数 (2010年=100、季節調整値)



(出所) ONS (注) サービス業指数は今年4月まで。鉱工業生産指数は5月まで。

¹ Funding for Lending Scheme の略。BOE が融資を増やした金融機関に対し低利で資金を貸し付ける制度で、昨年 8 月から 2015 年 1 月までの時限措置である。これに伴い、住宅ローン金利は昨夏の 3% 台後半から今年 2 月以降は 2% 台後半まで低下し、住宅需要の喚起につながった模様である。もっとも、企業向け融資への効果は殆んど見られていない。

平均も 1～3 月の平均を 0.2%上回った。また、4 月分までしか公表されていないが、GDP の約 8 割を占めるサービス業の動向を示すサービス業指数は、1～3 月期の前期比 0.5%に続き、4 月も 1～3 月の平均を 0.4%上回った。

4～6 月期の牽引役は個人消費のみ

一方、需要動向関連の指標によると、個人消費の伸びが強まっている。小売売上数量指数は 1～3 月期の前期比 0.5%から 4～6 月期には同 0.9%へ加速し、ガソリンを除いたコア指数でも 1～3 月期の 0.6%から 4～6 月期には 0.7%となり、堅調が続いた。また、乗用車販売台数も、1～3 月期の前期比 3.4%（当社試算の季節調整値）から 4～6 月期には同 5.6%へと伸びが強まった。乗用車販売台数の年率換算値（当社試算）は、昨年 1～3 月期にかけて 200 万台を割り込む状況となっていたが、その後回復傾向を辿り、今年 4～6 月期には 229 万台、6 月に限れば 234 万台と、徐々にリーマンショック前の 2005～2007 年の平均水準である 240 万台へ近づいてきている。

乗用車販売台数（当社試算の季節調整・年率換算値、万台）



（出所）SMMT(英国自動車製造販売協会)、伊藤忠経済研究所

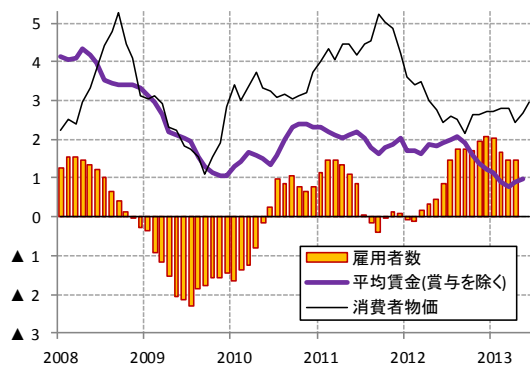
しかしながら、個人消費以外の需要項目は低調である。まず、輸出（1～3 月期前期比 1.5%→4～5 月平均の 1～3 月平均比 0.8%、サービスを含む金額ベース²⁾）の増勢が弱まった。内訳をみると、財輸出（1.3%→2.2%）³⁾の伸びは高まったが、サービス輸出（2.0%→▲1.1%）が減少に転じた。また、民間設備投資についても、既存設備の稼働率低下に伴い、一層の抑制圧力が掛かっていると考えられる。設備稼働率は 1 月の 80.9%から 4 月には 79.7%へと低下した。さらに、1～3 月期に急増した住宅投資も、4～6 月期には増勢が一服した可能性が高い。先行指標である新規住宅建設受注は、昨年 10～12 月期に前期比 14.8%と急増した後、今年 1～3 月期には同 0.1%とほぼ横ばいにとどまった。上述した FLS の効果は少なくとも強まる方向にはない。

以上のように、英国経済は今年半にかけて持ち直しが続いたが、次第に牽引役が個人消費に限られてきているため、景気回復が短期間となるリスクが高まっている。

個人消費の回復基盤は脆弱

さらに、牽引役である個人消費を取り巻く環境も盤石ではない。まず、雇用者数は、昨年 12 月にかけて前年同月比 2.1%まで伸びが強まったが、今年に入って鈍化し、4 月は同 1.5%となった。また、平均賃金（賞与を除く）は、昨年 9 月までは前年同月比で概ね 2%程度の伸びを確保していたが、その後減速し、今年に入ってから概ね 1%前後の伸びにとどまっている。この間、インフレ率（消費者物価の前年同月比）は緩

雇用者数と平均賃金、消費者物価（前年同期比、%）



（出所）ONS（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。

²⁾ 英国の輸出は、金融をはじめとしたサービス分野の割合が約 4 割と高いことが特徴である。

³⁾ 財輸出の仕向地別内訳によれば、EU 諸国向け（0.1%→0.7%）、EU 以外の地域向け（2.4%→3.6%）ともに伸びが強まった。なお、サービス輸出の仕向地別内訳は不明である。

やかに上昇して今年 6 月には 2.9%まで高まっており、賃金上昇が物価上昇をカバーできない状況が足元で強まっている。

また、昨年後半以降の住宅価格上昇による消費押し上げ効果もさほど出ていないと考えられる。かつて個人消費が 3%前後で伸び続けた 2004～2007 年には、平均住宅価格（Nationwide 調べ）が年平均 7.7%のペースで上昇し続けていた。しかし、今年 6 月の住宅価格の伸びは前年同月比で 2.6%に過ぎず、2010 年以降の横ばい基調から脱け出したとも言い切れない。むしろ、家計では、住宅バブル崩壊の後遺症である過剰債務問題が残り、依然として消費回復の足枷になっていると考えられる。家計部門の金融負債残高は、2013 年 1～3 月期においても年間可処分所得の 1.44 倍と、2008 年 1～3 月期の 1.70 倍からは低下したが、依然としてバブル前の 2000～2001 年平均である 1.1 倍を大きく上回る状況が続いている。

以上のように見れば、今年前半の消費回復の勢い、すなわち景気持ち直しのペースは実力以上であり、今年後半以降は息切れすることが十分にあり得ると考えられる。

輸出の先行きにも期待できず

さらに、当面の景気には、以下のようなマイナス材料もある。

まず、輸出の低迷が見込まれる。先行指標である輸出受注 DI（欧州委員会調べ）は、今年 3 月の▲13.6 から 6 月には▲30.2 まで悪化した。これには、輸出額全体の 45%（2012 年）を占めるユーロ圏経済の悪化が影響していると考えられる。ユーロ圏では、金融市場の混乱は概ね穏やかになっているが、今後も債務問題の解決に向け、各国が財政健全化への取り組みを続けていく必要がある中で、2013 年の成長率は 2 年連続のマイナスが予想される⁴。こうした中、英国のユーロ圏向け輸出は、2012 年に▲4.4%も落ち込んだ後、今年前半は一旦下げ止まった模様であるが、今年後半以降は再び減少すると見込まれる。

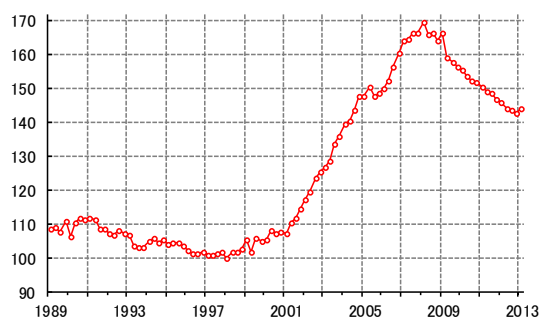
また、ポンド安による輸出下支え効果にも多くの期待は寄せられない。ポンド相場は、昨年末から 7 月中旬にかけてドル、ユーロの双方に対し 6%下落した。今後も、対ドル相場については、米国経済に対する英国経済の回復力の弱さを踏まえると、ポンド安のトレンドが当面続くと見込まれる。しかし、対ユーロ相

住宅価格の推移(1993年1～3月期=100)



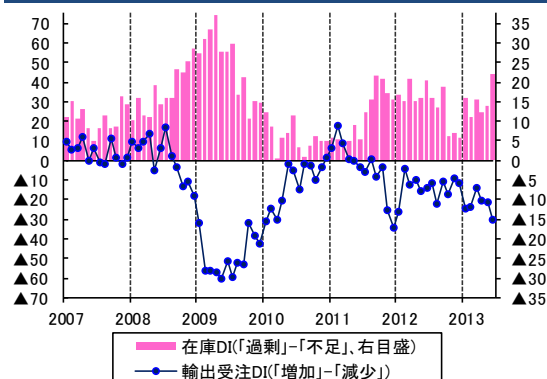
(出所) Nationwide

家計部門の金融負債対可処分所得比率 (%)



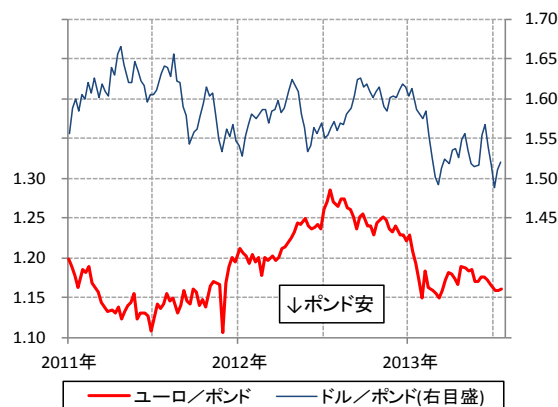
(出所) ONS

輸出受注DIと在庫DI (%Pt)



(出所) 欧州委員会

英ポンド相場の推移(週末値)



(出所) BOE (注) 直近値は7月19日。

⁴ ユーロ圏の実質成長率は 2011 年に 1.5%となった後、2012 年には▲0.6%とマイナスに転じた。

場については、上述のようなユーロ圏経済の情勢を踏まえると、今後はポンド高に進み易いと考えられる。英国ではユーロ圏向け輸出が輸出全体の4割強を占める。このため、対ドルでのポンド安による輸出押し上げ効果は、対ユーロでのポンド高の影響により大幅に減殺されると考えられる。

また、企業が在庫調整圧力を払拭できずにいる。在庫DIは今年6月に21.9へと上昇し、2009年7月以来の高水準となった。これも、輸出とともに今年後半の生産抑制要因となろう。

2013年の成長率は前年の0.2%からの小幅上昇が精々

以上のように見れば、2013年の成長率は、年前半の実力以上の回復によって、2012年の0.2%から上昇すると見込まれるが、脆弱な回復基盤にある個人消費への依存が強い中で、大幅な改善は見込み難い。主要機関の成長率予測を見ると、IMF（7月9日発表）が0.7%、欧州委員会（5月3日発表）が0.6%となっているが、そこまでの上昇すら困難と考えられる。

市場との新たな対話手法により金融緩和効果の強化を狙う BOE

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、同じ2009年3月に、英国債などの資産を買い入れる量的緩和策を導入し、その買い入れ枠は当初の2,000億ポンドから昨年7月には3,750億ポンドまで拡大した。さらに、昨年8月には、融資を増やした金融機関に対し低利で資金を貸し付けるFLS（Funding for Lending Scheme、融資促進策）を導入し、2015年1月まで実施する予定である。しかし、インフレ率（6月2.9%）が政策目標の2%を上回って3%に接近する中で、一段の利下げや資産買い入れ枠の再拡大に踏み切りにくくなっているほか、FLSによる融資拡大・需要喚起効果が住宅投資の一時的増加をもたらした程度にとどまっているなど、従来の金融緩和策には手詰まり感が出ている。

とは言え、景気回復の基盤が脆弱であるため、金融政策による景気下支えは依然として不可欠でもある。このような中で、BOEはまず、今年7月に就任したカーニー新総裁の下、実際の利下げや量的緩和拡大に踏み切ることなく、金融緩和効果を強めるための新たな取り組みに着手した。まず、7月4日の金融政策委員会の後、「最近の国内経済の動向を踏まえると、先行きの利上げを見込むことは正当化されない」などと、政策金利の長期据え置きを示唆する声明を発表した。BOEは従来、政策変更がなかった場合には声明を出してこなかったため、今回の措置は異例であり、金融市場との新たな対話ツールを導入して利上げ観測の封じ込めを図った。

さらにBOEは、次回（7月31日・8月1日）の委員会で、「フォワード・ガイダンス」の導入を検討することにしており、早ければ同日にも公表する見通しである。「フォワード・ガイダンス」とは、中銀が自ら金融緩和の先行き見通しや解除条件に関するメッセージを発信するもので、市場参加者の利上げへの警戒感を払拭し、ひいては長期金利の低下と安定を促すことを狙いとする。既に日銀、米Fedのほか、新総裁の前の職場であるカナダ中銀も採用している。

ただし、国債イールドカーブや英米間の長期金利スプレッドの変化を見る限り、7月4日の声明に対する市場の反応は限定的であった。次回委員会を経て金融政策の時間軸がより明確に示されることにより、BOEの狙う長期金利の抑制効果が本格的に現れていくのかどうか、注目する必要がある。