

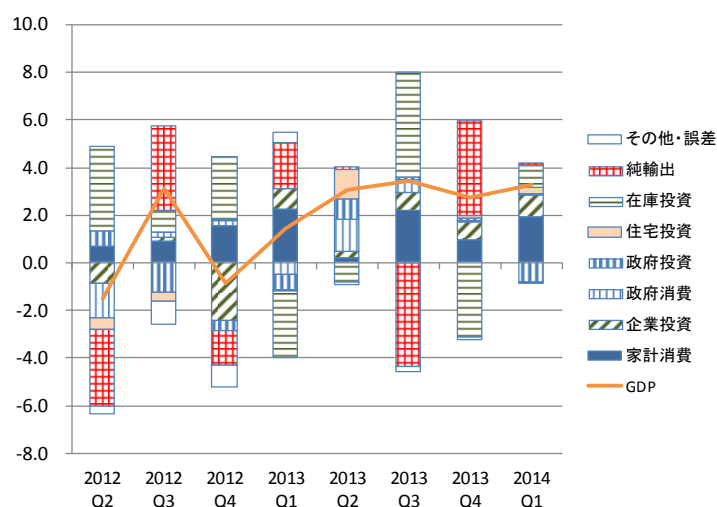
英国経済：景気回復に至る4つのフェーズと今後の課題

英国経済は、①インフレ収束による家計消費底打ち、②失業への恐怖感の緩和による家計消費の回復、③政策支援による住宅投資の回復と消費刺激というフェーズを経て、④企業投資増も伴う広がりのある回復へと到達した。1年前に英国の経済政策を批判したIMFが自らの誤りを認めるほど、景気回復は確かなものとなってきたが、住宅政策、労働生産性の引き上げ、輸出のテコ入れなど、持続的成長の実現に向けた課題は多い。

IMFを驚かせた英国経済の回復

英国経済に対する評価が、悲観的なものからより楽観的なものへと変化してきている。英国の2014年第1四半期のGDP成長率は、前期比年率3.3%、出遅れていた企業投資も5期連続での増加を記録した。需要項目別に寄与度をみると、家計消費が1.9%ポイント、企業投資が0.9%ポイントと、家計部門と企業部門が共に経済成長を支えた。住宅投資も、0.3%ポイントのプラス貢献をしているが、これに対して、政府投資は緊縮財政により▲0.8%ポイントのマイナス、外需も0.1%ポイントのプラスと貢献は小さい。昨年来、英国の経済成長は、四半期ごとの振れを均すと、2014年第1四半期と同様に民需・内需が成長を着実に牽引する形となっており、安定感が増してきた。

英国の実質GDP成長率(前期比年率、%)



(出所)英国統計局

そうした中、IMFは、6月6日に、英国経済に関する年次審査報告書を発表、「経済は力強く回復」してきており、成長は、「当初は家計消費が主力であったものの、企業投資が出始めた」ことにより、「よりバランスの取れたものになってきている」と高く評価した。1年前には、IMFは、英国経済について厳しい見方を示していたが、今回の報告書発表の後、ラガルド専務理事は「我々は誤っていた」とし、「英国の経済政策が成功して、信頼感が戻ってきたことに、我々の多くが驚いている」とまで述べている。

実際、1年前にはまだ、多くの調査機関やエコノミストが、英国経済の回復には懐疑的であった。経済指標も、GDP成長率が四半期ごとにプラスになったりマイナスになったりと安定せず、需要項目別にみても2012年に一貫して経済を牽引しているのは家計消費のみであった。それも、失業率が高止まりし、賃金の伸びも低迷して物価上昇率にも満たない中とあっては、消費拡大は根拠のないものであり、持続性がないのではないかという見方が出るのももっともであった。

景気回復に至るまでの4つのフェーズ

しかし、景気回復期に主に経済成長を支えた家計消費の拡大について、消費者のマインド変化を振り返ってみれば、消費者が決して理由なく行動したわけではないことが確認できる。以下では、消費マインドと

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。

家計消費の動きを中心にして、住宅政策なども交え、英国経済の回復の歩みを簡単に振り返ってみたい。

（第1フェーズ：インフレ収束）

リーマンショック後、家計消費は、金融危機による2009年の大幅なマイナス（▲3.6%減）から、2010年には恐慌の危機回避により一旦プラスに戻るものの、2011年には再び▲0.5%減とマイナスに逆戻りする。しかし、2011年の動きを四半期ごとにみると、減少幅が最大になったのは2011年第1四半期（▲1.2%減）であり、それ以降は減少幅を縮め、第4四半期には前期比プラス0.6%増に転じており、消費が底打ちし回復に転じている。

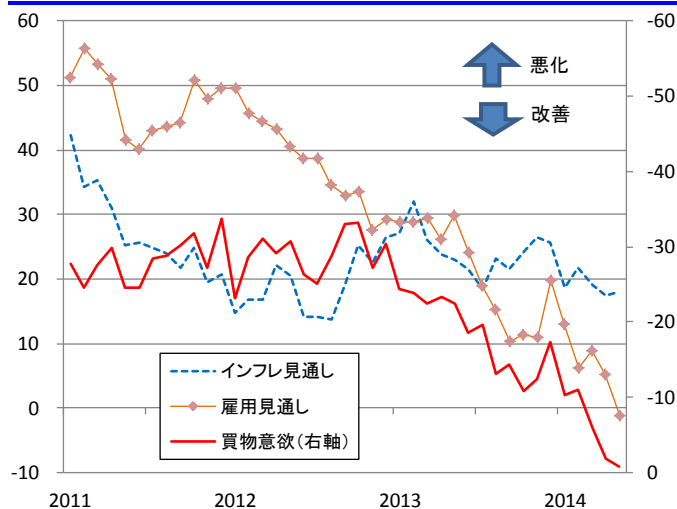
この2011年の消費回復の理由は、主にインフレの収束にあったものと考えられる。英国の物価は、2010年後半から2011年初めにかけて、VATの税率引き上げや原油価格上昇などの要因により、消費者物価指数が平均して前月比0.5%以上上昇を続けており、これが、リーマンショック後の景気低迷から脱しきれていない英国の消費者に大きな打撃を与えた。しかし、VATの影響を消化し、原油価格も上昇が止まったことにより、2011年後半から2012年初めにかけてインフレは収束に向かい、消費者物価の上昇は平均して前月比0.2%弱にまで低下した。これが、消費者のマインドに好影響を及ぼしたものとみられ、実際、消費者信頼感指数をみても、2011年から2012年年初までの間に、インフレ見通し指数が30ポイント近く、大きく改善している。

（第2フェーズ：失業への恐怖感の緩和）

その後、2012年になると家計消費の伸びは徐々に回復力を強め、通年では1.5%増まで拡大する。この期間、家計の消費を主に後押しした要因は、失業への恐怖感の緩和であったものと考えられる。失業率自体は、2012年年初（1～3月）と年末（10～12月）で8.2%から7.8%まで0.4%ポイントの改善にとどまるが、それまで上昇を続けていた失業率がピークを打ち、反転したことの消費者への影響は大きく、また、雇用者数も2011年年末までの1年間では2.5万人増にとどまったのに対して、2012年年末までの1年間では60万人以上が増加した。その結果、2012年の1年間で消費者信頼感指数の雇用見通しは20ポイント以上改善する。

ただし、このようにインフレ収束、失業への恐怖感の緩和と家計消費をめぐる環境は改善が続いたものの、実際の失業率の低下はまだ緩やかであり、かつ、実質賃金も目減りが続いている状況にあった。そのため、2012年後半時点では、消費者マインド全体での改善は鈍いものに止まっており、消費者は家具や家電などの大型耐久財の購入にはためらいが強かった。消費者信頼感の買物意欲指数（現時点での意欲指数）も、2012年秋までは、▲30前後での停滞が続いていた。こうした状況では住宅購入への意欲も高まらず、その結果、住宅投資もまた停滞が続き、2012年は第1～第3四半期まで3四半期連続で前期比減、住宅着工も、リーマンショック前（2007年第2四半期で約6万件）の半分程度（2012年第3四半期で約3万件）といった惨状であった。

消費者信頼感指数の推移



（出所）欧州委員会

（第3フェーズ：政策支援による住宅投資回復と買物意欲刺激）

そこで、英国政府は、2012年6月から、住宅ローンや企業向け融資を促進する Funding for Lending スキーム(FLS)^aを導入、さらに2013年4月からは、住宅購入支援スキーム Help to Buy^aを導入した。結果として、これらの施策が住宅需要に火をつける形となり、2013年第2四半期、住宅投資は前期比年率で4割以上も急増、以降も前期比プラス基調で推移するようになる。消費者信頼感の買物意欲指数も、2012年10月以降、改善に向かい始め、2013年10月までの1年間で20ポイント改善した。住宅購入には家具や家電の買い替えがしばしば付随することを考えれば、住宅という買物を促進したことが、買物意欲全般を高めた可能性は高い。さらには、2013年年央からは、こうした住宅投資増も手伝い失業率の低下するペースが加速を始め、雇用見通し指数もまた改善している。その結果、家計消費は、2013年にかけてさらに増勢を強めていくことになる。

（第4フェーズ：企業投資も増加して回復に広がり）

こうした状況を受けて、2013年からは企業投資も動き出す。企業投資は、2012年には第1四半期から第4四半期にかけて約1割減少するなど投資マインドは冷え込んでいたが、2013年第1四半期からは増加に転じ、2014年第1四半期までの5四半期累計で11.7%拡大した。こうした企業投資増には、英国政府の「成長戦略」も影響しているものと考えられる。英国政府は、厳しい緊縮財政を敷き、VATの税率引き上げを行いながらも、法人税については減税を実施。資金面でも、イングランド銀行は2009年から実施してきた量的緩和の強化に加えて、2012年には、金融機関の融資促進のために FLS も導入しており、企業が投資拡大に乗り出すための環境は整っていた。

持続的成長実現への課題

このように、大方の予想を超える回復をみせた英国経済であるが、今後は、ここ数四半期の好調な経済状況を持続できるかという点が焦点となる。以下では、持続的成長の実現にむけた課題を3点指摘したい。

（課題1：住宅投資の持続性）

第1に、住宅投資の持続性である。昨年来、成長加速に弾みをつける役割を果たしてきた住宅投資については、住宅価格が急速に上昇したことから、当局は、既に需要抑制に向けた政策調整を始めている。具体的には、今年1月より、FLS から住宅ローンを除外、4月には、住宅ローン融資ガイドラインの強化が施行され、さらに10月からは、住宅ローン融資額の対所得比率が4.5倍以上となる案件数を全体の15%以下とするように制限される見込みとなっている。英国の住宅着工件数は、直近2014年1～3月期まで大幅な増加を続けているため、目先は住宅投資が経済拡大に寄与することが想定されるが、上記のような政策調整を考慮すると、住宅投資がこのまま拡大を続けて成長の中心となっていく姿は想定しにくい。

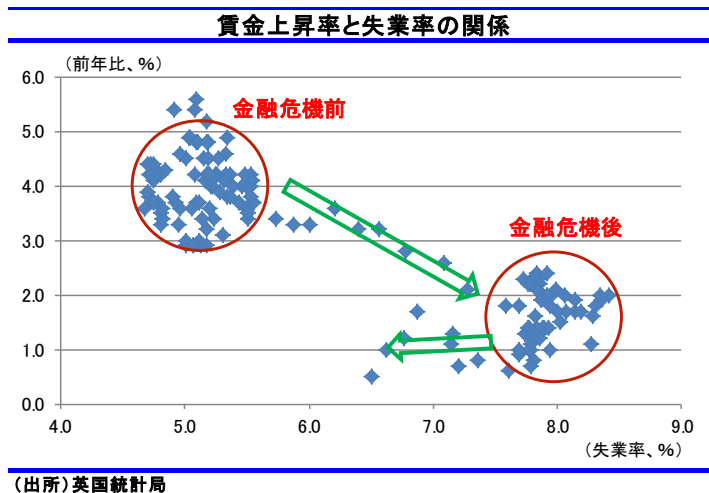
こうした住宅価格上昇に対する英国当局の懸念の背景には、家計のバランスシートの脆弱性が解消されていない点も指摘できる。英国の家計負債の対所得比率は1990年代後半の100%前後から2008年第1四半期のピークには170%まで上昇、その後、低下してきてはいるものの、2014年第1四半期でも依然として140%と水準は高い。このまま住宅価格の高騰が進むと、リファイナンスによって担保価値一杯まで債務を膨らませていく動きが活発化する恐れも高まり、その結果、負債の対所得比率が再び上昇するようになれば、今後予想される金利上昇局面にむけて、家計は大きなリスクを抱え込む可能性がある。

そもそも、英国において住宅価格が上がりやすいのは、住宅供給がスムーズに拡大しないところに根本的

な原因がある。今回の価格上昇局面をみても、住宅着工件数はいまだ金融危機前の水準を大きく下回り、住宅市場は活況とまではいかない状況にあるにもかかわらず、供給拡大が遅れて価格が急速に上昇している。この根本原因を解決するためには、供給拡大を抑えている厳格な住宅開発規制を緩和していく必要がある。こうした規制は景観や環境を重視する英国の伝統・文化とも不可分に結びついているため、対応が難しい面もあるだろうが、環境保持と開発の両立は、英国にとって古くて新しい、避けては通れない課題である。

（課題 2：賃金上昇率の低迷、労働生産性の回復遅れ）

第 2 の課題として、賃金上昇率の低迷が挙げられる。賃金上昇は、失業率との関係と、労働生産性との関係の両面から考えることができる。失業率との関係では、失業率が低く労働需給が逼迫している際には、賃金上昇率が高くなり、逆に、失業率が高く労働需給が緩んでいけば、賃金引上げ圧力は弱まる。リーマンショック前までは、賃金（週定例給）の上昇率 4%前後に対して失業率が 5%前後という関係がみられたが、リーマンショック後の景気後退により、失業率が 8%前後まで上昇すると、これを受けて賃金上昇率は 2%前後にまで低下した。その後、雇用情勢の回復により、失業率は 6%台にまで低下してきているものの、しかし、賃金上昇率はほとんど伸びておらず、消費者物価上昇率を差し引くと、賃金上昇率はゼロからマイナスという状態である。



これには、リーマンショックの前後での労働市場の状況変化が影響しているものと考えられる。具体的には、リーマンショック前のピーク時（2008 年 3～5 月）と現在（2014 年 3～5 月）との比較で、雇用者全体では 100 万人以上増えているものの、フルタイムの被雇用者数はわずか 6 千人増にとどまり、雇用の回復・増加は、パートタイム雇用増（約 32 万人増）および自営業者増（約 74 万人増）によるものとなっている。その結果、英国の労働市場では、パート比率が上がり、柔軟かつ流動性が高いという特徴がますます強められることになった。そのため、たしかに経済の回復途上においては、英国労働市場の持つ柔軟性のメリット、具体的には、パートタイム労働者の積極活用や、職を失った中高年層による活発な自営業起業などが貢献して、失業率は想定を上回る改善ぶりをみせた。しかし、そこから賃金上昇を含む景気の拡大好循環へと進もうとする際には、今度は、パート比率の上昇等による雇用の不安定性が前面に出てしまい、これが賃上げの妨げとなってくる。言い換えれば、上図が示すように、いわゆる「フィリップス・カーブの下方シフト」が生じている状況が続く限り、雇用の拡大が賃金の上昇にはつながらない。

これに加えて、労働生産性の伸びが低迷していることもまた、賃金上昇を妨げている。リーマンショック前の 2008 年第 1 四半期と 2013 年第 4 四半期とを比べると、単位労働当たりの労働生産性は、依然として 4.3%下回っている。労働生産性の改善が進まなければ、仮に労働需給の逼迫から賃上げ幅が拡大したとしても、賃上げ分は消費者に転嫁されてインフレを引き起こすか、転嫁できなければ、そのまま企業収益の減少につながることになる。そうなれば、いずれにしても持続的な成長は不可能となる。

そこで労働生産性の動きをやや詳細にみると、まず、実質 GDP の推移との比較では、過去、労働生産性の伸びは、実質 GDP の伸びを若干下回りながらも概ね一致した動きを続けていたのに対し、2012 年から 2013 年にかけては、両者の乖離幅が拡大する。この期間の動きについては、GDP の伸びが停滞する中でも、パートなどが中心とはいえ雇用が増えたために、その分、生産性が低下したものと考えられ、やむをえない面もある。結果として、英国は、制度ではなく労働市場の自然な動きとして、1 人分のフルタイム労働者の仕事を生産性を落としながらも複

数のパートタイム労働者が分け合うような「ワークシェアリング」の形となり、早期の就労者増・失業率低下に結び付けたとみることもできよう。それが、消費マインド改善の一因となり、やがては企業投資も伴う幅の広い回復へと繋がっていったのは、本稿前半で概観した通りである。

むしろ、ここでの問題は、経済回復が確かなものとなってきた最近になっても、実質 GDP 伸び率と労働生産性伸び率との乖離幅がなかなか縮まらないことにある。そこで、その原因を探るために労働生産性をセクターごとにみると、労働生産性の回復の遅れは、他産業と比較すると生産性が高く、ともに GDP の約 1 割を占める金融・保険業と不動産業が、リーマンショック前の 2008 年第 1 四半期から 2013 年第 4 四半期までで、生産性を各々▲13.5%減、▲9.9%減と大幅に減少させていることに主因がある。このうち、特に、金融・保険業は雇用者数も減らしており、金融危機の傷痕の深さが窺われる。金融立国を進めてきた英国が経済を真に回復させるためには、やはり、金融・保険業の復活が必要になる。

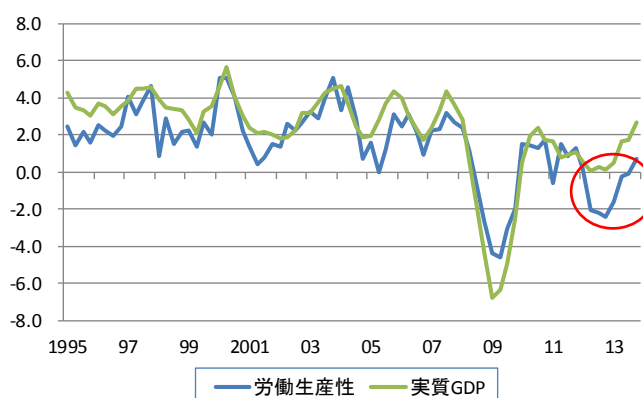
なお、この間、雇用者数を減らした主な業種は、製造業、建設業、流通業であり、これに対して、雇用を増やした主な業種は、ヘルスケアや教育、さらには専門サービスなどとなっており、第 3 次産業への雇用シフトが進んだ形である。しかし、両者の生産性を比較すると、平均すれば雇用増となった産業の方が高くなっており、したがって、こうした労働移動が生産性に及ぼす影響はプラスとなっている。

（課題 3：輸出回復力の鈍さ）

第 3 の課題として、輸出の回復力の鈍さが挙げられる。英国の輸出は、実質 GDP ベースで 2010 年は 6.7%、2011 年も 4.5%と堅調な伸びをみせ、リーマンショック後の厳しい英国経済を下支えた。しかし、この伸びは、2012 年に 1.7%、2013 年は 1.0%と急減速する。2010 年以降、輸出増を牽引したのはアジアなどの新興国向けを中心とする機械類の輸出であったが、2011 年後半あたりからは新興国景気が減速、これに昨年からはポンド高も加わり、中国向けの自動車輸出など一部好調を維持する品目はあるものの、機械類の輸出額の伸びも大幅に低下している。

今後の輸出の回復を考える時、輸出先としての EU は輸出全体の 4 割以上をしめる大きな存在ではあるが、景気回復状況を考慮すると、当面、EU 向け輸出を成長ドライバーとして期待することは難しい。ユーロに対するポンド高についても、英国では年内利上げの声が出る一方で、EU は「マイナス金利」を導入するなど、金融政策の方向性は逆向きとなっており、解消に向かう兆しはみられない。こうなれば、潜在成長力の高い新興国市場開拓に期待するほかない。実際、中国への輸出額は 4 年連続で二桁増を記録、なか

労働生産性と実質 GDP の伸び率推移（前年同期比、%）



（出所）英国統計局

でも、中国向け乗用車輸出は 2013 年も前年比 4 割増加して、乗用車輸出全体の 18%を占めるまで拡大した。輸出を拡大したいキャメロン政権にとって中国は生命線となりつつあり、キャメロン首相は昨年 12 月の訪中時には 45 億ポンドにのぼるジャガー・ランドローバーの乗用車輸出を成約、今年 6 月の李克強首相の訪英時には、BP の中国海洋石油（CNOOC）向けの総額 120 億ポンドもの長期 LNG 供給契約を締結した。

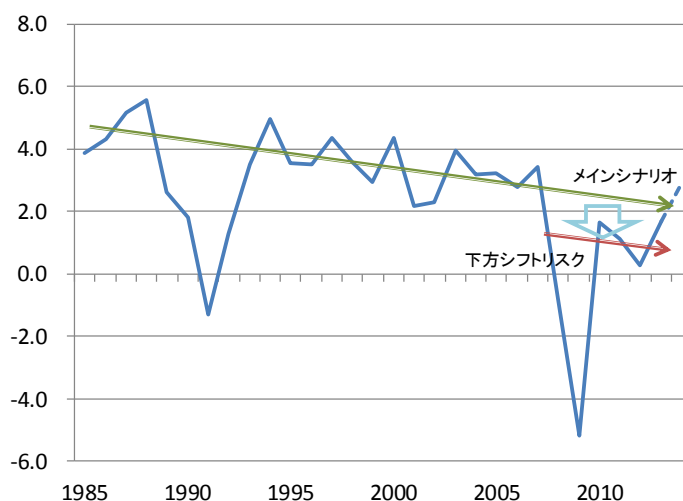
このように、英国政府は新興国輸出拡大を目指して、トップ自らがビジネスミッション外交を展開している。しかし、いまのところ、それが英国の輸出全体を浮揚させるには至っておらず、また、足下の輸出を支えている中国市場についても、成長率の鈍化懸念が増していることから、キャメロンの経済外交がこのまま功を奏していくのか、先行きは予断を許さない。

ここまで、本稿では、英国経済を回復に導いた強みと、堅調な経済を持続させていくための課題についてみてきた。金融危機後、英国国民が厳しい経済環境下においても消費を拡大していったのは、インフレ収束や雇用回復など各時点で相応の理由があり、また、その雇用回復を支えたのは、図らずも作動した「英国式ワークシェアリング」であった。しかし、その結果として強まった雇用形態の不安定化は賃金を抑制し続け、また、「金融立国」の復活の遅れは、労働生産性回復の妨げとなっている。さらには、英国観光の看板でもある美しいカントリーサイドや由緒ある街並みの保持が住宅供給の拡大を抑制し、住宅価格上昇を通じて、英国の住宅投資を不安定なものにしている。これらの課題解決に加えて、輸出の回復が実現してはじめて、英国経済は、潜在成長力をフルに発揮した持続的な経済成長が可能になる。

この、「潜在成長力をフルに発揮した」際の成長率を長期トレンドから推計すると、英国の実質 GDP 成長率は、1990 年代前半の 4%程度から緩やかに低下を続けており、現時点では 2%前半程度に低下してきているものとみられる。英国の今年の成長率は、第 1 四半期の 3.3%成長を足掛かりにして 2%台後半に達する可能性が高く、7 月 25 日に今年第 2 四半期の GDP 速報値が公表されると、着地の水準も徐々に見えてくる。しかしこの水準は、長期トレンドからみる潜在成長率をやや上回るものになると考えられ、英国の成長率は、2015 年以降は長期トレンドの 2%台前半程度へと収斂していくというのがメインシナリオとなろう。

ただし、本稿で示した諸課題の解決が覚束ないようであれば、こうした長期トレンド上の成長率水準を維持していくことは難しくなる。その場合、英国経済の成長トレンドは、金融危機の前後で下方にシフトし、より低い成長率の水準が新たな「身の丈」、New Normal となる恐れも出てくる。過去、英国経済は、1992 年から 2007 年まで 16 年間にわたり毎年プラス成長を続けるなど、先進国の中では突出したパフォーマンスを示してきた。その輝きを取り戻すことができるかどうか、その兆しは出てきたものの、いまだに予断を許さない状況にあるといえるだろう。

英国の実質GDP成長率(前年比、%)



(出所) 英国統計局

ⁱ Funding for Lending スキーム

銀行等の貸出を促進するためのスキームで、2012 年 7 月より施行されている。銀行等は貸出資産などを担保としてイングランド銀行から英国債を借り受けることにより、これを用いて低利での資金調達が可能となる。同年 6 月末時点の融資残高の 5%に、それ以降の融資拡大分を合算したものが、国債借り入れの上限となる。

ⁱⁱ Help to Buy 政策

2013 年 4 月から導入された Equity Loan 制度、2013 年 10 月から導入された Mortgage Guarantee 制度などからなる。①は、新築物件の購入に際し、最大 20%を政府が 5 年間無利子で融資するもの、②は、住宅ローン融資機関に対して、住宅ローン（新築・中古を問わず）の担保権行使によって生じる損失の多くを政府が保証するもの。いずれの制度にも、頭金 5%以上、購入価格 60 万ポンド以内という条件が付いている。