

異例の超金融緩和脱却を模索する英国

<要旨>

英国ではサービス業中心に内需主導の底堅い景気回復が続いている。足下のインフレは財価格下落がサービス価格上昇を相殺しており、英中銀のインフレ目標+2%に対して2015年7月の消費者物価上昇率は前年比+0.1%にとどまった。

しかし、国内の賃金・雇用の状況は労働市場の緩み(スラック)縮小・雇用のミスマッチ発生を示唆しており、今後は賃金や労働コストの上昇からインフレ圧力が徐々に高まっていくと見込まれことから、英中銀は米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ後、2016年前半にも利上げを実施しよう。但し、それは異例の超金融緩和状態からの脱却であり、その後の政策金利推移は早期かつ大幅な利上げとはならず、利下げの可能性も含めた小刻みなものとなる。

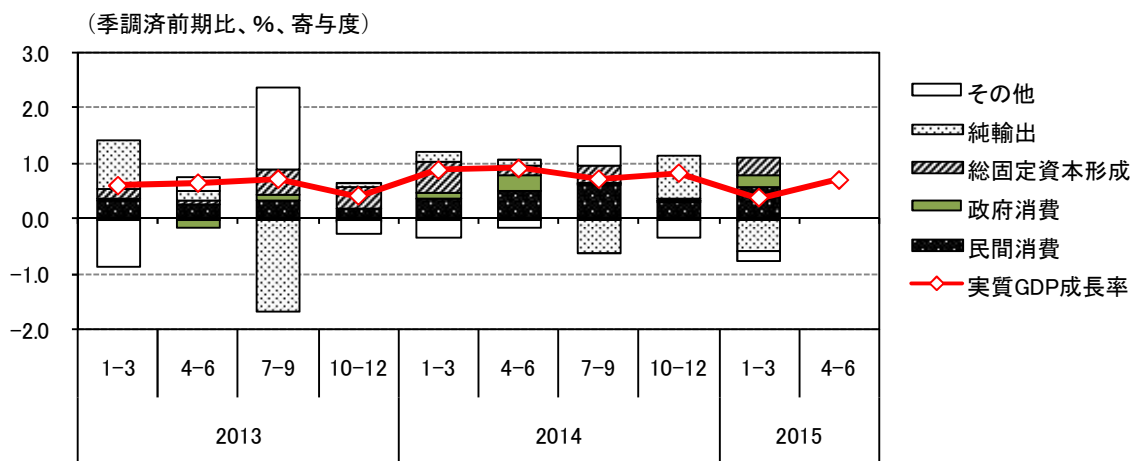
世界経済減速、原油価格下落、英ポンド高による輸入物価下落等の外部リスクもあるが、国内環境に応じた適時の利上げ実施、異例の超金融緩和状態脱却により、利上げ・利下げ双方向の金融政策手段を確保しておくことが金融政策への信認向上ともなると考えられる。

1. 内需主導の景気回復が続く英国

英国では底堅い民間消費を中心とした内需主導の景気回復が続いており、2015年第2四半期の実質GDP成長率は年率換算で+2.8%(季調済前期比+0.7%)となった。(図表1)。原油価格や輸入物価下落による家計の実質所得増加もこれをサポートしているとみられる。

本稿では、主要先進国の中で、米国の次に利上げが見込まれる英国の動向をみていくこととしたい。

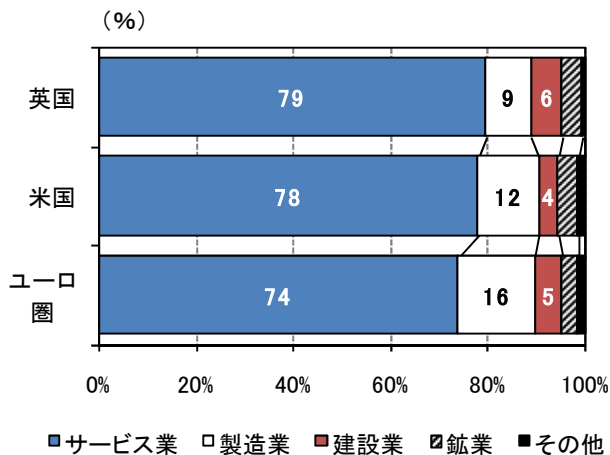
図表1 英国の実質GDP成長率



(資料) 英国家統計局(ONS)、CEIC

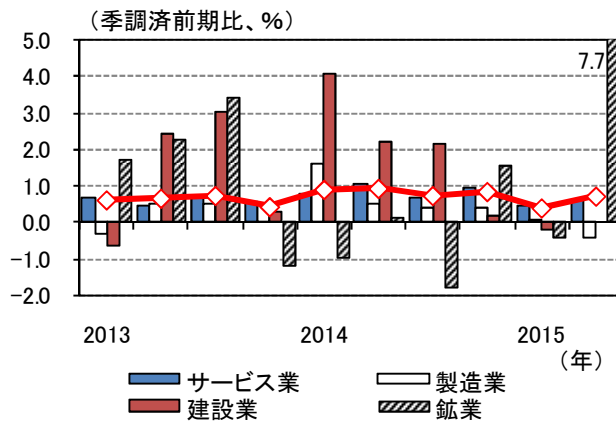
米国やユーロ圏と比較した英国の産業構造の特徴はサービス経済化の進展で、英国ではサービス業の比率が約8割に達している一方製造業の比率は1割にも満たない。産業別の成長率は、サービス業で底堅いのに対し、製造業・建設業・鉱業では好不調の振幅がやや大きい。経済全体の成長率は8割を占めるサービス業の成長率に沿った動きをしており、世界経済とりわけ外需の影響は受けにくく、経済変動の振幅は大きくないことがわかる(図表2・3)。

図表2 産業構造の各国比較



(資料) OECD

図表3 産業別の成長率

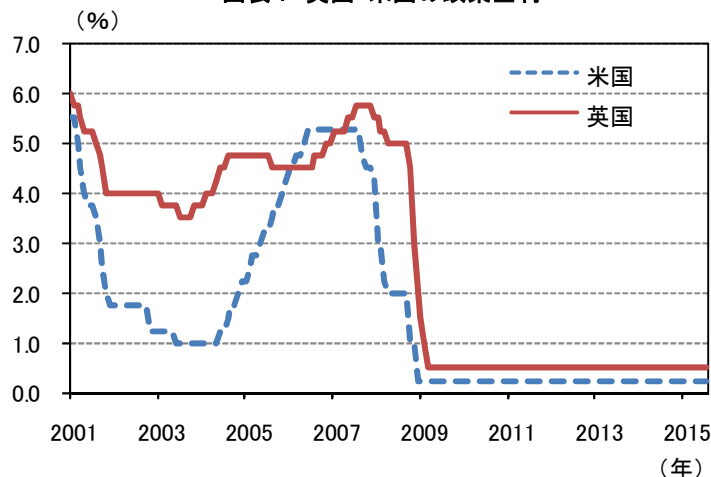


(注) 寄与度表示ではない
(資料) ONS, CEIC

2. インフレ・雇用の動向

リーマン危機後、英国では異例の超金融緩和状態が6年以上続いている。危機以前には長期間の引き締め・緩和サイクルを繰り返す米国の金融政策と比較して、英国ではより小刻みな金融政策運営がとられてきたことがみてとれる(図表4)。

図表4 英国・米国の政策金利

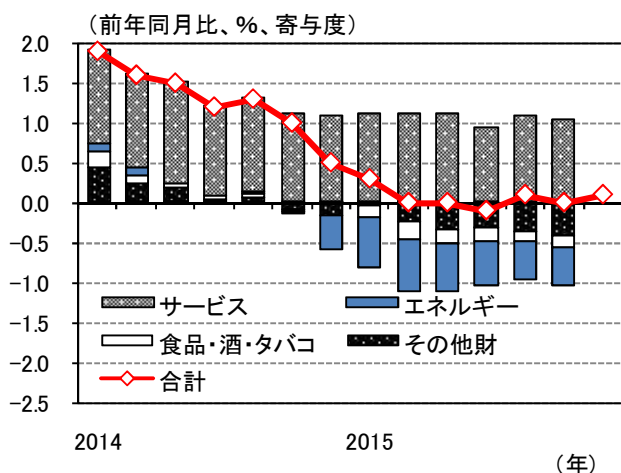


(資料) Bloomberg

英中銀は成長と雇用の状況にも目配りしつつ物価安定を目指しており、インフレ目標は消費者物価上昇率前年比+2%であるが、2015年7月の同上昇率は前年比+0.1%と足下のインフレ動向は落ち着いている。財価格下落がサービス価格上昇を相殺した(次頁図表5)。

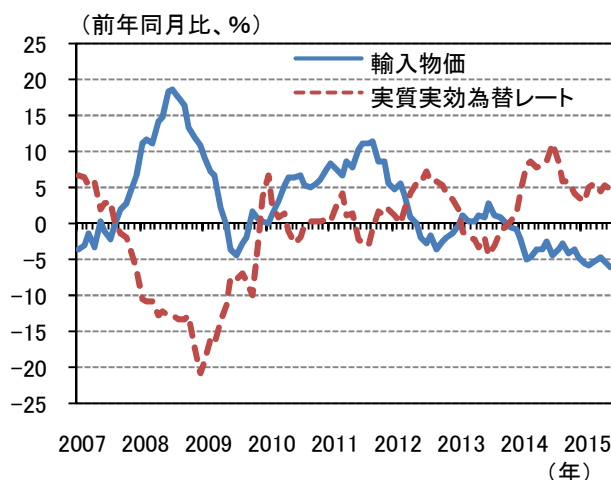
財価格下落は原油価格等のエネルギー価格と、英ポンド高による輸入物価全般の下落の影響が大きい(図表6)。この内、原油価格下落の影響を前年比で見ると、1バレル 50ドル割れの状況が続くと仮定すると2016年1月に一旦物価を押し上げるとみられるものの、2016年前半はインフレ押し下げ要因となる。また、図表6のとおり、英国の輸入物価と英ポンドの実質実効為替レートには概ね逆相関の関係があり、英中銀としては利上げにより英ポンドがさらに強くなることは避けたいと推定される。これら外部要因に対して、国内要因であるサービス価格の上昇が加速するか否かは、国内の賃金の上昇がサービス価格上昇に繋がっていくかにかかっている。なお、世界的に価格水準が収斂しやすい財価格と比較すると、サービス価格は各国・地域間の代替性が相対的に低いことから、英国の内需の強さと賃金・雇用動向に左右されやすいと考えられる。

図表5 英国の消費者物価



(資料)ONS, Eurostat, CEIC

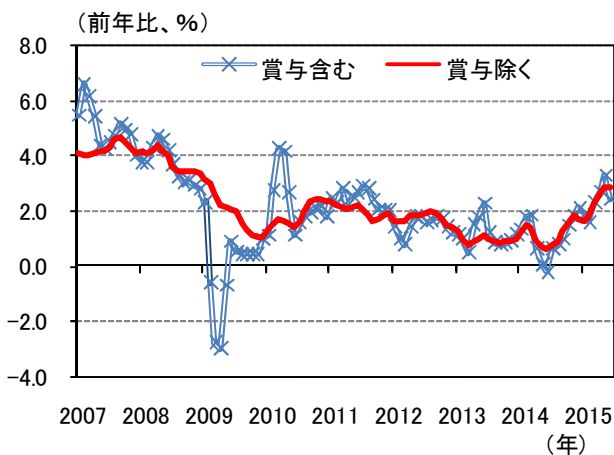
図表6 英国の輸入物価と為替レート



(資料)ONS, BIS, CEIC

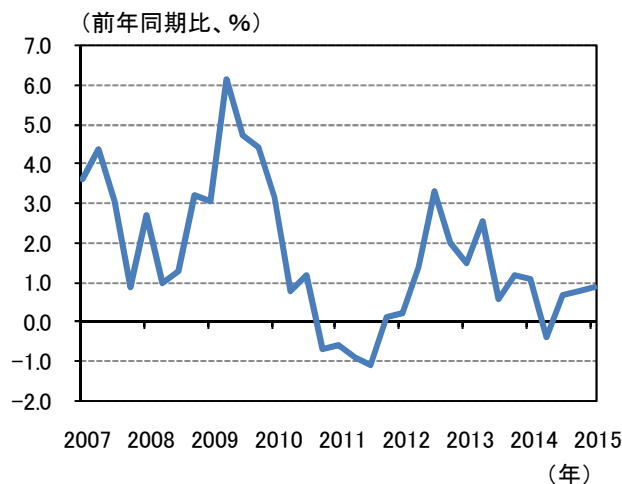
次に週平均賃金と、生産性を加味した単位労働コストの推移をみると、週平均賃金の伸びでは2014年央から上昇トレンドが認められるのに対して、単位労働コストの伸びは賃金の伸び程トレンドが明確ではない(図表7・8)。2015年6月の賃金上昇率(3ヶ月移動平均)は変動の少ない賞与除きで前年比+2.8%であるが、2015年第一四半期の単位労働コスト上昇率は+0.9%である。

図表7 賃金の推移



(注)3ヶ月移動平均
(資料)ONS, CEIC

図表8 単位労働コストの推移

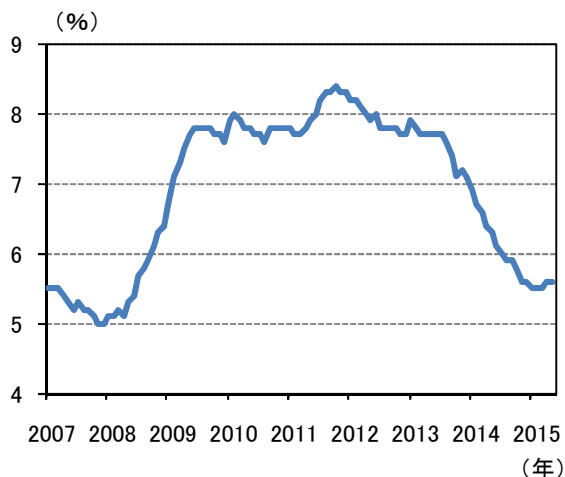


(資料)ONS, CEIC

雇用状況の指標も強弱まちまちである。失業率は2011年ピーク時の8.4%から2015年5月には5.6%まで低下したが、産業別雇用者数の伸びは、産業構造の8割を占めるサービス業で伸び率が鈍化しており、2014年6月の前年比+4.2%から2015年3月は+2.0%となった(図表9、10)。

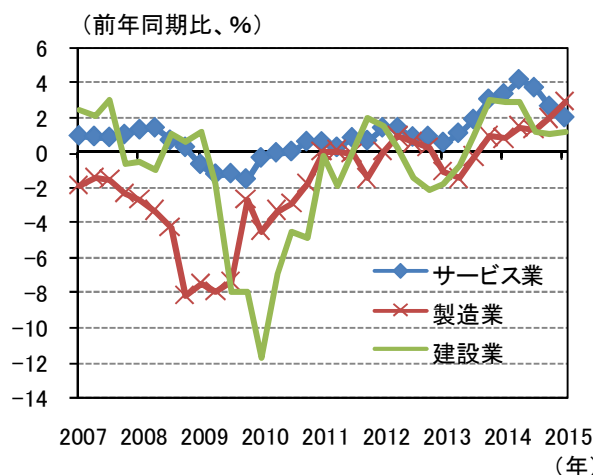
また、英中銀の企業サーベイでは、企業の採用意欲は高まっており、採用難を感じる度合いもリーマン危機以前の水準を超えてきている(図表11、12)。

図表9 失業率の推移



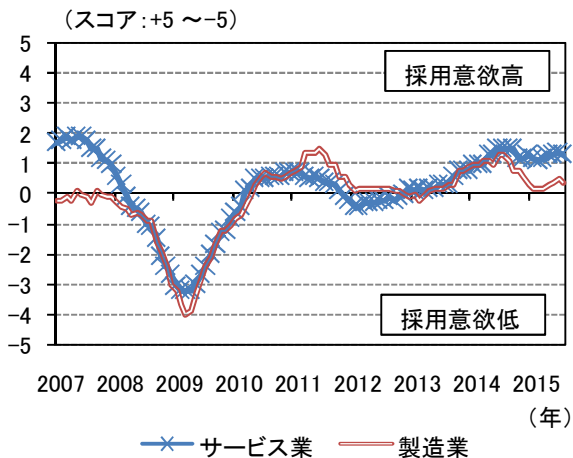
(資料) Eurostat、CEIC

図表10 産業別雇用者数の推移



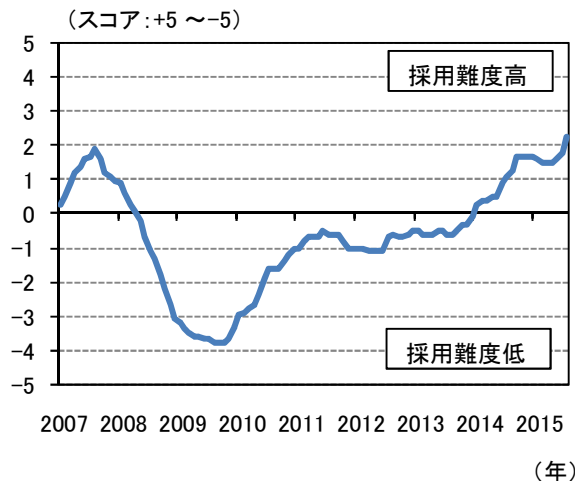
(資料) ONS、CEIC

図表11 企業の採用意欲



(資料) 英中銀

図表12 採用の難易度



(資料) 英中銀

これら賃金と雇用の状況を重ね合わせると、2つのストーリーを描くことが出来るだろう。①雇用者数の伸び率鈍化は労働市場に未だ緩み(スラック)が存在することを示唆し、賃金の伸びは加速せず、インフレ圧力も当面高まらない、②企業の採用意欲や採用難を感じる度合いの高まり・失業率の低下と並行しての雇用者数の伸び率鈍化は、むしろ労働市場の緩み縮小、雇用のミスマッチ発生を示唆し、いずれ賃金や労働コストの上昇が加速し、サービス価格へのインフレ圧力も高まる一の2つである。

足下のインフレ動向の落ちつきもあり、英中銀は2016年初めにかけて労働市場の逼迫がサービス価格上昇に繋がっていくのか見極めていくことになろうが、②の雇用のミスマッチによる賃金・

労働コストの上昇加速が具現するのではないか。

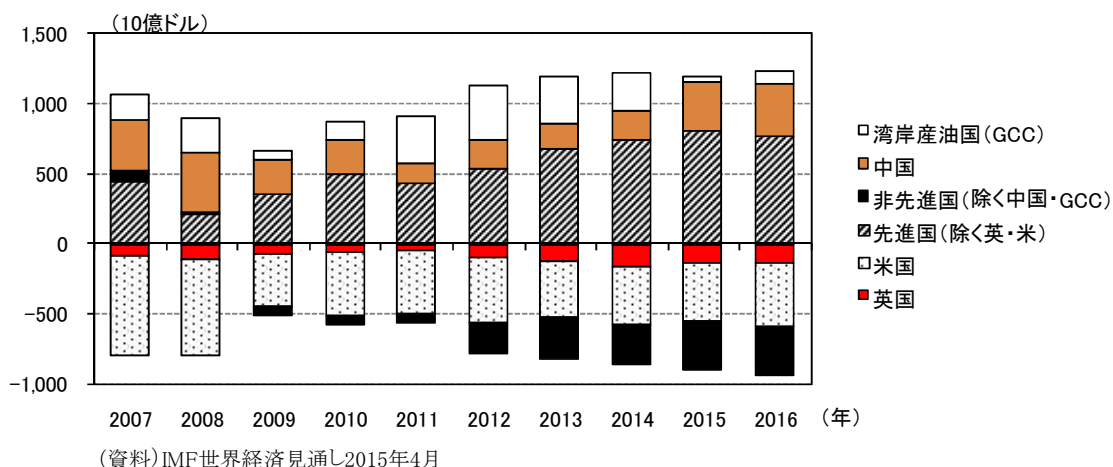
このように、底堅い景気回復に加え、雇用状況の回復とそれに伴う賃金・労働コスト上昇からインフレ圧力が高まると考えるならば、英中銀は米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げに踏み切った後、2016 年前半に約9年ぶりに政策金利 (= 準備預金金利) を引き上げるだろう。

3. グローバルマネーのハブ機能を果たす英国

ところで、英国が内需主導で着実に景気回復を続けると見込まれるのに対し、海外には世界経済減速、原油価格のさらなる下落、英ポンド高による輸入物価下落等のダウンサイドリスクもあり、これら外部リスクが英中銀の利上げの足枷となる可能性は否定できない。しかしながら見方を変えると、国内環境に応じた適時の利上げ実施により、外部リスクの予想以上の深刻化の際に利上げ・利下げ双方向の金融政策手段を確保しておくことが望ましいとの整理の仕方もあろう。

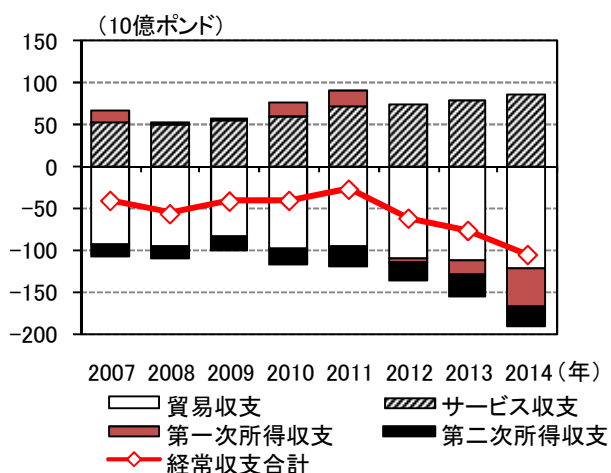
ここで、IMF のデータから世界の経常収支インバランスの構造をみると、米国と英国は一貫して経常収支赤字 (グローバルマネーの借り手) であり、ペルシャ湾岸産油国・中国・米英以外の先進国が経常収支黒字 (グローバルマネーの貸し手) である (図表 13)。主要先進国の中で、マネーの借り手である米国・英国では利上げが近づき、マネーの貸し手である日本・ユーロ圏では異例の超金融緩和が当面続くとも言える。

図表 13 世界の経常収支インバランスの概観



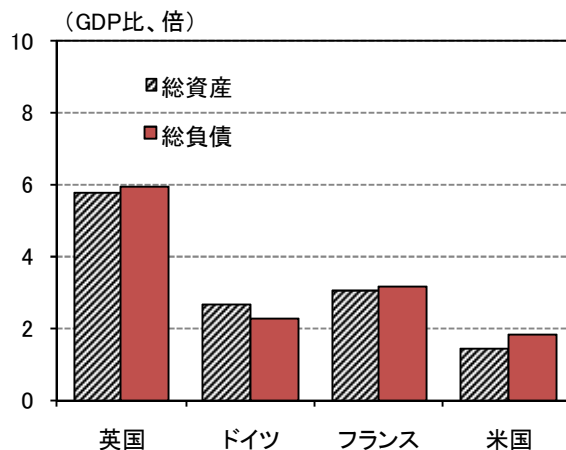
英国の経常収支赤字の内訳をみると、貿易収支赤字をサービス収支黒字で一部補っているが、サービス収支黒字の約7割は金融・保険業による。経常収支赤字はここ数年拡大しており2014年はGDP比▲5.9%に達した (次頁図表 14)。経常収支赤字累積の結果、英国は対外純債務国であるが、グロスの対外資産・負債残高のGDP比は各々6倍弱に達し、ドイツ・フランス・米国と比較しても英国の対外資産・負債の経済規模 (GDP) に対する大きさは際立っている (次頁図表 15)。

図表 14 英国の経常収支



(資料) ONS, CEIC

図表 15 対外資産負債 GDP 比の各国比較



(資料) 各国統計局・中銀、IMF、CEIC

以上みてきたように、英中銀は底堅い景気回復に加え、雇用状況の回復とそれに伴う賃金・労働コスト上昇からインフレ圧力が高まると考えるならば、米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げに踏み切った後、2016 年前半にも約9年ぶりに政策金利 (= 準備預金金利) を引き上げるだろう。但し、それは異例の超金融緩和状態からの脱却であり、その後の政策金利推移は早期かつ大幅な利上げとはならず、利下げの可能性も含めた小刻みなものとなるのではないかと。

英国の強みを維持しつつ、過度なグローバルマネー依存による副作用を回避する観点でも内外環境に応じた小刻みな金融政策運営が望ましい。グローバルなマネーフローからみた英国の強みとは、対外資産・負債残高を両建てで高水準に保つことで、グローバルマネーが双方向に行き来するハブ機能を果たし、金融・保険業中心に収益をあげることにある。加えて、ハブ機能の存在故に所得水準の高い人が集まり、法務・会計等の周辺専門職の需要も喚起することで、商業・不動産業・各種専門サービス等に波及効果を及ぼし、サービス業全体での底堅い成長に繋げている点にもある。係る経済構造を持つ英国では、柔軟な金融政策への高い信頼がグローバルマネーに対する適度な求心力の1つとしても重要と考えられる。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。