

HENRY COOK
Senior Europe Economist
E: henry.cook@uk.mufg.jp

田中隆祐 (抄訳)
E: takasuke.tanaka@uk.mufg.jp

三菱 UFJ 銀行経済調査室
ロンドン駐在

英国：景気後退、その後も停滞

2022年12月8日

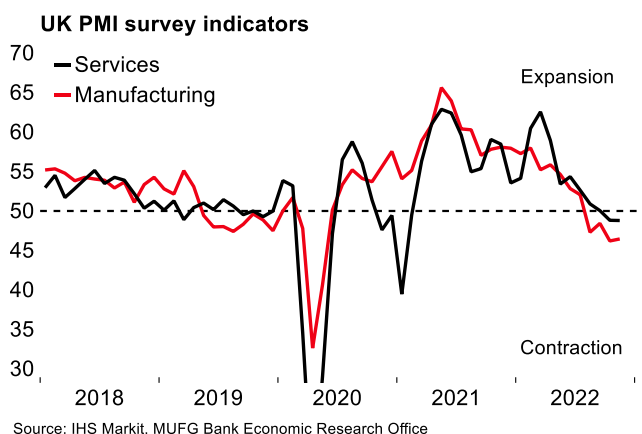
(本レポートは *Recession, then stagnation* by Henry Cook の抄訳)

英国経済は景気後退の入り口に立った。7-9月期の実質 GDP 成長率はマイナス成長となり、その後も3四半期連続で経済の縮小が続く見込み。エネルギー価格高騰に対する支援によって深い景気後退は避けられる見通しだが、その後の回復のドライバーは不在。コロナ禍からの回復効果はほとんどが顕在化済みで、約2年後には財政緊縮が待ち受ける。また、金融引き締めもラグをもって实体经济を下押しする見込み。英国経済は、緩やかながら長い景気後退に直面し、その後も、英国経済が低投資・低生産性の構造問題を抱えていることから、停滞の期間が続くであろう。

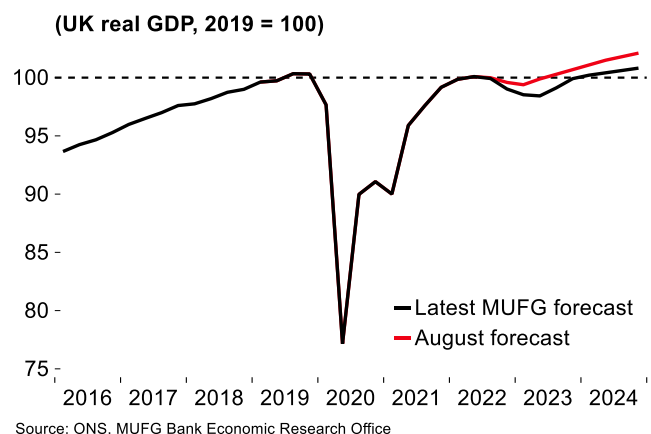
2023年の実質 GDP は前年比▲0.7%のマイナス成長を予測

英国の7-9月期の実質 GDP 成長率は前期比▲0.2%のマイナス成長となった。これは、来年にかけて続く景気後退の起点となるであろう。7-9月期はエリザベス女王2世の国葬に伴う追加的な祝日による要因で下押しされ、10-12月期はその反動増が見込まれるものの、エネルギー価格高騰の影響が続き更なる経済活動の縮小は避けられないだろう。9月下旬に英国政府が公表した経済対策“mini-budget”による混乱の後、スナク新政権は信頼を取り戻すべく慎重な政権運営を行っており、企業景況感は幾分安定を取り戻した(第1図)。もっとも、各種ソフトデータは、経済が縮小していることを示唆している。欧州の天然ガスの備蓄が夏場以降進展したことから、冬場のエネルギー不足によって深い景気後退に陥るリスクは後退しているものの、当室は、英国経済は4四半期にわたって縮小し、2023年の実質 GDP 成長率は前年比▲0.7%のマイナス成長になると予測している。その後の回復のペースも緩慢なものとなる見込みだ(第2図)。

第1図：英国のPMIの推移



第2図：英国の実質 GDP の推移

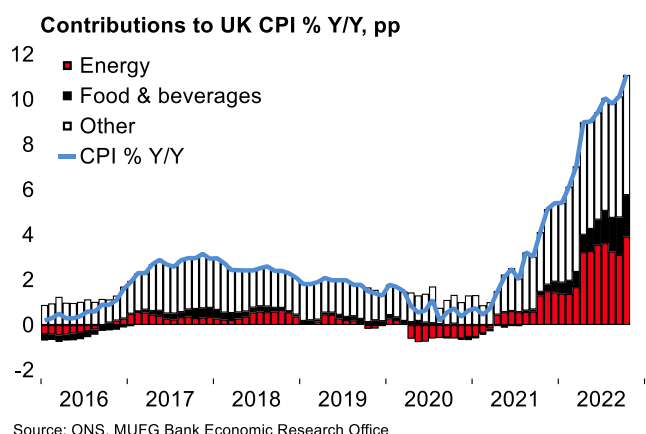


コア物価の上昇圧力は根強さが続く

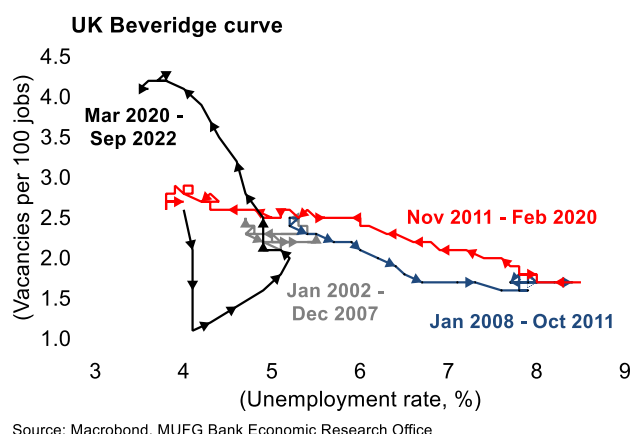
英国では食品・エネルギー価格が依然として高インフレの主要因であり（第3図）、交易条件悪化による下押し圧力を受けている。ヘッドラインのインフレ率は、米国とユーロ圏では既にピークアウトしたと見られ、英国においても年末までにピークアウトすると見込まれる。とは言え、2023年も英国におけるインフレ圧力は根強いものとなる。商品価格の上昇が和らいだことから、製造業 PMI における仕入れ価格の項目（DI、上昇-低下）は9月以降低下しているが、販売価格の項目（DI、上昇-低下）はほとんど変化していない。企業は仕入れ価格が低下しても販売価格を下げることに抵抗しており、生産者物価に比べて消費者物価は下がりにくいことを示唆している。エネルギーについては、来年4月から政府の支援が減少し、標準的な家庭のガス・電気料金（年率換算）は2,500ポンドから3,000ポンドへと上昇する。その分、ヘッドラインのインフレ率が押し上げられることを意味している。

労働市場は依然として非常にタイトであり（第4図）、物価上昇圧力につながっている。未充足求人数はピークの4月からわずかな減少に止まり、統計開始以来の最高水準が続いている。失業率も3.6%と史上最低に近い水準にある。一方、雇用者数はコロナ禍前の水準を下回っており、英国の労働力が減少するなか、企業は人員確保に苦戦している。また、英国は2019年以降、不就労率（=100-労働参加率（%））の上昇が続いており、他の主要国のようにコロナ禍後の低下が見られない。コロナ禍によって学生数に歪みが出たこと（学生にとどまる若者の増加）や、EU 離脱が移民の流れを変えた（EU 市民労働者減少による労働参加率の低下）ことも一因ではある。しかし、英国の不就労率上昇の最も大きな要因は、医療サービスに過度な負荷がかかっているために、長期間病気のために働けない人が急増していることである。これは短期間で解決は難しく、賃金の伸びは間もなく鈍化すると見込まれるものの、インフレ圧力は大陸欧州と比べて根強い状態が続くであろう。2023年の英国のインフレ率は約7%と高い伸びが継続すると見込まれる。

第3図：英国の消費者物価指数の推移



第4図：英国のベバリッジ曲線



イングランド銀行は、現在の利上げサイクルを終了させる前に、賃金上昇率が安定的に低下する確証を得たいと考えているようだ。ベイリー総裁は先週、更なる金融引き締めが見込まれるとの認識を示した。しかし、景気後退が続くなか、イングランド銀行は4%を大きく上回る水準まで利上げを行うのは困難であろう（現在の政策金利は3%）。来年前半には、インフレ率の減速も見えてくることから、利上げも打ち止めとなる。

潜在的な英国経済の弱さ（かつ経済見通しのダウンサイドリスク）の1つは住宅市場である。住宅価格の所得倍率は現在、長期平均を約3割上回っている。しかし、住宅金利上昇と英国経済の見通しの悪化を受けて、住宅価格は下落しつつある（Nationwideによると、住宅価格は11月に前月比▲1.4%と下落）。当室では、2023年末までに住宅価格は10%程度下落し、消費者マインドを更に下押しすると予想している。

新政権は財政緊縮策を発表

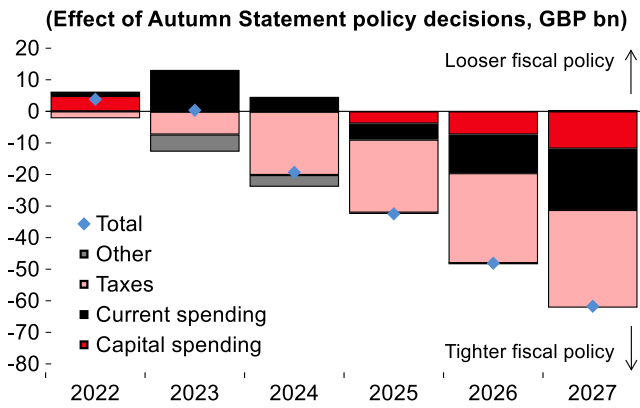
財政面では、トラス前政権の混乱の後、スナク新政権は信頼と安定を回復すべく苦心している。想定されていた通り、秋期経済計画では増税や歳出削減策が盛り込まれ、税負担は第二次世界大戦以降で最も高いレベルに達することになった。インフレによる賃金上昇がある中、所得税の課税基準や控除額の引き上げは凍結されるとともに（より高い税率が適用され実質的な増税）、教育と医療を除くすべての省庁の予算は削られることとなった。これまでのところ、新政権の取り組みは成功し、財政のリスクは大きく低下したとみられる。

経済の先行きへの影響については、痛みを伴う政策の多くの部分は後ろ倒しされたことが指摘される。今後5年間でGDP比約1.8%の財政支出削減を行うが、そのほとんどは後半に実施される（第5図）。2024年に総選挙が予定されていることを踏まえた政治判断とはいえ、急速な歳出削減は景気を大きく下押しする可能性があるため、この判断は景気にとってはポジティブである。また、計画は示されたものの、どの程度財政緊縮が実現するのかが不透明だ。英国経済が実際に停滞すれば、増税や歳出削減の規模はより小さいものになり得よう。

財務相は、低所得層に対する追加的な給付や、インフレに合わせて年金支給額を増額することも公表した。それにも関わらず、英国の家計にとっては総じて厳しい期間が続くであろう。英国統計局によると、家計の電気・ガス料金は昨年よりも平均して90%以上増加した。前述のとおり、来年4月から電気・ガス価格は更に上昇するとともに、全家庭への年400ポンドの電気・ガス価格割引は終了する。英国予算責任局（英国の独立財政機関）は、1人当たりの実質可処分所得は今予算年度に4.3%縮小すると予想している（第6図）。

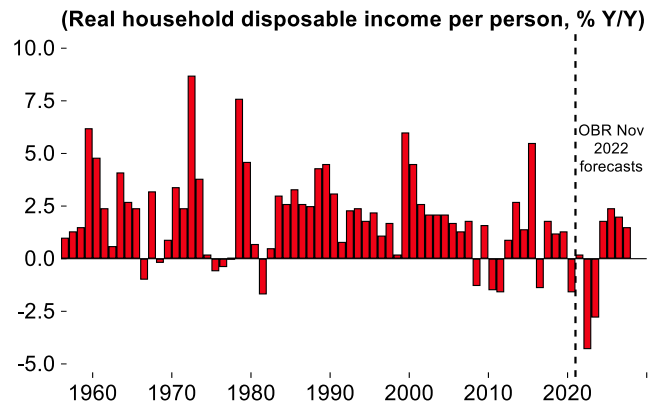
秋期経済計画において、景気後退後の経済のドライバーについては何も示されなかった。財務相は生産性を向上させると述べたが、実効性のある資本支出はほとんど盛り込まれていない。EU離脱の国民投票後は、企業投資は低調である。来年3月以降の企業へのエネルギー価格高騰への支援方針が未定であり、次回総選挙において政権交代が起こる可能性も高まっていることから、不透明感が続くなか、企業の投資も低調に推移することが見込まれる。

第5図：秋期経済計画による財政への影響



Source: OBR, MUFG Bank Economic Research Office

第6図：家計の1人当たり実質可処分所得の推移



Source: OBR, MUFG Bank Economic Research Office

景気後退の後も厳しい先行き

英国経済は、高インフレによる実質所得急減により、景気後退はすでに始まっており、その後の回復も見通すのが難しい状況にある。製造業 PMI の新規輸出受注の項目（DI、増加-減少）は年初来低下が続いており、工業製品の輸出における EU 離脱の影響がほとんど改善していないことを示している（おそらく、パンデミックによる歪みが徐々に薄れ、企業も EU 離脱の影響をより感じやすくなっている）。金融引き締めによる効果も経済を下押しし続け、低金利が終わったことによって特に住宅市場にとっては痛みを伴う期間となろう。同時に、財政緊縮が打ち出されたことは、消費や投資の重石となろう。

これらを鑑みると、英国経済について、現時点で楽観的な要素は見出し難い。景気後退の後には停滞の期間が続き、低調な投資や低い生産性といった構造的な問題が暫くの間、続く可能性に留意を要する。

第1表：英国経済の見通し

% Y/Y unless otherwise stated	2019	2020	2021	2022F	2023F
実質 GDP	1.6	-11.0	7.5	4.2	-0.7
個人消費	1.1	-13.2	6.2	4.6	-0.6
政府消費	4.1	-7.3	12.6	1.4	1.8
総固定資本形成	1.9	-10.5	5.6	5.5	-0.1
失業率 (%)	-0.3	1.5	1.0	-1.0	-0.1
消費者物価	3.8	4.6	4.5	3.7	4.7
週平均賃金	1.8	0.9	2.6	9.1	6.8
実質 GDP	3.5	1.7	5.9	5.9	4.4

Source: ONS, MUFG Bank Economic Research Office

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。