

金融市場パネル (Financial Markets Panel) 第43回会合参考資料 (英国)

2017年12月12日

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部 主任研究員
石川 純子
j-ishikawa@nri.co.jp



テーマ

1. 概観

2. 物価

3. 人口動態と労働市場

4. 金融環境

5. BOEの政策対応

1. 概観

■ 経済成長率

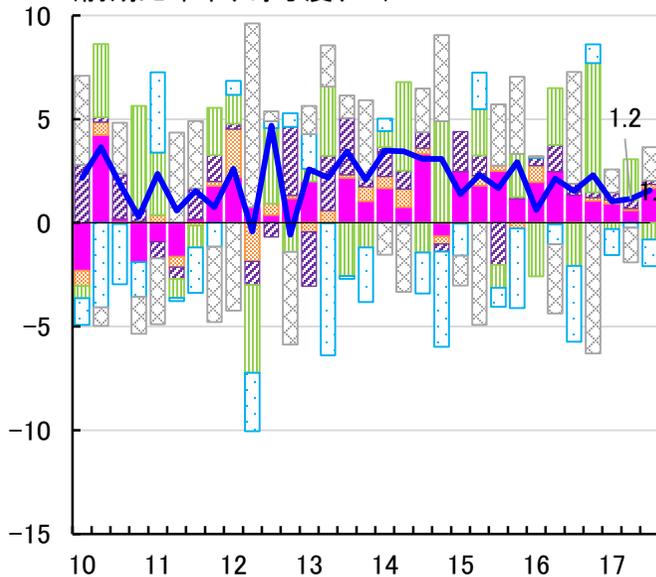
資料:CEIC、ONS

(注)左・中図の直近は17年3Q、右図は4Q(10月ラップ)。

- ・足許(3Q)の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%となった。もっとも、需要項目別には、減速が続いていた個人消費が幾分持ち直した一方で、固定資本形成は設備投資や住宅投資の減速を映じて横這いとなった。輸出も幾分減少しており、在庫投資のプラス寄与に支えられた面が強い。
- ・今後に関しては、輸出は好調なユーロ圏経済に支えられるものの、設備投資の軟調に加えて、個人消費も弱めの展開が見込まれている。

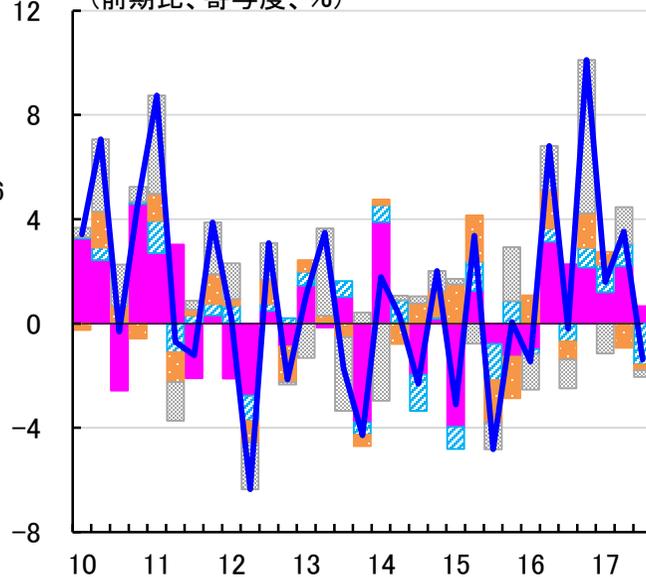
実質GDP(需要項目別)

(前期比年率、寄与度、%)



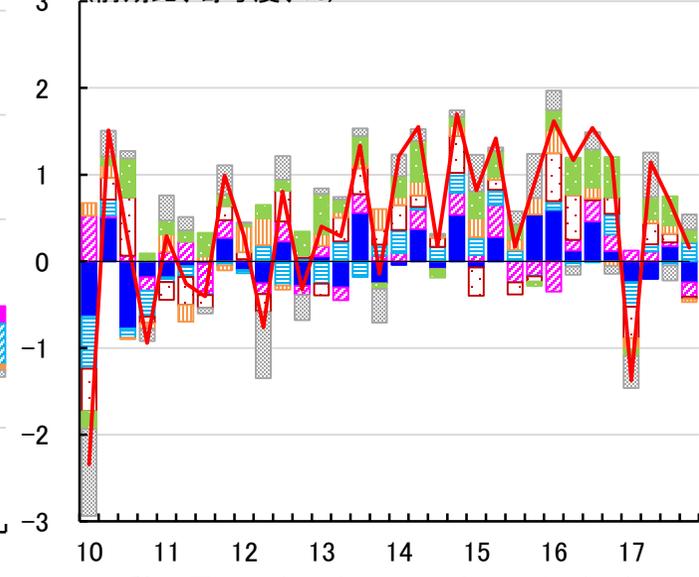
輸出金額

(前期比、寄与度、%)



小売売上数量

(前期比、寄与度、%)



■ 個人消費
 ■ 総固定資本形成
 ■ 輸入
 ■ 実質GDP
 ■ 政府消費
 ■ 輸出
 ■ 在庫その他

■ EU(46.1)
 ■ 中国(4.6)
 ■ その他(32.8)
 ■ 輸出(100)

■ 自動車用燃料(10.8)
 ■ 百貨店(8.2)
 ■ 家計財(8.1)
 ■ 食料品(41.7)
 ■ オンライン(6.5)
 ■ その他(12.5)
 ■ 衣類・履物(12.2)
 ■ 小売売上数量(100)

1. 概観

■ 個人消費

資料:BOE、CEIC、SMMT

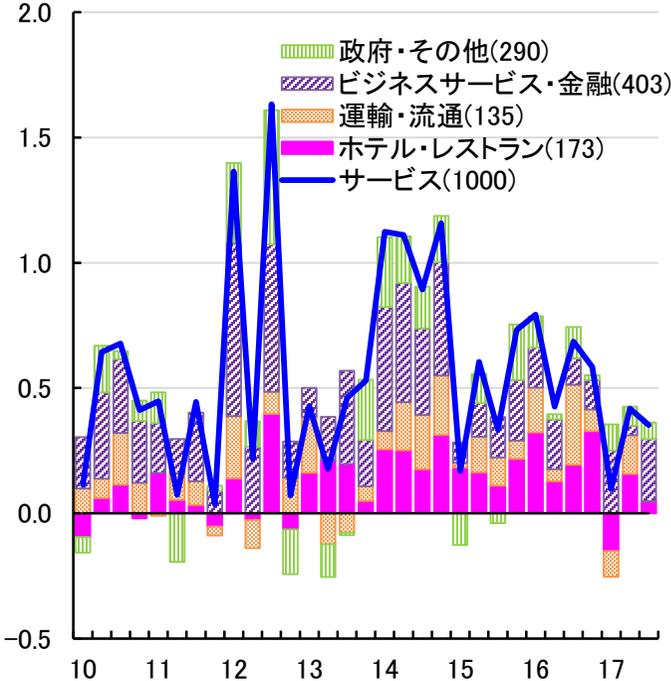
(注)直近は左図が17年3Q、中図が4Q(10-11月ラップ)、右図が11月。

・サービス業活動指数は振れを伴いつつ、運輸・流通やホテル・レストランを中心に減速している。また、耐久財消費のうち新車登録台数も減少が続いている。特に政策の不透明性の影響もあって、ディーゼル車の減少が大きく、1年前に過半を超えていたシェアは足もと4割を切っている。

・消費者のコンフィデンスも、総選挙後に経済見通しが悪化し、家計の所得見通しも0近傍で推移している。直近11月では利上げや所得の伸び悩み、インフレの昂進、経済の不透明性などにより一段と軟調になっている。

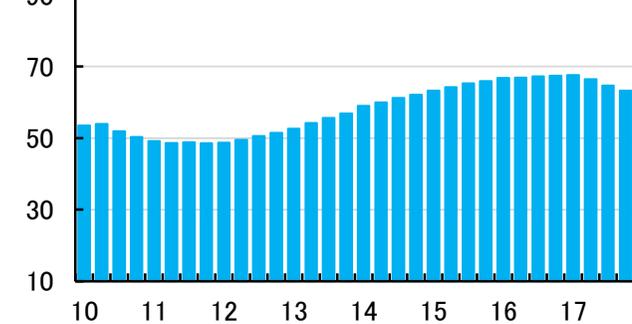
サービス業活動指数

(前期比、寄与度、%)



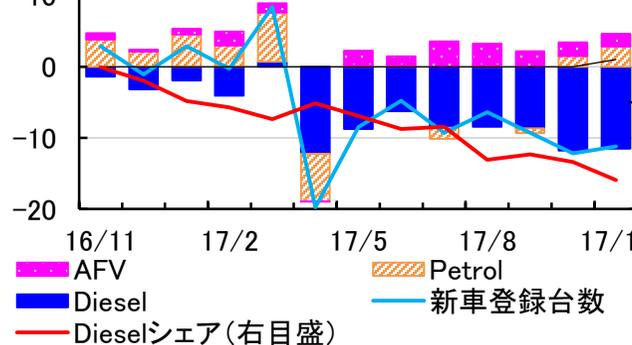
新車登録台数(乗用車)

(万台、後方4四半期移動平均)



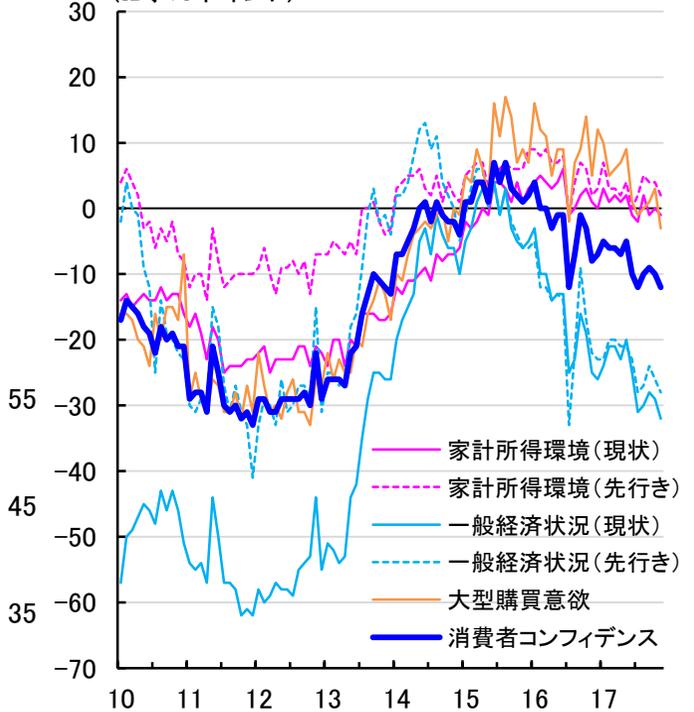
車種別登録台数

(前年比寄与度、%)



消費者コンフィデンス

(ID、%ポイント)



1. 概観

■ 設備投資

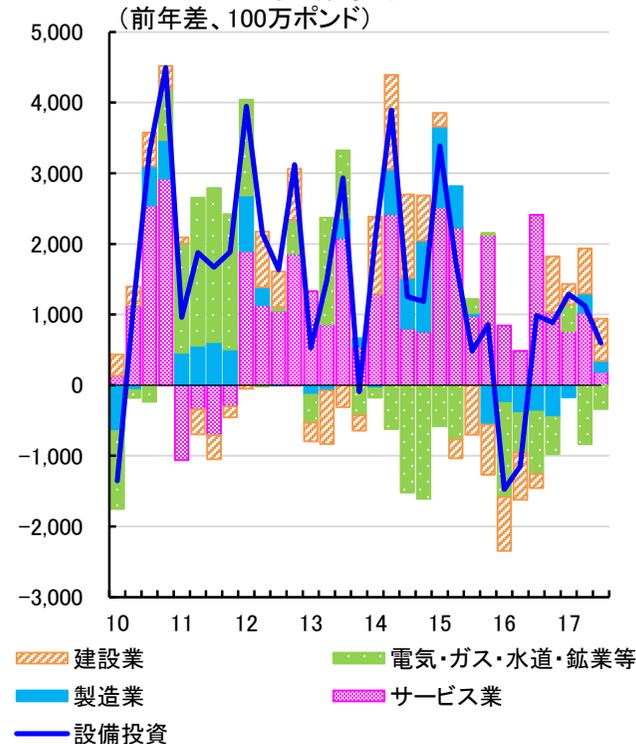
資料: BOE、CEIC

(注)直近は左図が17年3Q、右図が4Q。

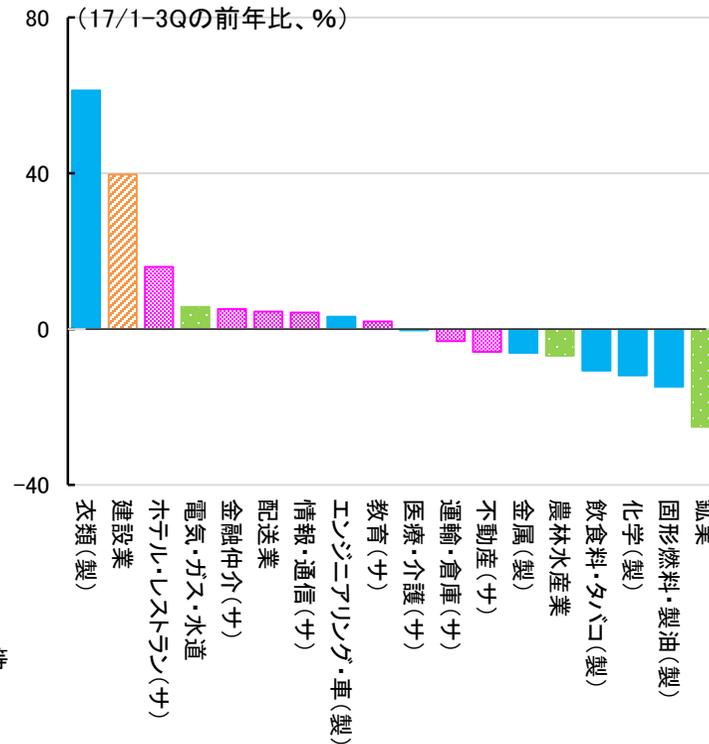
・これまでは堅調な内需を背景に設備投資も増加してきたが、内需の低迷が明らかになってきた足もとでは、サービス業を中心に設備投資の減速感も明確になっている。製造業も、EU離脱後の通商関係の不透明さを映じて多くの産業で設備投資が減少し始めている。

・もっとも、企業の投資意欲はBrexitの国民投票後に大きく削がれた後に幾分戻っているため、離脱交渉の先行きに関する不透明感が払拭されれば、設備投資の回復に繋がる可能性もある。

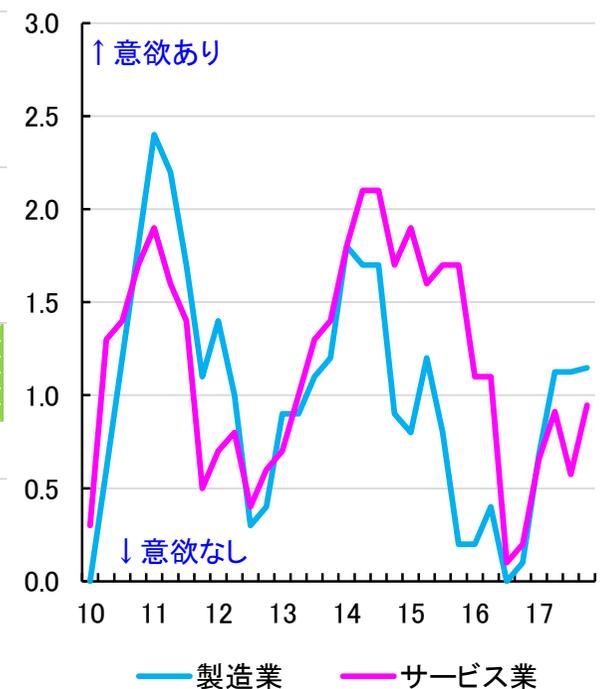
設備投資



産業別設備投資



企業の投資意欲



資料: CEIC、FCA

(注1)左図の直近は17年4Q(10月ラップ)。

(注2)中図の直近は17年11月。

(注3)右図の直近は17年2Q。

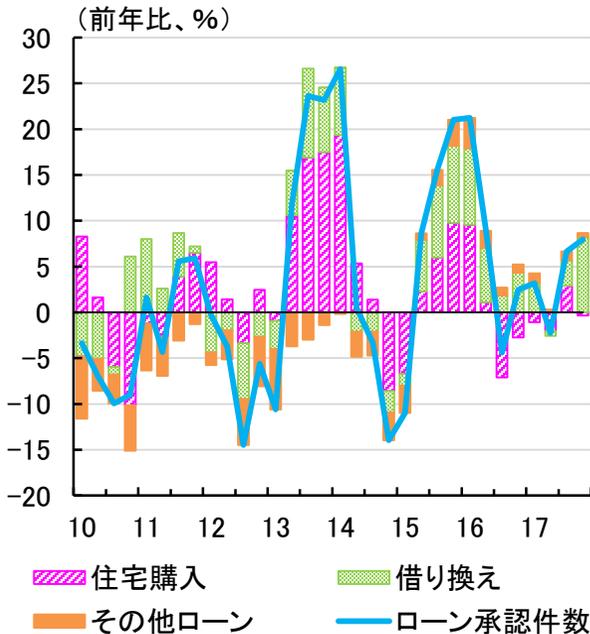
1. 概観

■ 住宅投資

・住宅ローン承認件数は前年比で増加しているが、足もとは金利上昇を見越した借換えが中心で、新規住宅購入は3Qに利上げ前の駆け込みで増加したものの、10月は再び減少した。住宅価格は、全ての地域で上昇が継続し、南東部を中心に既往ピークをつけている。もっとも、上昇率をみると均してみれば減速が続いており、価格には頭打ち感がうかがわれる。

・11/22日に発表された予算案は、住宅購入を下支えするため、30万ポンド以下の住宅に対する印紙税を即日廃止することとした(50万ポンドの不動産まで)。本措置により、初回購入者の税負担は平均的に1,660ポンド減少するとみられる。

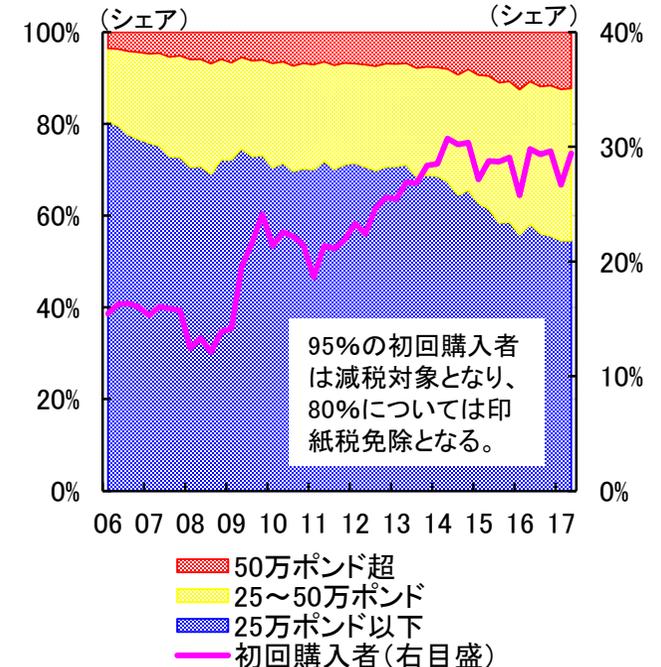
住宅ローン承認件数



住宅価格



購入物件の不動産価格

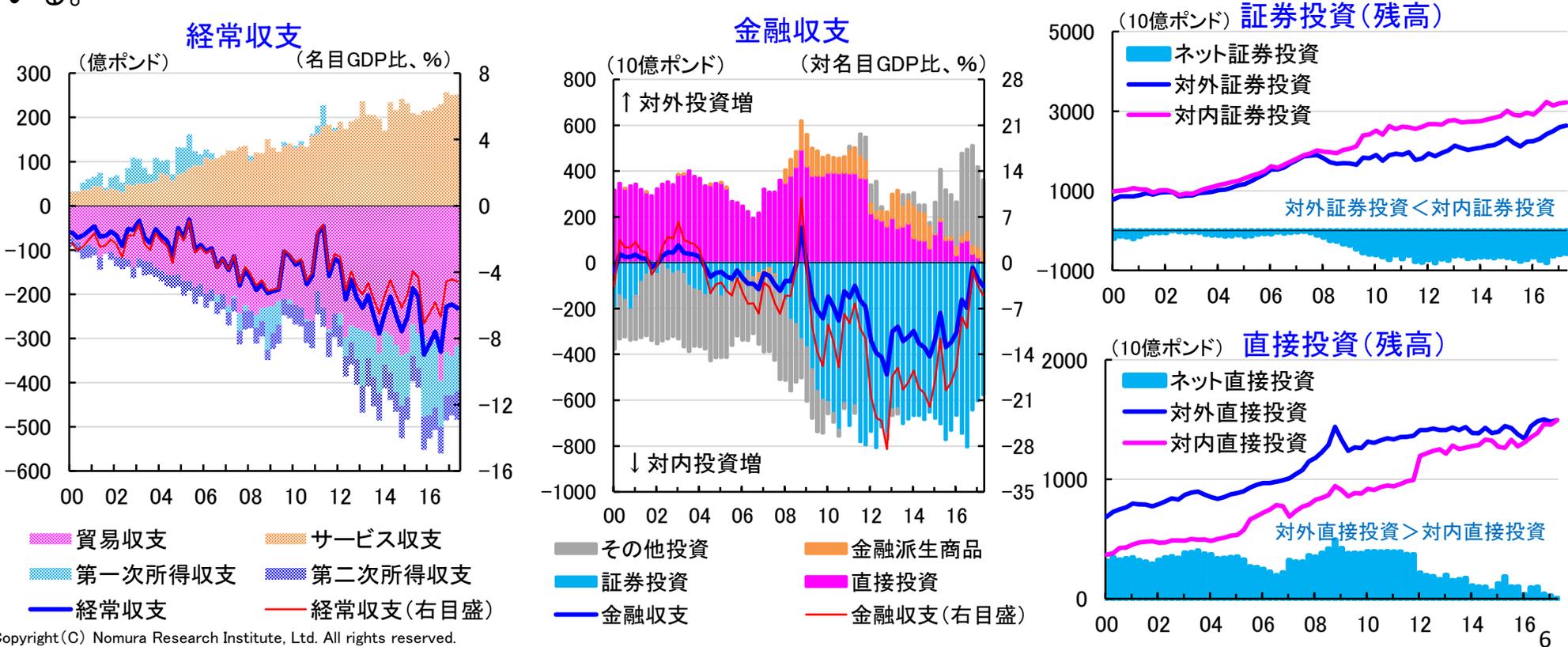


1. 概観

■ 国際収支

資料: CEIC
(注) 直近は17年2Q。

・経常収支の赤字幅は幾分縮小している。輸出の拡大により貿易収支の赤字幅が縮小し、直接投資収益の黒字回復により第一次所得収支の赤字幅が縮小したことが寄与している。この間、金融収支では対内投資(負債)残高の縮小トレンドが継続している。特に英国向け直接投資の株式資本(equity capital)撤退額(disinvestment)は統計開始(1987年)以来最大となった。ストックで見ると、証券投資は対内投資(負債)の伸び悩みによりネット負債が減少しており、直接投資は対外投資(資産)の伸び悩みによりネット資産が減少している。



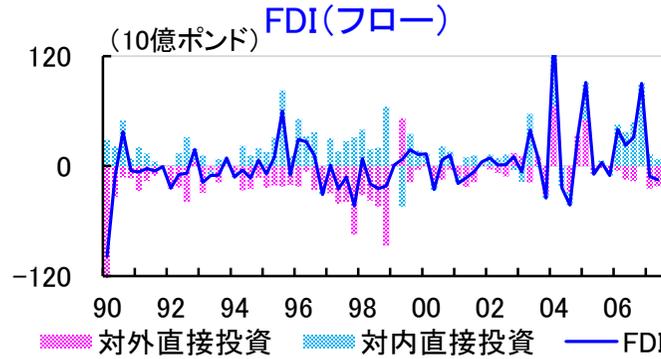
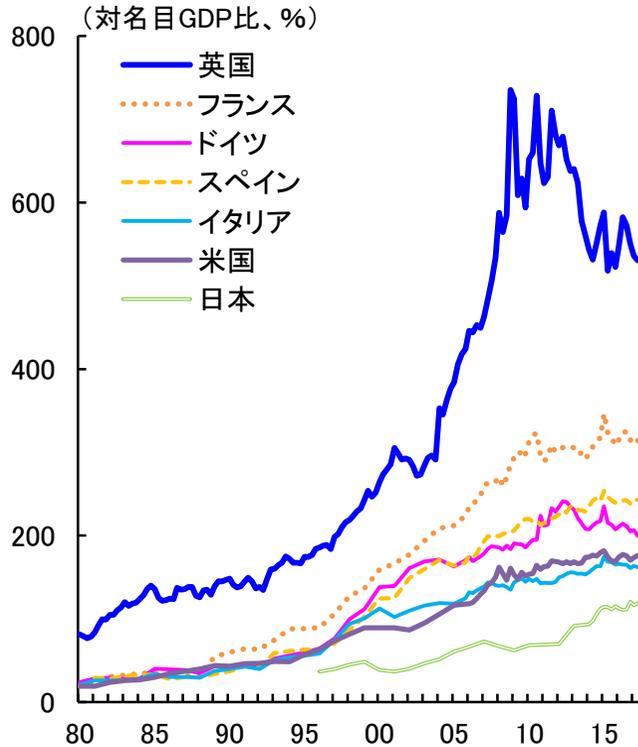
1. 概観

(参考)対内直接投資の動向

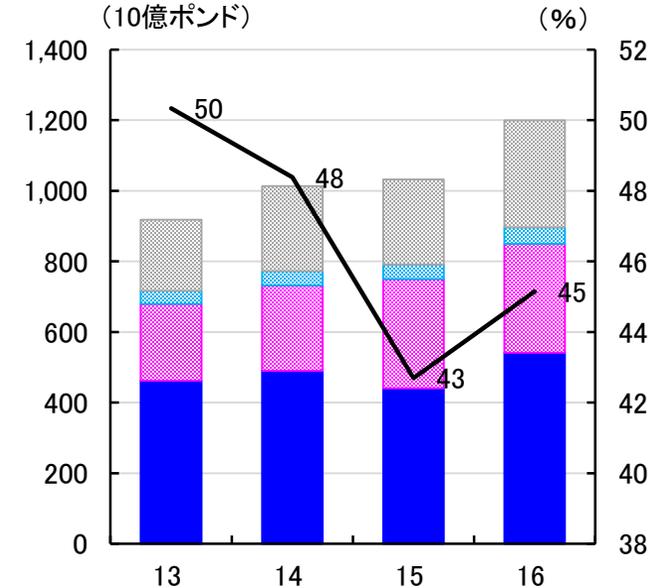
資料:CEIC、BOE
 (注)直近は右・中図が17年2Q。

・英国は対内直接投資を積極的に受け入れることで経済の発展につなげてきた。その7割は、金融サービスを中心とするサービス業に投資され、出資元の4~5割をEUが占めてきた。近年ではEUのシェアが低下した分、米国やその他地域のシェアが幾分増加しているが、EUの重要度は依然として高い。

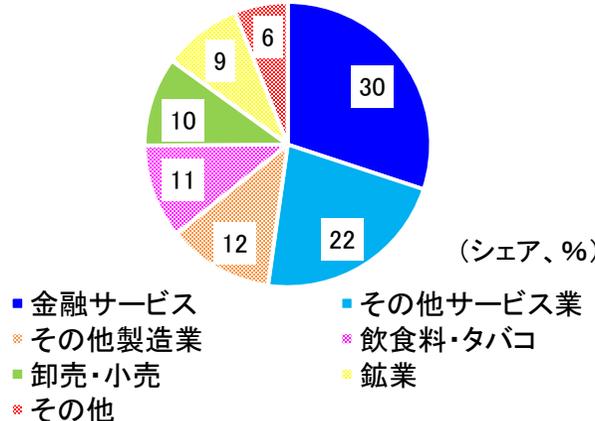
対外負債の推移



FDI残高(国別)



産業別FDI(2016年末時点)



1. 概観

(参考)EU離脱交渉

資料:各種報道、GOV.UK

・2017年6月に開始された離脱交渉は、ようやく12月8日、メイ首相とユンケル欧州委員長が交渉の第1段階に位置づけられる主要課題について基本合意に達したと発表した。この結果、14-15日のEU首脳会議において、「十分な進捗があった」とみなされる可能性が高まり、かねてより英国が主張していた交渉の第2段階「将来の通商関係と移行期間の交渉」に進める見通しが高まった。

基本合意のポイント

①清算金

EUの2020年度予算までをカバーするための清算金は、金額は明らかにされていないものの、報道では500億ユーロ前後とされている。英国が提示していたとされる200億ユーロに対し、EU側が要求していたとされる600億ユーロに近い形で合意がなされたとみられる。

②アイルランド問題

英領北アイルランド(EU離脱)とアイルランド(EU残留)の国境管理厳格化を巡り、管理コストの問題から厳格化を避けたいアイルランドと、EUの単一市場や関税同盟から離脱する北アイルランド(保守党が閣外協力を得ている民主統一等DUPの本拠地)の主張が対立。8日時点では、EUと通商協定を締結しなかった場合においても単一市場ルールと連携し、検問は設けない方向で合意した。しかし、実際の物・人の移動の管理問題については先送りされ、引き続き交渉が行われる見込み。

③市民権

英国とEUは社会保障・医療保険・雇用・教育での待遇を維持することで合意。もともと、現合意内容では、EU圏内に居住する英国人は、離脱当日に居住している国のみでの権利しか保障されないため、移動の自由の権利を巡って更なる交渉が求められる見込み。

今後のスケジュール

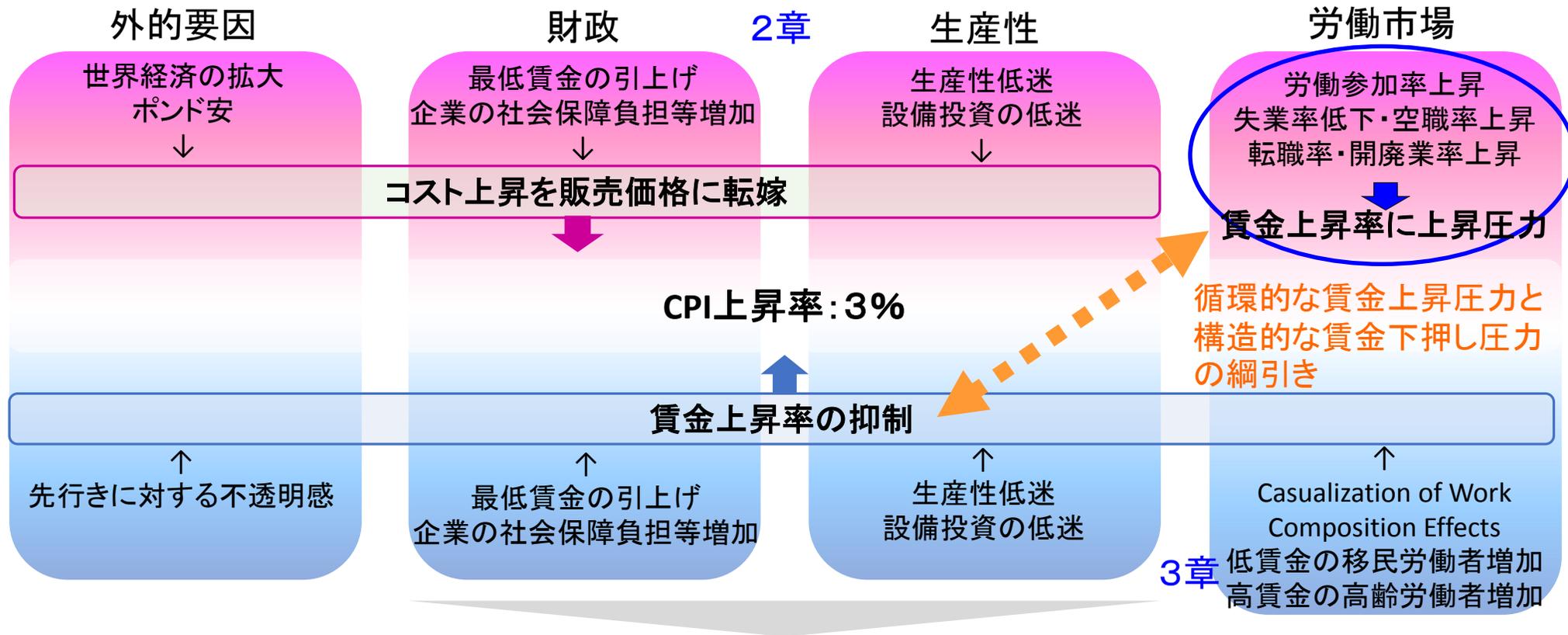
2017/12/14-15
EU首脳会議

2018/1月以降
第2段階の交渉開始
・将来の通商関係
・移行期間 等

2018/10月までに
交渉内容を確定
2019/3月正式離脱
～移行期間(2年?)

2. 物価

■ 物価を取り巻く環境(概観)



労働市場の指標と既存の経済指標との現在の連関を前提とすれば、**循環的に賃金の上昇**がもたらされ、先々インフレ圧力が一段と強まる可能性がある＝forward-lookingな利上げを正当化する。

しかし、**構造変化**等の影響から、賃金上昇率が高まらないとすれば、利上げによるインフレ抑制効果は限定的となり、消費・投資を想定以上に下押しするリスクがある。

2. 物価

■ CPI(概観)

資料: BOE, CEIC

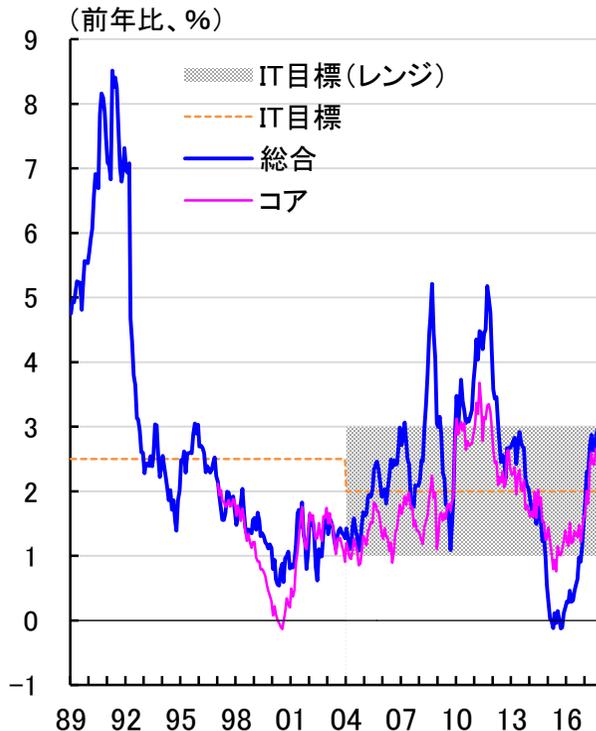
(注1)左図の直近は17年10月、中・右図は4Q(10月ラップ)。

(注2)コアは総合からエネルギー、食料品、アルコール飲料、タバコを除いたベース。

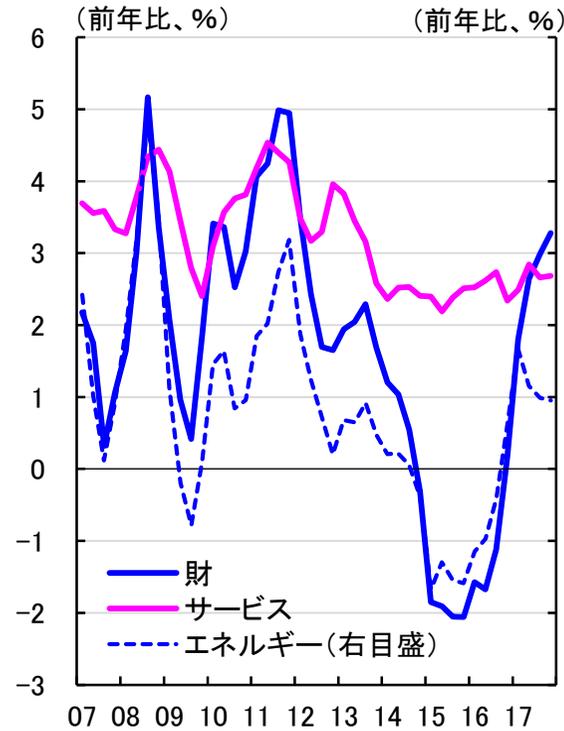
・CPIインフレ率は目標の中心値(前年比2%)を上回って推移しており、9月と10月は目標の上限(同3%)に達した。これは、BOEによる前回(8月)見通しよりも高いが、今回(11月)見通しは現在の上昇率がピークとみている。

・こうしたインフレの加速には、運輸用燃料価格の高止まりや電気ガス料金の上昇(17年春～夏値上げ)も寄与しているが、コアインフレ率も前年比+2.7%まで加速しており、背後では衣料品や家具・家財、レストラン・ホテルなど幅広い財・サービスで価格上昇がみられた。

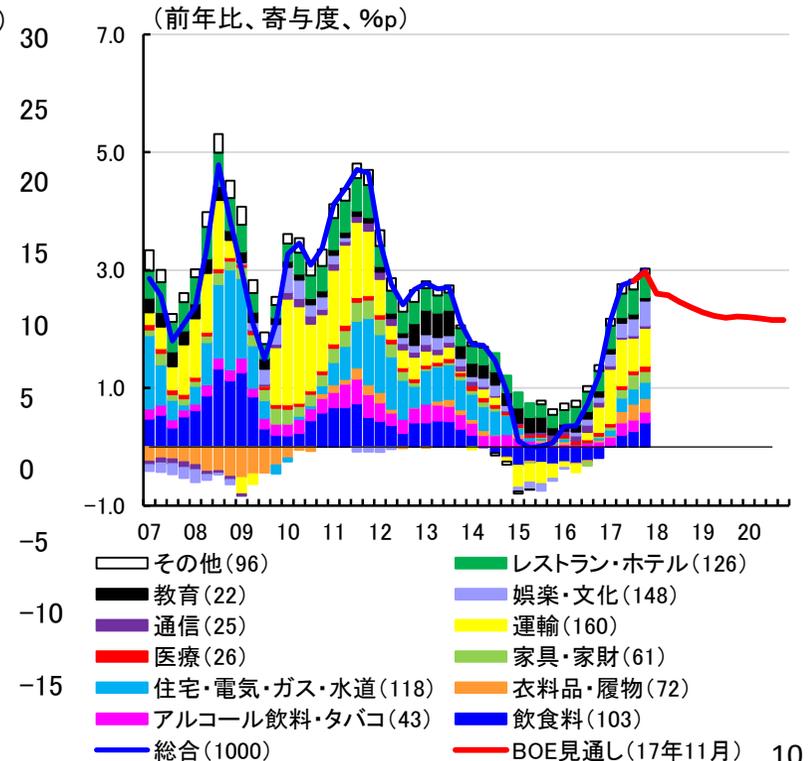
CPI総合とコア



財・サービス価格



CPI内訳詳細



2. 物価

■ 輸入物価

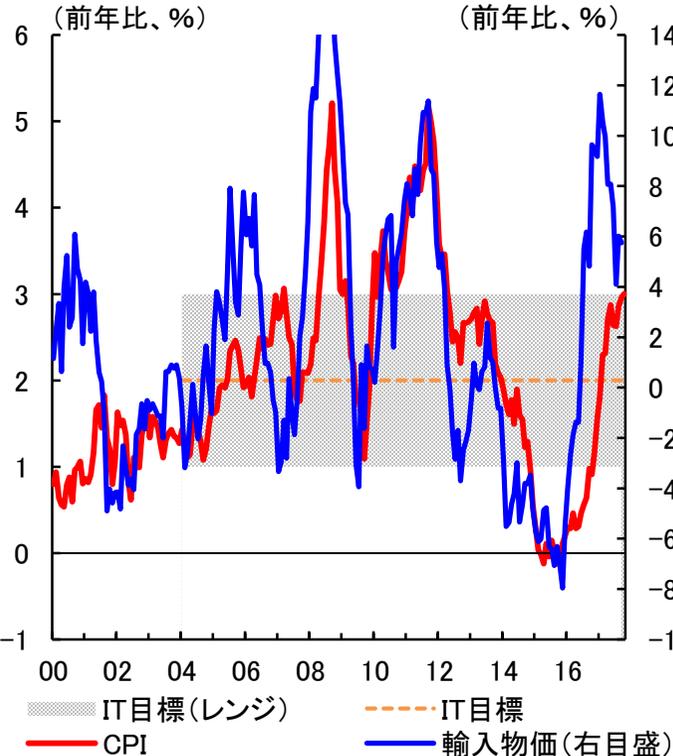
資料: BOE

(注)直近は輸入物価が17年9月、実質実効為替レートが17年10月、それ以外は11月。

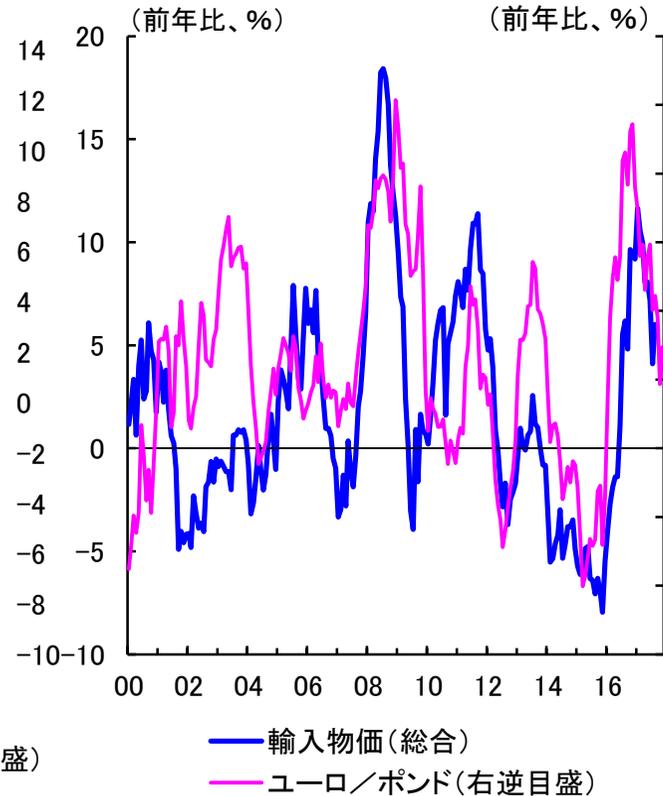
・2016年以降のCPIの上昇には、輸入物価の上昇が大きく寄与している。もっとも、足もとにかけて輸入物価の上昇率も鈍化しているため、CPIへの上押し圧力は低減していくとみられる。

－輸入物価の上昇率が鈍化したのはポンド安の一服による。もっとも、今後の離脱交渉次第では一段のポンド安のリスクもあるため、特に主要貿易相手である対ユーロの為替レートには引き続き注視する必要がある。

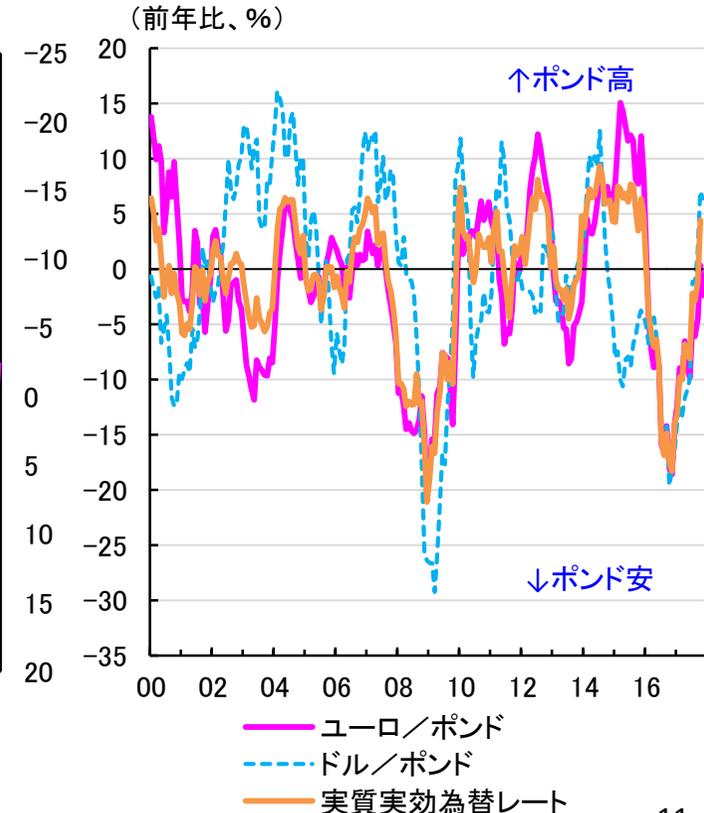
CPIと輸入物価(総合)



輸入物価(総合)と為替レート



為替レート



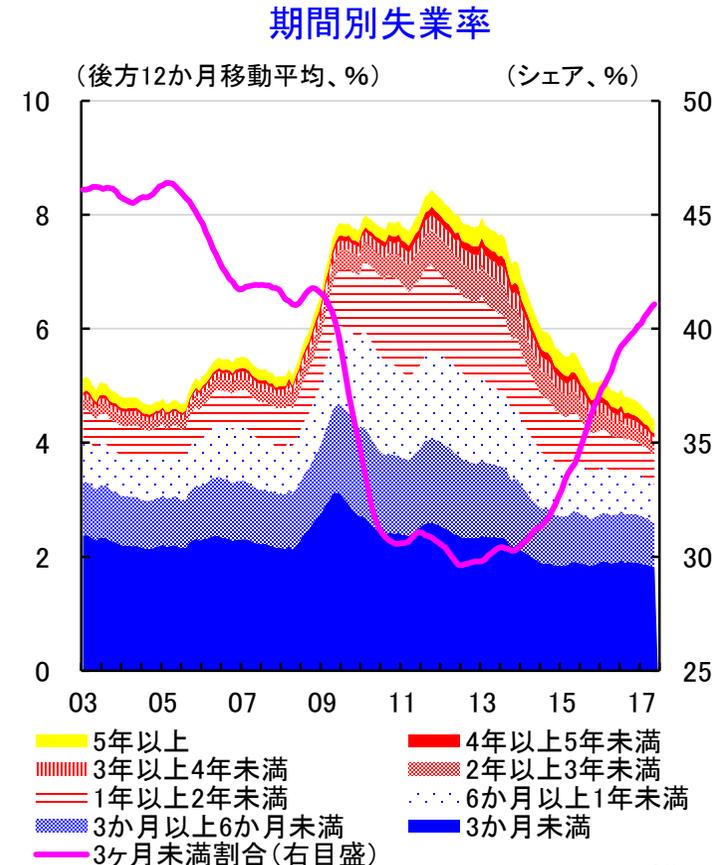
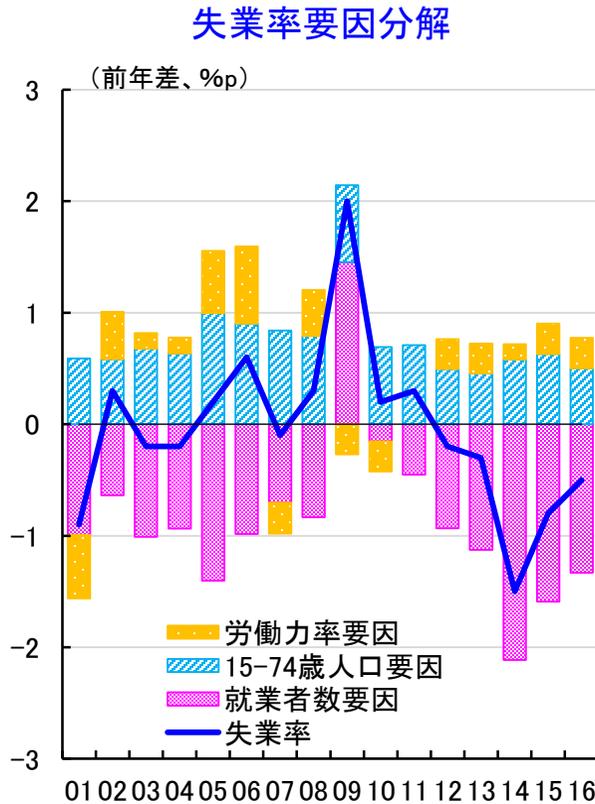
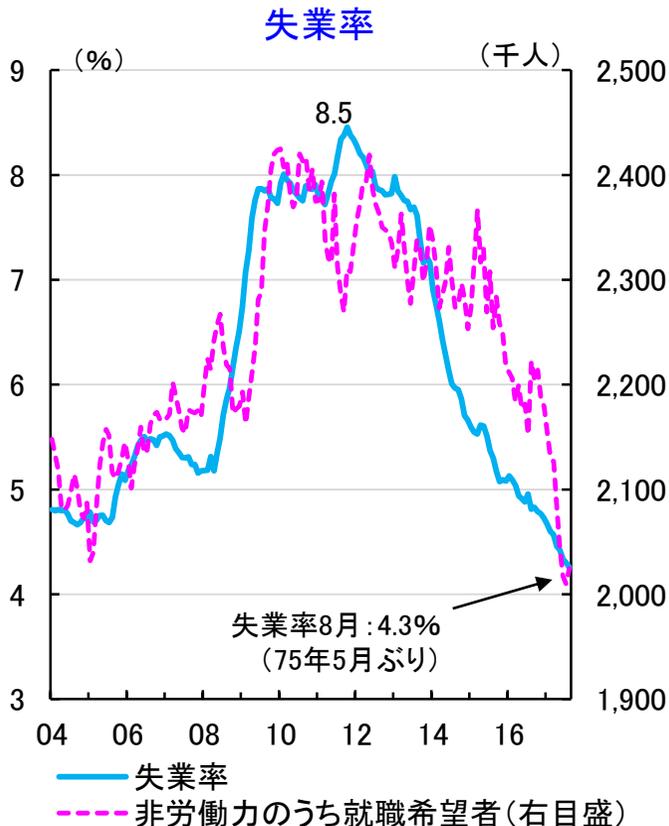
2. 物価

■ 失業率(概観)

資料: CEIC、ONS

(注) 左図の直近は17年8月(7-9月)、右図は5月(4-6月)。

・失業率は低下を続けており、6月以降3か月連続で4.3%と(2月時点に言及された)自然失業率4.5%を下回っている。その主因は就業者数の増加であり、「非労働力のうち就職希望者数」も大幅に低下していることからみても、労働市場でのスラック縮小しているが示唆される。この間、失業期間も短期化が進んでおり、3か月未満の失業者が全体の4割となっている。



2. 物価

(参考)参加率・就業者

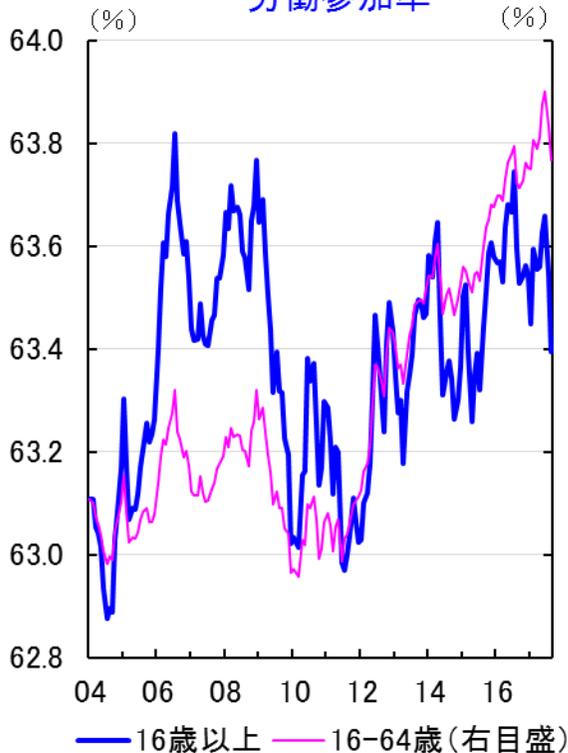
資料:CEIC

(注)直近は左図が17年8月、中図が2Q。

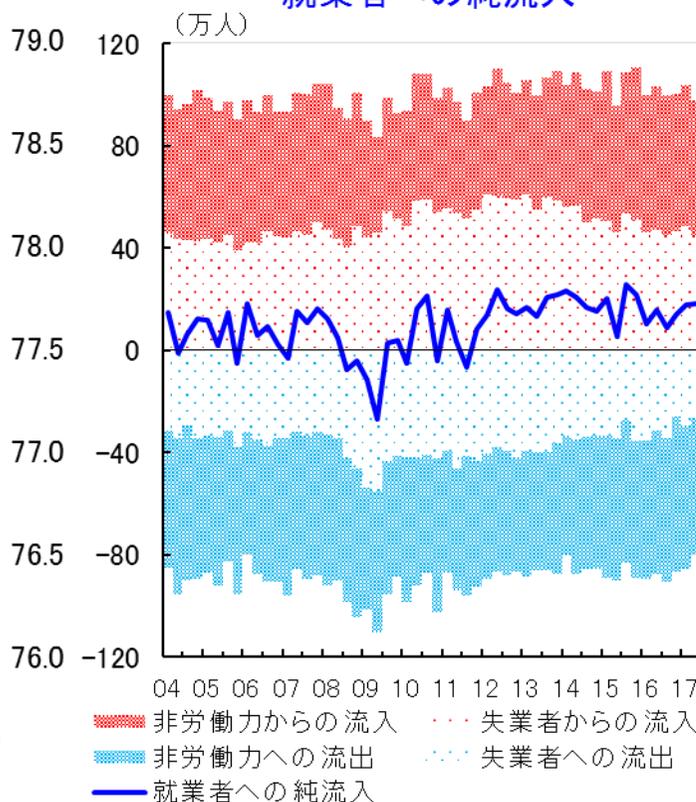
・労働参加率は上昇トレンドにあり、特に16-64歳では統計開始(1971年)以来の高水準で推移している。この間、就業者数は2012年から流入超が続いている。これらの背後では、非労働力から就業者への流入が増加していることに加え、特に失業者プールへの就業者の流出数が減少するといった変化が生じている。

ー就業者数の変化をWorkforce Jobsからみると、サービス業を中心としつつも、幅広い産業で増加している。

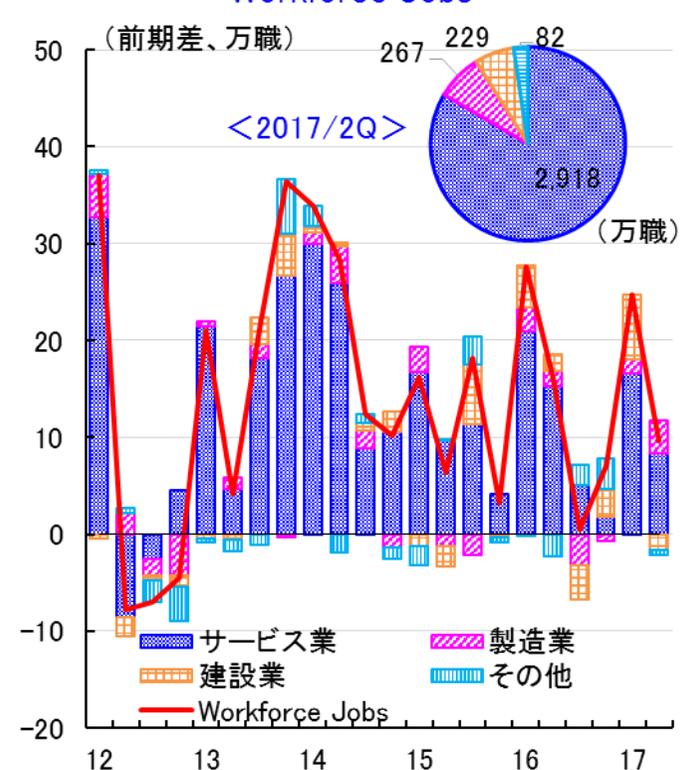
労働参加率



就業者への純流入



Workforce Jobs



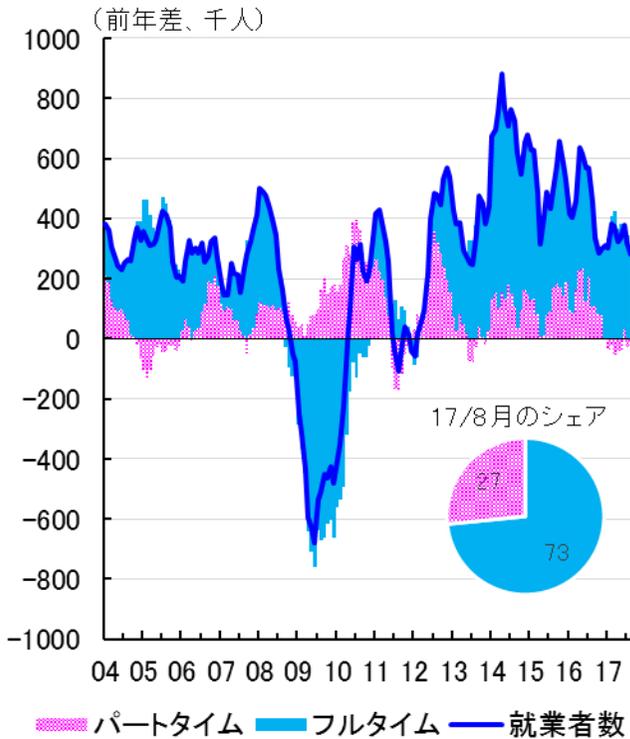
2. 物価

(参考) 就労形態

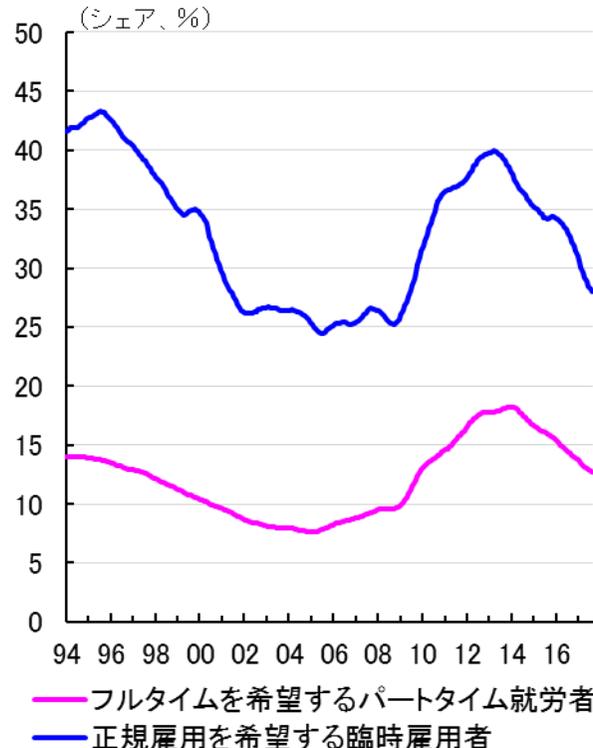
資料: CEIC
 (注) 直近は17年8月(7-9月)。

・このところの就業者数の増加はフルタイム就労者の増加による。また、パートタイム就労者や臨時雇用者のうち、フルタイムや正規雇用を希望する割合は低下を続けており、失業率以外からみても労働市場の Slack が縮小を続けている姿が浮かび上がる。なお、就業者の週間労働時間は、振れを伴いつつ、既往最長で高止まっている。

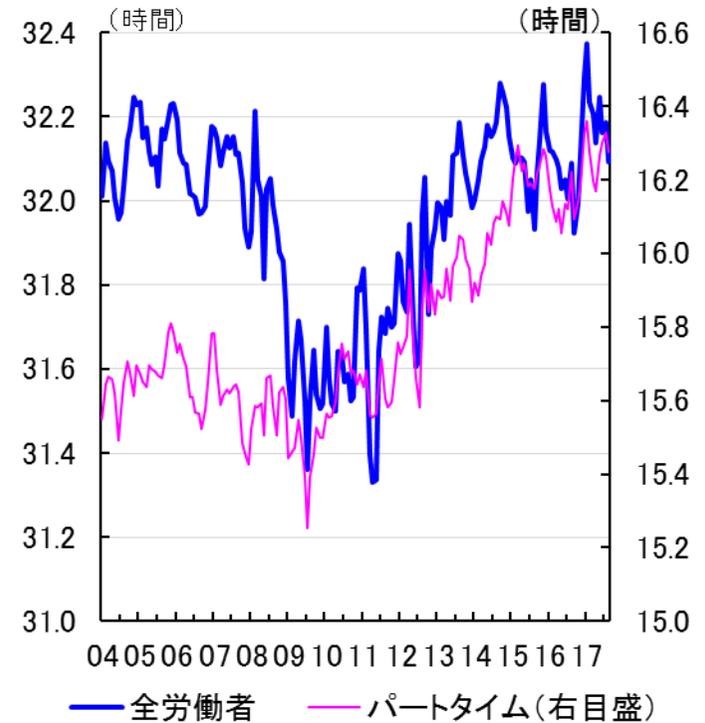
就労形態



労働市場の Slack



週間労働時間



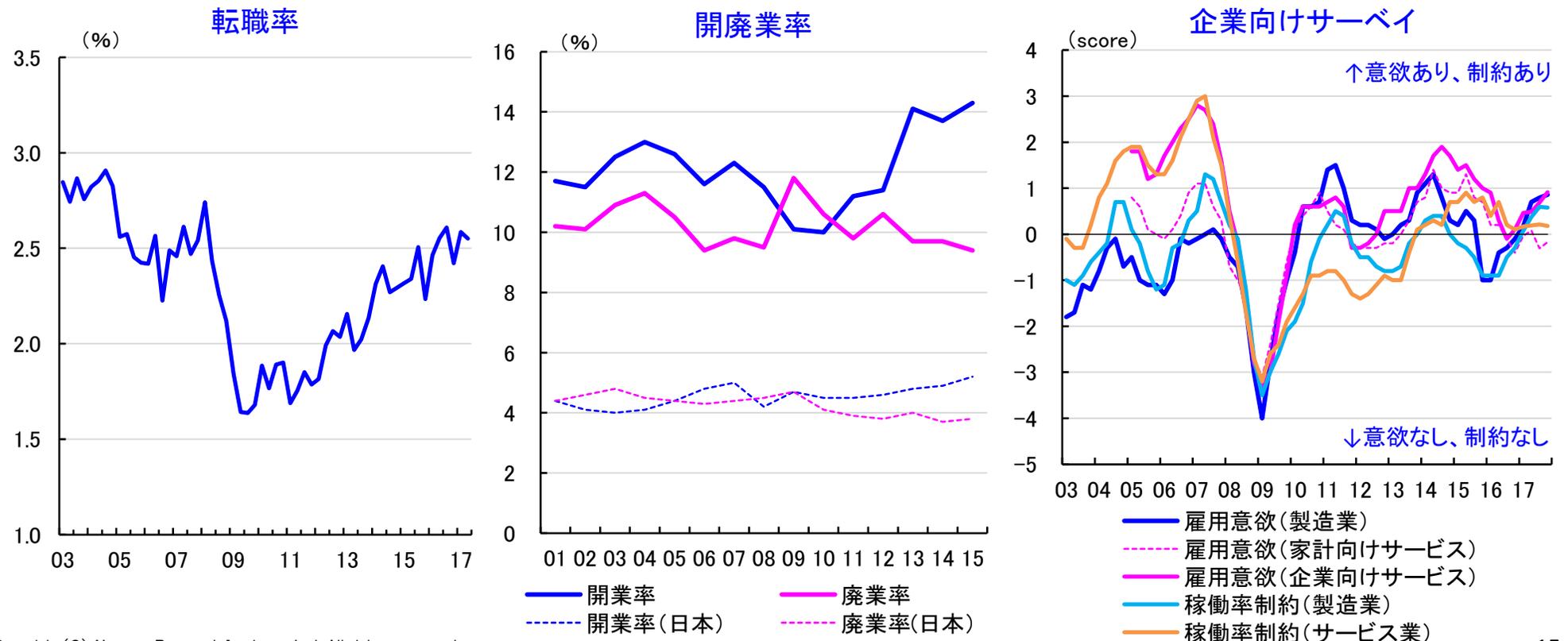
2. 物価

(参考) 転職・開廃業

資料: ONS、BOE、経済産業省
 (注) 直近は左図は17年2Q、右図は4Q(10月)。

・転職率は危機前の水準を概ね回復し、労働市場の流動性を示唆している。開業率も、労働市場の改善が始まった2010年以降に上昇しており、労働の新陳代謝が活性化している様子が伺われる。産業別には専門サービスやビジネスサービス、建設業、情報通信等での開業が多い。

・稼働率が緩やかながら逼迫に転じていることもあり、企業の雇用インセンティブは製造業や企業向けサービス業向けを中心に再びポジティブとなっている。



2. 物価

(参考) 空職率・最低賃金

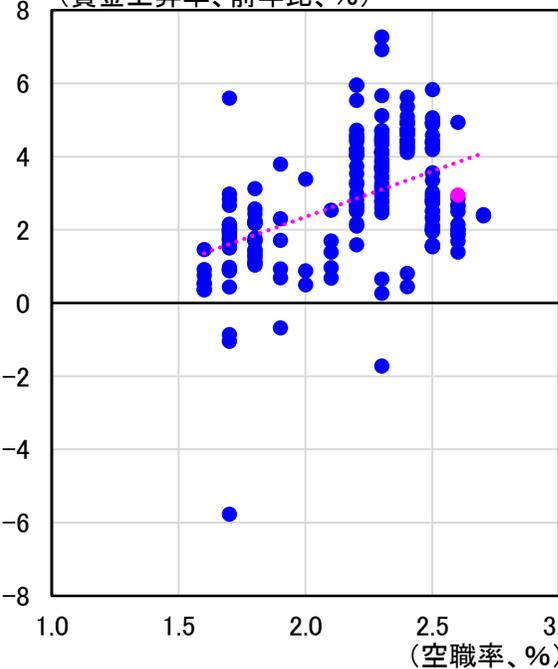
資料: CEIC, ONS, OBR

(注) 左図は2001/5月~2017/9月。中国の直近は17/8月(7-9月)、右上図は18/2Q。

・空職率と賃金上昇率には通常の正の相関がみられる。空職率は幅広い産業で上昇しており、飲食・宿泊、健康・ヘルスケアでは既往ピークとなっている。なお、National Living Wage(最低賃金)は2022年までに9.1ポンドまで引き上げられる(25歳以上)。雇用者はコスト増加を主として収益や生産性向上により吸収するとしているが、少数ながら商品・サービス価格の引上げを指向する向きもあり、インフレ圧力となりうる面もある。

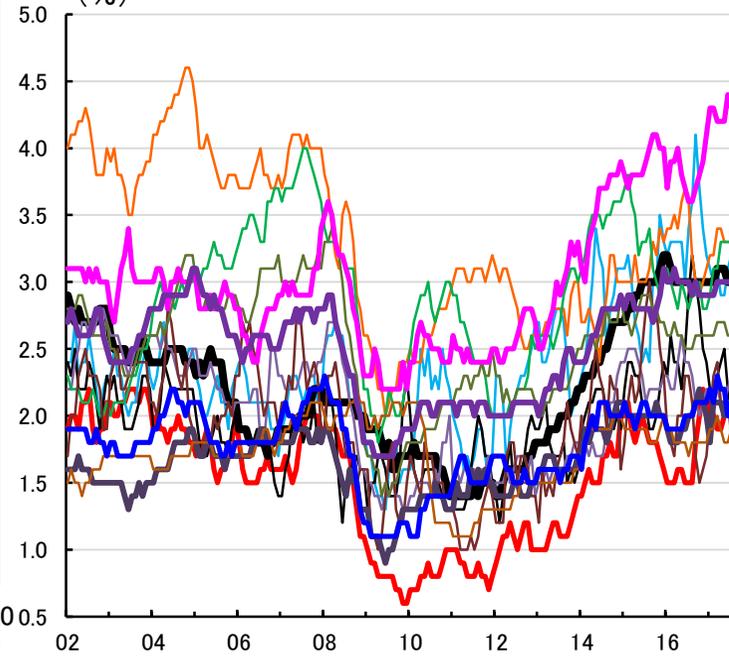
空職率と賃金上昇率

(賃金上昇率、前年比、%)



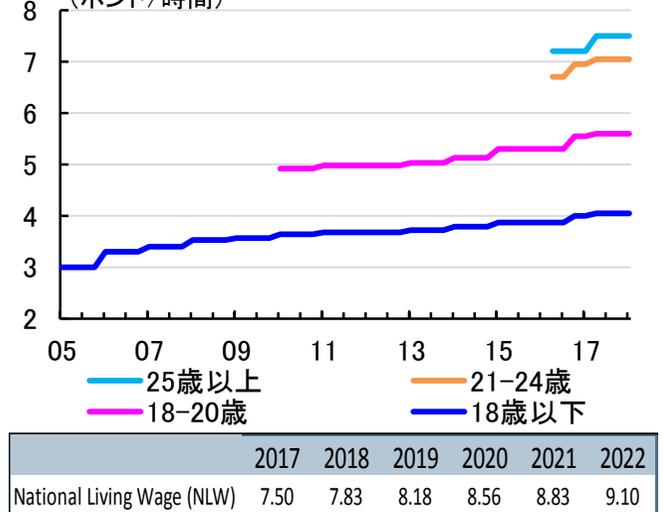
空職率

(%)

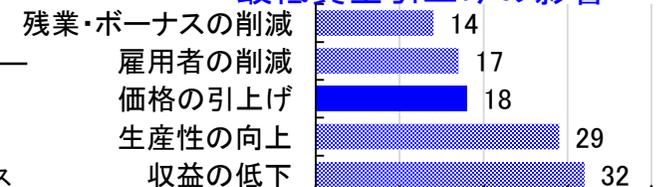


最低賃金

(ポンド/時間)



最低賃金引上げの影響



(シェア、%、n=404)

2. 物価

■ 賃金上昇率(概観)

資料:CEIC

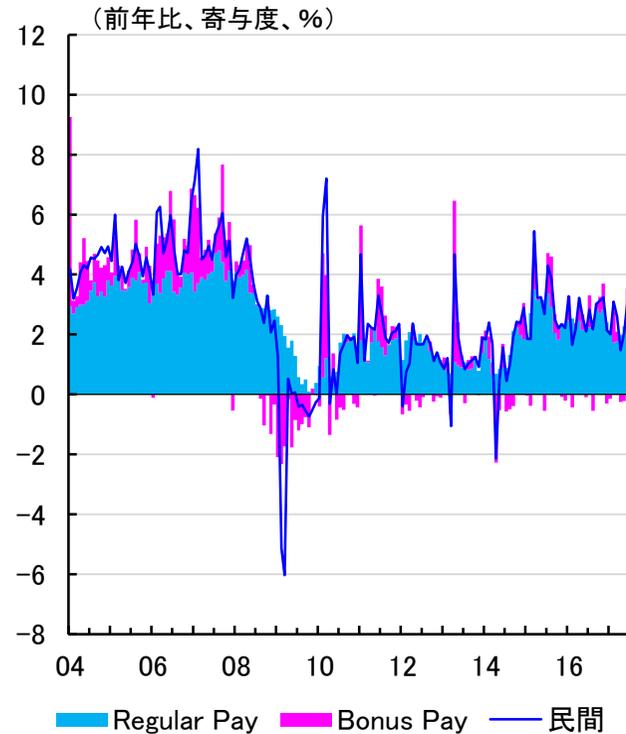
(注)直近は17年8月(7-9月)。

・名目賃金上昇率は、民間部門の上昇率低下に伴い、足もとで2%前後まで減速している。内訳をみると、Regular Payの上昇率が力強さを欠く中、Bonusもほぼ前年比横ばいとなっている。また、産業別には、2016年中は好調な個人消費・住宅投資を背景に建設や流通で上昇が顕著であったが、2017年入り後は幅広い産業で上昇率が2%前後に抑制されている。

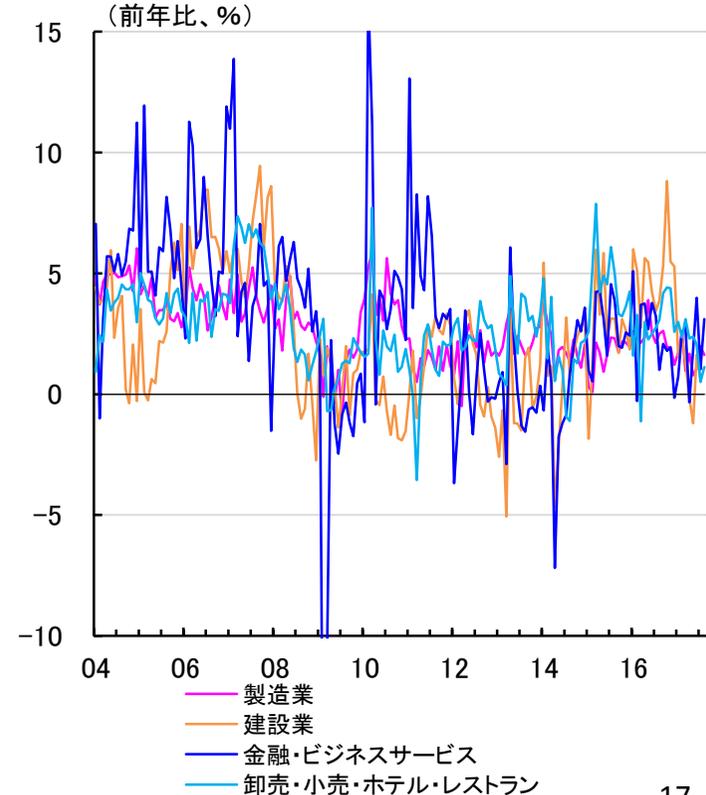
名目賃金



民間名目賃金



産業別名目賃金



2. 物価

(参考) 生産性

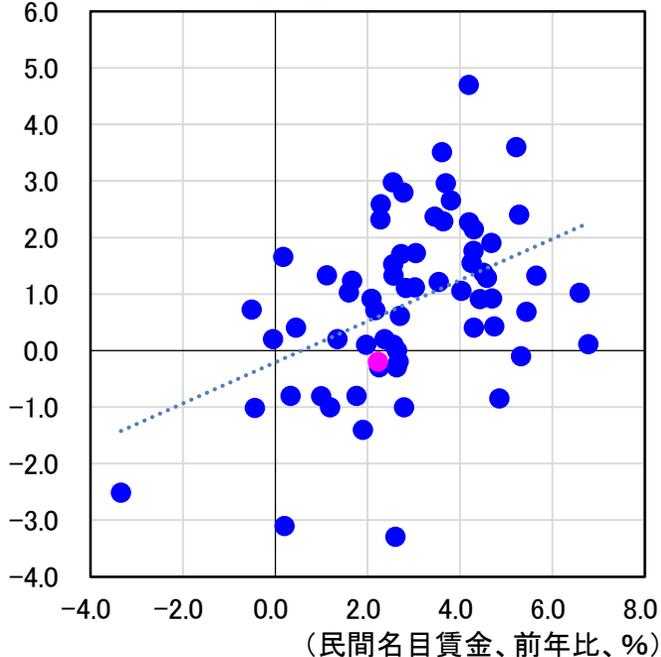
資料: CEIC、BOE(注1)左図は01/1Q~17/2Q。中図の直近は17/2Q、右図は3Q(BOE推計値)。
 (注2)右図の時間当たり資本ストックはOulton, N and Wallis, G (2015), 'Integrated estimates of capital stocks and services for the United Kingdom: 1950-2013', Centre for Economic Performance Discussion Paper No. 1342.に基づいてBOEが算出。その他は残渣(TFP等)。

・名目賃金の上昇率鈍化は、生産性(時間当たり産出量)伸び率の低迷と整合的である。実際、足もとでは生産性上昇率が0近傍での動きとなっている。産業別には、サービス業の一部で生産性の改善が確認できるものの、幅広い産業で横ばいとなっている。

・生産性伸び率の低迷は資本ストックの相対的な過少によると考えられる。だとすれば、TFPの改善も限られる中、離脱交渉の不透明性から設備投資が控えられているだけに、当面は生産性の大幅な改善は期待しにくい。

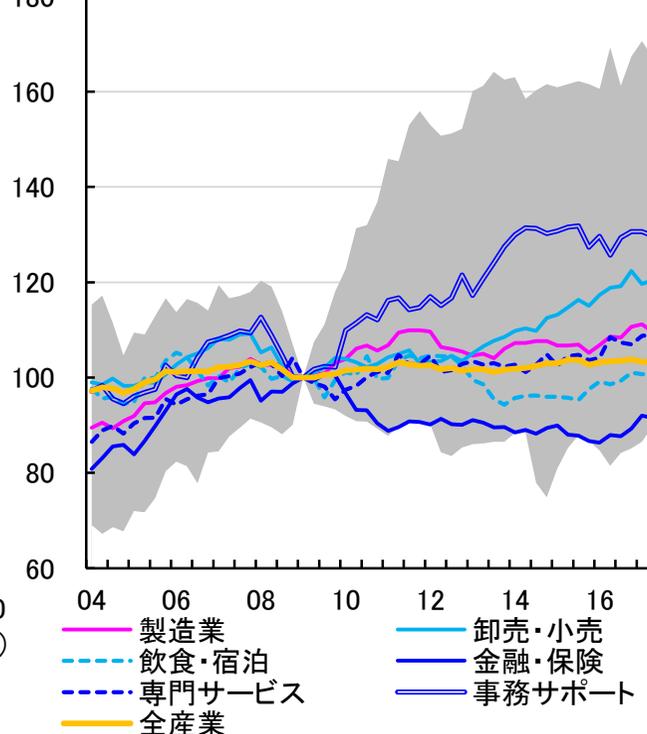
生産性と名目賃金

(時間当たり産出量、前年比、%)



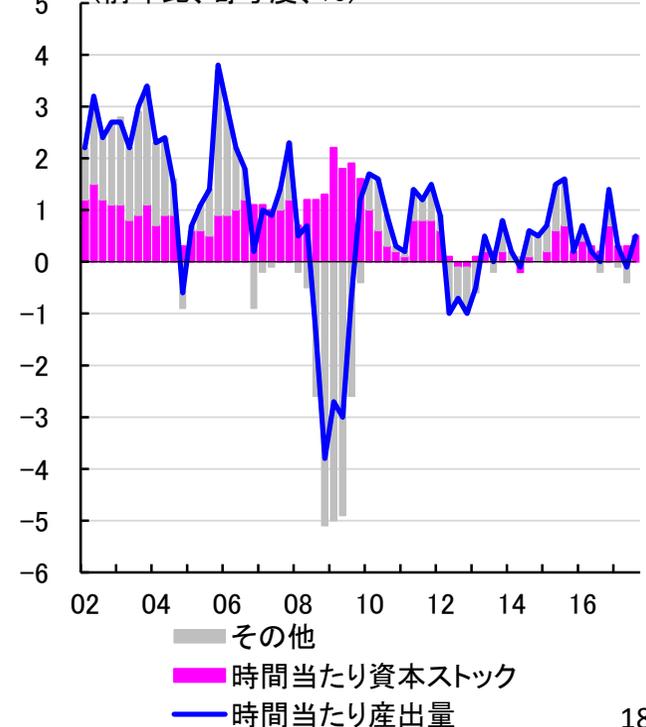
産業別生産性

(2009/1Q=100)



生産性

(前年比、寄与度、%)



(注1)左・中図の直近は17/2Q。右図の2017年の職数は3Qまでの平均。
 右図は2007年がSIC03、2017年はSIC07分類のため、セクター分類が異なる。
 (注2)中図の「その他」には年齢、性別、勤続年数、居住地、フルタイム/パートタイム、公的/民間セクターといった要因を含んでいる。

2. 物価

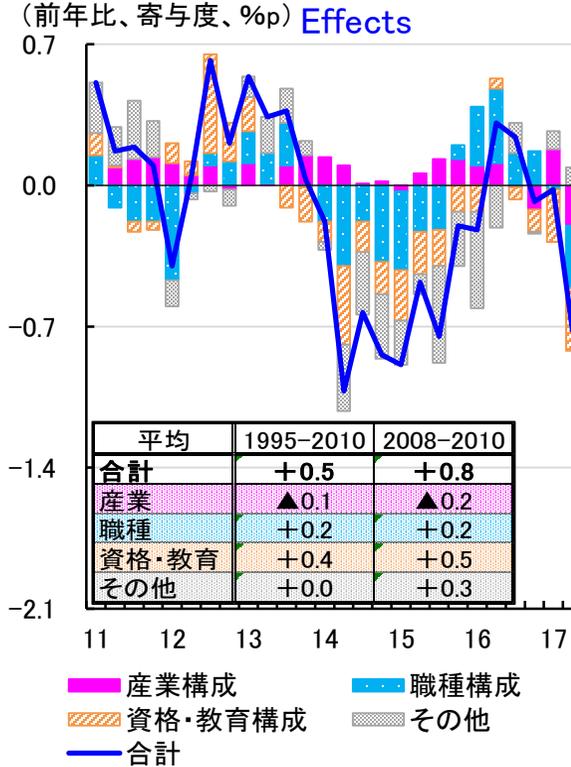
(参考)社会保障負担等

・企業にとっては先に見た最低賃金の引上げに加え、社会保険料・年金等の負担増も、名目賃金の上昇を抑制している可能性がある。また、低賃金職種での就業者数増加や、就業者の平均教育水準上昇を背景に高等教育の学歴プレミアが低下したことといった構造要因も、賃金上昇率を抑制していることが考えられる。

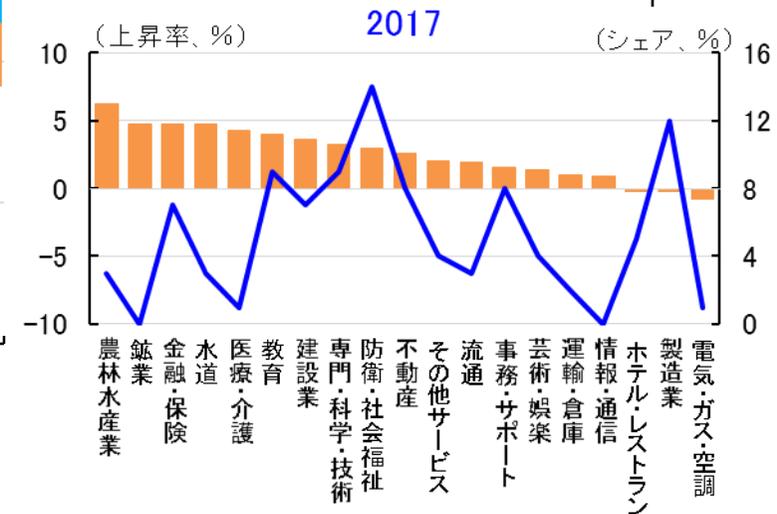
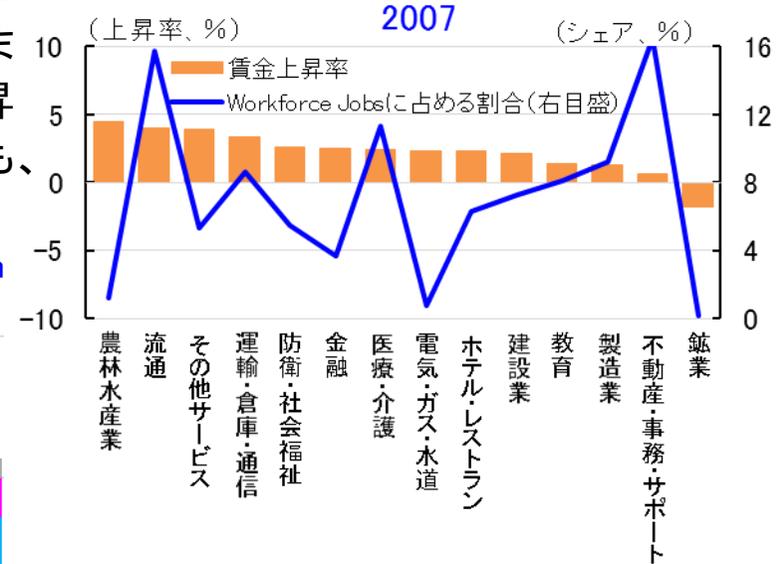
雇用者報酬



賃金上昇率へのComposition Effects



産業別賃金上昇率と職数

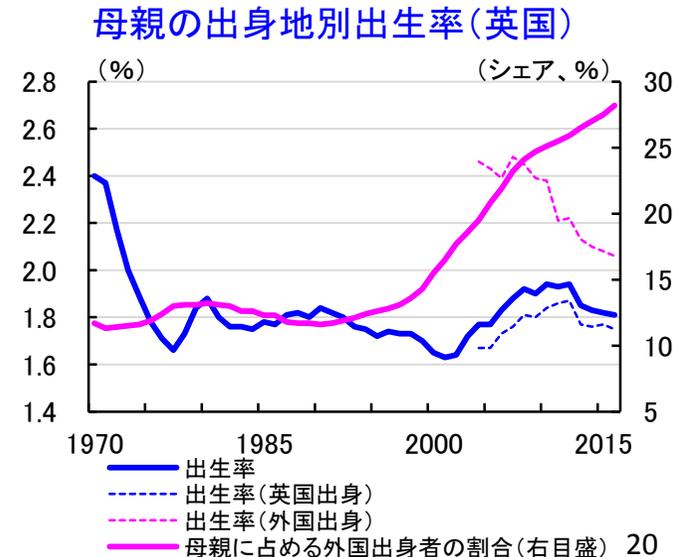
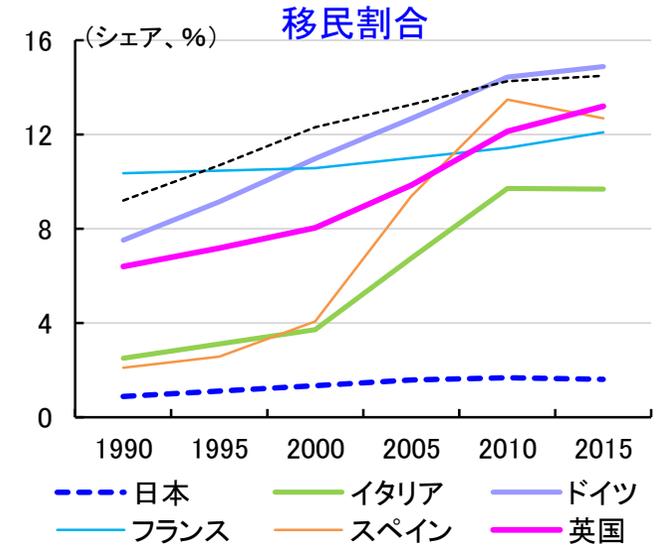
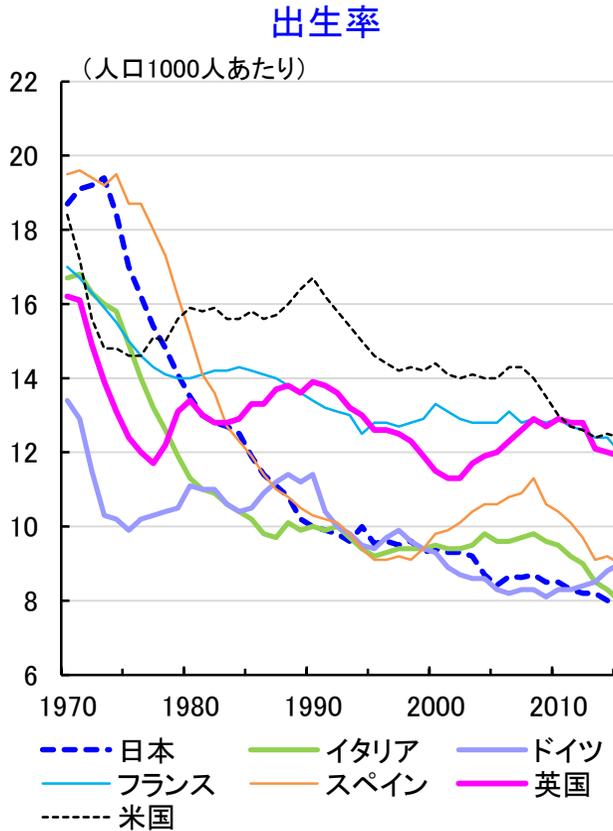
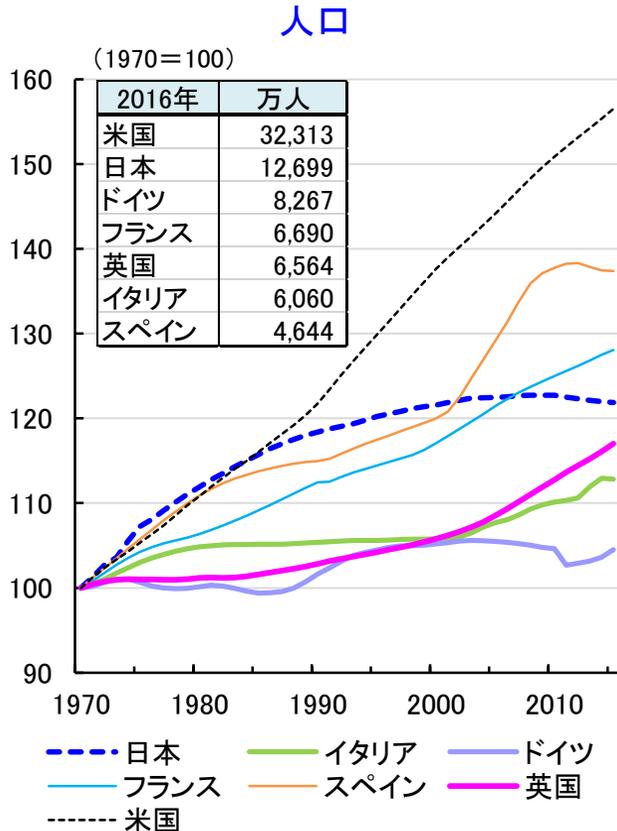


3. 人口動態と労働市場

■ 人口動態のトレンド①

資料: World Bank, Eurostat

・英国の人口は2000年以降に増加が加速している。好調な経済環境を背景に出生率が改善したことや、移民の純流入が続いた結果として出生率の高い外国籍の母親の割合が増加したことが寄与している。

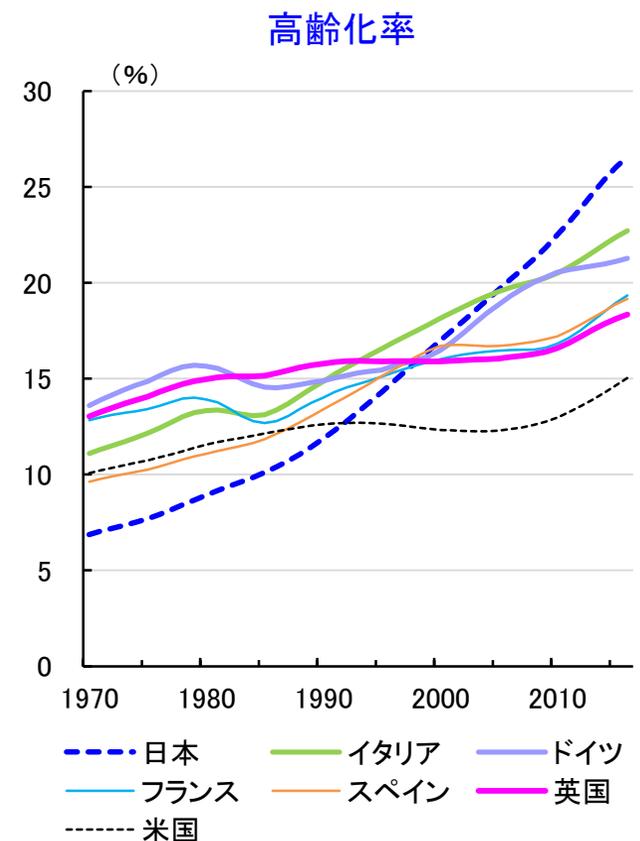
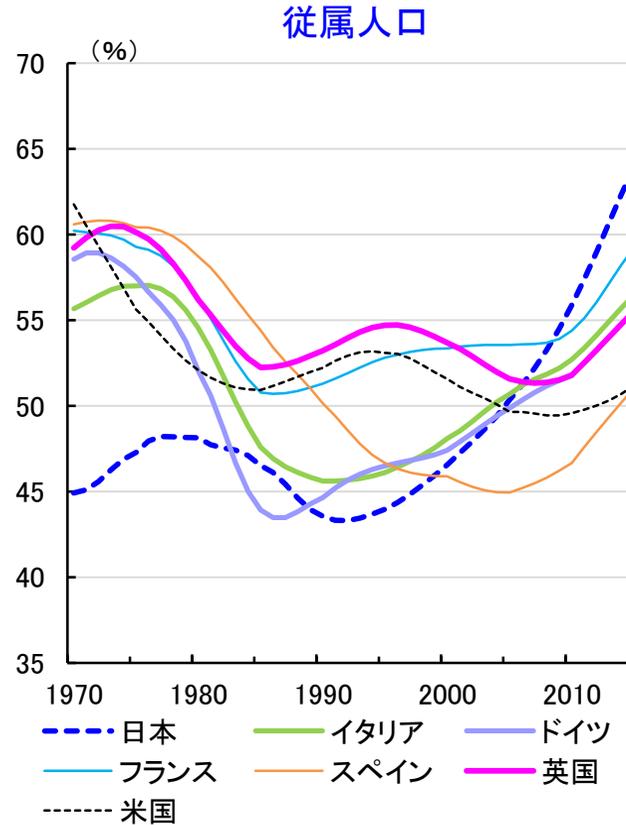
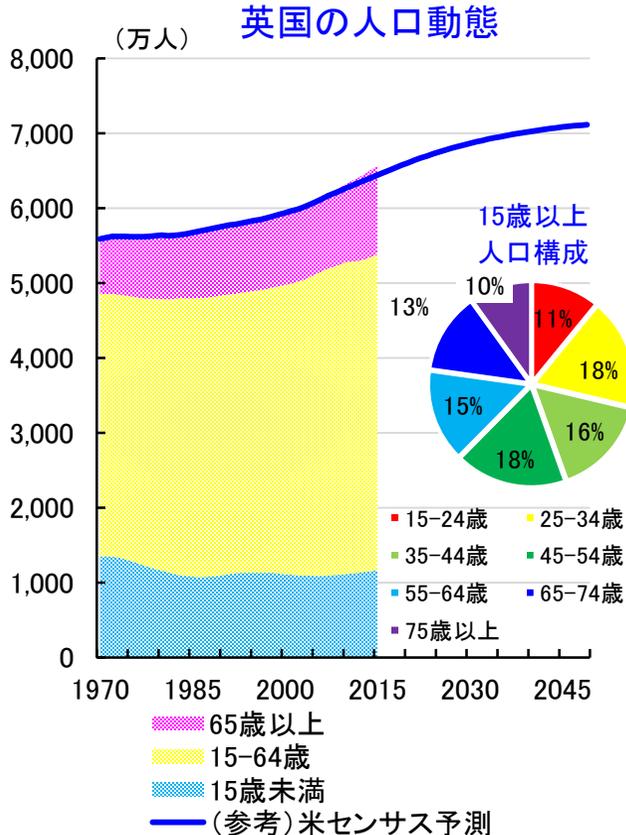


3. 人口動態と労働市場

■ 人口動態のトレンド②

資料: World Bank, FCA, Eurostat

・年齢別には15-64歳の増加が続いている。また、出生率の高さを背景に、他国対比少子化（15歳未満の減少ペース）は緩やかである（前頁参照）。これらの結果、従属人口割合は相対的に安定していた。もともと、足もとでは他国同様に徐々に高齢化が進行しており、従属人口割合も高まってきた。

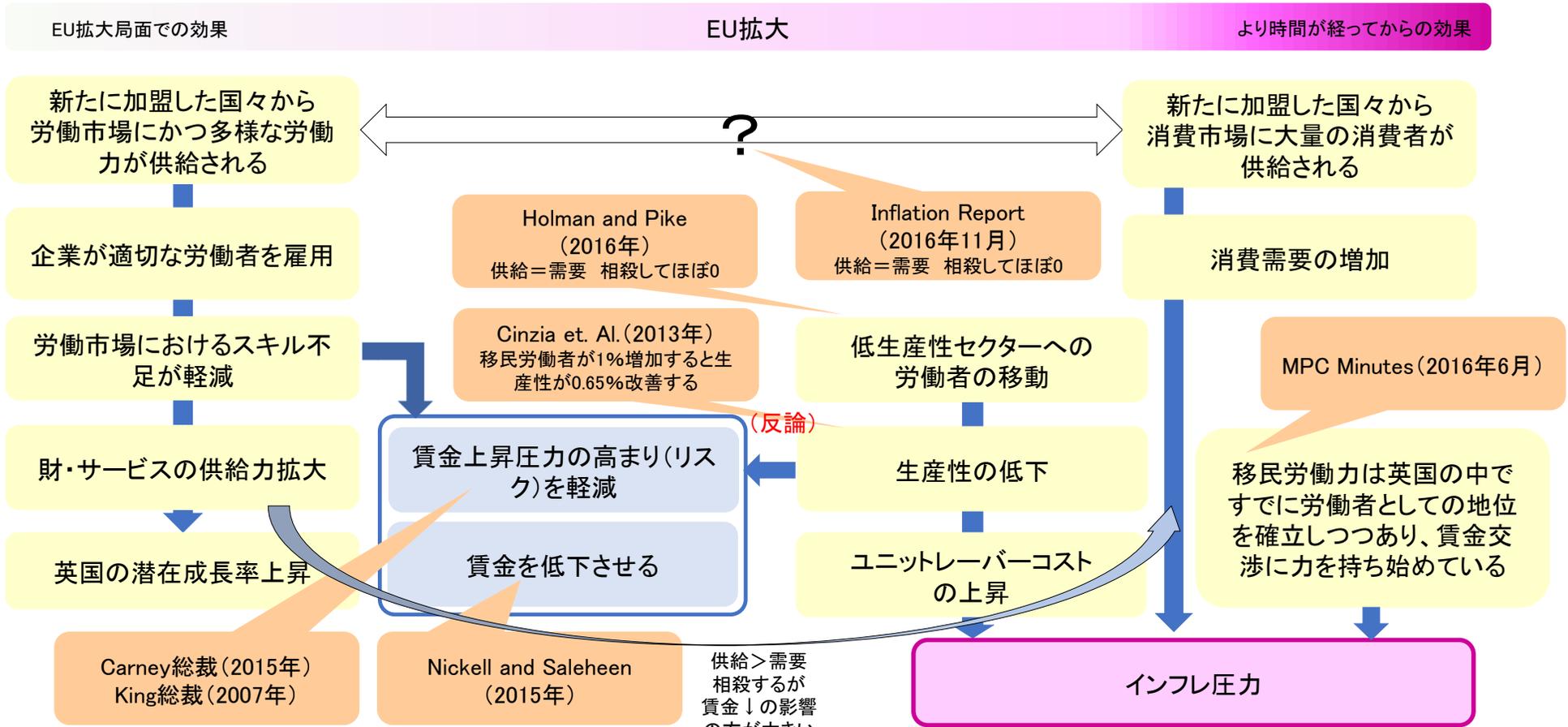


3. 人口動態と労働市場

■ 移民の影響(賃金や物価:概観)

移民が労働市場や物価に与えた影響について、BOE関係者は、2015年頃までは労働供給を通じて賃金上昇圧力の低下に貢献したと評価していた。しかし近年は、移民の労働力としてのプレゼンスの高まりや需要者としての性質を勘案すると、インフレを押し上げる圧力に変化しつつあるとの指摘もみられる。

人の移動の自由=移民の流入



3. 人口動態と労働市場

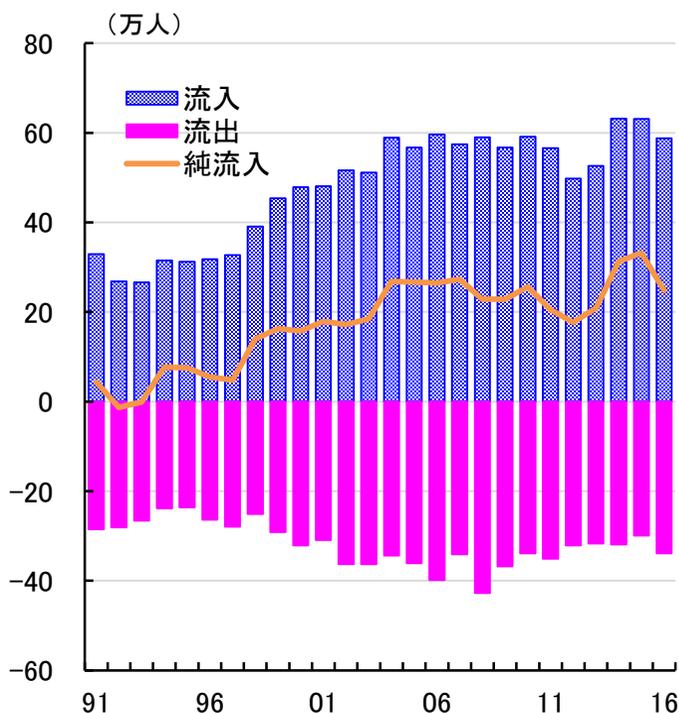
■ 移民の特徴①

・移民の全人口に対する割合は年々増加し、足もとで1割を超えている。移民流入は、過去にはEU拡大の局面で増加する傾向があったが、足もとでは増加ペースが鈍化しており、EU離脱に伴う市民権を巡る交渉の不透明感が影響を与えているとみられる。

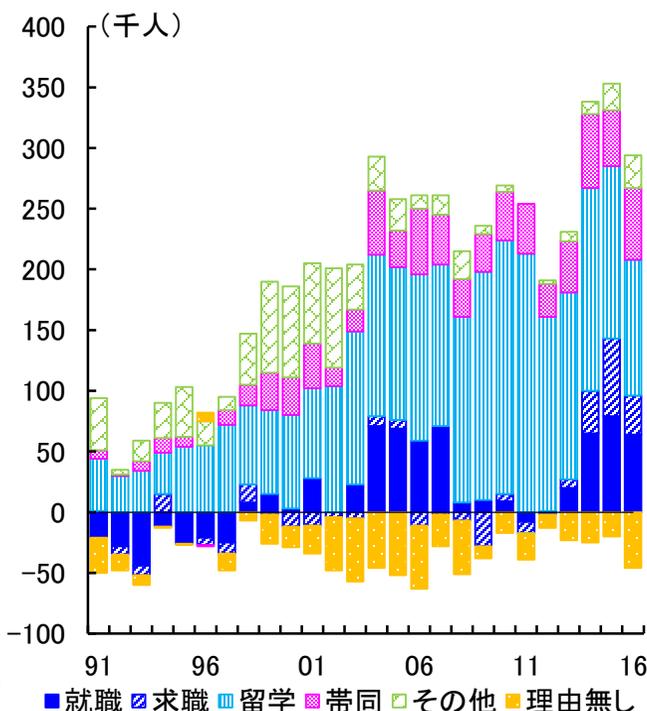
・出身地域別には特にEU新興国を中心に増加ペースが鈍化している。理由をみると、「特に理由無く」流出した移民が多く、求職を理由に流入した移民も増加が減速している。

(注1) EU14(元祖加盟国): オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、カナリア諸島、モナコ、バチカン、アイルランド
 EU8(2004年EU加盟): チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトヴィア、リトアニア、ポーランド、スロヴァキア、スロヴェニア
 EU2(2007年EU加盟): ブルガリア、ルーマニア
 (注2) 右図の直近は2017年3Q。

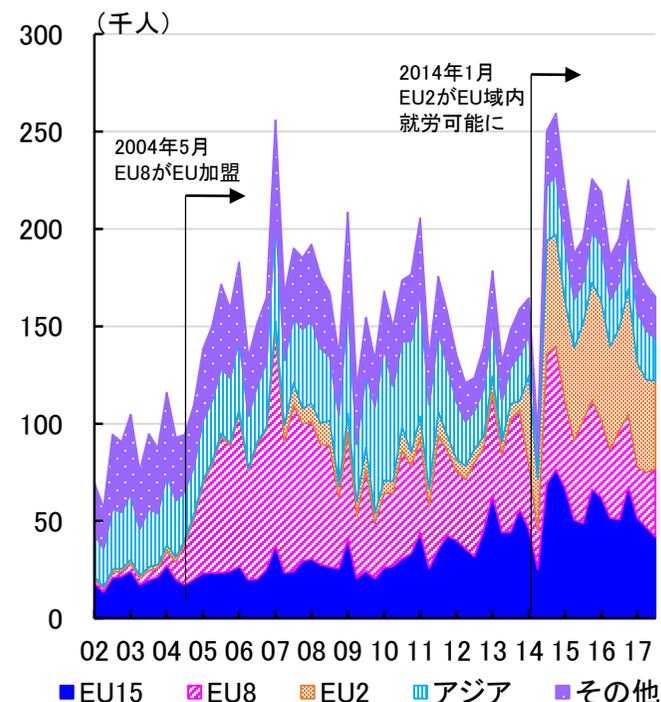
英国への移民流入・流出



英国への移民純流入・理由別



国民番号登録者数<出身地別>



資料:ONS

(注1)EU14(元祖加盟国):オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、カナリア諸島、モナコ、バチカン、アイルランド

EU8(2004年EU加盟):チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトヴィア、リトアニア、ポーランド、スロヴァキア、スロヴェニア

EU2(2007年EU加盟):ブルガリア、ルーマニア

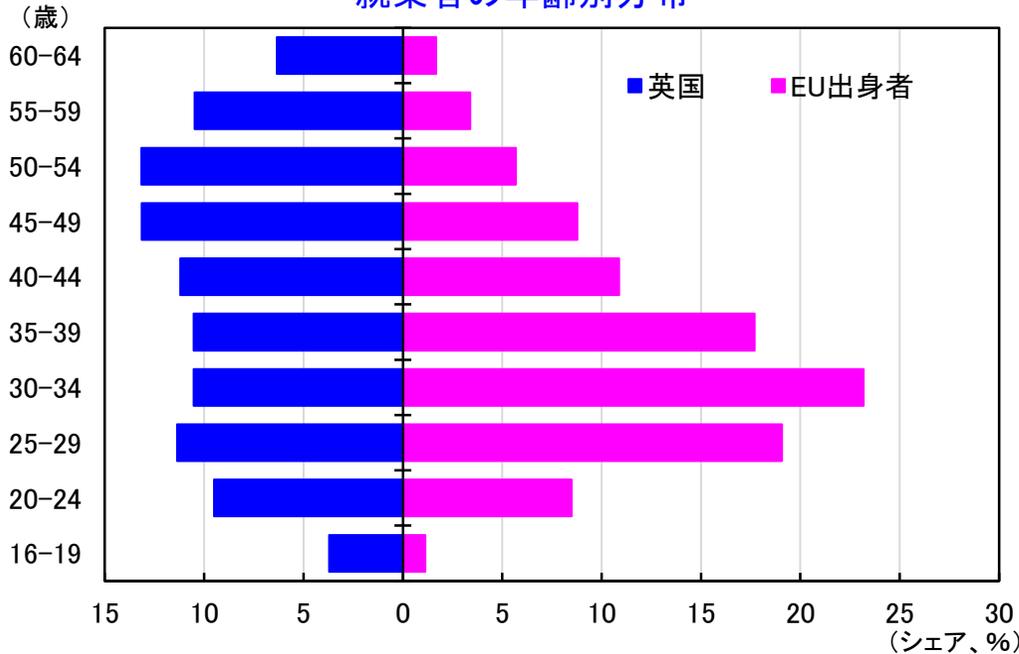
(注2)いずれも2016年。

3. 人口動態と労働市場

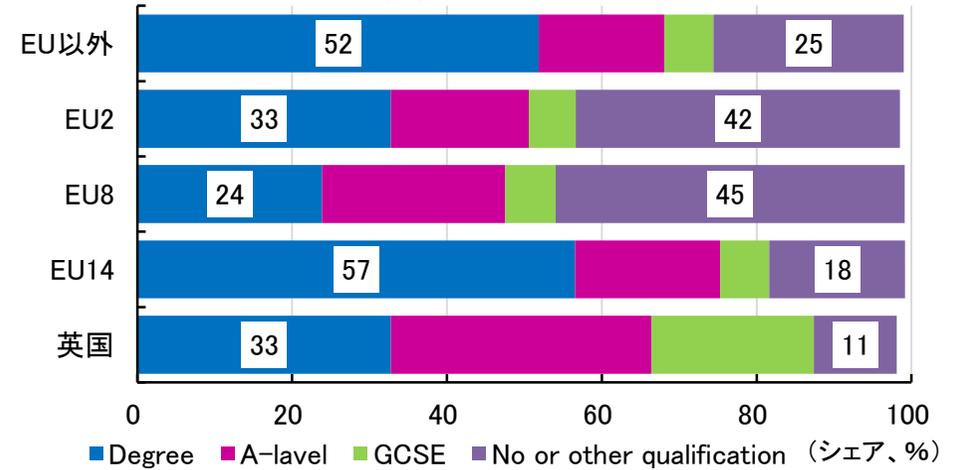
■ 移民の特徴②

・労働市場における出身地別の年齢分布をみると、EU出身者は25～39歳が圧倒的に多いことが分かる。また、出身国別に最終学歴をみると、高学歴の西欧、低学歴の中東欧という特徴が明らかであり、こうした背景の違いはスキルの違いを通じて就業セクターにも影響を与えている。

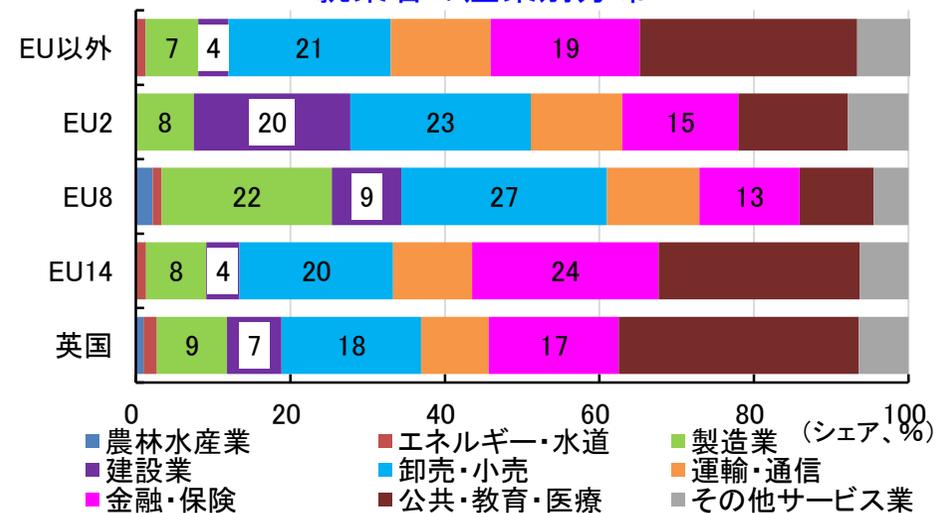
就業者の年齢別分布



最終学歴分布



就業者の産業別分布



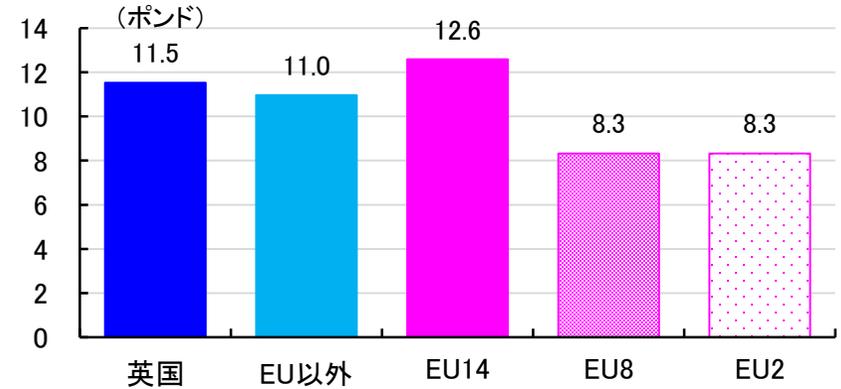
資料:ONS
 (注1)EU14(元祖加盟国):オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、カナリア諸島、モナコ、バチカン、アイルランド
 EU8(2004年EU加盟):チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトヴィア、リトアニア、ポーランド、スロヴァキア、スロヴェニア
 EU2(2007年EU加盟):ブルガリア、ルーマニア
 (注2)いずれも2016年。

3. 人口動態と労働市場

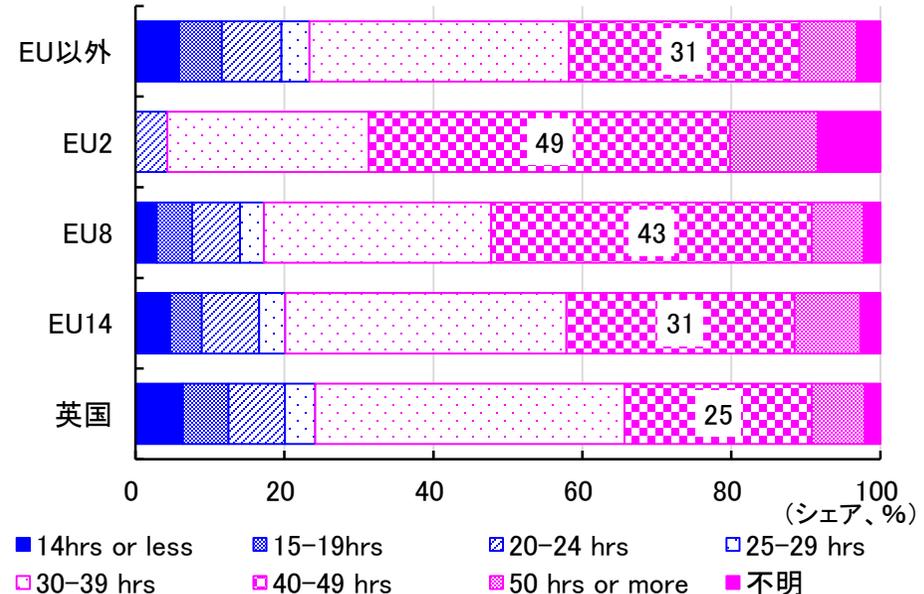
■ 移民の特徴③

- ・総じてみれば、移民要件の厳しさもあり、就業セクターにおける平均的な教育水準から測ったミスマッチは、EU出身者ではover educationとなっている。
- ・EU新興国の出身者は低学歴が多いこともあり、平均時給が低く、就労時間が長い。それでも、自国対比でみた賃金水準の高さや、勤労のモチベーションの高さ等から、英国での労働参加に積極的であると推測される。

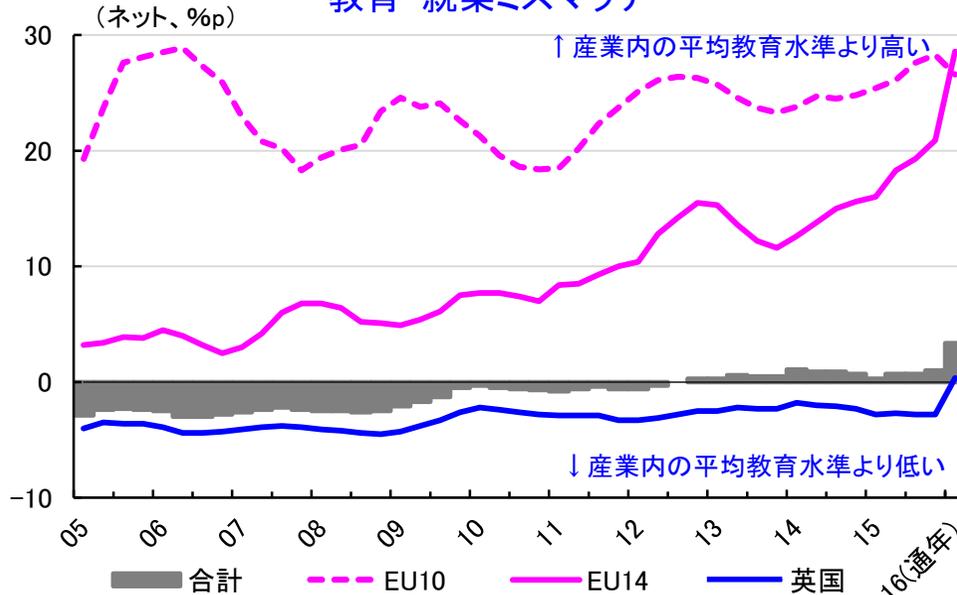
平均時給



就業時間分布



教育・就業ミスマッチ



3. 人口動態と労働市場

■ 高齢化の特徴(失業)①

資料: Eurostat

(注) 就業者要因: 就業者数の増加は失業率の低下に寄与。

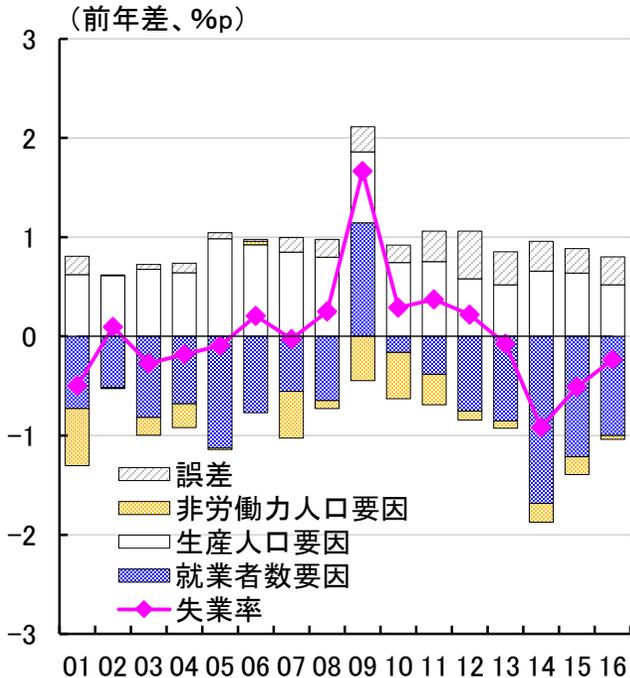
生産人口要因: 人口(15歳以上)の増加は失業率の上昇に寄与。

非労働力人口要因: 非労働力人口の増加は失業率の低下に寄与。

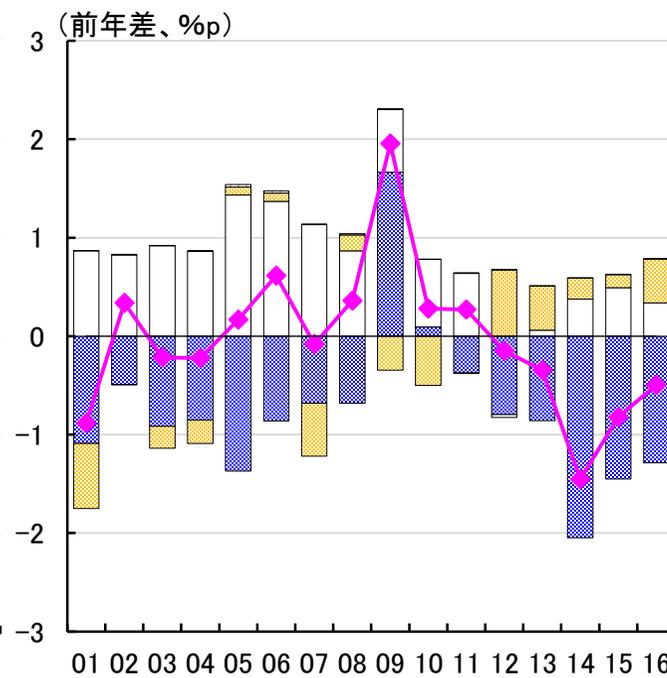
なお、計算上の残渣は誤差として表示。

- ・高齢化は労働供給の減少を通じて失業率を引き下げるため、フィリップスカーブが示唆する関係の下でインフレ圧力を生じうる。実際、英国では就業者数の増加が失業率低下の主因である中、人口増加率の鈍化が緩やかに生産人口要因の寄与を低下させていることや、非労働力人口の増加も失業率の押し下げに寄与している。
- ・もともと、近年では、非労働力人口要因の押し下げ寄与は縮小している。つまり、70歳以上の非労働力化は進行しているが、65-70歳の労働参加が上昇している。

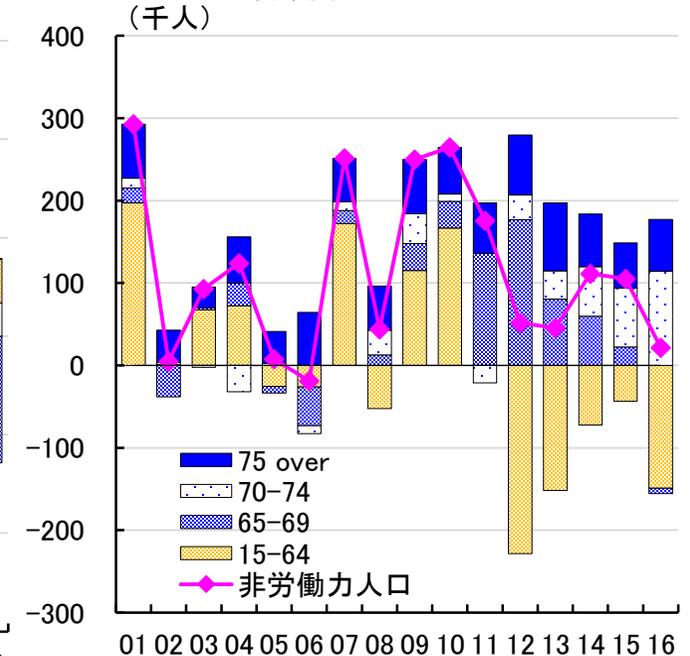
失業率(15歳以上)



(参考)失業率(15-64歳)



非労働力人口



3. 人口動態と労働市場

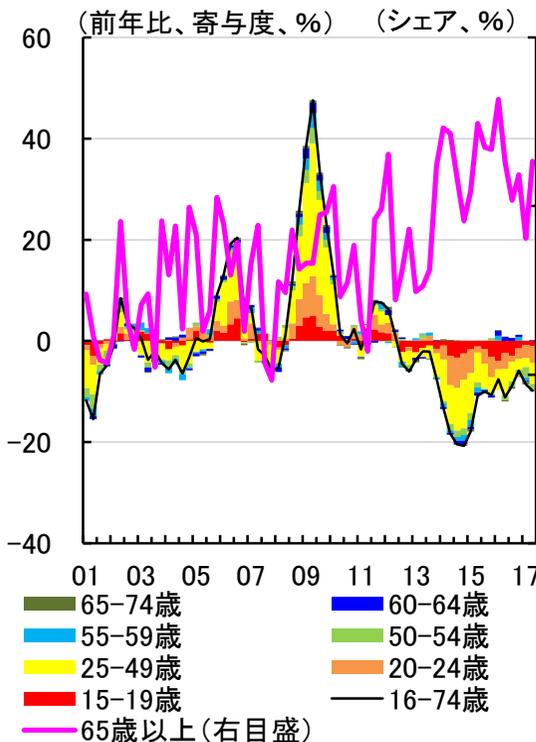
■ 高齢化の特徴(失業) ②

資料: Eurostat, ONS, OECD

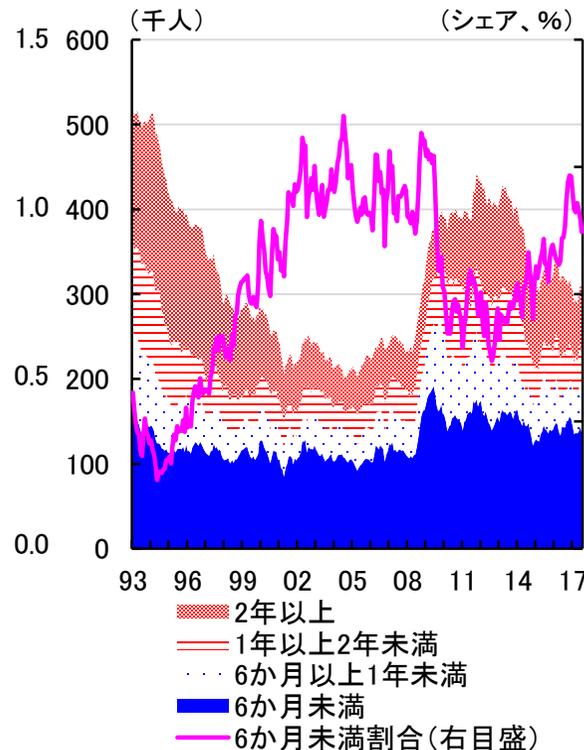
・2015年以降、55歳以上の失業者は小幅に増加しているが、主として6か月未満の失業者によるものであり、失業期間の短期化は高齢世代でも確認できる。また、失業者全体に占める高齢者の割合は、就業者に占める割合の増加(P33参照)に比べて小幅にとどまっている。

・正規雇用者の容易さからみると、英国は比較的解雇しやすい国とされる。したがって、高齢者が労働市場に留まることの背景には、労働者のインセンティブと企業側のインセンティブの双方が寄与しているとみられる。

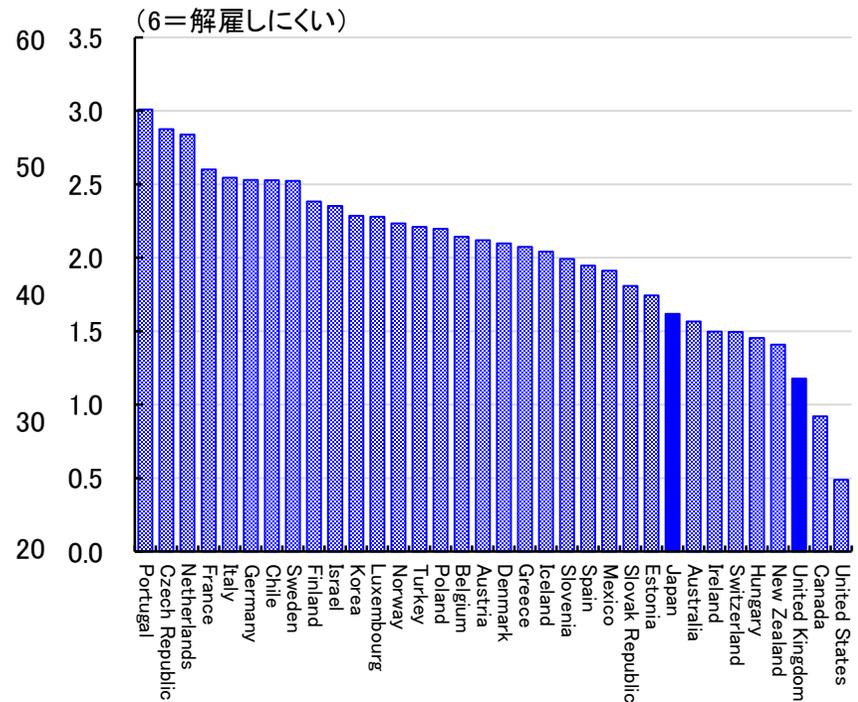
年齢別失業者数



50歳以上失業者



正規雇用者解雇に対する保護



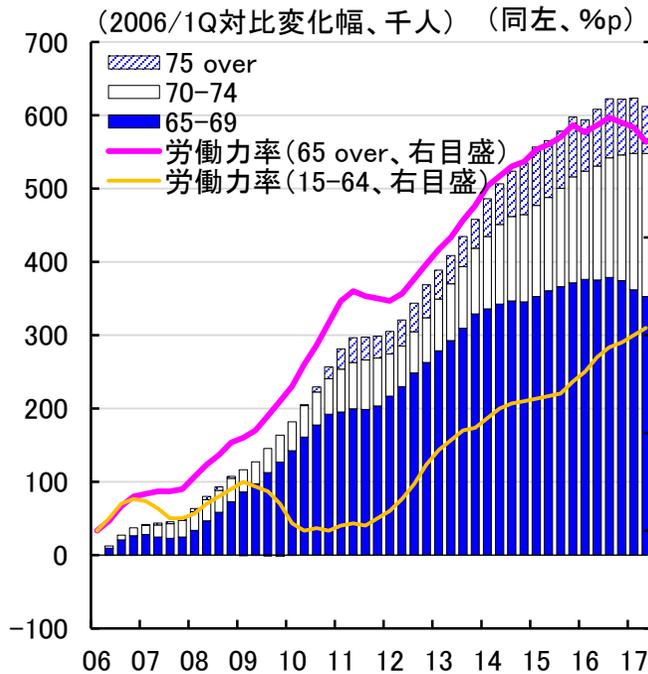
3. 人口動態と労働市場

■ 高齢化の特徴(参加率) ①

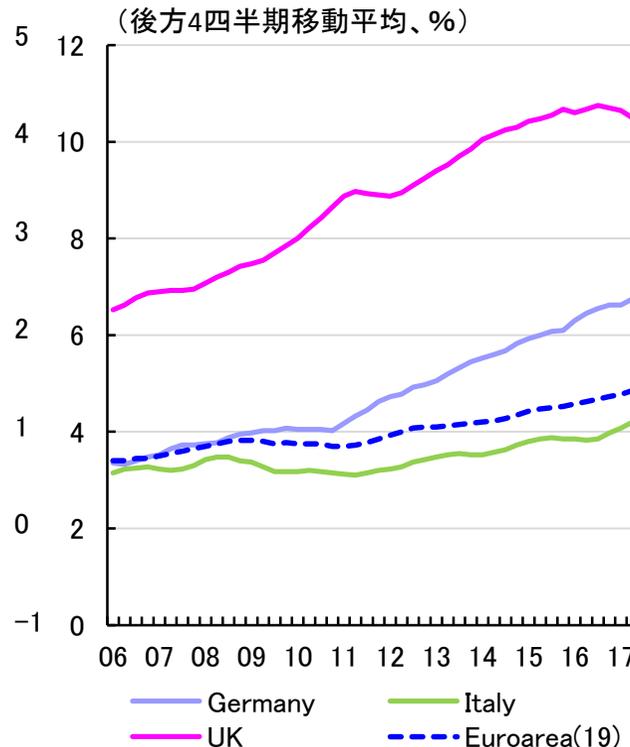
資料: Eurostat

- ・高齢者の労働参加率は、国際金融危機から昨年にかけてほぼ一貫して大きく上昇し、他国対比でも高い水準にある。年齢別には、65-69歳のゾーンで急激に上昇していることに加え、70-74歳のゾーンでも労働参加の積極化が確認できる。これらは、金融危機後の所得減少を補うための就労であったと考えられる。
- ・もっとも、足もとでは65-69歳の参加率が幾分低下しており、労働市場からの退出も同時に進んでいることが示唆される。

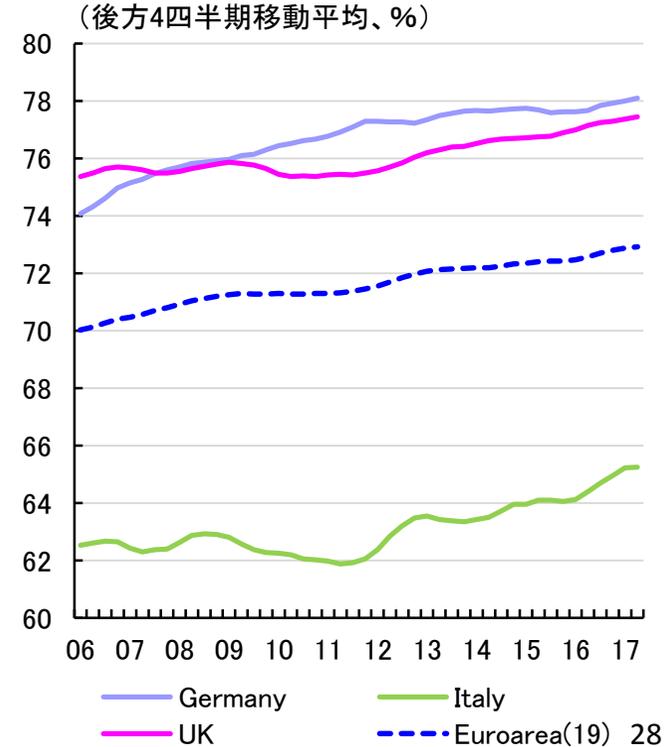
労働参加の変化



労働参加率(65歳以上)



労働参加率(15-64歳)



3. 人口動態と労働市場

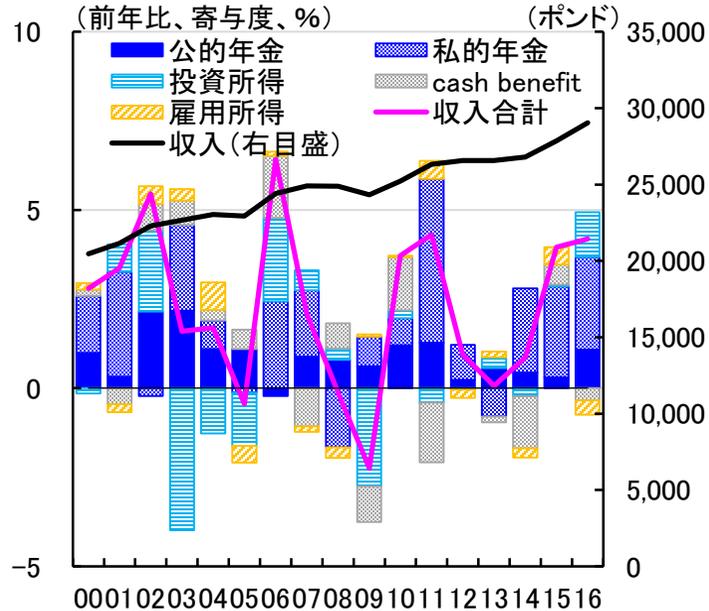
■ 高齢化の特徴(参加率) ②

資料:ONS、BOE

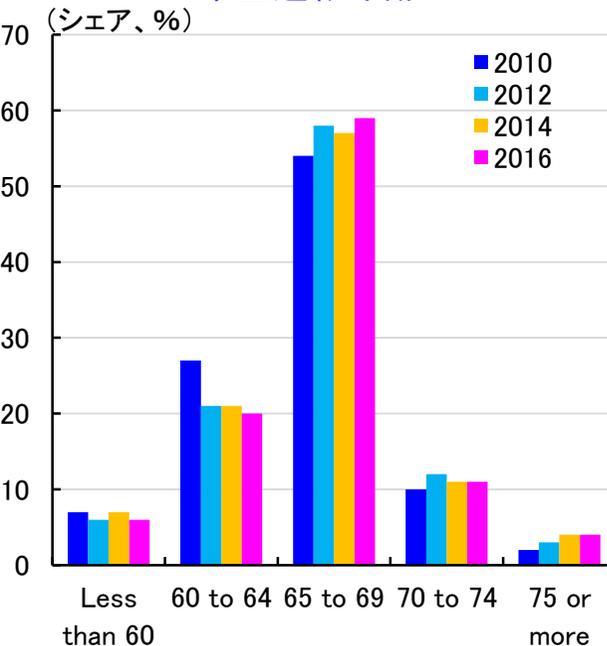
・退職後には投資収入が景気動向により振れることに加え、確定給付企業年金は企業業績悪化等により閉鎖が相次ぐなど制度的な問題点を抱える。また、徐々に増加している確定拠出年金は3/4が株式での運用で投資収入と連動しやすい。さらに、公的年金は最低生活費保障の意味合いが強いこともあり、退職者の収入は金融危機時には前年比マイナスとなる時期もあった。

・こうした所得環境もあり、労働者の希望退職年齢は65-69歳が約6割を占めるなど、徐々に長期化してきた。実際、高齢者の賃金は45-54歳の平均賃金をピークに、その後の減少が比較的小さい。こうした待遇面の特性も高齢者を労働市場にとどめているとみられる。

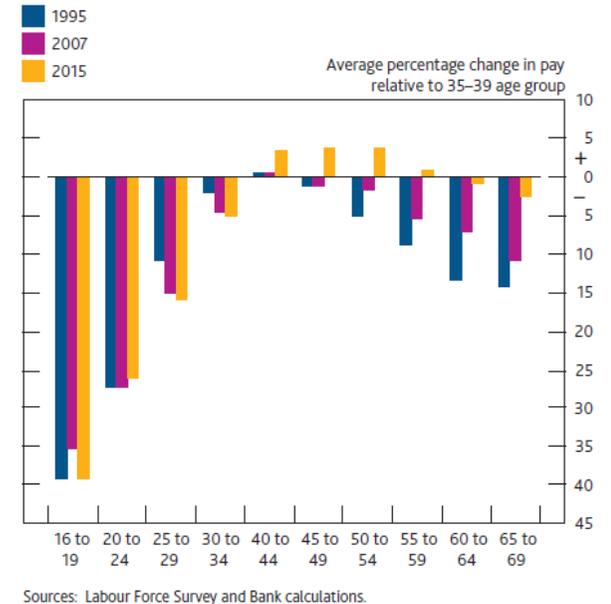
退職者の収入



希望退職年齢



年齢別賃金



3. 人口動態と労働市場

■ 高齢化の特徴(賃金) ①

資料: CEIC、ONS

(注)直近は左図が17/7月、それ以外が16/4Q。就業者=被雇用者+自営業者。

・高齢者の賃金水準が相対的に上昇する中で、就業者に占める高齢者の割合が増加すれば、高齢化は賃金水準を全体的に押し上げることになる。

・就業者に占める65歳以上の割合は2017年入り後に幾分低下しているが、基本的には増加の一途をたどってきた。特に、50歳以上は被雇用を中心に景気後退期にもほぼ減少せず、増加を続けている。ただし、65歳以上に限定すると自営業者比率が高いことも目立つ。

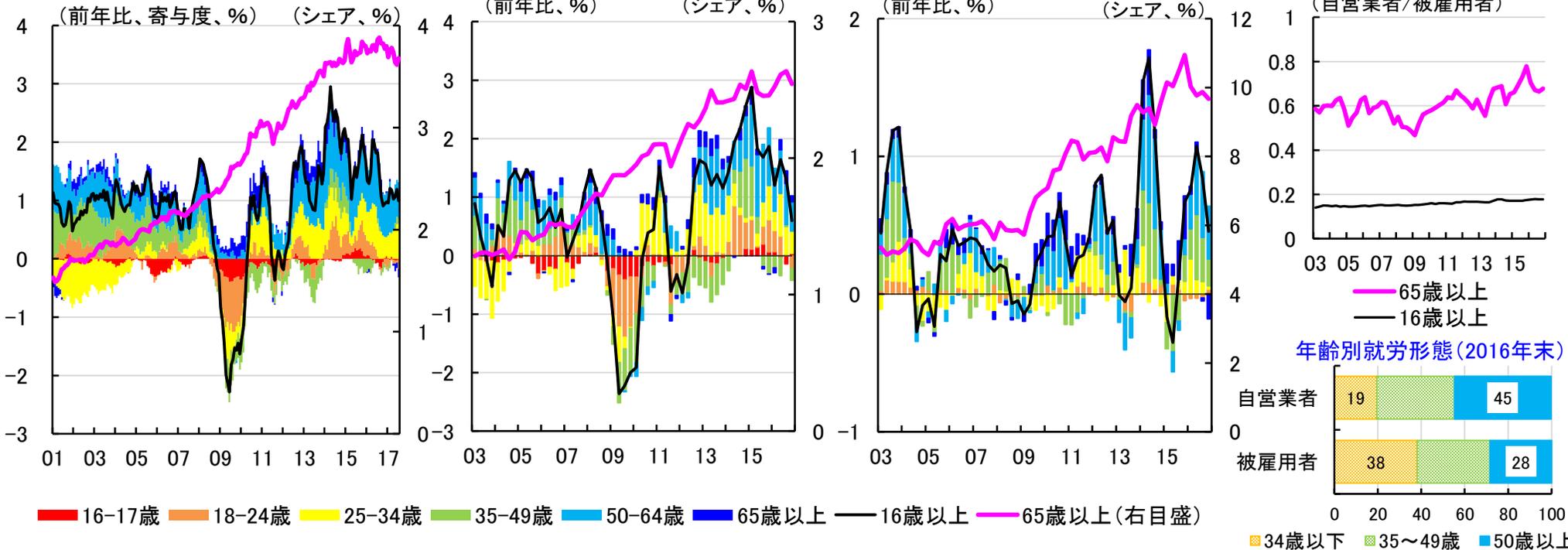
就業者数

被雇用者数

自営業者数

自営業者比率

(自営業者/被雇用者)



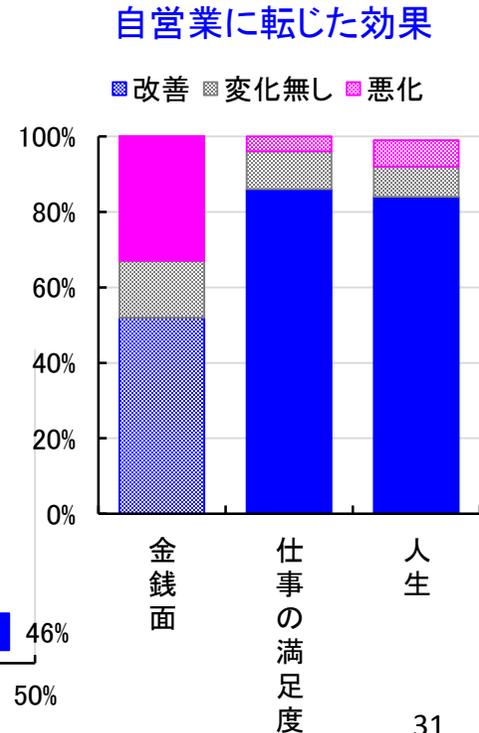
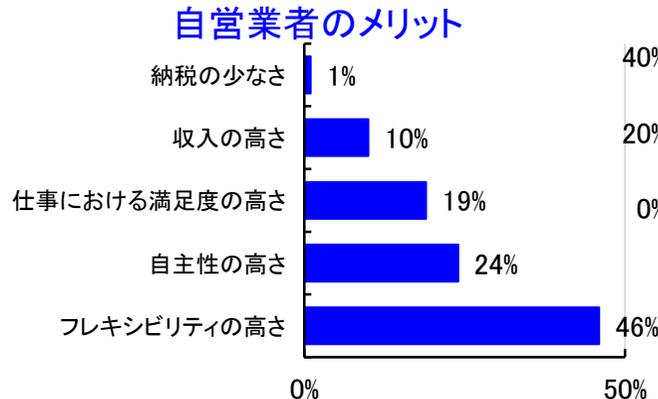
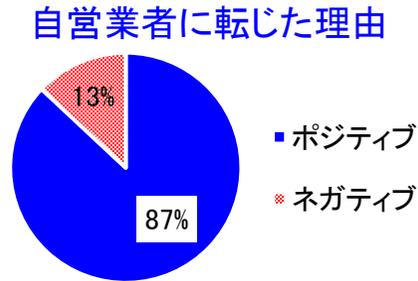
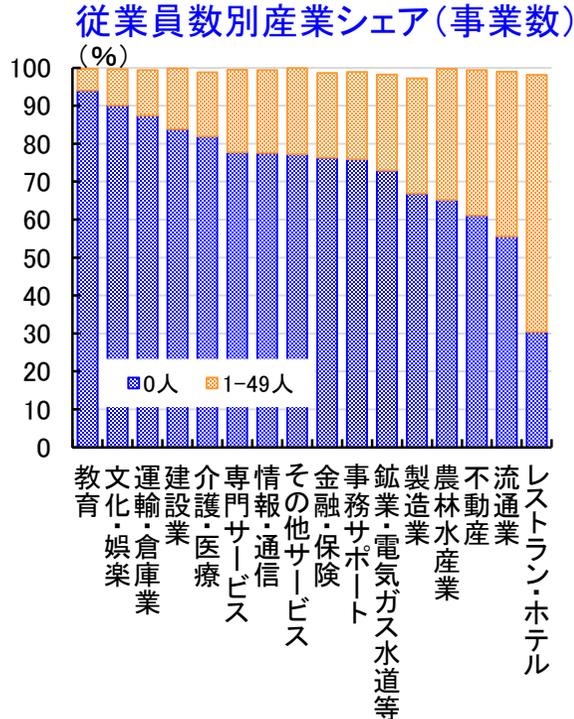
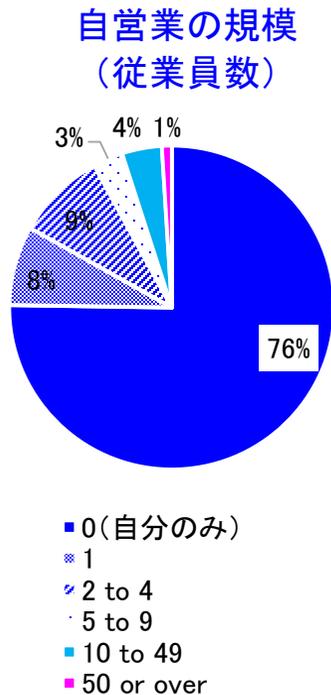
3. 人口動態と労働市場

■ 高齢化の特徴(賃金) ②

資料: Department for Business, Innovation & Skills, ONS
 (注) 調査の実施期間は2015年9-10月。サンプルは約4000人。

・自営業者が増加する中で、被雇用者から自営業者へ転じた理由としては約9割がポジティブとし、時間的なフレキシビリティの高さや自主性の高さを挙げる回答が多い(1つ回答)。一方、ネガティブな理由としては、失業から逃れるためという回答がみられる。

・また、自衛業者に転じた結果、金銭的には悪化したとする回答が3割強を占めるものの、精神的に充足感を得ているとして、「3年以内に自営業を辞める予定」とする回答は2割弱に止まる。これに対し、自営業を辞める理由としては5割が退職、4割が安定性や金銭的な理由で被雇用者に戻るためとしている。

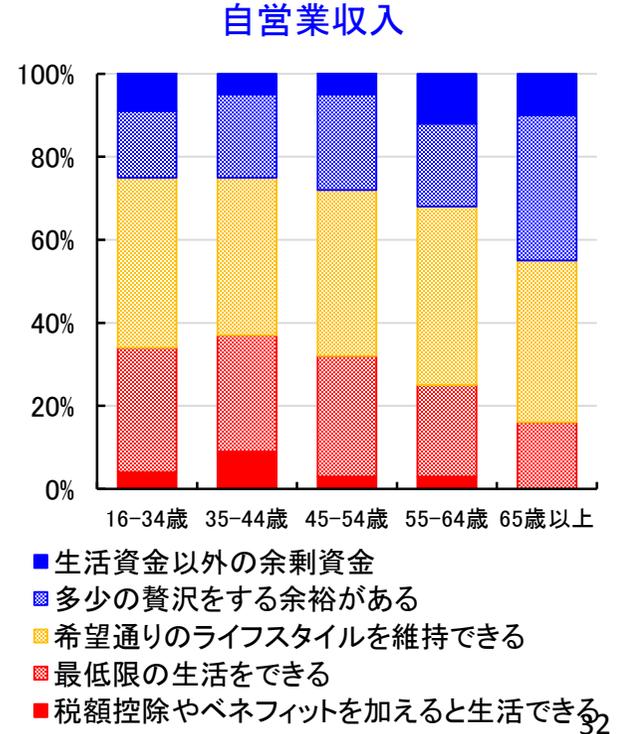
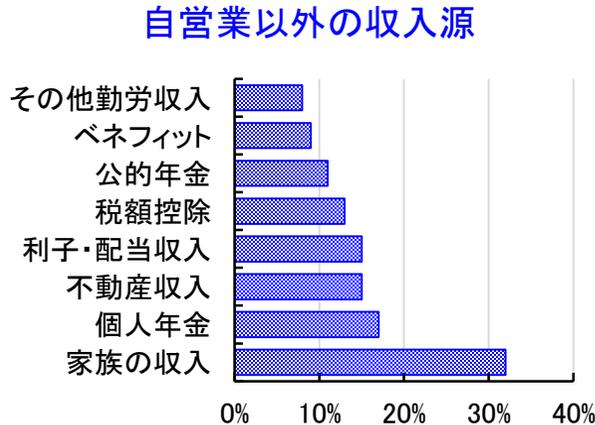
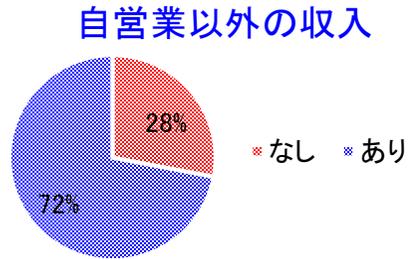
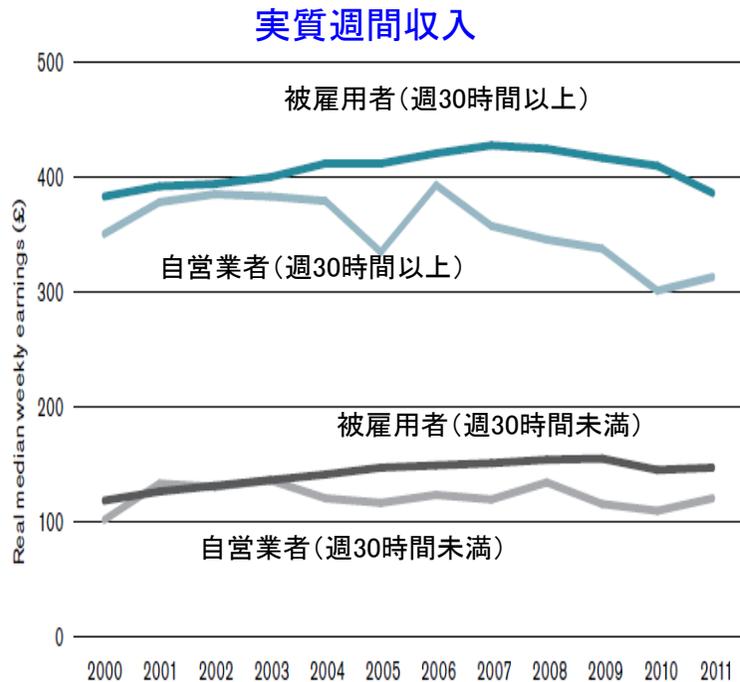


3. 人口動態と労働市場

■ 高齢化の特徴(賃金) ③

資料: Department for Business, Innovation & Skills, Action and Research Center
 (注) 左図の調査の実施期間は2014年2-3月。サンプルは1006人。
 中・右図の調査の実施期間は2015年9-10月。サンプルは約4000人。

- ・自営業者の高齢化比率は高いが、平均的には被雇用者の所得を下回り、かつ変動幅も大きい。もっとも、約7割の自営業者はその他の収入源(家族の収入等)を持っている。また、高齢者世帯では年金収入や不動産・利子・配当収入などもあり、自営業収入は余裕資金となっている世帯が4割を占める。
- ・これに対し、若年・中年世帯では3割の世帯が自営業収入に生活を依存している。週間賃金統計には自営業の賃金は含まれないが、高齢化とともに自営業者の割合が増加するとすれば、マクロ的インパクトの推計や統計の整備を進める必要がある。



3. 人口動態と労働市場

■ 高齢化の特徴(賃金) ④

資料: CEIC, Eurostat

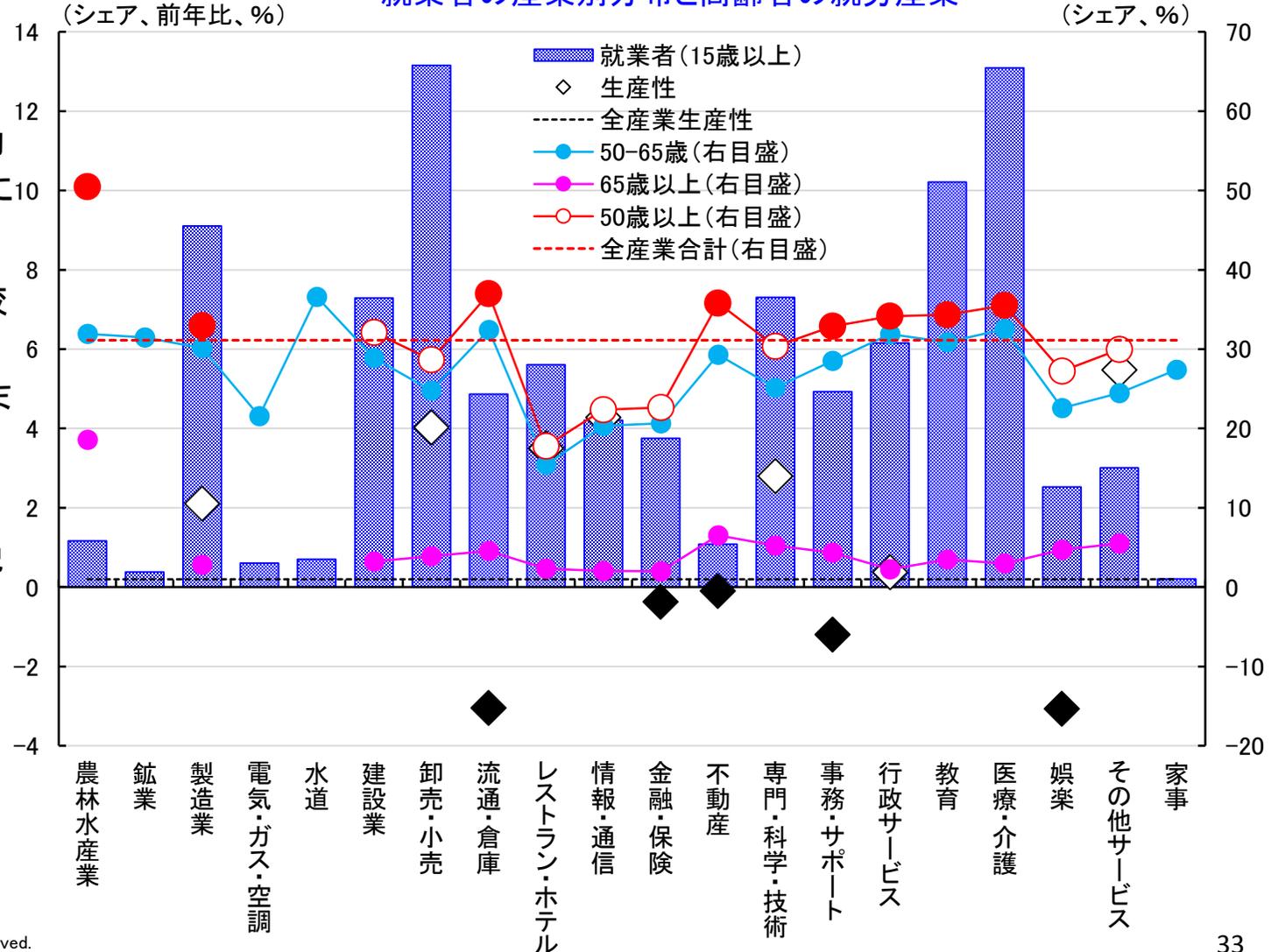
(注) 17/2Qの値。生産性のみ16年の前年比。

・50歳以上の就業者数の割合が多い産業は、農林水産、流通・倉庫、不動産、個人向けサービスである。これらの労働生産性や賃金水準は相対的に低いとみられる。

・製造業や情報・通信など比較的生产性の高い産業で、最新の技術を扱う労働者は、これまで移民の流入によっても補われてきた。

・したがって、高齢化+EU離脱によって、生産性の低い産業での人余り、高い産業での人不足が生じ、賃金格差が拡大することが考えられる。

就業者の産業別分布と高齢者の就労産業



3. 人口動態と労働市場

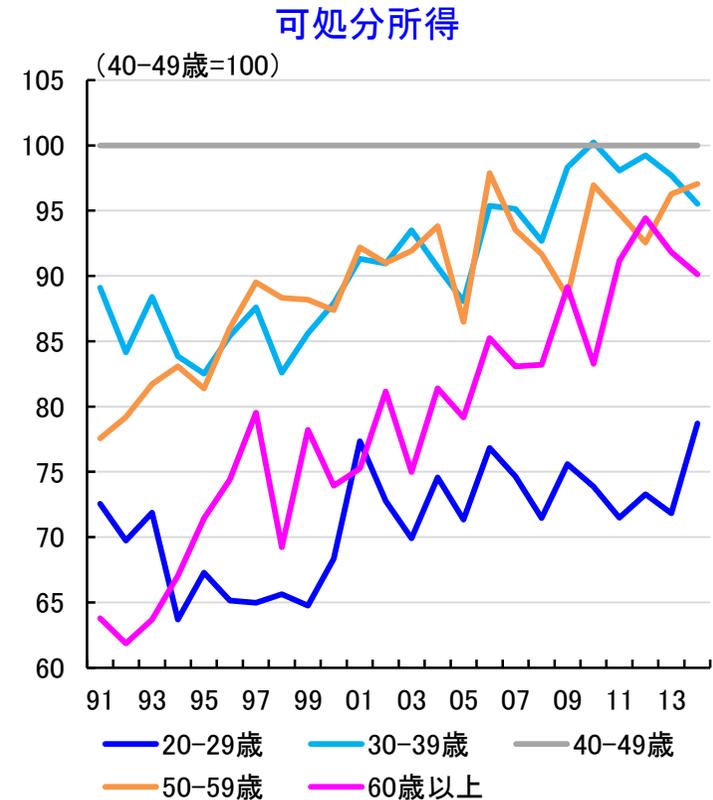
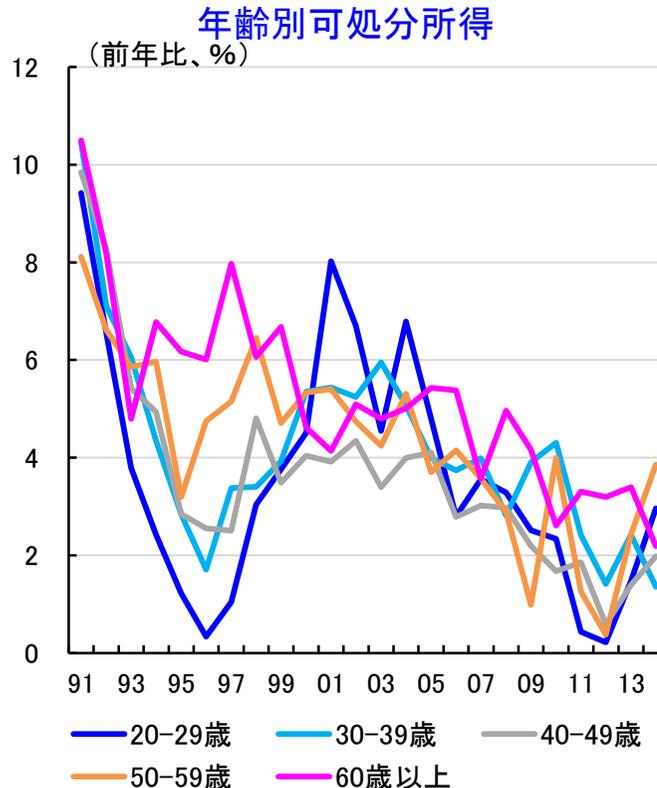
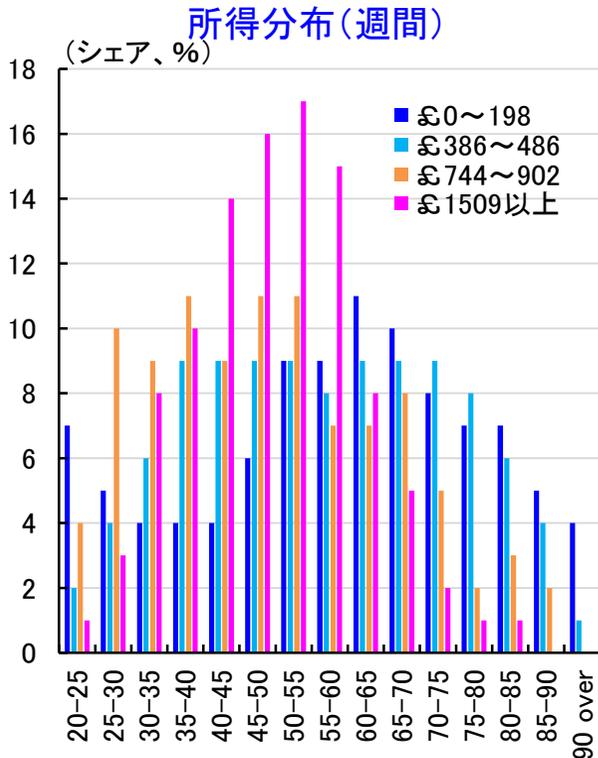
■ 高齢化の特徴(所得) ①

・高齢者の労働参加は、所得分布の年齢によるばらつきを平準化しつつある。つまり、可処分所得の水準は40-49歳で最も高いが、金融危機以降は60歳以上の伸び率が相対的に高いため、30歳以上の可処分所得水準の年齢差は年々縮小している。

(注1)左図の所得分布は第1、4、7、10分位を抜粋。2016年。

(注2)中・右図の直近は14/15年。可処分所得は実質ベース。勤労世帯のみを対象とし、年齢は世帯主の年齢で分類。中図は後方5年移動平均値の前年比。

世帯主の年齢	可処分所得(14/15年)
20-29歳	26,991
30-39歳	32,754
40-49歳	34,293
50-59歳	33,285
60歳以上	30,903



3. 人口動態と労働市場

■ 高齢化の特徴(所得) ②

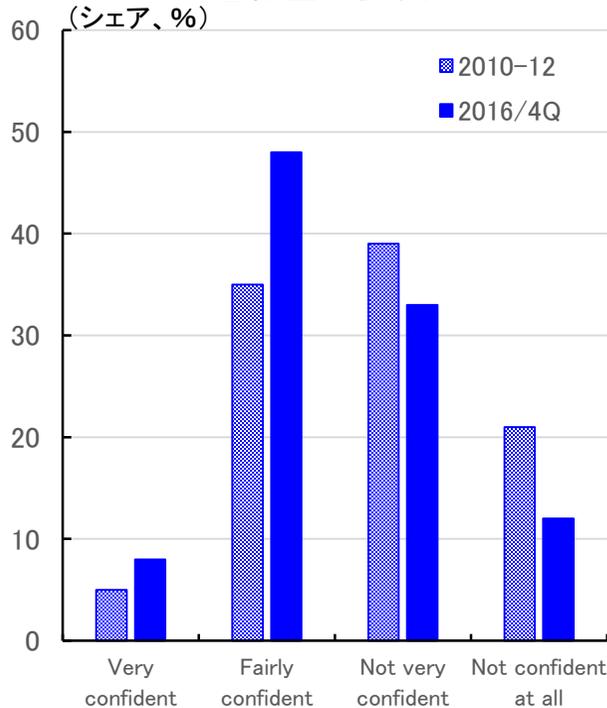
資料:ONS

(注)右図は2015年調査。

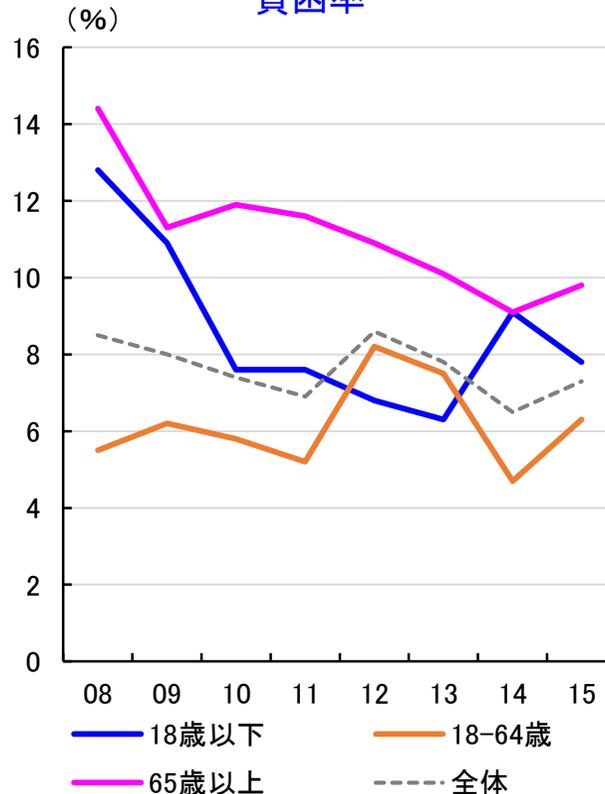
・退職後の所得に関して、退職金は相対的に満足と回答する割合が増加している。また、高齢者の貧困率も絶対水準で見れば他の年齢層よりも高いが、過去と比べて改善している。

・すなわち、高齢世帯は過去あるいは他の世代との対比で裕福さを増している様子が伺われる。このことは、経済にショックが生じ場合にも消費支出を平準化する効果が期待される。もっとも、貧困層における不安感の強さを鑑みると高齢化に伴い貯蓄率が上昇する可能性も残る。

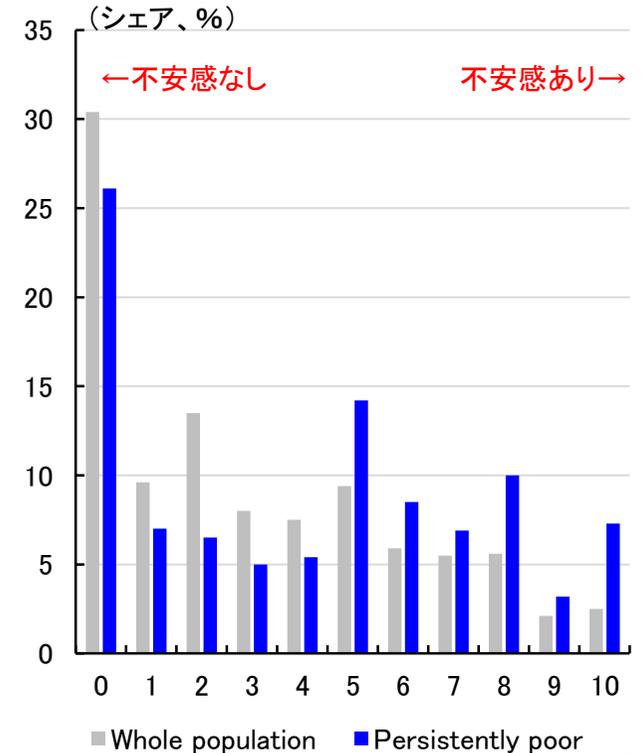
退職金の評価



貧困率



不安感



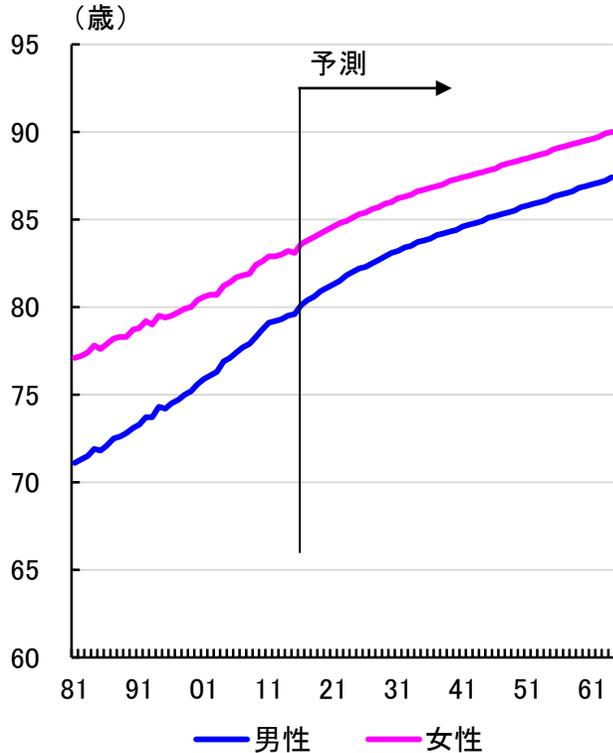
3. 人口動態と労働市場

■ 高齢化の特徴(所得) ③

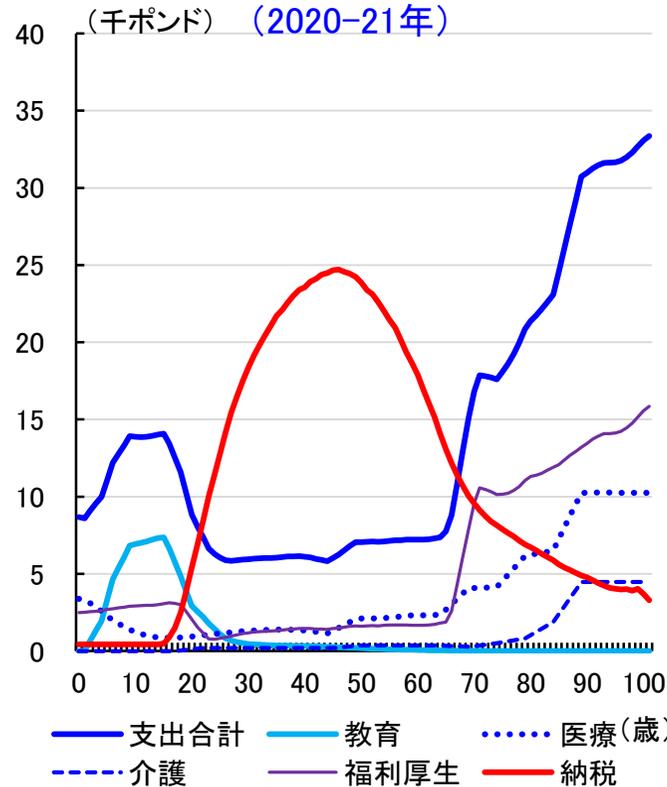
資料:ONS、OBR
 (注)左図の実績は2015年まで。

・高齢者による不安感の背景として、財政の持続性に対する不安が指摘される。つまり、平均寿命の長期化や人口減少は、医療、介護、福利厚生などの面での財政支出の増加と納税額の減少を通じた財政収入の減少を意味するため、財政は不安定化しやすい。OBRは、公的部門純借入はGDP比でみて倍増するとみている。

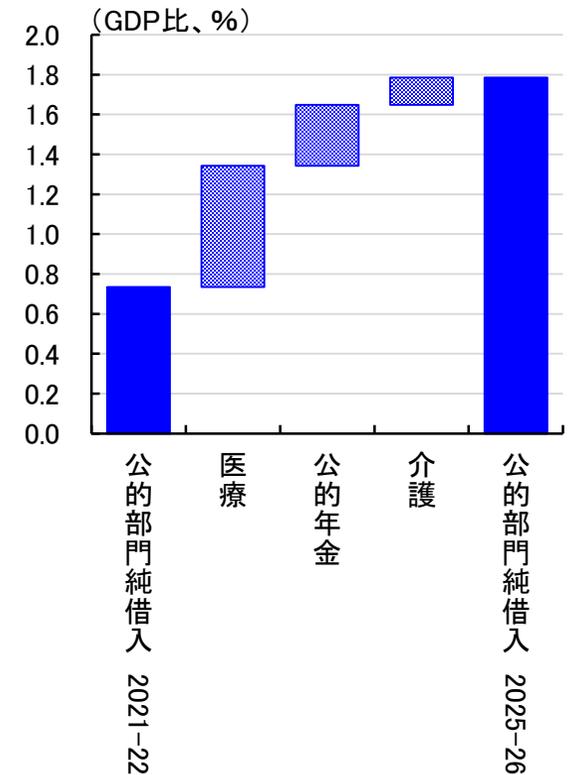
平均寿命



年齢別歳入・歳出への影響



公的部門純借入の見通し



3. 人口動態と労働市場

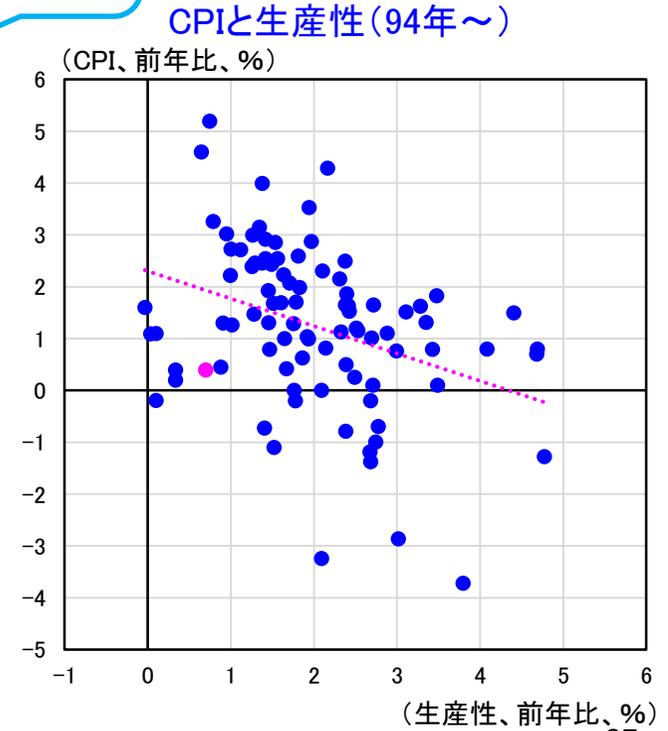
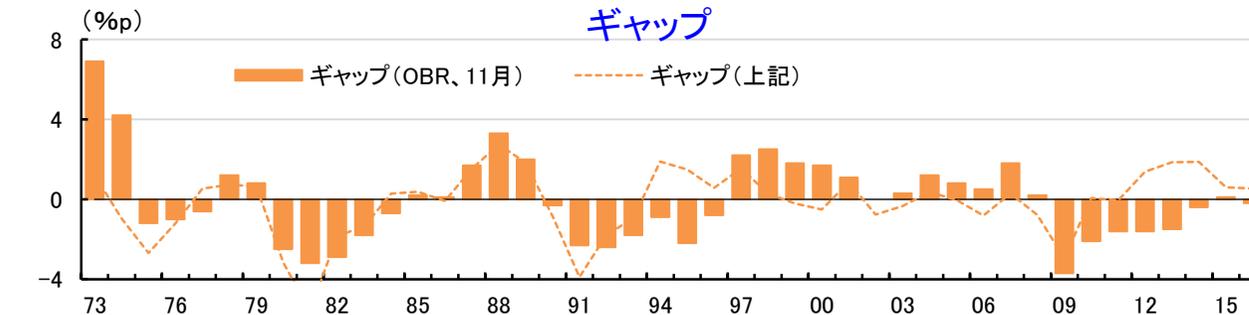
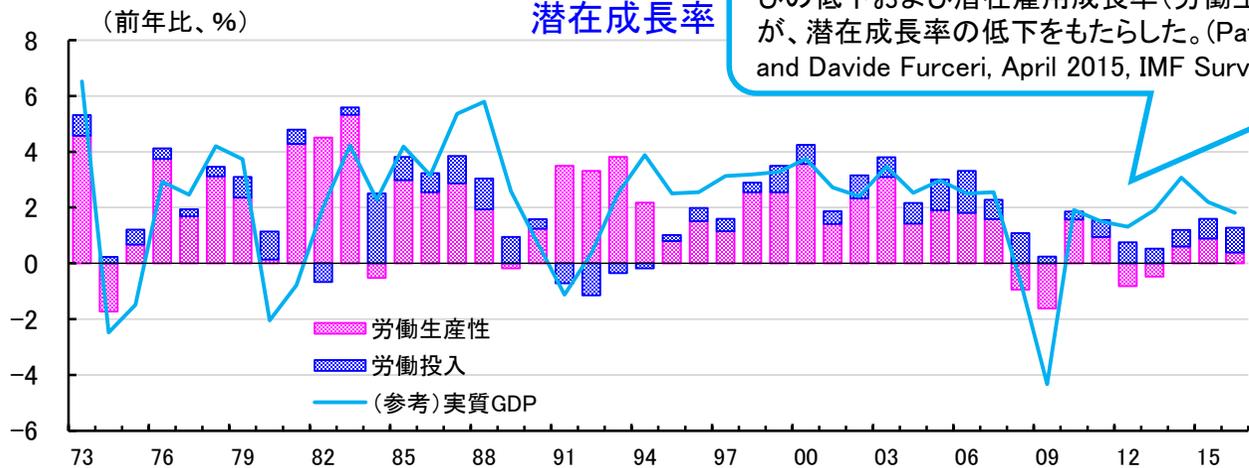
■ 人口動態の成長率への影響(総括)

資料:CEIC、OBR

・移民の減少は労働投入の減少を通じて潜在成長率を引き下げ、高齢化や移民から英国国民への置換を背景とする労働生産性の低下によっても潜在成長率を低下させる。物価は潜在成長率とGDP成長率の乖離によって決まるため、潜在成長率の低下だけで物価への影響を説明するのは適切とは言えないが、生産性の低下がインフレ圧力を高める方向に働くことは事実である。

国際金融危機後、先進国では高齢化に伴う資本の伸びの低下および潜在雇用成長率(労働生産性)の低下が、潜在成長率の低下をもたらした。(Patrick Blagrove and Davide Furceri, April 2015, IMF Survey)

トレンド生産性成長率の低下は物価上昇率を高める。(Yellen, Feb 2005)



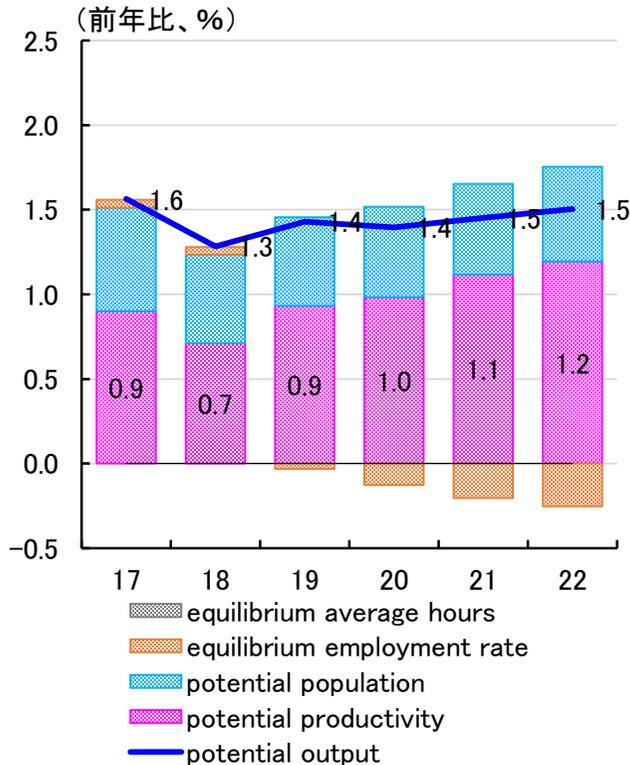
3. 人口動態と労働市場

(参考)潜在成長率見通し

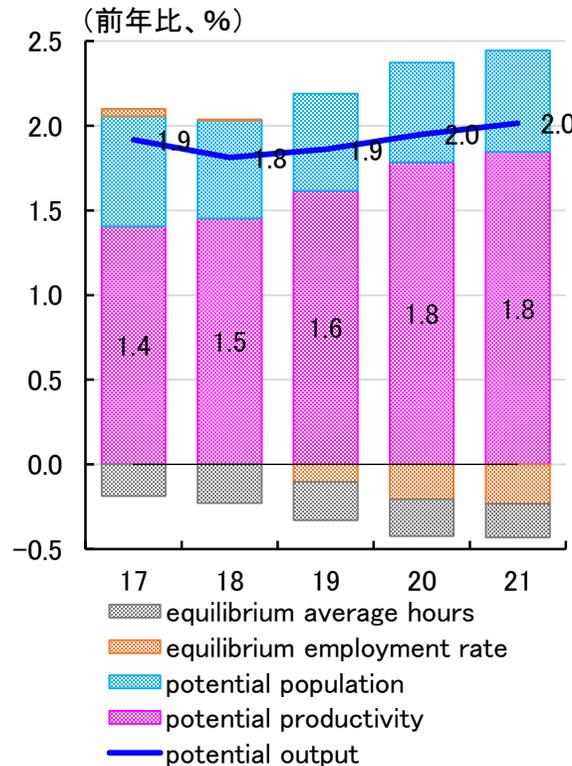
資料:OBR

・議会予算局は、最新の経済見通しで先行きの潜在成長率を大幅に引き下げた。人口成長率も小幅に下方修正したが、主たる要因は労働生産性の下方修正にある。一方、労働市場については均衡就業時間の寄与を上げるとともに自然失業率見通しを引下げるなど、労働市場の余剰吸収能力を幾分大きめに修正している。

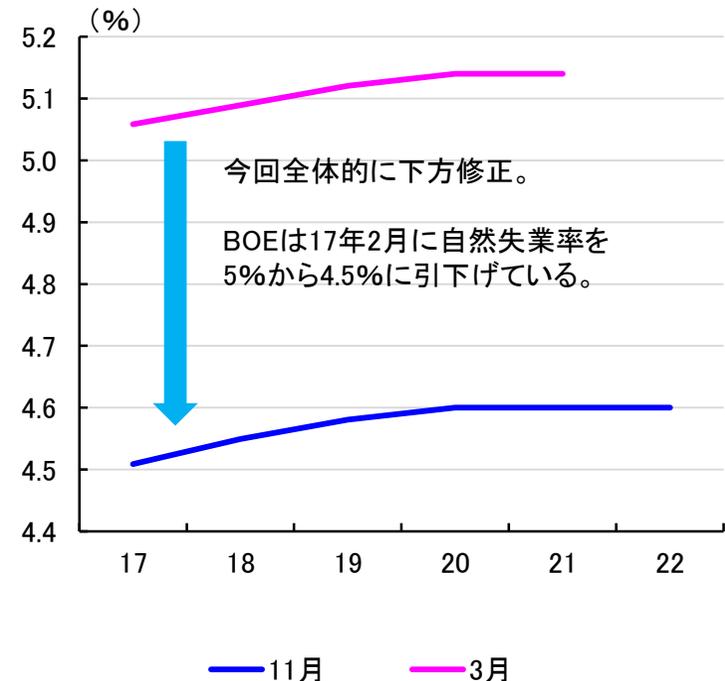
潜在成長率見通し



潜在成長率見通し(前回)



自然失業率見通し



4. 金融環境

■ 銀行の資金調達

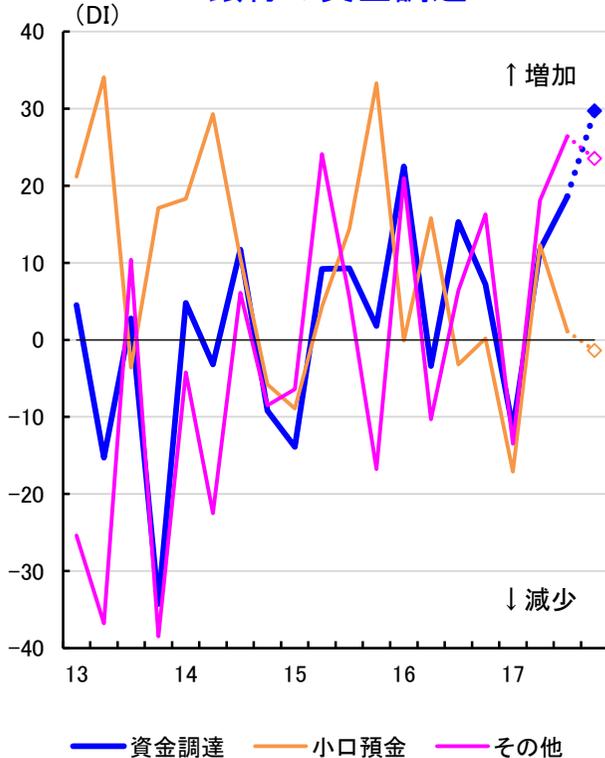
(注1)直近は左図は17年3Q(4Qは見通し)、中図は8月、右図は3Q。

(注2)左図の「その他」は社債、企業預金、中銀貸付を含む。

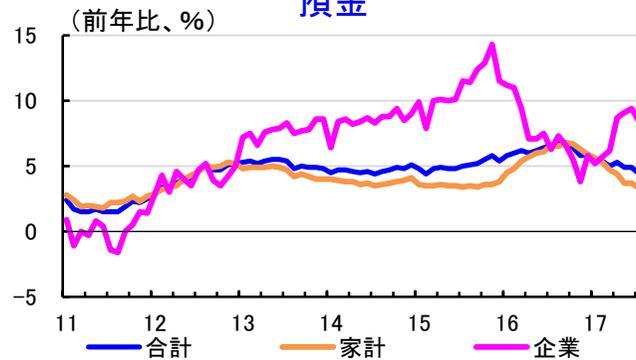
(注3)右図の「市場調達」は18ヶ月以上のterm issuanceのほか、ABS、MBS、CB等を含む。

・銀行の資金調達は全体として増加している。このうち、家計預金は減速しているものの、企業からの預金が増加している。この間、預金金利は家計の定期預金を除いて0近傍まで低下している。一方、社債等の寄与は幾分低下している。BOEは、背景の一つとして、大手行についてはTFS(Term Funding Scheme、4年間:2018年2月に募集を終了)の利用が増加している点を指摘している。

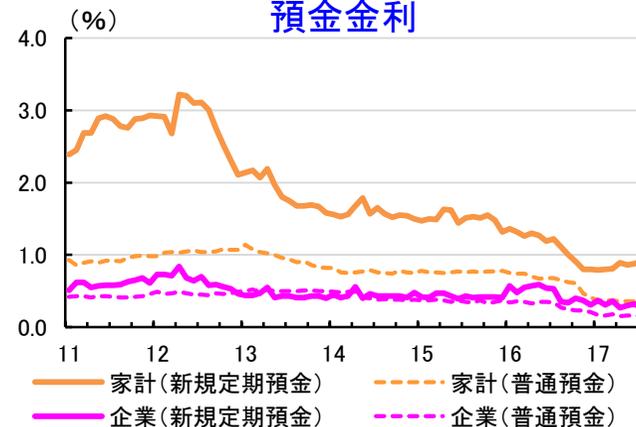
銀行の資金調達



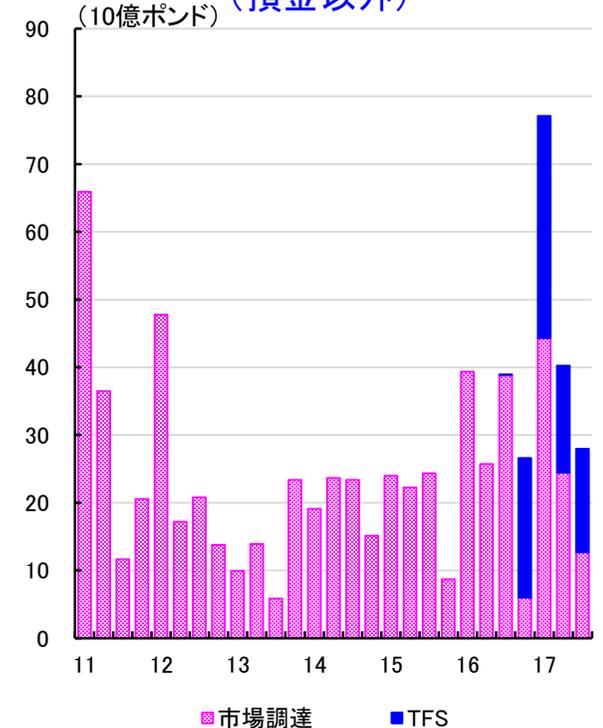
預金



預金金利



銀行の資金調達
(預金以外)



4. 金融環境

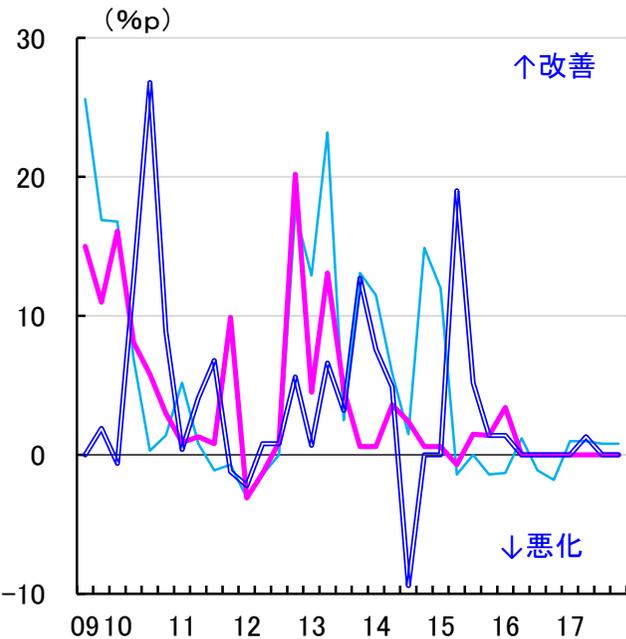
■ 企業向け融資態度

資料:BOE

(注)直近は17/3Qサーベイ。17/4Qは先行き3か月の見通し。

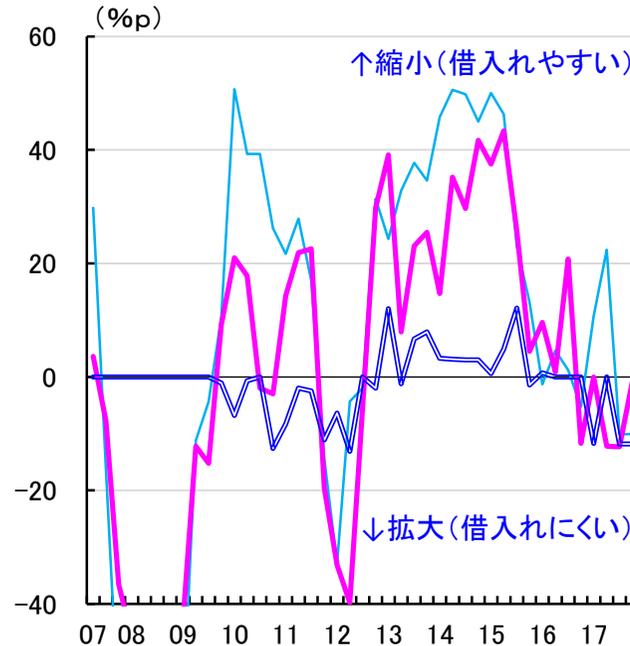
・企業向け融資態度は小幅な改善が続き、企業別にみたアベイラビリティの差は大きくない。また、2016年前半までは大・中企業を中心に借入れスプレッドの縮小が目立ったが、小企業についてはこの間のスプレッド縮小が相対的に小幅であり、2016年以降に再び悪化している。ローン手数料をみても、小企業向けは上昇した局面が多く、低下してもその程度は限定的となっている。

企業規模別アベイラビリティ



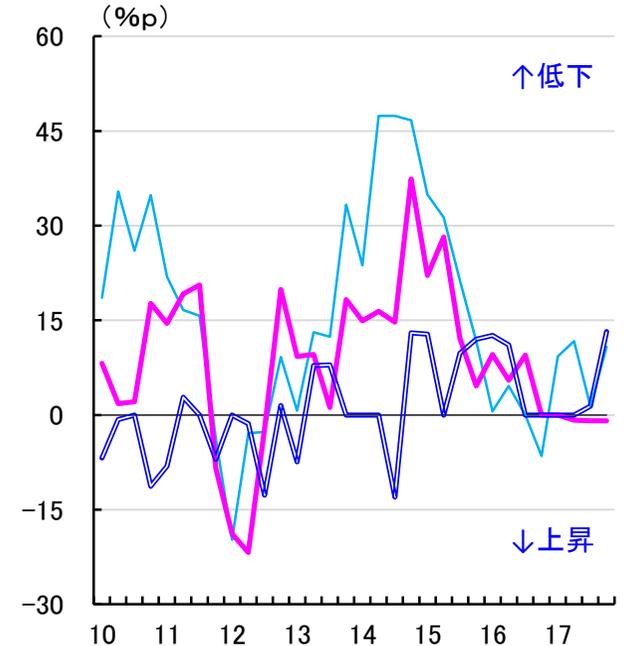
— 大企業向け — 中企業向け — 小企業向け

企業規模別スプレッド



— 大企業向け — 中企業向け — 小企業向け

ローン手数料



— 大企業向け — 中企業向け — 小企業向け

4. 金融環境

■ 企業の融資需要

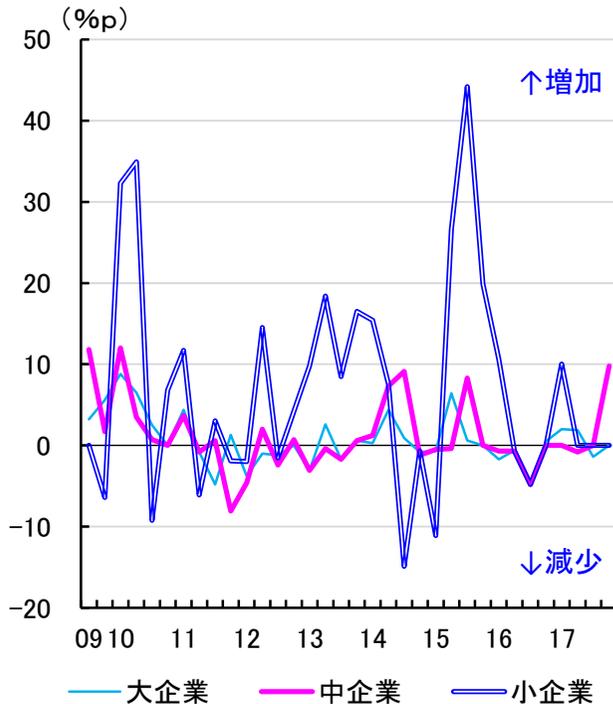
資料:BOE

(注)直近は17/3Qサーベイ。17/4Qは先行き3か月の見通し。

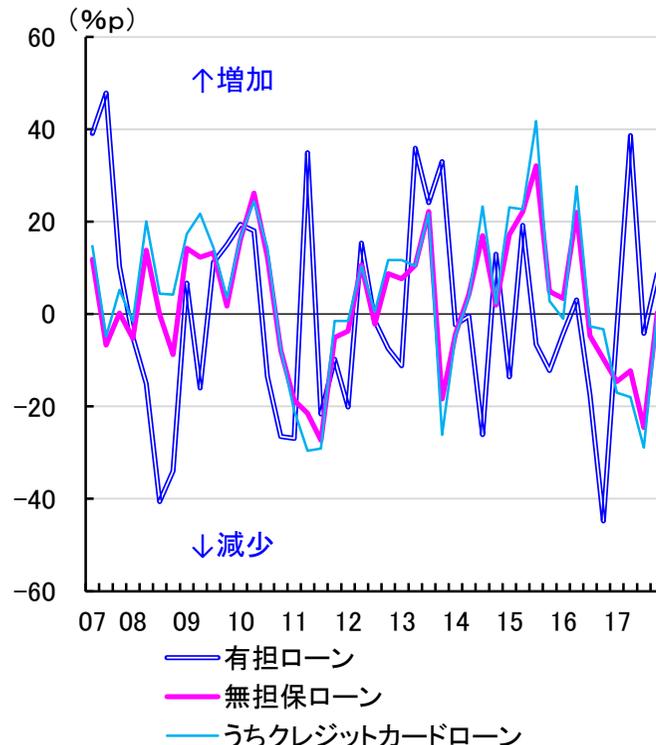
・金融機関からみて中小企業によるローンの申請は幾分増加している。この間、小企業に関しては無担保ローンに対する需要の増加が目立ったが、2017年以降は有担ローンの需要が増加している。

・企業規模全体を通じて借入れ需要をみると、足元で資本投資向けが減少しており、大企業を中心にEU離脱交渉の不透明感の影響が現れていることが考えられる。商業用不動産向けも減少しているが、M&Aは増加している。

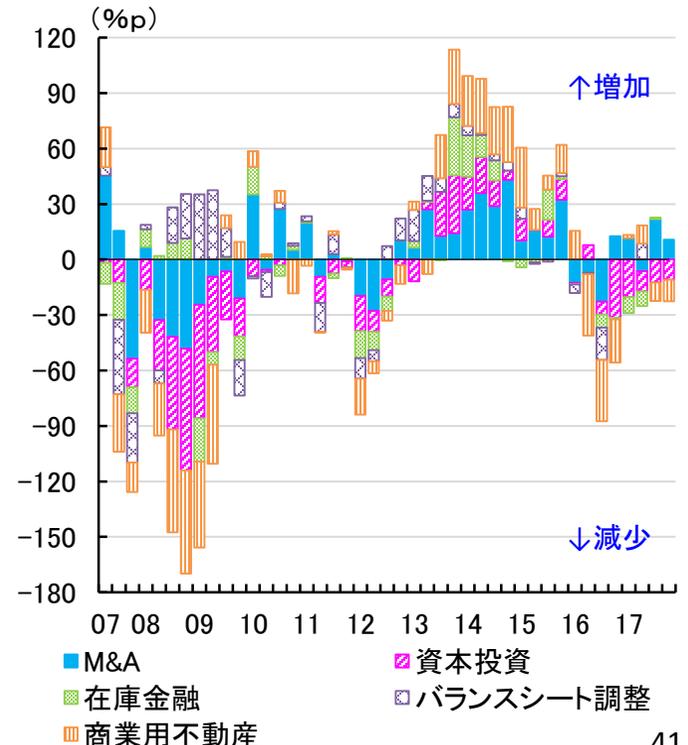
ローン申請状況



小企業のローン需要



借入れ需要の変化要因



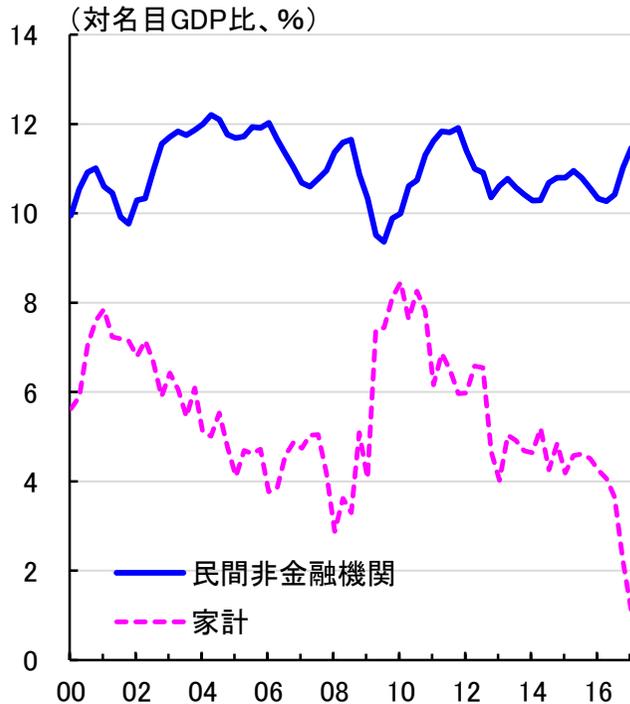
4. 金融環境

(参考) 企業の貯蓄

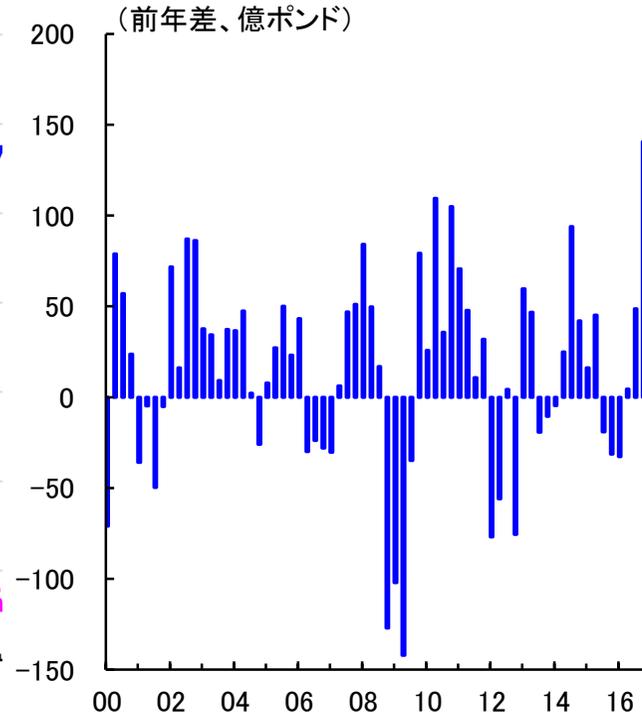
資料: CEIC
(注) 直近は17年1Q。

・対名目GDP比でみた企業(民間非金融機関)の貯蓄率は2016年入り後に上昇しており、粗貯蓄額も大きく積み増されている。また、保有資産をみても、総資産の伸びに対して現金・預金の伸びが高まっており、総資産に占める現金・預金の割合は30%を超えている。こうした動きには、企業がBrexitの交渉を見据えつつ、予備的動機で貯蓄を積み増している積極的な側面と、資本支出のタイミングを遅らせている見計らざる消極的な側面の両方が反映されているとみられる。

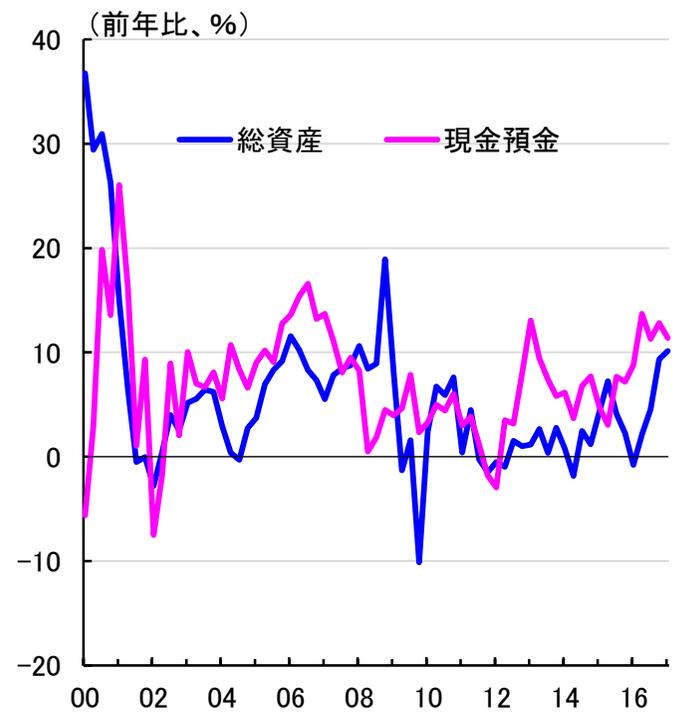
貯蓄率



民間非金融機関の粗貯蓄



民間非金融機関の資産



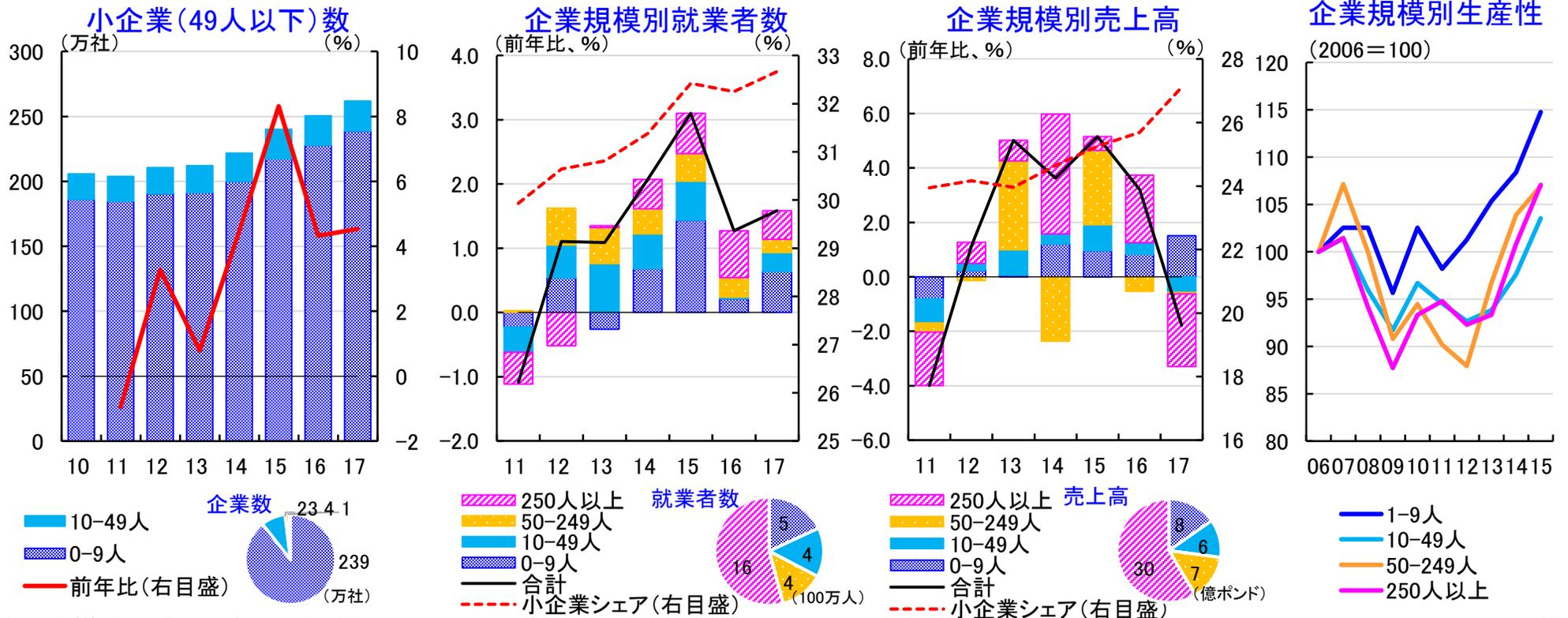
4. 金融環境

■ 中小企業の特徴

資料:ONS

(注)円グラフは2017年の値。

・従業員数49人以下の小企業数は増加基調にあり、企業数全体に占める割合も上昇している(2017年には全体の9割)。また、中小企業における就業者数が雇用者数全体の伸びを牽引している。売上高で見ると従業員250人以上の大企業が全体の6割を占めるが、大企業や中企業が売上高の増減幅が大きいのに対し、小企業の売上は安定的に増加を続けている。また、生産性の伸びも小企業での改善が際立っている。



4. 金融環境

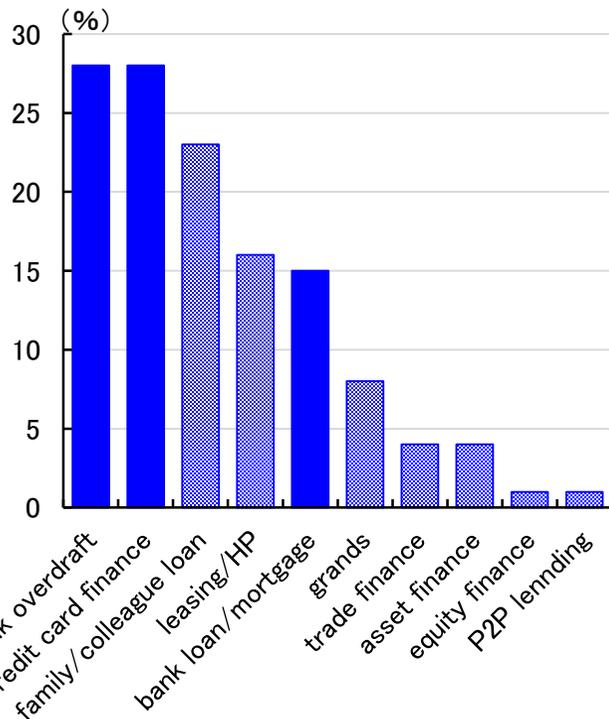
■ 中小企業の資金調達

資料: British Business Bank (2015 Business Finance Survey: SMEs)

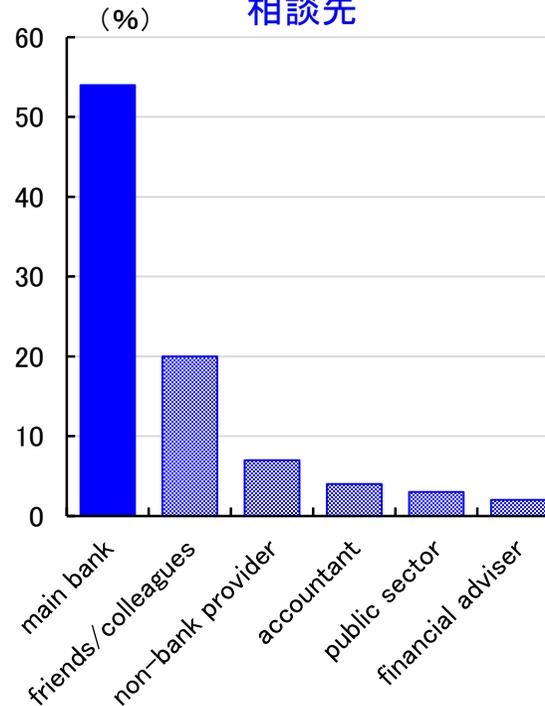
(注)サーベイの対象は1608社の中小企業。

・中小企業の資金調達方法としては、overdraftや各種ローンなど銀行からの借入れが上位を占める。また、資金調達を最初に相談する先としてメインバンクが挙げられ、銀行の重要性が確認できる。中小企業による借入れ資金の用途は過半数が運転資金となっている。しかし、固定資産の購入や業務拡大、あるいは運転資金の中で成長資金が3割を占めるなど、積極的な借入れも確認できる。

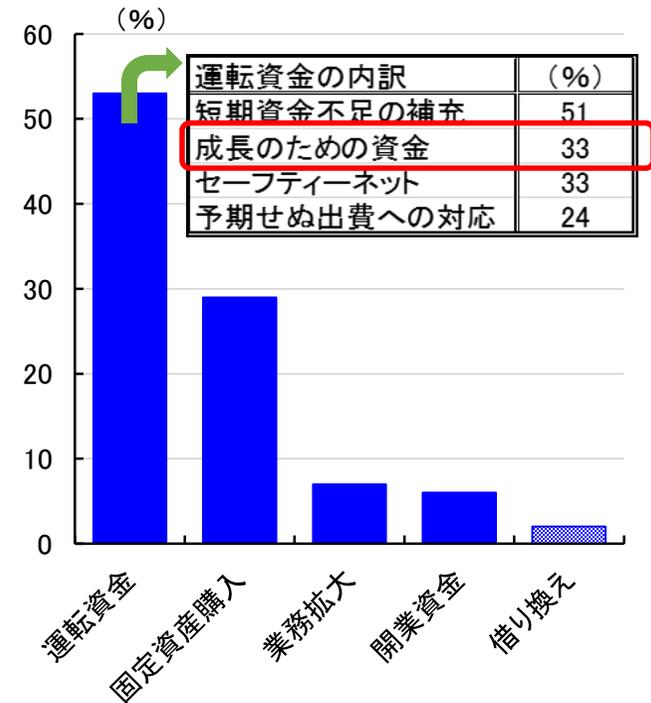
過去3年の資金調達手段



資金が必要になった時の相談先



調達資金の用途



4. 金融環境

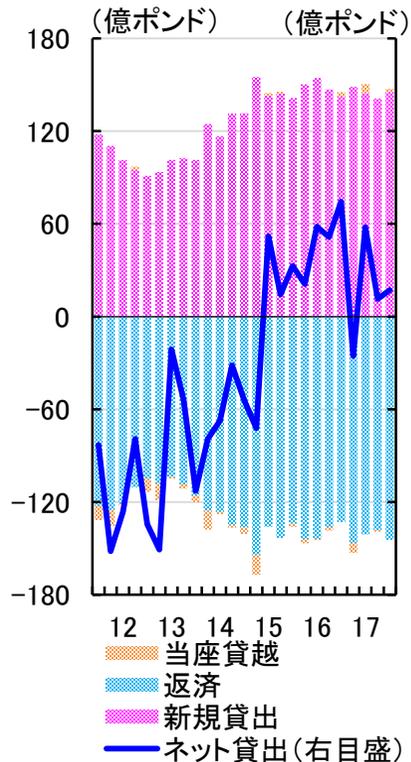
(参考)倒産と借入れ

資料:ONS、BBA

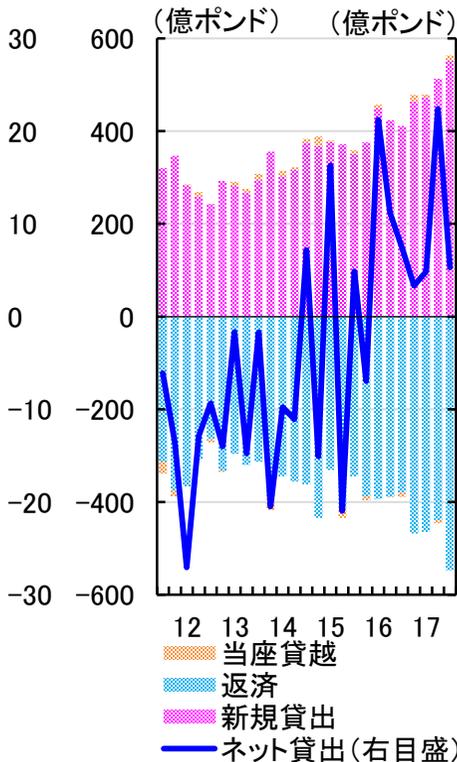
(注)左・左中図は2011年3Q-2017年3Q。右中図の直近は2015年。

・中小企業向け貸出は、2015年以降に純増に転じている。金融緩和を通じて金融機関が小企業に資本を配分し、生存率を高めている可能性が示唆される。実際、倒産率は、国際金融危機後に上昇したあと、緩やかな低下を続けている。特に小企業(従業員数0~19人、10-19人)での倒産率低下が大きく、危機前と比較しても低い水準にまで低下している。

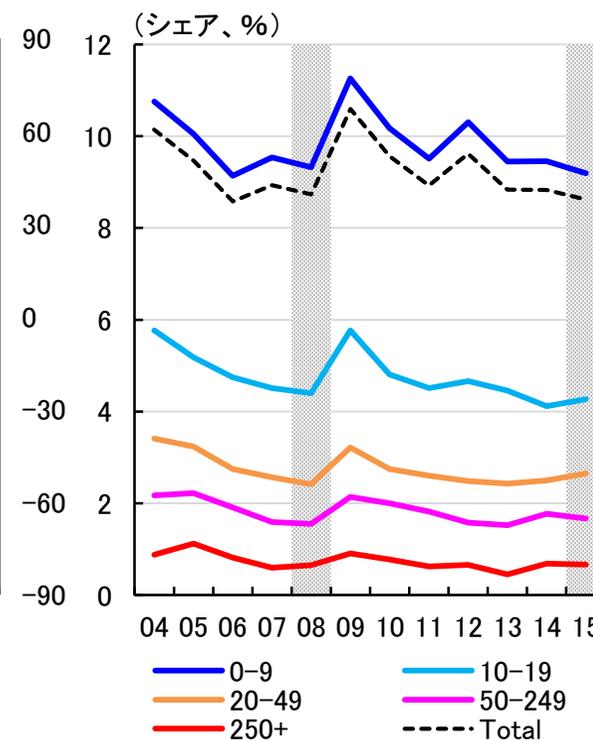
SME向け銀行貸出



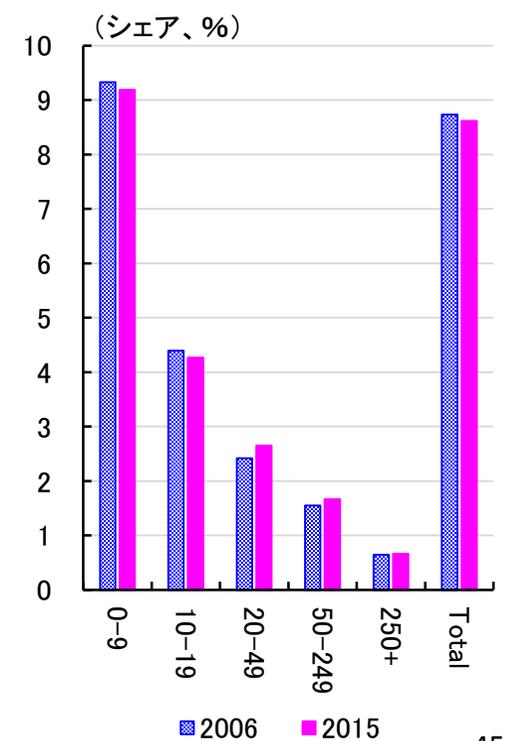
大企業向け銀行貸出



企業規模別倒産率



倒産率



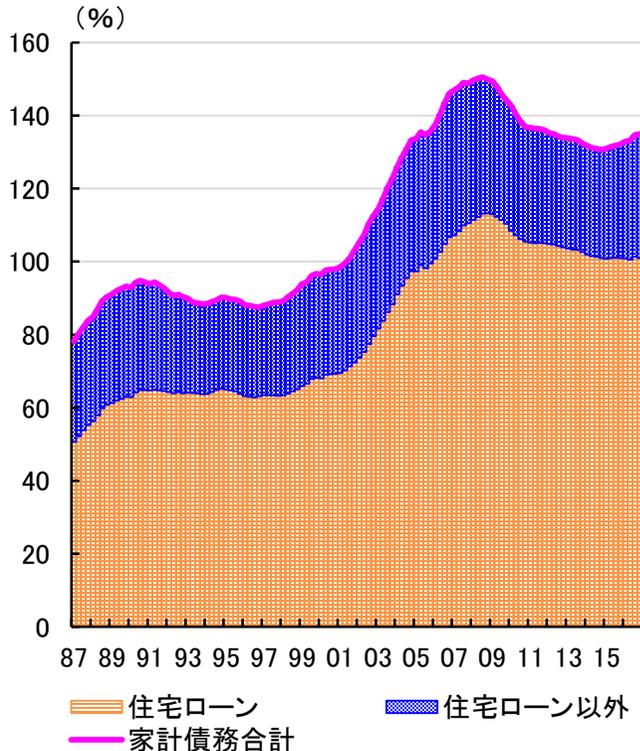
4. 金融環境

■ 家計向け融資①

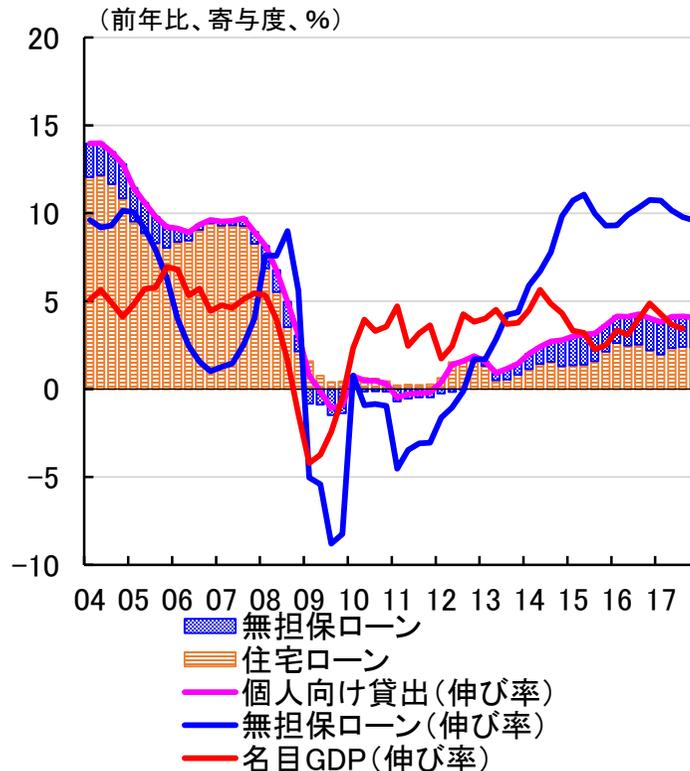
(注1)直近は左図が16/4Q、中図が17/4Q(10月ラップ。名目GDPは3Q)。
 (注2)中図の無担保ローンには教育ローン(公表は3月までのため、3月時点の前年比で10月まで延長した推計値)を含む。

・家計債務は所得との対比で見ても増加に転じている。特に無担保ローンの伸びが大幅に拡大しており、その約4割が自動車ローン、3割がカードローンとなっている。この間、家計支出に占めるローン返済額も2016年に増加した。内訳をみると、住宅ローン、自動車ローン共に増加している。

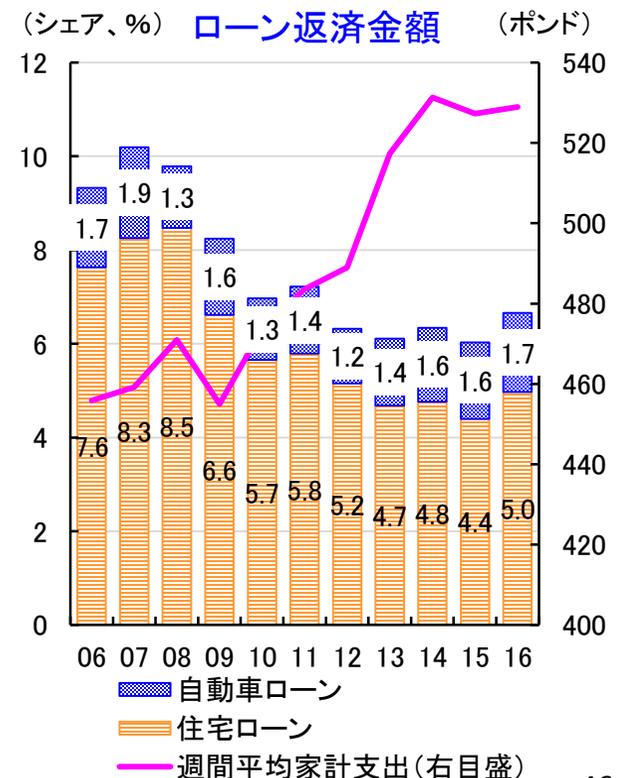
家計のDebt to Income Ratio



個人向け貸出と名目GDP



家計支出に占める
ローン返済金額



4. 金融環境

■ 家計向け融資②

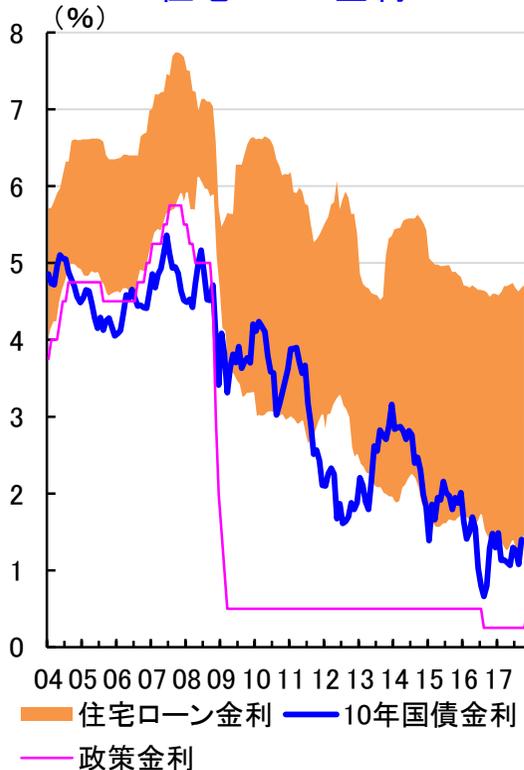
資料: BOE、CEIC

(注1)直近は金利が10月(政策金利のみ11月)、金利フリー期間は17年9月。

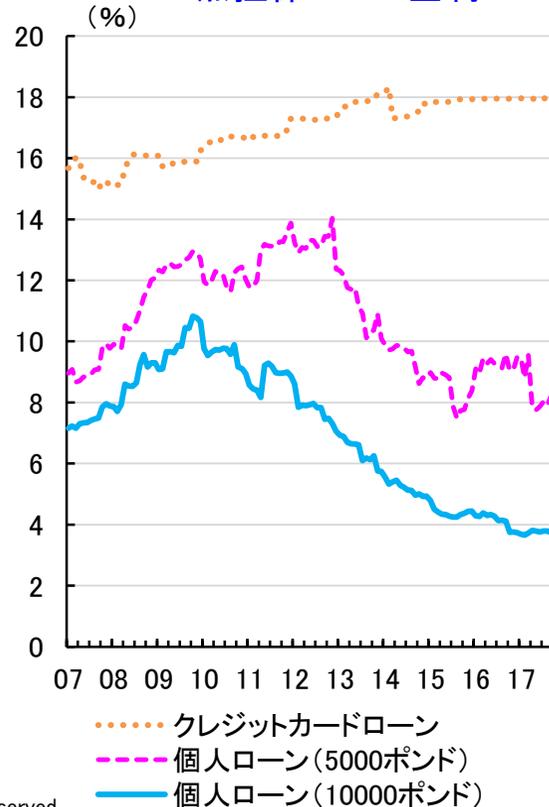
(注2)手数料フリーの割合は、新規ローン全体に占める割合。

・低金利環境が家計債務の伸びに寄与している。実際、住宅ローン金利と、無担保ローンの個人ローン金利は既往最低の水準となっている。また、住宅ローンにおける手数料フリーの割合は新規ローンの半分近くに上り、家計の実効的な借入れコストは一段と低下している。カードローンの金利は高止まっているものの、他社から借り換えの場合は最長4年近くも金利支払いが免除されるなど、表面金利以外でのサービスによって新規優良顧客を獲得しようとする動きも見られる。

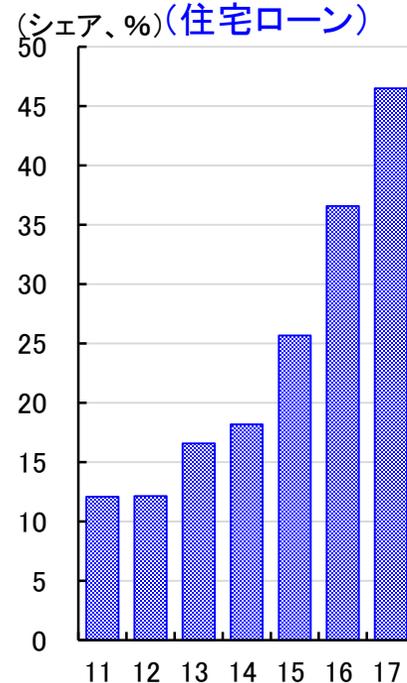
住宅ローン金利



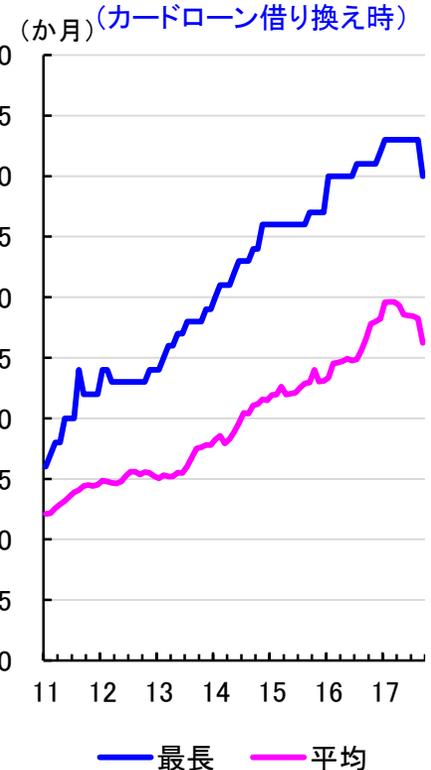
無担保ローン金利



手数料フリー
(住宅ローン)



金利フリー期間



4. 金融環境

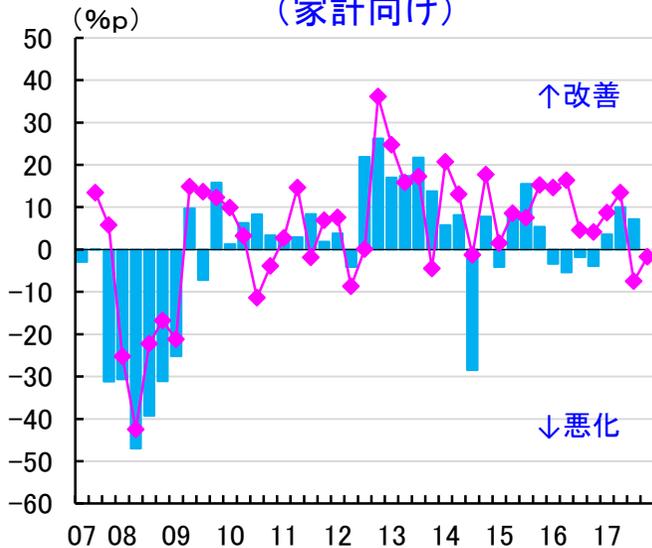
■ 家計向け融資態度①

資料:BOE

(注)直近は17/3Qサーベイ。17/4Qは先行き3か月の見通し。

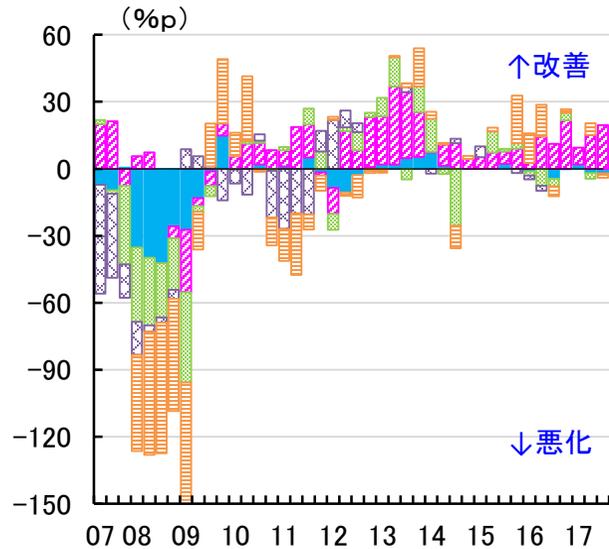
・金融機関による家計向けの有担貸付のスタンスは改善ペースが緩やかになっており、先行き3か月についても大幅な改善は見込めない。背景には、貸付にかかる貸倒ないし損失リスクの高まりに対する懸念の強まりがあるとみられる。今後、利上げと家計の所得環境の悪化が同時に起こる場合、こうしたリスクが顕現化することが考えられる。

有担貸付の Availability (家計向け)



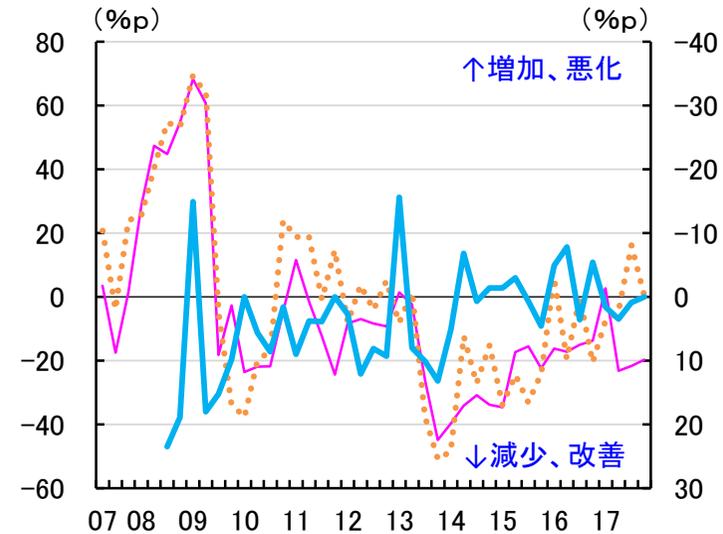
■ 過去3か月
◆ 先行き3か月

Availability の変化要因



■ 住宅価格期待
■ ホールセール資金調達状況の逼迫
■ リスクアペタイトの変化
■ 市場シェア目的
■ 経済見通しの変化

有担貸付リスク (家計向け)



◆ 家計の貸倒率
● 家計の貸倒による損失
■ 家計の信用状況 (右逆目盛)

4. 金融環境

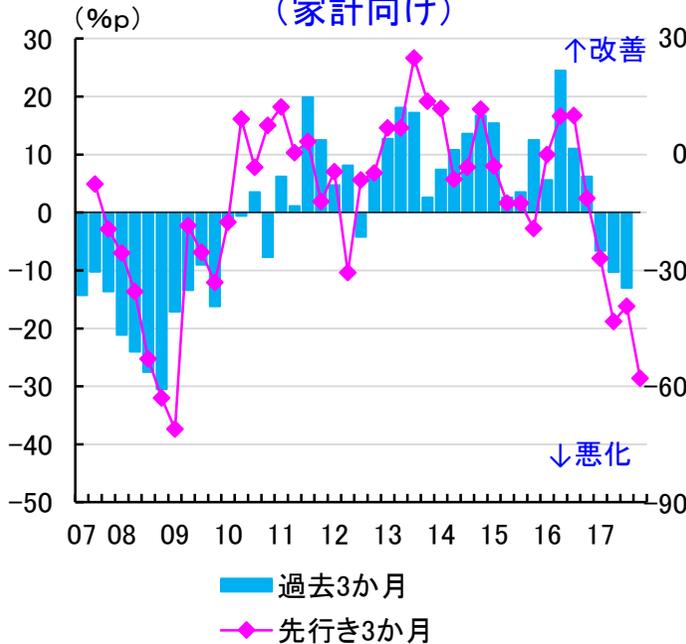
■ 家計向け融資態度②

資料:BOE

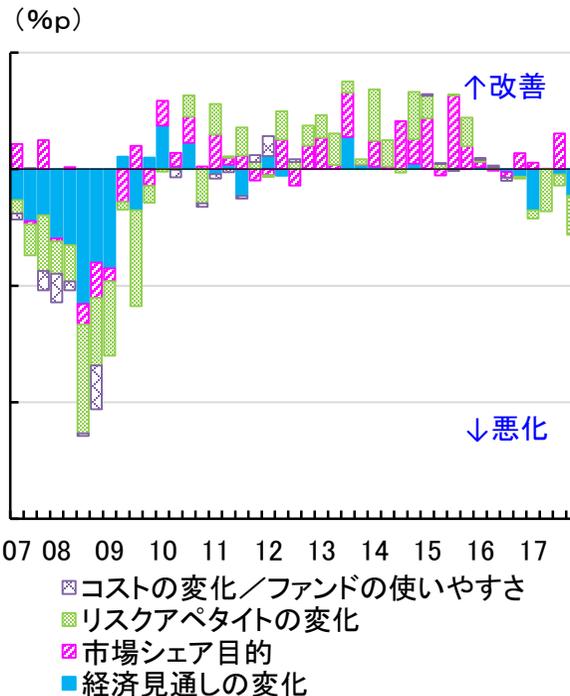
(注)直近は17/3Qサーベイ。17/4Qは先行き3か月の見通し。

・金融機関による家計向けの無担貸付のスタンスは悪化超幅が拡大している。経済見通しの悪化に加え、リスクアペタイトの後退が主因である。その背景には、貸倒や家計向けの信用状況の実績(3Q)が芳しくなかったことがあるとみられるが、FPCによるマクロプルーデンス政策のアナウンスメントの効果も考えられる。実際、BOEが警戒している指標の一つであるカードローンの金利フリー期間も、2015年の調査開始以来初めて短縮したとみられる。(前掲)

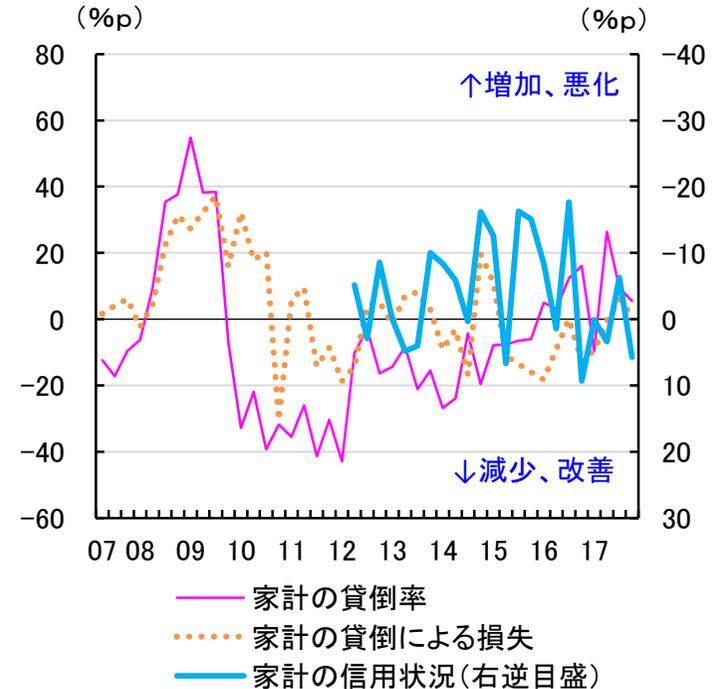
無担貸付の Availability (家計向け)



Availability の変化要因



家計向け無担貸付のリスク



4. 金融環境

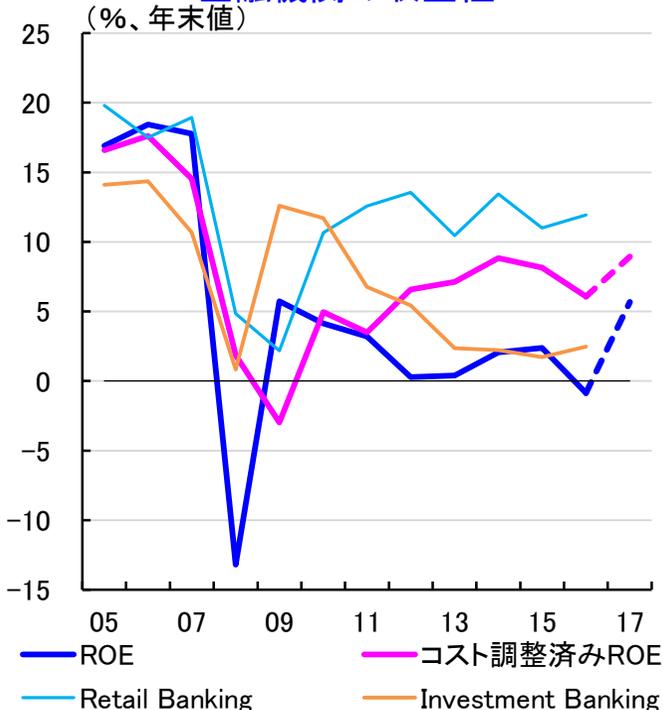
■ 銀行の収益環境

(注1) 左図直近は17年1-3Q平均値(年率)、その他は年末値。対象金融機関はパークレイズ、HSBC、ロイズ(部門別は除く)、RBS。コスト調整済みROEは、misconduct costsやrestructuring costsなどの一時的なコストを除いたベースでの収益性(BOE計算)。
 (注2) 中図のシェアは企業向け・家計向けと信全体に対する割合。

・大手金融機関の収益性は危機前と比べて依然として低い。特に、ボラティリティの低下や資本・流動性の強化、パッシブ運用への需要の高まり等を背景に投資銀行部門が低調である。

・FPCとPRCは、biennial exploratory scenarioとして、長期にわたる低成長・低金利環境下でFinTech台頭により競争環境が激化した場合の戦略を示すよう求めたが、経営陣のリスク認識(ビジネスモデルが急激に変化するリスク、コスト削減が想定どおり進まないリスク、予想以上の支出が生じるリスク等)が不十分との指摘を行った。

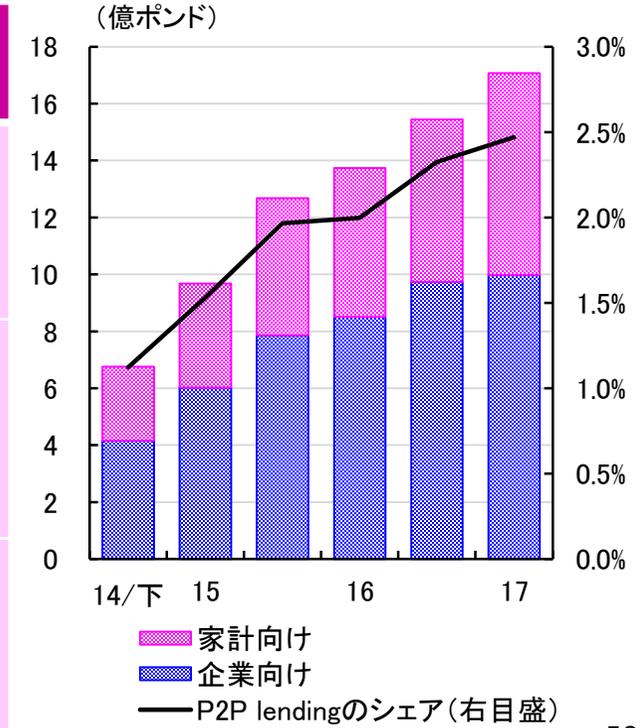
金融機関の収益性



ノンバンク・レバレッジの便益とリスク

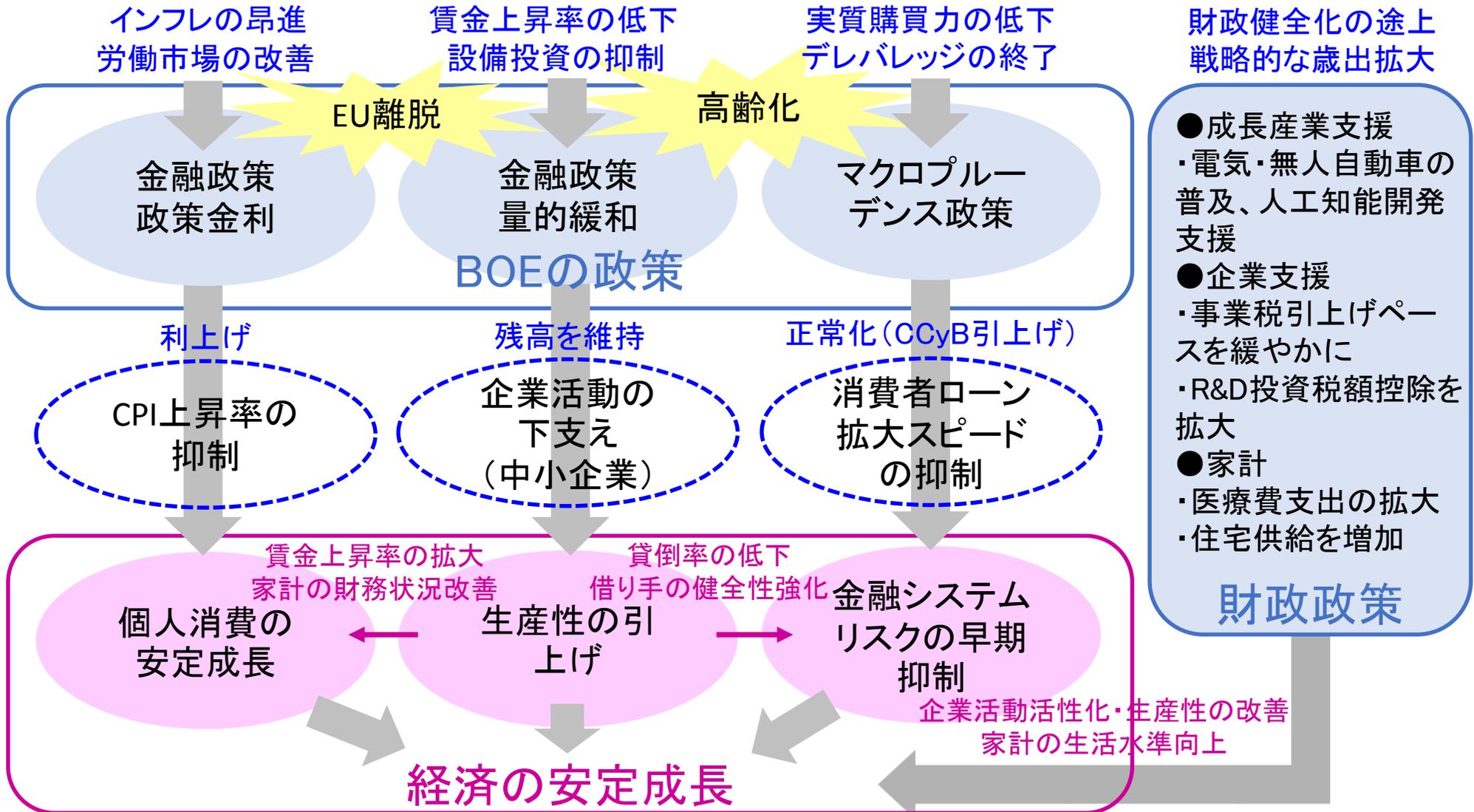
Transmission Channels	Financial Stability Benefits	Financial Stability Risks
Directly to real economy	Provision of funding and hedging opportunities for the real economy	Reduced resilience of non-banks providing critical services
Through impact on systemically important counterparties	Support for critical functions of systemically important counterparties	Solvency and funding liquidity contagion
Through impact on systemically important markets	Support for price discovery and market liquidity	Mispricing, e.g. via fire sales

Peer-to-Peer Lending



5. BOEの政策対応

■ 金融経済と政策対応



5. BOEの政策対応

■ 2017年11月のインフレーション・レポート(概観)

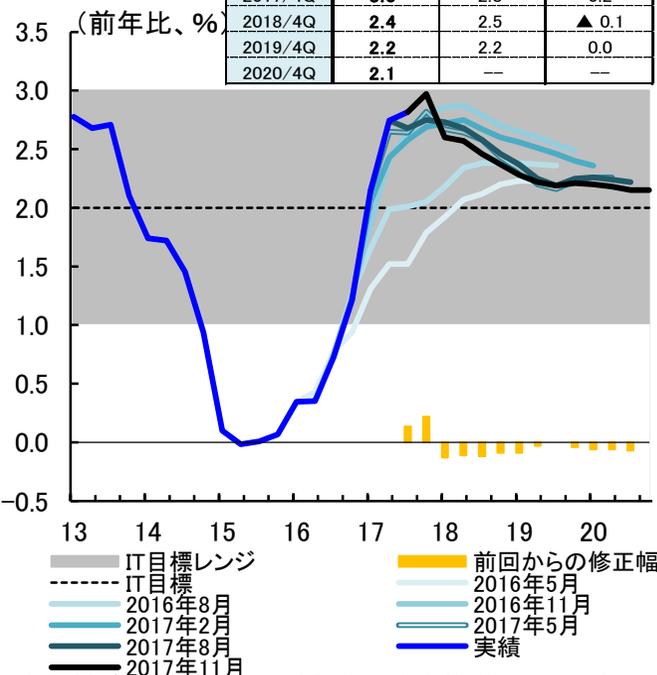
資料: BOE, CEIC

・BOEによる今回(11月)のInflation Reportでは、輸入物価の上昇によるCPIへの波及(+1.0pp)とエネルギー価格上昇を主因に、2017年のインフレ見通しを上げた(ピークは10月<3.25%>と予想)。もっとも、2018年以降は、輸入物価による上昇圧力は継続するが、見通し期間後半にエネルギー価格の影響が減衰し、賃金・生産性上昇率も低い伸びに止まるとして、若干ながら下方修正した。この間、失業率は下方修正(改善方向)した。

ーなお、これらの前提となる政策金利は、市場の予想に基づき、2020年3Qに1.0%に達するパス(つまり、今後3年間に25bp×2回の利上げ)が想定されている。

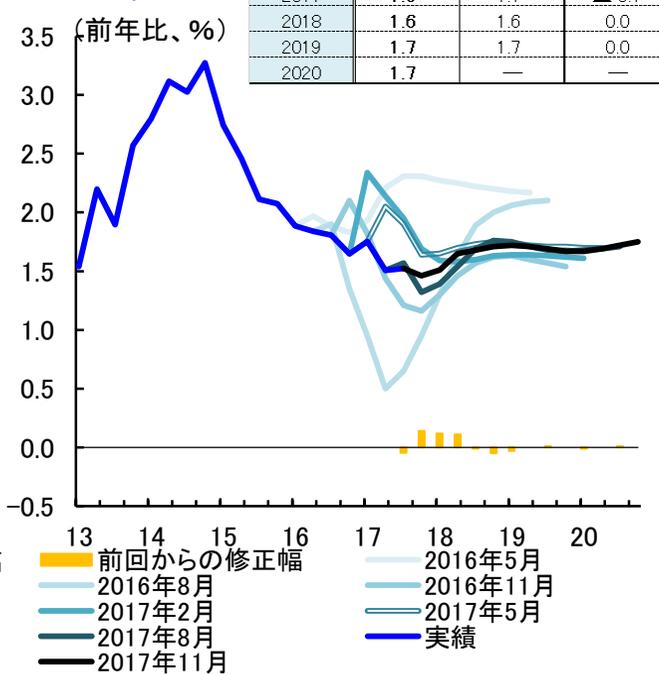
物価見通し

	CPI	Median	(前回予想)	変化幅
2017/4Q	3.0	2.8	2.8	0.2
2018/4Q	2.4	2.5	2.5	▲0.1
2019/4Q	2.2	2.2	2.2	0.0
2020/4Q	2.1	—	—	—



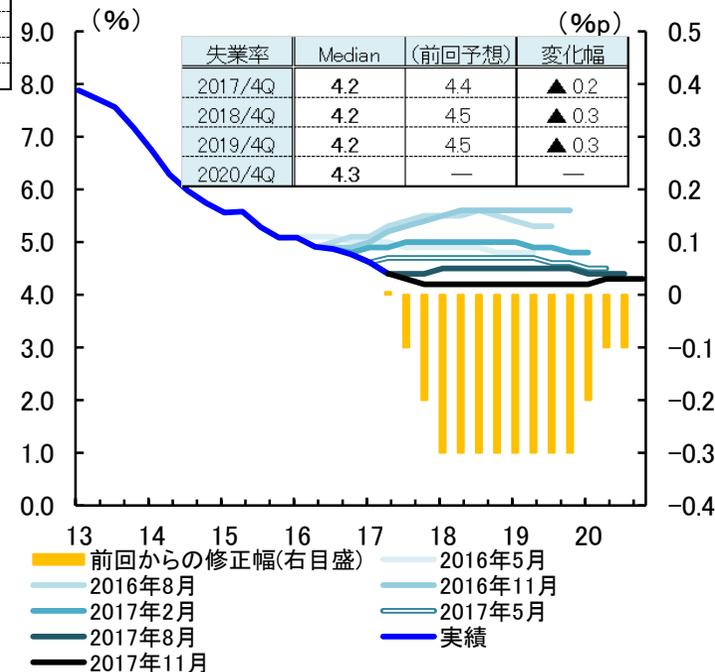
GDP見通し

	GDP	Median	(前回予想)	変化幅
2017	1.6	1.7	1.7	▲0.1
2018	1.6	1.6	1.6	0.0
2019	1.7	1.7	1.7	0.0
2020	1.7	—	—	—



失業率見通し

	失業率	Median	(前回予想)	変化幅
2017/4Q	4.2	4.4	4.4	▲0.2
2018/4Q	4.2	4.5	4.5	▲0.3
2019/4Q	4.2	4.5	4.5	▲0.3
2020/4Q	4.3	—	—	—



5. BOEの政策対応

■ 2017年11月の利上げ

資料: BOE, CEIC

(注)直近はバランスシートが2017年11月15日週、政策金利が11月国債金利が10月。

・BOEは今回(11月)のMPCで、2007年7月以来となる利上げ(25bp)を決定した(投票は7:2)一方、資産買入れ(国債と社債)は全員一致で現状維持とした。今回の利上げに関しては、インフレ率が持続的に目標に戻るスピードと、労働市場や経済活動に対する金融政策によるサポートとのトレードオフのバランスをとるためと説明するとともに、失業率からみてスラックは殆ど残存していないとみられるほか、海外経済の強さ、緩和的な金融環境、消費者コンフィデンスの底堅さ等を踏まえると緩やかな引締めが望ましいとした。

・なお、先行きの利上げに関しては、緩やかなペースかつ限定的とすることで全員が一致した。

政策金利

0.5%

2016年8月に0.5%から▲25bps引下げた後、17年11月に10年にぶりに利上げ。

量的緩和(合計5850億ポンド)

国債購入

4350億ポンド(APF資産購入額上限)

2016年8月に3750億ポンドから+600億ポンド引上げ。

社債購入

100億ポンド(APF資産購入額上限)

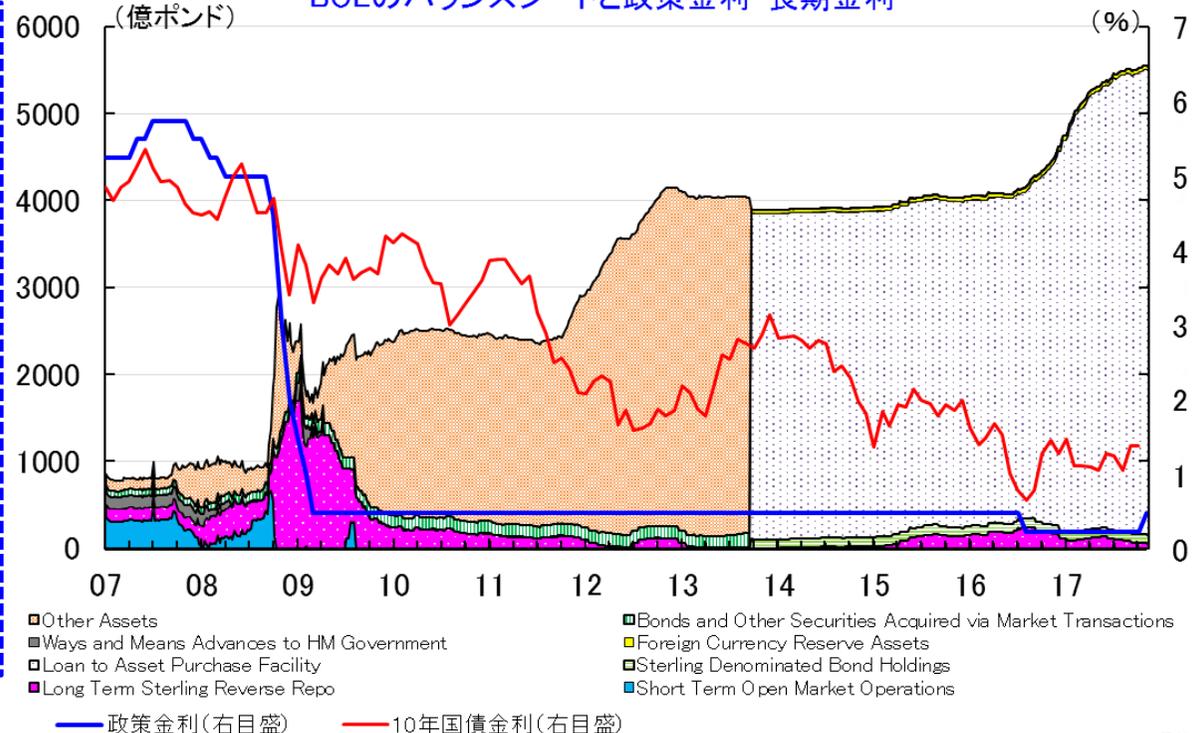
2016年8月に再開。

貸出促進策(Term Funding Scheme)

1000⇒1150(8月)⇒1400(11月)億ポンド

2016年8月導入(FLSの後身)。政策金利+手数料での貸出。825億ポンドの利用実績。2017年8月に18年2月末終了を決定しており、それまでに1400億ポンドの申込みが予想されている(11月20日に財務省承認済み)。

BOEのバランスシートと政策金利・長期金利



5. BOEの政策対応

(参考)MPCメンバーの主な意見

資料:BOE

・11月のMPCにおける決定について、議論のポイントをMPC委員のスピーチから整理すると以下ようになる。

	MPC11月 議事要旨 11月2日	Mark Carney 氏 9月18日	Gertjan Vlieghe氏 9月15日	Michael Saunders氏 8月31日	Ben Broadbent氏 11月15日	Jon Cunliffe 氏 11月14日	Dave Ramsden氏 11月20日
決定内容/投票	+0.25%	+0.25%	+0.25%	+0.25% Forward-looking	+0.25% 現時点のデータ	据え置き 現時点のデータ	据え置き 現時点のデータ
インフレ 圧力の 性質	輸入物価の影響は今後 数年かけて減衰。国内 圧力は上昇する兆し	ギャップの縮小 に伴いインフレ 圧力は高まる	国内の中期イン フレ期待は高ま りつつある	国内要因に変化	金融市場と消費 者の期待の違い	国内圧力は弱い	国内圧力は弱い
GDP ギャップ	余剰生産能力は吸収さ れつつあり限定的	余剰生産能力は 縮小	縮小	縮小	余剰生産能力は 縮小		
労働市 場	労働市場のタイト化は 想定より速く、スラックは 限定的。賃金上昇率は 緩やかな拡大を予想。	純移民流入は 25%減少し一部 産業でタイト化 (インフレ圧力)	賃金上昇率も17 年初よりは高 まっており、先行 きも上昇の兆し	スラックはタイト 化	フィリップスカー ブは下方シフト (自然失業率 4.5%)	フィリップスカー ブの説明力は低 下している	労働市場が柔軟 性を高め、スラッ クが残されてい る可能性
均衡実 質金利	言及なし	長期的には構造 要因で低下、循 環的には短期的 に上昇(緩和超)	上昇している可 能性		Brexitが適正な 金利水準に与え る影響は不透 明・複雑		
Brexit	EU離脱の調整プロセス において、インフレの目 標への安定的収束と、 雇用や経済活動のサ ポートというトレードオフ のバランスをとる。	先行き不透明感 が企業の投資を 当面控えさせて いるため、先行 き生産能力の拡 大は限定的	先行き不透明感 が企業の投資を 当面控えさせて いる		企業期待は投資 を通じて生産性 に影響するため Brexitが低成長 低金利に繋がる とはいえない	期待(悲観的、楽 観的を含め)が 企業と家計の行 動に影響を及ぼ している	

5. BOEの政策対応

(参考) 利上げと家計行動

(注1) 左図は2017/2Qの実績値。中国の直近は16年、右図は17/2Q。

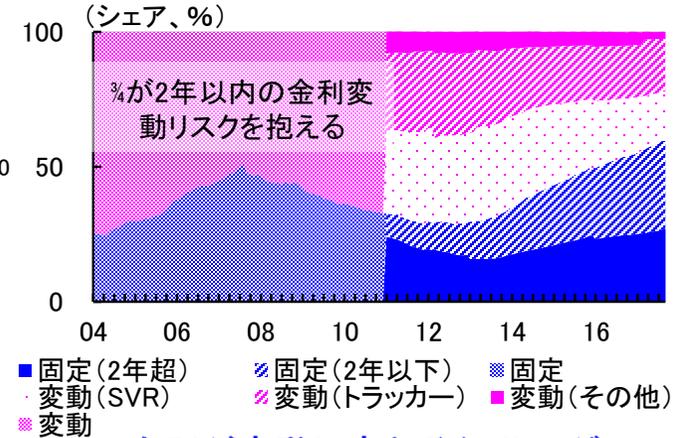
(注2) 中国のローンは総額。預金は現預金から現金を差し引いた金額。

(注3) 右下図は2017年9月のNMG Consulting Survey of Householdsをベースとする。

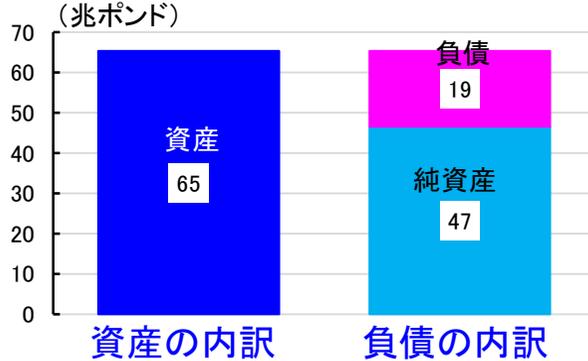
・BOEは、利上げは借入コストの上昇と預金リターンの増加をもたらすとして、純債務者は支出のキャッシュフローに対する感応度が高まると説明しているが、金融機関が預金金利を引き上げるかどうか不透明な面がある。

・住宅ローンを抱える家計は全世帯の1/3に達し、家計債務の3/4を占めている。固定金利型は6割まで増加しているが、2年以上の固定は2割程度に止まる(消費者ローンは8割が固定金利)。また、金融危機以降、預金の増加率は債務を上回っており、現金と合わせて家計の資産の1/4を占める。

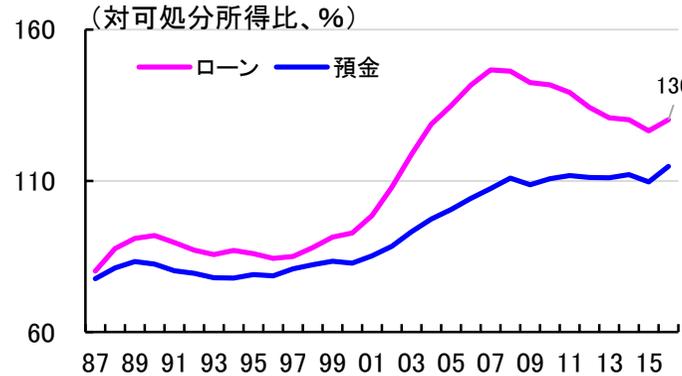
住宅ローン借入金利



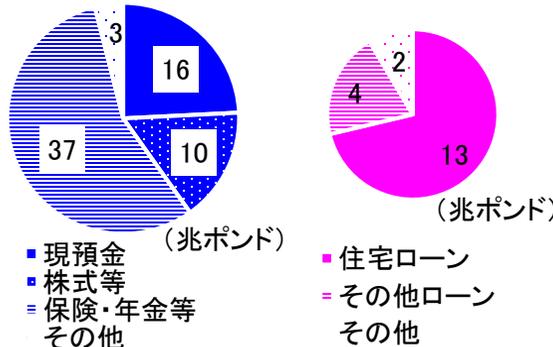
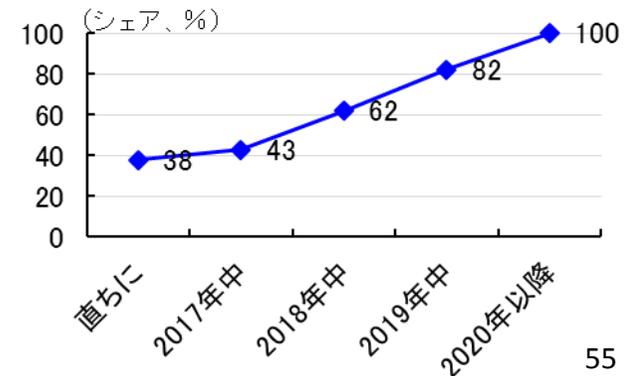
家計のバランスシート



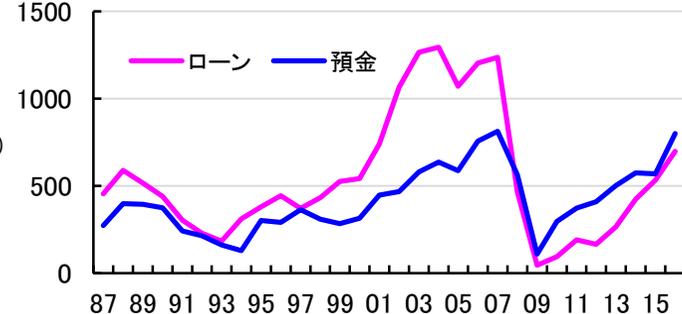
家計のローンと預金(ストック)



金利が変動に変わるタイミング



家計のローンと預金(フロー)



5. BOEの政策対応

資料: CEIC、BOE

(注1) 左図の直近は2017/2Q。個人消費と可処分所得は実質ベース。貯蓄率は貯蓄/税引き後所得。

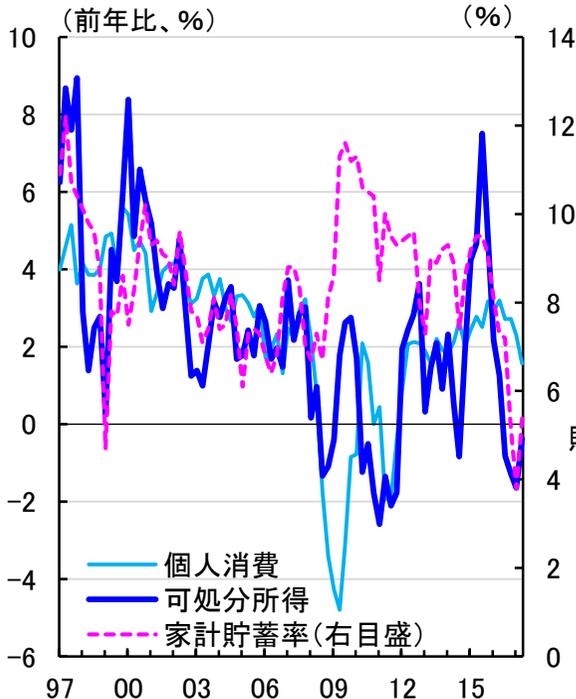
(注2) 中・右図は物価が5%上昇した場合のBOE主催のNMGサーベイ結果(2017/5月時点)。

(参考) 利上げと家計行動

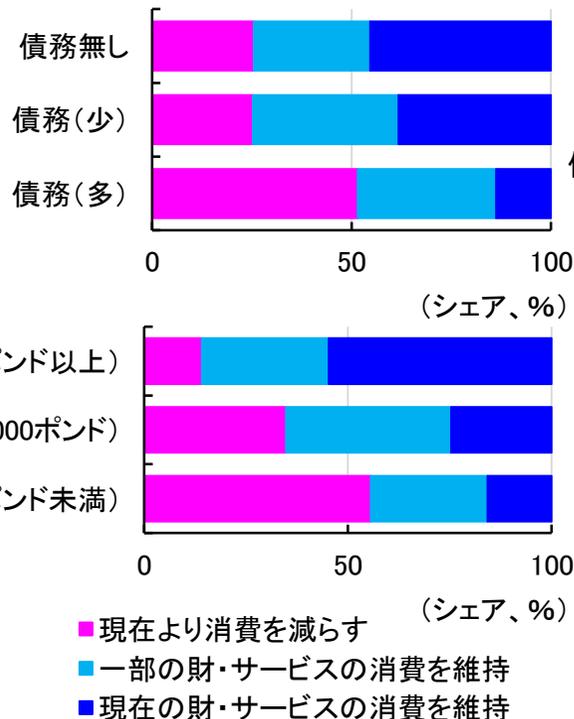
・BOEは、GDPの6割を占める個人消費を担う家計部門について、インフレ昂進による実質購買力毀損という負の影響と、利上げによる支出抑制という負の影響を天秤にかけながら、利上げによってインフレを抑制することを選択したとみられる。

一家計は貯蓄率の引き下げなどを通じて消費水準の維持を図るが、貯蓄が少ない家計や債務が多い家計を中心にマクロ的には消費支出が調整される。

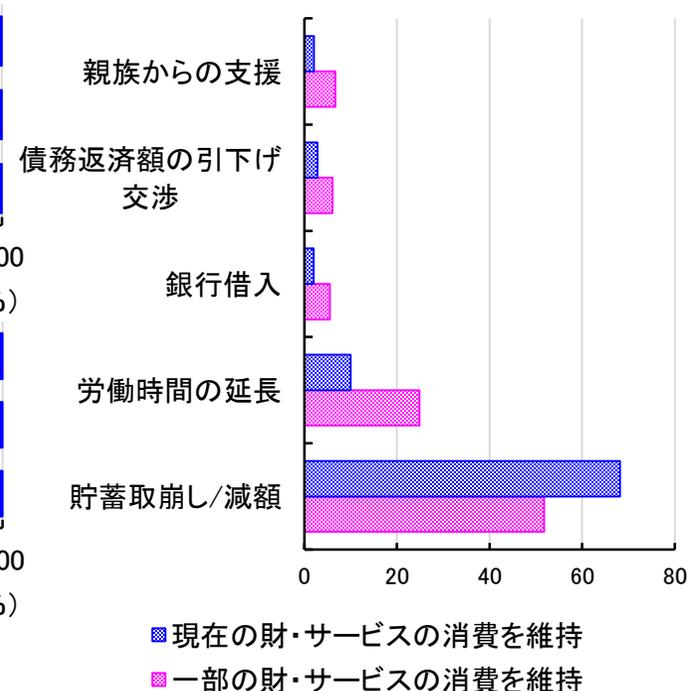
家計の所得・消費・貯蓄



物価上昇時の家計の対応



消費維持のための手段



5. BOEの政策対応

■ 量的緩和

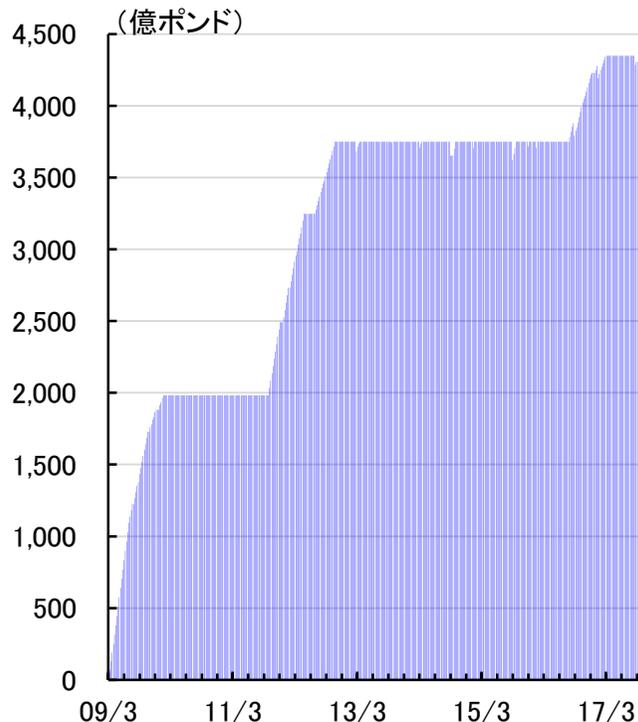
資料: BOE, DMO

(注1) 直近はいずれも9/17日週。右図は9/20日時点。

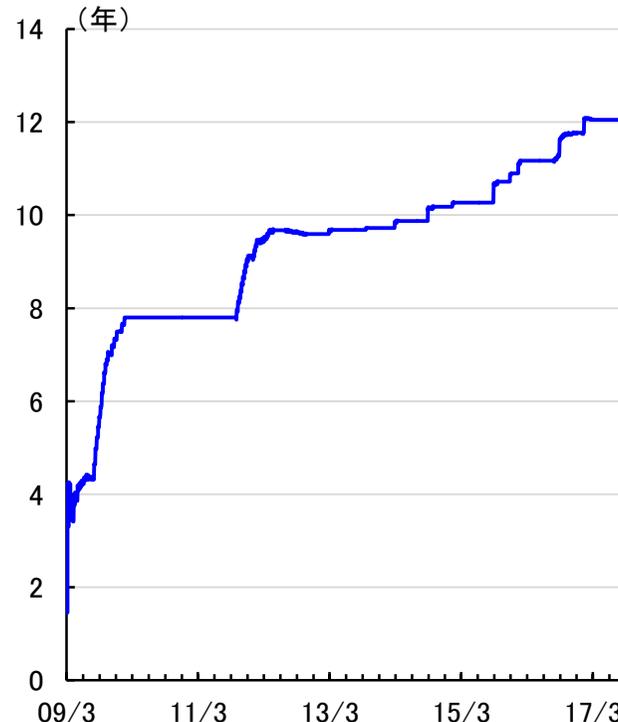
(注2) 中図の残存年数は、保有国債の残存年数を金額で加重平均。

・2009年3月より導入されたAPFは、現時点で買入上限が4,350億ポンドに設定されている。残存年数3年以上の普通国債(Conventional Gilts)を買入対象とし、残存期間が3-7年、7-15年、15年以上に分けて買入れを行ってきた。保有国債の残存期間は再投資に伴い徐々に長期化が進んでおり、足もとで12年強である。また、残存年数別の分布は国債全体と凡そ同様であり、3年未満で償還を迎える国債が全体の2割となっている。

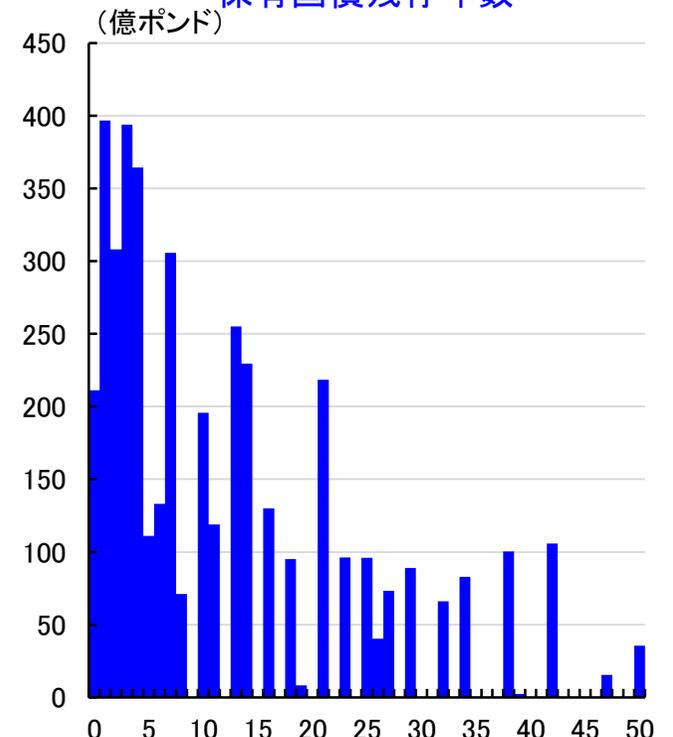
保有国債残高



APF国債残存期間



保有国債残存年数



(注1) 左図の直近は17/1Q時点。凡例の()内は17/1Q時点のシェア。

(注2) 中図は17/2Q時点。物価調整済み発行残高。ネットベース。

(注3) 右図の直近は17/2Q。超短期は3年未満、短期は3-7年未満、中期は7-15年未満、長期は15年以上を指す。償還年限はグロスベース。

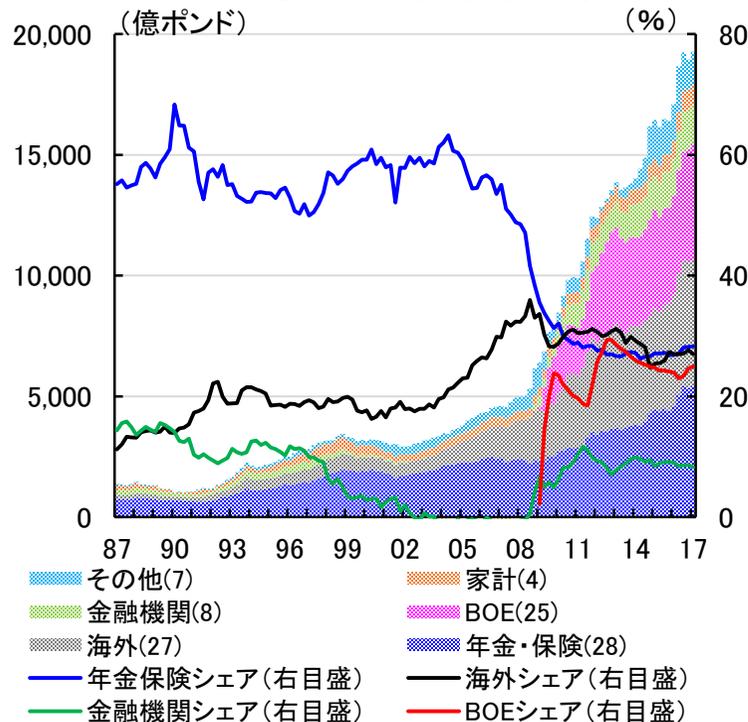
5. BOEの政策対応

(参考) 国債

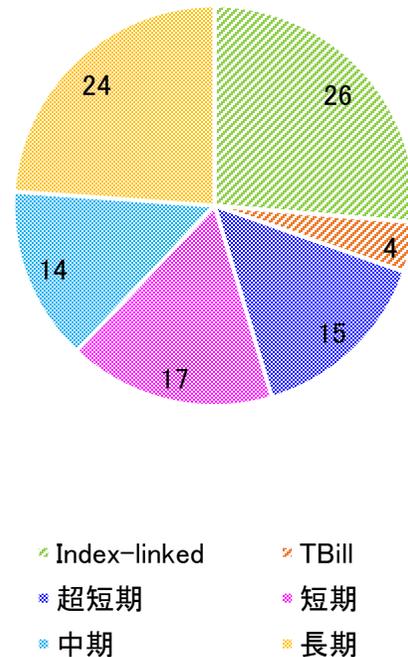
・英国債の残高は約2兆ポンドであり、名目GDP比約75%に達する。最近では年金・保険、海外、BOEがそれぞれ約25%程度ずつ(物価変動債を含む)保有している。平均償還年限は長期化が進んでおり、足元ではおよそ18年(普通国債のみでは15年)となっている。

ー発行済み国債のうち、APFの買入対象である普通国債は約7割を占める。

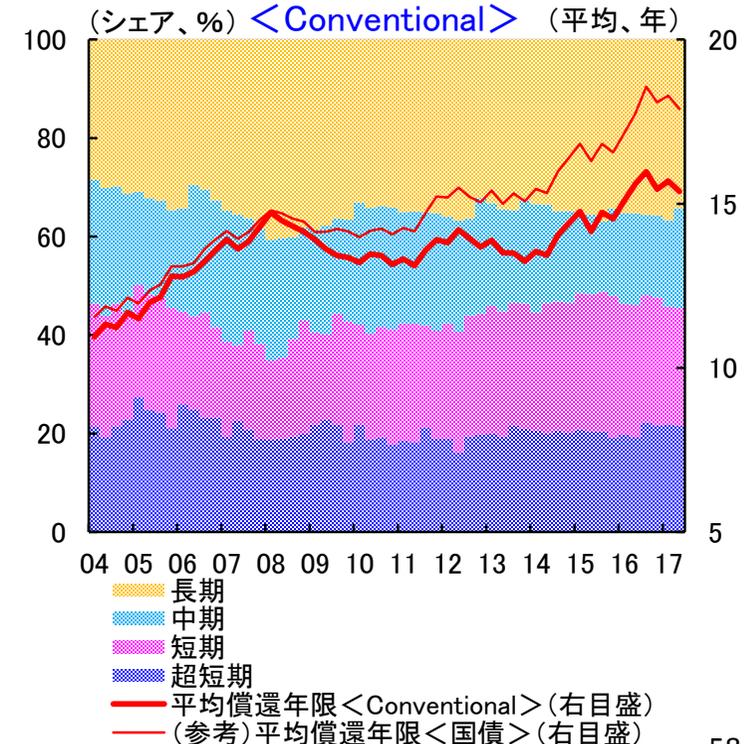
保有者別国債発行残高



国債・財務省証券内訳



国債満期構成



5. BOEの政策対応

■ 量的緩和と財政

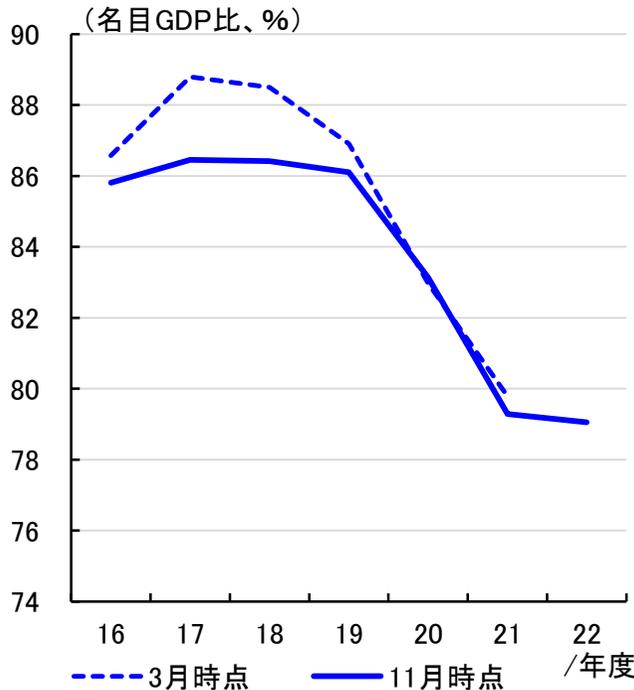
(出所)OBR

(注)右図の直近は23年1Q。

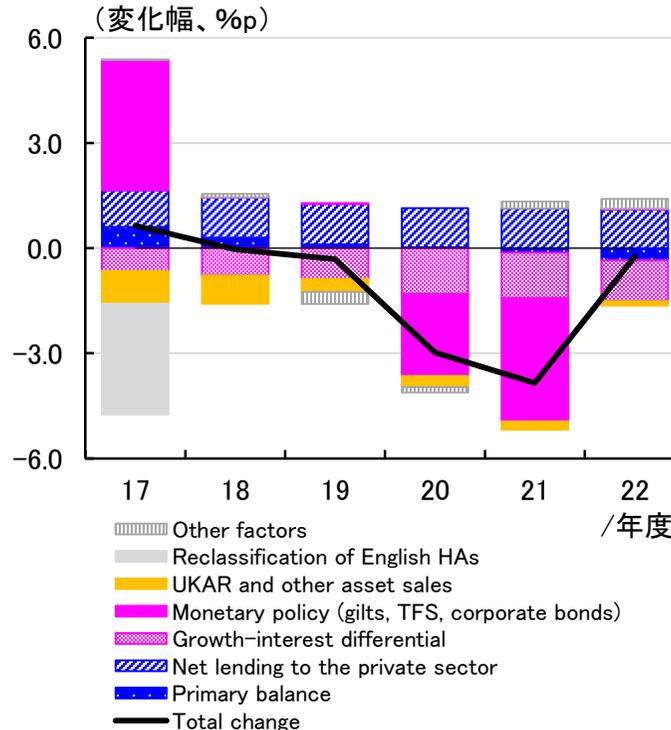
・オズボーン財務相は、11/22日に来年度の予算を発表した。マンドートの一つである政府債務の名目GDP比率引下げや財政赤字目標(2%未満)は2020年度の目標を前倒し2018年度に達成できる見込み。

ー2020~2021年度にかけて政府債務比率が大きく低下する主因は「金融政策」、なかでもTFSである。つまり、2017年度は実行に伴い政府債務残高の増加に寄与したものの、4年間の期間が終了して償還される2020-2021年度には残高の減少に寄与する。なお、OBRは少なくとも2018年度中(~19年3月)は量的緩和が維持されると想定している。

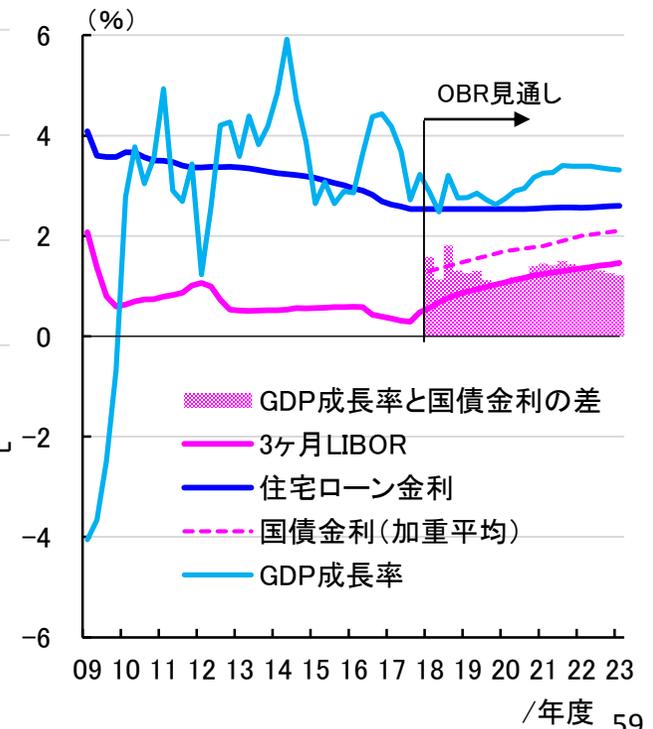
政府債務



政府債務変化要因



金利の想定



(注1) 左・中図の直近は16年度。金利のみfiscal yearベース(平均値)で16年。

長期債とは5年以上を指す。

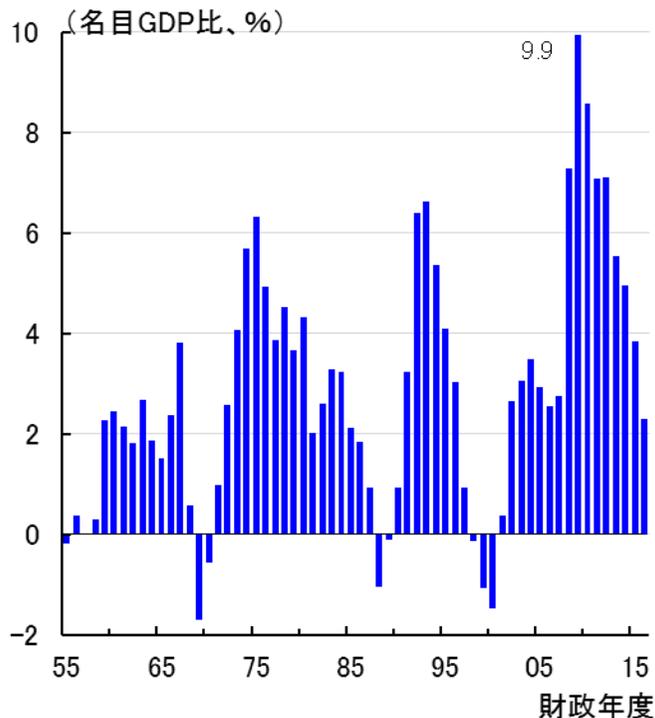
(注2) 右図の閾値(90%)はReinhart and Rogoff(2010)による推計値で、政府債務が経済成長を下押しする潜在性を有する閾値を示す。同様の推計として、Mencinger et al(2015)は80-94%という数字を示している。Collard et al(2015)は英国の場合について、持続可能な政府債務の水準は最大126%であるとした。なお、ストレステストはOBR(2017年11月)による。

5. BOEの政策対応

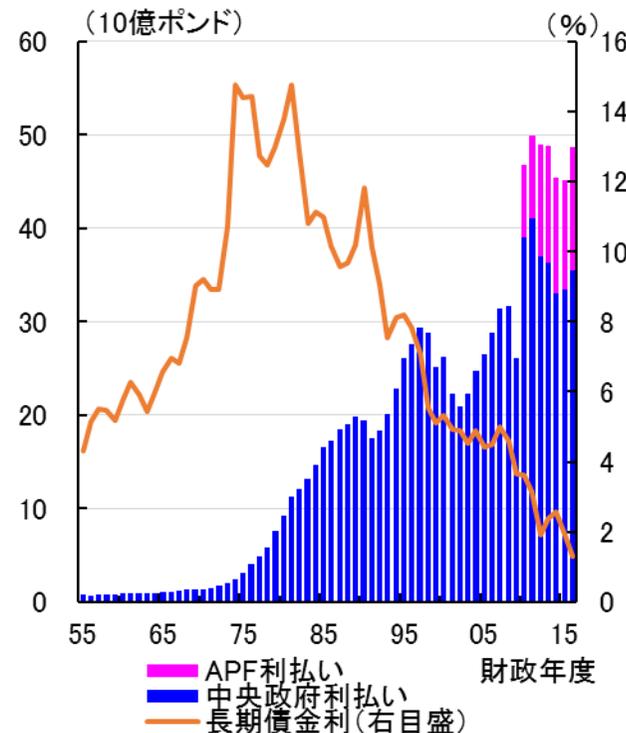
(参考) 財政と金融システムの安定

・11/30日、FPC外部委員のRichard Sharp氏は政府債務と金融システム安定の連関について講演を行い、システムミックリスクの定義が曖昧である中で、政府が財政出動余力(fiscal space)を確保しておくことは、危機の際に金融システムを安定させる上で非常に重要と主張した。同時に、歴史的な低金利水準にも関わらず、APFを除いても利払い費が過去最高水準に近づいている点を英国の財政に関する懸念事項として指摘し、人口動態面からも財政状況の悪化が予見される中、予め政府債務を減らすことが財政とマクロプルーデンス政策のポリシーミックスの有効な機能に資するとした。

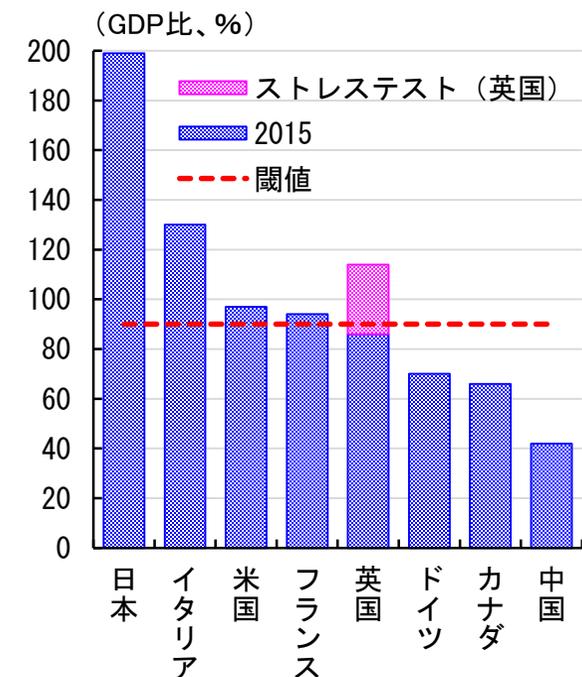
公的部門純借入



政府の利払い



政府債務(2015)



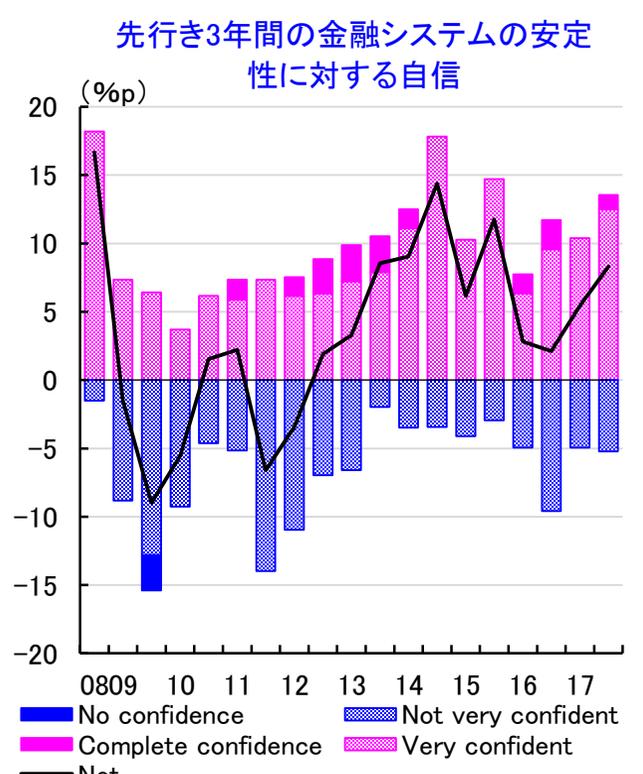
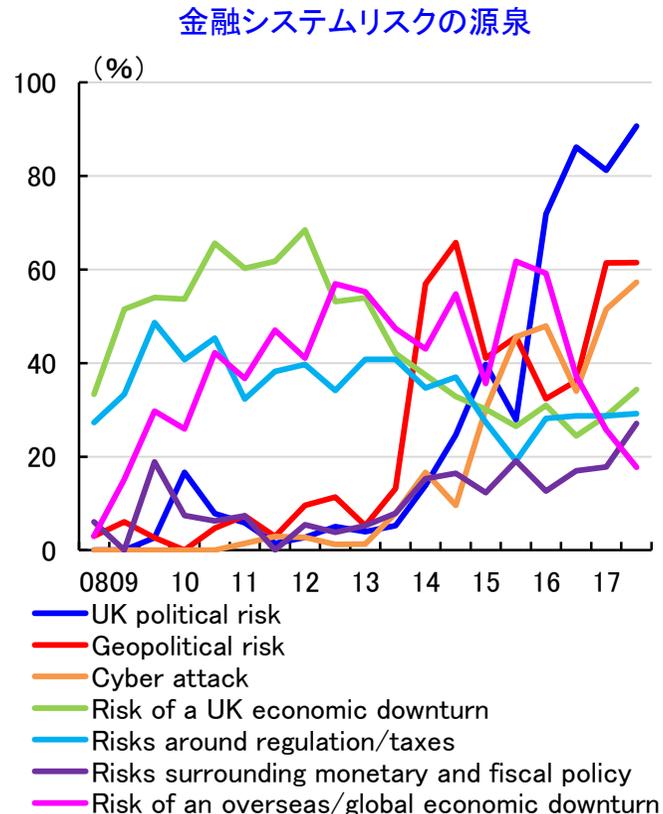
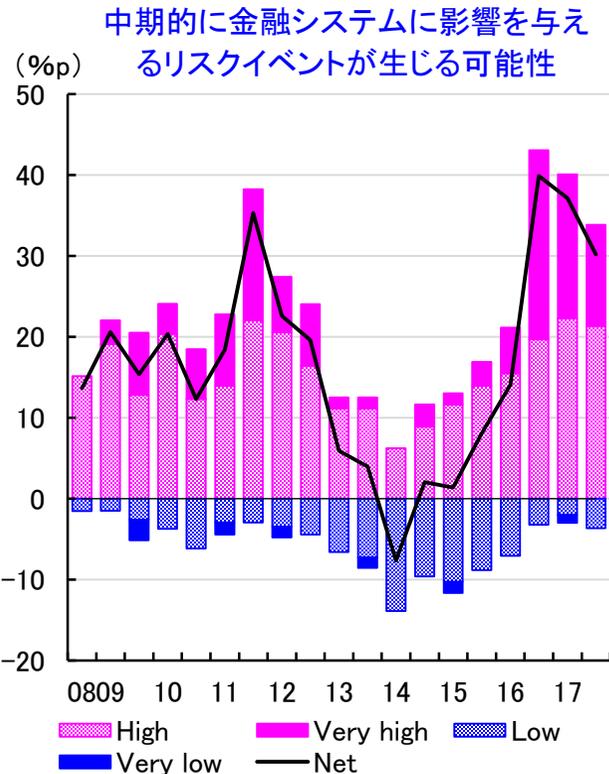
5. BOEの政策対応

■ 金融システム安定の評価

(出所)BOE (Systemic Risk Survey)

(注)市場参加者(主に金融機関、ヘッジファンド、保険会社、民間大手非金融企業等のリスクマネジメント・財務責任者)を対象とするサーベイ。
最新のサーベイ実施期間は直近は9月12-29日。

・市場からみた金融システムでのリスクイベントの発生可能性は、2016年後半に急激に高まったあと、引き続き高止まっている。市場参加者の9割が国内政治的リスクを考え得る原因として指摘しているほか、Brexitを指摘する向きも8割を超えている。一方、海外経済に対する不安は危機前の水準に低下している。にも関わらず、リスクイベントが発生しても英国の金融システムは安定を維持するとの見方が相応に共有されている。



5. BOEの政策対応

■ カウンターシクリカル資本バッファ

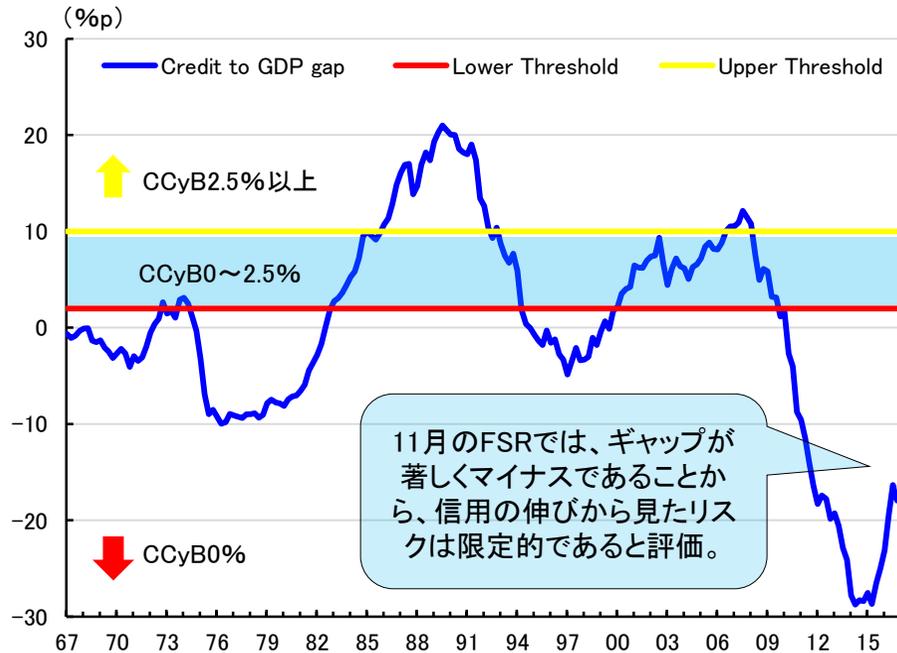
(出所) BOE, "How might macroprudential capital policy affect credit conditions?," Rashmi Harimohan et al (2014).

(注) 右図の対象行はバークレイズ、HSBC、ロイズグループ、RBS。

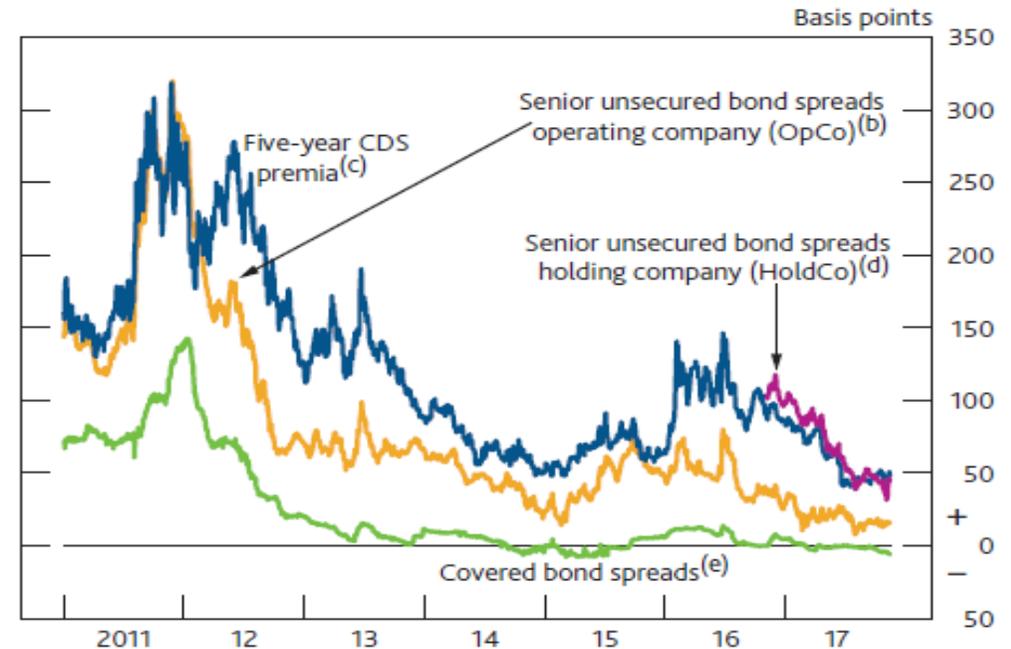
・FPCは、国民投票直後の2016年7月、不確実性が海外投資家の行動を通じて商業用不動産市場、家計債務、債券市場へ与える影響を指摘し、CCyBを0.5%から0%に引下げた。その後、17年6月には金融システムにかかるリスクが**標準的**になったとして、CCyBを0.5%に引き上げ(18年6月27日施行)、**11月にも1%(=114億ポンドに相当)**まで引き上げ(18年11月28日施行)ることを発表した。

－Harimohan(2014)は、金融経済環境が良好な際に自己資本積み増しを求めた場合、金融機関の資本調達コストが上昇すると指摘している。金融機関が調達コストの上昇を貸出金利に転嫁することで貸出が抑制され金融システムの安定に資するというメカニズムが想定される。

カウンターシクリカル資本バッファ



銀行の資金調達コスト(長期)



5. BOEの政策対応

■ ストレステスト

・11/28日に公表されたストレステストの結果によれば、2014年の開始以来初めて、対象全銀行(7行)について自己資本の積み増しが不要とされ、BOEは「英国の銀行システムは国内外の同時発生的な深い景気後退においても頑健性を発揮する」と結論づけた。

ーFPCは、Brexitが交渉無し離脱(“a sudden exit from the European Union without a trade agreement”)となった場合もシナリオに含めていただけに、FPCは「秩序なきBrexitでも銀行システムは経済を下支えし続けられる」と評価した。それでも、交渉無し離脱と世界的な景気後退が重なった場合に備え、金融機関に更なる準備を求めるとともに、Brexitには移行期間の設定が有益との見方を示した。

ストレステスト・シナリオ

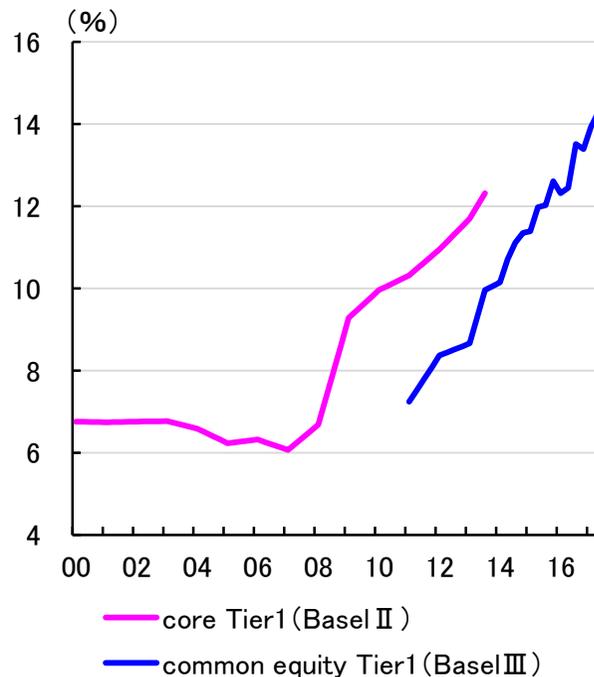
- ・英国の資産に対する投資家のアペタイトの急激な低下
- ・ポンド(対ドル)の下落(過去最低)
- ・政策金利の上昇(4%)
- ・失業率の上昇(国際金融危機時より大幅)
- ・商業用不動産価格の下落(▲40%、過去最高)
- ・住宅価格の下落(▲33%、過去最高)

Brexitの影響に対する予防策

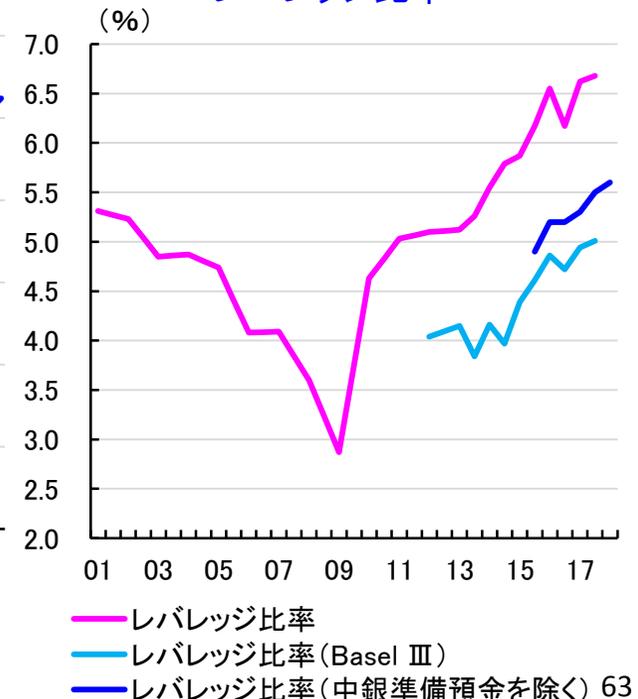
- ・18年前半でCCyBの水準(1%)の妥当性を再検討
- ・金融サービスに関する法・規制のフレームワークを離脱法案に盛り込む
- ・適切な時期における移行期間の設定
- ・財務省はクロスボーダーの保険・デリバティブ契約保持者に対しサービスの持続性を可能な限り達成
- ・PRAは17年末までにEEA法人格を有する銀行の支店が英国内で営業可能にするための手続きについて発表
- ・FPCは少なくとも現状のprudential standardsを維持

(注1)直近は17年7月、レバレッジ比率(中銀準備預金を除く)のみ10月。
(注2)ストレステストの対象行は、Barclays plc, HSBC Holdings plc, Lloyds Banking Group plc, Nationwide Building Society, The Royal Bank of Scotland Group plc, Santander UK Group Holdings plc, Standard Chartered plcの7行。

金融機関の自己資本



レバレッジ比率



(「金融市場パネル」の資料: ホームページの掲載場所)

- 日本語版: <http://fis.nri.co.jp/ja-JP/fmp/fmp/discussion.html>
- 英語版: <http://fis.nri.co.jp/en/fmp/fmp/discussion.html>

本資料は、「金融市場パネル」での議論のための情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著作者が保証するものではありません。記載された意見は著作者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融ITイノベーション研究部のものではありません。

2017年12月12日

株式会社野村総合研究所
金融ITイノベーション研究部 主任研究員
石川 純子

j-ishikawa@nri.co.jp

