

住宅バブル崩壊と英国経済 ～英国住宅市況が直面するのは長い下り坂？～

経済調査部 主任研究員 西村 陽造

要旨

2000年代に住宅ブームに沸いたのは米国に限らない。欧州、途上国など低金利と好況の持続に支えられた住宅投資と価格の高騰は世界中に広がっていた。そうしたブームの終焉、バブル崩壊的な価格の下落もグローバルに広がっている。その典型的な例を英国に見ることができる。英国でも住宅バブルの崩壊と景気減速が鮮明になっているが、食料品、石油価格の上昇によるインフレ懸念から、金融緩和策をとれない状況にある。今後、英国も住宅バブル崩壊により、通常の景気後退期よりも厳しい調整を余儀なくされよう。

ただし、これまでのところ米国に比較して英国の住宅ローンの支払遅延率はまだ低く、ピーク時の住宅投資の水準も米国ほど高くはなかった。また北海油田のおかげで石油輸入依存度がほぼゼロであり、高水準の輸入原油価格による海外への大規模な所得移転を免れている。こうしたことは英国の経済情勢の悪化が米国よりは幾分緩和されたものになる要素としてはたらくかもしれない。ただし、過去の長い住宅ブームで住宅価格の割高感は強い。住宅価格にこの先待ち受けているのは長い下り坂かもしれない。

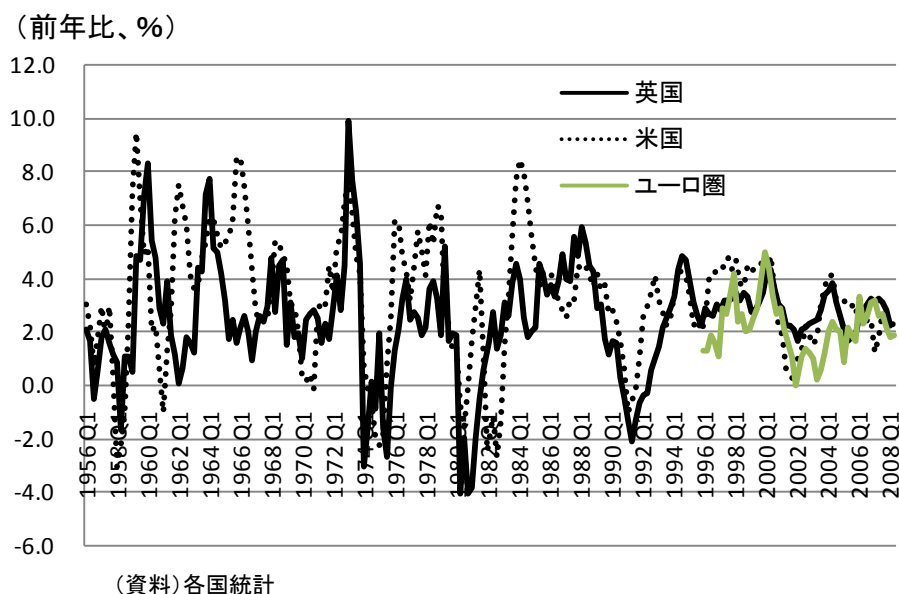
米国経済とのリンク：住宅バブル崩壊で減速を強める英国景気

英国の景気循環は、米国の景気循環と高い連動性がある。実質 GDP 成長率の推移をグラフにすると一目瞭然である。1980年代後半以降、特に連動性が強まっている（第1図）。2006年の英国の財貨・サービスの貿易の5割弱は対ユーロ圏で、対米は2割弱に過ぎないにもかかわらず、景気展開では欧州よりは米国との連動が強いのはやや意外である。しかし、米英の間では直接投資がフローでも残高でも双方向的に大きく、それが両国経済を深くリンクさせているのだろう。相互的な直接投資は90年代以降ひと際拡大した。そうした資本の相互依存の深化を生んだ背景として、米国が英国の植民地から独立した歴史的経緯、完全な英語圏、ビジネスモデルの類似性などが考えられる。

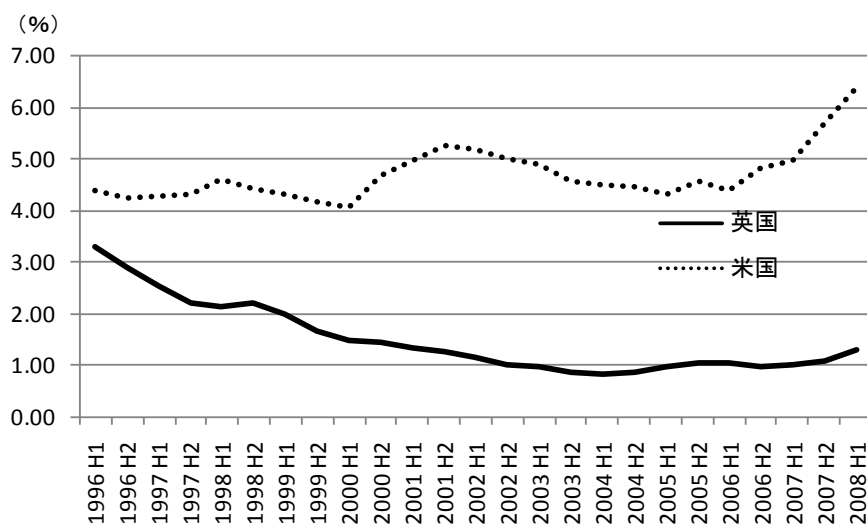
足もとの景気動向も英米間の連動性は高い。2007年半ばの米国サブプライム危機をきっかけに、住宅バブル崩壊による景気減速傾向が強まっている。今のところ住宅ローンの支払遅延率では、英国は米国を大きく下回っており、上昇ペースも緩やかである（第2図）。ピーク時の住宅投資の GDP に対するシェアも、米国は約6%であるのに対して、英国は3%台半ばである。しかし英国の住宅価格は、これまでの長い住宅ブームによる価格上昇で、割高感が強い（第3図）。この先に待ち受けるのは、長い下り坂かもしれない。

金融政策としては、住宅不況の景気下押し圧力を和らげるべく、思い切った金融緩和を実施したいところであるが、食料品・石油価格を中心にしたインフレ率の上昇が、その障害になっている。ただし、食料品・石油価格を除いたコア・インフレ率や賃金上昇率は比較的落ちついており、「物価上昇→賃金上昇→物価上昇」といった本格的なインフレの悪循環に陥る可能性は低い。それでも中央銀行（Bank of England）は金融緩和に大きく舵を切るには、現状はまだインフレリスクが高すぎると考えているようだ。

(第1図) 英国と米国の実質 GDP 成長率 (前年比)



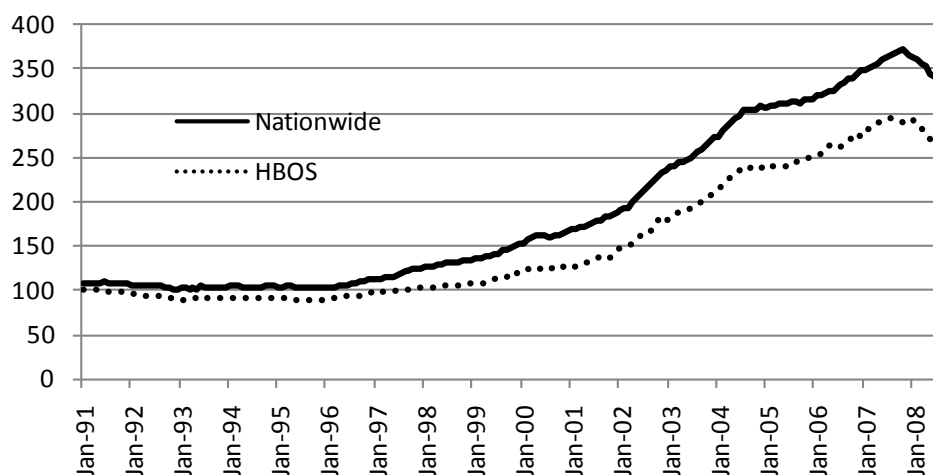
(第2図) 英国と米国の住宅ローン遅延率



(注) 3ヵ月(英国)、もしくは90日(米国)以上の遅延。

(資料) 英国 Council of Mortgage Lenders、米国 Mortgage Bankers Association

(第3図) 英国の住宅価格

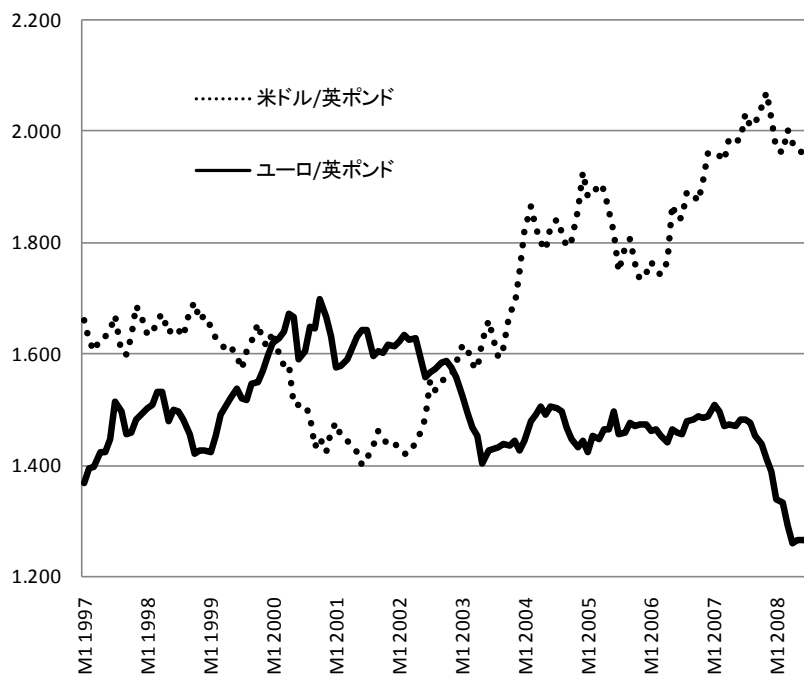


(注) Nationwide発表のものは1991年=100. HBOS発表のものは1983年=100であるが1991年=100に調整した。

英ポンド相場の過大評価の修正と経常収支赤字の縮小

サブプライム危機を契機に、英ポンド相場は2007年夏のピーク時から対ドルで9%、対ユーロで16%下落した(第4図)。IMFの試算では、それでもまだ趨勢的な均衡水準からは約5~10%、英国ポンドは過大評価(割高)であるが、ポンド相場下落はタイムラグを伴いながらも、経常収支赤字の縮小に貢献するだろう。

(第4図) 英ポンド相場の推移



(注) 上昇するほどポンド高。
(資料) IMF, International Financial Statistics

英国の経常収支赤字の GDP に対する比率は、2006 年 3.9%、2007 年 4.3%であった。一国の経常収支は、国内の総貯蓄から総投資（企業設備投資や住宅投資）を差し引いたもの、すなわち、貯蓄・投資差額に等しくなる。英国の貯蓄・投資差額について見ると、政府部門の貯蓄・投資差額の赤字（＝財政赤字）が GDP 比 2.9%、家計部門の貯蓄・投資差額の赤字（＝投資が貯蓄を超過している幅）が、GDP 比 2.2%である（2006 年時点）。マクロ経済的には、この 2 部門の貯蓄・投資差額（貯蓄不足）が、経常収支赤字と表裏の関係にある。ちなみに、企業部門の貯蓄投資差額は GDP 比 1.7%の黒字である。

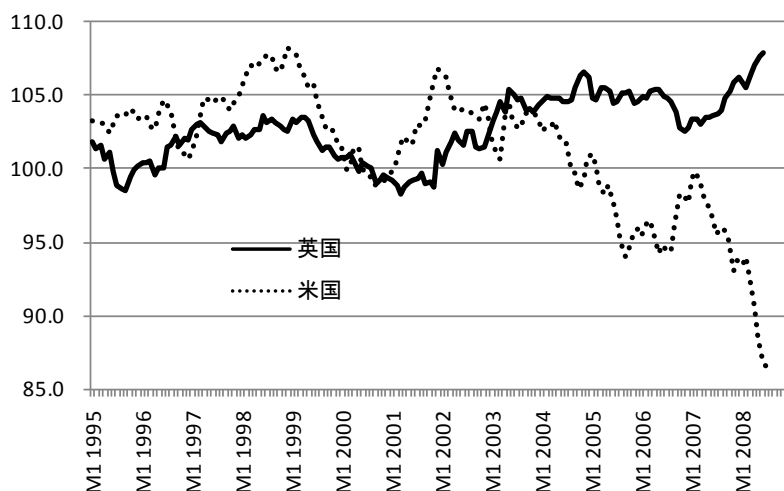
したがって、現局面では、財政赤字削減策とならんで、家計部門の貯蓄・投資差額（貯蓄不足）の縮小が、経常収支赤字削減に有効である。住宅ブームは住宅投資を押し上げ、資産効果を通じて家計貯蓄率を押し下げる効果があった。米国のサブプライム危機を契機にした英国住宅ブームの終焉は、家計貯蓄率を上昇させる効果がある。すなわち、国内の景気減速の代償は伴うものの、家計部門の貯蓄投資差額（貯蓄不足）の縮小を通じて、対外的な不均衡（経常収支赤字）の縮小に貢献する。実際、経常収支赤字の対 GDP 比は、四半期ベースで見ると、2007 年第 3 四半期の 5.4%をピークに、同年第 4 四半期 2.8%、2008 年第 1 四半期 2.5%と縮小している。

なお、英国は対外純債務国で、2007 年末の対外純債務は GDP 比 25%と米国よりも高い。ところが、対外債権・債務から生じる投資収益の受取・支払の収支である投資収益収支は依然として若干ながら黒字で、2007 年で GDP 比プラス 0.4%であった。これは米国と類似した構図である。すなわち、対外債権からの投資リターン（英国の受取り）が対外債務のリターン（英国の支払い）より高い結果である。

石油輸入依存度の低さが、景気調整の厳しさを和らげる

このように英国経済と米国経済とは共通点が多い。加えて、両国とも石油産出国である。しかし、重要な点で違いがある。英国の石油輸入依存度は米国よりもはるかに低いことである。実際、2007 年の米国の石油・石油製品輸入は対 GDP 比で 2.4%であるのに対して、英国の石油純輸入は対 GDP 比で 0.3%である。この結果、近年の原油価格の高騰にもかかわらず、輸出価格を輸入価格で除した英国の交易条件は、英国ではほぼ横這いであった。つまり、原油価格の高騰で米国や日本が被っている原油輸出国への巨額な所得の移転を英国は免れている（第 5 図）。

第 5 図 英国と米国の交易条件



(注) 交易条件＝輸出価格÷輸入価格、ただし、2000年平均＝100
 (資料) IMF, International Financial Statistics

以上の通り、米国や日本にはない優位な条件もある英国経済であるが、英国の住宅市況の今後の展開については、警戒が必要である。住宅ブームの持続が長く、価格の上昇率が高かった分だけ、今後の調整局面も、深く長いものになる可能性があるからだ。

以上

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、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、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、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おります。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2008 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>