

2014年6月9日

調査レポート

所得収支からみた英国の資金循環

～好調な経済の裏で強まる対外脆弱性～

本レポートは、近年赤字幅が拡大している所得収支に注目して、英国の資金循環構造の変化を検討するものである。英国の経常収支は足元で不均衡が拡大しているが、それは主に所得収支赤字の増加によってもたらされている。直接投資黒字の減少と債券投資赤字の増加が、所得収支の赤字幅が広がっている大きな理由である。

直接投資黒字が減少している主な背景には、世界経済の成長力の弱さがある。そのなかでも、英国にとって最大の投資対象である欧州経済の不調が、直接投資の黒字幅の縮小に大きな影響を与えている。先行き、世界経済の成長テンポそのものが緩やかな加速にとどまる公算が大きく、また欧州経済がリーマン・ショック以前の高成長軌道へ順調に復すると見込みがたいなかで、直接投資黒字は低迷が続くとみられる。

他方で、債券投資赤字が増加している裏には、政府による海外投資家への国債利払いの増加がある。リーマン・ショックを受けて英国政府は国債を増発したが、その主な引受先として海外投資家が台頭した。そもそも、財政再建には長期を要する。加えて、国内景気の堅調に伴い利上げがなされれば、国内金利が上昇しよう。したがって、海外投資家への利払いも高止まり、或いは増加する見込みであるため、債券投資も赤字基調が続くと考えられる。

こうして整理すれば、英国の所得収支は今後中期的に赤字が続く可能性が高い。今後、サービス収支黒字の増加や財収支赤字の減少がなければ、所得収支の赤字が経常収支の赤字幅の高止まりないしは拡大につながりやすくなる。つまり、リーマン・ショック以降の金融不安のなかで、英国経済もまた一種の構造的な体質変化を遂げた結果、その対外面での脆弱性がかつて以上に強まっている可能性がある。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 研究員 土田 陽介

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL: 03-6733-1070

はじめに

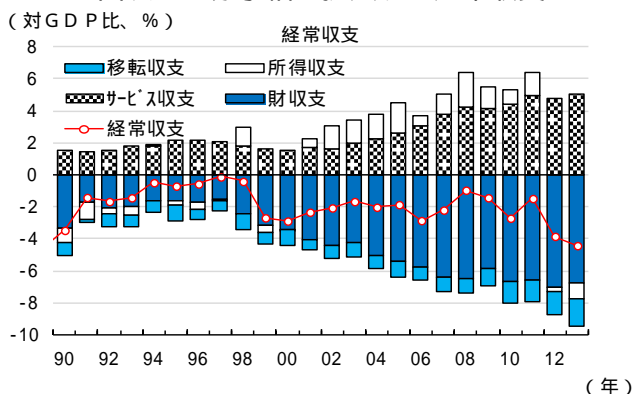
英国経済は好調である。直近2014年第1四半期の実質GDPは前期比0.8%（同年率3.2%）と、主要国のなかでは高い水準の伸びをキープしており、季節調整済の水準は既に2008年秋のリーマン・ショック前の水準近傍まで回復している。成長のけん引役は、政策効果を受けて復調が続く住宅投資と個人消費である。中央銀行であるイングランド銀行（BOE）は5月の『インフレーション・レポート』で、2014年の成長が3%を超えるという楽観的な見通しを示している。

その反面で、英国の資金循環に着目すると、足元で経常収支赤字がハイピッチで増加しているという変化がある。具体的にいえば、英国の経常収支赤字は対GDP比で2011年の1.5%から12年は3.8%と倍以上に拡大し、続く13年は4.4%と、1989年（4.6%）以来の高水準になっている（図表1）。足元の経常収支の赤字幅拡大は、主に所得収支の黒字から赤字への転換によってもたらされている。そもそも英国の所得収支は、1990年代まで赤字が続いていたが、2001年に黒字に反転し、以降は経常収支赤字の増加を抑制する方向に働いてきた。しかし2012年に0.2%の赤字に転じ、さらに13年にはそれが1.1%にまで拡大した。前年差の動きをみると、所得収支の赤字転落とその拡大が経常収支赤字に大きな影響を与えていることがより鮮明になる（図表2）。

こうした所得収支の動きが一時的なものであり、再び黒字基調に復すならば、調整的な動きとして捉えることができるだろう。もっとも、それが構造的なものであれば、英国経済における一種の体質変化の表れとして無視できない動きである。つまり、このまま所得収支の赤字が定着すれば、財収支赤字の減少やサービス収支黒字の増加がない限り、リーマン・ショック以前の長期の景気拡大期とは異なり、英国の経常収支赤字は景気の増勢次第でこれまで以上に赤字が高止まり、ないしは増加することが想定される。そうなれば、英国経済の対外脆弱性がかつてより強まることになり、これまでよりも世界経済・金融の変調に大きく左右されることになるだろう。

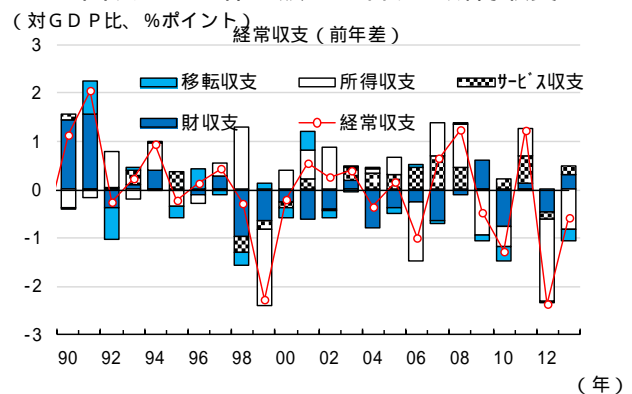
以上の関心にに基づき、本レポートは、英国における資金循環構造の変化を所得収支に注目して分析する。第1節では、所得収支の動きを生み出す源泉である対外資産負債残高の特徴を整理する。続く第2節では、所得収支の変化を直接投資と債券投資に着目して分析する。さらに第3節では直接投資の、第4節では債券投資の収益構造の変化を精査し、最後に検討のまとめを行う。

図表1 赤字幅が拡大する経常収支



(出所) 英国統計局(ONS)資料より作成。

図表2 全体の波を左右する所得収支



(出所) ONSより作成。

1. 英国における対外資産負債残高の特徴

本節では、次節以降の検討の準備として、英国における対外資産負債残高（国際投資ポジション）の特徴を整理する。

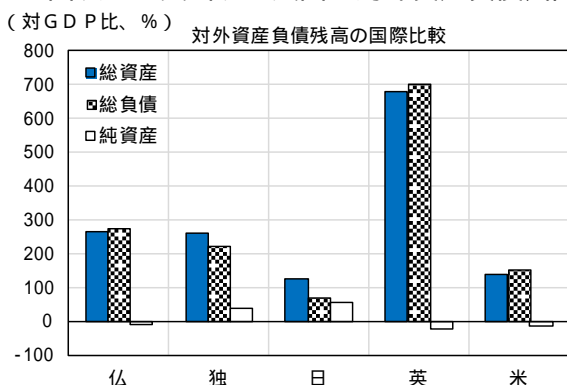
（1）他国を圧倒する対外資産負債残高とマイナスの対外純資産

最初に、英国の対外資産負債残高を他の主要4ヶ国（仏、独、日、米）と比較すると、2つの特徴がみえてくる（図表3）。1つ目が、その残高規模が、資産と負債の両面で他国を凌駕しているという点である。国際比較が可能な2010年の数値に基づけば、英国の対外資産残高はGDPの687.2%であり、一方で対外負債残高は702.8%に上っている。この水準は、そもそも規模が小さい日本や米国のみならず、欧州の域内統合を受けて対外資産負債残高を拡大させたフランス（資産は対GDP比265.1%、負債は275.9%）やドイツ（同258.1%と220.0%）と比べても、圧倒的な規模である。この事実は、英国経済の投資立国としての性格を良く示している。

2つ目が、対外純資産がマイナス、つまり負債超過であるということである。国際比較の上では、経常赤字国であるフランスや米国も対外純資産がマイナスである。ただし年による振幅があるため、単年度に限定して対外純資産のマイナス幅の大小を検証することは必ずしも妥当ではないと考えられる。なお参考までに、IMFによると、2010年の英国の対外純資産のマイナス幅はGDPの24.6%であり、フランスは10.7%、米国は16.5%であった。より重要なことは、対外純資産が負債超過でありながら所得収支の黒字を計上し続けてきたという事実である（図表4）。そうした構図は2000年代に定着したが、その背景を当時のBOEのスタッフは2006年第3四半期の『季報』のなかで以下のように整理している。すなわち、対外純資産の赤字が定着した理由は経常収支赤字が累積したことにある。そして所得収支の黒字が続いた理由は、高い収益性を誇る直接投資から多額の受取を得ることができたことにある、というものである（Whitaker, 2006）。

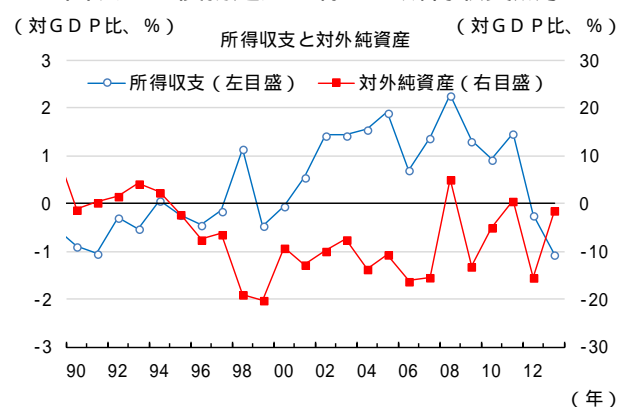
もっとも、2つ目の特徴であるマイナスの純資産で黒字の所得収支を稼ぐというモデルは、足元で変調をきたしている。つまり対外純資産の振幅が激しくなる一方で、所得収支が赤字に転落している。そこでまず、対外純資産の振幅の背景を分析しよう。

図表3 突出する英国の対外資産負債残高



（注）2010年
（出所）対外資産負債はIMF、GDPは世界銀行。

図表4 債務超過で稼いだ所得収支黒字



（出所）ONS資料より作成。

(2) 対外純資産の振幅を形作る直接投資と債券投資

図表5は投資対象別にみた対外資産負債残高の推移を、総資産、総負債、純資産ごとにグラフ化したものである。これをみると、まず総資産・総負債ともに、2008年までは順調に増加し続けたが、2009年に大幅に減少している。その後は2011年にかけて持ち直したものの、2012年以降は再び減少が続いている。この波を作っている主な要因がデリバティブ（金融派生商品）投資であることは、総資産・総負債それぞれの前年差をみると明らかである。2000年代中頃からリーマン・ショックまでにかけては世界的に金融派生商品の取引が盛んであったが、なかでも英国の金融機関はそのけん引役であった。リーマン・ショック以降のデリバティブ投資の振幅は、世界的に金融不安が続くなかで、欧州債務問題の影響も色濃い英国においては、デリバティブ投資が資産・負債の両面で手控えられたことを反映していると考えられる。

もっとも、デリバティブ投資の動きは総資産・総負債の両面で同様に働いているため、純資産の動きに対する影響は相対的に軽微である。むしろ対外純資産の振幅はそれ以外の投資勘定の動きによってもたらされている。最初に、直接投資のプラス幅の縮小を指摘することができる。具体的には、2008年のGDP比27.9%を頂点に、直近2013年には同10.5%と3分の1まで幅が縮小している。第3節で後述する通り、この足元にかけての直接投資のプラス幅の縮小は、主に対外資産が増加していないことによるものである。次に、証券投資（債券投資・株式投資）のマイナス幅の縮小を指摘することができる。ただ株式投資の場合は総資産が総負債よりも速いペースで増加したことが、また債券投資の場合は総資産が増加する一方で総負債の減少が続いたことが主な理由になっているなど、マイナス幅縮小の背景が異なっている。

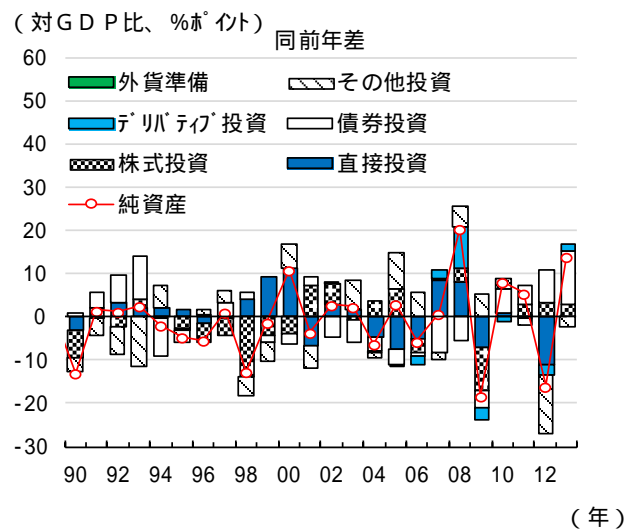
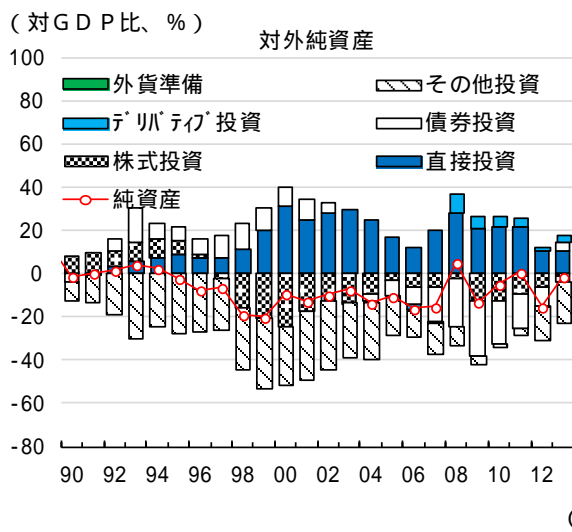
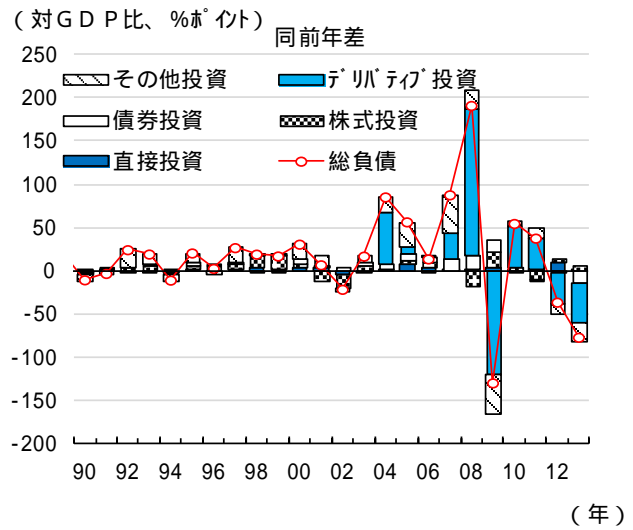
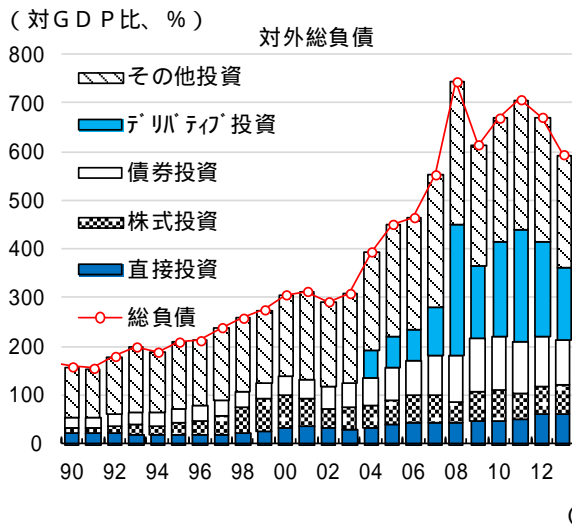
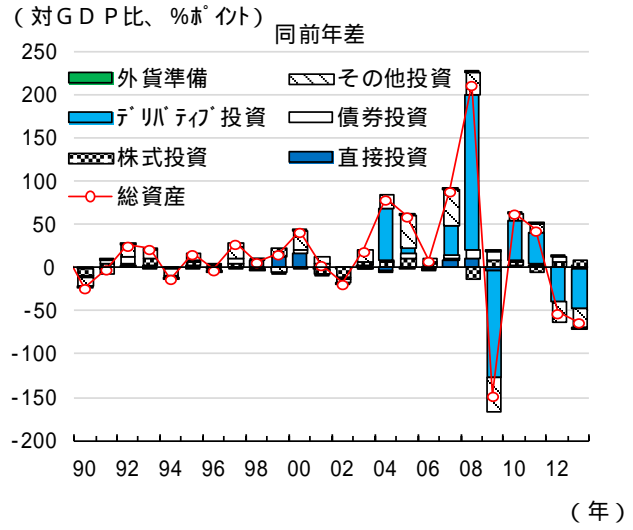
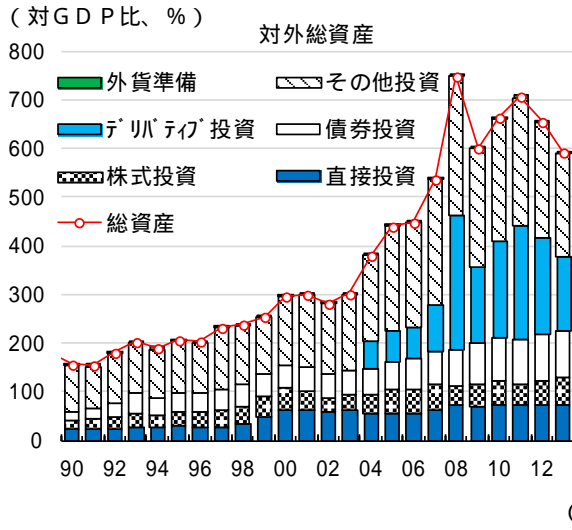
株式投資の場合、金融不安のなかで英国の株価の回復が遅れる一方で、英国の主な投資先とみられる米国やドイツなどの株価が堅調に上昇したことが、対外総資産の相対的な増加につながったと考えられる。ただ、足元で英国の株価が強含んでいるため、株式市場への外資の回帰が続いて株式投資の対外総負債が増加し、純資産のマイナス幅の縮小にも歯止めがかかるだろう。他方で債券投資の場合、これは第4節で言及するが、金融部門（特にMFI（預金取扱金融機関））が調達した対外資金の返済を進めたことが、総負債が減少している主な理由である。もっともその一方で、政府による対外資金調達が着実に拡大している。そしてこのことが、海外投資家に対する利払いの増加というチャネルを通じて、所得収支の赤字を促している公算が大きい。

最後にその他投資の動きについて言及すると、純資産ベースでは足元にかけて再びマイナス幅を拡大させている。その他投資は貿易信用、信用、現預金、その他資産の4つの項目から構成されるが、実体としてはデリバティブ投資に準じた取引であると考えられる。したがって、足元そのマイナス幅が拡大していることは、金融不安の和らぎを反映した動きであると理解できる。

以上で整理したように、それまで英国の所得収支黒字の背後にあったマイナスの対外純資産は、足元にかけて振幅を伴う不安定な動きとなっているが、投資主体別に考えた場合、その主な要因は直接投資と、ポートフォリオ投資、とりわけ債券投資の動きによって説明できる。

図表5 純資産の波を形作る直接投資と債券投資

投資対象別にみた対外資産負債残高の推移



(注) その他投資は貿易信用、信用、現預金、その他資産から構成される。
 (出所) ONS 資料より作成。

(3) 為替レート要因と資産価格要因が対外純資産に与える影響

続いて再評価損益、つまり資産価格や為替レートの変動も、対外純資産の振幅を考える上では重要な要因である (Senior and Westwood, 2001; ONS, 2002)。

対外純資産は以下の式のように分解できる。

すなわち、

$$\text{当期の対外純資産} = \text{前期の対外純資産} + \text{当期の再評価損益} + \text{当期の経常収支}$$

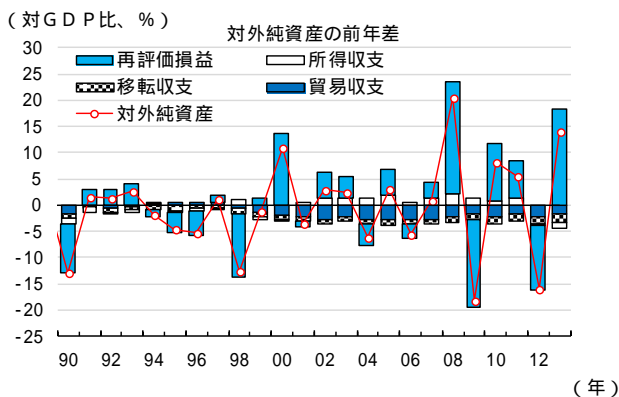
したがって、対外純資産の前年差は

$$\text{当期の対外純資産} - \text{前期の対外純資産} = \text{当期の再評価損益} + \text{当期の経常収支}$$

と表すことができる。この動きを示したものが図表6である。これをみると、足元にかけて激しさを増した対外純資産の振幅は、再評価損益、つまり為替差損益や資産価格の再評価に大きく左右されることが分かる。

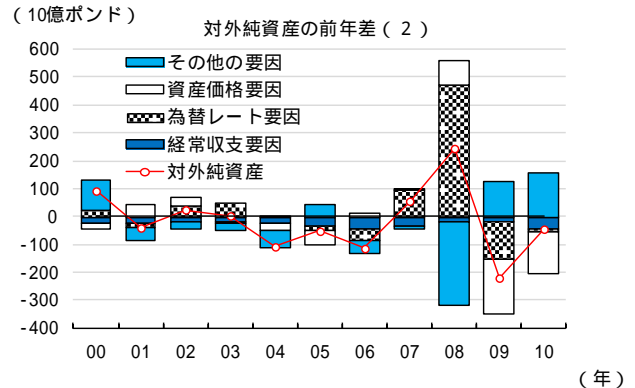
図表7は再評価損益を為替レート要因 (為替レートの変動が対外純資産のポジションに与える影響) と資産価格要因 (資産価格の変動が対外純資産のポジションに与える影響) に別けて再評価したものである (Whittard, 2012)。これによると、まず2007年から2008年の局面では、下落が続いた為替が、対外純資産のポジションに大きな影響を与えている。この間のポンドの名目実効為替レートの下落率をみると、07年が5.3%、08年が18.9%、09年が8.3%となっている。BIS (2013) によれば、ポンドの対ドルでの取引量はユーロ、円に続く第3位の規模を維持しており、引き続き重要な決済通貨である。ただ投機通貨としての需要も強いいため、金融不安の高まりがポンドの大幅減価につながっている。その影響が、2007年から2008年の局面で色濃く出たと考えられる。その後2009年から2010年にかけては、為替レート要因に代わって資産価格要因が対外純資産のポジションの変動に大きな影響を与えるようになってきている。この間、為替の急速な変動が和らいだ一方で、世界景気の停滞や金融不安を受けて、内外の資産の価格が調整色を濃くしていた。そのことが対外純資産のポジションの変動に大きな影響を与えたと考えられる。

図表6 大きい再評価損益要因



(出所) ONS 資料より作成。

図表7 金融不安が対外純資産の振幅につながる



(出所) Whittard (2012) p.12, Figure 6

2. 赤字に転じた所得収支

続いて、赤字に転じた所得収支について、構成項目ごとの動きに注目して分析を行う。対外純資産の動きと同様に、所得収支の変化も直接投資と債券投資の動きによるところが大きい。

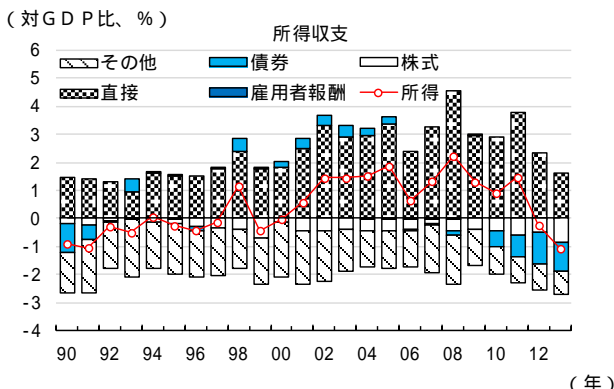
(1) 背景としての直接投資黒字の減少と債券投資赤字の拡大

冒頭で述べたように、英国の所得収支は2012年に赤字に転じ、足元にかけて赤字幅が拡大している。その主な理由として、直接投資黒字の減少と債券投資赤字の増加が指摘できる(図表8)。直接投資の黒字は2011年が対GDP比で3.7%あったが、12年には同2.9%、13年には同1.6%と減少している。他方で債券投資は、1997年から2005年まで黒字であったが、2006年から2009年までの均衡の期間を挟んで、2010年以降赤字が定着した。直近2013年の債券投資の赤字幅はGDPの1.0%と前年(1.1%)からほぼ横ばいであるが、すう勢的には拡大基調で推移している。

次に投資主体別に所得収支の動きをみると、各主体ともに所得収支の赤字幅の拡大を促す方向にバランスが悪化している(図表9)。つまり、まず恒常的に支払超過であった政府が、足元にかけてGDPの1%程度で赤字幅を高止まりさせている。次に、2000年代は受取超過であったMFI(預金取扱金融機関)が2010年以降支払超過に転じ、以降は振幅を伴いながらも、GDPの0.3%程度の赤字が定着している。さらに、その他(MFI以外の金融機関や非金融法人企業)の黒字幅が急速に縮小しており、13年の黒字水準はGDPの0.2%と、直近の最大値である2010年の水準(2.3%)から10分の1以上も幅を縮小させた。

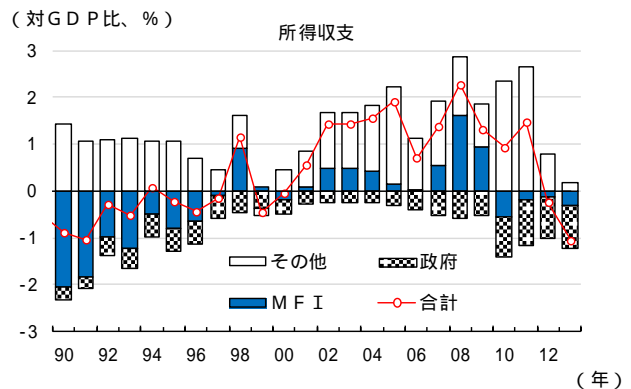
英国には世界有数の多国籍企業が存在しており、これらの企業が世界的に直接投資を積極展開している。例えば石油企業であるロイヤル・ダッチ・シェルやBP、鉱物企業であるアングロ・アメリカンやリオ・ティント、通信企業であるボーダフォンなどが、その代表的存在である。金融でも、HSBC(香港上海銀行)やパークレイズ、RBS(ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド)などが海外展開をしている。そうした事実から判断すれば、直接投資の黒字の減少は、主に「その他」の主体の黒字減少と「MFI」の赤字増加に対応していると考えられる。他方で債券投資の赤字増加は、政府の赤字幅の拡大に対応しているとみられる。

図表8 投資対象別にみた所得収支の動き



(出所)ONS資料より作成。

図表9 投資主体別にみた所得収支の動き



(注)その他はMFI以外の金融機関や非金融法人企業
(出所)ONS資料より作成。

(2) 悪化する直接投資と債券投資の効率性

次に効率性の観点から、直接投資と債券投資の動きをみていこう。

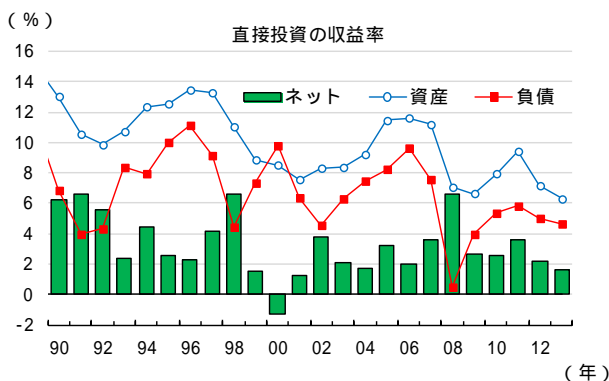
具体的には直接投資と債券投資に関して、受取収益率（対外資産から受け取る利益率）と支払負担率（対外負債へ支払う負担率）を求めて、そのネットの収益率の動きを観察する。受取収益率、支払負担率ともに、各取引の所得収支上の受取（支払）を対外資産（負債）の期首期末平均値で割り込んだ比率を意味している。

まず直接投資をみてみよう（図表10）。受取収益率と支払負担率の両方がすう勢的に低下しているが、とりわけ2012年から13年にかけて受取収益率の低下が顕著であるために、ネットの損益率が低下するという構図にあることが分かる。足元の受取収益率と支払負担率の低下は、主に英国を含む世界経済そのものの不振に伴うものであると考えられる。しかしその一方で、英国の受取収益率の低下が支払い負担率の低下よりもペースが速いという事実は、英国以外の欧州を中心とする世界経済の成長力が停滞していたことを示唆している。

他方で、債券投資の損益率の推移をみてみよう（図表11）。債券投資もまた直接投資と同様に、受取収益率と支払負担率の両面で低下が続いている。1990年代は支払負担率が受取収益率を上回っていたためにネットの損益率はマイナスであったが、2003年に黒字に転じて以降、2010年までは受取収益率が支払損益率を上回っていた。それが、足元では支払負担率の低下に歯止めがかかった一方で、受取収益率が低下しているため、ネットの損益率がマイナスとなるとともに、その幅自体が徐々に拡大している。このことは、英国が受け取る債券投資からの利回りが低迷している反面で、英国が支払う債券投資への利回りが下がらないことを意味しており、後述する財政の悪化といった英国経済の内面上の体質変化を物語る動きであると考えられる。

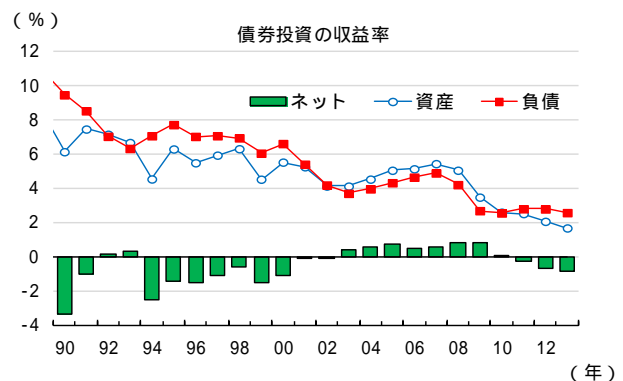
以上で検討したように、直接投資黒字の減少と債券投資赤字の増加は、効率性の悪化という観点からも確認できた。そのうち、直接投資黒字の減少は主に受取収益率の悪化に起因しているという意味で、海外要因に強く関係していると位置付けられる。その一方で、債券投資赤字の増加は、支払負担率の悪化に強く起因していることから、国内要因により強く起因していると整理できる。

図表10 先行する受取収益率の低下（直接投資）



(注) 受取(支払) ÷ 対外資産(負債)の期首期末平均
(出所) ONS 資料より作成。

図表11 高止まる支払負担率（債券投資）



(注) 受取(支払) ÷ 対外資産(負債)の期首期末平均
(出所) ONS 資料より作成。

3. 直接投資黒字の減少と欧州債務問題

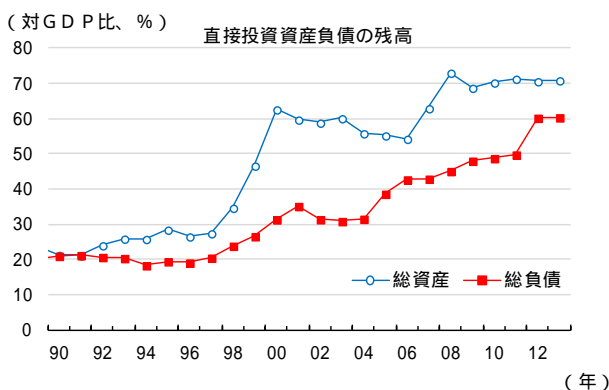
前節までの議論を踏まえて、本節では、直接投資黒字が減少している背景を検討する。

図表12は、直接投資の対外資産債務残高の推移をみたものである。総資産残高（英国人投資家が海外で保有する直接投資の残高）の動きをみると、90年代末から2000年代初頭にかけて対GDP比で30%程度から60%程度に規模が倍増したが、その後緩やかなペースでの減少局面を経て、総資産残高は再び2006年から2008年にかけて増加した。もっとも、近年は対GDP比70%近傍で頭打ちとなっており、増加していない。その反面で、総負債残高（海外投資家が英国内に保有する直接投資の残高）の動きをみると、総資産残高と比べて拡大のテンポは安定しているといえる。特に2000年代末以降の金融不安の過程でも総負債残高は緩やかな増加が続き、2012年には対GDP比60.3%と11年から10.4%ポイントも規模が拡大した。2013年は60.4%と12年からほぼ横ばいであったが、総資産残高が頭打ちとなっていることと比べれば、相対的に総負債残高は緩やかな増加基調を保っているといえるだろう。

直接投資の総資産残高が増加しない主な理由は、その大半を占める欧州向けの総資産の価値の低下に求められる。地域別の内訳が公表されている最新（2012年末）時点のデータによれば、英国における直接投資の総資産残高は前年比0.2%減の1兆880億ユーロであったが、うち総資産の54.2%を占める欧州向けの総資産残高が前年比4.0%減となった一方、残りの非欧州向けは同4.6%増とむしろ増加した。このように、直接投資の総資産残高が減少した原因は、主に欧州向け資産の減少に求められる。それではなぜ欧州向けの資産が減少したのだろうか。その主な理由は、欧州債務問題にあると考えられる。つまり債務問題を受けた景気の悪化に伴い、欧州向け資産の価値が下落したのである。この可能性は収益面からも窺える。図表13は直接投資の収益（受取）を欧州向けと非欧州向けに分解してみたものであるが、金融不安のなかで欧州向け収益が全体の収益に占める割合はすう勢的に低下していることが分かる。具体的には、2008年の62.7%から2012年には38.4%にまで低下している。

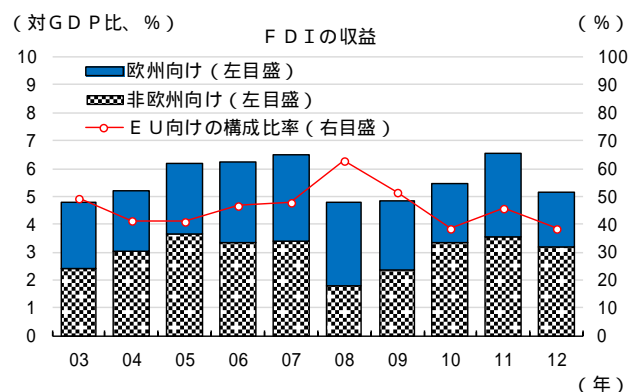
他方で、直接投資の総負債は着実に増加している。このことは海外投資家が、金融不安が高まるなかでも英国の資産を魅力的と認識し、投資を継続したことがあると推察される。

図表12 頭打ちとなる直接投資の資産残高



(出所) ONS 資料より作成。

図表13 低迷する欧州向け収益



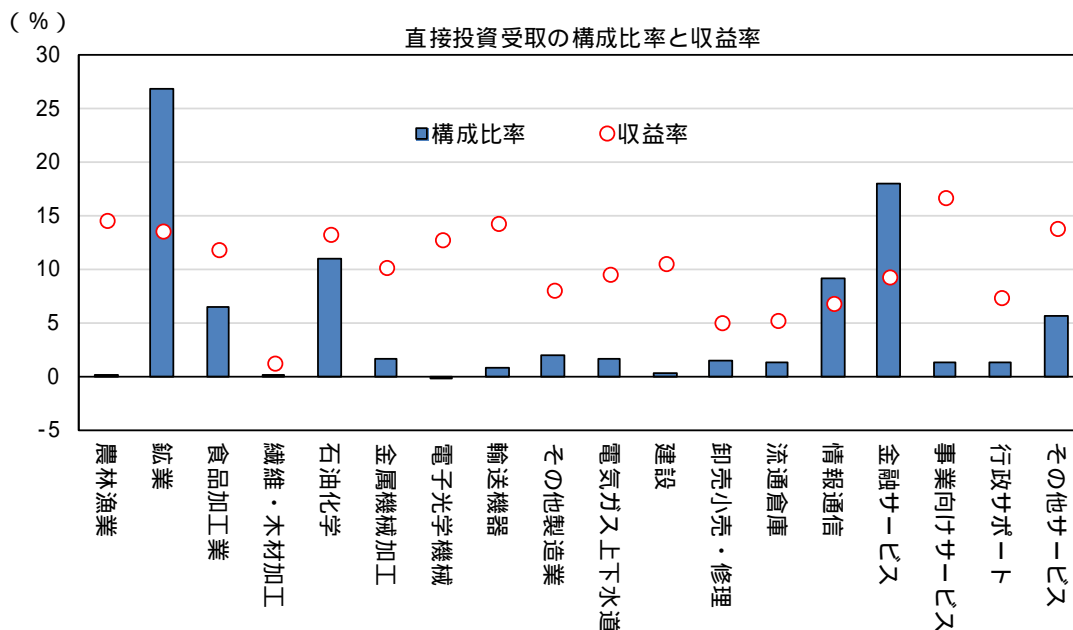
(出所) ONS 資料より作成。

図表14は、英国の対外資産の収益構造をみたものである。構成比率からは、英国の対外資産の収益が、いわゆる資源関連（鉱業・石油化学）と金融関連（情報通信、金融サービス、事業向けサービスの一部）に集中していることが分かる。こうした利益構造は、世界的に金融取引が活況を呈し、また資源価格の上昇が目覚ましかったリーマン・ショック以前の状況では、英国経済の「強み」として働いたといえる。反面で、金融不安のなかで資源部門と金融部門の調整圧力が高まるなかでは、むしろ「弱み」として働いたと考えられる。

先行き、直接投資黒字が増加するためには、基本的に3つの動きが必要だろう。1つ目が、これまで富の源泉であった欧州経済そのものの成長が再び加速することである。しかし、南欧を中心に強い構造調整圧力が残っているため、これが最も見込みがたい動きといえる。2つ目が、資源部門と金融部門の復調である。ただ、資源需要そのものは底堅いと考えられるものの、一方で中国などの新興国景気にかつての勢いを望みがたいなかで、資源部門がリーマン・ショック前の活況に復するとは見込みにくい。また金融部門についても、世界的な低金利環境の長期化が見込まれるなかで、規制環境も厳格化される方向にあるため、やはり金融不安前のような活発な取引が行われるとは想像しがたい。3つ目が、より収益率の高い事業、具体的には製造業部門に対する対外直接投資を増加させることである。しかし、仮にそうした戦略をとるにしても、それが効果を得るまでには長期的な時間を要するといわざるを得ない。

こうしてみれば、世界景気が順調に加速することでもない限り、直接投資から得られる収益が順調に増加していく可能性は低いだろう。したがって、直接投資黒字は中期的に低迷するか、仮に増加するとしてもそのピッチはかつてと比べて弱いものにとどまる公算が大きい。

図表14 資源・サービスに偏重した英国の対外資産の収益



(注) 構成比率は2009～12年平均、収益率は2011年
(出所) ONS 資料より作成。

4. 債券投資赤字の拡大と政府の財政問題

次に、債券投資赤字が拡大した背景を検討しよう。

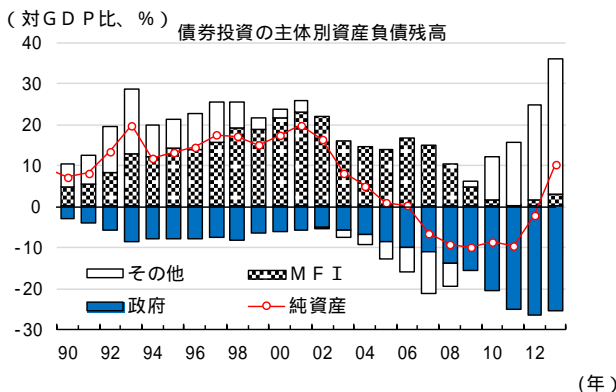
図表15は債券投資の資産負債残高を投資主体別にみたものである。これによると、年を経るごとに 政府の負債超過額が増加する一方で、 M F I の資産超過額が減少し、また その他（保険会社や年金基金など）の資産超過額が拡大するという変化が窺える。 の動きに関しては、景気の低迷や規制強化を受けてバランスシートの圧縮を迫られるなかで、 M F I が海外債券の売却を進めたことを主に反映したものであると考えられる。次に についてであるが、国内景気の低迷などから、運用益を確保するために保険会社や年金基金などが海外債券を購入していることがあると推察される。

もっとも、金融部門全体で見れば、債券投資の資産超過額は徐々に拡大しており、全投資主体でみたネットのポジションも2013年にプラスに転じている。それに反して、問題となるのが の点、つまり政府の負債超過額の拡大である。このことは、海外投資家による英国債の保有量が増加していることを意味している。実際に資金循環統計より、海外部門による国債保有残高をみると、2004年頃から国債の保有残高が増加基調を強めているが、このトレンドと連動して、保有比率も2008年頃まで急激に上昇していることが分かる（図表16）。保有比率は2010年以降30%前後で推移しているが、保有額そのものは2012年まで増加が続き、2013年にかけて若干減少している。

海外投資家の保有比率が高まっていること自体は、経常収支が恒常的に赤字であり、国内の貯蓄の切り崩しが進んでいる英国においては当然のことであるといえよう。もっとも、このピッチはリーマン・ショック以降に加速しており、そしてそのことが、債券投資の赤字幅の拡大の主要因であると考えられるのである。

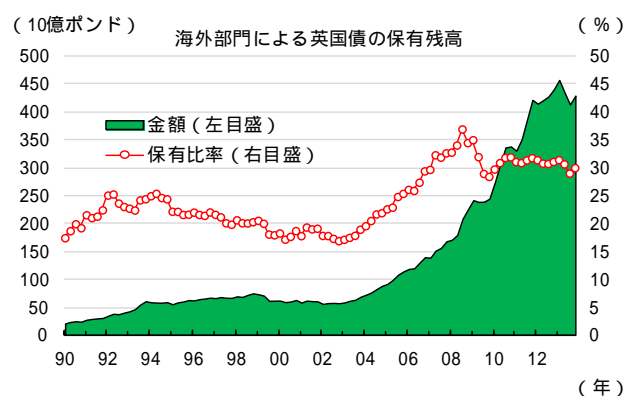
リーマン・ショックを受けて海外投資家に対する国債消化の依存度が高まった第一の要因として、そもそも、英国における財政問題の悪化が指摘できる。具体的に数値を述べると、英国の公的債務残高は、2007年末の G D P 比43.7%から、2008年末には同51.9%に拡大し、2012年末には89.1%と2007年比でほぼ倍増した。直近2013年末は90.6%とほぼ横ばいとなっており、一方的な拡大そのものには歯止めがかかっている。

図表15 増加する政府の対外負債



(出所) ONS 資料より作成。

図表16 高まる国債消化の海外依存度



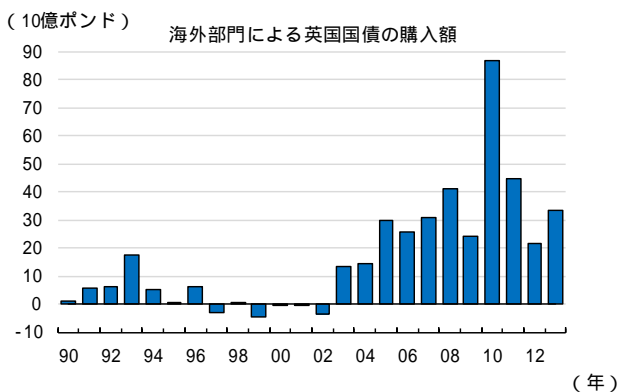
(注) 地方債も含む
(出所) ONS 資料より作成。

このように急拡大した公的債務を買い支えた担い手は、量的緩和政策を採用したBOEや安全資産への需要を強めた国内のMFIであるが、一方で海外投資家も多額の債務を引き受けている。国債の発行残高が増えたことが、海外投資家が国債保有比率を高めていく「供給」側の要因であったと考えられる。その反面で、「需要」側の動機が刺激されない限り、海外投資家の国債保有比率は上昇しなかったはずである。需要側の動機を刺激する要因は複数あっただろうが、なかでも重要だったのが、欧州債務問題の深刻化であったと考えられる。つまりこの問題を受けて、資金の逃避先、安全資産としての英国債への需要を海外投資家が強めたことにあったと推察される。

図表17は、海外部門による国債購入額をみたものである。これによると、2010年に急激な流入の増加が観察される。具体的には、2010年の海外部門による国債購入額は前年比3.6倍増に相当する869億ポンドに上った。翌11年は445億ポンドと半減するが、それまでのトレンドに比べれば高水準を維持した。この間、欧州ではユーロ圏、特にギリシャやポルトガルなど南欧諸国の信用不安が広がっており、これらの国々の金利が急騰していた。その反面で、ドイツ債と並び英国債の安全資産としての魅力が高まったため、機関投資家（特にユーロ圏の金融機関）が英国債を積極的に購入したものと考えられる。先に述べたように、BOEは量的緩和政策を実施するとともに、政策金利を2009年3月以降史上最低の0.50%で据え置き、低金利環境を維持している（図表18）。2012年までは長期金利（10年債流通利回り）は順調に低下し、一時は2%を下回ったが、2013年に入って上昇に転じ、足元では3%近傍での推移が続いている。政策を維持しているにもかかわらず金利が上昇した背景には、債務問題の落ち着きに加えて、英国景気の回復があると考えられる。これは、いわゆる「良い金利上昇」に相当する動きであるとみられるが、反面で政府の海外投資家に対する利払いの高止まりないしは増加につながっている公算が大きい。

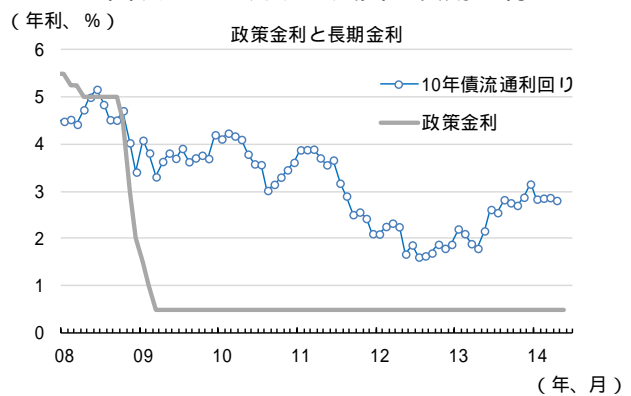
BOEは低金利環境を長期化するとともに、先行きの利上げテンポが緩やかになることを、その時間軸政策のなかで明言している。しかし、景気の堅調が意識されれば、長期金利は当然上昇するだろう。加えて、公的債務残高の規模そのものが大きいため、政府による海外投資家への利払いは高水準にとどまると予想される。そのため、債券投資も中期的に赤字基調が続く公算が大きいと考えられる。

図表17 2010年に急増した海外による国債購入



(注) 地方債も含む
(出所) ONS 資料より作成。

図表18 上昇する英国の長期金利



(出所) イングランド銀行 (BOE)。

さいごに～所得収支の赤字をどう評価するか

以上本レポートは、近年赤字幅が拡大している所得収支に注目して、英国における資金循環構造の変化を分析した。第1節で所得収支の動きを生み出す源泉である対外資産負債残高の特徴を整理し、続く第2節では、所得収支の変化を直接投資と債券投資に着目して分析した。さらに第3節では直接投資の、第4節では債券投資の収益構造の変化を検討した。

中央銀行であるBOEも、2014年5月の『インフレーション・レポート』のなかで足元の経常収支赤字の拡大に注目しており、所得収支の赤字について解説を行っている。BOEは所得収支赤字が拡大している主な背景として、直接投資黒字の縮小に関しては、世界経済の低成長に伴う収益率の低下を指摘している。その一方で、債券投資赤字の拡大に対しては、金融不安の過程で英国人投資家が高リスクな外国債券の売却を進めたり、また英国の企業が長期の債券を発行したりした結果であるとの認識を示している（BOE, 2014）。もっとも、本レポートの整理から明らかになったように、債券投資赤字の拡大は、政府の財政悪化と海外投資家への利払い負担の増加と密接に関係している側面があることには、注意を払うべきであろう。

BOEがいうように、直接投資の収益率の改善は、世界経済の成長力の改善に負うところが大きい。その意味で、英国の努力ではマネジメントできない性格が非常に強い。他方で、債券投資もまた赤字基調を余儀なくされるだろう。公的債務残高が歴史的に膨らんでいるなかで、財政再建にはそもそも長期を要する。さらに、その対外依存度が高まっているなかで、政府による海外部門への利払いもまた高止まりすると考えられる。成長が加速し、いわゆる「良い金利上昇」が発生すれば、海外部門への利払い額がむしろ増える事態も想定される。そう考えれば、金融部門や民間部門がそれを上回る金利収入を債券から得なければ、債券投資も赤字とならざるをえない。しかし、金融規制が厳格化されるとともに、世界経済の低金利・低成長が当面続く公算が大きいなかで、金融部門や民間部門が政府部門の利払いを十分上回る受取を得ることには困難が予想される。

以上を勘案すれば、所得収支は当面の間赤字で推移せざるを得ず、基調が転換したと考えられる。問題は、このことが英国の資金循環、とりわけ経常収支を考える上で持つ意味合いである。金融業の復調を受けてサービス収支は黒字を維持するだろうが、世界景気の増勢加速が先行き緩やかなペースにとどまるとみられるなかで、黒字幅そのものが大きく広がる可能性は低いとみられる。さらに財収支に関していえば、製造業の国内回帰は限定的であろうし、また北海油田の枯渇に伴い原油収支赤字が拡大基調で推移していることもあり、改善が見込みにくい。

こうした状況を踏まえた場合、所得収支の赤字定着は、経常収支赤字を拡大ないしは高止まりさせる方向へ着実に働くだろう。つまり足元、そして先行きの英国経済は、かつて90年代から2000年代後半まで続いた息の長い景気回復局面とは異なり、対外不均衡が拡大しやすい素地に置かれている可能性が高いと位置付けられる。英国経済の対外面での脆弱性が強くなったという意味で、リーマン・ショック以降の金融不安のなかで、英国経済もまた一種の構造的な体質変化を遂げた可能性がある。

参考文献

Bank of England. (2014) *Inflation Report May 2014*.

Bank of International Settlement. (2013) *Triennial Central Bank Survey September 2013*.

Office of National Statistics [ONS]. (2002) *Use of International Investment Position Statistics in UK*, paper for 15th Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics in Canberra, Australia, October 21-25, 2002.

Senior, Stephen and Robert Westwood. (2001) “The External Balance Sheet of the United Kingdom: Implications for Financial Stability?,” *BOE Quarterly Bulletin*, 2001 Q2, pp. 388-405.

Whitaker, Simon. (2006) “The UK International Investment Position,” *BOE Quarterly Bulletin*, 2006 Q3, pp. 290-296.

Whittard, Damian. (2012) *The UK's External Balance Sheet - The International Investment Position (IIP)*, ONS, 12 March 2012

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。