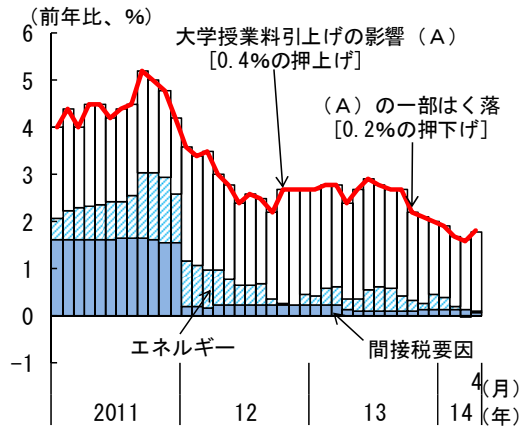


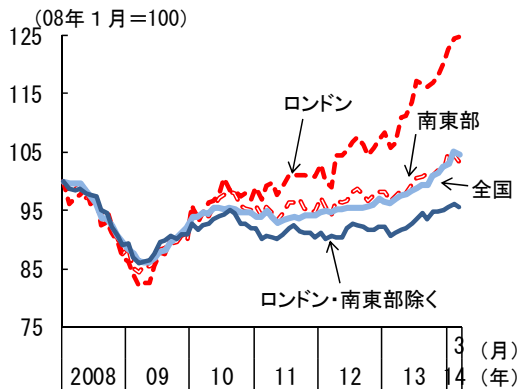
第1-2-2-16図 英国の消費者物価：低下



(備考) 英国統計局より作成。

次に、住宅価格の上昇による資産効果をみる。住宅価格は、金融危機による急落後、政府の景気刺激策等から一時持ち直したものの、10年以降は欧州政府債務危機等による先行き不安や景気停滞の影響から横ばいとなった。しかしながら、欧州政府債務危機の影響が和らぎ、景気が持ち直しに向かった12年後半頃から価格は上昇している。特に13年以降は上昇幅を増しており、1年間で10%程度上昇した(第1-2-2-17図)。

第1-2-2-17図 英国の住宅価格：都市部が上昇



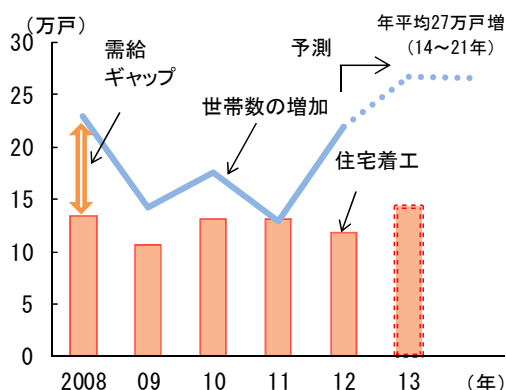
(備考) 英国統計局より作成。

その要因としては、まず12年7月に導入されたF L S (Funding for Lending Scheme、融資促進のための資金調達スキーム) や低金利の継続等のBOEの金融政策や13年4月以降に順次実施された政府の購入支援策 (Help to buy) による政策面からの需要促進が挙げられる。

また、価格上昇には全体の3割程のウェイトのロンドンやその周辺のイングランド南東部に大きな偏りがみられ、全体の上昇分の半分程度がこの地域に起因している（前掲第1-2-2-17図）。こうした都市部において上昇が特に著しい要因としては、移民等の流入人口の増加等によって世帯数が増加している一方で用地不足、建築規制の厳しさ等から供給が慢性的に不足していることが指摘できる（第1-2-2-18図）。また、特にロンドンにおいては、近隣のヨーロッパ、中東、アジア、ロシアからの資本の流入によって価格が押し上げられている面もある。

英国においては、歴史的にみても住宅価格の上昇が資産効果をもたらす傾向があり、13年以降の住宅価格の急速な上昇は、現下の個人消費の拡大のきっかけの一つと考えられる。13年以降の個人消費の増加の要因を振り返ると、住宅価格の上昇、緊縮財政の緩和、家計のバランスシート調整の進展等を背景に個人消費が持ち直したことが景気回復の端緒となり、遅行して雇用環境が改善したことが、現下の堅調な英国経済を支えていると考えられる。

第1-2-2-18図 英国の世帯数の増減と住宅着工数：供給が不足

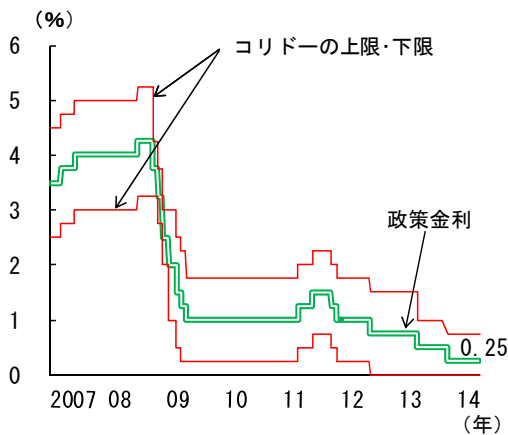


(備考) 1. 英国コミュニティ地方自治省より作成。  
2. 13年の住宅着工戸数は一部内閣府試算。

### (iii) ECB・BOEの金融政策

欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）は、13年10月の消費者物価上昇率が大幅に低下したことを受け、11月の政策理事会において政策金利を25bps引き下げて、過去最低水準の0.25%としたほか、無制限流動性供給措置の1年延長を決定した以降は、政策金利を据え置いている（第1-2-2-19図）。一方、金融市場における不安が後退する中、危機時に導入された3年物流動性供給オペ（LTRO：Long Term Refinancing Operations）に対する早期返済が進んでおりECBのバランスシートは縮小している（第1-2-2-20図）。

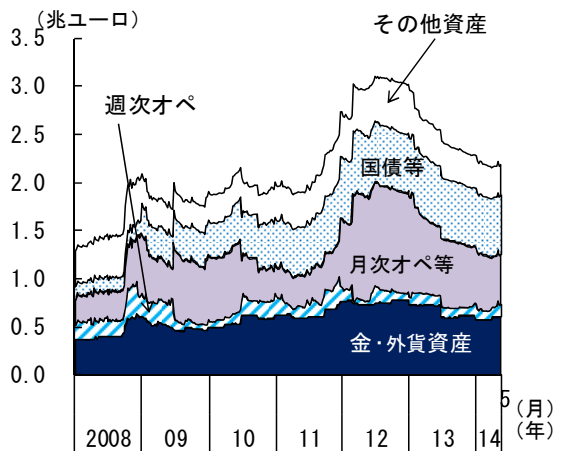
第1-2-2-19図 ECBの政策金利：  
13年11月以降は据置き



(備考)1. ブルームバーグより作成。

2. 政策金利は1週間物資金供給オペに係る金利。  
コリドーの上限が限界貸付金利、下限が中銀預金金利。

第1-2-2-20図 ECBのバランスシート：  
LTROの早期返済により縮小

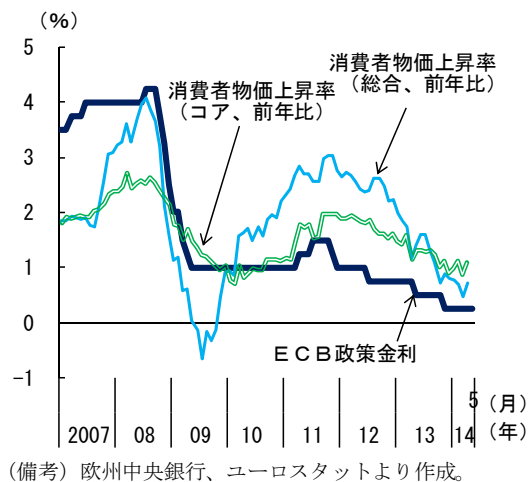


(備考) 欧州中央銀行より作成。

その後政策理事会は、政策措置そのものは据え置く中、14年1月の政策理事会において、「緩和的金融政策スタンスを必要な限り維持すること」、また「政策金利が相当の期間 (extended period of time)、現在の水準、もしくはそれを下回る水準に維持される見通し」を「強調する」との文言を用いて、13年7月に示したフォワードガイダンス (将来の政策指針) を強化した。また、政策理事会後の記者会見にて、ドラギ総裁は(1)望ましくない短期金融市場の緊張、(2)中期的物価上昇率見通しの悪化のいずれかのシナリオが起きた場合、必要に応じた行動をとる準備があることについても言及した。

ユーロ圏の消費者物価上昇率は13年10月以降、1%を割り込んだ水準が続いているものの、ECBによる追加策は講じられていない (第1-2-2-21図)。もっとも、14年4月の政策理事会においては、低水準の物価上昇率が過度に長期化するリスクに対して、「非伝統的措置を講じることに理事会が全員一致している」とし、非伝統的措置実施の可能性について言及した。また、理事会後の会見にてドラギ総裁は追加緩和策として、量的緩和、マイナス金利、固定金利・無制限流動性供給の延長等、具体的に言及し、理事会メンバー間で踏み込んだ議論が行われたことを明らかにした。さらに、5月の政策理事会後の会見では、「次回 (6月) 行動を起こすことに異論はない」と追加緩和を強く示唆しており、今後のECBの対応とその影響を注視する必要がある。

第1-2-2-21図 ユーロ圏消費者物価上昇率とECB政策金利：物価は低下



一方、BOEは、13年8月に物価及び金融の安定に重要なリスクとならない限り、現時点の緩和的政策を続けると表明した。具体的には、失業率が7.0%を下回るまで、現在の0.5%の政策金利を維持するとする、フォワードガイダンスを導入した。このフォワードガイダンスには、(1)中期的(18~24か月先)に消費者物価上昇率が2.5%を上回ると予想される場合(物価目標は2%)、(2)中期的なインフレ期待が十分に抑制されない場合、(3)金融緩和姿勢が金融システムの安定にとって重大な脅威になると(BOEの金融安定委員会が)判断した場合、とする3つの解除条項(Knock-out)を設けていた。

しかし、しきい値として設けた失業率が7%に近づいた一方、経済には依然解消されるべきスラック(経済余剰)が存在していると判断し、14年2月の政策決定会合においてBOEは、このしきい値に到達した後の指針を示す形で、13年8月に設定したフォワードガイダンスの修正を行った。

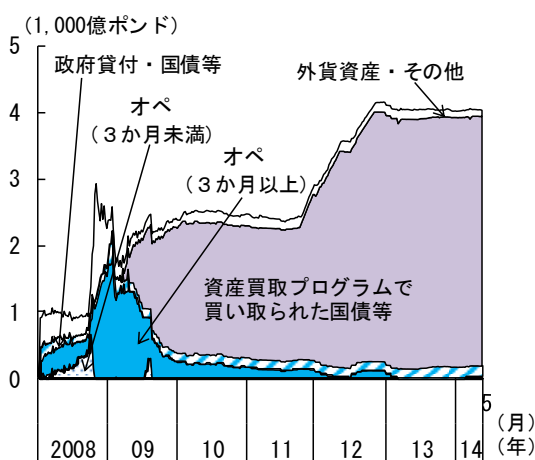
修正フォワードガイダンスでは、失業率がしきい値に達したとしても、将来における金融政策はより広範な経済指標を基に、経済における(1)回復の持続性、(2)需給に応じた生産性の向上、(3)物価及びコスト圧力を勘案したうえで遂行すると表明した。その他、危機対応として行った資産購入プログラムの解消の時期、規模、ペースも考慮することが示された。

すなわち、(1)政府の経済政策を支援し、2%のインフレ目標を達成するため政策を遂行する、(2)現在のスラックを2~3年で解消するため、また物価上昇率を目標近傍に維持するため、利上げペースは緩やかとなる、(3)もっとも、この先数年の政策金利は経済の回復状況による、(4)スラックが適切な水準に回帰し、物価上昇率が目標レンジ内に維持されても、政策金利の適切な水準は危機前に金融政策委員会が設定した5%以下が望ましい、(5)BOEによる資産購入残高は利上げ開始まで維持する、(6)金融政策が金融

システムへのリスクに対して役割を担う場合は、金融安定委員会(F P C :Financial Policy Committee) や他当局による政策によっても抑制できない限りにおいてのみである、との認識を示した。

BOEのバランスシートをみても、資産購入プログラムによって購入された資産は上記の方針のとおり緩和的姿勢が維持されている(第1-2-2-22図)。一方、失業率は13年12月～2月は6.9%、14年1～3月期は6.8%としきい値とされていた7.0%を割り込んで低下している。

第1-2-2-22図 BOEのバランスシート：資産購入残高を維持し緩和政策を継続

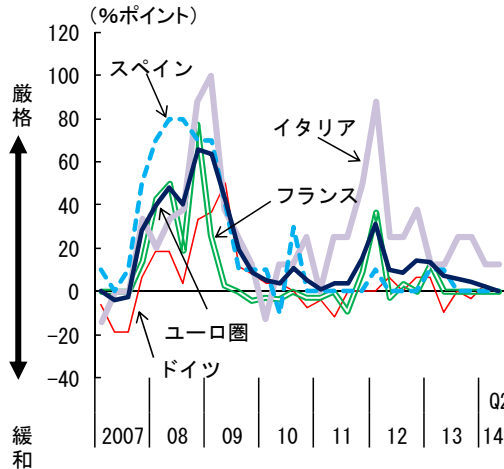


- (備考) 1. イングランド銀行より作成。  
 2. 資産買取プログラムは、正確にはBOEが国債等を買取るものではない。Bank of England Asset Purchase Facility Fundが設置され、BOEは当該基金に資産買取のために資金を貸し出す。損失が生じた場合には英財務省が補てんする。

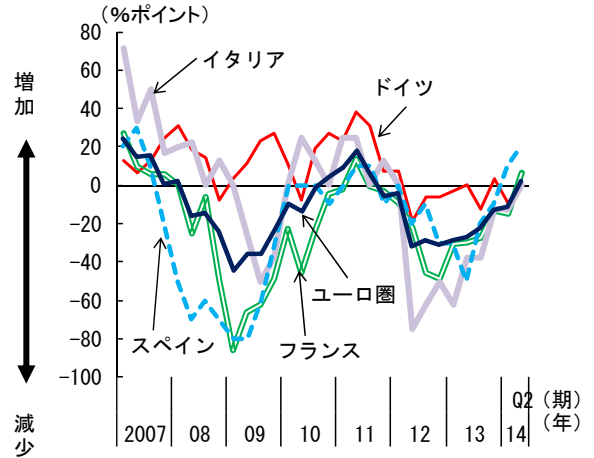
このように中央銀行による緩和政策が続く中、ヨーロッパの企業による資金需要や銀行による貸出条件の推移についてみると、危機時に大幅に厳格化がみられた南欧諸国においても貸出条件が大幅に緩和している姿が認められる。また需要面からみても、13年半ば以降、各国で回復の動きがみられる(第1-2-2-23図)。

## 第1-2-2-23図 ユーロ圏の資金需給状況：改善傾向

(1) 銀行貸出条件



(2) 企業の資金需要



(備考) 1. 欧州中央銀行より作成。

- 貸出条件は、過去3か月間において企業向け貸出・信用枠の承認に対する基準が「かなり厳しくなった」との回答が全体に占める割合に1を、「やや厳しくなった」との回答割合に0.5を、「かなり緩和された」との回答割合に-1を、「やや緩和された」との回答割合に-0.5をそれぞれ乗じてから全ての回答割合を足上げた。
- 借入需要は、過去3か月間において企業向け貸出・信用枠に対する需要が「かなり増加した」との回答割合に1を、「やや増加した」との回答割合に0.5を、「かなり減少した」との回答割合に-1を、「やや減少した」との回答割合に-0.5を乗じて同様に求めた。
- 直近の調査時期は14年3月24日～14年4月8日。

## (2) 政府債務問題の現状

### (i) 南欧諸国等の現状

債務危機により不安定化していた金融市場も、ECBによる積極的な金融政策や、各国における財政健全化に向けた改革が進んでいること等を背景に落ち着きを取り戻してきており、プログラムの被支援各国（アイルランド、ギリシャ、ポルトガル、スペイン、キプロス）においても、ドイツ国債に対する国債スプレッドが縮小するなど、危機前の水準に戻ってきている（第1-2-2-25図）。これらの国では、トロイカ（EU、IMF、ECB）の監視の下、緊縮策を進めている結果、財政収支の改善が進んでいる（第1-2-2-24図）。こうした状況を受けて、各格付会社による国債格付の引上げが相次いでいるほか、国債発行による市場資金調達が可能となるなど、各国の信用回復が認められる（第1-2-26表）。

こうした中、アイルランド及びスペインについては、13年11月のユーロ圏財務相会合（ユーログループ）において、支援プログラムを予定どおり13年末で終了することが合意された。12月中旬にはユーログループ及びIMFにて対アイルランド第12次審査が承認され、その後の最終融資実施をもってプログラム終了となった。14年4～5月に行わ