

経済・金融フラッシュ

No.07-055 2007/08/09

BOE「インフレ報告」8月号～利上げバイアスを維持

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門 主任研究員 伊藤 さゆり

TEL:03-3512-1832 E-mail:ito@nli-research.co.jp

1. インフレ警戒姿勢はやや緩めたが、利上げバイアスは維持

(フォワード・ルッキングな政策決定の根拠となる「インフレ報告」の見通し)

8月8日、イングランド銀行(以下、BOE)が「インフレーション・レポート」(以下、「インフレ報告」)を公表、キング総裁の記者会見が開催された。

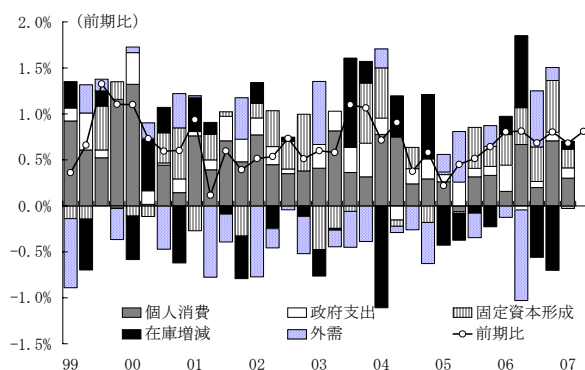
四半期に一度公表される「インフレ報告」は、金融政策委員会(以下、MPC)のフォワード・ルッキングな政策決定の根拠となるもので、経済情勢を詳細に分析し、市場の金利予測に基づくGDP成長率と消費者物価(以下、CPI)上昇率の見通しを、ファン・チャートと呼ばれる確率分布で示す点に特徴がある。

(余剰生産能力は縮小しており、成長鈍化が必要と認識)

イギリス経済は、6期連続で長期平均を上回るペースの景気拡大が続いており(図表①)、余剰生産能力の縮小は続いている。今回の「インフレ報告」では、GDP統計は上方改定されるケースが多く、余剰生産能力の縮小が想定以上に進んでいる可能性にも言及された。

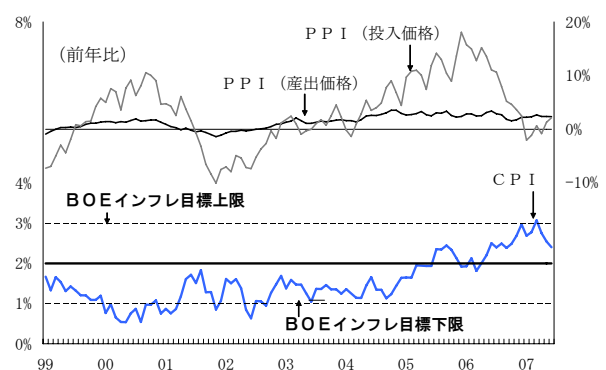
CPIは、3月の前期比3.1%をピークに、ガス・電力料金の引下げの効果から着実に鈍化しているが、なお目標の2%を上回る水準にある(図表②)。

図表① イギリスの実質GDP成長率



(資料)ONS

図表② イギリスのインフレ率



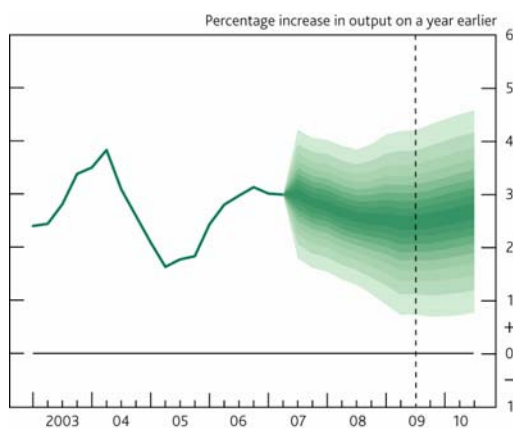
(資料)ONS

予測のメイン・シナリオは、市場が織り込んでいる年内あと1回の利上げを前提に、成長率は予測期間にわたって緩やかに鈍化、CPI上昇率は目標の2%近辺に収束するというものである（図表③、図表④）。

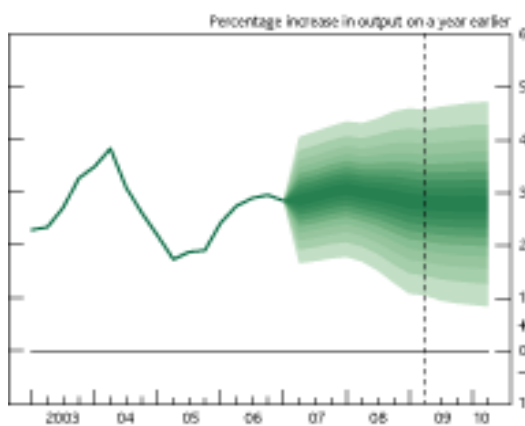
前回5月との比較では、利上げ効果の浸透による個人消費、設備投資の鈍化が見込まれることで、成長率は若干下方修正されたが、リスクは上下に均衡しているという評価は維持された。

インフレ率については、5月時点よりも、石油・ガス価格が上振れているため当面の鈍化はより緩やかなペースとなるが、その後は、需要の鈍化により、前回の予測よりも低めで推移するとされた。インフレ・リスクの判断は、前回5月の「上振れ」から「やや上振れ」に修正、インフレ警戒のトーンが幾分弱められた。前回強調された価格転嫁の圧力が高い状態が続き、インフレ期待の高まりや、マージンの引き上げが積極化するリスクへの警戒もトーン・ダウンした。

図表③ GDP成長率見通し
<8月号>

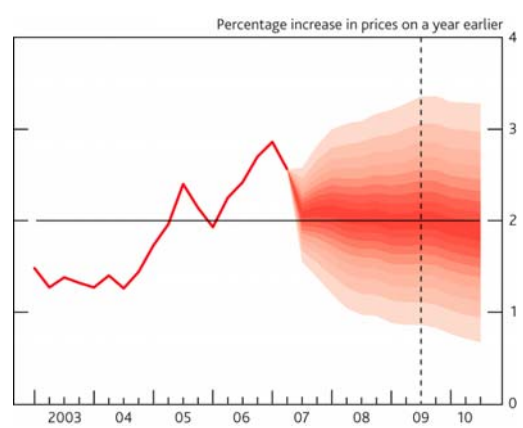


<5月号>

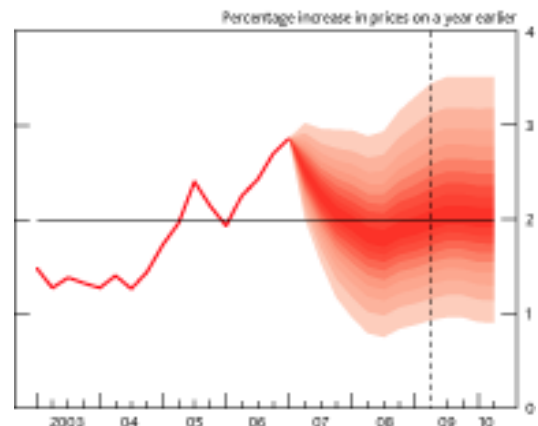


(資料) BOE

図表④ CPI上昇率見通し
<8月号>



<5月号>

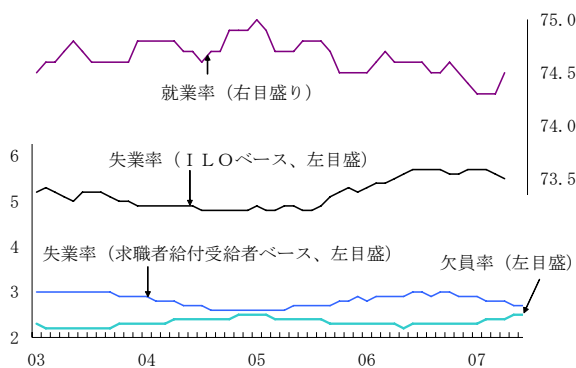


(資料) BOE

こうした修正は、まだら模様が続いた労働市場では、改善傾向が明確になったものの、賃金の抑制は続き（図表⑤、図表⑥）、個人消費が緩やかな鈍化の兆しを示し、サーベイ調査でも価格転嫁の意欲やインフレ期待が幾分後退していること、流動性の指標の上振れにも歯止めが掛かったこと（図表⑦）などが反映されたものであろう。

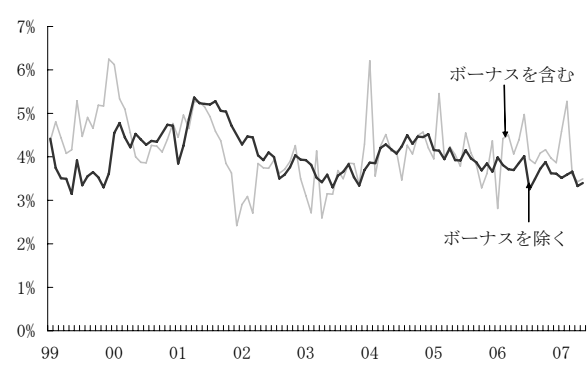
インフレ警戒の姿勢はトーン・ダウンしたとは言え、キング総裁が会見で、「2%というインフレ目標の達成には需要の鈍化が必要」と述べるなど、利上げバイアスは維持された。

図表⑤ イギリスの失業率と就業率



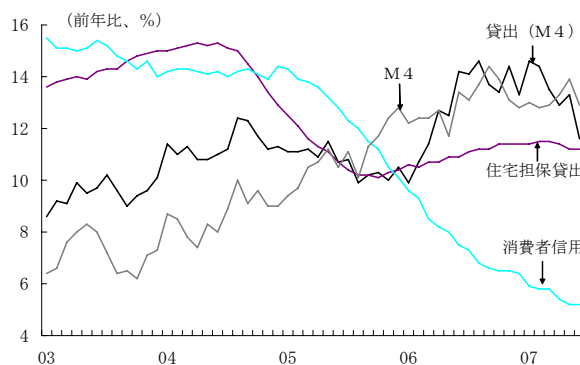
(資料) ONS

図表⑥ イギリスの平均雇用者所得伸び率



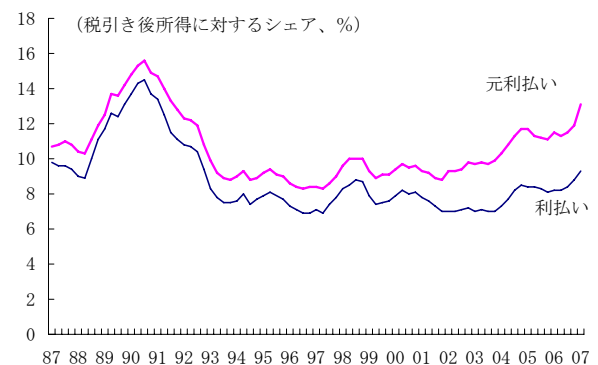
(資料) ONS

図表⑦ イギリスのM4と貸出増加率



(資料) BOE

図表⑧ 家計の元利払負担



(資料) BOE

2. 年内に政策金利は6%に引上げ、その後、据え置きへ

(8月の据え置きは利上げ効果や市場の調整の見極めのため)

近年、BOEの政策金利の変更は「インフレ報告」の公表月に行われる傾向が強く、前回5月の「インフレ報告」公表時は25bpの利上げが行われたが、今回の「インフレ報告」が叩き台となった今月1～2日のMPCでは据え置きが決定された。

8月のMPCの投票結果や議事内容は15日の議事録公開まで明らかにはならないが、7



月の追加利上げで引締め度合いが強まったこと、さらに7月下旬から世界的に株価の下落、信用スプレッドの上昇が加速したことで、過去の利上げの効果や市場の調整の行方を見極める時間が必要との意見が多数を占めたことによると思われる。うち、金融市場の動きに関しては、キング総裁は会見の中で、「国際金融危機に陥っている訳ではない」とした上で、「波及の程度や持続性を現段階で判断することは不可能」として、注視する姿勢を示した。

(追加利上げは10月～11月となる可能性)

MPCは9名の委員から構成されており、「インフレ報告」の予測値やリスク・バランスに関する見解については、委員の間でも、かなりのばらつきがあるとされている。実際、7月のMPCでも、利上げに対して、3票の反対票が投じられている。

金利据え置きを主張した委員が警戒するのは、金融引き締めが、住宅市場と消費を想定以上に下押しするリスクである。家計の所得水準に対する債務残高の比率が160%と80年代後半のバブル期を上回る水準まで高まっており、2006年8月に再開された利上げの影響も加わって、元利払いの負担は上昇している(図表⑧)。それでも過去の利上げ局面に比べると、今回の利上げの波及のスピードは、固定金利の住宅ローンの比率が高まったことで抑えられており、今年後半には、2005年に契約された固定金利の住宅ローンの借り換えの時期を迎えることで一気に顕現化する可能性があると考えられる。

当面は、雇用の持ち直し、企業収益の好調から、内需は減速しても底固さを保つことから、10月ないし11月に利上げが行なわれる可能性は高いが、その後、政策金利は6%の水準で様子見ということになりそうだ。