

経済・金融  
フラッシュ英国金融政策(9月MPC)  
—労働市場を取り巻く不確実性に焦点

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

## 1. 結果の概要:金融政策の変更なし

9月22日、英中央銀行のイングランド銀行(BOE:Bank of England)は金融政策委員会(MPC:Monetary Policy Committee)を開催し、23日に金融政策の方針を公表した。概要は以下の通り。

## 【金融政策決定内容】

- ・政策金利を0.1%で維持(変更なし)
- ・国債および投資適格級社債を総額8950億ポンドまで購入する(変更なし)

## 【議事要旨(趣旨)】

- ・21年7-9月期のGDPの水準は8月見通しより1%程度下方修正、コロナ禍前と比べて2.5%程度低くなると予想する
- ・生産制約による影響がより持続的となる可能性が高まっている
- ・労働市場を取り巻く不確実性は増加している

## 2. 金融政策の評価:正常化へ向けた動きがさらに進展

イングランド銀行の今回のMPCでは、金融政策の変更はなかった。ただし、正常化へ向けた検討がかなり進められていると見られる。実際、今回のMPCでは声明文や議事要旨において、インフレ率に関する評価が多く、インフレリスクと金融引き締め姿勢への転換について多くの議論がなされており、「生産力余剰の解消と、2%のインフレ目標の安定的達成への著しい進展についての明確な証拠が得られるまでは、金融政策を引き締めるつもりはない」というガイダンスも声明文から削除された。

議事要旨からは金融政策を決定するにあたって、雇用の状況についての評価が難しいことも明らかになっている。雇用の評価は景気判断にもインフレリスクにも直結するため重要な論点といえるが、英国ではEU離脱といった要因もあって、労働力不足から経済指標上は求人率が上昇し人手不足感が高まっている一方で、政府の雇用維持政策の利用者がイングランド銀行の想定よりも多いという状況が発生している。

今回、金融政策の維持を主張した多数の委員は、雇用環境について不確実性が多いため、景気要因による雇用の弛み(slack)が残っているのか、構造的なミスマッチが生じているのかを判断するためにも雇用維持政策(CJRS)が終了する9月以降の情報を得るまで待つべきとの意見を主張

した。

一方、9人中2人の委員はインフレリスクが高まり、急速に金融引き締めを行うことによる経済の急激な変化を避けるためにも、現時点で資産購入の縮小をすべきと主張した。なお、金融政策の維持を主張した多数派は仮に金融引き締めを行うとしても、年末まで予定している現行の資産購入策は続けた上で政策金利を引き上げるべきであると主張しており、インフレリスクが増した際の正常化の方法についてもMPC内で見解が分かれていることも明らかになった。

英国の雇用状況は金融政策を判断するための大きな材料と見られ、今後の動向がより一層注目される。

### 3. 金融政策の方針

今回のMPCで発表された金融政策の概要は以下の通り。

- MPCは、金融政策を2%のインフレ目標として設定し、経済成長と雇用を支援する
  - ✓ 委員会は現行の金融姿勢を維持することが適当だと判断した
  - ✓ 政策金利（バンクレート）を0.1%で維持する（全会一致で決定、変更なし）
  - ✓ 投資適格級の非金融機関社債で200億ポンド保有を維持する（全会一致で決定、変更なし）
  - ✓ 国債を総額8750億ポンド購入する（7対2で決定<sup>1</sup>）
  - ✓ 資産購入額の総額は8950億ポンドとなる
  
- MPCは8月のMPR（金融政策報告書）ではコロナ禍の影響が縮小し、需要が増加することで今年いっぱいの回復を予想している
  - ✓ 予想では短期的な需要超過となることを見込んでおり、その後需要の伸びの減速と供給制約の緩和によって需給がバランスすると見ている
  - ✓ CPIインフレ率は、主にエネルギー価格や財価格がけん引する形で短期的には一時的な上昇が見られ、21年10-12月期には4%に達すると予想している
  - ✓ 市場の金利想定を前提として、CPIインフレ率は中期的には2%に戻ると見られる
  
- 8月のMPC以降、世界経済の回復ペースに鈍化の兆しが見られる
  - ✓ 財需要の増加と供給制約を背景に、世界的なインフレ圧力が強まっており、価格上昇圧力が継続する兆しが見られる
  - ✓ 金融市場によるインフレ期待は英国を含めてやや上昇している
  
- 21年7-9月期のGDPの水準は8月の報告書より1%程度下方修正し、コロナ禍前と比べて2.5%程度低くなると予想する
  - ✓ 下方修正は、一部は生産における供給制約の顕在化が反映されている

<sup>1</sup> 今回の反対票はソーンダース委員およびラムステン委員（副総裁）で、どちらも社債・国債の合計で8600億ポンド（350億ポンドの減額）を主張した。前回8月は7対1での決定（反対票はソーンダース委員で社債・国債の合計で8500億ポンド（450億ポンドの減額）を主張）だった。

- ✓ サーベイ調査によれば、供給業者からの納期や受注残 (backlogs of work) が記録的な長さになっていること、原材料や労働力不足が多く部門で顕著になっていること、在庫水準が低いことが報告されている
  - ✓ サービス部門の生産は上向きだが、依然としてコロナ禍前の水準は下回っている
  - ✓ 小売売上高見通しはやや弱いものの、その他の消費関連指標は、消費者景況感を含めて高い水準を維持している
- 労働力調査基準の失業率は5-7月平均で4.6%となり、8月の報告書見通しより若干低く、給与所得者データ (HMRC payroll data) によれば、(一時休業者を含めた) 雇用者数は19年10-12月期を上回った
- ✓ 一時休業者の数は減少が続いているものの、7月に報告された休業者の170万人の規模は、8月見通しで予想していた減少数よりもやや少ない
  - ✓ 人員整理解雇 (redundancies) の増加の兆しはほとんどなく、求人数はさらに増加、採用の難しさが見て取れる。
  - ✓ また、賃金伸び率の基調はコロナ禍前のペースを上回るまで加速していると推計される
- 労働市場を取り巻く不確実性は増加している
- ✓ 重要な問題は、9月の休業者支援制度終了後に経済が適応できるか、失業者数への影響やそれがどれだけ長引くか、求人と求職のマッチングの難しさの程度やどれだけ長引くか、といったことにある
  - ✓ MPCでは、次回11月MPRの見通し作成の前に、これら状況やその他動向を確認、経済の供給面の評価もあわせて実施した
- CPI前年比上昇率は7月の2.0%から8月には3.2%まで上昇(8月見通しの予想値は3.0%)、中銀総裁と財務相で公開書簡<sup>2</sup>を交換した
- ✓ コアCPI上昇率も3.1%まで上昇、2011年11月以来の高い伸び率となった
  - ✓ 7月と8月の伸び率の違いの大部分はベース効果により説明でき、また世界的な物価上昇圧力も英国の消費財価格に影響を及ぼしている
  - ✓ 影響としては劣るものの、経済活動再開によるサービス価格の上昇もある
  - ✓ 家計の中期的なインフレ期待は、ここ数か月で上昇しており、Citi/YouGovの5-10年先のインフレ見通し調査は、2013年9月以来の高さを記録した
- CPIインフレ率は短期的にはさらに上昇すると見られ、エネルギー価格と財価格の上昇により21年10-12月期には4%を若干上回ると予想される
- ✓ 8月のMPR以来、ガスの卸売の直物・先物価格が上昇しており、22年4月以降のインフレ見通しの上方リスクとなっている

<sup>2</sup> インフレ率が目標から乖離した理由と今後のインフレ見通し、インフレ目標を達成するための金融政策手段について説明する書簡(インフレ率が目標(2%)から1%以上乖離した場合に公開が要求される)。

- ✓ 他の多くの価格上昇圧力も増加が続いている
  - ✓ MPCの中央見通しでは、これらの世界的な価格上昇圧力が一時的であると見なしている
- MPCの責務は、英国の金融政策枠組みにおける物価安定の優位（primacy）を反映して、常にインフレ目標の達成である
- ✓ この枠組みでは、ショックや混乱の結果、物価が目標から乖離する場合もある
  - ✓ 最近の前例のない状況下で、経済は大きなショックを経験してきた
  - ✓ 金融政策の変更がインフレ率に影響するまでに時間を要することも考慮し、適切な金融政策スタンスを判断するにあたっては、MPCは一時的な要因ではなく、常に中期的なインフレ見通しに焦点をあてる
- 前回のMPCでは、8月のMPRの中央見通しに沿って経済が進むのであれば、中期的なインフレ目標の維持には、見通し期間における若干の引き締めが必要である、と判断した
- ✓ その後の進展はこうした状況を強化するものと見られるが、引き続き高い不確実性が残っている
  - ✓ MPCは労働市場、特に失業者、弛み（slack）に関する広範な指標、賃金圧力の基調、どの程度賃金に価格上昇が転嫁され、その他の価格上昇が見られるのか、や中期的なインフレ期待といった今後の状況を注視する
- 委員会は今回の会合で、現行の金融姿勢を維持することが適当だと判断した

#### 4. 議事要旨の概要

議事要旨の概要（上記金融政策の方針で触れられていない部分）において注目した内容（趣旨）は以下の通り。

##### （需要、生産）

- 生産制約による影響がより持続的となる可能性が高まっている
- ✓ PMI調査によると、供給業者の納期が製造部門と建設部門で長期化している
  - ✓ CBI産業動向調査では半数以上の回答者が、原材料や部品が今後3か月の生産抑制要因になるとし、約3分の1の回答者が、熟練労働者が生産抑制要因になるとしており、いずれも歴史的な高水準となっている
  - ✓ 銀行からの報告では、需要増加による供給制約の解決には数四半期を要する可能性を指摘している
  - ✓ これとは別に、最近のガス卸売価格の上昇がいくつかの産業における生産計画に大きな影響を及ぼしている
- 9月7日の歳出計画(Spending Review)着手と並行して、22年4月から医療・介護の財源としての負担(Health and Social Care Levy)を導入することを発表している

- ✓ これは国民保険料と配当所得税の引き上げにより行われる
- ✓ これ以外の核となる支出全体は春の 21 年度予算に従うと想定している
- ✓ 政府はまた、22-23 年度は年金のトリプルロック（3 重保障）<sup>3</sup>を停止することを発表している

### （供給、費用、価格）

- 労働需要は引き続き強く、労働市場はさらにタイト化している
  - ✓ 求人数は 8 月に 100 万件をこえ、7 月の最高記録を更新した
  - ✓ 失業率に対する求人数の比率も急上昇しており、単月で見ると 2019 年の平均を上回った
  - ✓ 人材の利用可能状況を示す R E C の指数は 8 月に記録的なタイト化を示した
  - ✓ 銀行からの報告では、ここ数か月で採用活動がより広範かつ深刻になっていることを示している
  - ✓ 労働力不足は様々な要因が関係しており、予想以上に急激な需要の回復や E U の労働供給が減少したことなどが挙げられる
  - ✓ 大型トラック（HGV）運転手不足は労働者の高齢化や免許試験の停滞が事態を助長させている
  
- 短期的に予想されるインフレ率の目標からの上方乖離の約半分はエネルギー価格が占めている
  - ✓ 21 年 10 月からのエネルギー価格の上昇は、ベース効果とガス電力市場監督局（Ofgem）が公表したガス小売価格とエネルギー価格の料金上限の引き上げが反映されている
  - ✓ 次回の 22 年 4 月におけるガス電力市場監督局のエネルギー価格の料金上限の改定が M P C のインフレ見通しの上方リスクとなり得る

### （金融政策決定）

- M P C では雇用環境において、多くの一時休業者が存在するにもかかわらず急速にタイト化する状況について議論した
  - ✓ 1 つは、この戦略のコストは最近上昇しているが、需要の回復を見越して C J R S（雇用維持政策）を利用して雇用を貯蔵している可能性である
  - ✓ 一時休業者の多くは、非常に小さな企業に見られ、1 名しか従業員がいない場合もあり、（C J R S 終了時に雇用を）再開するかしないかの決定は、特有の状況に依存する可能性がある
  - ✓ 一時休業者が他の副業（second job）を見つけたり、副業の範囲を拡大したりしている可能性もある
  - ✓ こうした労働者は雇用維持政策が終了しても失業する可能性はないと思われるが、この仮説では現在の高い求人率を説明することは難しい

<sup>3</sup> 年金給付額の伸び率を賃金上昇率、インフレ率、2.5%のうちの最大値となるように改定する制度。

- ✓ 他の仮説は、コロナ禍中に需要のパターンが変化し、一時休業者が現在の求人にマッチしないというものである
  - ✓ 求人数は経済全体として増加しており、その中には一時休業者が多く存在する部門もあり、同一部門内の企業レベルでの細かいミスマッチが発生している可能性がある
  - ✓ この場合、C J R S 終了後の失業の増加は、少なくとも部分的には、景気循環的というより構造的となる可能性がある
- MPCは20年下半期以降「生産力余剰の解消と、2%のインフレ目標の安定的達成への著しい進展についての明確な証拠が得られるまでは、金融政策を引き締めるつもりはない」とのガイダンスを実施してきた
- ✓ MPCでは、引き続きこのガイダンスに適した状況となっているかについて、幅広い見解が見られたが、すべての委員が、この以前の正式なガイダンスはもはや現在の状況に照らして有効ではないことに同意した
- ほとんどの委員は現行の金融政策が適切であると判断した
- ✓ 雇用維持政策の終了後の短期的な失業者数の動向については、多くの見解があった
  - ✓ しかしながら、金融政策維持を主張したすべての委員は労働市場の見通しとインフレ基調は特に不確実性が高く、部分的には不確実性が今後数か月で解消されることに同意した
  - ✓ したがって、金融政策の引き締め必要性や時期を決定する前に追加の情報を待つという選択肢の価値は高かった
  - ✓ 仮にC J R Sの終了後に失業率が上昇した場合は、失業率の上昇について構造的な部分と景気循環的な部分の評価や、仮に構造的要因であり供給力を低下させている場合にはどの程度持続的なものなのかを評価するために時間をとることができる
  - ✓ 金融政策維持を主張したすべての委員は、現行の国債購入プログラムが終了する前に金融引き締めが必要になった場合、政策金利の引き上げを行うべきであるとの意見で合意した
- 2人の委員は経済見通しに照らして金融政策の引き締めを主張した
- ✓ 今回のMPCでの資産購入プログラムの縮小は、穏やかな引き締めとリスクの軽減であり、そうでない場合、究極的にはより急激な政策の引き締めとより大きな成長や雇用の調整が必要となる可能性がある

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。