

英国金融政策(11月MPC)
—今後数か月での利上げが必要と判断

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

11月2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、4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）】

- ・GDP成長率見通しは、2021年7%、22年5%、23年1.5%、24年1%で8月より下方修正
- ・CPIインフレ率は、22年4月にはピークの5%程度に達した後、来年下半年にはかなり低下すると予想する（8月見通しより上方修正）
- ・11月見通しに沿えば、今後数か月（over coming months）での政策金利の引き上げが必要

2. 金融政策の評価:今後数か月での利上げが必要と判断

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。

景気判断では、11月のMPR（金融政策報告書）を公表、成長率については前回のMPRが作成された8月時点より若干下方修正し、コロナ禍前の水準に回復する時期を22年1-3月期とやや後倒ししている。一方で、インフレ率については上方修正しており、MPCでも賃金伸び率のリスクが上方に傾いているとの判断を示した。

今回のMPRでは、22年後半にインフレ率が低下すると見込んでいるものの、インフレリスクについては、MPCメンバー内でも見方が様々であることが明らかになった。またMPRでも、中央見通しの前提として使われているエネルギー価格（直近の実績を利用し、高止まりが続く前提）と政策金利（市場見通しを利用し、年内に利上げが開始され来年には1%に到達する前提）にリスクがあると注意喚起しており、代替シナリオとしてエネルギー価格の低下（ガスの先物価格を利用）や、政策金利の据え置きを前提とした見通しを提示している。

金融政策の決定においては、高インフレに対応するために、今回のMPCでの利上げを予想する向きもあったが、資産購入策の継続も含めて現行政策を維持する決定だった。ただし、声明文において「今後数か月での政策金利引き上げが必要」と明記され、金融政策の正常化がかなり近いこと

が示唆された。

ベイリー総裁は、「高インフレは一時的」「金融政策では、供給問題を解決することはできない」と市場が織り込むような積極的な利上げを否定しつつ、「中期のインフレ期待を支えるには、政策金利の引き上げが求められる」「労働市場の動向が、引き上げの規模とペースを決める上で重要」とし、利上げに関する見解を示している。

今後のインフレ動向については、エネルギー価格に大きく左右され、ベイリー総裁も利上げで需要を必要以上に低下させることには慎重な姿勢を見せていることから、年内は資産購入策を予定通り終了させる一方で、積極的に利上げに踏み切ることはないだろうと思われる。来年以降、エネルギー価格や労働市場の動向を確認、雇用維持政策終了後の労働環境などを評価した上で利上げに踏み切るものと見られる。

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（7対2で決定¹、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（6対3で決定²）
 - ✓ 資産購入額の総額は8950億ポンドとなる

- MPCは11月のMPR（金融政策報告書）で経済活動とインフレ率の中央見通しを更新した
 - ✓ この見通しは資産・エネルギー価格について、10月27日までの15日間の平均価格とすることを前提としている
 - ✓ また、政策金利は市場予測にもとづき、22年末までに1%近くまで上昇するとしている
 - ✓ 卸売電力価格は6か月先までは先物価格を基準にして、それ以降は横ばいとしている
 - ✓ これらの前提には重大なリスクが内在している

- 世界および英国のGDPは、8月の報告書の見通しも緩やかなペースではあるが、21年7-9月に上昇した
 - ✓ 成長率は供給網の混乱によりいくぶん抑制されている
 - ✓ 世界的な財需要の急増とともに、いくつかの部門で供給制約（supply bottlenecks）が生じている
 - ✓ また、英国の消費需要にも弱さの兆しが見られる

¹ 今回の反対票はソーンドラス委員およびラムステン委員（副総裁）で、どちらも政策金利を0.15%引き上げ、0.25%にすることを主張した。前回は反対票がなかった。

² 今回の反対票はマン委員、ソーンドラ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8750億ポンド（200億ポンドの減額）を主張した。前回9月は7対2での決定（反対票はソーンドラス委員およびラムステン委員（副総裁）で社債・国債の合計で8600億ポンド（350億ポンドの減額）を主張）だった。

- ✓ 短期的には供給制約が成長の抑制材料となるものの、世界および英国はコロナ禍からの回復が続くと見られる
 - ✓ 英国のGDPは22年1-3月期に19年10-12月期の水準を回復すると見られる
- 市場予測の政策金利を前提に、予測期間の後半にかけて、成長率は鈍化すると見られる
- ✓ 成長の鈍化は、潜在成長率のコロナ禍前の伸びへの回帰と、高水準にあるエネルギー価格や金融・財政政策による需要の伸びへの支援の縮小とともに起きるだろう
 - ✓ 秋季予算案 (Autumn Budget) と歳出計画 (Spending Review 2021) において、政府は、今後数年にわたって、政府消費をやや高めでの推移させることを公表した
 - ✓ 予測期間の終わりには生産力余剰 (spare capacity) は解消すると見られる
- 労働力基準の失業率は6-8月平均で4.5%となり、歳入関税庁の給与所得者データは引き続き強い伸びを見せている
- ✓ 雇用維持政策が終了する9月末の直前時点で、100万人以上が一時休業していると見られ、8月の報告書での見通しよりもかなり多い
 - ✓ それにも関わらず、人員整理解雇 (redundancies) の増加の兆しは引き続きほとんどなく、求人数はさらに増加、採用が困難になっていることを示している
 - ✓ 労働市場には、大きな不確実性があり、初期のデータは21年10-12月期の失業率が若干増加することを示唆している
 - ✓ 賃金基調の伸び率は引き続きコロナ禍前のペースを上回っていると見られるが、11月の中央見通しでは、現在の(高い)伸び率からは低下すると予想している
- CPI前年比上昇率は8月の3.2%から9月には3.1%とやや低下した
- ✓ 主に卸売ガス価格急騰の公共料金への影響によって10月には4%近くまで上昇すると見られる
 - ✓ CPIインフレ率は11月には4.5%まで上昇したのち、コア財や食料品のインフレによって冬の期間も同じ程度の水準で推移すると見られる。
 - ✓ 卸売ガス価格は8月以降に急騰している
 - ✓ CPIインフレ率は22年4月にはピークの5%程度に達すると見られ、これは8月見通しよりかなり高い
- 時間が経過し、供給制約が緩和、世界的な需要も調整 (rebalance) され、エネルギー価格の上昇が止まれば、CPIインフレの上昇圧力は低下すると見られる
- ✓ 結果として、CPIインフレ率は来年下半年にはかなり低下すると予想する
 - ✓ 市場予想の政策金利とMPCの現在のエネルギー価格の見通しを前提とすれば、先々2年間のCPIインフレ率は2%をやや上回り、予測期間の終わりは目標を下回ると見られる
 - ✓ 11月の見通しでは、エネルギー価格が将来期間にわたって先物価格の通り推移するとの前提を置いた代替シナリオを公表しており、このシナリオでは、CPIインフレ率は中央見

通しより早期に2%の目標に到達し、予測期間の後半では目標を大きく下回る

- 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可能性があることを認識する
 - ✓ 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期待を含む、中期的なインフレ見通しに焦点をあてる

- 最近の委員会では、中期的に2%インフレ目標で維持するには、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
 - ✓ その後の進展と委員会の見通しの更新は、この見解を補強する
 - ✓ しかしながら、特に労働市場の見通しと国内のコスト・価格上昇圧力が中期的にどれだけ持続するのか、といった点に関して、短期的には不確実性が残る

- 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

- 委員会は、最新のデータ、特に労働市場のデータが、広く11月のMPRに沿うことを前提に、CPIの持続的な2%の目標達成には今後数か月 (over coming months) での政策金利の引き上げが必要であると判断した
 - ✓ 委員会は、11月見通しにおいて使われている市場で観測の政策金利と今後の生産力余剰の余地を考えると、予測期間の終わりに2%を下回っているCPIインフレ率は、今後さらに低下するかもしれないことを補足する

- 今後数か月について、引き続き、いつものように委員会は中期のインフレ見通しに焦点をあてる
 - ✓ 委員会は中期的な経済を取り巻く状況には、上下双方のリスクがあると判断しており、今後明らかになる関連データに照らして、そのバランスを評価する

4. 議事要旨の概要

記者会見の冒頭説明原稿および議事要旨の概要（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³。

³ 適宜、報告書の内容も記載。

(金融政策決定)

- 要約すると、見通しにある通り今期の高インフレは一時的である
 - ✓ 加えて、金融政策では、供給問題を解決することはできない
 - ✓ しかしながら、インフレ率を目標に戻し、中期のインフレ期待を支えるには、政策金利の引き上げが求められる可能性が高い
 - ✓ しかし、経済の余剰 (slack) を拡大させ、インフレ率を目標以下にまで押し下げるほどの引き上げという見解には警告したい
 - ✓ 短期的には労働市場の動向が、引き上げの規模とペースを決める上で重要となる
 - ✓ 我々は雇用維持政策終了後の労働市場に関する必要な統計データをまだ得られておらず、十分な評価ができていない
 - ✓ 変更は今後数か月で実施される公算が高い

(経済見通し)

- GDP成長率見通しは、2021年7%、22年5%、23年1.5%、24年1%
(8月時点では21年7.25%、22年6%、23年1.5%)
 - ✓ 失業率は21年4.25%、22年4%、23年4.25%、24年4.25% (10-12月期)
(8月時点では、21年4.75%、22年4.25%、23年4.25%)
 - ✓ CPI上昇率は21年4.25%、22年3.5%、23年2.25%、24年2% (10-12月期の前年比)
(8月時点では21年4%、22年2.5%、23年2%)

(通貨金融情勢)

- 前回の委員会以降、英国および世界の金融市場には大きな動きが見られた
 - ✓ 一部は、供給制約やエネルギー価格の上昇が、市場参加者の世界的なインフレ率や成長率、金融政策による対応についての見通しに及ぼした影響を反映していると思われる
- 先進国の長期国債利回りは、前回9月のMPC以降、20-30 ベーシスポイントほど上昇し、名目金利のうち、ブレイクイーブンインフレ率 (inflation compensation) 要素が上昇している
 - ✓ 英国の10年債利回りは夏以降の低下のほとんどを戻し、コロナ禍直前の水準を上回っている
- 前回の委員会以降、短期のブレイクイーブンインフレ率は、英国を含む多くの先進国で急上昇した
 - ✓ CPIインフレ率の急上昇、エネルギー価格と供給制約の動向を反映したものと見られる
 - ✓ 先進国の中期のブレイクイーブンインフレ率も、前回の委員会以降、急上昇を続けた
 - ✓ 米国とユーロ圏ではこれらは過去10年の平均水準と同じだった
 - ✓ 英国の中期のブレイクイーブンインフレ率は2008年以降の平均を上回っている
- 英国で中期のブレイクイーブンインフレ率が上昇していることの解釈は容易ではない

- ✓ 英国のインフレ市場は年金債務のヘッジに利用されているが、インフレ期待やインフレリスクの変化を通じてブレイクイーブンインフレ率を押し上げている可能性がある
 - ✓ C P I と R P I（小売物価指数）の相違が、R P I インフレ率と C P I インフレ期待という境界をさらに複雑にしている
 - ✓ 期待インフレ率とインフレリスク認識の高まりが、中期のブレイクイーブンインフレ率を平均以上に押し上げていると見られる
- 英国では9月の委員会以降、政策金利の先行きに対する市場予想が急上昇しており、これは市場参加者のインフレ圧力の上昇懸念や、最近のM P Cによる政策に関するコミュニケーションを反映しているとみられる
- ✓ ほとんどの市場関係者は、年末までに委員会が政策金利を0.25%引き上げると見ている
 - ✓ 市場関係者は、流動性の低下によって政策金利の期待に関する中央見通しを推測することが困難になったと指摘した

（需要と生産）

- 広範な事業において原材料と労働力の不足が、生産の重しとなっており、一部の事業では、この供給問題が少なくとも2022年後半まで続くことが報告されている
- ✓ 最新のONSの事業環境調査（Business Insights and Conditions Survey）では、売上の11%を占める生産もしくは供給網がガス価格上昇を受けたとしている
 - ✓ 供給制約が継続しており、およそ3分の2のC B I産業動向調査（Industrial Trends survey）の回答者が原材料や部品不足が今後3か月の生産を抑制するとし、40%の回答者が熟練労働者の不足を指摘しており、いずれも1970年以降で最高水準にある
- 高頻度指標は消費支出が夏以降も回復したが、8月の報告書よりも緩やかなペースであることを示している
- ✓ 当初の落ち込みが大きかった、公共交通機関での移動、フライト数、映画館訪問者数では回復が認められた
 - ✓ 実質小売売上高は5月をピークに9月まで5か月連続で低下しているものの、19年10-12月期の平均水準は4%ほど上回っている
 - ✓ この現象は財への支出からサービスへの支出に移行していることを一部反映しており、こうしたコロナ禍前のパターンへの収束する傾向は続くと思われる
 - ✓ また、一部では、供給不足によって財支出が落ち込んでいるとの報告もあり、電気機器や家具、新車販売で特に販売機会が失われている
 - ✓ 9月後半にはガソリンの供給断絶の可能性が認識されたことで、一時的に支出が急増、その後追加の供給が実施されるまで、不足が続いたため、支出も低迷した
- 家計の景況感はこちら数週間で低下しており、他国よりも低下が大きい
- ✓ 最近の景況感は、過去と異なり健康以外の要因を反映しているように思われる

- ✓ ONSの意見と生活様式調査 (Options and Lifestyle Survey) では、10月前半に新型コロナに関する不安を5分の2の回答者が抱えていたが、その割合は低下した
- ✓ 消費者の景況感低下は、最近のガソリン不足や足もとや将来の実質所得の見方の変化を反映している可能性がある
- ✓ エネルギー価格の上昇を受けた最近のインフレ率上昇に加えて、一部の家計はコロナ禍期間中の財政支援策の縮小、例えばユニバーサルクレジット受給者に対する週 20 ポンドの上乗せの9月末での終了、といった影響を受けている
- ✓ 9月に実施されたイングランド銀行とNMGによる家計調査では、今後3か月の家計支出は全体では増加する見込みであったが、相対的に低所得世帯では支出の減少が見込まれている
- ✓ また、年末もしくは22年中盤までに支出をコロナ禍前の水準に戻すとした世帯の割合も減少した

(当面の政策決定)

- 11月の報告書では、最新の経済の供給面における詳細が報告されており、委員会は予測期間の終わりまでに潜在供給量が8月の見通しよりも1%ほど低下すると予想した
 - ✓ これは人口動態が潜在的な労働参加率や労働時間に及ぼす影響、また設備投資の弱さにより資本の伸びが抑制され全要素生産性を押し下げるといった評価が反映されている
- 総じて11月の報告書のボックスCで述べられているように、MPCはインフレ期待が現在のところ固定されていると判断している
 - ✓ しかしながら、委員会は国内・世界の価格上昇圧力が中期的なインフレ期待に影響を及ぼし、それがまた賃金、物価に波及するリスクを注視する
- 委員会の最善かつ共同判断は11月の報告書の見通しにおける中期的なリスクは概ね均衡しているとするものである
 - ✓ しかし、これはエネルギー価格や賃金の動向を含めた、双方のリスク隠している
 - ✓ MPCのメンバーによってこれらのリスクの重みづけも異なり、全体のリスクバランスの見方も異なる
- 11月見通しでは賃金上昇率に対するリスクは上方に傾いていると判断した
 - ✓ 従業員が実質賃金の低下に抵抗すれば、所得伸び率は現在のインフレ率やインフレ期待の影響もあり、予測期間にわたって押し上げられる可能性がある
 - ✓ 次のことも賃金伸び率の予想以上の上昇圧力となり得る：例えば労働参加率や移民の低下といった労働力の利用可能性の低下、保健・教育・行政部門における持続的な需要増、産业内、あるいは産業間における労働市場のミスマッチの長期化

(運用上の考慮事項)

- 9月の委員会で、MPCは資産購入策で保有するポンド建ての非金融機関の投資適格級社債に関連するキャッシュフローについて、11月から適格社債に再投資することに合意した
 - ✓ その後、委員会は債券発行体の気候変動への影響を考慮しこれらの投資を行う方法について説明を受けた
 - ✓ この方法の詳細は数日中に公表される予定である

(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。