

経済・金融
フラッシュ英国金融政策(2月MPC)
— 追加利上げと保有資産の縮小を決定

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: 追加利上げと保有資産の縮小を決定

2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、3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0.50%に引き上げ（0.25%ポイントの利上げ）
- ・ 国債の保有残高の縮小を開始し、償還再投資を停止する（新規に決定）
- ・ 社債の保有残高の縮小を開始し、償還再投資の停止および売却を行う（新規に決定）

【議事要旨（趣旨）】

- ・ GDP成長率見通しは、22年3.75%、23年1.25%、24年1%（22-23年を下方修正）
- ・ CPI上昇率は22年5.75%、23年2.5%、24年1.75%（10-12月期の前年比、22-23年を上方修正、24年は下方修正）
- ・ MPCは見通し通りの動向ならば、今後数か月間でさらなる緩やかな引き締めが適切と判断
- ・ 交渉による妥結賃金は22年で平均5%近くに達し、様々な規模、部門の企業で広く上昇

2. 金融政策の評価: さらに緩やかな引き締めが適切と判断

イングランド銀行は今回のMPCで0.25%ポイントの利上げを決定した（0.25→0.50%）。前回12月の決定に続き2か月連続での利上げとなる。また、今回は、量的緩和策として購入してきた国債や社債の保有も縮小することを合わせて決定している。

今回は、会合にあわせて2月のMPR（金融政策報告書）も公表されている。そこではCPIインフレ率が11月の報告書および12月の会合での見通しよりも短期的にかなり引き上げられている。この中央見通しについては、11月と同様に前提（政策金利は市場金利、卸売エネルギー価格は6か月先まで先物価格であとは横ばい）の不確実性が大きいことが強調されており、今回のMPRでは、政策金利が0.5%で横ばいのケースや卸売エネルギー価格が6か月先以降も先物価格に沿って低下するというケースについても示されている。

MPRの見通しでは、政策金利を1.5%近くまで引き上げる中央見通しでは予測期間の終わりにはインフレ率が目標を下回る一方で、政策金利が0.5%で横ばいのケースでは予測期間の終わりでも2%をやや上回っている。エネルギー価格がMPRの前提通りであれば、政策金利は0.5%より引き上げる方が望ましいが、1.5%は引き上げ過ぎと解釈できる。

また、先物価格では、将来のエネルギー価格の下落が見込まれており、今後、価格下落が続くとすれば、予測期間の終わりのインフレ率はさらに低くなるとされている。

今回の利上げの決定については、5対4で、4人は0.50%ポイントの利上げを主張しており(0.25→0.75%)、際どい決定であった。議事要旨からは4人が賃金インフレや企業の価格転嫁姿勢を含む上方リスクを大きく見ているのに対して、5人は、こうしたエネルギー価格が落ち着くことによるインフレ圧力の低下という下方リスクにも注意を払っていることが読み取れる。

なお、これまでは声明で「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」と一過性のインフレかを見極める記載となっていたが、今回は(エネルギー価格など輸入インフレのショックは)「金融政策では防ぐことができない」が、「金融政策の役割は、実体経済の調整が発生した際に、生産量の望ましくない変動を最小限に抑え、2%目標の中期的な持続を達成するよう一貫した行動をすることである」とした記載に変更されている。

ベイリー総裁の「金融政策では、供給問題を解決することはできない」が「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」とした発言と通じるもので、MPCの「2月の報告書の中央見通しに概ね沿った経済動向となるのであれば、今後数か月間のうちに、さらに緩やかな引き締めが適切だろう」との判断通り、当面は高インフレの高止まりに対して政策金利の引き上げが続くだろう。

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
 - ✓ 委員会は政策金利(バンクレート)を0.50%に引き上げる(5対4で決定¹、0.25%ポイントの引き上げ)、反対した委員は0.75%への引き上げを主張した
 - ✓ 国債の保有残高の縮小を開始し、償還再投資を停止することにより行う(全会一致で新規に決定)
 - ✓ 投資適格級の非金融機関社債の保有残高の縮小を開始し、償還再投資の停止および保有社債の売却により行い、保有社債の完全売却の完了は23年末を予定する(no earlier than towards the end of 2023)(全会一致で新規に決定)
- 委員会の更新した中央見通しを2月のMPR(金融政策報告書)で公表した
 - ✓ 見通しは市場の政策金利予測に基づき、23年半ばまでに1.5%程度まで上昇することを前提としている
 - ✓ 卸売エネルギー価格は6か月先までは先物価格に連動して、それ以降は横ばいとしており、先物価格の今後数年にわたって低下する動きとは異なっている

¹ 今回の反対票は、ハスケル委員、マン委員、ソーンダース委員およびラムスデン委員(副総裁)の4名。前回の反対票はテンレイロ委員で政策金利の0.10%の維持を主張した。

- ✓ これらの前提には大きな不確実性がある
- 世界および英国の経済活動は昨年末にコロナ禍前の水準まで回復した
 - ✓ オミクロン株の出現は12月および1月の活動を落ち込ませる見込みである
 - ✓ しかし、経済活動への影響は短期的かつ限定的であると見られ、英国のGDPは2月および3月には回復、1-3月期の生産は再びコロナ禍前の水準を上回る見込みである
 - ✓ 労働力調査の失業率は11月までの3か月で4.1%まで低下し、短期的には22年1-3月期には3.8%まで低下する見込みである
- 短期より先を見ると、英国のGDP成長率は減速する見込みである
 - ✓ 主な理由としては、世界的なエネルギー価格と貿易財の高騰が英国全体の実質所得と支出に負の影響を及ぼすためである
 - ✓ その結果、見通し期間の終わりまでに失業率は5%まで上昇し、供給超過は1%程度まで増えると見られる
- C P I 前年比上昇率は11月の5.1%から12月には5.4%まで上昇し、11月の報告書で予想されていたよりも概ね1%ポイント高い
 - ✓ インフレ率は今後数か月でさらに上昇し、2月と3月には6%近く、4月のピークにはおよそ7.25%になると予想する
 - ✓ このピークは11月の報告書の予想より2%ポイント高い
 - ✓ さらなるエネルギー価格の上昇は、ガス電力市場監督局 (Ofgem) が公共料金の上限を22年4月の改定で大幅に引き上げると見込んでいることを意味する
 - ✓ C P I コア財のインフレ率もまた、世界的な貿易財の供給制約の影響を受けて上昇すると予想している
- 2月の報告書の中央見通しでは、C P I インフレ率の上昇圧力は、世界的なエネルギー価格が今後6か月以降に横ばいになり、供給制約が緩和し貿易財価格がやや低下することで、時間とともに解消すると予想する
 - ✓ 賃金伸び率の基調は、労働市場が次第に緩みインフレ率が低下するにつれて、23年以降に緩和すると予想している
 - ✓ 市場予測の政策金利とMPCによるエネルギー価格の前提のもと、C P I インフレ率は、2年後に2%を若干上回る伸び率に戻り、3年後には目標を大きく下回る
- 2月の報告書では、予測期間全体にわたって将来のエネルギー価格が先物価格に連動するとの前提を置いた代替シナリオも公表しており、そこでは供給超過が中央見通しより0.5%ポイント低く、C P I インフレ率が2年後、3年後には2%目標を0.75%ポイント程度下回る
- 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とは明らかである

- ✓ 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繰り返し経験してきた
- ✓ 特に、最近の世界的なエネルギー価格と貿易財価格の急かつ持続的な上昇は、純輸入国である英国全体の実質所得と支出の重しになるだろう
- ✓ これは金融政策では防ぐことができない
- ✓ 金融政策の役割は、実体経済の調整が発生した際に、生産量の望ましくない変動を最小限に抑え、2%目標の中期的な持続を達成するよう一貫した行動をすることである

- 現在の労働市場のひっ迫と、国内の費用や価格上昇圧力が持続する兆しが続いているため、委員会は今回の会合で政策金利を0.25%ポイント引き上げることが必要であると判断した
- 21年8月の報告書で公表したガイダンスに沿って、委員会は今回の会合で国債購入策により保有している英国債について将来の償還分の再投資を停止することを決定した
 - ✓ これは、英国債保有の削減をゆるやかかつ予想可能な方法で実施するという、MPCの意図を反映している
- 加えて、委員会は投資適格級の非金融機関社債の購入策により保有している社債についても将来の償還分の再投資を停止すること、および保有社債の売却を開始し、保有社債の完全売却の完了は23年末を予定する (no earlier than towards the end of 2023) ことに合意した
- 社債売却計画の開始を決定したことは、社債市場とそれへのMPCの関与について固有の性質を反映したものであり、将来の英国債売却計画についての開始、規模、期間に関するシグナルと捉えるべきではない
- 委員会は、英国債の売却について、少なくとも政策金利が1%を超えたのち、その時の経済状況を踏まえて検討を開始することを再確認した
 - ✓ 委員会は、多くの状況下で金融政策姿勢の調整としては政策金利を積極的な政策手段として優先して用いることもまた再確認した
- 金融政策の更なる引き締めは中期的なインフレ見通しに依存する
 - ✓ MPCは2月の報告書の中央見通しに概ね沿った経済動向となるのであれば、今後数か月間のうちに、さらに緩やかな引き締めが適切だろうと判断した
 - ✓ 委員会は中期のインフレ率をとりまくリスクについては上下双方あり、主に賃金動向が上方、エネルギーと貿易財価格が下方、と判断している
 - ✓ 委員会は中期のインフレ率にかかるリスクのバランスについて、今後明らかにになる関連データに照らして評価を更新していく

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²。

（経済見通し）

- GDP成長率見通しは、2021年7.25%、22年3.75%、23年1.25%、24年1%
（11月時点では21年7%、22年5%、23年1.5%、24年1%）
- ✓ 失業率は21年4%、22年4%、23年4.5%、24年5%（10-12月期）
（11月時点では、21年4.25%、22年4%、23年4.25%、24年4.25%）
- ✓ CPI上昇率は21年5%、22年5.75%、23年2.5%、24年1.75%（10-12月期の前年比）
（11月時点では21年4.25%、22年3.5%、23年2.25%、24年2%）

- 慣例に従い、委員会の見通しは公表された政府の政策を前提にしている
- ✓ また、委員会の見通しは、今朝、ガス電力市場監督局（Ofgem）がエネルギー価格の上限引き上げの水準を発表し、政府が対策を打ち出す前に作成されている³
- ✓ そのため、これらの影響はMPRの見通しには反映されていない
- ✓ しかしながら、予測2年目以降のCPIインフレ率に与える影響は大きくないだろう

（見通しを取り巻くリスク）

- 見通しを取り巻くリスクは引き続き非常に大きい

（通貨金融情勢）

- 中期のブレイクイーブンインフレ率（inflation compensation）は前回のMPC会合以降、やや上昇して過去10年の平均水準より高い位置に留まっており、米国やユーロ圏で過去10年の平均水準近くにあるのと対照的である
- ✓ 委員会は以前、英国の中期ブレイクイーブンインフレ率の解釈は容易ではないことを議論した
- ✓ それにも関わらず、中期のCPIインフレについての市場期待を抽出するモデルや市場から集めたデータは、期待インフレ率の高さとインフレリスク認識の高まりが、他の要因と比較して中期のブレイクイーブンインフレ率が平均より高い理由の大部分であることを示している
- ✓ これは市場参加者調査（Market Participants Survey）の結果とも一致しており、回答者は期待インフレ率の上昇とともに、年金負債のヘッジに使われるとした技術的な要因、インフレ見通しを取り巻くリスクが上方に傾いていることなどが示されている

² 適宜、報告書の内容も記載。

³ Ofgemは標準的な世帯が年間に支払う電力・ガスの合計料金の上限を693ポンド引き上げ、年間1971ポンドとする（54%増）と発表した。政府は多くの家計を対象にした電力料金割引の前払いや地方税の払い戻しなどで350ポンドを還元する対策（総額約90億ポンド規模）を公表した。

(需要と生産)

- 中銀スタッフは主にオミクロン株の影響が月末にかけて広がったため、12月のGDPを0.5%程度低下すると予想しているが、21年10-12月期としては丁度1%程度の成長を見込んでいる
 - ✓ 公式データでは、12月の実質小売売上高は急落しており、休暇シーズンの消費前倒しによる前月が強く反動減が起きていることや、オミクロン株の影響を反映していると見られる
 - ✓ 中銀取引先関係者の報告では、供給制約による財不足のための支出全体の抑制は予想していたほど起きていない
 - ✓ しかしながら、病欠や自己隔離で助長されている従業員不足が多くの部門で活動制約になっていると報告されている

- 1月のCBI産業動向調査では、熟練労働力の不足が生産制約になっていると報告する企業が引き続き高水準にあるものの、原材料不足が生産制約になっていると報告する企業は1970年代以降の最高水準からはやや低下し、1月の製造業PMIは前月ほど生産制約が悪くないことが示唆されている
 - ✓ 中銀取引先関係者は22年にかけて供給網の混乱はごく緩やかに改善し、いくらかは23年まで続くとしている
 - ✓ 財、設備機械、労働力不足を要因として、投資を鈍化させたとの報告も増えている
 - ✓ しかしながら、コロナ禍で中断していた計画の再開や需要拡大に対応するため、投資意欲の強さが拡大していることも強調されている
 - ✓ 12月の弱含みの後、1月の意思決定者調査 (Decision Maker Panel) では今年前半にかけコロナ禍による設備投資の若干の鈍化が報告されている

(供給、費用、価格)

- 労働力調査の失業率は11月までの3か月で4.1%に低下し、11月のMPRで予想されているよりも0.4%ポイント低い
 - ✓ しかしながら失業率は非労働力人口が予想外にやや上昇したと概ね整合的である
 - ✓ 非労働力人口のうち、職を探している人は減少を続けている
 - ✓ 給与所得者データ (HMRC employee payrolls) は12月単月で18.4万人も増加したが、速報値はやや下方修正させる傾向にある
 - ✓ 中銀スタッフは、税制改革を受けて自営業者が給与所得者に移行するなどの例外的な動きを考慮すると、労働力調査の雇用者や給与所得者は19年10-12月期の水準程度であると判断した
 - ✓ 自営業者の数は、この移行を考慮しても依然として弱く、労働力調査では19年10-12月期よりも1.4%低い水準にある
 - ✓ しかしながら、労働市場のひっ迫を示す指標は、高止まりしている
 - ✓ 欠員失業者比率 (ratio of vacancies to unemployment) は01年以降のデータで最高値を更新した

- 中銀スタッフは、オミクロン株が 22 年 1-3 月期の初期には活動の重しになるものの、労働力調査の失業率は 3.8%まで低下すると予想している
 - ✓ 1月のPMIの雇用指数は平均より高い水準で概ね横ばいとなった
 - ✓ 中銀取引先は、採用難の持続を一部反映し、雇用の伸びは緩やかになると報告している
 - ✓ オンライン求人の高頻度データは 12 月に下落したものの 1 月には回復しており、コロナ禍前の季節性に沿った動きを見せている
 - ✓ コロナに関連した労働市場では病欠、自己隔離、看護による従業員の欠勤が増えている
 - ✓ ONSの事業環境調査 (Business Insights and Conditions Survey) によれば、年末年始にかけて約 3%の労働力がコロナに関連した理由で欠勤している
 - ✓ しかしながら、欠勤者は減少しはじめており、オミクロンは一時的な要因とみられている

- 2月の報告書の見通しでは、民間部門の基調的な賃金伸び率は今後数四半期でさらに上昇すると予想している
 - ✓ 中銀による企業への特別調査では、交渉による妥結賃金は 22 年で平均 5%近くに達し、様々な規模、部門の企業で広く上昇していることを示している
 - ✓ 調査先は従業員の維持や新しい労働者の採用能力、インフレ率の上昇が賃金上昇期待を高めているとしている
 - ✓ REC (求人雇用連盟) の常勤雇用者給与指数は、新規の常勤雇用者への月あたり給与の伸びを示したものの、12 月も最高値に近い水準が維持されている
 - ✓ ヘッドラインの平均週当たり賃金伸び率は、構成効果が解消されるにつれて、賃金基調の伸び率よりいくらか低くなると見られるが、解消にかかる規模と速度には不確実性がある

- ガスと電気の卸売価格はさらに上昇しており、公共料金の上昇圧力となっている
 - ✓ 「最後の供給者 (the Supplier of Last Resort)」の仕組みによって、廃業したエネルギー業者の顧客を引き継いだ業者が損失を引き受けており、家計へのエネルギー請求に転嫁されはじめると予想される
 - ✓ 中銀スタッフの試算では、ONSの年次のCPIウエイトの改定でエネルギー価格のウエイトが増加することも、CPIインフレ率の上昇要因となっている
 - ✓ 通信サービスなどCPIに連動する契約価格も今後数か月の上昇要因となる

- 家計と企業の期待インフレ率は前回のMPC以降、さらに上昇している
 - ✓ Citi/YouGov の家計の 1 年先のインフレ期待は 12 月の 4.0%から 1 月には 4.8%まで上昇したものの 5-10 年先のインフレ期待は変化がなかった
 - ✓ 意思決定者調査の回答者による自社の価格引き上げ予想は、11 月までの 3 か月の 4.2%から、1 月までの 3 か月には 4.5%に上昇した
 - ✓ 予測専門家は、引き続き 3 年先の CPI インフレ率を 2%目標付近とみている

(当面の政策決定)

- 世界的なエネルギー価格および貿易財の上昇、そして 22 年 4 月に予定されている国民保険料の引き上げが実質所得に大きな負の影響を及ぼすため、家計が支出を抑え、消費の伸びは鈍化すると見られる
 - ✓ しかし、予測期間の当初 2 年間については、消費の伸びは鈍化しても依然として所得の伸びを上回る
 - ✓ これは家計が、コロナ禍期間に貯蓄をかなり積み上げていることを反映したものである
 - ✓ その結果、家計貯蓄率は 21 年 10-12 月期の 8.3%から 22 年末には 4%を下回る水準に低下する見込みである
 - ✓ この見通しには上下双方向の不確実性がある
 - ✓ コロナ禍期間中に多くの貯蓄が積みあがったことは、家計がより多くの実質消費水準まで支出することを支援するかもしれない
 - ✓ これに反して、貯蓄の積み上がりが高所得者に集中しているため、貯蓄の取り崩しはより緩やかになるかもしれない
 - ✓ エネルギー価格の動向は、特に、貯蓄が少ない家計に影響を及ぼす可能性がある

(運用上の考慮事項)

- 今回の英国債保有の縮小を開始するという決定に沿って、A P F (資産購入ファシリティ) から生じる 22 年 3 月の 279 億ポンドのキャッシュフローは再投資されない
- 22 年、23 年にかけて 700 億ポンドを若干上回る英国債が A P F から償還され、24 年、25 年には 1300 億ポンドが償還される予定である
 - ✓ A P F が保有する英国債の償還に関する詳細はイングランド銀行のウェブサイトで公表され、市民と金融市場に対して A P F の規模がどのように変化するかを明確な上昇を更新していく
- 保有資産の縮小を開始した後、イングランド銀行は金融市場の機能を注視し、金融政策の円滑な伝達に必要な場合があれば準備預金をいずれの方向にも調整する準備がある
- この会合での投資適格級の非金融機関社債の保有を縮小するという決定に沿って、委員会は中銀スタッフに社債購入計画の設計を指示し、3 か月以内に公表するよう伝えた
 - ✓ この計画は投資適格級社債の市場機能を阻害しないよう設計される
 - ✓ スケジュールを含めたさらなる詳細は売却開始前に「市場への通知」にて公表される
- 中銀総裁は財務相へいくつかの検討事項に関する書簡を送付した
 - ✓ 加えて、書簡では、保有資産の縮小に関連して、A P F は政府保証があるために、A P F の削減は漸進的に行うことが適切である点を強調した

(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。