

# 経済・金融 フラッシュ

## 英国金融政策(5月MPC)

### ー4 会合連続の利上げを決定、成長率見通しは大幅下方修正

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:4 会合連続での利上げを決定

5月4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、5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1.00%に引き上げ(0.25%の利上げ、6対3で3人は1.25%への引き上げを支持)

##### 【議事要旨(趣旨)】

- ・成長率見通しは、22年3.75%、23年▲0.25%、24年0.25%(23年以降を大幅下方修正)
- ・CPI上昇率は、22年10.25%、23年3.5%、24年1.5%(10-12月期の前年比、22年を大幅上方修正)
- ・委員会の大半の委員(most members)は今後数か月での幾分か引き締め(some degree of further tightening)が適切かもしれない(may be)と判断した。一方、何人かの委員(some members)は、政策期間における経済活動とインフレ率のリスクバランスはより均衡しているとして、ガイダンスが適切ではないと判断した

#### 2. 金融政策の評価:成長率見通しを大幅下方修正

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(0.75→1.00%)。昨年12月、今年2月、3月の決定に続き4会合連続での利上げとなる。なお、市場でも今回の0.25%ポイントの利上げが予想されており、決定内容は予想通りだった。

決定に関しては、6対3で3人は政策金利の0.50%ポイントの引き上げを支持したため、タカ派の意見もあった。一方、議事要旨によれば、今後の金融姿勢に関するガイダンスについては、「幾分か引き締めが適切かもしれない」と記載されたものの、よりリスクバランスが均衡しているとしてこのガイダンスが適切でないとの意見も出ている(2名の委員)。利上げ積極派と慎重派の意見の開きが大きくなっていると見られる。

今回は会合に合わせてMPR(金融政策報告書)が公表され、市場予想の政策金利経路を前提とした成長率とインフレ率の見通しが公表された。この見通しの前提は、市場予想の政策金利経路は政策金利を23年に2.5%まで引き上げるもので、その結果、GDP成長率見通しは23年にはマイナスに転じることになりインフレ率は22年に10%を超えたのち、24年には1%台半ばに低下する。

報告書では代替シナリオとして政策金利を1%に維持した場合の見通しも示されている。このシ

ナリオではGDP成長率がマイナスに転じることはないものの、今年後半から1%前後の成長率となることが想定されており、この場合も停滞感は強い。またインフレ率については見通し期間を通じて2%を超えた状況となる。

金融政策としては、利上げを進めるなかで景気を冷やしすぎない政策金利の到達地点が注目されるが、今回のMPRでは供給ショックによる高インフレと、その家計部門への影響が大きくなっており、金融政策いかににかかわらず一定の成長鈍化は避けられないことが示されたと言える。

現時点での委員の見方にはバラツキがあるが、今後、成長率の鈍化が顕在化すれば、(むしろ将来の供給超過を招くため)利上げペースを落とすべき、という判断に傾く可能性がある。英国では報告書でも想定されている通り、公共料金の引き上げにより年後半にさらなるインフレ率の上昇が見込まれているだけに、市場との対話をはじめ金融政策の舵取りが難しくなる場面が続くと見られる。

### 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
  - ✓ 委員会は政策金利(バンクレート)を1.00%に引き上げる(6対3で決定<sup>1</sup>、0.25%ポイントの引き上げ)、3名は0.50%ポイント引き上げ、1.25%にすることを主張した
  
- 世界的なインフレ圧力は、ロシアのウクライナ侵攻後に急激に高まっている
  - ✓ これにより、世界および英国の成長率見通しも大幅に悪化している
  - ✓ これらは英国やその他の国が直面している深刻な供給制約を悪化させている
  - ✓ ロシアのウクライナ侵攻と中国でのコロナ禍によって、さらなる供給網の混乱懸念が高まっている
  
- 英国の22年1-3月期のGDPは0.9%ほど上昇したと推計され、これは2月のMPR(金融政策報告書)の見通しよりも強い
  - ✓ 失業率は、21年12-22年2月に3.8%まで低下し、労働市場のひっ迫が続いていること、現時点で経済が超過需要であることから、今後数か月でさらに低下すると見られる
  - ✓ 経済活動に関するサーベイ調査は引き続き強い
  - ✓ しかしながら、小売売上高や消費者信頼感からの指標には、実質の可処分所得の縮小が家計部門の重しになり始めているという兆しがみられる
  - ✓ 4-6月期のGDP水準はほぼ横ばいになると見られる
  
- CPI前年比上昇率は2月の報告書より、1%ポイントほど高く、3月には7.0%に達した
  - ✓ 2%目標と比較して強いインフレ率は、これまでの世界的なエネルギー価格の上昇や、耐久財需要へのシフトや供給網の混乱によって生じた貿易財価格の上昇を反映している

<sup>1</sup> 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。なお、前回は1名が反対票を投じており、カンリフ委員(副総裁)で0.50%に維持することを主張した。

- 委員会は、更新した経済活動とインフレ率の中央見通しを5月のMPR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2.5%程度まで上昇し、その後見通し期間にかけて2%まで低下することを前提としている
  - ✓ 財政政策は、政府の公表された政策に従う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
  - ✓ これらの前提には大きな不確実性がある
  
- 5月の報告書の中央見通しでは、CPIインフレ率が今年、さらに上昇、22年4-6月期に9%を超え、10-12月期のピークには10%を超えると予想されている
  - ✓ さらなる上昇の主因として、ガス電力市場監督局 (Ofgem) が4月に公共料金の上限を大幅に引き上げ、また10月にも引き上げるため、家計のエネルギー価格が上昇することが反映されている
  - ✓ 上限価格引き上げの仕組みは、卸売ガスやエネルギー価格、先物価格上昇のしばらく後に家計のエネルギー価格上昇に反映されるということを意味している
  - ✓ 上限価格の引き上げにより、英国のCPI上昇率は他の多くの国より遅れる形でピークに達し、その後低下するという可能性が高い
  - ✓ CPIインフレ率の上昇見通しはまた、食料品やコア財・サービスの価格上昇の影響も反映されている
  
- 名目の基調的な賃金上昇率は、2月の報告書で予想されていたよりも強く、また、労働市場のひっ迫とインフレ圧力の強まりを受けて、今後数か月でさらに強まると見られる
  - ✓ 企業は一般的に見て、短期的には、費用は急激に上昇しているが、販売価格を引き上げることで、収益をある程度確保することができると報告されている
  
- それにも関わらず、5月の中央見通しでは、英国の成長率は見通し前半に急激に鈍化することが想定されている
  - ✓ これは主に、世界的なエネルギーと貿易財の価格の高騰による、多くの英国家計の実質所得と企業収益への大きな負の影響が反映されている
  - ✓ 失業率は短期的にはさらに低下すると見られるが、3年間で需要が鈍化することで5.5%まで上昇すると予想している
  - ✓ 供給超過は見通し期間で2.25%まで増加する
  
- 金融政策は、CPIインフレ率の上昇圧力が、時間が経過するにつれて解消されていくと見られるなかで、長期のインフレ期待を2%の目標に固定することである
  - ✓ 中央見通しでは、世界的な商品価格は上昇しないとの前提が置かれており、供給制約が緩和され、需要の伸びが弱まり供給超過が増加するなかで、インフレ圧力が解消されるとし

ている

- 市場の政策金利予測と将来のMPCによるエネルギー価格前提の慣例のもとで、CPIインフレ率は、主に外部要因の影響が解消されることで、2年間で2%目標をやや上回る水準となり、主に国内のインフレ圧力が弱まることで、3年間で1.3%と目標を下回る水準に下落すると予想されている
  - ✓ インフレ見通しへのリスクは、名目賃金上昇の持続や国内の物価設定が想定より強いといった要因により、上方に傾いていると判断された
  
- 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
  - ✓ 経済はかなり大きなショックを繰り返し経験してきた
  - ✓ ロシアのウクライナ侵攻もこうしたショックである
  - ✓ 特に、最近の動向は、中央見通しで仮定されているように持続的であり、世界的なエネルギー価格と貿易財の高騰は、純輸入国である英国にとって、家計の実質所得や企業収益の重しになると見られる
  - ✓ これは金融政策では防ぐことができない類のものである
  - ✓ 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
  
- 最近の状況は、CPIインフレ率の短期的なピークと中期的なインフレ圧力への負の影響の双方を悪化させている
  - ✓ 現在の労働市場のひっ迫と、国内の費用価格や物価上昇が持続する兆しが続いていること、これらが継続するリスクのため、委員会は今回の会合で政策金利の0.25%ポイントの引き上げを決定した
  
- 更新された経済見通しの評価に基づいて、委員会の大半の委員（most members）は今後数か月での幾分かの引き締め（some degree of further tightening）が適切かもしれない（may be）と判断した
  - ✓ この判断へのリスクは上下双方にあり、また委員におけるリスクバランスの見方は幅広い
  
- 委員会は、金融政策姿勢の調節としては、多くの状況下で政策金利を政策手段として能動的に利用することを志向することを再確認した
  - ✓ 政策金利は1%まで引き上げられたことを受け、MPCが以前公表したガイダンスに従い、資産購入策で保有している英国債の売却を開始することの検討を始める
  - ✓ 委員会は売却の開始決定は、その時点の市場環境を含む経済の状況に依存し、また売却は

段階的 (gradual) かつ予測可能 (predictable) な方法で実施することで、金融市場の機能を損ねないことを再確認した

- ✓ 委員会は、潜在的な売却策に関する明快な枠組みが市場参加者の利益になることを認識している
- ✓ そのため、委員会は、スタッフに対して英国債売却に関する戦略作成と、8 月会合での更新情報の提供を依頼した
- ✓ これにより、委員会がその後の会合で売却開始を行うかどうかの決定が可能になるだろう

#### 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<sup>2</sup>。

##### （経済見通し）

- GDP 成長率見通しは、2022 年 3.75%、23 年▲0.25%、24 年 0.25%  
(2 月時点では 22 年 3.75%、23 年 1.25%、24 年 1%)
  - ✓ 失業率は、2022 年 3.5%、23 年 4.25%、24 年 5% (10-12 月期)  
(2 月時点では、22 年 4%、23 年 4.5%、24 年 5%)
  - ✓ CPI 上昇率は、2022 年 10.25%、23 年 3.5%、24 年 1.5% (10-12 月期の前年比)  
(2 月時点では、22 年 5.75%、23 年 2.5%、24 年 1.75%)
  
- 政策金利を 1% で固定する代替シナリオ
  - ✓ 成長率見通しは 23 年 1.1%、24 年 0.7%、25 年 0.6% (4-6 月期前年比)  
(中央見通しでは、23 年 0%、24 年 0.2%、25 年 0.7%)
  - ✓ CPI 上昇率は、23 年 7.2%、24 年 2.9%、25 年 2.2% (4-6 月期前年比)  
(中央見通しでは、23 年 6.6%、24 年 2.1%、25 年 1.3%)
  
- エネルギー価格が先物曲線に従う代替シナリオ
  - ✓ 成長率見通しは、23 年 0.3%、24 年 0.6%、25 年 0.9% (4-6 月期前年比)  
(中央見通しでは 23 年 0%、24 年 0.2%、25 年 0.7%)
  - ✓ CPI 上昇率は、23 年 6.0%、24 年 1.4%、25 年 0.7% (4-6 月期前年比)  
(中央見通し、23 年 6.6%、24 年 2.1%、25 年 1.3%)

##### （需要と生産）

- 実質可処分所得が縮小し、家計部門の重しとなり始めているという兆候が増えてきた
  - ✓ 実質小売売上高は 2 月に 0.5% 縮小した後、3 月は 1.4% 減となった
  - ✓ 名目小売売上高は概ね安定しているが、最近の売上価格の上昇により販売量は低下してい

<sup>2</sup> 適宜、報告書の内容も記載。



る

- ✓ G f K消費者信頼感調査は4月期に急減し、08年半ばに記録した前回の最低水準に近づいた
- ✓ 4月は信頼感指数を構成する5つの要素すべてが落ち込んだ
- ✓ しかしながら、住宅価格や住宅市場活動の指標は堅調だった

➤ 企業活動調査は弱かったが、家計部門調査と比較すると引き続き堅調さを維持していた

- ✓ S&P Global/CIPSの総合指数(速報値)は4月に57.6となり、3月の60.9から下落したものの、引き続き長期平均を上回っている
- ✓ 新規受注および生産見込みについては、長期平均を下回っている
- ✓ 中銀取引先関係者によれば、総じて生産は堅調であり、事業サービスが力強い成長をしていると報告されている
- ✓ しかし、労働力および財不足が成長を阻害しており、後者については、ウクライナ侵攻と中国でのコロナ対応の封じ込め政策強化により悪化、拡大している
- ✓ 不確実性が増加するなかではあるが、投資意欲は強く、投資支出は費用増加、原材料と労働力不足により抑制されている
- ✓ 4月の意思決定者調査(Decision Maker Panel)の結果では、21年10-12月期から22年10-12月期の売上期待は、堅調さを維持していた

➤ 財務相は3月23日に下院で春季財政報告(Spring Statement to Parliament)を実施した

- ✓ 2月に公表されていた、エネルギー料金の払い戻し策(Energy Bills Rebate package)に加えて、12か月の燃料税削減を導入した
- ✓ さらに、国民保険料の支払いが必要となる年間所得の基準(National Insurance Primary Threshold, Lower Profits Limit)を22年7月から引き上げ、所得税を24年4月から20%から19%に引き下げること公表した
- ✓ 中銀スタッフは、これらにより、今後数年でGDPが0.5%程度押し上げられると試算している

(供給、費用、価格)

➤ 全部門の週当たり平均所得は、21年12-22年2月の前年比で5.4%上昇し、基本給、ボーナスの双方の強さを反映して、2月の報告書の見通しよりも1%ポイントほど高い

- ✓ 中銀スタッフは、労働力の構成変化や雇用維持政策(Coronavirus Job Retention Scheme)といった機械的な影響を除いた民間部門の基本給の基調的な伸び率が、4-4.5%ほどであると推計している
- ✓ 中銀スタッフのデータベースによる妥結賃金の中央値は、今年の初めに上昇しており、これは2月の妥結賃金調査の結果と整合的である
- ✓ より最近に関して、中銀関係者によれば、特に特定技術を有した従業員は需要が強く、雇用を維持するため、今年にかけて妥結賃金の引き上げや1回のボーナス支払の検討を始め

ている

- ✓ 基調的な賃金上昇率は、労働市場のひっ迫とインフレ率の上昇を受けて、2月の報告書よりも大幅に、今年にかけて上昇を続けるとみられる
- ロシアのウクライナ侵攻は商品価格を押し上げた
  - ✓ 22年4月のインフレ率は、ガス電力市場監督局（Ofgem）のエネルギー価格上限引き上げによる54%の上昇が見込まれるため、9.1%まで上昇すると見られ、4月に1.5%ポイントほど押し上げられる
  - ✓ スポット価格の上昇が緩和されたものの、卸売価格の上昇が続けば、その次の10月の上限価格設定でもさらに引き上げられる可能性が高い
  - ✓ 上限価格を決定するための、6か月の観測期間のうち半分が経過している
  - ✓ この価格が維持された場合、ガスと電気の先物価格の上昇により、上限価格が40%程度引き上げられることになり、CPIインフレ率はさらに1.5%ポイントほど10月から押し上げられる
  - ✓ 加えて、石油や食料品の卸売価格の上昇も家計に転嫁されている
- 市場予測の政策金利は22年末に約2%までに達しており、2月のMPC直前よりも70ベースポイントほど高い。
  - ✓ 最新のイングランド銀行の市場参加者調査（Market Participants Survey）では今後数年間では市場で観測される政策金利の予測経路よりもやや低くなると予想しているが、多くの回答者は、リスクが下方よりも上方に傾いていると考えている
- MPCは、ロシアのウクライナ侵攻について、中銀取引先関係者や意思決定者調査（Decision Maker Panel）における景況感調査の説明を受けた
  - ✓ しかし、侵攻が英国経済に及ぼす影響について、ほとんどの証拠はまだ得られていない
  - ✓ しかしながら、実質の税引後の実質雇用者報酬の下押し圧力は、商品価格の上昇によって以前に予想されていたものより、かなり大きくなるだろう

#### （当面の政策決定）

- 仮にエネルギー価格や商品価格が先物曲線程度に下落することは、これらの価格の下方リスクとなる
  - ✓ GDPの水準は予測期間末までに1%近く押し上げられ、超過供給や失業率は5月報告書の中央見通しに比べて0.75%ほど低くなる
  - ✓ CPIインフレ率は中央見通しより急速に目標に近づいて、2-3年後は約0.5%となり1%ポイント以上目標を下回る
- 「今後数か月での幾分か引き締め（some degree of further tightening）が適切かもしれない（may be）と判断した」とのガイダンスに関して、何人かの委員（some members）は、政

策期間における経済活動とインフレ率のリスクバランスはより均衡しているとして、このガイダンスが適切ではないと判断した

**(運用上の考慮事項)**

- 以前のガイダンスに従って、委員はこのMPCで22年9月からの社債売却計画や24年4月5日以前に償還を迎える社債についての説明を受けた
  - ✓ さらなる詳細はこの議事要旨後に提供されるハイレベルな市場通知 (Market Notice) により提供され、完全な通知は売却計画が開始される少なくとも1か月前には提供される
  - ✓ 社債売却計画のより詳細な情報提供は、潜在的な英国債売却計画に関する枠組み (design) や時期 (timing) のシグナルと解釈すべきではない

---

(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。