

経済・金融
フラッシュ英国金融政策(8月MPC)
—利上げ幅を0.50%に拡大、1.75%へ

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:6 会合連続での利上げを決定

8月3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1.75%に引き上げ（0.50%の利上げ、8対1で1人は1.50%への引き上げを支持）

【議事要旨等（趣旨）】

- ・GDP成長率見通しは、22年3.5%、23年▲1.5%、24年▲0.25%（下方修正）
- ・CPI上昇率は22年13%、23年5.5%、24年1.5%（7-9月期前年比、22-23年を上方修正）
- ・金融政策への含意を評価するにあたっては、複数シナリオのうちの1つだけを重視しない
- ・英国債売却は適切であると9月会合で確認されることを前提に、9月会合直後に開始する
- ・英国債売却期間中に売却と独立して政策金利を決定し、短期市場金利を制御するために、新規に短期レポ（STR：Short Term Repo）を立ち上げる

2. 金融政策の評価:今回は0.50%ポイントの利上げ幅に拡大

イングランド銀行は今回のMPCで0.50%ポイントの利上げを決定した（1.25→1.75%）。昨年12月、今年2月、3月、5月、6月の決定に続き6会合連続での利上げとなる。利上げ幅はこれまでの0.25%ポイントから0.50%ポイントに拡大されたが、事前にベイリー総裁が0.50%ポイントの利上げに言及していたため、0.50%ポイントの利上げは市場でも織り込まれていた。

今回の利上げ幅の拡大は、前回の声明文で「さらなる引き上げの幅、スピード、時期は委員会の経済見通しとインフレ圧力の評価を反映する」とされ、経済環境・データ次第であることを強調されていたことから、足もとのインフレ圧力の増加を受けた引き締め姿勢の強化と理解することができる（なお、今回の声明文では「さらなる引き上げの幅、スピード、時期」が、「さらなる変更の幅、スピード、時期」に微調整されている）。

今回の会合では同時に金融政策報告書（MPR）が公表され、経済見通しも示された。ベースラインの見通しではCPI上昇率が上方修正され、ピークが約13%（22年10-12月期）に引き上げられるとともに、成長率は23年および24年にマイナスになると想定されている。声明文でも「現時点で今年の10-12月期から景気後退（recession）に突入すると予想される」と景気後退入りの予想が明記された。合わせて、MPCはこれまでの声明文において金融政策によって「生産量の望

ましくない変動を最小限に抑える」と明記していたが、この記載が削除され、今回は「やむを得ない生産量の変動を生じさせるだろう」と変更された。インフレ圧力の増加が続くなかで、成長をある程度犠牲にしても、物価の安定を重視する姿勢を明確化したものと見られる。

英国では市場の想定する中立金利（約2%）近くまで政策金利が引き上げられたことになるが、インフレ率の高止まりが続き、景気後退入りも見込まれるなかで、今後も中銀の積極利上げの姿勢が続くのが注目される。

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
 - ✓ 委員会は政策金利（バンクレート）を1.75%に引き上げる（8対1で決定¹、0.50%ポイントの引き上げ）、1名は0.25%ポイント引き上げ、1.50%にすることを主張した
- 英国や他の欧州でのインフレ圧力は5月のMPR（金融政策報告書）や前回MPC以降、急激に強まっている
 - ✓ これには5月以降、ロシアの欧州へのガス供給の制限や今後のさらなる制限リスクのために、ほぼ倍増したガスの卸売価格が大きく反映されている
 - ✓ これは、エネルギーの小売価格に転嫁され、英国の家計の実質所得の落ち込みを助長し、短期的にはさらにCPIインフレ率を上昇させるだろう
 - ✓ CPIインフレ率は5月の報告書の見通しからさらに上昇すると見込まれ、6月の9.4%から22年10-12月期には13%を超えると見られ、その後、23年の大部分は高止まりし、2年後に2%に向かって低下すると考えられる
- 英国のGDP成長率は減速している
 - ✓ 直近のガス価格上昇により、英国や他の欧州の経済活動見通しは著しく悪化している
 - ✓ 英国は、現時点で今年の10-12月期から景気後退（recession）に突入すると予想される
 - ✓ 家計の実質の税引後所得は22年および23年に急速に落ち込み、消費伸び率はマイナスに転じると見られる
- 家計のインフレ圧力は予測機関前半にわたって、強い状況が続くと予想される
 - ✓ 企業は、費用の急上昇を受けて、概して販売価格を大幅に上昇させると見込まれている
 - ✓ 労働市場は引き続きひっ迫しており、失業率は2-5月で3.8%、求人数は歴史的に高い水準にある
 - ✓ その結果、最新のエージェント調査とも整合的なように、基調的な名目賃金上昇率は5月の報告書よりも、予測期間前半は高くなると見られる

¹ 今回反対票を投じたのはテンレイロ委員。前回反対票を投じたのは、ハスケル委員、マン委員、ソーンダース委員で0.25%ポイントの引き上げが決定されるなかで、0.50%ポイントの引き上げを主張した。

- それにもかかわらず、インフレ圧力は時間が経過することで解消されると見られる
 - ✓ 世界的な商品価格のさらなる上昇は想定されておらず、貿易財の物価上昇ももとに戻るとみられ、これらの初期の兆しが見られている可能性がある
 - ✓ 労働市場は需要の低下につれ、ゆっくりと緩和され、23年から失業率が上昇すると見られる
 - ✓ そのため、予測機関後半には、経済の弛み (slack) が増加し、ヘッドラインインフレ率の低下により賃金上昇圧力が軽減するため、国内のインフレ圧力は鎮静化すると見られる
 - ✓ 金融政策もまた長期的なインフレ期待が2%目標で固定されるように機能している

- 現在、MPC見通しを取り巻くリスクは、外部および内部要因で非常に大きい
 - ✓ 8月MPRのベースライン見通しに関するCPIインフレ率や中期経済活動には、上方、下方のいずれでももっともらしい経路が幅広くある
 - ✓ その結果、見通しの金融政策への含意を評価するにあたっては、単一の過程や見通しに基づく含意を重視していない

- 8月の報告書はGDP、失業率、インフレ率のいくつかの見通しが含まれている
 - ✓ ベースラインは、MPCの現在の慣行通りに卸売ガス価格が、6か月後は横ばいになると仮定している
 - ✓ 代替シナリオとしてエネルギー価格が先物曲線に基づき、予測期間にわたって低下していく過程
 - ✓ また、国内の価格設定力がベースラインよりも持続する場合も検討している
 - ✓ これらにはすべて政府が公表した財政措置（5月に公表された Cost of Living Support package を含む）を前提としている
 - ✓ これらの見通しは予測期間後半に大きな違いが生じる
 - ✓ しかしながら、すべてで短期的な高いインフレ率、来年のGDPの下落とその後のインフレ率の低下を示している

- MPCの責務が、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おり、やむを得ない生産量の変動を生じさせるだろう
 - ✓ 金融政策により、これらのショックによる調整が発生してもCPIインフレ率が中期的に2%目標に安定して戻るようにする

- 労働市場はひっ迫が続いており、国内の費用と物価上昇圧力は増している

- ✓ 外部要因によるインフレ圧力が長期化すれば、より持続的な国内の価格や賃金上昇圧力が生じるリスクがある
 - ✓ この観点から委員会は、今回の会合で政策金利を 0.50%ポイント引き上げ、1.75%とすることを決定した
- MPCは、その責務にもとづき、インフレ率を中期的な 2%目標に安定的に戻すために必要な行動を実施するつもりである
- ✓ 政策金利経路は事前に設定されていない
 - ✓ 委員会は、常に、各会合で政策金利の妥当な水準を検討し、決定する
 - ✓ 政策金利のさらなる変更の幅 (scale)、ペース (pace)、時期 (timing) は委員会の経済見通しとインフレ圧力の評価を反映する
 - ✓ 委員会は特に、インフレ圧力がさらに持続的になる兆候を警戒し、必要があれば、それに応じて強力な行動を実施する
- 22 年 5 月の会合議事要旨において、委員会は中銀スタッフに資産購入策 (APF : Asset Purchase Facility) で保有している英国債の売却戦略の取り組みを指示し、8 月の会合で最新状況を提供すると約束していた
- ✓ この分析に基づいて、委員会は英国債売却について、9 月の会合直後 (shortly after) に開始することを、経済・市場環境が適切であるとその会合の投票で確認されることを前提に、暫定的に考えている

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²。

（経済見通し）

- GDP成長率見通しは、2022年 3.5%、23年▲1.5%、24年▲0.25%
 （5月時点では 22年 3.75%、23年▲0.25%、24年 0.25%）
- ✓ CPI上昇率は、2022年 13%、23年 5.5%、24年 1.5%（10-12月期の前年比）
 （5月時点では、22年 10.25%、23年 3.5%、24年 1.5%）
 - ✓ 失業率は、2022年 3.75%、23年 4.75%、24年 5.75%（10-12月期）
 （5月時点では、22年 3.5%、23年 4.25%、24年 5%）
- 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▲1.5%、24年 0.6%、25年 0.8%（7-9月期前年比）
 - ✓ CPI上昇率は、23年 8.4%、24年 0.9%、25年 0.3%（7-9月期前年比）

² 適宜、報告書の内容も記載。

✓ 失業率は、23年4.0%、24年4.6%、25年5.1%（7-9月期前年比）

➤ 国内の価格設定力がベースラインよりも持続する代替シナリオ
（ベースライン対比での変化、%ポイント）

✓ 成長率は、23年▲0.4、24年0.0、25年+0.1（7-9月期前年比）

✓ CPI上昇率は、23年+1.2%、24年0.7、25年0.0（7-9月期前年比）

✓ 失業率は、23年+0.3、24年▲0.3、25年▲0.2（7-9月期前年比）

➤ 政策金利を1.75%で固定する代替シナリオ

✓ 成長率見通しは23年▲1.3%、24年0.1%、25年0.3%（7-9月期前年比）

✓ CPI上昇率は、23年9.9%、24年2.5%、25年1.3%（7-9月期前年比）

（通貨・金融情勢）

➤ 英国では、今回の会合での0.50%ポイントの利上げが、市場で広く認識されていた

✓ 総裁の7月19日のマンションハウスでの講演で、MPCは8月のMPRと同時にAPF保有の英国債の売却に関する戦略の詳細を発表するとしたが、多くの市場参加者が9月の会合直後に売却が開始されると予想されていた

✓ 最新の市場参加者調査（MaPS：Market Participants Survey）での回答における売却規模の予想もほとんど変わっていない

➤ 市場予想の政策金利経路は前回のMPCから低下し、23年3月に3%弱のピークを示している

✓ この経路は最新の市場参加者調査での予想よりも引き続き高いが、市場参加者調査でのピークが中央値で前回会合時の2%から現在は2.5%になったため、その差はやや縮小している

➤ 英国の新規固定の住宅ローン金利は、21年秋以降の市場の無リスク金利のさらなる上昇を反映して大幅な上昇を続けた

✓ 無リスク金利の住宅ローン金利への転嫁は、世界金融危機前の金利が下限制約には遠かった時代に典型的に見られたような、完全な転嫁に近かった

✓ 最新の信用状況調査（Credit Conditions Survey）によると、4-6月期には家計の担保付信用へのアクセスが低下し、貸し手は大部分が経済見通しの悪化によるものと報告している

✓ 回答者は7-9月期には家計の担保付信用へのアクセスがさらにやや低下すると予想している

✓ これまで同様、無担保の家計向け貸出金利や（要求払い）預金金利の上昇幅は、住宅ローンと比較して小さかった

（供給、費用、価格）

- 22年10-12月期にはCPIインフレ率が丁度13%を超えると見られ、5月報告書での予測よりも3%ポイント、6月会合時の予測よりも2%ポイント高い
 - ✓ この上方修正の大部分は家計のエネルギー価格の上昇によるものである
 - ✓ これは、5月報告書以降に発生した、7月のロシアの欧州市場へのガス供給の制限とリスクを反映した先物曲線のために、ガスの卸売先物価格が大幅に上昇したことを反映している
 - ✓ 5月以降、英国のガス先物価格は22年末と比較して2倍近くに上昇している
 - ✓ それ以外の要因として、ガス電力市場監督局 (Ofgem) による上限価格の設定方法の修正 (公表前に中銀と共有された方法) も反映している
 - ✓ この修正では、観測期間においてガス卸売価格の最近の急上昇によりウェイトを置くことも含まれる
 - ✓ 8月のMPR見通しでは、上限価格が約75%引き上げられると想定されており、5月報告書の40%よりも高い
 - ✓ 典型的な年間での電気・ガスの一括請求 (dual-fuel bill) では現在の2000ポンド弱から10月には3500ポンドに上昇すると見られる
 - ✓ 上限価格を半年ごとから四半期ごとに設定するという変更は、1月に上限価格が再び設定されることを意味する

(MPCの英国債売却戦略)

- 22年5月の議事要旨にあるように、委員会は中銀スタッフにAPFで保有している英国債の売却戦略の取り組みを指示し、8月の会合で最新状況を提供すると約束していた
 - ✓ これにより、委員会は今後の会合で英国債の売却を開始すべきか決定できるようになる
- APFの規模縮小は、22年2月に開始され、英国債の再投資を停止し、投資適格級の非金融機関社債の売却について決定した
- APFの削減に関するこれまでの連絡の通り、委員会の売却戦略は一連の主要原則に沿って実施される
 - ✓ 第一に、委員会は金融政策姿勢の調整に際しては、政策金利を積極的な手段として用いる
 - ✓ 第二に、売却は金融市場の機能を混乱させないように行う
 - ✓ 第三に、これらを達成するために、売却は一定期間をかけて、比較的緩やかで予測可能な方法で行う
- 今回のMPCの準備において、中銀スタッフはこれらの主要原則と整合して、中銀による英国債売却の開始が適切であるかを評価するための枠組みを設定した
 - ✓ この枠組みを用いて、中銀スタッフはMPCで、現在の経済・市場環境について、市場の機能を混乱させずに売却が可能であるかを含めた説明を行った
 - ✓ 金融安定委員会 (FPC: Financial Policy Committee) も説明を受けた

- スタッフの分析に基づき、MPCは9月の会合の直後に英国債売却を開始することを、経済・市場環境が適切であるとその会合の投票で確認されることを前提に、暫定的に考えている
 - ✓ 委員会は中銀に9月末までに売却計画を開始できるよう指示した
- これが実施される場合、MPCはAPF保有の残高について、投票時点から償還と売却を含む12か月間の削減規模を設定することに合意した
 - ✓ 委員会は9月に開始する売却計画の当初12か月にわたって、APF保有の英国債残高の削減は約800億ポンドが適切だろうと判断した
 - ✓ この間の英国債償還に基づく、売却計画は四半期あたり約100億ポンドとなる
- 計画の詳細は議事要旨後の暫定的な市場通知 (Market Notice) により提供される
- その後数年間、MPCは年次見直し (annual review) の一環として、12か月の英国債保有残高の削減額を設定するつもりである
 - ✓ そのため、委員会は必要に応じて売却計画の設計変数 (parameters) を修正することができ、例えば、これらの期間における満期の変動を考慮することができる
- MPCは予定されている年次見直し以外では、予定されている英国債売却の削減計画を修正することには大きな障害 (high bar) があることに合意した
 - ✓ これは、政策金利が金融政策姿勢の積極的な手段であり、変更 (unwind) は予測可能であるべきという原則との整合性を保つためであった
 - ✓ 仮に、例えば政策金利だけではインフレ目標の達成に十分でないと判断される、あるいは市場に大きな影響が生じていると判断されるなど、その責務を達成するために必要な場合は、MPCは再投資の再開や追加的な試算購入を検討する前に、売却計画の修正や停止を検討する
 - ✓ FPCはまた、金融安定の評価を通じてその役割を果たす

(運用上の考慮事項)

- 22年2月会合における委員会の投資適格級の非金融機関社債の残高を再投資の停止および社債売却計画によって削減し、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) とした決定に基づき、中銀は22年9月19日の週に社債の売却を開始し、入札開始の約1か月前に運営上の詳細を公表する
- 委員会は英国債売却の開始に伴って、金融政策枠組み (Sterling Monetary Framework) の運用変更について説明を受けた
 - ✓ 中銀は新規に短期レポ (STR: Short Term Repo) を立ち上げ、短期市場金利が政策金利付近で維持され、MPCがAPFの削減による準備預金の供給影響とは独立して将来の決定を行うことができるようにする

- ✓ この議事要旨と同時に中銀は説明通知（Explanatory Note）を公表し、A P F 削減計画期間における短期金利の制御枠組みについて広く通知し、市場通知（Market Notice）により詳細について記載している

（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。