

## 英国金融政策(8月MPC)

—意見が割れるなか、0.25%の利上げを決定

経済研究部 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: 14 会合連続での利上げを決定

8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5.25%に引き上げ（0.25%ポイント利上げ、6対2対1で2名は0.50%ポイント引き上げ、1名は据え置きを支持）

## 【議事要旨等（趣旨）】

- ・GDP成長率見通しは、2023年0.50%、24年0.50%、25年0.25%（将来を下方修正）
- ・CPI上昇率は、2023年5%、24年2.5%、25年1.5%（10-12月期の前年比、上方修正）
- ・見通しに対するリスクは、5月時点の見通しほどではないが、上方に傾いている

## 2. 金融政策の評価: 足もとのデータはまちまちで政策決定の意見も割れる

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（5.00→5.25%）。前回の0.50%ポイントから利上げ幅を縮小させ、市場予想通りの決定となった。なお、決定に際しては2名が0.50%ポイントの利上げ、1名が据え置きを主張しており、意見が割れている。

MPCでは足もとの経済統計をまちまち（mixed）であると評価し、インフレ率が前回会合時の見通しから下振れる一方、賃金上昇率は5月時点の見通しから上振れていることに言及している。

会合と同時に公表された金融政策報告書の見通しでは、先々の成長率がやや下方修正、インフレ率はやや上方修正された。前提となる政策金利の経路については、前回6月会合時点と比較すると若干低下しているが、前回の見通し作成時である5月と比較すると大幅に上方修正されている（今回の政策金利の前提は今後3年平均で5.5%をやや下回る水準。前回6月の会合直前にインフレ関連データが予想から大きく上振れたため、市場観測の政策金利が大幅に上昇していた。）

最新の見通しにおけるインフレ率は、25年4-6月期以降からインフレ率が2%を割り込むと予想されている。MPCは5月時点の見通しほどではないが、リスクが上方に傾いていると評価しており、このリスクを織り込んだ平均インフレ率で見ると先々でも2%程度で推移すると予想されている。

政策金利前提は、ピーク水準で6%をやや上回るとされているので、MPCが指摘するように上振れリスクが顕在化する場合には、前提である0.75%（3回分）の利上げが正当化される計算にな

るだろう。一方、見通し通りインフレ圧力が低下した場合は、1・2回利上げした後の停止が視野に入ると見られる。

MPCは、労働市場のひっ迫感、賃金上昇率、サービスインフレの動向を注視する姿勢を維持しており、今後の金融政策を見極める上では引き続きこれらの統計データに注目が集まるだろう。

### 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、持続的な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0.25%ポイント引き上げ、5.25%とする（6対2対1で決定<sup>1</sup>）、2名は0.50%ポイント引き上げ5.50%とすることを主張し、1名は現状維持で5.00%とすることを主張した
- 委員会は8月の金融政策報告書（MPR）で経済とインフレ率の見通しを更新した
  - ✓ そこでは、市場観測の政策金利経路として、ちょうど6%を超えるまで金利が引き上げられ、予測期間の3年間での平均では5.5%をやや下回ることが前提となっている。一方、5月報告書時点では4%をやや上回るという前提だった。
  - ✓ ポンド為替レートは5月報告書より約4%上昇している
- 四半期ベースの基調的なGDP成長率は今年上半期でおよそ0.2%となった
  - ✓ 中銀スタッフは、家計所得や小売数量、最近の多くの企業調査の回復を反映して、短期的には同じような成長率となると見ている
  - ✓ しかし、S&P Global/CIPSが公表する7月の総合PMIなど、さらに直近の指標では弱さの兆しがみられている
- 労働市場は引き続きひっ迫しているが、いくつか緩和を示す指標も見られる
  - ✓ 労働力調査による失業率は、2-5月で4.0%に上昇し、5月報告書での見通しよりやや高い。求人・失業比率も引き続き低下しているが、過去平均よりも依然として高い水準にある
- 民間部門の定期賃金上昇率は2-5月に7.7%上昇し、5月報告書の予想よりもかなり上振れており、3か月平均の3か月前比もさらに加速した
  - ✓ それでも、今後数四半期の賃金は低下して年末には6%近くになると見られるが、短期的な不確実性がある。
- CPIインフレ率の前年比は5月の8.7%から6月には7.9%まで低下し、前回会合時の見通

<sup>1</sup> 今回反対票を投じたのは、ハスケル委員、マン委員およびディングラ委員。このうち、ハスケル委員とマン委員が0.50%の利上げを主張、ディングラ委員は据え置きを主張した。なお、前回はディングラ委員およびテンレイロ委員が反対票を投じて現状維持を主張した（テンレイロ委員は7月で退任し、今回は後任のグリーン委員が参加）。

### しよりも下振れた

- ✓ このうちコア財とサービスインフレのいずれも予想より下振れたが、持続的なインフレ圧力に寄与しやすい後者に関するインフレ低下に関する情報はかなり限定的だった
  - ✓ 5月の報告書と比較すると6月のCPIインフレ率は予想通りとなった
- 8月のMPCによる、市場観測の金利を前提にした見通しの最頻値では、CPIインフレ率は25年4-6月期までに目標の2%に低下する
- ✓ 中期的には、外的な価格上昇圧力が低下するなかで経済の弛みが国内のインフレ圧力を軽減するため目標を下回る
  - ✓ 委員会はこの最頻値の見通しにインフレ率が持続的になる上振れリスクを組み込むことを決定し、5月報告書と比較して中期的なインフレ率が押し上げられている
- 委員会は、外的価格ショックによって引き起こされる国内価格と賃金動向の2次的効果により、それが発生した時よりも、解消される際に時間を要するため、最頻値見通しのリスクが、5月の見通しほどではないが、上方に傾いていると引き続き判断している
- ✓ 平均インフレ率はこのリスクが織り込まれており、2年先および3年先のインフレ率をそれぞれ2.0%、1.9%としている
- 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
  - ✓ 金融政策により、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
- 最近のデータはまちまち（mixed）である
- ✓ しかしながら、いくつかの主要な指標、特に賃金伸び率は、より持続的なインフレ圧力が具体化してくるかもしれないというリスクを示唆している
  - ✓ この会合で、委員会は政策金利を0.25%ポイント引き上げ、5.25%とすることを決定した
- 今回の引き締めサイクル開始以降の政策金利の大幅な上昇によって、現在の金融政策姿勢は制限的である
- ✓ MPCは引き続き、労働市場のひっ迫感や賃金上昇率、サービス物価インフレの動向といった、経済全体におけるインフレ圧力の持続性と回復力について、引き続き注視する
  - ✓ 仮により永続的な圧力があるのであれば、より引き締めの金融政策が必要となる
  - ✓ 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、政策金利を十分な期間にわたり十分に制限的にする

## 4. 議事要旨の概要

記者会見の冒頭説明原稿や金融政策報告書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。

- GDP成長率見通しは、2023年0.50%、24年0.50%、25年0.25%  
(5月時点では23年0.25%、24年0.75%、25年0.75%)
  - ✓ CPI上昇率は、2023年5%、24年2.5%、25年1.5%（10-12月期の前年比）  
(5月時点では、23年5%、24年2.25%、25年1%)
  - ✓ 失業率は、2023年4.00%、24年4.5%、25年4.75%（10-12月期）  
(5月時点では、23年3.75%、24年4%、25年4.25%)
  
- 通貨・金融情勢に関連して、委員会は、特に英国において市場金利が経済データに対して、過去10年の平時と比較してより敏感になっていることを議論した
  - ✓ 市場参加者はインフレの持続性に関する先行指標として通常以上にデータを重視していると見られる
  - ✓ 英国では中銀の市場参加者調査の回答者は、引き続き、賃金上昇率、労働市場のひっ迫具合、サービス物価上昇率を英国の金融政策の先行きを予想する上で最も重要な指標だと回答しており、MPCの最近のコミュニケーションと整合的である
  - ✓ それにもかかわらず、これらのいくつかの指標は月によって変動が大きい
  
- 委員会は金利上昇が個人消費や設備投資を押し下げる影響と、エネルギーと食料品価格の鎮静化による所得の押し上げ効果が経済におよぼす影響についてのバランスについて議論した
  - ✓ 総合すれば、これらの要因は年後半の成長率に対して小幅ながらプラスの影響となると示唆された

#### （短期的なインフレ見通し）

- ガス電力市場監督局（Ofgem）の電気・ガス価格の上限によって卸売エネルギー価格の消費者物価への転嫁が減速することを前提にすれば、インフレ率はここ2週間のうちに公表される7月のデータでさらに低下して約7%に、10月には5%まで一段と低下すると予想される
  
- サービスインフレ率の上振れサプライズはより変動の大きい構成要素、例えば航空運賃、パック旅行、および経済の需給バランスとは無関係の自動車税（Vehicle Excise Duty）によって生じた
  - ✓ こうした理由のため、我々はこのサプライズを過大評価すべきではない
  - ✓ しかしながら、他のサービスインフレの構成要素は英国の基調的なインフレ率と関連があり、サービスインフレの持続的な強さが、高インフレを長期化させる可能性がある

#### （中期的なインフレ見通し）

- インフレ見通しは、報告書で議論されている政策金利を5.25%で据え置くとした代替シナリオ

でも予測期間を通じて概ね類似している

- ✓ これは政策金利の経路が異なっても目標に回帰する証左となっている
  - ✓ 市場観測の金利カーブは現在の政策金利より数四半期は高くなるが、その後低下して先々3年間の平均では5.5%をやや下回る
- 経験的モデルは短期的なインフレ率低下の経路を考慮したインフレ予想に基づいて賃金が設定された場合に何が起こるかを示している
- ✓ しかし、現在のところ賃金がこのように設定されると確信できるだけの証拠はない
  - ✓ MPC見通しでは、MPCにおける最善の総合的判断を反映しており、賃金の伸びはこれらのモデルが予測するよりも緩やかになると予想されている
- 経験的モデルの出力と委員会における最善の総合的判断との間には違いがあるが、これは大きな不確実性に勅命する世界において、我々のプロセスをどのように適応させるべきか、についての重要性を示す一例である
- ✓ ベン・バーナンキ氏が中銀の予測および関連プロセスの見直しを主導することに同意してくれたことを嬉しく思う

#### (当面の政策決定)

- 6人の委員がこの会合で政策金利を0.25%引き上げ、5.25%にすることが妥当だと判断した
- ✓ 最近のデータはまちまちである
  - ✓ しかしながら、いくつかの鍵となる指標、特に賃金伸び率は大きく上振れており、サプライズとなっている
  - ✓ これは中期的な均衡失業率が上昇し、広範囲にわたる国内でのインフレ圧力がより持続的な形で顕在化するリスクとなっている
  - ✓ これに対し、失業率はわずかに上昇し、求人・失業比率は前回の会合以降、さらに低下している
  - ✓ ここ数四半期の経済の驚くべき回復に対し、最近の指標は活動の鈍化しており、経済が重要な転換点にある、もしくは近づいていると結論付けるのは時期尚早である
  - ✓ 金融政策姿勢は経済活動のおも足となっているものの、この会合での政策金利の0.25%の引き上げが、より強いインフレ圧力へのリスクに対処するのに必要である
- 2名の委員はこの会合で政策金利を0.50%ポイント引き上げ、5.5%にすることが妥当だと判断した
- ✓ この委員らにとっては、8月の報告書に記載されたように、一連の見通しは過少評価されており、インフレの持続性に対処するためにより積極的に傾斜することが重要であった
  - ✓ この委員たちは労働市場のひっ迫が継続していることに言及した
    - ✧ 求人・失業比率は低下しているものの、長期平均よりもかなり高い水準にあった
  - ✓ さらに民間部門の賃金上昇にかんする高頻度データは上昇トレンドが続いており、均衡失



業率が上昇した可能性と整合的であった

- ✓ 後で引き締めることによるコストを抑制するため、この会合での政策金利の強力な引き上げがインフレ率を中期的に2%目標に戻す助けになる

➤ 1名の委員はこの会合で政策金利を5.00%に維持することを希望した

- ✓ 政策スタンスはかなり制限的になり、リスク管理の観点からは、さらなる引き締めを行う強い根拠はもはや存在しない
- ✓ 代わりに、引き締めすぎるリスクが積みあがっており、生産の急転換を必要とするような生産損失や変動の可能性が高まっている
- ✓ 金融政策効果のラグにより、過去や最近の利上げの影響、特に住居費用への累積的な影響の大部分が依然として顕在化していない
- ✓ 最近の消費者および生産者物価指数の構成要素にかんする情報はCPIインフレ率の低下基調を強く示している
- ✓ 賃金インフレは事業サービス部門で最も強かったが、実質賃金は、それ以外の産業で低下し、全雇用の4分の3を占めている
- ✓ 制限的な政策スタンスを踏まえて、主要品目のインフレが今年にかけて緩和し、労働環境もさらに緩和することで、賃金上昇率は鈍化していくと見られる

#### (運用上の考慮事項)

➤ 8月MPRのボックスAで議論されているように、委員会は23年10月から24年9月までの12か月間における国債残高の削減目標について、23年9月の会合で投票を行う

(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。