

経済・金融
フラッシュ英国金融政策(2月MPC公表)
-4会合連続で政策金利据え置きを決定

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:4会合連続で政策金利据え置きを決定

1月31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、2月1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%で据え置き（6対2対1で2名は0.25%ポイント引き上げ、1名は0.25%の引き下げを支持）

【議事要旨等（趣旨）】

- 成長率見通しは23年0.25%、24年0.25%、25年0.75%、26年1.00%（概ね上方修正）
- CPI上昇率見通しは、23年4.25%、24年2.75%、25年2.50%、26年2.00%（10-12月期の前年比、短期的には下方修正、中期的には上方修正）
- インフレ見通しに対するリスクは、短期的には地政学的な要因により、予測期間前半については上方に傾いているが、国内物価と賃金の上昇圧力はより均衡している
- 委員会は政策金利をどの程度の期間、現在の水準で維持するかを検討を続ける

2. 金融政策の評価:ハト派色は強まるが、市場の利下げ期待は行き過ぎであることを示唆

イングランド銀行は今回のMPCで政策金利の据え置きを決定した。金利据え置きは市場の予想通りの結果で、4会合連続となる。なお、これまでの決定投票では、据え置き派（6名）と利上げ派（3名）に分かれていたが、今回の決定では据え置き派（6名）、利上げ派（2名）、利下げ派（1名）の3つに分かれ、ややハト派色が強まった。

声明文も、インフレリスクに関して、短期的な地政学的リスクを踏まえた物価の上振れを警戒しつつも、国内の価格と賃金の上昇圧力という観点ではリスク評価をより均衡しているとの判断に修正した（これまでは上方に傾いているとの判断だった）。また、「仮により持続的なインフレ圧力があるのであれば、より引き締め的な金融政策が必要となる」との表現が削除され、「委員会は政策金利をどの程度の期間、現在の水準で維持するかを検討を続ける」との表現となり、利上げと利下げの双方を意識した表現に変更された。

今回は会合に合わせて金融政策報告書が公表され、成長率見通しとインフレ見通しが更新された。インフレ見通しについては、短期的には足もとのインフレ率の実績データが11月より下振れ、ま

た先々のエネルギー価格の低下が予想されることから、24年4-6月期に一時的に2%目標を下回る見通しとなっているが、春にインフレ率が目標に戻れば仕事が完了する訳でないと言われている。中期的には、見通しの前提である市場観測の政策金利経路が11月時点よりも大幅に低下していることから、インフレ圧力が再び強まるとされている。つまり、市場の利下げ観測が楽観的であることが示唆された形となっている。

総じて言えば、これまでのタカ派姿勢から、利下げが視野に入った姿勢に修正されてはいるが、市場の利下げ期待はやや行き過ぎであるとし、データを慎重に確認していくとの慎重な見方が強調された内容だったと言える。

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、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）を据え置き、5.25%とする（6対2対1で決定¹）、2名は0.25%ポイント引き上げ5.50%とすることを主張した、1名は0.25%ポイント引き下げ5.00%とすることを主張した
- 委員会は、2月の金融政策報告書の一部として経済活動とインフレの見通しを更新した
 - ✓ これらは、見通し期間末に政策金利が5.25%から3.25%まで低下するとした、11月の報告書より平均して1%ポイント低い市場観測の政策金利経路を前提としている
- 前回のMPC以降、世界GDP成長率は引き続き停滞しているが、米国の経済活動はさらに強固になった
 - ✓ インフレ圧力はユーロ圏と米国で弱まった
 - ✓ 卸売エネルギー価格は著しく減少した
 - ✓ 中東での出来事や紅海の輸送に関する混乱といった重大なリスクが引き続き残っている
- 足もとの弱さの後、GDP成長率は、過去の政策金利の上昇により成長率鈍化の影響が軽減することを反映して、予測期間にわたって次第に上向くと見られる
 - ✓ 企業景況感調査は、短期的な活動の改善見通しと整合的である
- 労働市場は引き続き緩和を続けたが、過去の標準よりもひっ迫している
 - ✓ 2月報告書の見通しでは、需要の相対的な弱さが継続するため、過去の標準よりも供給伸び率は停滞するものの、見通しの前半は経済の弛み（slack）が見られるとしている
 - ✓ 失業率は将来にかけて、いくらか上昇すると見られる

¹ 今回反対票を投じたのは、グリーン委員、ハスケル委員で0.25%の利上げを主張した。またディングラ委員が0.25%の利下げを主張した。前回はグリーン委員、ハスケル委員、マン委員の3名は0.25%の利上げを主張し、利下げの主張はなかった。

- CPI 上昇率の前年比は 12 月に 4.0%と 11 月報告書の見通しを下回った
 - ✓ この下振れは燃料価格、コア財、コアサービスと広範囲にわたる
 - ✓ 賃金上昇率は依然として高いものの、様々な指標で軟化しており、さらに数四半期も低下が続くと見られる

- CPI インフレ率は 24 年 4-6 月期には一時的に 2%目標を下回ると見られるが、7-9 月期、10-12 月期にはもう一度上昇する見込みである
 - ✓ この下半期のインフレ経路は、前年比のエネルギー価格上昇率のマイナス寄与が縮小するという直接的な影響による
 - ✓ MPC の最新の市場観測政策金利を前提にした最も起こりそうな、最頻値見通しでは CPI インフレ率は年末にかけ 2.75%付近となる
 - ✓ そして、予測期間の残りもおおよそ目標を上回り続ける
 - ✓ これは、国内インフレ圧力が、経済の弛みが増加するにもかかわらず、残るためである
 - ✓ CPI インフレ率は 2 年後に 2.3%、3 年後に 1.9%となると予想される。

- 委員会は最頻値の CPI インフレ率が、地政学的な要因により、予測期間前半については、上方に傾いていると判断している
 - ✓ 国内の価格と賃金の上昇圧力は、これまでの見通しと異なり、より均衡していると判断し、2 年および 3 年の期間においては、最頻値見通しと平均見通しに違いはない

- 政策金利を 5.25%で据え置くとする代替の前提では、CPI インフレ率は、政策金利が低下するとした市場観測の経路を前提とした委員会の最頻値見通しよりも、著しく低くなり、25 年 10-12 月期以降は 2%目標を下回る

- 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

- 今回の会合で、委員会は政策金利を 5.25%に維持することを決めた
 - ✓ ヘッドラインの CPI インフレ率は相対的には急低下する
 - ✓ 制限的な金融政策姿勢は実体経済の重しとなり、労働市場を緩和させている
 - ✓ 委員会の 2 月見通しでは、インフレのリスクをより均衡していると見ている
 - ✓ サービスインフレと賃金上昇は予想よりも幾分大きく低下しているが、インフレの持続性に関する主要な指標は高止まりしたままである

- その結果、金融政策は、MPC の責務であるインフレ率を中期的な 2%目標に安定的に戻すた

め、引き続き十分な期間 (sufficiently long)、制限的にする必要がある

- ✓ 委員会は昨年秋以降、インフレ率が 2%目標を超えて定着するリスクが消失するまで、十分な期間にわたり (for an extended period of time)、制限的にされる必要があると判断してきた
- ✓ (「十分に制限的」から、「十分に」を削除 (sufficiently restrictive から sufficiently を削除))

➤ MPCは引き続き、2%目標に安定的に戻すために金融政策姿勢を経済状況に応じて調整する用意がある

- ✓ そのため、引き続き、基調的な労働市場のひっ迫感を示す一連の指標、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
- ✓ 金融政策は、委員会の責務にもとづき、インフレ率を中期的な 2%目標に安定的に戻すため、十分な期間にわたり十分に制限的にされる必要がある
- ✓ この点に基づき、委員会は政策金利をどの程度の期間、現在の水準で維持するかを検討を続ける
- ✓ (「仮により永続的なインフレ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」との表現は削除)

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 0.25%、24年 0.25%、25年 0.75%、26年 1.00%
(11月時点では 23年 0.50%、24年 0%、25年 0.25%、26年 0.75%)
- ✓ CPI上昇率は、2023年 4.25%、24年 2.75%、25年 2.50%、26年 2.00% (10-12月期の前年比)
(11月時点では、23年 4.75%、24年 3.25%、25年 2%、26年 1.5%)
- ✓ 失業率は、2023年 4.25%、24年 4.25%、25年 5%、26年 5% (10-12月期)
(11月時点では、23年 4.25%、24年 4.75%、25年 5%、26年 5%)

(インフレ見通し)

- 我々の制限的な金融政策姿勢は、国内のインフレ圧力を軽減するために機能している
- ✓ サービスインフレは国内費用と密接に関連しているが、予想よりもいくらか大きく緩和している
- ✓ しかしサービスインフレは持続的な傾向があり、引き続き高止まりしている
- ✓ したがって、「春にインフレ率が目標に戻れば仕事が完了した」という簡単なことではない

- 政策金利を3年間5.25%で維持すると、インフレ率は目標よりも著しく低下していく可能性が高い
 - ✓ しかし、市場観測の経路に従うと、インフレ率は先々3年間の大部分で目標を上回る
 - ✓ 我々は正しいバランスを必要としている
 - ✓ 我々は金融政策姿勢を十分な期間、十分に引き締める必要がある
 - ✓ 過剰も不足もいけない

(主要な見通し判断)

- 最初の重要な判断は、GDP成長率が予測期間中に徐々に回復すると予想されることである
 - ✓ 銀行スタッフは国内における金利上昇のGDP水準に及ぼす影響のうち、ピーク対比で3分の2が顕在化したと見積もっている
 - ✓ これは11月の約半分から上昇した
- 2番目の重要な判断は需要超過が供給超過に変わりつつあることである
- 3番目の重要な判断は国内価格と賃金の2次的効果(second-round effect)は、発生するときよりも解消に時間がかかるということである

(労働市場)

- 賃金の公的データは、ONSの労働力調査が抱える現在の課題の影響を受けていない
 - ✓ 民間部門の定期賃金上昇率は11月までの3か月の前年比で6.5%まで低下した
 - ✓ これは11月の見通しよりも1%ポイント低い

(議事要旨)

- 英国では、最新の市場参加者調査(MaP S)の回答者全員が今回のMPCでの政策金利維持を予想していた
 - ✓ また、すべてが次の政策金利変更は利下げと見ていた
 - ✓ 政策金利経路の中央値は、24年6月に利下げが始まり、今年1.00%ポイントの削減であり、大まかに市場期待と一致していた
 - ✓ 市場では、最近の国外と国内の双方の経済データにおける非インフレ的なニュースがここ数か月の英国の短期金利の低下の大きな要因となったことが示唆される
- 今年の主要な賃金交渉は今後数か月で決着する
 - ✓ 中銀エージェントによる企業調査では、24年の平均賃上げ率は5.4%で、23年をわずかに下回るに留まることが示唆された

(政策金利決定)

- 6人の委員が、今回の会合で政策金利を5.25%に維持することが妥当であると判断した
 - ✓ 現在のインフレの持続性がどの程度定着するのか、したがって現在の政策金利をどの程度の期間維持するのかについては、更なる証拠が必要であり、政策金利を現在の水準で維持する必要がある

- 2人の委員が今回の会合で、政策金利を0.25%引き上げ5.5%にすることを望んだ
 - ✓ ヘッドラインインフレ率は予想以上に低下したが、これは必ずしもインフレの持続性に関する有用な情報とはならない
 - ✓ 現在の経済指標は、引き続き経済活動が鈍化していることを示しているが、家計の実質所得は押し上げられており、生産の先行指標は引き続きプラスを維持している
 - ✓ 労働市場は引き続き相対的にひっ迫し、中期的な均衡失業率の上昇と整合的であり、後半な指標において、緩和速度は鈍化している
 - ✓ 賃金上昇率の指標はさらに緩和しているが、インフレ目標と整合的な水準よりも高い状況が続いている
 - ✓ 基調的なサービスインフレは減速しているものの、引き続き高止まりしている
 - ✓ これらの委員は、引き続きより持続的なインフレ圧力の証拠が、見通しに含まれるよりもあると判断している
 - ✓ 金融調達環境は前回12月会合時よりも緩和している
 - ✓ この会合における政策金利の0.25%ポイントの引き上げが、より深くインフレの持続性が定着するリスクに対処し、中期的な2%目標の持続に戻るために必要である

- あるメンバーは0.25%ポイントの利下げを望んだ
 - ✓ このメンバーにとっては、利上げ幅と伝達のラグを伴うことを勘案すれば、政策金利の制限度を現時点で緩和する必要があることを意味した
 - ✓ 利下げ前に国内の相対物価上昇率という遅行指標の急激な低下を待つことは引き締め過ぎるリスクを伴う
 - ✓ 地政学要因による潜在的な上振れリスクはあるかもしれない
 - ✓ しかし、CPIインフレはすでにしばらくの間、確固たる下降トレンドを辿っている
 - ✓ 加えて、詳細な生産者物価といった先行指標は消費者物価の緩和を示している
 - ✓ 求人数が他の先進国よりも急激に低下し、消費がコロナ禍前水準まで戻らないなど、需要見通しは引き続き弱く、これまでの前提よりも強靱ではない
 - ✓ これは、正規賃金の前月比年率換算上昇率や中銀エージェントの調査のような国内の相対価格の前向きの（forward-looking）指標に示される、物価見通しの持続性を見通しは低下し、費用の物価への転嫁が弱まることを示唆している

（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。