

## 英国民投票後の初期消火役はBOE

発表日：2016年8月5日(金)

～出口なきまま緩和強化に舵を切る～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主席エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

- ◇ BOEは英国民投票後の景気下振れリスクに対応し、利下げ、国債購入強化、社債購入開始、長期資金供給の緩和パッケージを発表。今後も必要に応じて追加緩和の準備があることを示唆した。
- ◇ 国民投票後の景気減速を示唆する経済指標は今のところソフトデータが中心で、一時的な落ち込みにとどまる可能性もある。年内の追加緩和が大勢意見となっているが、決め打ちは危険だろう。
- ◇ カーニー総裁はマイナス政策金利に否定的で、利下げ幅を細かく刻みでもしない限り、追加利下げの余地はあと1回。その後は量的緩和の強化で対応することになるが、国債・社債ともに流動性の問題に直面する。ポンド安が物価上昇を通じて景気下押しに働く英国では、量的緩和による通貨安という波及経路が働きにくい。いずれ緩和の限界論に直面することになる。

英イングランド銀行（BOE）は3・4日の金融政策委員会（MPC）で、政策金利の引き下げ、国債買い入れ策の強化、社債買い入れ策の開始、低利での長期資金供給から成る金融緩和策を決定した。これは英国民投票後の景気下振れリスクに対応したもので、事前に検討が伝えられた政策手段を全て盛り込むことで市場の期待を上回った。

政策金利は従来の下限とされた0.5%から0.25%に7年半振りに引き下げられ、これは9人の政策委員の全会一致で決定された。国債買い入れ策は向こう6ヶ月で600億ポンド増額することを賛成6名・反対3名（フォーブス、ウィール、マッカファティー委員）の賛成多数で決定し、これにより国債の買い入れ目標は従来の3,750億ポンドから4,350億ポンドに約4年振りに引き上げられた。社債の買い入れ策は9月から18ヶ月間で100億ポンドを予定し（フォーブス委員が反対）、少なくとも1つの主要格付け機関から投資適格を付与されているポンド建て社債を対象とする。BOEは2009年に資産買い入れ策を開始した際、社債を買い入れたことがあるが、その際の買い入れ額は僅か20億ポンド程度にとどまった。社債市場に十分な厚みと流動性がないことが買い入れの阻害要因になるとされたが、BOEは対象となる社債のユニバースが1,500億ポンド程度に達するとし、100億ポンドの買い入れは十分に対応可能と説明している。

新たに導入するターム・ファンディング・スキーム（TFS）は、銀行と住宅金融組合（以下、銀行等）を対象に担保と引き換えに4年物の流動性資金を政策金利と同等の金利（現在は0.25%）で供給するもの。2016年6月から2017年末までの期間中に貸出を増加させなかった銀行等に対しては、貸出純減額に応じて最大で25bpsの金利が上乘せされる（現在の政策金利の下では最大で0.50%）。これはBOEが銀行貸出の活性化を目指して2012年に導入した「貸出を増加させた銀行等に対する長期資金供給（FLS）」と類似

しているが、貸出減少行への罰則金利が最大150bpsとされた同スキームと比べて負のインセンティブが働きにくい。BOEのバランスシート拡大を通じて行なわれる量的緩和策の一環として位置づけられる。BOEはTFSを政策金利の引き下げの効果が、銀行の貸出金利低下を通じて企業や家計に行き渡るための措置と説明している。貸出純減の程度に応じて罰則金利を適用する仕組みは欧州中央銀行（ECB）の「条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）」第1弾とも似ているが、FLSやTFSは住宅ローンも対象としている点異なる。対象となる銀行等の貸出総額（住宅ローンを含む）の5%を上限とし、全体では1,000億ポンドを上限として想定している。必要に応じて借り入れ条件を変更することも可能で、当初の利用期間は2016年9月から2018年2月とされ、2017年8月までに延長の可否を決定する。

同時に発表された8月の四半期物価レポートでは、2016年の実質GDP成長率の中心予想を2.0%で前回5月見通しから据え置いた一方、2017年を2.3%→0.8%に大幅に下方修正し、2018年も2.3%→1.8%に下方修正した。これは英国のEU離脱リスクによる不透明感の高まりを受け、企業が設備投資や採用を手控えることや、ポンド安による輸入物価上昇で家計の実質購買力が目減りし、雇用情勢の悪化と相俟って、個人消費や住宅投資が減速することを反映したもの。なお、2016年の成長見通し据え置きは4-6月期の成長上振れと年後半の成長下振れが相殺。今回の金融緩和策を予測に反映した結果、2017年通年での景気後退は回避され、2017年央を境に成長率がやや加速する見通しとなっているが、回復後の成長ペースは全体的に下方シフトしている。他方、消費者物価の中心予想は、国民投票後の急激なポンド安進行で輸入物価が上昇することを反映し、全体的に上方修正されている。

国民投票後に発表された英国の経済データは揃って景気に急ブレーキが掛かっていることを示唆するが、これらは単月のソフトデータが中心で、一時的なマインドの冷え込みにとどまるのか、長期停滞につながるかは判断が分かれるところだ。まだ十分なデータが出揃っていないとして前回7月の緩和を見送ったBOEだが、今回はソフトデータを抛り所に市場の期待を上回る緩和策を打ち出した。カーニー総裁は国民投票後の新たな現実に即した経済や金融安定に必要なあらゆる措置をとる準備があるとし、今回発表した利下げ、国債購入、社債購入、TFSの何れも追加対応が可能と強調している。政策金利のマイナス圏への引き下げやヘリコプターマネーについて、カーニー総裁は否定的な見解を示唆している。

政策委員の多数意見は年内にゼロ%近くの下限（0.1%ないし0.05%とみられる）まで政策金利を引き下げると予想しており、市場コンセンサスもそうした見方と一致する。低金利下での資産買い入れの効果を疑問視する声もあるが、追加緩和の余地を残しつつ積極対応をしたことで、今回のBOEの金融緩和には一定のアナウンスメント効果が期待できる。社債市場と貸出市場の双方に目配せし、不動産市況を下支える政策意図も読み取れる。但し、他国の中銀が通貨安を通じた景気浮揚の政策経路に一定の期待を寄せることが出来るのに対し、英国ではポンド安による輸出増よりも内需低迷の悪影響の方が上回る可能性が高い。今後はハードデータの落ち込みを評価しつつ、秋に発表が予定される政府の財政運営方針がどれだけ景気の下支えにつながるかを判断したうえで、追加緩和の是非を検討することになる。

以上