

ＢＯＥは中立姿勢に回帰

発表日：2016年11月4日（金）

～景気よりも物価が心配～

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11月のMPCで追加利下げを見送り、政策バイアスを緩和的から中立に変更した。同時に発表された物価レポートでは、短期的な景気見通しを上方修正した一方、実質所得の目減りや離脱後の先行き不透明感の高まりから、中期的な景気見通しを下方修正。ポンド安を背景にインフレ率を上方修正し、予測期間中は2%の物価目標を超過する展開を想定する。
- ◇ 国民投票後の景気上振れとＢＯＥの中立姿勢への回帰を受け、金融政策は当面現状維持が予想される。ただ、下方修正後の2018-19年の景気見通しは底堅く、ハード・ブレグジットへの不安が広がれば、より大幅な景気減速に見舞われる可能性が高い。いずれＢＯＥが追加緩和に傾く時期がやってこよう。

英イングランド銀行（ＢＯＥ）は11月の金融政策委員会（MPC）で、政策金利と資産買い入れ目標の現状維持を全会一致で決定した。国民投票後の景気下振れを警戒し、8月のMPCでは政策金利を0.25%の史上最低水準に引き下げ、国債の買い入れ再開と社債の買い入れ開始を決定。その際、政策メンバーの過半数が年内に追加利下げを決定することを支持していた。9月中旬に行なわれた前回のMPCでも、11月の物価レポート発表時に8月の見通しと全体像が大きく変わらないのであれば、年内に政策金利を一段と引き下げることが示唆されていた。だが、今回のMPCの声明文では、「インフレ率が2%の目標に向かって復帰することを確認なものとするため、経済見通しの変更に合わせて、金融政策は（緩和と引き締め）双方向で対応する」との文言が付け加えられ、これまでの緩和バイアスから中立姿勢に変更された。

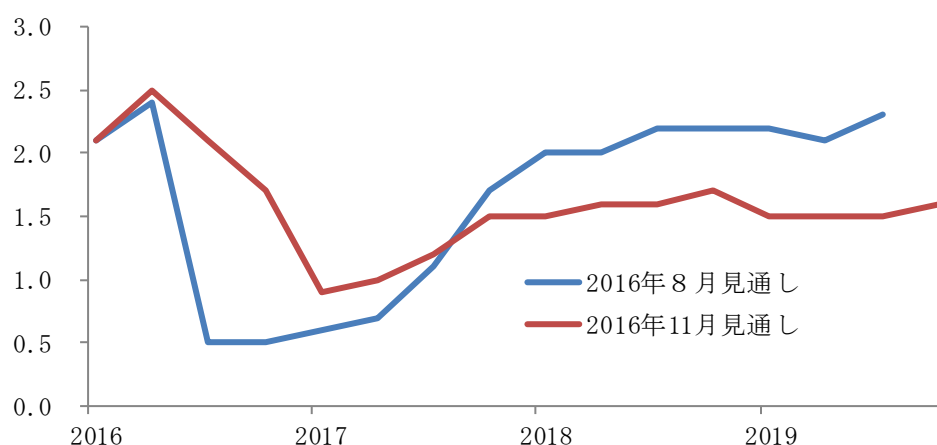
同時に発表された四半期毎の物価レポートでは、2016年後半から2017年にかけての成長率見通しが前回8月の物価レポートよりも上方修正された一方、2018年から2019年にかけての成長率見通しが下方修正された（図・上段）。短期的な見通し改善については、国民投票後の経済活動や企業センチメントの回復が想定以上なほか、家計所得や住宅市況も予想よりも底堅かったと説明。他方、中長期的な見通しの悪化については、大幅なポンド安による家計の実質所得が下押しされることや、EU離脱後の貿易関係や単一市場へのアクセスを巡る不透明感から、企業活動が阻害されるとの見方に立脚している。また、ポンド安による輸入物価の上昇から、今回、予測期間を通じて物価見通しが大きく上方修正された（図・下段）。インフレ率は2018年に2%台後半に加速した後、2019年末の予測最終期においても2%台半ばで高止まりし、2%の物価目標を超過すると予想されている。声明文では、①金融政策は物価が目標値に収斂するスピードと経済活動をサポートする度合いとのバランスを取る必要がある、②目標を超えるインフレ率を許容するのには限界があると述べ、これまでの追加緩和方針を撤回した。

国民投票後の経済指標の上振れと今回のＢＯＥの中立姿勢への転換を踏まえれば、金融政策は金利・量

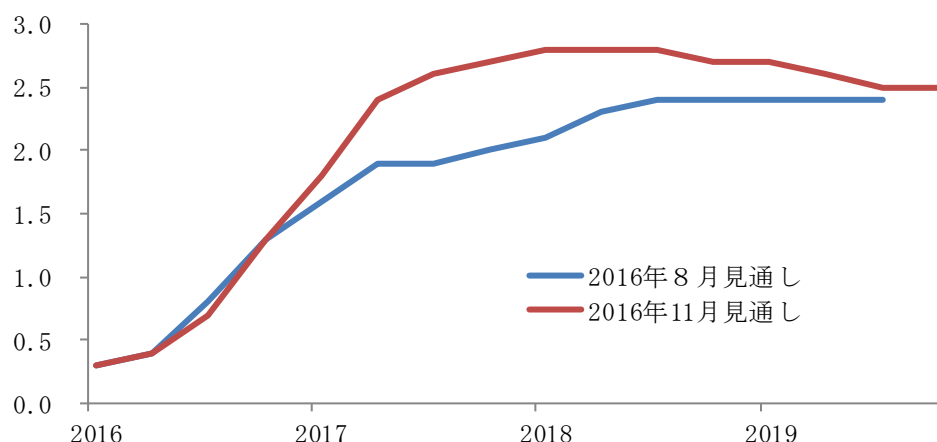
的緩和とともに当面据え置かれる可能性が高い。現在の資産買い入れスキームでは、国債は来年初に（8月から向こう6ヶ月に600億ポンド）、社債は2018年春に（9月から18ヶ月で100億ポンド）買い入れ目標を達成する。FRBやECBの資産買い入れ策が月額の買い入れ目標を設定するのに対し、BOEの資産買い入れ策は買い入れ残高の目標を設定する形式を採る。テーパリング観測が燃えるECBが、来年3月以降も買い入れを継続しない限り、緩和打ち切りとして否定的に受け止められる恐れがある一方、BOEの場合、来年早々に国債買い入れを延長しなくても、引き締めの受け止められることはない。この点は、BOEに柔軟なストップ・アンド・ゴー政策を可能にさせる。

景気見通しは2018～19年に下方修正されたが、変更後も前期比1%台半ばで底堅い成長が続くことが予想されている。ただ、離脱協議が佳境を迎えるなかでハード・ブレグジットへの不安が広がれば、この程度の景気減速にとどまると考えるのは楽観的過ぎよう。景気の本格下振れに直面した際、物価の目標超過を理由に追加緩和を踏みとどまるのは困難とみられる。いずれBOEが追加緩和に傾く時期がやってくる。

(図) BOE物価レポートの景気・物価見通し
【実質GDP成長率、前期比年率、%】



【消費者物価、前年比、%】



出所：BOE資料より第一生命経済研究所が作成

以上