

EU Trends

発表日：2018年8月3日(金)

BOEは真の政策正常化に着手

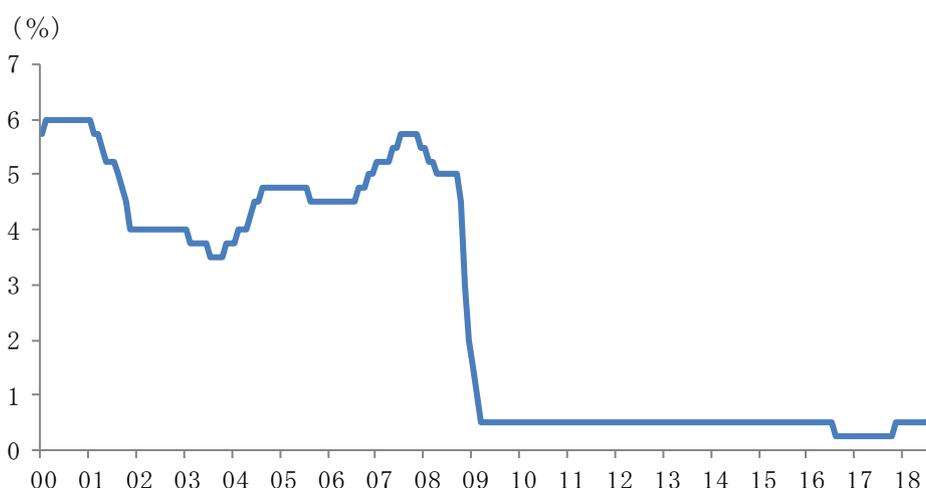
～今後の利上げは急がず慎重に～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 田中 理 (TEL:03-5221-4527)

◇ BOEは8月の会合で0.25%の追加利上げを全会一致で決定。従来の下限としてきた0.50%以上に政策金利を引き上げるのは金融危機後で初。物価レポートでは、成長率と物価見通しを僅かに引き上げ、失業率を引き下げ。名目均衡金利のトレンドを2.25%と推定。ただ、金融危機後にマイナス圏に落ち込んだ均衡金利が長期トレンドに復帰するには時間が掛かると指摘。今後の利上げは年1回0.25%ポイント程度の緩やかなペースを想定。政策正常化を急ぐ様子は窺えない。

英イングランド銀行（BOE）は2日、前日に終わった金融政策委員会（MPC）で、政策金利を従来0.50%から0.75%に引き上げることを全会一致で決定したことを発表した。利上げは昨年11月以来で、今次サイクルでは2回目。BOEは従来、0.50%を政策金利の下限としてきたが、2016年6月の国民投票でのEU離脱決定直後に政策金利を0.25%に引き下げた（図表1）。昨年11月の利上げはこれを取り戻した格好で、2008-09年の世界的な金融危機時の下限を上回る水準に政策金利を引き上げたのは今回が初めてとなる。最近のMPCメンバーの発言から、金融市場参加者の間で今回の追加利上げは広く予想されていたが、昨年11月の利上げに反対票を投じ、最近の発言でもハト派トーンを崩していなかったカンリフ副総裁も含め、全メンバーが0.25%ポイントの利上げに賛成票を投じた。

（図表1）英イングランド銀行の政策金利の推移



出所：英イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

BOEは追加利上げを決断した背景として、前回5月の物価レポート発表時と比べて、世界経済の見通しがやや軟化しているものの、最近の経済データからは1-3月期の英国景気の減速が一時的なものであり、4-6月期に入ってモメンタムが回復していることを確認。労働市場の一段の逼迫が続き、単位労働コストが上昇している。こうした状況下、物価を目標水準に持続的に復帰させるためには、0.25%ポイントの利上げが必要と判断したと説明している。そのうえで、今後の英国経済が今回発表した物価レポートの見通しに沿って推移する場合、物価が持続的に2%の目標水準に収斂するためには、予測期間を通じて金融政策の引き締めを継続することが必要と判断。今後の利上げペースが緩やかで、利上げ幅が限定的となる点でMPC内の意見が一致していることを明らかにした。

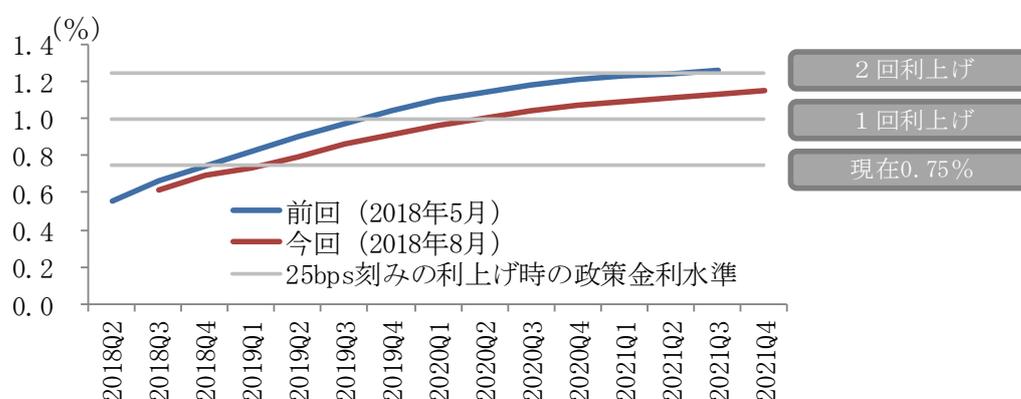
新たに発表した物価レポートでは、足元の実績上振れと予測の前提となる政策金利のパスが下方修正されたことなどを背景に、成長率と物価の見通しを僅かに引き上げ、失業率の見通しをやや引き下げた（図表2）。BOEが見通しの前提とする市場金利に基づく政策金利のパスは、年1回0.25%ポイント程度の緩やかな利上げを想定し、予測期間の最終期（2021年末）で1.15%にとどまる（図表3）。予測期間中の成長率は1%台後半とそれほど高い成長を想定している訳ではないが、それでも現在の英国の潜在成長率を上回り、失業率は一段の低下が予想されている（図表4・5）。経済の未利用資源（スラック）の縮小が続き、2020年には需給ギャップがプラスに転じると想定。こうしたなか、物価見通しは予測期間を通じて2%の目標をやや上回り続けると予想され、僅かながら市場金利が織り込む以上の利上げが必要になる可能性を示唆している（図表6・7）。

（図表2）BOE物価レポートの前提と見通し

	今回（2018年8月）			前回（2018年5月）		
	2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
政策金利（%）	0.7 →	0.9 ↓	1.1 ↓	0.7	1.0	1.2
ポンド実効レート（2005/1=100）	78 ↓	78 ↓	78 ↓	80	80	80
原油価格（\$/b）	75 ↑	72 ↑	68 ↑	71	65	61
実質GDP（%）	1.4 →	1.8 ↑	1.7 →	1.4	1.7	1.7
消費者物価（%）	2.3 ↑	2.2 ↑	2.0 →	2.2	2.1	2.0
失業率（%）	3.9 ↓	3.9 ↓	3.9 ↓	4.1	4.0	4.0
時間賃金（%）	2.50 ↓	3.25 →	3.50 →	2.75	3.25	3.50

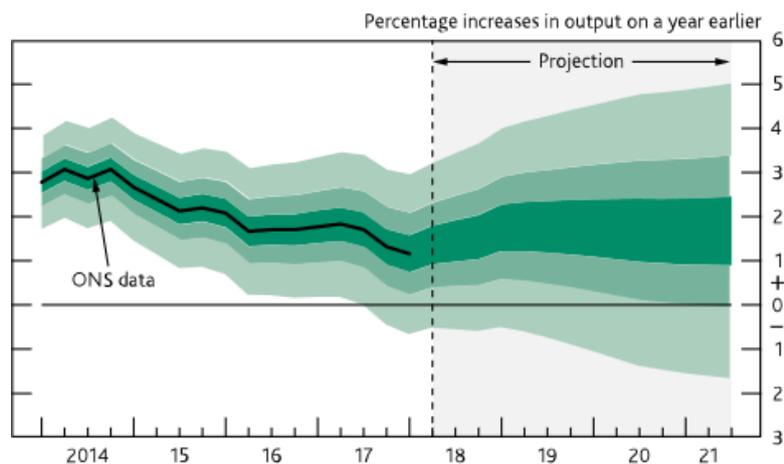
出所：英イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

（図表3）物価レポートが前提とする市場金利に基づく政策金利の推移



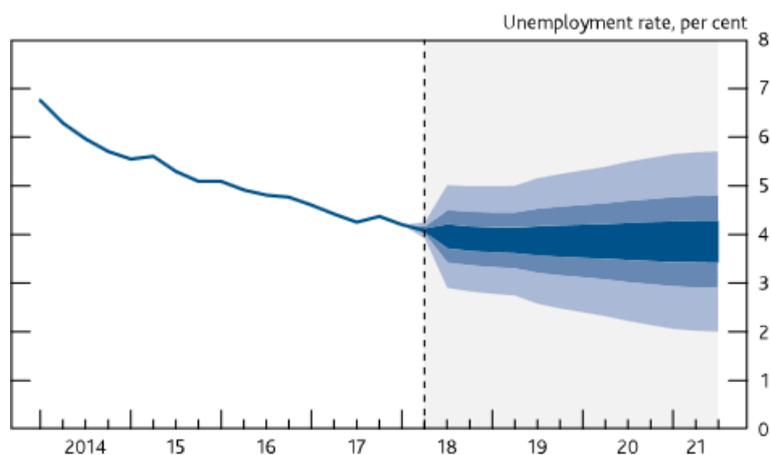
出所：英イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 4) 市場金利に基づく政策金利パスを前提にした成長率予想



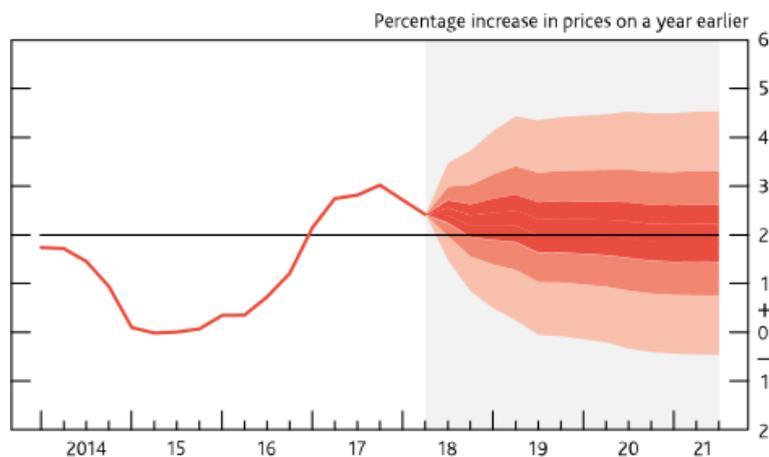
出所：英イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 5) 市場金利に基づく政策金利パスを前提にした失業率予想



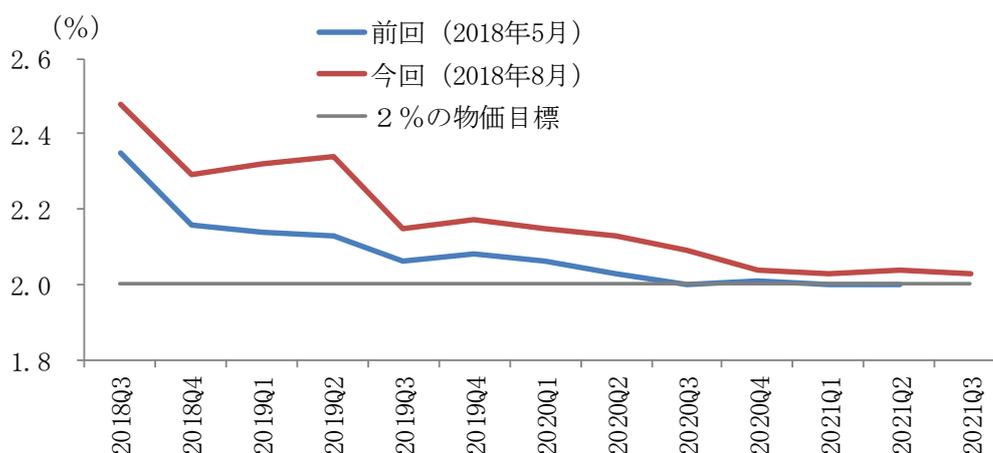
出所：英イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 6) 市場金利に基づく政策金利パスを前提にした物価予想



出所：英イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

(図表7) BOE物価レポートでの消費者物価の見通し



注：市場金利に基づく政策金利パスを前提にした物価の中心予想
出所：英イングランド銀行資料より第一生命経済研究所が作成

カーニー総裁の記者会見での発言からも、追加利上げを急ぐ様子は窺えない。総裁は今後の利上げ幅が限定的である背景として、構造的な要因が実質均衡金利を下押ししていると説明。また、利上げペースが緩やかになる背景として、不確実性の高さなどの逆風がなくなるまでに時間が掛かることを指摘した。英国のEU離脱協議を巡る不透明感については、不確実性が完全になるまで待ち続けることは得策ではないと主張。英国がどのようにEUを離脱するのかを巡っては様々なシナリオが想定されるが、その多くのケースで金利が現状よりも低くなることはないとは指摘した。貿易戦争の脅威については、関税が貿易フローに僅かに影響している暫定的な証拠も散見されるが、企業の業況判断の悪化が設備投資の抑制につながっている証拠はほとんど見当たらない。英国経済が一段の影響を受ける可能性はあるが、現時点で予測に大きく織り込んでいる訳ではないと説明。

BOEは今回、金利正常化の目安となる、需給ギャップがゼロで、物価が目標水準にある場合の政策金利（均衡金利）の推定値を新たに発表した。人口動態の変化と生産性トレンドの低下により、1990年以降、英国の均衡金利は2%ポイント以上低下し、名目ベースの均衡金利のトレンド水準（ R^* ）は現在2.25%程度（2～3%のレンジ内）にあると試算する。そのうえで、緊縮的な財政運営や金融危機の影響により、過去数年の名目均衡金利（ r^* ）はトレンド水準を大幅に下回るマイナス圏にあったと指摘。カーニー総裁は記者会見で、名目均衡金利のトレンド水準への復帰がゆっくりと進むことから、政策正常化を急ぐべきではない趣旨の発言をした。

なお、これまでMPC内で利上げ議論を先導してきた最タカ派のマッカファティー委員が8月末で退任する。次回MPCでは生産性に関する研究業績の多い経済学者ハスケル氏が新たに加わる。ハスケル氏の現在の金融政策運営に関する見方は不明だが、マッカファティー委員と比べればハト派に位置する可能性が高い。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。