

2024. 8. 2

【BOE 金融政策委員会（24年8月）】

利下げ局面入り、雇用悪化が総裁の背中を押す ～サービスインフレ上振れはスウィフト効果等による一時的な現象か～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

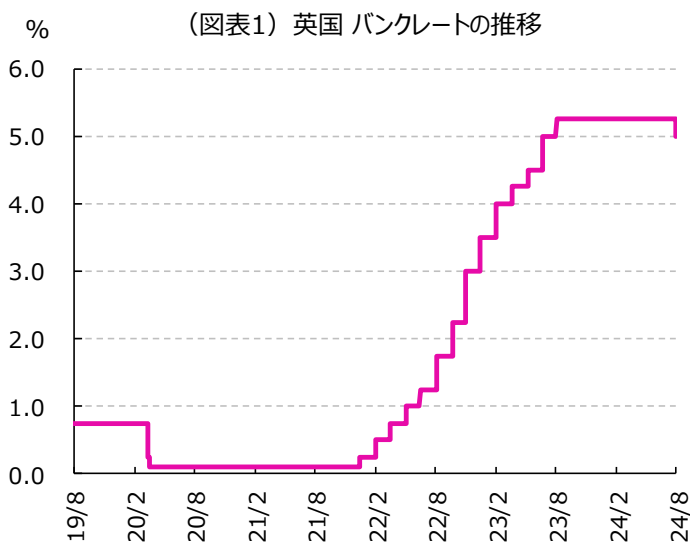
- 7月31日開催のBOE金融政策委員会は、5対4の評決で政策金利の引き下げ（0.25%pt）を決定。雇用情勢の悪化がベイリー総裁の背中を押したとみる
- 6月CPIでのサービス価格上振れは、スウィフト効果等による一時的な要因が大きいとみなされた模様。改定された経済見通しでは、インフレ見通しが上振れる一方、失業率見通しが悪化した。ベイリー総裁はインフレと雇用を天秤にかけた結果、雇用悪化のリスクの方をやや重くみたようだ
- 筆者は、2024年11月会合で追加利下げが実行されると予想する

1. 利下げ決定、雇用情勢への配慮が滲む

イングランド銀行（BOE）は7月31日開催の金融政策委員会（MPC）で、5.25%としていた政策金利を5.00%に引き下げること決定、8月1日に発表した（図表1）。コロナ禍での高インフレを受け、他の主要中銀に先駆けて2021年12月から利上げを開始し、高金利政策を続けてきたBOEは、大きな転機を迎えている。

声明文のインフレ見通しは、「5月と6月の消費者物価指数（CPI）の伸びは前年比+2.0%と、インフレ目標を達成」しているが、エネルギー価格のマイナス寄与が縮小するにしたがって、「年後半には2.75%付近までリバウンドする見込み」とされた。

一方で、GDPの基調は弱く、「潜在成長率を下回ることと経済に緩みが生じ、雇用市場はさらに軟化する見込み」とされ、「国内のインフレ圧力は向こう数年にわたって緩和していく」との見解が表明された。短期的なリバウンドが想定されるものの、中期的なインフレ目標の達成が視野に入ってきたことで、「金融引き締め度合いを幾分調整することが適切になった」と、利下げに至った経緯が説明されている。委員会は、「インフレリスクの評価を継続し、会合ごとに適切な引き締め度合いを決定していく」としており、今後の決定はデータ次第となる。



(出所) ファクトセット

議事録においては、ポンドの実効レートが年初から3%高となり、「英国の輸入物価の押し下げに寄与している」との認識が示され、ポンド高が利下げを実施しやすい環境を醸成した可能性が示唆される。また、今年のGDPは回復してきているが、「企業サーベイによれば経済成長の基調は弱く、四半期ごとに0.3%程度の成長軌道にある」と、景気の先行きへの警戒感が滲む。そして、「利下げしたとしても、なお抑制的なスタンスは維持できる」ため、インフレリスクへの対応は引き続き可能と委員会はみている。インフレへの一定の警戒感は維持しつつも、景気と雇用への配慮がやや勝った様子が読み取れるため、声明文と議事録のトーンは総じてハト派寄りと評価できよう。

2. 5対4と、僅差での評決

政策委員9名のうち、ベイリー総裁ら5名が利下げに賛成した。議事録によれば、「インフレ期待が平時に戻り、先行指標は賃金・物価の鈍化を示唆している」と、インフレ鈍化への期待感を示し、直近データで上振れを示したサービスインフレ（図表2）については、「ボラタイルな系列の一種が作用した」と、重視しない姿勢をみせた。そして、GDPは想定を上回る推移であるが、「先々は金融引き締め効果の発現などで予断を許さず、労働市場は緩んでいく」と、雇用への配慮を滲ませる。

一方でピル委員ら4名がすえ置きを支持した。「想定を上回るサービスインフレとGDPの動向に注意するべき」であり、「中立金利の上昇など、構造的な要因にも大きなリスクが潜んでいる」とみなし、「インフレ上振れリスクが低下しているより強い証拠を確認するまでは政策金利のすえ置きを続けるべき」と主張する。

両派の見解は真っ向から対立している。6月会合で利下げを支持したラムズデン副総裁とディングラ委員に加え、今会合ではベイリー総裁以下3名が利下げ支持に回ったことで、5対4と僅差での評決となった。議事録によれば、利下げ派のうち何人か（some of these members）は「非常に微妙な決定」と述べており、利下げとすえ置きの間で揺れ動いていた模様である。何人かとは、今会合で新たに利下げ支持に回ったベイリー総裁以下3名とみられ、うち1名でもすえ置き派にとどまれば利下げ決定は先送りになったことになる。

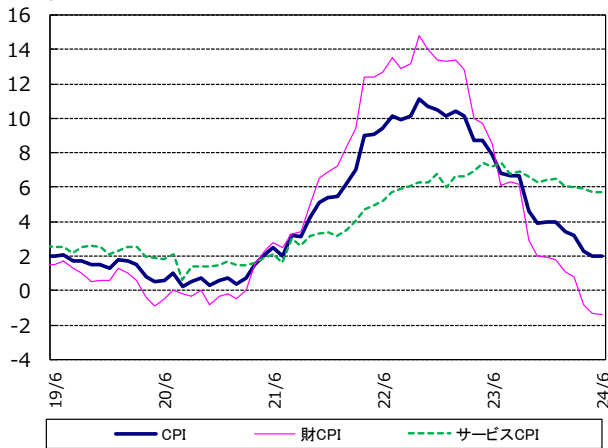
両派の見解は真っ向から対立している。6月会合で利下げを支持したラムズデン副総裁とディングラ委員に加え、今会合ではベイリー総裁以下3名が利下げ支持に回ったことで、5対4と僅差での評決となった。議事録によれば、利下げ派のうち何人か（some of these members）は「非常に微妙な決定」と述べており、利下げとすえ置きの間で揺れ動いていた模様である。何人かとは、今会合で新たに利下げ支持に回ったベイリー総裁以下3名とみられ、うち1名でもすえ置き派にとどまれば利下げ決定は先送りになったことになる。

3. インフレ見通しが上振れる一方、失業率見通しが悪化

今会合では、経済見通しが改定された。変更があったのは主に2024年で、まず実質GDP見通しが前年比+1.25%（5月時点：同+0.5%）に上方修正されている。1-3月期の好調さが反映された形だが、先行きの予想からはBOEの慎重姿勢が見て取れる。インフレ率は同+2.75%（5月時点：同+2.5%）に上方修正される一方、失業率が4.5%（5月時点：4.25%）と、足もとのデータを踏まえて悪化方向に

修正されているところに委員会内の対立要因を見出すことができる。サービスインフレの上振れ等を警戒して利下げが遅れれば雇用情勢のさらなる悪化を招く恐れがある。ベイリー総裁はインフレと雇用を天秤にかけた結果、雇用悪化のリスクの方をやや重くみたようだ。

（図表2）英国CPI（前年比）の推移（財・サービス別）



（出所）ファクトセット

（図表3）金融政策委員会の経済見通し

	8月見通し				5月見通し			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
失業率以外は前年比								
実質GDP	0.00	1.25	1.00	1.25	0.00	0.50	1.00	1.25
インフレ率	4.25	2.75	2.25	1.50	4.25	2.50	2.25	1.50
週平均賃金	6.25	5.00	3.00	2.75	6.25	5.00	3.00	2.75
失業率	3.75	4.50	4.75	4.75	3.75	4.25	4.75	4.75

※インフレ率と週平均賃金は4Qの対前年同期比

単位：%

（出所）BOE

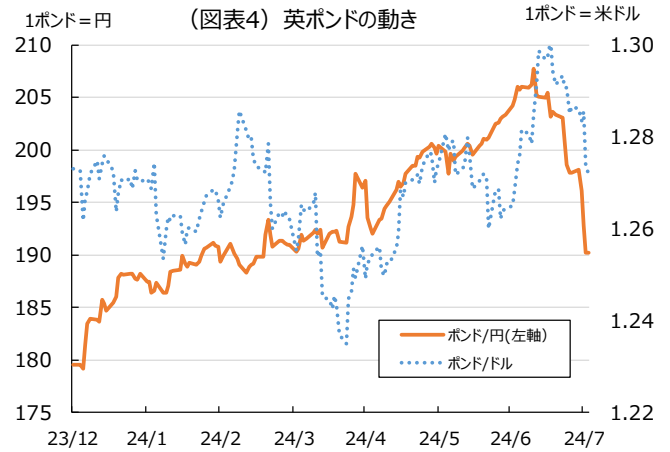
4. 11月会合で追加利下げと予想

すえ置きを見込む向きも一定数いたため、会合後英ポンドは対ドル、対円でともに下落し、英10年債利回りは低下した。特に対円については、日銀の利上げで円高に振れていたところにBOEの利下げによるポンド売りが追い打ちをかけた形となり、大幅な下落となっている(図表4)。

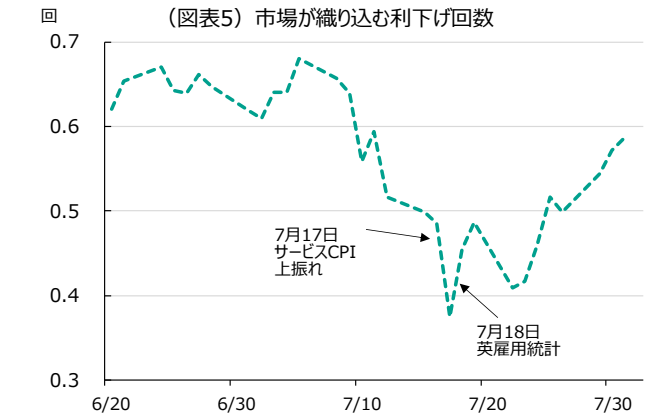
今会合での決定については、直前まで市場の見方が大きく揺れた。6月会合でのハト派寄りの情報発信を受け、一時7割程度まで織り込みが進んだ後、7月17日発表の英6月CPIでサービス価格が高止まり(前年同期比+5.7%、市場予想同+5.6%)したことで、逆に4割を切る場面もあった(図表5)。18日の英雇用統計で賃金上昇率の鈍化が確認された(図表6)ことで利下げ期待が復活し、さらに、サービスインフレの分析が進むにつれて、直前に6割程度まで戻してきた経緯がある。

サービスインフレについては、宿泊価格が同+9.8%(前月は同+7.0)に急上昇したことが目を引いた(図表7)。これについては、テイラー・スウィフト氏が6月に英国ツアーを実施したことなどによる一時的な要因との理解が次第に浸透していった。もっとも、娯楽・文化や住宅賃貸料金といった他のサービス項目にも鈍化の兆しは見られず、インフレ率にのみ注目するなら、BOEは利下げをはじめられる状況にはないと考えられる。

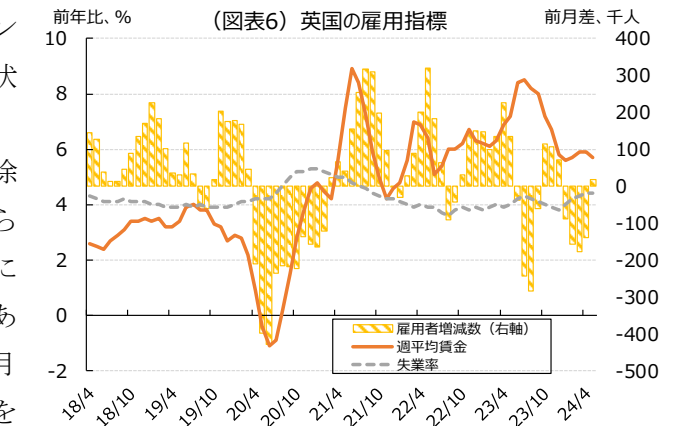
3-5月にわたってコアインフレ率(食料とエネルギーを除くインフレ率)が前年比+3%を切ったユーロ圏が6月から利下げをはじめたが、英国と米国のコアインフレ率はともに同+3%台である(図表8)。米国の雇用情勢は軟化しつつあるものの、なお底堅い。米連邦準備制度理事会(FRB)は7月末の米連邦公開市場委員会(FOMC)で9月会合での利下げを



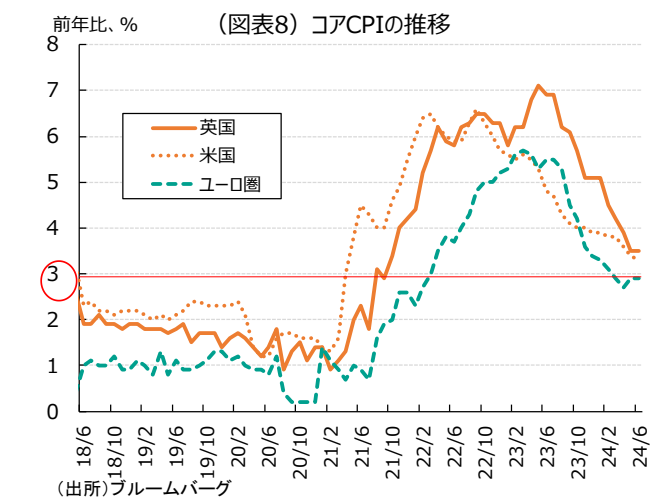
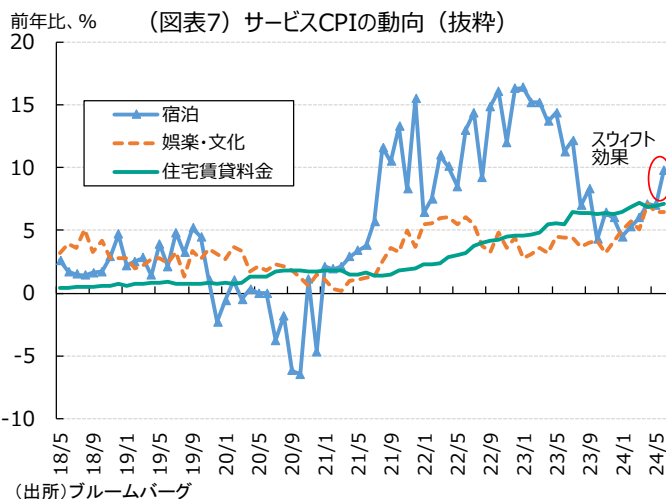
(出所)ブルームバーグ



(出所)ブルームバーグのデータを基に明治安田総研作成。OIS市場が織り込む8月金融政策委員会までの利下げ回数



(出所)ブルームバーグ



示唆するにとどめた。一方、英国の雇用は年初来の雇用者数が月平均約 10 万人減となるなど、明確に弱含んでおり、雇用情勢の悪化がベイリー総裁の背中を強く押したと考えられる。BOE は雇用情勢を睨みながら、経済見通し改定が予定される 11 月会合で追加利下げを実行すると筆者は予想する。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 エコノミスト 吉川 裕也

電話番号：03-6261-7947

e-mail：yu-kikkawa@myri.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元●株式会社明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411