

【BOE 金融政策委員会（24年6月）】

8月会合より利下げ開始とみる

～ハト派寄りのすえ置き支持者の動向が焦点に～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

- 6月19日開催のBOE金融政策委員会は、7対2の評決で政策金利のすえ置きを決定。2委員が利下げ支持を維持し、すえ置き支持者はタカ派寄りの委員とハト派寄りの委員に分裂
- サービスインフレが高止まりするなか、雇用者数は減少傾向にある。すえ置き支持者内のハト派はベリリー総裁以下4名と想像できるが、今会合での決定を「微妙な判断」とする。政策判断における雇用の比重が増すなか、雇用者数の減少傾向が続けば、次回会合で利下げ支持に回る可能性が高いとみる
- 当研究所では、利下げ開始は2024年8月と予想する

1. 賃金鈍化の道筋がみえると、ハト派寄りの情報発信

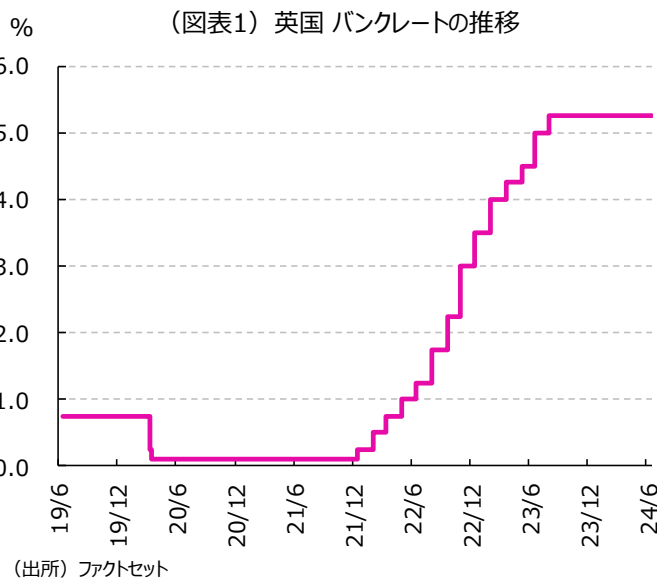
イングランド銀行（BOE）は6月19日開催の金融政策委員会（MPC）で、5.25%としている政策金利のすえ置きを決定、20日に発表した（図表1）。すえ置きは7会合連続となる。

声明文のインフレ見通しは、「5月消費者物価指数（CPI）の伸びは前年比+2.0%まで鈍化」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、「年後半には再び上昇する」とされた。

金融政策の影響については、「景気抑制的な政策スタンスが経済活動の重荷」となり、「労働市場が軟化することでインフレ圧力が低下する見込み」と、引き締めの政策金利の水準がインフレ抑制につながるとの見方が示されている。「サービスCPIの伸びは同+5.7%

と5月経済見通しの想定よりも高い」とするなど、インフレへの警戒感は依然根強いが、「MPCは金融政策を調整する用意」があり、「経済見通しが示される8月会合に向けてデータの点検作業を継続する」と、政策変更が近いことを窺わせる文言も見て取れる。

議事録においては、「利下げが実行されたとしても、なお抑制的な環境が維持されると認識している」と、3月会合で登場した、利下げの地ならしとともとれる文言が残り、引き続きBOEが利下げ時期を探っている様子が見て



取れる。また、「2-4月の週平均賃金の伸びは前年比+5.8%と、11-1月の同+6.1%から減速し、5月経済見通しと整合的」であり、「年間賃金の40%が決定される4月は伝統的に賃金設定にとって重要な月」なので、「今後賃金動向の継続的な鈍化が期待される」と、賃金の伸びとインフレ圧力の低下について楽観的ともとれる表現が目立つ。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。

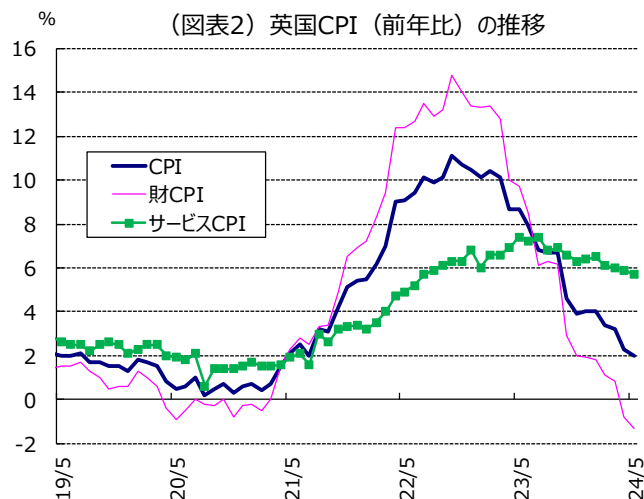
2. 2名の委員が利下げ支持、すえ置き支持者の一部からは「微妙な判断」

政策委員9名のうち、ベイリー総裁ら7名がすえ置きに賛成した。議事録によれば、引き締めの政策が経済活動を抑制することで、「ヘッドラインのインフレ率は2%になった」が、「基調的なインフレ圧力はなお根強い」ことなどがすえ置きの理由である。もっとも、すえ置き派はタカ派寄りの委員とハト派寄りの委員に分裂している。タカ派寄りの委員は、「ヘッドラインのインフレ率2%は持続的なインフレ目標への回帰を意味しない」との立場。サービス価格上昇による「インフレ第2ラウンド」への備えは怠れないとし、「インフレの粘着性が低下したという証拠をもっとみたい」としているため、当面利下げに賛成する気配はない模様である。一方で、ハト派寄りの委員はサービスCPIが5月経済見通し対比で上振れたことはさほど重要ではないとしている。この一派にとって、今回のすえ置きの判断は「微妙なバランスの元に成り立つもの」とされ、利下げとすえ置きの間で揺れ動いていた模様である。

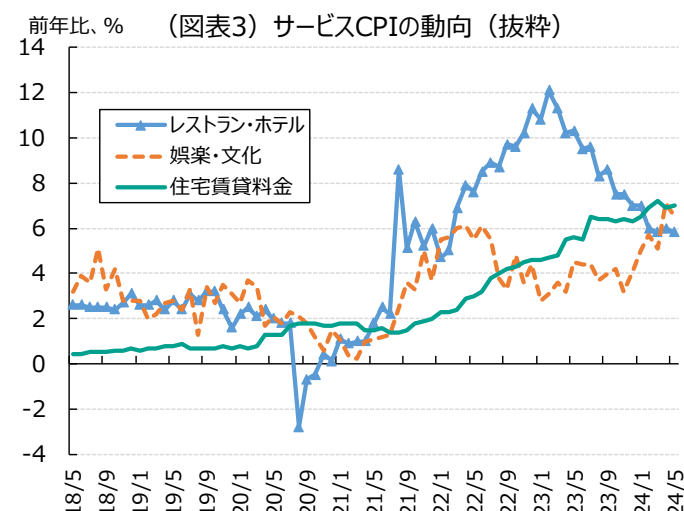
ラムズデン副総裁とディングラ委員の2名が5月会合に続いて0.25%の利下げを支持した。「金融政策の効果発揮にはタイムラグが伴うことを考慮すべき」であり、「労働市場の軟化が見込まれる」ことから、「中期的なインフレ見通しは下向きである」というのが利下げ支持の理由である。

3. 次回8月会合で利下げ開始とみる

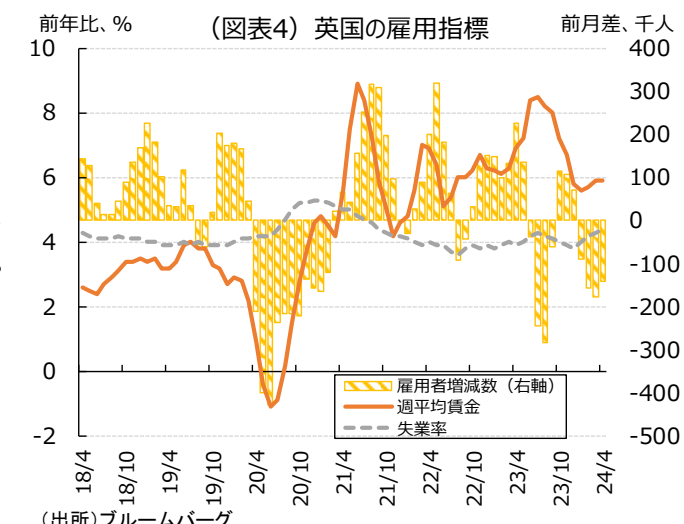
BOEはインフレと雇用を天秤にかけた難しい判断を迫られている。英国のインフレ率は財価格低下が主導する形で足もと2%付近にあるが(図表2)、賃金動向を反映するサービス価格が高止まりしているため、今後リバウンドしていく可能性がある。レストラン・ホテル価格の伸び鈍化が衣服しているほか、娯楽・文化価格(映画や劇場鑑賞など)や住宅賃貸料金が落ち着く気配はまだない(図表3)。一方、雇用市場は軟化傾向であり、年初から雇用者数は減少傾向で失業率も上昇している(図表4)。BOEにとっては、景気を下支えする必要性も意識されよう。賃金は雇用者数の動向と連動する傾向があるため、今後期待される賃金の伸び鈍



(出所)ファクトセット



(出所)ブルームバーグ



(出所)ブルームバーグ

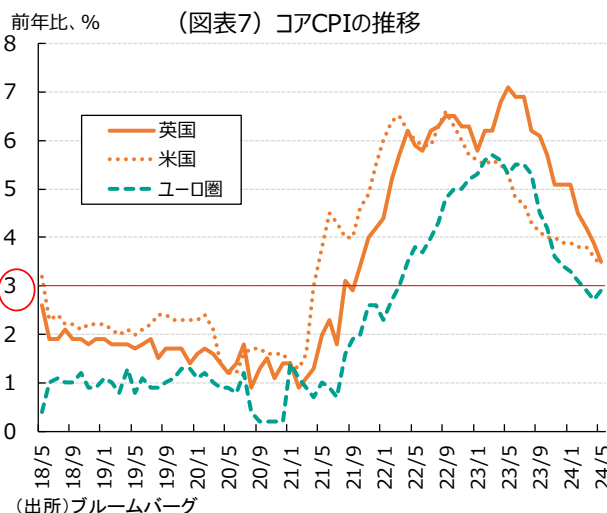
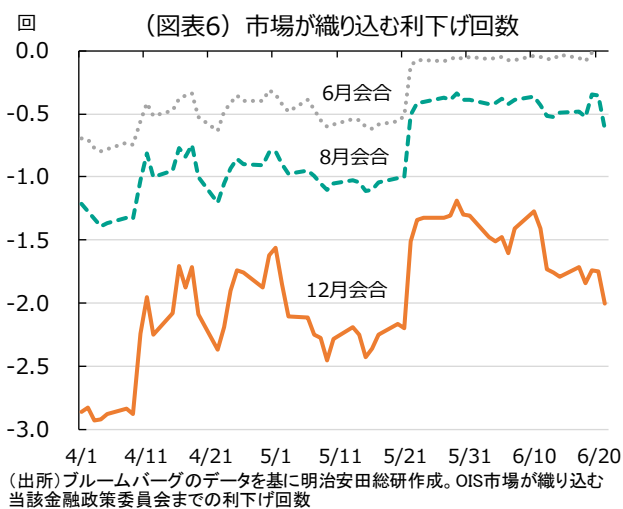
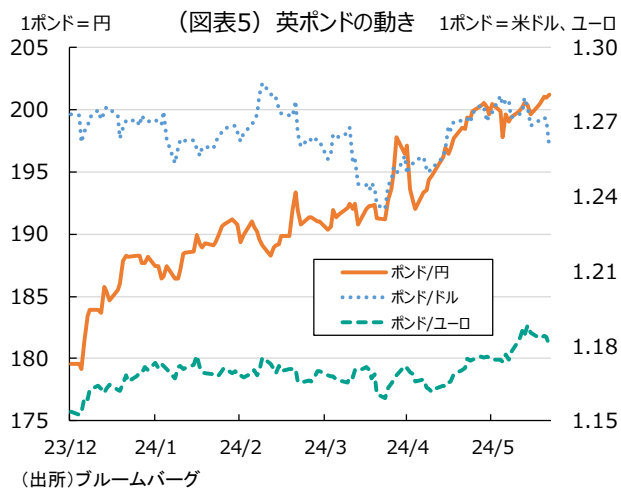
化がサービス価格の伸び鈍化へとつながっていく道筋も描けないこともない。

春先までは6月会合で利下げとの下馬評が高かったが、5月22日発表の4月CPIでサービス価格が同+5.9%（市場予想：同+5.4%）と高止まりし、ヘッドラインインフレ率も前年比+2.3%と市場予想（同+2.1%）を上回ったことで早期利下げ観測は後退した。6月19日発表の5月CPIでもサービス価格の高止まりが確認されている。一方で、6月11日発表の4月雇用統計では、雇用者増減数（3ヵ月平均）が前月比▲13.9万人（市場予想：同▲9.8万人）と4ヵ月連続で減少した。失業率は4.4%と、コロナ前平均（2018-19年）である4%を上回って推移する。

今会合では、サービス価格高止まりへの警戒感がやや勝ったとみられ、政策金利はすえ置きとなったが、ハト派寄りの声明文・議事録を踏まえると、次回会合以降は軟調な雇用市場を重くみる向きが勢いを増す展開が予想される。会合後、英ポンドは対ドル、対ユーロでともに下落した（図表5）。次回8月会合での利下げ期待がやや上昇したが、1回分織り込むにはまだ距離があり（図表6）、BOEの方針に関して市場にコンセンサスがないう状況である。

8月1日に結果が発表される予定の次回会合での注目点は、今回会合でのすえ置き支持者7名の動向となろう。すえ置き支持者のなかでのタカ派とは、これまでの発言内容などからマン委員、ハスケル委員、グリーン委員の3名と想像できるが、次回会合まで1回分の物価・雇用統計しか発表されないなか、さらなるインフレ鈍化の証拠をみたいとする彼/彼女らが利下げ支持に回るとは想定しづらい。すえ置き支持者のなかでのハト派はベイリー総裁以下4名と推察されるが、うち3名が利下げ支持に回れば、BOEは利下げ局面入りとなる。

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。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%台半ばである（図表7）。ただ、米国で利下げ観測が盛り上がり欠けるのは雇用の堅調さが主因であるが、英国の雇用は明確に弱含みつつある。今会合でのハト派寄りの情報発信を踏まえると、BOE内では、利下げ判断において雇用に比重が移っている可能性が高いとみる。5月分の雇用統計においても雇用者数の減少が続くようであれば、今会合ですでに「微妙な判断」としていたすえ置き支持者内のハト派が8月会合で利下げに票を投じる可能性は相応に高いとみて、当研究所では利下げ開始は2024年8月と予想する。



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