

2023. 9. 22

【BOE 金融政策委員会（23 年 9 月）】

政策金利すえ置きを決定

～利上げ局面は終了したとみる～



経済調査部 エコノミスト

吉川 裕也

ポイント

- BOE は、9 月 20 日開催の MPC で政策金利を 5.25%にすえ置くことを決定
- 評決は 5 対 4 と僅差での決定に。労働需給緩和の兆しと景気見通しの悪化、8 月 CPI の減速により、ハト派に軍配が上がった形。もっとも、原油高などの動向次第では、追加利上げの可能性は残る
- 当研究所では、労働需給の緩和の度合いや CPI の減速ペースが想定を上回ったことに加え、英国企業の価格設定行動、家計のインフレ期待の動向なども踏まえ、政策金利の最終到達点予想を従来の 5.75%から 5.25%へと下方修正する

1. BOE は政策金利すえ置きを決定

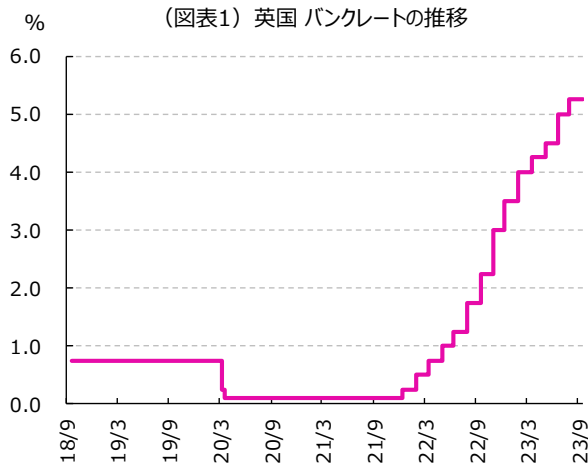
イングランド銀行（BOE）は 9 月 20 日開催の金融政策委員会（MPC）で、政策金利すえ置きを決定、21 日に発表した。14 会合連続で実施されてきた利上げはいったん休止となり（図表 1）、BOE は様子見姿勢に入った。

声明文では、「英国の 7 月 GDP は▲0.5%と推定され（※13 日に公表済）、23 年後半の景気は想定よりも弱い」と、景気見通しを下方修正したほか、「労働市場に緩和の兆し」があり、「8 月消費者物価指数（CPI）は前年比+6.7%と、委員会の想定を 0.4%ポイント下回った」と、物価上昇圧力も弱まりつつあるとの見方を示した。これは、「労働市場と実体経済において引き締め効果を示す証拠が増えてきている」ためで、したが

って「現在の金融政策スタンスは抑制的」で、「今会合で委員会は政策金利を 5.25%にすえ置く」と、すえ置き決定に至った背景を説明している。CPI 上昇率が 2%に戻ると想定される時期は「2025 年 4－6 月期」で変更なしとなったが、「持続的なインフレ圧力の証拠が出てくれば、さらなる金融引き締めの用意がある」と、追加利上げの余地は残した。

議事録では、BOE スタッフが 2023 年 7－9 月期の GDP 見通しを下方修正（前期比+0.4%→同+0.1%）したことが話題となり、その要因が議論されている。「最も弱含んでいるのは住宅セクター」であり、また、国家統計局

（図表1）英国 バンクレートの推移



（出所）ファクトセット

の事業サーベイを引用する形で「金利水準に懸念を示す先が増加」しているとの指摘があったほか、「製造業の輸出受注 PMI は急激に悪化」と、企業行動の萎縮への懸念を示している。ただ、「最近の急速な原油価格上昇が続くようであれば、向こう数ヵ月間にわたって CPI が上振れる可能性がある」と、原油価格次第ではインフレ圧力が再び高まることへの警戒感も示している。

政策金利すえ置きは僅差での決定となった。政策委員 9 名の内、ベイリー総裁ら 5 名がすえ置きに賛成した。声明文によれば、「労働市場に緩和の兆しが見え、インフレ率は予想以上に速く低下し、景気は弱含んでいる」ことが理由である。一方、カンリフ副総裁ら 4 名は 0.25% の利上げを支持した。利上げ派は、「労働市場は依然ひっ迫し、実質家計所得は上昇しはじめており、持続的なインフレの証拠が確認できる」と、インフレへの警戒感を示している。

また、委員会は、政策目的で保有する 7,590 億ポンド (9/20 時点) の資産を、2024 年 9 月までの 1 年間で 1,000 億ポンド削減することを全会一致で決定した。量的引き締めは昨年度 (2022 年 10 月～2023 年 9 月) の目標である 800 億ポンドを上回るものの、事前の市場参加者調査に基づいた決定であり、市場に混乱をもたらす可能性は低いとみられる。

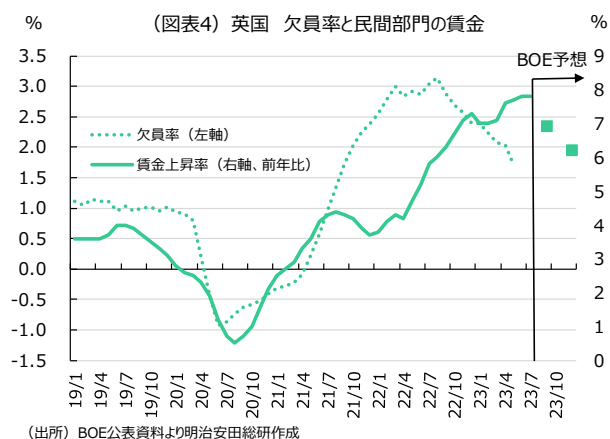
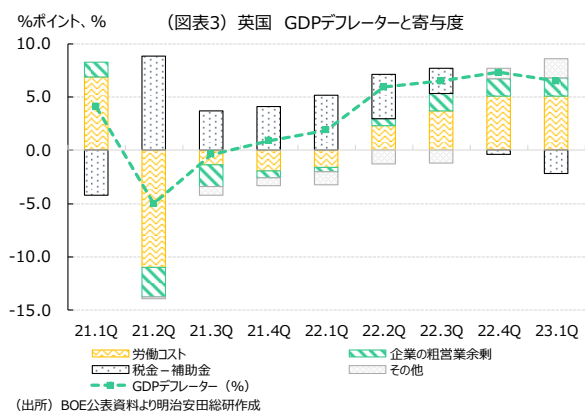
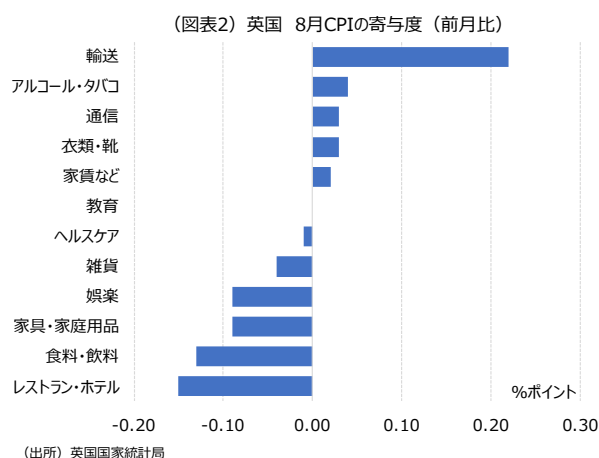
2. インフレ率低下ペースは BOE の予想以上

英国の 8 月 CPI の伸びは前年比 +6.7% と、市場予想 (同 +7.0%) と BOE 予想 (同 +7.1%) をいずれも下回った。瞬間風速を示す前月比は +0.3% で、エネルギー価格上昇を反映した輸送のプラス寄与を、レストラン・ホテル、娯楽といったサービス部門のマイナス寄与が一部相殺する格好となった (図表 2)。根強い賃金上昇圧力により、サービス部門主導で進んできた英国のインフレトレンドに変化の兆しが見えたことが今会合での利上げ見送り要因である。

英国の GDP デフレーター推移を見ると (図表 3)、労働コストの寄与が大きく、英国のインフレの主因は高い賃金上昇率であることがわかる。EU 離脱 (2021 年 1 月末に完全離脱) に伴う移民の減少や、コロナ禍での中高年層の早期退職などに伴う英国の人手不足感は強い。ストライキ頻発も賃金上昇圧力になってきた。足元の民間賃金上昇率は前年比 +8% 近辺で推移しており、これがインフレの粘着性をもたらしている。

もっとも、雇用のひっ迫感は徐々に薄れてきている。欠員率はピークアウトしつつあり、BOE は民間賃金上昇率が 2023 年末には同 +6% 台前半まで低下すると見込んでいる (図表 4)。BOE 見通し (8 月) によると、2023 年 10-12 月の単位労働コストは同 +4.75%、2024 年 10-12 月は同 +3.00% まで低下する見込みであり、基調的なインフレ圧力が低下していく蓋然性が増しつつある。

企業の粗営業余剰の GDP デフレーターへの寄与度も大きい。インフレに乗じて企業が余分な値上げを実行している可能性



も指摘されている。ただ、企業の価格設定行動には変化の兆しが出てきている。BOE の公表資料によると、向こう 1 年間の値上げ予定幅は 2022 年後半から低下傾向をたどっている（図表 5）。需要鈍化を反映し、積極的な値上げが難しくなっている状況を反映していると考えられ、企業の粗営業余剰の GDP デフレーターへのプラス寄与幅も縮小していくと考えられる。

3. 電気・ガス料金はマイナス寄与へ

ウクライナ危機は、電気・ガス料金の上昇をもたらしたほか、穀物市場の需給ひっ迫を通じた食品高も進行、英国の CPI を大きく押し上げてきた（図表 6）。生活必需品の価格高騰が、賃上げ要求の先鋭化につながり、賃金とインフレのスパイラル的な上昇をもたらした。ただ、2023 年に入り、エネルギー高が一服すると、CPI における電気・ガス料金の寄与は小さくなり、BOE によると 10 月以降はマイナス寄与に転じる見通しである。穀物市況も落ち着きつつあり、食料・飲料の寄与も縮小する可能性が高い。

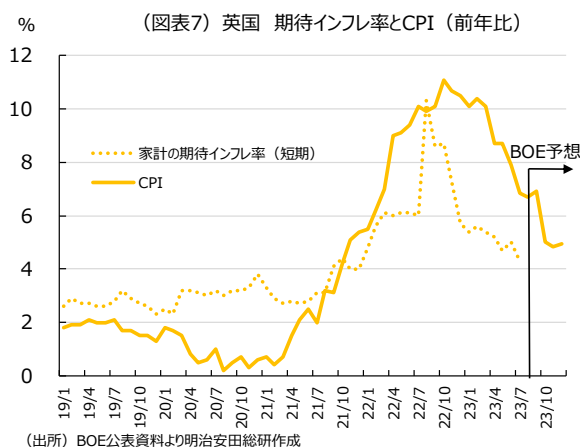
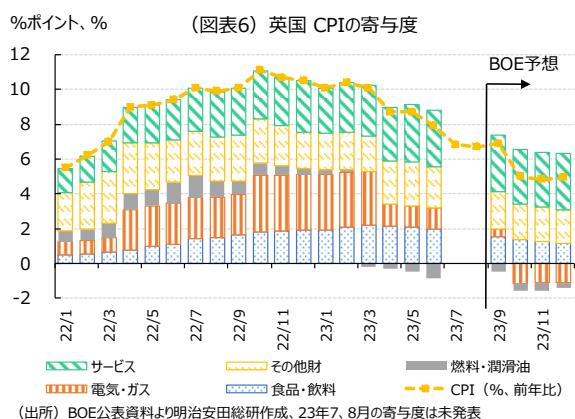
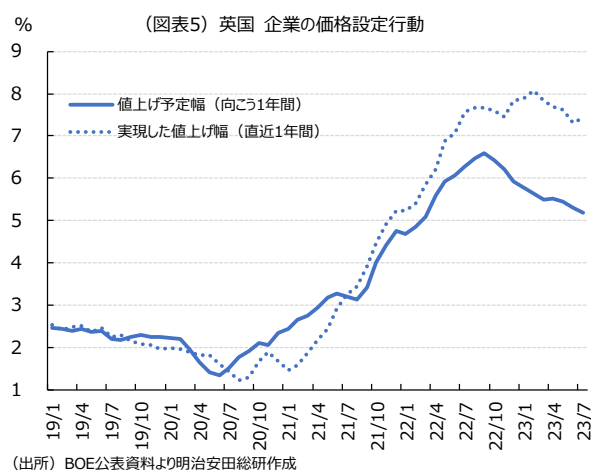
身近な料金や物品の値下がりを受けて、BOE が重視する家計の期待インフレ率は顕著に低下してきている（図表 7）。今後、賃上げ要求もよりマイルドになると予想され、先々のインフレ抑制要因になることが予想される。

4. 政策金利はピークに達したと予想

ベイリー総裁は会合後、メディアに対して「11 月に発表される 10 月のインフレ率は顕著に低下すると予想している」と述べる一方で、「原油市場を注視している」とも述べており、今後の政策はデータ次第という立場を取っている。

9 月会合の声明文と議事録には、景気の先行きを懸念する表現が多く含まれている。BOE の 8 月見通しで示された 2023 年の実質 GDP 成長率見通し（前年比+0.5%）も、今後さらに下方修正される可能性が高いと考える。今会合を最後にカンリフ副総裁（今回利上げに投票）が退任することもあり、今後はハト派（景気安定重視）が MPC の議論を主導するとみられ、想定を上回る原油高などに見舞われない限り、追加利上げは行なわれないと考える。

当研究所では、労働需給の緩和の度合いや CPI の減速ペースが想定を上回ったことに加え、英国企業の価格設定行動、家計のインフレ期待の動向なども踏まえ、政策金利の最終到達点予想を従来の 5.75%から 5.25%へと下方修正する。



※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。

●照会先●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