

イングランド銀行MPC議事録(2003年6月)+インフレ目標変更

～早期追加利下げの可能性はやや後退、それでも8月には利下げ実施へ

1. ハト派のオルソップ退任で利下げ票は3票に減少。利下げ気運そのものも若干後退

6月4・5日に行われたイングランド銀行MPC(金融政策委員会)会合では政策金利(レポ:3.75%)据え置きが決定されたが、議事録によれば、これは6対3での決定。3名の外部委員が先月に続き25bpの利下げを主張したが、ハト派オルソップの後任で初参加したランバートが据え置き票を投じ、利下げは一票減少した。

しかし、委員の交代という特殊要因を除いても、利下げ気運は議論の中でやや後退していたようだ。

退任したハト派のオルソップを後任のランバートが追随せず、利下げ票は3票に減少
MPC委員の投票動向

		02年						03年											
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
BOE内部委員																			
ジョージ総裁	中間	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
キング副総裁	タカ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ラーズ副総裁	中間?	x	x	x	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
タレメンティ副総裁	タカ	-	-	-	-	-	-	-	-	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ブーン	中間	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
タッカ	ややタカ	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ブレンダレス	ややタカ	-	-	-	-	-	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
BOE外部委員																			
ニッケル	ハト	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ランバート	ややハト	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
オルソップ	ハト	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ベル	中間	x	x	x	x	x	x	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
パーカー	ややハト	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ロドワニ	超ハト	-	-	-	-	-	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
結果		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注: xは25bpの利上げ、-は50bpの利下げ、等。-は据え置き。xはMPCメンバーでない。

2. タカ派は個人消費や住宅市場の堅調と、ボンド安の持続を懸念

結論的には、政策判断の議論は先月と同様に「かなりバランス」とされた。しかし、先月は「ボンド安が反転し、景気が引き続き低調ならば、利下げの必要性は強まる」と明記され、「利下げは時間の問題」との雰囲気が出ているのに対し、相対的に様子見気分が強まったようだ。

まず、内外の景気について、目先の状況には厳しい部分もあり、ダウンサイド・リスクも高い。特にユーロ圏の景気はやはり予想以上に悪く、国内についても前半の成長は想定よりもやや弱いという。

しかし、米国の景気が比較的堅調で、ユーロ圏についてもECBの利下げが見込まれる(実際に50bpの利下げを実施)ため、様子見が適当とされた。何よりも、国内の個人消費が比較的堅調な上、住宅市場の減速も緩やかで、住宅市場のハードな調整リスクは減じたと評価されている。タカ派は、家計の債務拡大問題を再び問題にし始めた。さらに、世界的な株価回復を注視、国内の年初の低成長にしても、イラク戦争などによる一時的な現象では、との見方が据え置き派を中心に広がっている。

一方、物価については、賃金が安定しており、ボンド安の持続にもかかわらず物価の安定が続いている点を評価する傾向自体は、先月に続いて強まっている。ただ、ボンド安基調そのものに変化がない点を、据え置き派は特に問題視した。

3. 7月利下げの可能性は薄れたが、ボンド安の一巡などから8月はやはり利下げ実施へ

今回の議事録の内容から、7月の利下げ実施の可能性はかなり遠のいたようだ。それでも、8月に25bpの利下げが実施される可能性は依然高いとみる。その後は当然据え置きとなる。

今回の会合でジョージ総裁は引退、来月はキング副総裁が後任に昇格する。中間派として「キーマン」的存在(総裁の判断で全体が結局まとまる)であり続けたジョージに対し、キングはMPCのタカ派筆頭格。また、リーダーシップを発揮しながらも、独特の組織操縦術で「まとめ役」的の手腕も巧みであったジョージとは対照的に、キングは学者タイプで「独善的」との批判もある。今後はキングがグリーンズパン流の独裁者になると

の見方もあれば、ハト派委員の一致造反で総裁の意向に反した決定が増える可能性もある。

一方、今回は取りあえず据え置き派に回った新任のランバートだが、16日の議会証言は「ややハト派」との下馬評を取りあえず証明する格好となり、来月は利下げ派に回る可能性も出てきた。証言の中で、ランバートは「BOEのインフレ・ターゲットは上下同等で、デフレ回避も狙っている」「11月のMPCに出席していたら利下げ票を投じていたであろう。製造業の弱さが何よりも心配だった」などと発言している。

ただ、利下げ決定にはさらにBOE内部委員から最低一人の追加同意が必要であり、7月段階ではやや可能性が低いとみられる。(対ユーロでの)ポンド安傾向に歯止めがかかりつつある他、CBIの小売上サーベイの見通しが直近悪化、小売物価(RPIX)上昇率が5月に0.1ポイント改善するなど、利下げを促進する材料も出ているが、一方で株価がさらに上昇、米国の企業サーベイが一層改善、国内でも消費者信頼感等が改善するなど、様子見を促す要因も目立つ。少なくともキング総裁が利下げを決断するには力不足で、BOE内部委員からいきなり造反者が出るとも考え難い。

それでも、8月は新しいインフレ・レポート発表の月。インフレ・レポートの産みの親であるキング総裁としても、この内容が利下げを促すものであるならば大手を振って利下げを実施できる。

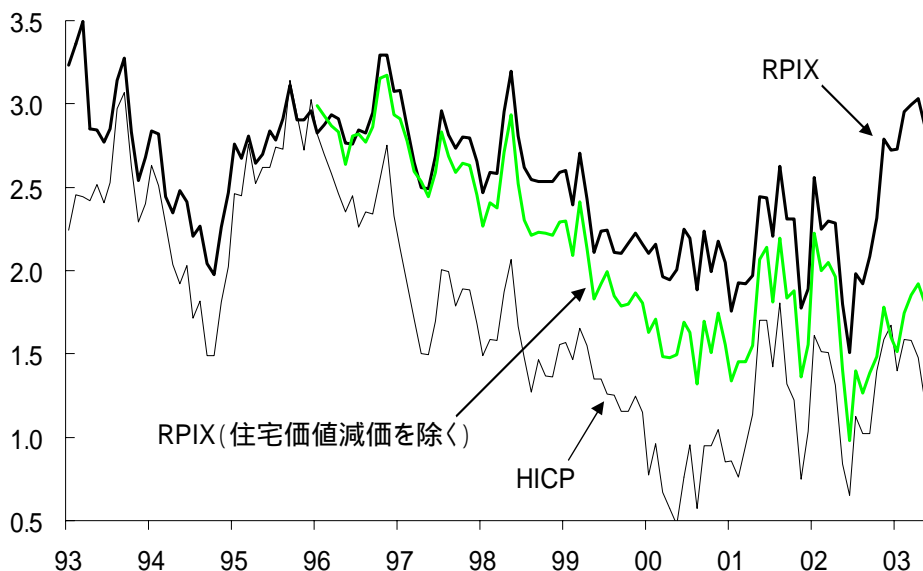
最大のポイントは、ユーロ相場の(短期的な)調整局面入りが明確化することで、ポンド安への歯止めに一層の目処が立つとみられること(既に、対ユーロで反発傾向が強まっており、対ドルや対円では上値追い)。また、特にユーロ圏の景気失速傾向が一層明確化していく見通し。議事録では「ECBの利下げ実施後の状況待ち」とされたが、利下げ後に出てきたECB月報での経済見通しでも成長見通しは大きく下方修正されていた。国内的にも、(住宅ローン承認額の頭打ち等から判断し)住宅価格上昇の鎮静化傾向が強まる見込みだ。

既にキング自身、例えば先月の会見で「住宅価格の低下が予想以上に早く来る可能性もある」と述べるなど、ハト派寄りのトーンが強まってきていた。

(参考)インフレ目標変更の影響は当面ないが、来年以降は次第に影響が強まる可能性も

なお、ポンドのユーロ参加問題に絡み、9日にブラウン財務相が「5つの経済テスト」の結果を発表、経済収斂等が未達成との理由から現時点でのユーロ参加決定(国民投票実施)は見送るとする一方、特にブレア首相が次期総選挙前の国民投票実施に積極姿勢を示した。その一環の意味もあり、11月(見込み)のPre-Budget発表の際、BOEのインフレ目標を現在のRPIX(小売物価除くモーゲージ支払い)からHICP(EU共通消費者物価指数:ECBも利用)に変更する意向をブラウン財務相が示している。

住宅価格上昇や「価格破壊」により、HICPの上昇率はRPIXを恒常的に下回る
英国の消費者物価(RPIXとHICP) (前年同月比:%)



問題は、図にあるように、両者の乖離が大きい点。5月は、RPIX 2.9%に対し、HICPは1.2%と低い。HICP上昇率が恒常的に低い理由としては、(1)RPIXに含まれる「住宅価値減価(=住宅価格上昇)」項目に相当するものがHICPにはほとんどない、(2)RPIXは構成項目の算術平均であるのに対し、HICP

は幾何平均、(3)教育や厚生などの一部サービス項目でH I C Pの捕捉が不十分、などが挙げられる。

最近最も重要となっているのは、図からも分かる通り(1)である。

また(2)の効果は今後も無視できない。技術革新や流通革命などの影響から、「価格破壊」が特に90年代以降大きく進行しているが、このような項目は算術平均なら指数全体への影響が次第に薄れていくのに対し、幾何平均なら変わらず影響を発揮する。規制緩和や「スーパー戦争」、欧州統合、さらに欧州でも高めの物価水準とポンド高の影響から、英国の価格破壊は欧州でも最大級であろう。

現在のインフレ目標は2.5%であるが、これをECBと同じ2%に下方修正される可能性は高い。英国のレボ金利は現在3.75%と、ユーロ圏の2.0%よりかなり高く、ユーロ参加の場合は大幅な利下げが必要となる。ただ、これを以って「BOEも将来のユーロ参加を見越し、制度と金利の収斂に着手した」とみるのはやや早計。

まず、実際にインフレ目標を引き下げたとしても、(1)ECBは「2%未満、かつ2%近く」であるのに対し、BOEは(恐らく)「2%±1%」、(2)英国は政府目標、(3)ECBのようなマネー目標は持たない、など、明らかな違いがあるためだ。逆にECBは、BOE流の公式・明示的なインフレ・ターゲットには否定的。

特に、「インフレ・ターゲットの産みの親」との(極めて)強い自負を持つキングが、ユーロ参加への配慮だけで大幅な利下げを許容するとはとても思えない。ハト派のニッケル委員ですら、この問題が金融政策運営に与える影響はないと明言している。少なくとも、年内の政策決定に与える影響はほとんどゼロであろう。

ただ、来年以降になると、特に4月(?)の次期予算発表時に予定される新たな経済テスト結果が参加に好意的なものとなった場合、次第に微妙な影響が強まっていく可能性は否定できない。特に、最大の障害となっている住宅価格の上昇率がある程度鈍化した場合には、それは一層強まろう。

既に、「住宅価値減価」項目の伸びは頭打ちしている。また、「価格破壊」の問題にしても、賃金安定を含めた構造的な物価安定傾向を、かつてはワドワ二元委員など一部が唱えるのみであったのが、最近ではキングを含めMPC全体で受け入れる気運が強まっている。極論すれば、BOEも事実上のH I C P体制へ徐々にシフトしてきていたということだ。

景気堅調な英国ではあるが、来年の追加利下げの可能性もやや強まってきた。

(2003.6.19 UFJ総合研究所 投資調査部 中沢 剛)