

BOEが悩む景気回復と物価安定の「ジレンマ」

みずほ総合研究所 欧米調査部 主任エコノミスト

松本 惇

英国ではEU離脱を問う国民投票直後、景気に対する悲観的な見方が広がったが、7～9月期のGDPはこうした見方を覆す良好な結果となった。ただし、英国・EUの将来的な関係をめぐる不確実性が払拭されないなか、景気回復ペースは緩やかとなるだろう。「景気下振れ・物価上振れ」リスクに直面するBOEは、難しい舵取りを求められる。

対EUの「不確実性」が投資・雇用回復の重石に

英国景気は、EU（欧州連合）からの離脱（Brexit）の是非を問う国民投票後も回復を続けている。一時は、国民投票前に財務省が「Brexitで英国景気は直ちに失速する可能性がある」と分析していたことや、実際に7月の経済指標が悪化したことなどから（次ページ図1）、英国景気に対する悲観的な見方が広がっていた。イングランド銀行（BOE）は、景気下振れリスクが意識されるなか、8月初めに利下げや国債・社債の購入、Term Funding Schemeと呼ばれる新たな貸出促進スキームからなる包括的な金融緩和策の導入を決めるとともに、状況次第では追加緩和を辞さない姿勢を強調した。しかし、その後に発表された経済指標は改善に転じ、7～9月期のGDPは前期比年率+2.0%と増加した。成長率は4～6月期（同+2.7%）から低下したが、当初の悲観的な見方を覆す良好な結果だったと評価される。

需要項目別にみると、景気回復のけん引役は消費拡大で、その背景には企業・家計のマインド改善があった。BOEの包括緩和が好感されたこと、財政拡大への期待が強まったこと、そしてポンド安が景気への追い風になるとの楽観的な見方が強まったこと——などから株価は上昇し、企業マインドは8月以降に持ち直した。一方、企業が雇用・賃金を削減せずに様子見を続けたことから、家計所得は国民投票直後も改善を続け、家計マインドは持ち直し、消費拡大を支えたと考えられる。マインドは10月以降も改善が続き、景気の回復が途切れていないことを示唆している。

景気の先行きを考える上では、2つの論点がある。第1は「不確実性」が投資・雇用に及ぼす影響だ。投票前は、「投票結果に対する不確実性」と「将来的な英国・EUの経済関係などをめぐる不確実性」があった。前者は投票後に解消したが、英国・EUの交渉が開始されていないなか、後者は残

存している。このため、10月になっても企業の投資・採用意欲は低調であり、今後、投資・雇用が停滞する可能性が高いことを示唆している（図2）。

こうした不確実性は、英国・EUの将来的な経済関係がある程度明らかとなるまでは低下しにくいと思われる。したがって、不確実性が低下し始める時期を見通す上では、EU単一市場への参加などを定める英国・EUの新協定交渉のゆくえがカギとなる。これまでのメイ首相の発言を踏まえ、英国は2017年3月までにEU条約に基づいて離脱を通告し、離脱交渉を開始するとみられる。それと同時に、新協定の交渉も開始されよう。2017年にドイツなどで総選挙が予定されていることから、新協定交渉が本格化し、英国・EUの将来的な経済関係が明らかとなり出すのは、2018年以降と予想される。中期的にも不確実性が投資・雇用の回復の重石となりそうだ。

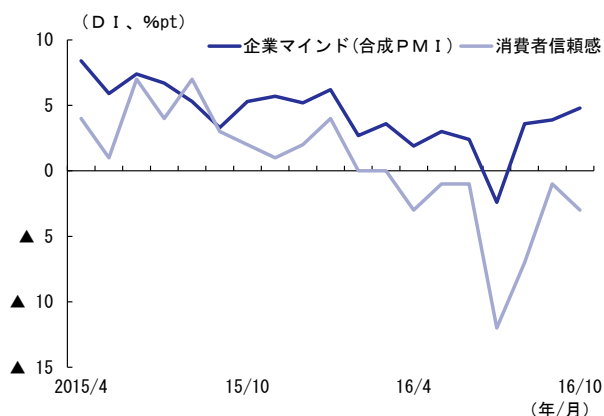
「ポンド安」による輸入インフレが消費を下押しするリスクには留意が必要

景気の先行きを考える上での第2の論点は、「ポンド安」の影響だ。ポンド安によって輸出品の相対的な価格競争力が改善し、輸出が増加することで、景気に追い風になるという楽観的な見方がある。実際に一部の輸出企業で受注が急増していると報道されており、ポンド安は輸出を押し上げつつあるようだ。みずほ総合研究所の試算でも、2015年秋から2016年夏にかけてのポンド安は、輸出を中心にGDP成長率を押し上げるとの結果が得られた（次ページ図3）。

もっとも、ポンド安が輸出以外の需要項目、特に投資と消費に及ぼす影響については、慎重にみておくべきだ。投資に関しては、輸出増加に起因する企業収益や需要見通しが改善する結果、試算上は増加することが見込まれる。しかしながら、足元にかけてのポンド安が、英国・EUの将来的な経済関係に対する悲観的な見方に起因していることを踏まえれば、試算結果が示すほど投資が増加するとは考えにくい。一方、消費は、ポンド安による輸入インフレが家計の実質所得を押し下げる方向に作用するため、下振れると見込まれる。英国では、消費に占める輸入品の比率が日本などと比べて高く、通貨安によって家計が悪影響を受けやすいと推察される。

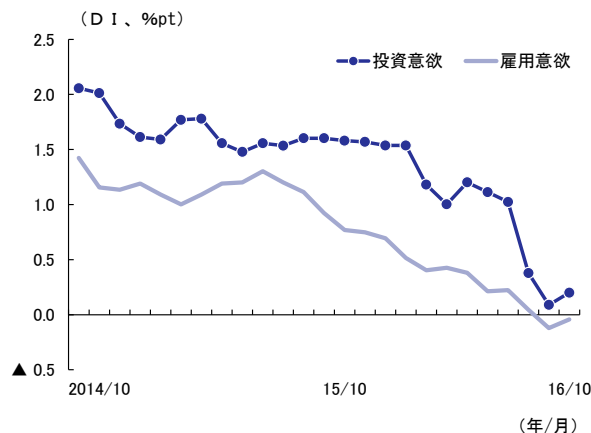
こうした見方を裏付けるように、ポンド安の恩恵を受けやすいとみられる製造業も、ポンド安には慎重姿勢を示している。英製造業連盟が2016年夏に行った調査では、回答企業の約4割がポンド安は自社にプラスとする一方、ほぼ同数の4割が輸入インフレの影響を懸念し、自社にマイナスと指摘した。

図1 企業・家計マインドの推移



注：PMIは公表値より50を差し引いたもの。
資料：Markit、G f Kよりみずほ総合研究所作成

図2 企業の投資・雇用計画



注：企業の投資・雇用計画は今後1年に関するもの。
資料：BOEよりみずほ総合研究所作成

「物価安定」優先で、BOEが利上げに踏み切る可能性が高まる

以上を踏まえると、「英国景気は失速する」という悲観論は妥当性を欠きつつあるが、Brexitが起きなかった場合と比べれば、今後の景気の回復ペースは緩やかになる見込みだ。BOEの「インフレ報告書」では、Brexitが選択される前（5月）は前年比2%超えの成長が続くと予測されていたが、直近11月時点では2019年にかけて1%台半ばの成長にとどまるとの見方が示されている（図4）。慎重な見方の理由として、BOEは、不確実性の影響やポンド安に伴う輸入インフレの影響に言及している。

先行きの景気の下振れリスクは大きい。政府は「移民制限」と「EU単一市場への参加」の同時達成を模索しているが、EUが「いいとこ取り」を受け入れるとは考えにくい。新協定交渉が紆余曲折し、不確実性が低下する時期が後退すれば、投資・雇用の停滞は長引くとみられる。一方、物価は上振れリスクが大きい。交渉難航を背景にポンド安が進めば、輸入インフレは一段と加速しよう。

「景気の下振れリスク」と「物価の上振れリスク」が大きいなか、BOEは難しい舵取りを求められる。BOEは、物価安定の維持という責務を達成するため、インフレ率を中期的に2%に収斂させることが求められている。経済にショックが生じた場合は目標からの逸脱が認められるが、あくまで「一時的」である。BOEは、2017年半ばにインフレ率が2%を超えると予想しているが、現時点では、金融引き締めは経済への負担が大きく、また、ポンド安の影響はいずれ剥落するとの理由から、金融緩和の継続が妥当と判断している。

しかし、景気下振れリスクと物価上振れリスクが顕在化した場合、BOEはトレードオフに直面する。インフレ目標の達成を優先すれば、景気回復ペースはさらに鈍化する一方、景気回復を優先すれば、インフレ率が目標に収斂する時期が遅れ、BOEの信認低下につながる可能性がある。カーニー総裁は「目標を上回るインフレ率の許容範囲には限界がある」と指摘し、状況次第では金融引き締めに踏み切る可能性を示唆している。BOEの「利上げ」が2017年末までに行われる確率は、金融市場で20%強まで上昇している（了）。

図3 ポンド安がGDPに及ぼす影響

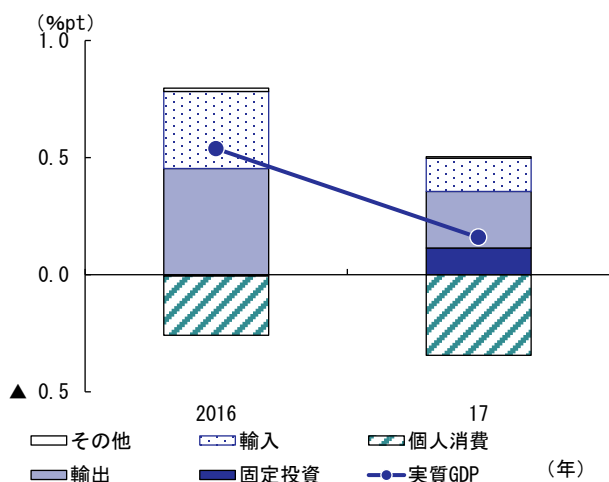
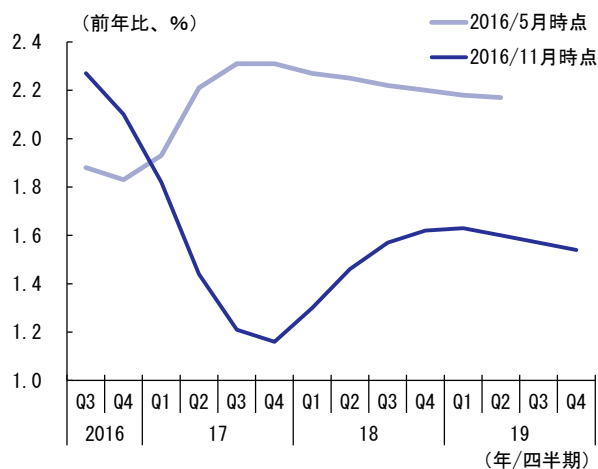


図4 BOEのGDP成長率見通し



注：2015年10～12月期から2016年7～9月期の実効レートが実績通りだった場合と、横ばいだった場合との比較。資料：BOEよりみずほ総合研究所作成

資料：英統計局、BOEよりみずほ総合研究所作成

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。