

いちからわかる中央銀行と金融政策⑤

イングランド銀行（BOE）の金融政策④

ブレグジットが物語る自国通貨安の怖さ

河村小百合

英国では二〇一〇年五月、保守党が総選挙で勝利し、自由民主党との連立の形で労働党から政権を奪還した。

保守党のキャメロン首相（当時）は、その後の二〇一五年五月の総選挙において、EU離脱（＝いわゆる「Brexit」（ブレグジット））を決する国民投票の実施を公約に盛り込んで勝利し、以降は保守党の単独政権となった。同国の法制度上、EU離脱の是非を決するうえで、国民投票の実施は不可欠の手続きでは決してなかったが、英国のEU残留を信念とする同首相は、あえて国民投票を実施してEU離脱を否決に持ち込み、自らの政治的な求心力を高める賭

けに打って出たのである。

しかしながら、二〇一六年六月に実施された国民投票で英国国民が示した判断は、EU離脱が五二％の支持を獲得した一方で、残留支持は四八％にとどまる、というものであった。その背景には、長年にわたるEU側の官僚的な政策運営に対する反発や、英国としてのEUの分担金の負担の重さ、さらには近年、大陸各国経由で英国にも押し寄せてきていた大量の移民問題があったものとみられる。この結果を受け、キャメロン首相は辞任し、代わって内務大臣であったメイ氏が次の首相に就任した。

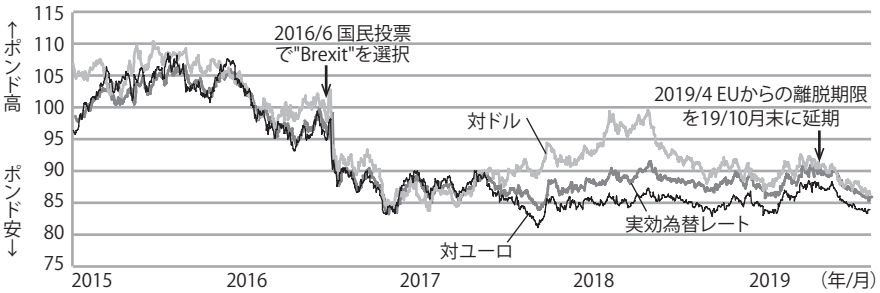
しかしながら、メイ前首相のもとで行われたEU離脱のEU側との交渉や国内での調整は難航を極め、EU側との間でまとめあげた離脱協定案を三たび、議会で否決された。当初、二〇一九年三月末に予定されていた英国のEU離脱期限は同年一〇月末まで延期されたうえ、メイ前首相は同年五月に辞意を表明し、その後七月二四日には、EU強硬離脱派のジョンソン元外相が新首相に就任した。

1 国民投票後、市場で何が起ったか

本連載の第一二回（第二〇七四号）でも述べたとおり、英国ではかねてより欧州大陸各国の統合に向けた風潮に懐疑的な論調が根強く、EUへの加盟も大陸側の主要国からは遅れる結果となった。

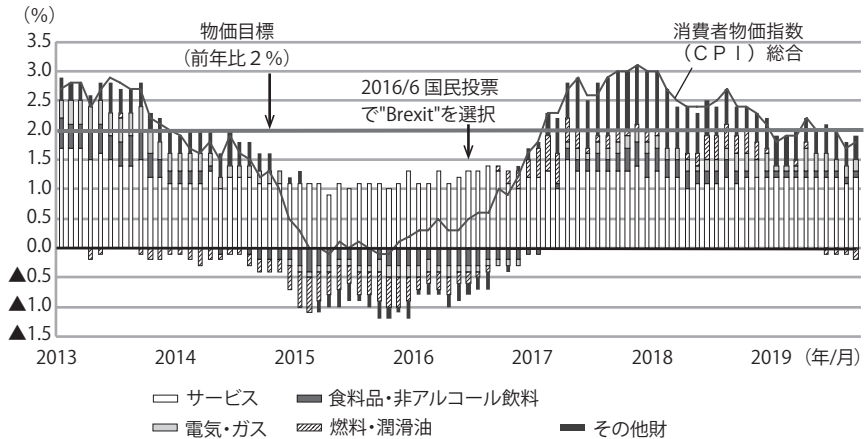
図表1 ポンドの外国為替レートの推移

(2016年1月4日=100)



(資料) Bank of England, Databaseを基に日本総合研究所作成

図表2 英消費者物価上昇率(前年比)の要因分解



(資料) Bank of England, Inflation Report, February 2018およびMay 2019のChart 4.2のデータを基に日本総合研究所作成

(原資料) Bloomberg, Department for Business, Energy and Industrial Strategy, ONSおよびBOE試算

(注) 2019年5月以降は、2019年5月時点でのBOEスタッフによる予測値

さはさりながら、今日の英国経済は、ロンドンがニューヨークと並ぶ国際金融センターとして、とりわけ欧州大陸との金融取引の入口として栄えてきたほか、財やサービスといった物流や人的な交流の面でも、欧州の大陸各国との間で深く結ばれた関係にあり、それを土台に国全体として経済活動を活性化させてきている、という事情にある。

その英国において、二〇一六年六月の国民投票で、EU離脱を支持するという国民の意思が示された。これは、英国経済の将来に重大な打撃を及ぼしかねない事態であり、国際金融市場は直ちに反応して、外国為替市場では英

ポンドが売られた。ポンドは二〇一五年末頃のピーク時との比較でみれば一氣に二五～二〇％程度減価するといふ、急激なポンド安が進展したのである（図表１）。

一国にとつて、自国通貨が大幅に減価すれば、それは輸入物価の大幅な上昇につながることを意味する。^{（注１）} 実際、この国民投票をはさんだ英国の物価動向を振り返ってみても（図表２）、同国においても二〇一五年や一六年前半までは、日本や欧州大陸各国と同様、デフレが懸念されるような状況であったものが、国民投票後は一変している様子がみてとれる。主に国内要因で決定されるサービス価格の伸びは国民投票をはさんでもほぼ一貫して横ばいである一方で、輸入物価動向に大きく左右される食料品や燃料等の価格が消費者物価全体を大きく押し上げ、消費者物

価全体は二〇一七年から一八年にかけて、英政府がBOEに与えた二％の物価目標を大きく上回る結果となったのである。

（注１）ポンドを円に置き換え、例えば円の価値が、一ドル＝一〇〇円から一ドル＝二二〇円に一氣に減価すれば（＝円安が進めば）、米国から同じ一ドルの商品を買うのに、かつては一〇〇円であったものが、一二〇円必要になることから、この点は明らかである。

2 BOEの金融政策運営

カーニー総裁率いるBOEは国民投票実施後の二〇一六年八月の金融政策委員会（MPC）において、ポンドの急激な減価によつて消費者物価上昇率が近々、二％の目標を上回る可能性が高い一方、EU離脱となればイギリス経済に大きな打撃が及ぶことは避けられ

ず、金融政策運営上のトレード・オフに直面していることを認めた。言い換えれば、今後の物価情勢を考えれば金融引き締めが必要になる一方、実体経済が悪化する可能性が高いことを考えれば金融緩和が必要になる、という深刻なジレンマに直面したのである。そのうえで、MPCとしてこのタイミングでは経済への追加刺激策（＝金融緩和策）のほうを採ることを決定したのである。

具体的には、BOEは①リーマン・ショック以降も一貫して〇・五〇％で維持してきた政策金利であるベース・レート（〇・二五％）に引き下げたほか、②二〇一二年一〇月以降、新規の買い入れを停止していた国債について、その買い入れ上限を六〇〇億ポンド引き上げて四三五〇億ポンドとし、国債買い入れを一時的に再開する、と

いった金融緩和に踏み切った。^(注2)

しかしながら、その後の国際金融市場や英国の実体経済の状況を見ると、ポンドの実効レート^(注3)が二〇一七年末頃にはほぼ下げ止まった(前掲図表1)ことなどから、実体経済への下押し圧力は当初の想定ほど強いものではないことが明らかになってきた。他方、物価動向は国民投票後、急激な上昇に転じたことから、BOEは二〇一七年一月のMPCにおいて、政策金利であるベース・レートを、国民投票前の水準である〇・五〇%に戻すことを決定し、現在に至っている。

(注2) これ以外に、民間銀行による市中への貸出促進策や社債の一時的な買い入れ等も実施された。

(注3) 対ドル、対ユーロといった主要通貨に対するポンド相場を、当該二国間での貿易量等に比例する形で加重平均して算出した、ポンドの全体的

な為替相場を把握するための指数

3 量的緩和の實施後の中銀の課題

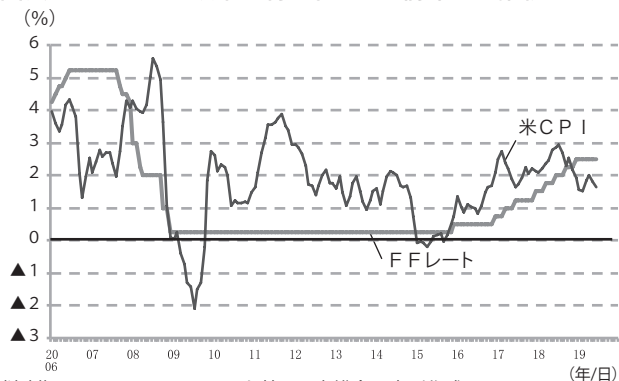
国債等の買い入れによる大規模な金融緩和を行った中央銀行は、その後の金融政策運営において相当な困難に直面することになる。これはBOEに限らず、米連邦準備制度(Fed)や日本銀行に共通する課題である。中央銀行は国債等を民間銀行から買い入れる見返りとして、すでに巨額のマネタリーベースを民間銀行部門に供給している。民間銀行はそうした余剰資金の大部分を、今は他に持って行き場がないからと自国の中央銀行に預けているが、それらは、金融情勢の展開によっては、いつ何時、民間銀行によって引き出されるかもしれない、という筋合いのものである。仮にそうした余剰資

金が、民間銀行によって徒に引き出されることがあれば、市中向けの与信が加速され、実体経済の過熱やインフレの加速を煽^{おほ}つてしまうことになりかねない。

そうした事態を決して招かないようにするためにも、主要国では慎重な金融政策運営が行われている。例えばFedの例をみると、二〇一五年末以降の物価上昇を後追いするような形で、徐々に政策金利であるFFレートを引き上げてきていることがわかる(図表3)。

仮に物価上昇率が、FFレートを大きく上回るような事態になってしまった場合のことを、単純化のために、地価を例に考えてみよう。FFレートは、米国の民間銀行がFedに余剰資金を預ける際にFedからつけてもらえる金利でもある。仮にこれが二%で

図表3 Fedの政策金利と米CPI前年比の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

しかないときに、米国の地価の上昇率が前年比一〇%を超えるようになってしまったと想定する。民間銀行にはおそらく、不動産業者からの借入れの申し込みが殺到するだろう。地価が年

図表4 BOEの政策金利と英CPI前年比の推移



(資料) Thomson Reuter Eikonを基に日本総合研究所作成

率一〇%で上昇し続けるなかで、仮に三%の金利で民間銀行から借り入れできるのなら、その資金を元手に土地を仕入れておき、一年後に一割増しの価格で売却できれば、不動産業者として

は確実に七%相当のサヤが抜け、儲けることができる。民間銀行としても、そうした貸出しの申し込みが次々と寄せられるのであれば、Fedの当座預金に二%の金利で預けておいては損で、三%の金利で不動産業者等にもっと貸し出せば儲けられる、となり、Fedに預けていた当座預金は次々と引き出され、市中向けの貸出しを加速することになるであろう。量的緩和を実施した中央銀行が、こうした事態を招来してしまつては、先々のインフレを抑制するどころか、逆に、火に油を注ぐ事態ともなりかねない。そうした事態を断固として回避するために、Fedの場合は、これまで着々とFFレートを二・五%まで引き上げてきたとみることができる。

これに対してBOEの金融政策運営をみると(図表4)、ブレグジットによ

る実体経済への下押し懸念もあって、BOEは物価上昇率ほどには、政策金利の引き上げを行えていない。その結果は同国のこれまでの消費者物価動向にも表れている。

折しも英国では、メイ前首相が辞任し、ジョンソン新首相が誕生した。新首相は、本年一〇月末時点における、EUからの「合意なき離脱」の可能性もちらつかせており、そうした言動を受けて足許のポンド相場は弱含みで推移している。今後の政治情勢次第では、BOEは為替・物価と実体経済との間で、さらなる厳しい「板挟み」の立場となりかねない。

ブレグジットをめぐるBOEの現在進行形の経験は、量的緩和を実施済みの中央銀行にとって、自国通貨安が実体経済にもたらす影響の怖さを物語る実例となっているといえよう。

日本としても、目先の円高懸念ばかりではなく、こうした英国の経験も参考に、日銀による大規模な「量的・質的金融緩和」が今後、この国にもたらずであろう真の課題について真剣に考えたうえで、今後の金融政策運営を進めていく必要があるだろう。

(株)日本総合研究所調査部主席研究員