

包括緩和を決定した英中銀 状況次第では追加緩和も辞さず

欧米調査部主任エコノミスト

松本 惇

03-3591-1199

atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp

- BOEは、8月3日に包括的な金融緩和策の導入を決定した。①利下げ、②新たな貸出促進策、③国債購入の再開、④社債購入の再開が緩和策の柱である。
- 緩和決定は、国民投票後、英景気の失速感が強まっていることが理由である。国民投票後に発表された景気指標は、今後の投資・消費の悪化を示唆する内容となっている。
- BOEの想定通りに英景気が推移した場合、多くの委員は追加利下げが必要と指摘している。状況次第では、利下げに加え、国債・社債購入額の引き上げや貸出促進策の強化なども視野に入ろう。

1. 包括的な金融緩和を決定したBOE

英国の中央銀行であるイングランド銀行(BOE)は、8月3日の金融政策委員会(MPC)において、包括的な金融緩和策の導入を決定した(図表1、発表は8月4日)。具体的には、①25bpsの政策金利引き下げ、②新たな貸出促進策(Term Funding Scheme)、③国債購入の再開、④社債購入の再開である。

図表1 BOEの包括緩和策

内容	主な目的
政策金利の引き下げ Bank Rateを0.5%から0.25%に25bps引き下げ	貸出金利の低下 短期金融市場におけるベンチマークである政策金利を引き下げ、銀行の貸出金利の引き下げに繋げる
新たな貸出促進策(Term Funding Scheme) 対象:銀行、住宅金融組合 期間:4年 コスト:政策金利+手数料(純貸出1%の減少に対して手数料5bps、最大25bps) 規模:最大1,000億ポンド	低コストでの貸出原資の供給 低金利環境において預金金利を引き下げることが困難であるため、政策金利が引き下げられても、銀行は、利ざや悪化に繋がる貸出金利の引き下げに消極的となる。その結果、政策金利引き下げの効果は抑制される。TFSにより、政策金利と同水準でBOEが銀行に資金を貸し出すことで、銀行は利ざやを変化させることなく貸出金利を引き下げることが可能となる
国債購入の再開 対象:英国債 期間:当面6カ月 規模:600億ポンド。結果、購入残高(現在3,750億ポンド)は4,350億ポンドに増加	ポートフォリオ・リバランス効果を通じた企業活動の活性化 国債をBOEに売却した銀行は中銀預金が増えるが、中銀預金の収益率は低いため、それよりも僅かでも高い収益率を持つ資産に投資することが、銀行にとってメリットとなる。従って、銀行は、国債売却で得た資金をBOEに留め置かず、貸出に回したり、社債や株式に投資すると考えられる。その結果、信用供給が増加したり、企業の資金調達コストが低下したり、資産効果が生じたりする
社債購入の再開 対象:英国経済に多大な貢献をする非金融事業法人が発行する、ポンド建て投資適格社債 期間:当面18カ月 規模:最大100億ポンド	ポートフォリオ・リバランス効果を通じた企業活動の活性化 国債の場合と基本的な波及経路は同じだが、銀行は(国債売却の時よりも)高い収益率を持つ資産に投資することがメリットとなる。この結果、国債売却の時よりも、中銀預金は、貸出や社債投資に回りやすくなる 社債発行コストの低下 BOEの社債市場参加により流動性プレミアムが縮小し、社債発行コストが低下する

(資料) BOEよりみずほ総合研究所作成

緩和策の詳細を確認する。①政策金利の引き下げは、貸出金利を低下させることが目的だ。短期金融市場のベンチマーク金利である政策金利は、銀行が家計・企業に貸し出す際の金利に影響を与える。

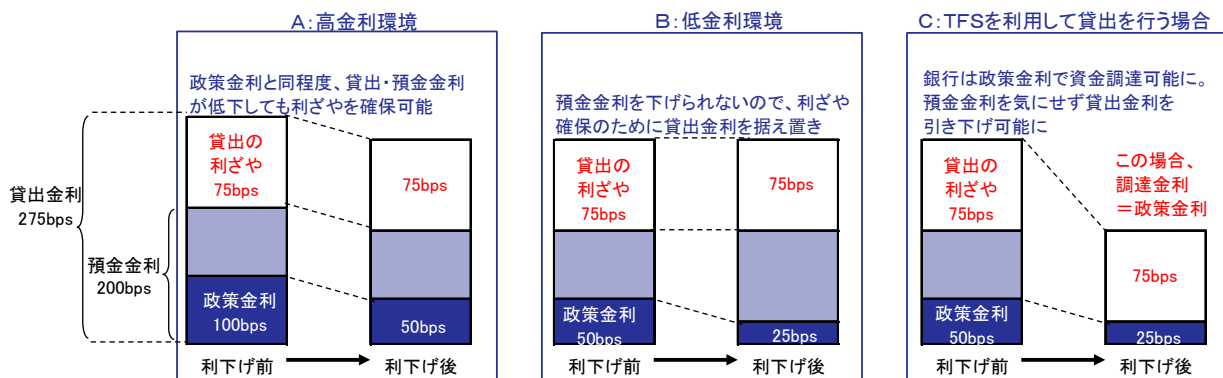
②新たな貸出促進策(TFS)は、①による緩和効果の浸透を強化する目的があり、現在が低金利環境であるが故に導入されるものだ。通常、政策金利の引き下げに対し、銀行は貸出金利と預金金利の両方を引き下げることで、利ざや(=貸出金利-預金金利)を確保する。図表2のAの通り、金利水準が高い場合には、政策金利が50bps引き下げられれば、貸出金利と預金金利を共に50bps引き下げることで、利ざや確保と貸出金利低下が同時に達成される。しかし、現在のような低金利環境では、預金金利の引き下げによる顧客離れなどを恐れ、銀行は預金金利の引き下げに慎重となる。結果、図表2のBの通り、利ざや確保のため、銀行は貸出金利を引き下げない。これでは、政策金利引き下げの効果は限定される。

TFSに参加すれば、銀行は、政策金利(+手数料)の水準でBOEから資金を借りることができるため(図表2のC)、利ざやを変化させずに貸出金利を引き下げることが可能となる。TFSに参加する銀行は、まず、英国の企業・家計向け貸出残高の5%までBOEから資金を借りることができる。その後は、2016年6月末から2017年12月末の期間における貸出純増額と同額を、BOEから借りることができる。なお、経済環境の変化に応じて、TFSの詳細は変更される。

③英国債購入の再開は、主としてポートフォリオ・リバランス効果を通じ、貸出を促進したり、企業の資金調達コストを引き下げたりすることが目的である。BOEに国債を売却した銀行はキャピタル・ゲインを得ると共に、中銀預金が増加する。この時、銀行にとって、国債売却で得た資金を中銀預金に留め置くより、中銀預金から得られる収益率(=政策金利0.25%)を少しでも上回る収益率を持つ資産に振り向けることがメリットとなる。この結果、銀行は、中銀預金を企業・家計への貸出に回すと考えられる。また、社債や株式への投資も増えることで、企業の資金調達コスト低下や資産効果が生じるとみられる。BOEは、金融危機後から2012年秋まで国債購入を実施しており、現在、購入残高は3,750億ポンドである。今後は一先ず半年にわたって600億ポンドの国債が購入され、購入残高は4,350億ポンドまで拡大することになる。

④社債購入の再開は、企業活動の活性化を狙った信用緩和策と捉えられる。③と基本的な波及経路は同じだが、社債の収益率は高いため、国債売却の時よりも銀行は高い収益率を持つ資産に投資することがメリットとなる。この結果、中銀預金は、貸出や社債投資に回りがやすくなる。また、BOEが社債市場に参加することで流動性プレミアムが縮小し、社債発行コストが低下することも期待されている。

図表2 TFSによる貸出金利低下の仕組み



(注) 金利水準は全て仮定の数値であって、実際の預金金利、貸出金利の水準とは一致しない。
 (資料) みずほ総合研究所作成

2. 失速感が強まる英景気

BOEが金融緩和に踏み切った理由として、EU離脱の是非を問う英国投票後、英景気の失速感が強まっている点がある。国民投票後に集計されたサーベイは、いずれも先行きに対する不確実性の増大によって今後の投資・消費が弱含む、あるいは、減少することを示唆している。

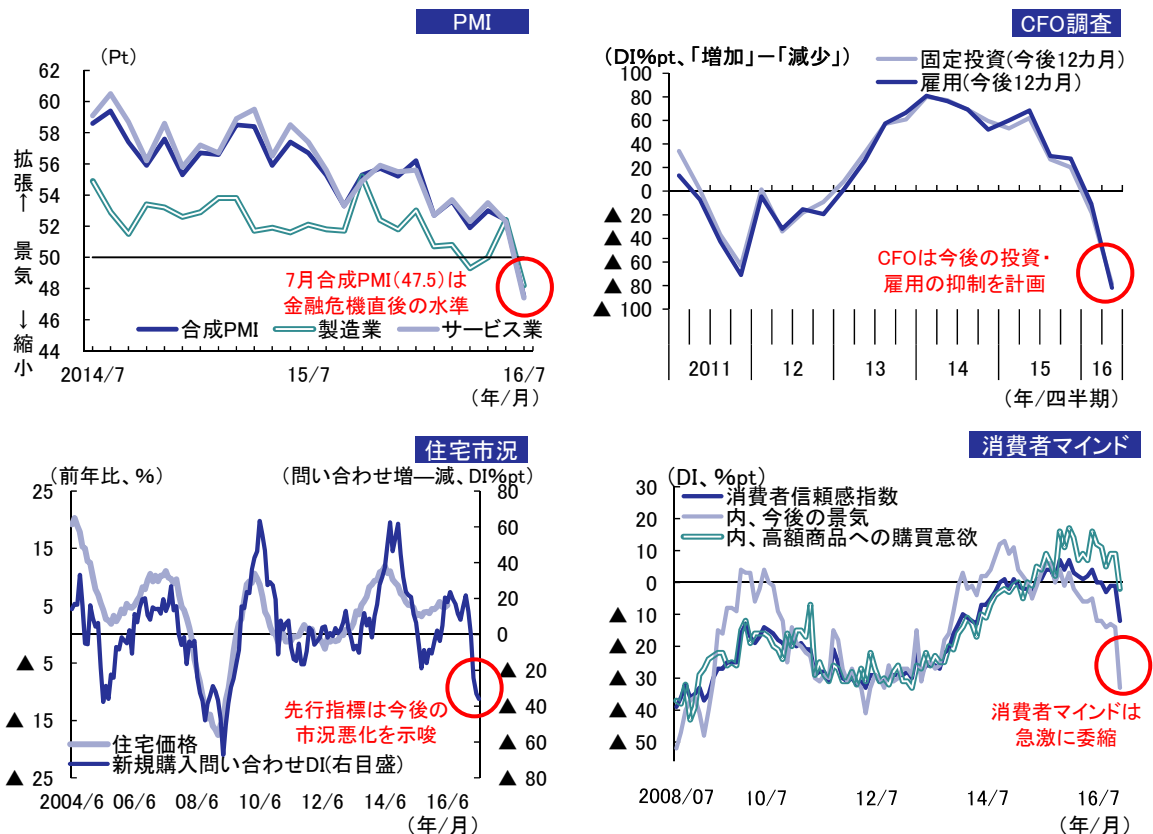
7月の合成PMIは47.5に急低下し、景気判断の節目となる50を下回った(図表3)。この値は、金融危機が発生した時以来の低水準である。発表元のMarkit社によると、製造業とサービス業で受注が急減した。この理由として、多くの企業が国民投票の結果を受けた不透明感の増大を挙げている。

PMI以外では、次の3つのサーベイが注目される。第1に、Deloitte社が英国所在の大企業のCFO(最高財務責任者)を対象に実施した調査だ(調査期間は6/28~7/11)。ここでは、今後12カ月の投資や雇用を減らすとの回答が、増やすとの回答を大幅に上回った。また、回答企業のほぼ全てが、自社の事業が不透明感に直面していると回答した。

第2に、RICS(英王立公認不動産鑑定士協会)の調査である(回答は全て国民投票後に集計)。住宅価格に先行性のある新規購入問い合わせDIが急低下しており、今後、住宅価格が下落に転じ、それに伴う逆資産効果が消費に影響を及ぼす可能性が高いと考えられる。

第3に、調査会社GfKが6/30~7/5に消費者を対象に実施した調査だ。今後の景気が悪くなり、それに伴って高額な買い物を控えるとの家計の回答が増加している。消費者マインドの冷え込みが、今後の消費回復の重石になると思われる。

図表3 英国投票後の景気指標



(資料) Markit、Nationwide、RICS、Deloitte、GfKより、みずほ総合研究所作成

これらのサーベイ結果は、国民投票でEU離脱が選択された場合に起きる結果としてBOEが事前に想定していた内容と、概ね一致しているという。ハードデータはMPC時点では発表されていないが、これらのサーベイを踏まえ、MPC後に発表された四半期毎のインフレ報告書では、英成長率見通しが大幅に下方修正された(図表4)。

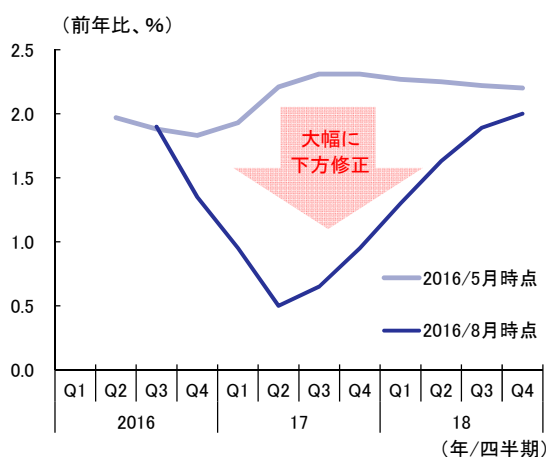
3. BOEは追加緩和も辞さず

議事録によると、利下げとTFSの導入は、全会一致の決定だった。社債購入では1人、国債購入では3人のMPC委員が反対票を投じた。反対票を投じた委員は、英景気の基調は、これまで確認されたサーベイが示すほど悪化していない可能性を指摘した。

利下げに関し、多くの委員は、今回のMPCにおいて0%近傍へ引き下げることが望ましいと考えていた。しかし、サーベイ結果ほど景気が悪くない可能性が指摘される中、今回のMPCは、25bpsの利下げにとどめることで決着した。議事録によると、多くの委員は、今後発表される経済統計が今回のインフレ報告書と整合的に英景気の失速を示す場合、追加利下げが視野に入ると考えている。こうした議論を踏まえ、金融市場では既に、年末までに利下げされる確率が40%程度と織り込まれている(図表5)。

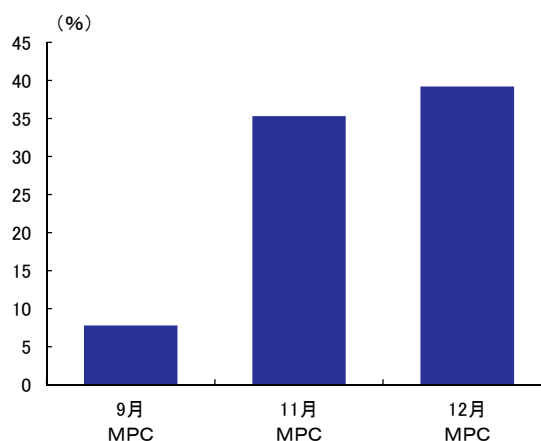
国民投票の前からBOEは流動性供給を行い、今回のMPCでは金融緩和を決定した。カーニー総裁がレジーム・チェンジと表現する英国のEU離脱に対し、BOEは、今後、必要ならば利下げにとどまらず、国債・社債購入額の引き上げや貸出促進策の強化など、利下げ以外の追加緩和にも踏み切るだろう。

図表4 BOEの英成長率見通し



(資料) BOEよりみずほ総合研究所作成

図表5 BOEの利下げ確率



(注) 各MPCまでに利下げされる確率(%), 8月4日時点。
(資料) Bloomberg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。