

# EU Trends

## BOE物価レポート

発表日：2010年11月11日(木)

～追加緩和派の勢いは下火、様子見姿勢の継続を示唆～

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 田中 理  
03-5221-4527

- ◇ インフレ指標の上振れ・景気指標の堅調が続いており、10月にかけて勢いを増した追加緩和派は下火。今回のレポートでは、上振れ・下振れのどちらのリスクにより比重を置くべきか政策委員の間で通常よりも見解の相違が大きくなっていることが強調され、中立色の強い内容となっている。景気の大幅失速を懸念させる材料が確認されることや、中期的な物価安定が脅かされる事態が現実味を帯びるまでは、上下双方のリスクを両睨みした様子見姿勢の継続が示唆される。
- ◇ 財政再建による景気への下押しを考慮しても、政策委員は景気の回復シナリオを中心予想に据え置いている。キング総裁は政府債務の削減の必要性を認め、それを補うだけの海外景気の回復が続くかどうかは景気シナリオにとっての最大のリスクであると指摘した。
- ◇ 足元のインフレ率は上振れが続いているが、政策委員の大勢意見は、低い稼働率がインフレ圧力を抑制すると見られるなか、商品価格やVAT税率による押し上げ効果の剥落とともに、インフレ率が再び政策目標の2%を下回るとの従来の見方を維持している。

### ■ 引き締め派、追加緩和派、据え置き派の対立に決着はつかず

10日に発表されたBOEの物価レポートでは、商品価格の上振れを理由に2011年中の物価見通しが前回8月から引き上げられたものの、財政再建の影響を考慮した場合でも景気が大きく失速することがなく、一時的な要因の剥落とともにインフレ率が2%の政策目標以下に沈静化するとの見通しが政策委員の間でなお支配的であることが示された。

10月初旬の金融政策委員会では、ポーゼン委員が資産購入プログラムの積み増しを求める意見に転向し、キング総裁を含めた据え置き派の一部も将来的な追加緩和の可能性に含みを残す発言をするなど、追加緩和派が勢いを増しつつあった。だが、7-9月期GDP速報での高成長持続や10月入り後の景況感の一段の改善など、その後明らかとなった景気指標は全般に堅調で、追加緩和に傾きつつあった据え置き派の多くは再び中立姿勢に戻っている模様。一方、足元のインフレ率は上振れが続いているが、一時的な押し上げ要因によるもので、先行きの景気の不透明要因も多く、インフレ警戒派が勢いを増す状況にもない。

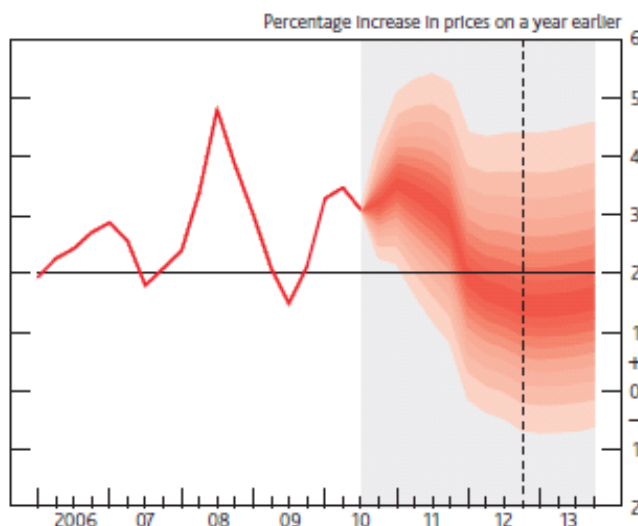
今回のレポートでは、インフレに上下双方のリスクが存在すること、どちらのリスクにより比重を置くべきかに関して政策委員の間で通常よりも見解の相違が大きくなっていることが強調されている。先週4日の金融政策委員会では政策変更が見送られたが、景気の大幅失速を懸念させる材料が確認されることや、中期的な物価安定が脅かされる事態が現実味を帯びるまでは、上下双方のリスクを両睨みしつつ、様子見姿勢を継続する可能性が高いことが示された。

■ 商品価格の上昇を反映して物価見通しを上方修正したが、先行きは政策目標未満に沈静化

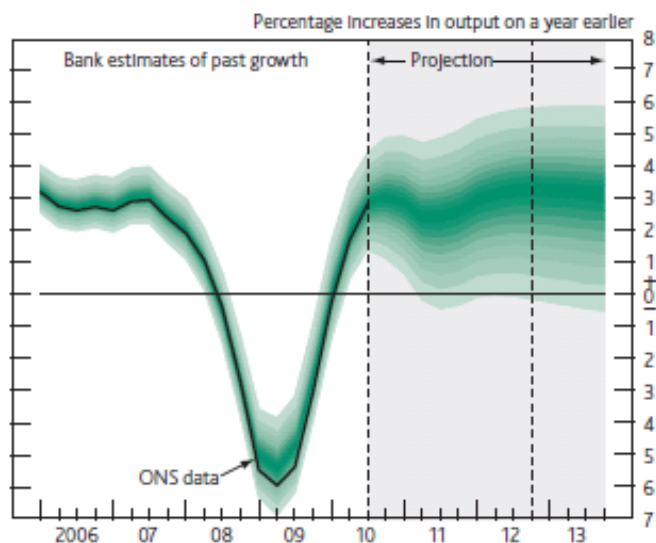
市場での期待金利と資産買取額の据え置きを前提とした政策委員のインフレ率の中間予想は、輸入物価や商品価格の上昇を反映して、前回8月時点の物価レポートから上方修正した結果、2011年を通じて政策目標である2%を上回って推移すると予想する（図表1）。もっとも、低い稼働率がインフレ圧力を抑制すると見られるなか、商品価格やVAT税率による押し上げ効果が剥落するとともに、2012年以降は再び政策目標の2%を下回ると予想する。予測期間の最終期である2013年末に向かっては、インフレ率が政策目標の2%を上回る確率と下回る確率が拮抗していると判断している。

実質GDP成長率の中間見通しは、足元の景気上振れを除けば8月の物価レポート時と似通っており、過去の金融緩和による民間需要の刺激、世界景気回復とポンド安による外需改善などに支えられ、景気は回復基調を続けると予想する（図表2）。

（図表1）政策委員の物価見通し（消費者物価の前年比）



（図表2）政策委員の成長率見通し（実質GDPの前年比）



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

■ どちらのリスクにより比重を置くべきか政策委員の間で通常よりも見解の相違が大きくなっている  
記者会見でのキング総裁の主な発言は以下の通り。

#### 【景気・物価判断】

BOEが最後に金融政策の変更（資産買取額を2,000億ポンドに積み増し）をしてから丁度1年が経過。その間、景気は回復に転じ、成長率は長期平均を上回って推移。ただ、政府の財政再建によって先行きの公的需要の縮小が見込まれるなか、景気のリバウンド力は緩慢にとどまると見られ、回復の持続性は海外景気の動向に大きく依存している。緩慢な成長にもかかわらず、①ポンド安による輸入物価の上昇、②商品価格の上昇、③VAT税率の引き上げ、などを背景にインフレ率は高めで推移。こうした要因がなければ、インフレ率は低位にどどまっていたと見られる。

景気に影響し得る様々な要因に鑑みると、インフレ率が中期的にどう推移するかを判断するのは難しく、上振れ・下振れ双方に無視できないリスクがある。すなわち、経済の低い稼働率がインフレ圧力を抑制、失業率は高止まりし、マネーサプライの伸びは低位にとどまっているなか、賃金上昇圧力が低位で安定し続けるのであれば、VAT税率の引き上げなど一時的な要因が剥落するとともに、インフレ率は再びBOEの政策目標を大きく下回ることが予想できる。他方、目標を上回るインフレが定着するなかで、輸入物価や商品価格の上昇がさらなる物価上昇につながる恐れがあり、それによって中期的なインフレ期待が高まる場合には、インフレ率が大きく上振れしかねない。

#### 【金融政策運営】

インフレ率には上下双方のリスクが存在する。金融政策はこうしたリスクをバランスさせなければならない。どちらのリスクがより大きく働くかは、後になってからでなければ分からない。どちらのリスクにより比重を置くかについて、政策委員の間で活発な議論が繰り広げられており、通常よりも見解の相違が大きくなっている。金融政策委員会は今後もリスク・バランスを毎月点検する。新たなデータを注視し、中期的な物価目標を達成するため、金融政策をどちらの方向にも調整できるよう準備する。

#### 【財政再建の影響】

財政再建の影響は今後数年間の景気にとってリスク要因となる。政策委員会もリスクを十分に検証し、そのリスクを考慮したうえで、委員の中央見通しは景気の大規模な減速を予想していない。過去2四半期の高成長の一部は建設需要によるもので、政府の歳出削減に鑑みれば先行きの減速は避けられない。民間部門・政府部門ともにリバランスが必要なことは共通認識。その調整圧力を相殺できるだけの、海外景気のリバウンドが続くかどうかがかぎ重要となってくる。とりわけ英国の輸出の6割を占めるユーロ圏の景気に不透明感があることを懸念している。

#### 【インフレ率の上振れ】

「インフレ率と成長率は過去数回の物価レポートでの政策委員の中央見通しを継続的に上振れしており、何れかの時点でBOEの信頼低下につながるのか」との質問に答え、インフレ率が政策目標を上回って推移している理由と、それにもかかわらず中期的なバランスが均衡しているとBOEが判断する合理性を説明することが重要である。バランスが崩れていると判断すれば、BOEはそれに応じた行動を採る。

以上