

## BOE物価レポート：まだ相当なスラック

発表日：2014年5月15日(木)

～利上げ開始に近づいているが、思ったほど近くない～

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

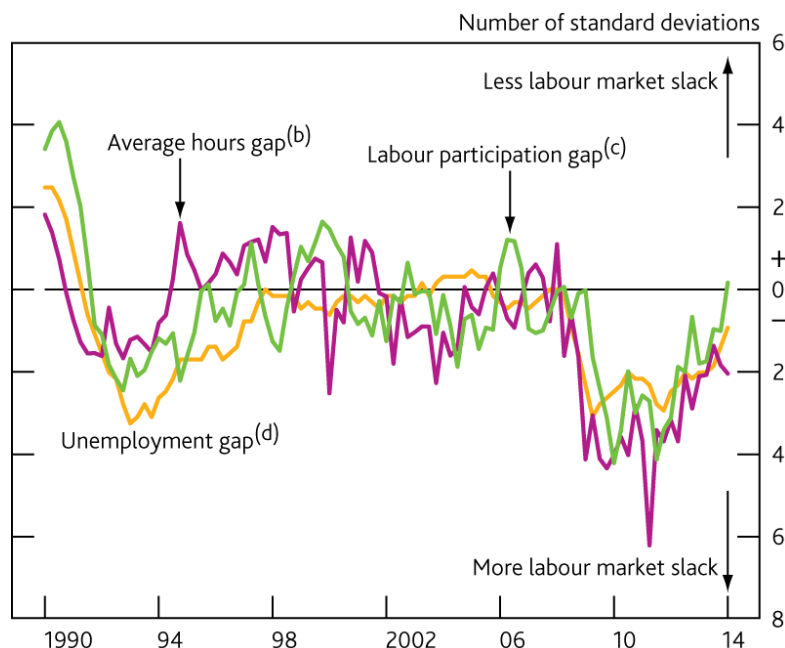
- ◇ 足許で順調な景気回復、予想を上回るペースでの失業率の低下、住宅市況の活況が続く英国では、BOEのカーニー総裁が物価レポート発表時の記者会見で、早期の利上げ開始に慎重な姿勢を滲ませた。総裁は余剰能力が幾分縮小していることを認めたが、労働市場にはまだ相当な未利用資源（スラック）が残っていると指摘。2017年央まで余剰能力が完全に吸収されることはないとの見方を示した。
- ◇ 市場参加者の政策金利見通しは、2015年1-3月期中の利上げ予想はまだ少数派だが、4-6月期中の利上げ開始がほぼ確実視されている。こうした政策金利を前提としたBOEの物価見通しは、2016年後半以降に2%の物価目標に向けてほぼ収斂する。他方、政策変更なかりし場合の物価見通しでは、物価目標の逸脱が続き、2%台半ばに向けて徐々にインフレ率が加速する姿を描いている。
- ◇ 段階的な利上げが必要な時点に近づいていると語ったカーニー総裁だが、利上げの具体的な時期を示唆する踏み込んだ発言はしなかった。BOEが望ましいと考える政策金利の経路は、市場の利上げ予想よりも幾分遅い程度と考えられる。金利を据え置いた場合の物価見通しも物価目標を大きく逸脱する訳ではなく、BOEは今のところ利上げを急ぐつもりはなさそうだ。

BOEのカーニー総裁は14日の物価レポート発表時の記者会見で、「(前回の物価レポート発表時の)2月に予想した通り、過去3ヶ月に余剰能力は幾分縮小したが」、「労働市場には相当な未利用資源（スラック）が残っている (significant slack remains in the labor market)」と指摘。スラックの大きさについてMPCメンバー間で見解に相違があることを認めたが、MPCの全体意見としてはGDP比で1～1.25%程度のスラックが残っている可能性があることを示唆した(図表1)。そのうえで、「過去(の景気回復期)と比べて労働生産性の回復が捗々しくない」ことから「余剰能力の縮小はゆっくりと進み」、「予測期間の最終期(2017年4-6月期)まで余剰能力が完全に吸収されることはない」との見方を示した。こうした見方は前回の物価レポートからほとんど変わっていない。

同日発表された労働統計では、労働力調査ベースの失業率が12～2月平均：6.9%→1-3月平均：6.8%に、失業給付ベースの失業率が3月：3.4%→4月：3.3%に一段と低下(図表2)。失業率は想定を上回るペースでの低下が続いており、今回の物価レポートでも失業率の見通しを予測期間を通じて下方修正した(図表3)。ただ、カーニー総裁は「正社員の職が見つからずにパート労働に従事している“不完全雇用 (underemployment)”が140万人以上に上っており、スラックの存在は明らかである」と指摘。最近の雇用増加の多くが過去に類を見ない自営業者の増加によることや、長期失業者が通常よりも早く職を見つけ

ているなど不確かな点もあり、スラックについては引き続き慎重にみるべきとの見解を示した。BOEは2月の物価レポート発表時に、失業率を閾値に設定した従来のフォワード・ガイダンスを見直し、失業率、労働参加率、平均労働時間、非自発的なパート労働の割合、企業の余剰資源に関する聞き取り調査、労働生産性、賃金など幅広い経済指標を観察する方針に切り替えている。

(図表1) 英国の労働市場のスラックの状況



出所：BOE資料より転載

(図表2) 英国の失業率の推移



注：労働力調査基準は3ヶ月移動平均

出所：英国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

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。見直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。

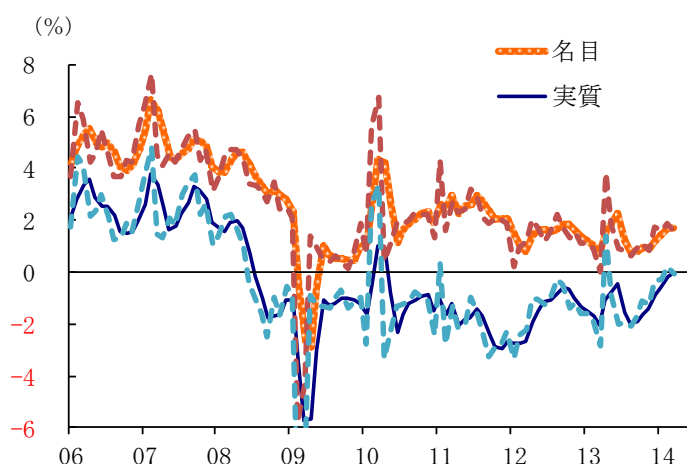
(図表3) BOE物価レポートの失業率見通し(最頻値、%)

		2014年			2015年				2016年				2017年	
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
2014年5月	市場見通し	6.5	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0	6.0	6.0	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
	政策変更なし	6.5	6.3	6.1	5.9	5.8	5.6	5.5	5.4	5.4	5.3	5.2	5.2	5.1
2014年2月	市場見通し	6.7	6.6	6.6	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	—
	政策変更なし	6.6	6.5	6.3	6.2	6.1	6.0	5.9	5.9	5.8	5.7	5.7	5.6	—
修正幅	市場見通し	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	—
	政策変更なし	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.4	—

出所：BOE資料より第一生命経済研究所が作成

足許の景気動向については、個人消費から設備投資へと回復の牽引役が広がっていることや、これまで下落していた実質賃金が上昇に転じつつあるとし(図表4)、自信を深めている。新たな見通しでも、2014-15年にかけての実質GDP成長率見通しを上方修正した(図表5)。

(図表4) 英国の週当たり賃金・賞与の推移



注：全産業の前年比、実線は3ヶ月移動平均値  
出所：英国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

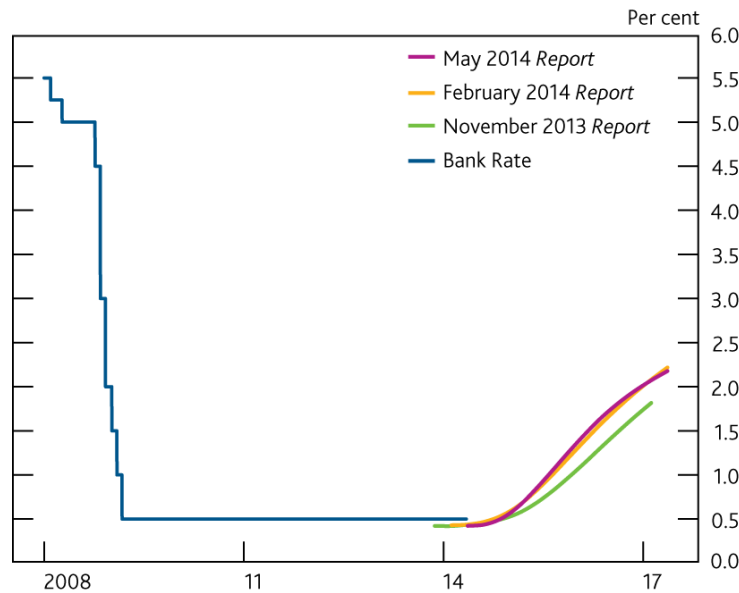
(図表5) BOE物価レポートの実質GDP成長率見通し(最頻値、前年同期比、%)

		2014年			2015年				2016年				2017年	
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
2014年5月	市場見通し	3.60	3.45	3.30	3.11	2.87	2.80	2.78	2.79	2.82	2.86	2.91	2.97	3.02
	政策変更なし	3.66	3.82	3.87	3.82	3.65	3.43	3.37	3.35	3.33	3.31	3.26	3.24	3.22
2014年2月	市場見通し	3.59	3.33	3.07	2.78	2.65	2.68	2.73	2.78	2.85	2.93	3.05	3.14	—
	政策変更なし	3.92	3.83	3.68	3.45	3.18	3.17	3.21	3.24	3.26	3.28	3.34	3.38	—
修正幅	市場見通し	0.01	0.12	0.23	0.33	0.22	0.12	0.05	0.01	-0.03	-0.07	-0.14	-0.17	—
	政策変更なし	-0.26	-0.01	0.19	0.37	0.47	0.26	0.16	0.11	0.07	0.03	-0.08	-0.14	—

出所：BOE資料より第一生命経済研究所が作成

市場参加者の政策金利の見通しは、25bps刻みの政策変更を前提にすれば、2015年1-3月期中の利上げ予想はまだ少数派だが、4-6月期中の利上げ開始が確実視されている(図表6)。2015年末までに現在の政策金利(0.50%)から75bps、2016年末までに150bpsの利上げが織り込まれている計算となる。

(図表6) スワップレートが示唆する政策金利の推移



出所：BOE資料より転載

カーニー総裁は「時間が経過し、回復が持続しており、政策金利の段階的な引き上げが必要になる時点に近づいている (As time has moved on and the recovery has been sustained, the economy has edged closer to the point at which Bank Rate will need gradually to rise)」と指摘したが、具体的な利上げ時期については、「今後の景気の展開次第、なかでもスラックの大きさとそれが吸収される見込み、そして広範な物価見通しに依存する」と言及するのにとどめ、踏み込んだ発言をしなかった。

市場での政策金利見通しを前提としたBOEの物価見通しは、2015年にかけてBOEの物価目標である2%をやや下回るが、2016年後半以降はほぼ目標に向けて収斂する(図表7)。政策変更なかりし場合の物価見通しでは、2015年以降に物価目標の逸脱が常態化し、徐々にインフレ率が加速する姿となっている。こうした政策変更の有無による物価見通しの差異に鑑みれば、BOEが望ましいと考える政策金利の経路は、市場の利上げ予想よりも幾分遅い程度と考えられる。政策変更なかりし場合の物価見通しも物価目標を大きく逸脱する訳ではなく、BOEは2017年央の予測期間の終盤までスラックが完全に吸収されることはないと考えており、利上げを急ぐつもりはなさそうだ。

(図表7) BOE物価レポートの消費者物価見通し(最頻値、前年同期比、%)

		2014年			2015年				2016年				2017年	
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
2014年5月	市場見通し	1.80	1.83	1.76	1.73	1.71	1.73	1.79	1.84	1.89	1.91	1.92	1.93	1.95
	政策変更なし	1.85	1.94	2.00	2.09	2.13	2.21	2.25	2.30	2.35	2.36	2.37	2.38	2.39
2014年2月	市場見通し	2.08	2.05	1.86	1.80	1.72	1.73	1.82	1.87	1.89	1.89	1.90	1.91	-
	政策変更なし	2.18	2.27	2.18	2.18	2.14	2.14	2.23	2.27	2.29	2.29	2.29	2.30	-
修正幅	市場見通し	-0.28	-0.22	-0.10	-0.07	-0.01	0.00	-0.03	-0.03	0.00	0.02	0.02	0.02	-
	政策変更なし	-0.33	-0.33	-0.18	-0.09	-0.01	0.07	0.02	0.03	0.06	0.07	0.08	0.08	-

出所：BOE資料より第一生命経済研究所が作成

以上

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。