

みずほマーケット・トピック(2017 年 7 月 11 日)

正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置

先週来の流れを踏まえれば、「海外金利上昇→日銀指値オペ→内外金融政策格差拡大→円安」という流れが定番化するかどうかは為替見通し上、かなり重要な話となる。そこで今一度、正常化ブームにおける日米欧中銀の立ち位置を整理したい。「金融政策のスタンス(引き締め or 緩和)」と「景気の現状(引き締め or 緩和)」の組み合わせは、ラフに 4 通りが存在する：景気も良くて金融を引き締めている「適切型」、景気が良いのに金融を緩和している「景気過熱型」、景気が悪いのに金融を引き締める「自傷型」、景気が悪いので金融を緩和している「景気浮揚型」。本欄ではこれに沿って、現状を整理してみたい。結論から言えば、現状、為替市場がテーマ視している「日銀 vs. 欧米中銀」という図式は直観的に受け入れやすいのは事実であるものの、FRB 以外はまだ「口だけ」という現実も直視する必要があると考える。

～日銀に深い意図はない～

先週 7 日の東京時間午前、日銀は 10 年債金利が一時 0.105%と今年 2 月 3 日以来の高水準まで上昇したことを受けて、指定した価格(固定利回り)で国債を無制限に買い入れる公開市場操作(通称「指し値オペ」)を通告した。通告に対する応札はゼロであり、結果として「空砲」に終わったが、0.1%付近(正確には前回および今回の買い入れ利回りである 0.110%)を防衛線とし、それより上にはいかせないという意思を再度示した格好である。6 月 27 日のドラギ ECB 総裁による「デフレ圧力はインフレ圧力に置き換わった」との発言を号砲として世界の中央銀行における正常化が一種のブームの様相を呈している中での指値オペであり、「欧米中銀 vs. 日銀」の構図がはっきりと浮き彫りになった格好である。こうした状況下、ドル/円相場は素直に急騰しており、本日時点でも 114 円付近で堅調に推移している。今回の日銀の動きについて「欧米中銀との対比を浮き彫りにして円安誘導を図った」などの見方も見られるが、それは深読みだろう。日銀からすれば過去 2 回のパターンを踏襲しただけであり、むしろ政策スタンスを俄かに変えたのは ECB やイングランド銀行(BOE)などの欧州の中銀の方である。日銀は素直にディレクティブに沿ったオペを告知したのであり、結果として空砲による金利押し下げというコストパフォーマンスの良い戦果を得た。

～指値オペに耐え得るバッファはありそう～

なお、今次金利上昇局面の震源地である ECB や BOE の正常化スタンスが容易に変わらないのだとすると(FRB もイエレン議長退任を見越した正常化に執心するだろうから)、断続的に指値オペを強いられる可能性は否めない。それは日銀にとって望ましくない流れだが、「不幸中の幸い」と言える側面もある。周知の通り、既に日銀は「量」からの撤退方針を明示し国債購入を抑制しているため、声明文に記載されたベースマネーの年間増加ペースのめど「80 兆円」が形骸化しているとの批判がある(現状では 60 兆円前後のペースである)。この点、断続的な指値オペの実施によって「量」

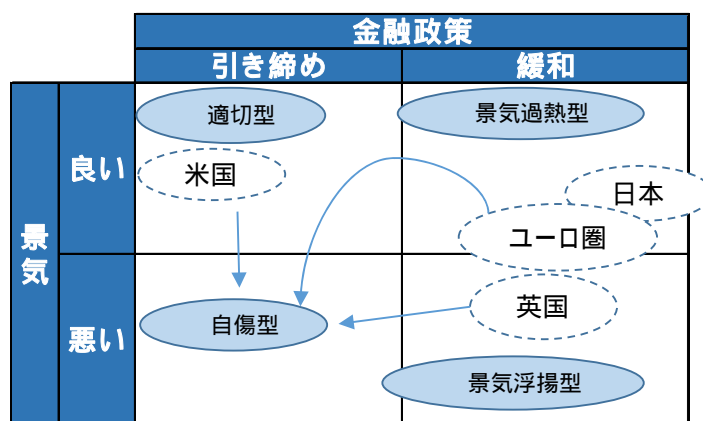
の拡大を強いられるのは日銀の本意ではないものの、指値オペの連発によって有名無実化していためどが再び意味を持ってくるという実情もある。要は、想定外の「量」を受け入れるだけの「糊代」が今はある。皮肉なことだが、80兆円のめどに関する市場の撤廃観測を横目に、その決断を引っ張ったことが奏功した格好である。

～日米欧、正常化ブームの立ち位置整理～

とはいえ、「指値オペ→内外金融政策格差拡大→円安」という流れが定番化するかどうかは為替見通し上、かなり重要な話となる。そこで今一度、正常化ブームにおける日米欧中銀の立ち位置を確認しておきたい。雑駁に言えば、金融政策のスタンス(引き締め or 緩和)と景気の現状(引き締め or 緩和)の組み合わせは4通り存在する。敢えて名をつけるとすれば、①景気も良くて金融を引き締めている「適切型」、②景気が良いのに金融を緩和している「景気過熱型」、③景気が悪いのに金融を引き締める「自傷型」、④景気が悪いので金融を緩和している「景気浮揚型」といったところか。もちろん、現実には中立的な金融政策や景気の状態が存在するので、この分類では漏れる部分もあるが、現状を俯瞰する上ではこうした抽象化は有用である。とりあえず本欄では足許で耳目を集めるFRB、ECB、日銀、BOEの主要4中銀に限定して、現状を整理したい。

筆者は各国の現状と展望に関し右図のようなイメージを抱いている。足許の金融市場やメディア報道だけを見ていると、「日銀だけが置いてきぼり」のような印象が抱かれるが、実際に引き締めに着手しているのはFRBだけである。その意味で、現状だけを指すのであれば、FRBは①、日銀とECBは②、BOEは④ということになる(後述するようにBOEは国内経済の良好さを理由に利上げを希望しているわけではない)。ここからの筆者なりの展望は図の矢印が示す通りで、FRBは①から③へ、ECBは②から①を経由して③へ、BOEは④から③へシフトする展開を想定している(日銀は②で静観)。また、後述するように、ECBが①に居られる時間はそう長いものではないだろう。とはいえ、金融政策の「方向感」だけに着目すれば、日銀だけが緩和グループに取り残される構図となるため、表面的な事実を受けて直情的になりやすい為替市場で円全面安が進んでいるのである。

主要国の金融政策と経済の立ち位置イメージ



(資料)筆者作成

しかし、過去の本欄で述べたように、BOEはその引き締めの趣旨からして「正常化グループ」の一員とは言い難い。カーニー・イングランド銀行(BOE)総裁自らが述べているように、BOEが利上げを検討できるのは個人消費の落ち込みが設備投資などのその他需要項目の勢いで相殺できるケースに限られる¹。個人消費の落ち込みはポンド急落を受けた実質所得の毀損によるものであることは周知の通りである。だからこそポンド相場を引き上げるための利上げを志向しているのである。

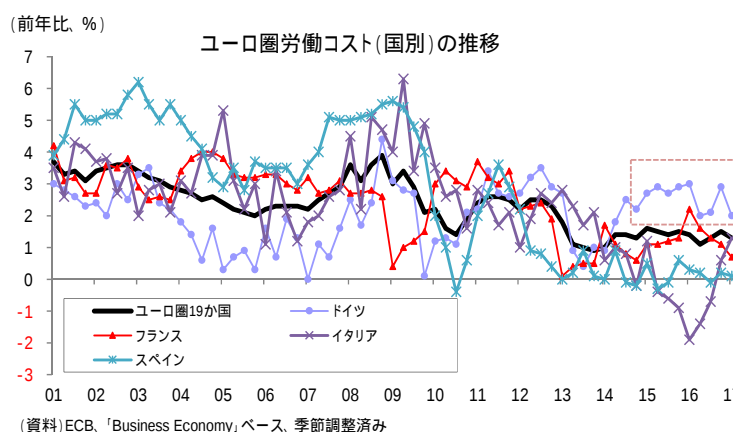
しかし、過去の本欄で述べたように、BOEはその引き締めの趣旨からして「正常化グループ」の一員とは言い難い。カーニー・イングランド銀行(BOE)総裁自らが述べているように、BOEが利上げを検討できるのは個人消費の落ち込みが設備投資などのその他需要項目の勢いで相殺できるケースに限られる¹。個人消費の落ち込みはポンド急落を受けた実質所得の毀損によるものであることは周知の通りである。だからこそポンド相場を引き上げるための利上げを志向しているのである。

¹ 6月28日、カーニー総裁はECB年次フォーラムの席で「企業投資の増加が消費の減速などをどの程度相殺しているのか、政策担当者は検証する必要がある」(29日、ロイター)と述べている。

この点、先行きは決して明るいものではない。今後、本格化が見込まれるブレグジット交渉においてメイ政権にはこれといったグランドデザインがあるようには見え、むしろ政権の余命ばかりが注目される始末である。一方、欧州委員会率いる EU は英国を「見せしめ」にすることで一致団結している。両者が互角の交渉を繰り広げることが基本的にあり得ず、英国は「負け戦」におけるダメージコントロールをどの程度巧くできるかということに終始するだろう。この過程でポンドが買われる可能性はやはり低いと考えざるを得ず、断続的な下落が予想される。そのたびに BOE は引き締めるのだろうか。そうした政策運営を受けて実体経済に何が起きるのかは想像に難くない。

～ECB の正常化は物価見通しがボトルネックに～

今次正常化ブームの震源地である ECB はどうか。筆者はやはり物価見通しがボトルネックとなって、正常化の手を止めることになると考えている。元より最新の 6 月スタッフ見通しでもユーロ圏消費者物価指数(HICP)は 2019 年までに+2%へ到達することはないとの想定である(2018 年が+1.6%、2019 年が+1.7%)。この状況が早晩変わるようなことは考えにくい。例えば、ユーロ圏



の失業率は最新の 5 月分で 9.3%であり、欧州委員会推計の自然失業率が 8.9%であることを踏まえれば、まだスラックは存在する。正確には欧州委員会の自然失業率は NAWRU (Non-Accelerating Wage Rate of Unemployment)と呼ばれ、直訳では賃金非加速的失業率、要するに賃金インフレを招く分水嶺としての概念が用いられることが多い。実際、ユーロ圏全体の労働コスト指数は 1～3 月期に前年同月比+1.3%と穏当な伸びにとどまっており、国別の動きに目をやっても、ドイツ以外は低空飛行を続けている(図)。少なくとも失業率が NAWRU を明確に割り込み、ECB が政策変更を示唆する伝統的なキープレーズである二次的波及効果(second-round effect)を現実的な脅威として受け止める状況にならない限り、正常化はさほど進まないと考えるのが筋ではないか。しかも、日米の例を見れば分かるように、NAWRU と目される 8.9%を割り込んだからといって、賃金が加速するかどうかは相当怪しいだろう。所詮、本当の NAWRU は特定が困難である。

その上でユーロ高をどう受け止めるべきかという問題もある。1%のユーロ高は概ね▲0.05%ポイントの HICP 押し下げに効くとの推計があり、これが正しいのだとすれば ECB にとっては悩ましい問題となる。ECB の正常化プロセスを考える上での最大の山場は現在注目されている拡大資産購入プログラム(APP)の縮小・廃止ではなく、その先にある預金ファシリティ金利の引き上げである。0.40%という非常に深いマイナス圏から金利を引き上げれば、域内への対内証券投資は戻ってくるであろうし、高確率でユーロ高をもたらすはずである。マイナス金利が「キャッシュでユーロを持ってない状況」を作り、その原資が債券へ分配され域内金利が低下、内外金利差拡大を通じてユーロ相場の押し下げに繋がっていた経緯を踏まえれば想像に難くないだろう。

例えば 6 月スタッフ見通しの想定である 1.08 から 1.15 まで+6.5%上昇した場合、HICP には▲

0.3%ポイントの下押し圧力となる。1.20 ならば+11%上昇で▲0.5～0.6%ポイントの下押し圧力だ。主要中銀の中でも殊更、インフレ率の仕上がり配慮する ECB にとって、こうした副作用は無視し続けるのが難しいように感じられる(下表)。

ユーロ高がHICPに与える影響と想定HICPなど(影響が及ぶのは4四半期後を想定)

	ユーロ/ドル											
	0.96	0.98	1.00	1.02	1.04	1.06	1.08	1.10	1.12	1.14	1.16	1.18
ユーロ高度合い (%, 17年6月スタッフ見通し対比、 1)	-11.1	-9.3	-7.4	-5.6	-3.7	-1.9	0.0	1.9	3.7	5.6	7.4	9.3
HICPへ下押し程度(ポイント、 2)	0.56	0.46	0.37	0.28	0.19	0.09	0.00	-0.09	-0.19	-0.28	-0.37	-0.46
ユーロ高の結果として想定されるHICP (%, 前年比 3)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

1: 2017年6月スタッフ見通しはユーロ/ドル「1.08」を前提としている。

2: 過去のECB論文やドラギ総裁発言を踏まえ、「1%のユーロ高は▲0.05ポイントのデフレ圧力」と仮定している。

3: 17年1～6月平均の「前年同月比+1.7%」を起点としている。

国債購入に関し、一部加盟国への傾斜が目立ち始めている以上、既に APP が技術的限界を迎えているのは事実であり、「次の一手」が縮小的修正であることは間違いない。だが、その先の一手(≒マイナス金利の撤廃)に関してはユーロ急騰に伴う相応の覚悟が必要になる。かかる状況下、ECB の正常化プロセスは最も上手くいくケースで 2018 年 1 月からの 100 億ユーロずつのテーパリングであり、APP が廃止に至るのはどんなに早くとも 2018 年 6 月かと思われる。その間に、上昇するであろう域内金利やユーロに対して周縁国が苦情を申し立てること、イタリア総選挙前後でリスク許容度が縮小するであろうことなども踏まえれば、ドラギ総裁の現在の強気を当然視するのは危ういと考えたいところである。

～正常化ブームはひと夏のブームか？～

以上を総括すると、いち早く正常化に着手した FRB だけは①の適切型で走る時間が結果的に長く稼げそうだが、域内に多くの落伍者を抱える ECB は①の適切型に移行する過程でそれを「適切」と受け止めない声も出てくるだろう。その声を無視して正常化を続ければ、行き着く先は③の自傷型である。元より肝心要となる物価動向が鈍いのだから、そうまでして正常化に固執する可能性はやはり低いと考えたいところである。また、FRB にしても、物価が上がらない状況は同じである。既に一部経済指標が市場予想に負けることが多くなっている以上、FRB とて③に移行するリスクは常にある。なお、BOE の利上げはスタグフレーション対策(通貨安防止)の色合いが強いものであるからして、最初から③のリスクが高いものである。持続性は極めて怪しい。

現状、為替市場がテーマ視している「日銀 vs. 欧米中銀」という図式は直観的に受け入れやすいのは事実であるものの、FRB 以外はまだ「口だけ」という現実も直視する必要がある。筆者は現在の正常化ブームが文字通り、今夏における一過性の「ブーム」として収束する可能性を警戒しながら、相場見通しの策定に努めたいと考えている。

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーバー・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラブトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次プラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるボリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベシススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレitbartからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TIGレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオベ見送り～為替からの読み方～
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は避け～