

みずほマーケット・トピック(2017年8月2日)

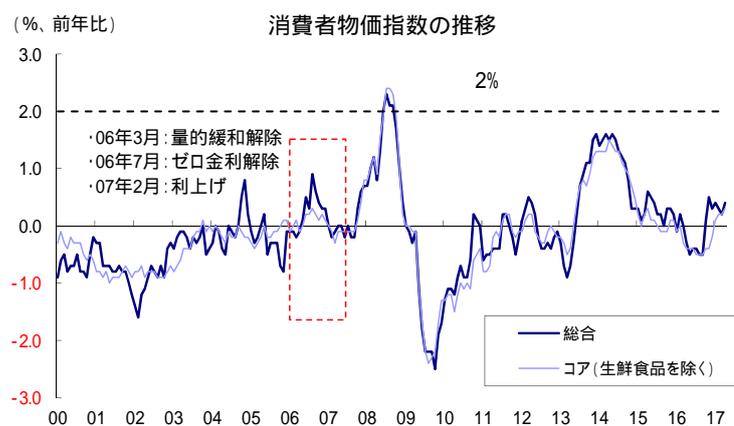
フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～

日米欧の物価を比較した場合、市場でクローズアップされるほど欧米と日本の間に格差があるようには見えないが、それでもFRBやECBは金融政策の正常化に邁進しているのが現状。この点、一昨日に公表された2007年1～6月分の日銀金融政策決定会合議事録の内容は欧米中銀に対して戒めを提示しているように思える。当時の日銀は消費者物価指数(CPI)の上昇率がほぼゼロ%だったにもかかわらず、正常化プロセス(量的緩和解除&利上げ)に着手。実体経済の堅調さを理由に「いずれ物価は上がってくる」との想定に立ち、いわゆるフォワードルッキングな政策対応が強調された。結果は周知の通りである。得てしてフォワードルッキングな政策運営は都合の良い「建前」に仕立てられやすく、幻想に終わりやすいとの認識に立てば、やはり6月末以降に生じている正常化ブームは暫くすれば雲散霧消する可能性が高いと考える。

～日銀議事要旨が示唆する欧米への戒め～

昨日の為替市場ではトランプ政権が混迷の度を深めるに伴ってドル売りが進み、ドル/円相場は一時109.92円と約1か月半ぶりに110円を割り込んでいる。7月31日には2007年1～6月分の金融政策決定会合議事録が公表されているが、この内容を見ると欧米中銀の現状に対し戒めを示唆しているように思えてならない。当時の日銀は消費者物価指数(CPI)の上昇率がほぼゼロ%だったにもかかわらず、正常化プロセス(量的緩和解除&利上げ)に着手した(図)。実体経済の堅調さを理由に「いずれ物価は上がってくる」との想定に立ち、予防的な金融引き締めを図ったという事実は周知の通りであり、いわゆるフォワードルッキングな政策対応として注目された。具体的には2006年3月に量的緩和を解除、2006年7月にゼロ金利を解除した後、2007年2月には追加利上げに踏み切った。しかし、最後の利上げの半年後にパリバショックが発生し、それから約1年後にリーマンショックを迎えることになる。2007年春時点でサブプライム危機の兆候は既にあったが、それでも眼前の実体経済の堅調さやそれがいずれ肯定してくるだろう物価上昇に賭けて引き締めを踏み切ったのであった。

政策運営のドライバーとして物価が定められていたものの、「現実の物価」と「正常化の誘惑」を秤にかけて後者を取ったとも言える。岩田一政・日銀副総裁(当時)が利上げを前に「(物価が)プラスの方向に動くことが予測期間内にある程度はつきり見通せるということはどうしても必要」と抗弁し、

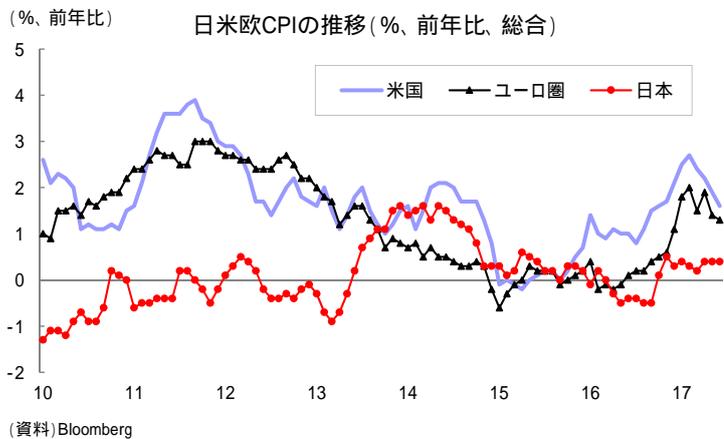


昨日の日経新聞 10 面でのインタビューでも「やはり 2007 年 2 月の利上げは失敗だった」と述べているように、物価を指針とする政策運営に徹し切れなかった苦い思い出として語られることが多い。

～大差ない日米欧の物価格差～

そうした「正常化の誘惑」は中銀特有の DNA なのだろうか。FRB は正常化プロセスの真っ只中にあり、ECB はまさにこれから着手せんという状況にあるが、物価がこれを肯定する状況には全くない。例えば、6 月 26 日のドラギ ECB 総裁によるシントラ発言以降、為替市場ではユーロ買いが主役となっているが、一昨日公表されたユーロ圏 7 月消費者物価指数(HICP)は前年比+1.3%と芳しくない。コアベースこそ同+1.2%と 3 か月ぶりの高水準となったが、ECB が重視するのはあくまで総合ベースである(たとえコアベースであったとしても+1.2%は参照値として設定する+2%には程遠いことには変わらないが)。バイトマン独連銀総裁と並んでタカ派筆頭格の 1 人であるラウテンシュレーガー ECB 理事ですら、「われわれの目標である+2%を若干下回る水準に向けた安定的なインフレトレンドはまだ存在しない」と述べる始末であり(7 月 31 日、ブルームバーグ)、ユーロ買いの勢いが正当化するほど ECB の正常化プロセスが磐石だとは思えない。なお、既に、ユーロ/ドルの年初からの上昇幅は+10%を優に超えており、過去の ECB 試算などを元にすれば▲0.3～▲0.5%ポイントほどの下押し圧力になりかねない。現状でも 1%割れが視野に入っている以上、看過できない副作用である。実績として HICP が 1%を割り込んできた場合、さすがに正常化のコミュニケーションは難しくなる(その時、ドル売りの受け皿は恐らく円にスイッチするというのが本欄の想定である)。

こうした状況は FRB も全く一緒である。過去、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が述べていたように、本来、コア PCE デフレーターの前年比+2%上昇は「天井」ではなく「目標」である。この点、「2%以下だがそれに近い水準」という定義の下で、+2%を「天井」と位置づけている ECB との大きな違いでもある(だからと言って、ECB が現状直面している+1.3%はその「天井」からも程遠いが・・・)。



今年 1 月のコア PCE デフレーターは前年比+1.8%であり、昨晚発表された 7 月分は同+1.5%であった。この間に 2 回利上げして、バランスシートの縮小までコミットしているのだから、フォワードルッキングな予測への依存度は極めて高いと言える。図は日米欧の CPI(総合ベース)の現状だが、為替市場でクローズアップされるほど欧米と日本に物価格差があるようにも見えない。

～フォワードルッキングという幻想に留意すべき～

前述の岩田・前副総裁のインタビューによれば、2007 年 1～6 月に日銀が引き締めに動いた背景には実体経済の堅調もさることながら、EU 高官から円キャリー取引(≒円安)の抑制を要請されるなどの動きもあったという。そうした政治的な要素が現在の FRB の判断に入り込んでいるとの指摘は頻繁に見られるし、今の ECB もドイツへの配慮や拡大資産購入プログラム(APP)の技術制約と

いうおよそ物価の地力とは関係の無い要素が判断に混じっている面もありそうである。フォワードルッキングな政策運営は得てして綺麗な「建前」となりがちであり、邪(よこしま)な「本音」を覆い隠す方便になりやすいことは現状において留意しておきたいポイントである。その「建前」が真実として機能するためには、中央銀行が精緻な予測能力を有していることが前提となるわけだが、実態としてそれが機能しなかったからこそ、歴史上、なんどもバブルの崩壊と生成を見ているのだろう。フォワードルッキングな政策運営は幻想に終わりやすいとの認識に立てば、やはり6月末以降に生じている正常化ブームは暫くすれば雲散霧消する可能性が高いように思われる。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuho.com/jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議長証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
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
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～ドラギ総裁はしじまった模様～)
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ップレード～
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と与信環境について
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～燃る「第二次ブラザ合意」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	改めて考えるポ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～ベアン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～プレイナードからカシュカリへ～
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～内政の奇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～進む地獄、戻る地獄～
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～ユーロ圏の底流にあるもの～
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～