

みずほマーケット・トピック(2017年8月3日)

フォワードルッキングという幻想 ～OECD 景気先行指数を通じて～

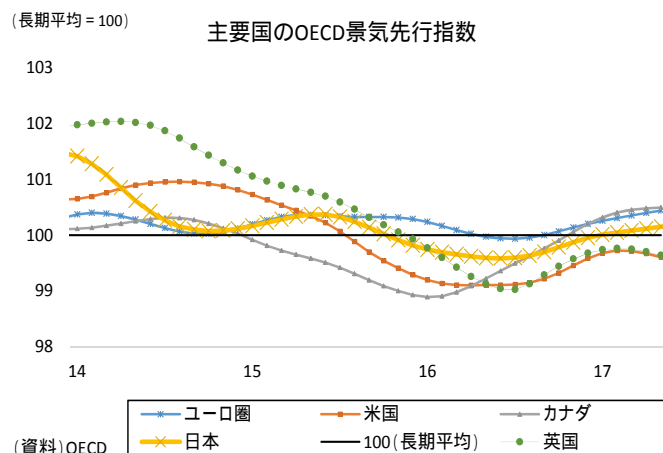
昨日の本欄では過去の日銀の経験や日米欧の物価の現状などを踏まえ、フォワードルッキングな政策運営の危うさを指摘した。この点、実体経済をフォワードルッキングに評価する尺度の王道として OECD 景気先行指数を見ても、同様の事実思い当たる。米国、ユーロ圏、英国、カナダといった中銀が引き締めを志向している国・地域の動きを見ると、ユーロ圏やカナダでは上向きが示唆される一方、米国や英国では失速が露わ。同指数が実体経済に対し約 6 か月先行することを踏まえると、金融引き締めの効果がラグを伴って顕現化してくることを警戒。なお、確かにユーロ圏は全体としてみれば 100 を超えて右肩上がりの状況にあるが、それはあくまで域内全体としての数字であり、実際は大国であるドイツやフランスの状況がそれ以外の加盟国の状況を糊塗している事実を見逃してはならない。イタリアやスペインの景気先行指数は停滞中。

～まだ「心が折れた」わけではない FOMC～

昨日の為替市場ではドル相場が続落する展開でドルインデックスは 92.55 と昨年 5 月以来の安値まで下落している。米地区連銀総裁による弱気な情報発信を受けて利上げ観測が後退し、ドルを手放す動きが強まった格好である。昨日、ブロード・セントルイス連銀総裁は「インフレ見通しを考慮すれば、私は近い時期のさらなる行動は支持しない。インフレ見通しは 2017 年に悪化した」と述べ、追加利上げに否定的な見方を示した。もっとも、昨日はローゼングレン・ボストン連銀総裁やウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁からは正常化プロセスの推進に前向きな情報発信が見られており、FOMC が正常化プロセスを前に「心が折れた」と言えるような状況に至ったとは言えない。

～OECD 景気先行指数が示唆する米英の失速～

昨日の本欄では過去の日銀の経験や日米欧の物価の現状などを踏まえて、フォワードルッキングな政策運営の危うさを指摘した。それは具体的に「実体経済はさらに加速し、物価はそのうち上がってくる」という前提の危うさを懸念するものであった。この点、実体経済をフォワードルッキングに評価する尺度の王道として OECD 景気先行指数¹を通じて現状を整理してみたい。同指数は実体経済に対し約 6 か月(正確には平均



¹ OECD (経済協力開発機構) が景気循環の転換点を早期に見極めるために主要計数を合成して算出している計数。転換点に対し、平均して約 4～8 か月 (about 4 to 8 months (on average)) 先行するとされる。

4～8 か月)の先行性を持つように設計されている。前頁図は米国、ユーロ圏、英国、カナダ、日本の OECD 景気先行指数の動きを過去 3 年間にわたって見たものである。周知の通り、日本以外の 4 か国・地域は中央銀行が正常化プロセスを志向しており、フォワードルッキングな金融引き締めとの整合性を念頭に置けば、右肩上がり動きを想定したいところである。

だが、ユーロ圏やカナダこそ節

目となる 100 を超え景気拡大が

示唆されるものの、米国や英国

は今年 1～3 月期をピークとして

100 を目前に反転下落しており、

今後の失速が示唆されている。

本欄でも繰り返し述べているよう

に、元々英国(イングランド銀行)

は正常化グループの一員ではな

く、利上げはスタグフレーション

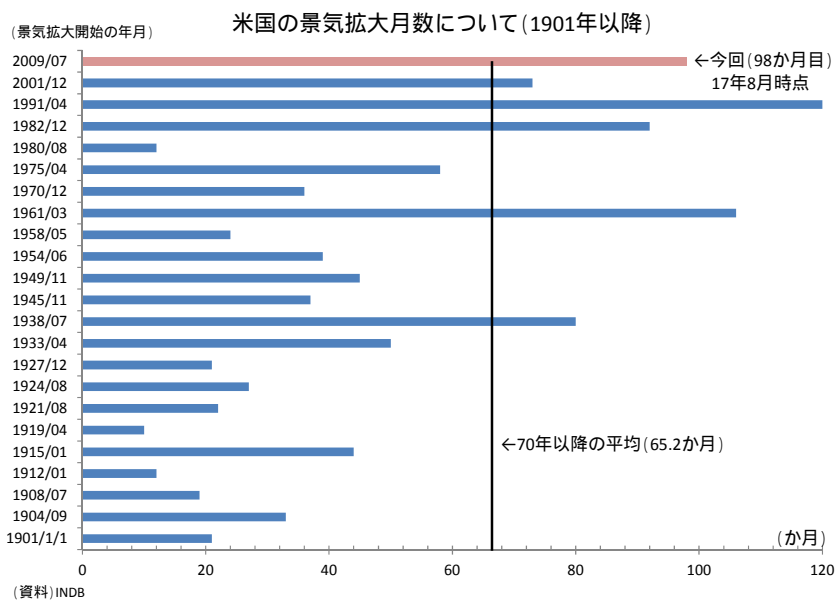
対応の側面が大きいいため、こうし

た景気先行指数の動きに意外感

はない。問題は連続利上げとバ

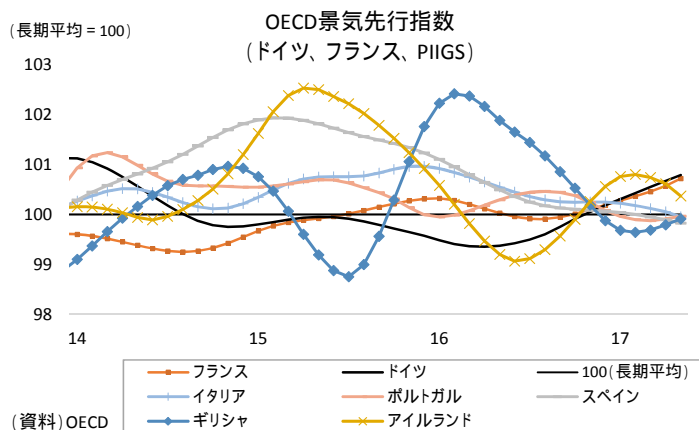
ランスシート(B/S)縮小の同時進

行を目論む米国(FRB)において、先行きの失速が示唆されていることだろう。実際、日々の米経済指標を見ていれば、市場予想対比で実績が下振れることが珍しくなく、物価も目標とする+2%から下方方向に離れていく現状がある。元より、景気の拡大局面が 98 か月目と史上 3 番目の長期に差し掛かっており(図)、景気の成熟化は当然予想し得る。かかる状況下、効果にラグのある金融引き締めを重ねて行うことはやはり慎重であるべきではないのか。ちなみに、緩和を続ける日本はユーロ圏やカナダと同様、100 を超えて右肩上がりの様相を呈しているが、オーバーシュート型コミットメントという政策の意図に鑑みればこれは自然な構図と言える。



～加盟国別に見たいユーロ圏の現状～

なお、確かにユーロ圏は全体としてみれば 100 を超えて右肩上がりの状況にあるが、あくまで域内全体としての数字であって、実際は大国であるドイツやフランスの状況がそれ以外の加盟国の状況を糊塗している事実から目を背けてはならない。右図はドイツ、フランスおよび PIIGS5 か国(ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペイン)に関して OECD 景気先行指数の動きを見たものである。ドイツとフランスの好調が際立つ一方、PIIGS は冴えない。仮に、単一通貨ではなかった場合、現状のイタリアやス



インの OECD 景気先行指数を前にイタリア中銀やスペイン中銀が引き締めに意欲を見せることはないだろう(少なくとも静観ではないか)。ECB は域内全体の計数を前提に政策運営せざるを得ないのは承知の上だが、正常化に着手する以前からこれほど金利や為替が引き締め方向に反応してしまっただけで、その動きが各加盟国にもたらす引き締めの影響も今後注視されてくるはずだ。

フォワードルッキングな政策運営という名目の下で、本来、政策運営の方向感を左右すべき物価が軽視され続ける状況が続けば、いずれ金融政策による景気のオーバーキルが現実のものとなるように思えてならない。今後の為替市場ではドル売りを基本線としてユーロ買いも 1.20 を目処に頭打ち感が強くなる展開が予想される結果、相対的に円相場の騰勢が強まる可能性が高いと筆者は考えている。

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～
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	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU帰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ントレード～
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～株値は耐えられるのか？～
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分散へ～
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の前に～
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(PSPF)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～