

みずほマーケット・トピック(2017年9月12日)

クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～

昨日はクーレ ECB 理事の発言が材料視され、ユーロ売りが進んだ。講演中、クーレ理事は「ユーロ圏の現在の回復は主に内需にけん引されているため、世界的な金融危機後と比べて、ユーロ高が成長に及ぼす影響は小さなものになる」との認識を示しつつも、ユーロ高が長引けばやはり看過できない影響をインフレ率にもたらすとの懸念も示している。しかも、米独長期金利とユーロ/ドルの動きを比較した上で、既に看過できない局面に入った可能性にも言及しており、やはりユーロ高に対する問題意識の高さが窺える。政策理事会での議論の叩き台となる案を作るのが役員会であり、その役員会で重要な役割を果たすクーレ理事からこのような情報発信が行われていることは10月26日会合のイメージ作りをする上で重要な手掛かりになるはず。

～クーレ理事講演:ユーロ高とインフレ率の関係～

昨日はクーレ ECB 理事の発言が材料視され、ユーロが売り進められている。クーレ理事は「ユーロ圏の現在の回復は主に内需にけん引されているため、世界的な金融危機後と比べて、ユーロ高が成長に及ぼす影響は小さなものになるのかもしれない」との認識を示しつつも、「為替への外因的なショック(exogenous shocks to the exchange rate)が長引けば、金融の状況の正当化されない引き締め(an unwarranted tightening of financial conditions)が起これ、インフレ見直しにも望ましくない影響が及ぶ可能性がある」との基本認識も示され、市場は後者の発言に反応した格好である。要するに、ユーロ高が続けばインフレ率が下押しされ、結果として緩和が長期化する可能性があるという話である。この点、講演では為替レートが輸入物価を通じて国内物価に与える影響度(いわゆるパススルー効果)に関して詳細な分析が披露されている。

クーレ理事はパススルー効果に関し、最近 2 年間における低下を指摘している。この背景としては過去の研究などからパススルー効果は金融政策の枠組みや輸入品構成、貿易統合度合い、貿易決済の状況、国際的なバリューチェーンの存在に左右されると述べた上で、総じてグローバル化の進展によりインフレ率のボラティリティが低下したことが多くの先進国におけるパススルー効果の低下をもたらしていることを第一の理由として挙げている。これはユーロ圏で言えば、ユーロ建て決済の比率が高まることによって機械的にパススルー効果が減じられている現状が相当するとされている。この結果として、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)のパススルー効果は今世紀初頭と比較して3分の1以下まで低下していることが図表と共に示されている。それだけに今のユーロ高が金融政策運営にもたらす影響は大きくないというメッセージである。

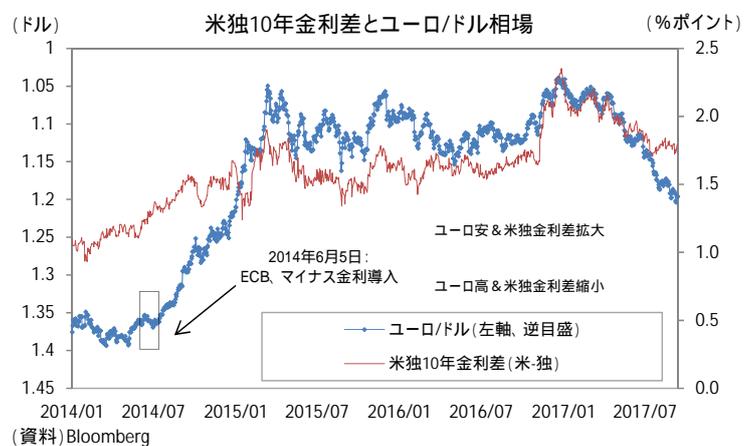
第二の理由として、より循環的な性質も挙げている。これは経済状況やそれに対する金融政策の反応と関連するものである。理論的に言えば、輸出業者はコストに対して固定的な利潤(マークアップ)を乗せて価格を決めているわけではなく、将来的なコストや需要の変化を予見して価格を決めるはずである。ゆえに、実体経済の状況に応じて、パススルー効果も変化してくることになる。具体

的に分析の中では HICP はユーロ下落時よりもユーロ上昇時の方が上昇しているケースの方が多かったという事実が示されている。要するに、ユーロが上昇している時、それは域内経済の好調を反映していることが多く、通貨高がもたらすデスインプレ圧力は確かに発生するものの、内需逼迫によるインフレ圧力で相殺できていたという話である。よりラフに言えば、景気が良く、それに応じて金融政策を引き締めてユーロが上昇している時に、それが原因で HICP が下がることを心配する必要は無いというメッセージになろう。実際、各種データを用いた結論として、クーレ理事は「パススルー効果の強さを決定するのは概ね経済状態であり、金融政策はその経済状態への影響を通じてパススルー効果に影響を与える」と結んでいる。為替の強弱だけで HICP は左右されないということが言いたいのだろう。直感的には正しいロジックだが、ユーロ圏 19 か国のファンダメンタルズはまちまちであり、例えば 1.20 以上のユーロ/ドル相場を安いと感じるドイツもいれば、高いと感じるフランスも存在する。多くの加盟国でデフレギャップが残っていることを踏まえれば、後者の方が多いように思われ、だからこそ正常化プロセスの推進は限界があるというのが筆者の認識である。

～「長く続いたら看過できず」が本音～

いずれにせよ、ここまでの講演内容であればユーロ高にも拘らず正常化を進める ECB が想定されるところであり、むしろユーロ相場は続伸しても不思議ではなかった。だが、クーレ理事は「インフレ圧力が抑制される現時点では ECB の金融政策戦略における“中期的”が持つ意味も長くなりそう」との認識も示している。現状、マイナス金利政策も拡大資産購入プログラム (APP) もフォワードガイダンスとして“中期的”な物価安定を志向することが前提となっているだけに、この解釈が長期化されると市場の期待する正常化プロセスも鈍化せざるを得ないという話になる。

「緩和は長引きそう」という示唆が見られた以上、元より一方的に買われてきたユーロが手放されるのは致し方あるまい。しかも、その後続く「為替への外因的なショックが長引けば、金融の状況の正当化されない引き締めが起こり、インフレ見通しにも望ましくない影響が及ぶ可能性がある」との発言は明らかにユーロ高を忌避する姿勢を露わにしたものである。要するに、ユーロ高は「長く続いたら看過できない」というのがクーレ理事の本音と見受けられる。



さらに注目されたのが、米独金利差とユーロ/ドル相場の関係に言及した発言であった。クーレ理事は「為替レートを動かす様々なショックの寄与度が時間と共に変化した場合、そのインフレに対する影響についてのわれわれの評価も変化せざるを得ない」と述べた上で、「ユーロの対ドル相場と米独の長期金利格差が乖離し始めていることは、そのような状況に入りつつあることを示唆している」との見方を示している(図)。直前までの文脈を踏まえれば、これは「ECB としてユーロ高はもう看過できないものになりつつある」と言っているに等しいだろう。

過去の本欄¹でも、米独金利差とユーロ/ドル相場の「ねじれ」に関しては同様の議論をしているが、やはり見通せる将来においてマイナス金利の解除が難しそうであることを踏まえれば、4月以降のユーロの騰勢は性急に過ぎるという印象である。政策理事会での議論の叩き台となる案を作るのが役員会であり、その役員会の中で重要な役割を果たすクーレ理事からこのような情報発信が行われていることは10月26日会合のイメージ作りをする上で重要な手掛かりになるはずである。

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。

¹ 本欄 2017年7月20日号『最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～』をご参照下さい。

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9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー 辞任を受けて～
2017年9月6日	違い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半年の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半年の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
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～
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	乗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～花道的正常化は続く模様～
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	円相場基礎的需給環境～円キャリアの兆候はあるか？～
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版テーパ～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	ブラット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プトレード～
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～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～ページスワップと対外証券投資～