

みずほマーケット・トピック(2021年10月12日)

現実味を帯びる ECB 正常化、日銀にも好機

昨日のドル/円相場は 113 円台に到達。原油価格が騰勢を強める中での円安は海外への所得流出を助長するだけであり、日本が国内生産拠点を持たず輸出メリットを享受できない国ということも相まって、「悪い円安」と言って差し支えない。インフレ懸念の出口が見えない中、欧米中銀においては「正常化プロセスの可否」ではなく「正常化プロセスのペース」が焦点に。比較的、ハト派に傾斜しやすい ECB の政策運営に関しても同様の雰囲気漂う。ECB はバランスシート規模や GDP 比の変化幅で測った場合、世界で最も緩和を拡大した中銀であり、巻き戻し余地は大きい。なお、資源価格が騰勢を強める中、資源輸入国にとっては為替レートが重要な変数になる。この点、2020 年初頭から足許までのコロナ禍を通して見ると、名目実効為替相場が上昇していたのは G3 通貨でユーロだけ。最も下落したのは円。需給の差が出た結果と言える。円高を恐れて正常化プロセスに踏み込めなかった経緯を踏まえれば、日銀も欧米同様、正常化プロセスを堂々と議論すべきであるし、今はそれができる好機である。

～間違いなく「悪い円安」～

昨日のドル/円相場は 113 円台に到達し、連日、年初来高値を更新している。原油価格が騰勢を強める中での円安は海外への所得流出を助長するだけであり、日本が国内生産拠点を持たず輸出メリットを享受できない国ということも相まって、「悪い円安」と断じて差し支えない。この点は本欄 2021 年 10 月 5 日号『交易条件の悪化に蝕まれる日本経済』でも論じた通りである。感染終息と入れ替わりで輸入物価経由のコストプッシュ型インフレの芽が撒かれ始めていることは日本経済にとって不運としか言いようがない。この点は改めて視点を変えて本欄で議論したいと思う。

～既に「ECB vs. 政府」を不安視する声も～

昨日は原油価格が 80 ドル台に到達、こちらも年初来高値を更新している。インフレ懸念の出口が見えない中、欧米中銀においては「正常化プロセスの可否」ではなく「正常化プロセスのペース」が焦点になってきそうな雰囲気が強い。これは比較的、ハト派に傾斜しやすい ECB の政策運営に関しても同様の雰囲気が漂っている。先週 8 日には複数の ECB 高官が正常化プロセスに関して踏み込んだ発言をしている。スロバキアで開かれたイベントで、カジミール・スロバキア中銀総裁が「現時点ではわれわれと各国財務相との関係は良好だが、こうした関係が永久に続くとは限らない」と述べ、バスレ・スロベニア中銀総裁も、ECB の正常化プロセスについて「中銀政策担当者と政府との間の緊張が高まる恐れがある」との見方を示している。また、ウンシュ・ベルギー中銀総裁は「物価上昇の一部は一過性のものであるとの議論は正しい」としながらも、現状示されている ECB スタッフ見通しよりも早く物価目標が実現される可能性に言及している。

これらの 3 中銀総裁はドイツやオーストリアと並んでタカ派寄りの主張を展開する傾向が強く、そ

うだとすればこれで確実に 21 票中 5 票が正常化プロセスに賛意を示す構図となる。メンバーの 4 分の 1(以上)が正常化に前向きである以上、年内残り 2 回(10 月・12 月)の会合でもタカ派色の強い意思決定がされる公算が大きい。それにしても、今の段階で加盟国政府からのけん制を心配するのは「そうであってもやるべき」という強い思いの裏返しだろうか。

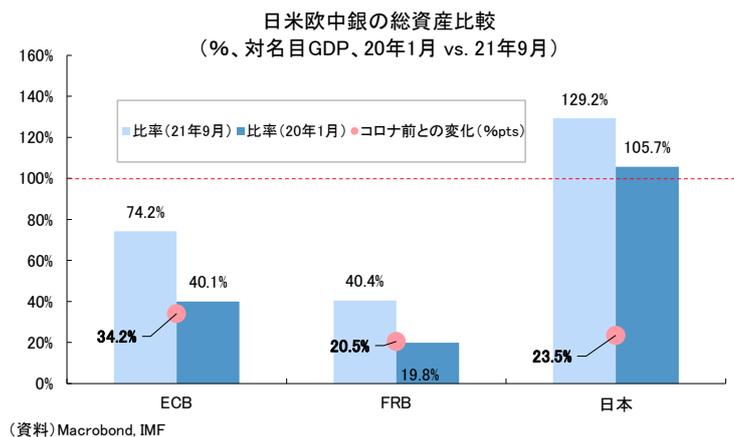
～ラガルド総裁の苦しい言い分～

一方、同日にはラガルド ECB 総裁が「現時点での金融政策の性急な引き締めはユーロ圏の景気回復を脅かし、雇用を犠牲にしかねない」と正常化プロセスへの期待をけん制している。その上で「エネルギー価格の上昇は実質所得に影響し、サプライチェーン(供給網)の混乱が工業生産の足かせとなっている」、「混乱がどの程度長期間続くか正確に判断するのは困難だが、こうした不均衡は一過性となるだろう」と現状への懸念を表明しつつも、「一過性」との基本認識は崩していない。とはいえ、先週の本欄でも議論したように、エネルギー価格の騰勢はある意味で欧州が主導する性急とも言える気候変動対策の副作用である。本当にインフレ高進を懸念するならば、国連気候変動枠組条約締約国会議(COP)などの場で然るべき方針修正を政治として取るべきだろう。

そもそも「どの程度長期間続くか正確に判断するのは困難」としながらも、それを「一過性」と断じることにはやはり説得力を欠く。 ECB に限らず各国中央銀行は春先から一時的との説明を続けており、「インフレは一時的なので正常化プロセスも急がない」という理屈はもう金融市場には通じないのではないかと。事実、ラガルド総裁は「パンデミックによって需要により永続的な変化が生じたこともあり、セクターを超えた需給不均衡が長引く恐れがある」と長期化の可能性を認めている。 恐らくこちらが市場の見方に近いように思われる。

～GDP 比で最も緩和したのは ECB～

なお、インフレ懸念がなくても、ECB が緩和縮小を検討することは何も不思議ではない。あまりそうしたイメージは強くないように思われるが、ECB はコロナ禍で最も量的緩和を進めた中央銀行である。9 月下旬時点のバランスシート規模を比較すると FRB が 8.5 兆ドル、日銀が 6.5 兆ドルであるのに対し、ECB は 9.6 兆ドルだ。これを経済規模(GDP)対比にすると FRB が 40.4%、日銀が 129.2%であるのに対し、ECB は 74.2%であり、群を抜いて日銀が大きい。しかし、2020 年 1 月から 2021 年 9 月の約 1 年 9 か月について経済規模対比の変化を見ると FRB が 20.5%ポイント、日銀が 23.5%ポイントであるのに対し、ECB は 34.2%ポイントであり、ECB が格段に大きかった。 出口戦略も複雑化しやすい ECB の特質を踏まえれば、「量」の積み上げくらいは早めに打ち切りたいはずである。

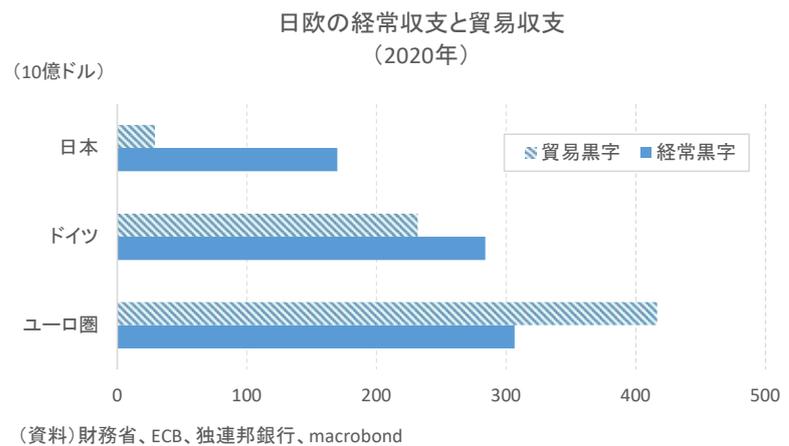


～日銀にも正常化プロセスの好機～

ちなみに、ここまでの緩和に踏み込めば日本同様、ユーロ安と原油高の悪影響がユーロ圏経済にも懸念されそうなものだが、ユーロ相場はそれほど崩れていない。やはり 2020 年 1 月から 2021 年 9 月の約 1 年 9 か月の期間について名目実効為替相場の変化率を比較すると¹、ドルが+3.8%、ユーロが▲2.3%、円が▲5.0%となっている。しかし、2020 年通年ではドルが▲5.7%、ユーロが+4.7%、円が+0.7%だった。結局、2020 年初頭から足許までのコロナ禍を通して見れば、ユーロだけが上昇していたということになる。これで量的な金融緩和と通貨の信認の間には理論的關係は元より、実務的な関係も見出すことが出来ないことがこれではっきりしたと言えるだろう。

これほどの量的緩和を展開し、マイナス金利幅を拡大させても、依然としてユーロ相場が底割れしないのはやはり世界最大の貿易黒字という確かな需給があるからなのだと考える。それが過去の円との共通点、今の円との相違点でもあるだろう。資源価格が騰勢を強める中、ユーロ圏経済は底堅い通貨によってダメージが緩和され、日本経済は弱い通貨によってダメージが助長される

構図に入っている。円高を恐れて正常化プロセスに踏み込めなかった経緯を踏まえれば、日銀も欧米同様、正常化プロセスを堂々と議論すべきであるし、今はそれができる好機でもある。



市場営業部兼金融市場部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

¹ 国際決済銀行 (BIS) の公表する日次の名目実効為替相場に関し 2021 年 1 月 1 日から 2021 年 9 月 28 日を対象。

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
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に陥れる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラード想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理