

みずほマーケット・トピック(2022年2月16日)

ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～

2月14日、ラガルド ECB 総裁が欧州議会本会議で行った講演が興味深い。2月政策理事会同様、「順序(sequencing)」や「漸進的(gradual)」が「次の一手」を考える上での要諦として強調されており、市場の一部で指摘される年4回利上げのような展開はやはり過剰な期待と考えるべき。今回秀逸と感じられた部分は供給制約由来のインフレは金融政策で対応できないと断じた部分。ラガルド総裁は「中央銀行として何ができて、何ができないのかに関し、率直になる必要がある」と述べ、中銀には天然ガスは作れないし、トラック運転手も要請できないと皮肉った。「中央銀行に期待すべき局面ではない」というのがラガルド総裁の本音と思われる。こうした主張は至極真っ当なものであり、何かにつけて比較されがちな FRB へのアンチテーゼ(否定的主張)も含んでいるように思えた。総じて FRB が経済ではなく政治を向いて政策運営している様子が浮かび上がった印象。コロナ以前の議論を踏まえると、中銀として漸進的に対応することである程度インフレを許容するという姿勢も一考に値するのではないか。

～ECB、キーワードは「順序(sequencing)」、「漸進的(gradual)」～

2月14日、ラガルド ECB 総裁が欧州議会本会議で講演を行っており、その内容が興味深いものであったので本欄でも紹介しておきたい。毎年4月に公表される ECB 年次報告書に際し、ECB 総裁は欧州議会に説明を行うことが恒例となっている(※ちなみに欧州議会の経済通貨委員会(ECON)に対しては ECB 副総裁が年次報告書の説明を行う)。ラガルド総裁は改めて「純資産購入の終了(the end of our net asset purchases)」と「利上げの時期(the lift-off date)」の間には「明白な順序(a defined sequencing)」が存在することを強調しており、当面の ECB ウォッチに照らせば「拡大資産購入プログラム(APP)の終了後、いつ利上げするか」が重要という話になる。目下注目される利上げの先行きに関しては「時期尚早(premature)」であり、「全ての調整は漸進的にしか進まないこと(any adjustment to our policy will be gradual)」も強調されている。順序(sequencing)や漸進的(gradual)が「次の一手」を考える上での要諦であり、市場の一部で指摘される年4回利上げのような展開はやはり過剰な期待と考えるべきだろう。もっとも、ここまでは2月3日の政策理事会後会見で提示された情報の確認であり、目新しい情報とは言えない。

～素直に金融政策の限界を論じたラガルド総裁～

今回、ラガルド総裁の講演で秀逸と感じられた部分ははっきりと供給制約由来のインフレは金融政策で対応できないと断じた以下の部分である:

- in all our communication, we need to be open about what we can and cannot do as a central bank. For example, our monetary policy cannot fill pipelines with gas, clear backlogs at ports

or train more lorry drivers (全ての情報発信において、我々は中央銀行として何ができて、何ができないのかに関し、率直になる必要がある。例えば、金融政策がガスパイプラインに天然ガスを充填することはできないし、港湾の積荷を一掃することもできないし、大型トラックの運転手を要請することはできない)

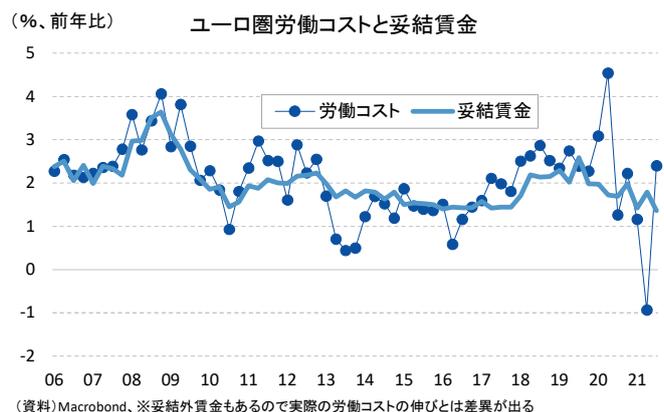
ECB は「インフレは一時的」との姿勢を一貫させており、上述の比喻を通じてその点を改めて強調した格好である。先日のニューヨーク地区連銀のブログでも指摘されたように金融政策が現下のインフレ高進に効く理由はない¹。もちろん、金融引き締めによる縮小均衡という格好で徐々にインフレ圧力は徐々に後退するだろうが、ラガルド総裁が指摘するように、需要を締め上げることは直接的な解決策にはならず、ガス供給やコンテナ、トラック運転手が増えたりしなければ眼前の問題はどうにもならない。こうした事実認識と整合的に、ラガルド総裁は現在のインフレ高進の半分がエネルギー要因と改めて強調しており、あくまで一過性の現象と強調している。

別の言い方をすれば「中央銀行に期待すべき局面ではない」というラガルド総裁の本音が透けて見える。金融市場は何かにつけてタカ派的な期待を ECB にもぶつけるであろうが、こうした発言を見る限り、その期待はスルーされて終わるだろう。

～ラガルド総裁はあくまでユーロ圏と英米の差を強調～

そうした金融政策の限界を踏まえた上で、ユーロ圏と米国では地力の強さが異なるという事実も ECB と FRB の物価観に影響していそうである。2月3日の政策理事会後会見でラガルド総裁は「コロナ前の需要と比較してユーロ圏は概ねフラットだが、米国は 30% も多い」と発言している。これは拡張財政の規模に応じた結果だとラガルド総裁は述べており、その差が FRB の早期利上げ観測の背景にあると主張している。裏を返せば、穏当な拡張財政にとどまったユーロ圏では早期利上げは不要という主張だ。地力が違えば金融政策対応も異なるという当然の主張である。

また、同日の会見でラガルド総裁は直前に開催されたイングランド銀行 (BOE) の金融政策委員会 (MPC) との比較も問われている。2月3日の MPC で BOE は保有資産の縮小と利上げを決定している。この点、ラガルド総裁はあくまで今の英国は EU 離脱に伴う非英国人の消失が労働力不足を一層深刻化させており、これが賃金上昇を焚きつけているとユーロ圏との構造的な差を指摘している。実際、ユーロ圏では失業率が過去最低 (2021年12月で 7.0%) まで低下しても、英国や米国ほど賃金上昇が話題になっていない (図)。もちろん、賃金は景気の遅行系列であるため、政策理事会は今後の賃金交渉状況を踏まえ、警戒を怠らない姿勢だが、少なくとも現時点で FRB や BOE と同じ温度感を持って金融引き締めを検討できる状況にはないことは理解できる。



¹ 本欄 2022年2月1日号『オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済』をご参照下さい。

～結果、浮かび上がる FRB の政治色～

今回、欧州議会に対してラガルド総裁が行った率直な答弁は、何かにつけて比較されがちな FRB へのアンチテーゼ(否定的主張)も含んでおり、結果として FRB が経済ではなく政治を向いて政策運営している様子が浮かび上がったように思えた。もちろん、日本以外の先進国ではアフターコロナを視野に経済正常化に舵を切っているのだから金融政策正常化を模索すること自体、違和感はない。だが、昨年 11 月末、パウエル FRB 議長は人が変わったようにタカ派色を強め、ECB が基本とする「漸進的に(gradual)」とは対照的な姿勢を決め込んでいる。ユーロ圏より実体経済状況が良好であることを割り引いても、量的緩和の段階的縮小(テーパリング)ペースが開始 1 か月で倍になったり、利上げ織り込みが倍になったり、果ては保有資産の圧縮議論まで浮上したりするのは実体経済情勢からでは説明が難しいように思える。米イールドカーブが全体的にフラット化の兆候を強めているのは、そうした政策姿勢がオーバーキルになるという猜疑心が強いからに他ならない。そもそも、ラガルド総裁が指摘するように、そうしたタカ派への急旋回が供給制約解消と何の関係があるのか分かりにくい。議長再任と引き換えにインフレ高進で支持率が低迷するバイデン政権への側面支援に転じたのではないかという政治的忖度が疑われてもやむを得ない状況に見える。

現状、金融市場はタカ派ムード一色だが、コロナ以前、世界の中央銀行は無手の状況に追い込まれるリスクが常に議論されていたことも思い返すべきではないか。その経緯を踏まえると、オーバーキル懸念を帯びてまでインフレを急いで叩き潰す行為も本来慎重になるべきに思える。金融政策の効果が 6 か月～12 か月後に顕現化するという標準的な考え方を取った場合、供給制約が解消される頃に現在の引き締め効果が現れ、再び需給ギャップが拡大、将来的にインフレが急反転するリスクは十分考えられる。その際、中央銀行は急いで利下げに転じるのだろうが、その効果も 6 か月～12 か月後に現れる。いわゆるビハインドザカーブという状況であり、実体経済や金融市場にとってはボラティリティをもたらすだけで結果的に物価は制御できていないという景色だけが残る。

現下のインフレ高進に関しては、糊代作りの意も込めて、まさに ECB のように「漸進的に(gradual)」に対応し、「生かさず殺さず」というバランス感覚も一考に値するように思う。

市場営業部・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。

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
2022年2月15日	本邦10~12月期GDPを受けて~依然大きな内外格差~
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題~ドイツの自衛行為は止まらないのか~)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計~労働参加率上昇にも注目すべき~
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて~利上げは最速7月か?~)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて~いつまで株価を無視できるか~
2022年1月26日	IMF見直し改定について~リスク満載の世界経済~
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ~ショルト政権の迷走~
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか~鳴かないカナリア~
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢~ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ~)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合~「悪い円安」をどう処理するか~
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」~「市場の声」は届くのか~
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念~「最後のテーマ」は?~
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて~「正常化レースの進捗」=「為替の進捗」~)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
2021年12月28日	2022年の為替概観②~「2つの正常化」と新興国~
2021年12月27日	2022年の為替概観~2つの「正常化」が作る世界観~
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況~5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大~
2021年12月22日	無視はできない需給面のドルリスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて~「ラガルド・バズーカ」と利上げ見直し~)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて~今度はインフレが「一時的」であるリスク?~
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇~圧迫される企業収益~
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権~北京五輪という「踏み絵」~)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか~首相演説を受けて~
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか~本当の正常化プロセスは23年以降に~)
2021年12月2日	変節し始めたECB~減らないPEPP、隠れる本音~
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ~新連立の見どころ~
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク~6年目の混乱~
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて~色濃い日本回避~
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか?
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて~補強される円安シナリオ~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて~可視化され始めた円安&資源高の怖さ~)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か?
2021年11月10日	欧米7~9月期GDPについて~大きすぎる日本との格差~
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて~今後の見方~
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて~冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合~)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか?
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー~12月に向けた露払い~
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場~バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて~)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて~需給も円売り材料に~
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進~クリスマス前にも?~
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見直し(WEO)を受けて~世界とは別次元の日本の悩み~)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
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と「目先の生活」vs「地球の気温」~
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
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