

先進国間で差が広がる金融政策スタンス

～グローバル経済金融レビュー 2015 年夏～

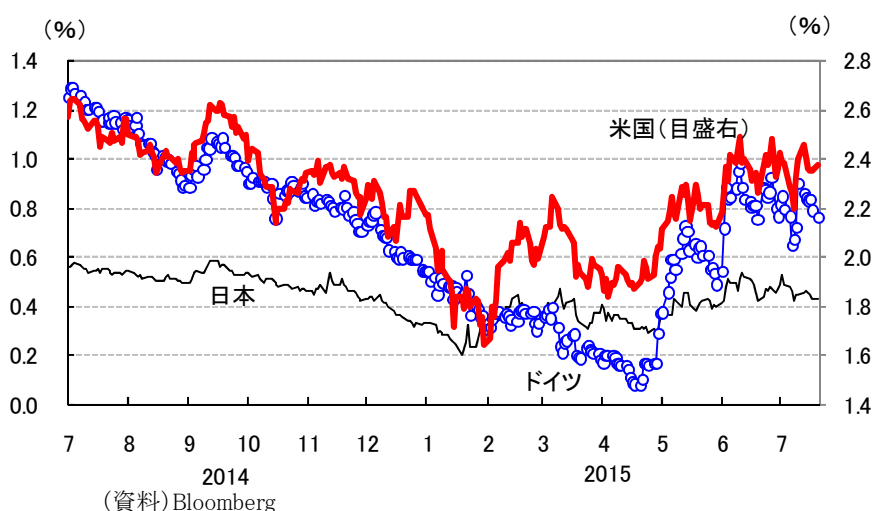
<要旨>

4月下旬から6月初めにかけてドイツの長期金利が急上昇し、日米の長期金利にも影響を及ぼした。ユーロ圏全体の余剰生産力解消にはかなりの時間を要するため、欧州中央銀行の量的緩和策は 2016 年 9 月以降も続く可能性があり、ドイツ金利上昇は抑制される状況が続くと見る。また日本でも、物価上昇率が日銀の目標からほど遠いため、少なくとも現行の金融緩和が長期化するのほぼ確実で、追加緩和の可能性も高い。かかる中で英国では、賃金上昇率の高まりをきっかけに、米国とともに利上げが意識され始めた。英米の利上げが重なることで、日本やユーロ圏では、ファンダメンタルズの大きな変化がなくとも一時的な長期金利の上昇や、為替レート下落が生じる可能性がある。

1. 他経済圏にも影響及ぼしたドイツ長期金利急上昇

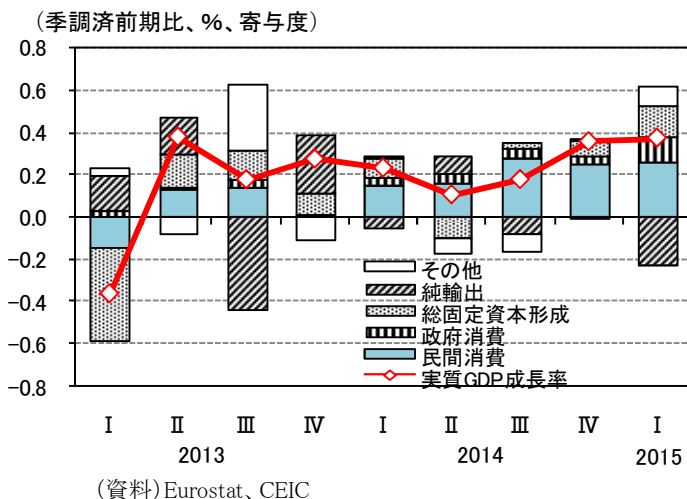
前回のグローバル経済金融レビュー(調査月報 2015 年5月号)をリリースした後に、最初に生じた大きな変化は、ドイツを起点とした複数国における長期金利の上昇であった。2015 年1月に欧州中央銀行(ECB)が国債購入を伴う大規模な量的緩和策の導入を決めてから、ドイツ国債利回りは低下し続け、4月下旬には一時 0.1%前後まで低下したが、同月末からやや急ピッチな上昇に転じた。更に6月初めには ECB ドラギ総裁の「債券市場のボラティリティが高い状態に慣れる必要がある」という発言をきっかけに2度目の急上昇を見せ、一時は1%に近い水準となった。7月上旬にかけては、ギリシャが事実上のデフォルト状態に陥ってユーロ離脱懸念が高まったために、「質への逃避」の動きが強まったことを受けて 0.6%前後まで低下したのち、同国に対する追加金融支援策が一応の合意を見た7月半ばから 0.8%前後で推移している(図表1)。

図表1 日米独の 10 年国債利回り

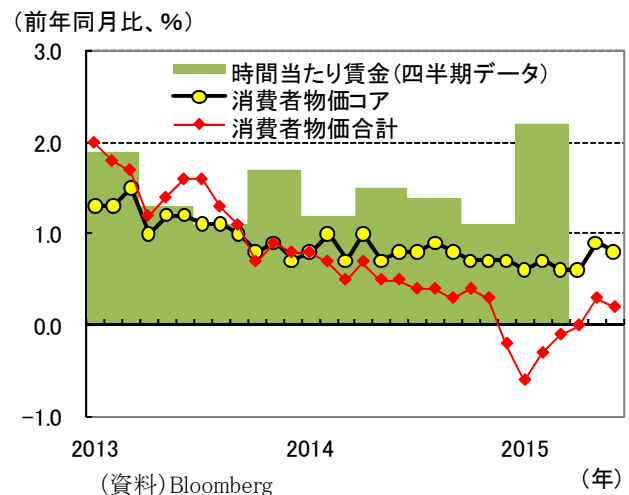


ドイツの長期金利が上昇した背景には、ドラギ総裁の発言もあったが、ユーロ圏景気が従来の想定よりも順調に推移する中で、物価上昇率も反転してデフレ懸念が払拭されたというファンダメンタルズ面の変化も大きいと考えられる。ユーロ圏の経済成長率は2014年10-12月期が前期比+0.3%（年率+1.3%）、2015年1-3月期は同+0.4%（年率+1.6%）と年率で1%を上回っており、低迷していた固定資産投資が2015年に入ってから伸び率を高めるなど、その中身も改善している（図表2）。また、原油価格下落で2015年初めにマイナスに陥っていた前年比インフレ率は足許プラスに戻り、時間当たり賃金伸び率が高まっている（図表3）。こういった動きを背景に、低すぎる水準からの調整が働いたと見るのが妥当だろう。

図表2 ユーロ圏の実質経済成長率



図表3 ユーロ圏インフレ率と時間当たり賃金上昇率



2. この先の先進国金利・金融政策環境

（1）ユーロ圏 ～ 短期的な金利変動要因と、ECB 金融緩和出口に関する考察

ではこの先のユーロ圏の金利環境をどのように見るか。ギリシャのユーロ離脱問題が一旦鎮静化に向かったことを踏まえて、それ以外の要因として①短期的な金利変動要因、②ECBの金融緩和と出口の二つから考えたい。

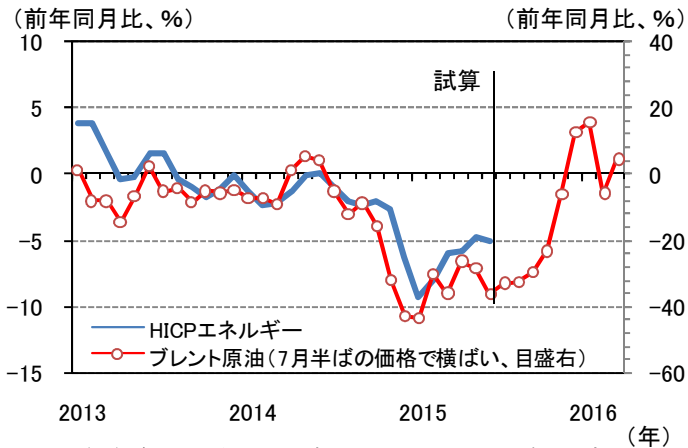
①短期的な金利変動要因

短期的な金利の動きにとって重要なのは、ユーロ圏のインフレ率に影響を及ぼす要因としての原油価格の動きと、賃金に対する見方であろう。

中国株価下落などで原油価格は6月半ばから再び下落しているが、それでも原油輸入価格の前年比マイナス幅はこの先縮小し、物価指数におけるエネルギーのマイナス寄与が剥落することでインフレ率全体を押し上げる。例えば、ブレン特原油価格を7月半ばから横ばい（1バレル＝56ドル）として原油輸入価格前年比を試算すると、足許で前年同月比▲35%程度のマイナス幅は急激に縮小し、年末から2016年初めにかけて一時20%程度のプラスに転じる。当然ながらこの先の原油価格、およびユーロドルレートの動きによって輸入価格前年比も変わるが、1バレル＝30ドル前半まで低下しない限り、前年比3～4割といった現在の下落率が維持されることはない。このため、原油価格の変化率はこの先のユーロ圏消費者物価上昇率を押し上げる要因になると見る。

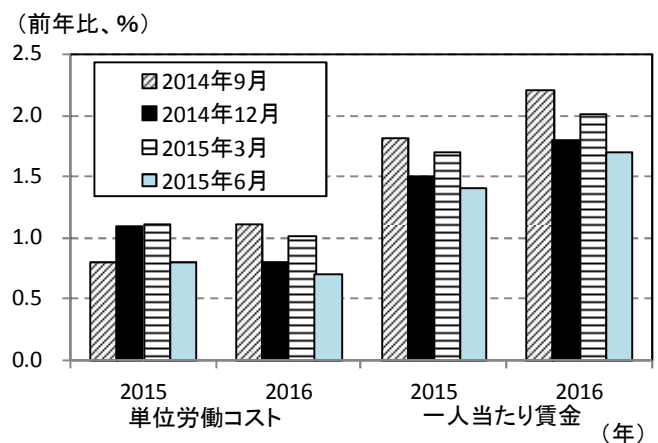
また、ECBのスタッフ見通しにおける2016年までの雇用コストと賃金の伸び率はここ1年ほど下方修正されてきたが、時間当たり賃金の伸び率が2015年1-3月期に高まったことを受けて次回以降のECB見通しが上方修正されれば、これも金利上昇要因となり得る(図表5)。

図表4 HICPエネルギーと原油価格上昇率試算値



(注)ブレント原油はユーロ建、ユーロレートは7月半ばで固定
(資料) CEIC、Bloomberg

図表5 ECBスタッフによる見通し



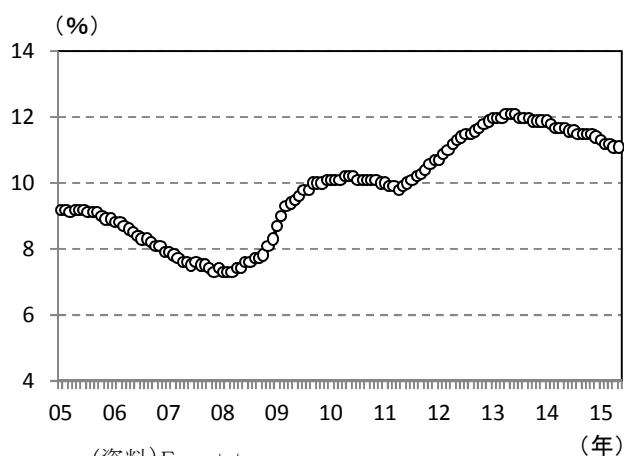
(資料) ECB

②ECBの金融緩和と出口に関する考察

一時的な動きに対する市場の反応とは別に、ECBが緩和と出口に向かう条件は何か。この点についてECBは何も示していないが、原油価格の振れといった一時的要因でインフレ率が+2%に近づいただけで出口に向かうとは考えにくく、重視されるのは物価のトレンドであろう。そして物価のトレンドを見る上で、英米でも度々言及されるのが経済全体の余剰生産力(スラック)であり、失業率が参照されることが多い。

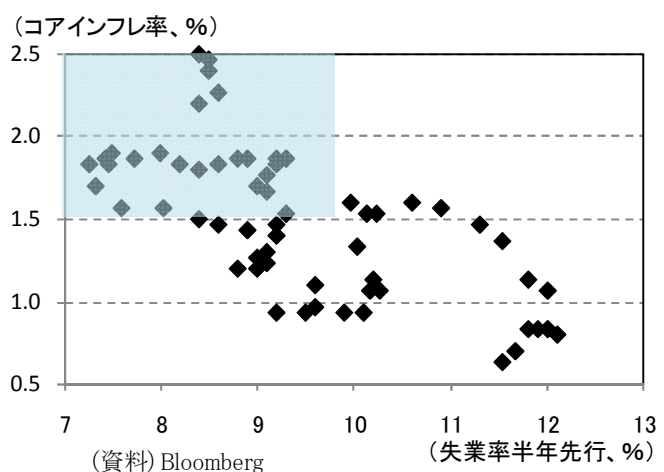
そこでユーロ圏の現状を確認すると、失業率はピークアウトしているものの2015年5月で11.1%となお高い(図表6)。そして失業率とコアインフレ率の関係を見ると、インフレ率がECBの目標である2%に近づくには、失業率が9%台前半まで低下する必要であり、これがECBの金融緩和が出口に向かう条件の目安と見ることができよう(図表7)¹。

図表6 ユーロ圏の失業率



(資料) Eurostat

図表7 ユーロ圏失業率とコアインフレ率の関係



(資料) Bloomberg

¹ ドラギ総裁はユーロ圏の構造失業率について、6月3日の記者会見で「自分が間違っていなければ9%前後だった」と述べている。

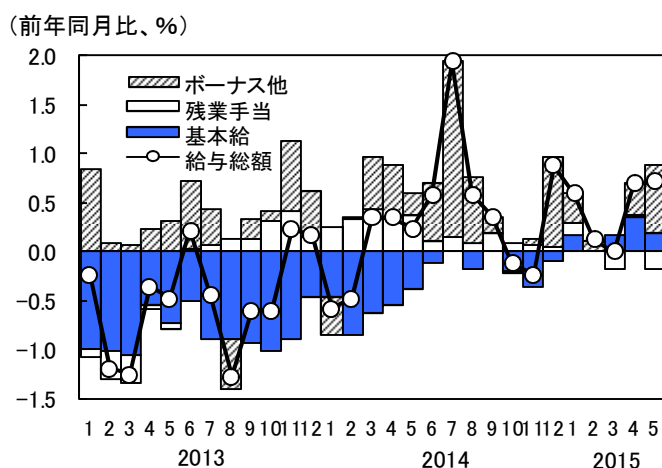
足許の失業率低下ペースは年間0.5～0.6%ポイントであるため、9%前半に達するには、まだかなりの時間を要する。2016年9月までは続ける予定とされるECBの量的緩和策(QE)は、この先失業率の低下ペースが速まらない限り9月以降も続けられる可能性があり、ドイツをはじめとするユーロ圏の金利は抑制される状況が続くだろう。

(2) 日本～依然遠い日銀物価目標、緩和拡大の可能性について

日本は、2015年5月の消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)が前年同月比+0.1%と、日銀が目標とする+2%には遠い状態が続いている。日銀は2016年度前半頃には+2%に達するという見通しを示しているが、この先の消費者物価上昇率は電気代の低下によってマイナスに突入することがほぼ確実であるため、+2%に達する時期が更に後ろ倒しになるという見方とともに、日銀の緩和再拡大に対する期待が強まるだろう。

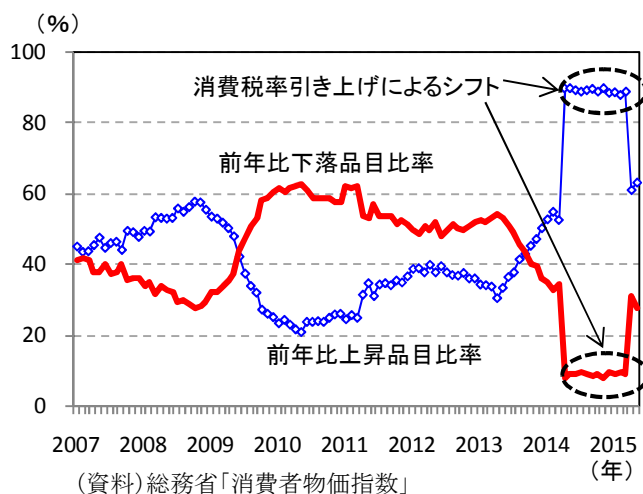
尤も日銀自身は、人手不足が続く中で一人当たり賃金の中核たる所定内給与伸び率がプラスに転じ、消費者物価指数の構成品目のうち前年比上昇品目の割合が高まっているという現在の流れが続く限り、「企業の価格設定行動をみても、付加価値を高めつつ販売価格を引き上げる動きが広がりつつある」、「(改善方向にある)物価の基調は変わっていない」といった判断を維持して、すぐには追加緩和に踏み切ろうとしない可能性もある(図表8、9)。

図表8 一人あたり賃金伸び率(日本)



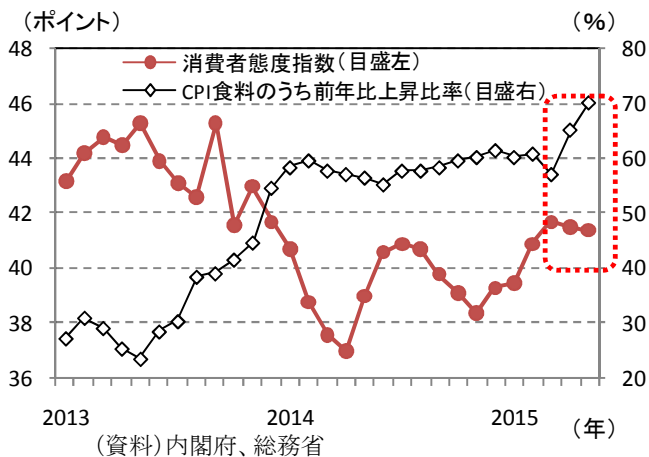
(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

図表9 CPIのうち前年比プラス品目の割合

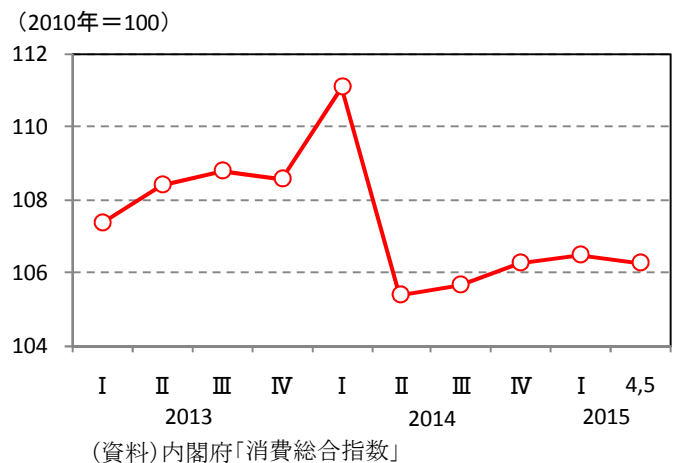


日銀が緩和拡大を決断するのは、目先の物価上昇率がマイナスに転落することよりも、企業の販売価格引き上げの動きが弱まることで国内の期待インフレ率が低下する懸念が強まる場合だろう。この観点から、企業の価格決定行動と消費者マインドの関係に注目しておきたい。企業が値上げを実施するケースが増えているのは食料品においても同じだが、タイミングを同じくして消費者マインドが頭打ちの動きを見せている(次頁図表10)。購入頻度が高い食料品価格上昇に対して消費者の防衛反応が強まっていることを示唆しており、所得環境改善が続くにもかかわらず足許の消費が弱い背景には、こういった要因が影響していると見られる(次頁図表11)。消費者マインドの低迷が続いて夏以降も消費が回復しなければ、企業が価格を引き上げる動きが次第に弱まり、日銀の金融政策判断を緩和方向に傾ける可能性がある。

図表 10 食料品価格上昇と家計マインド



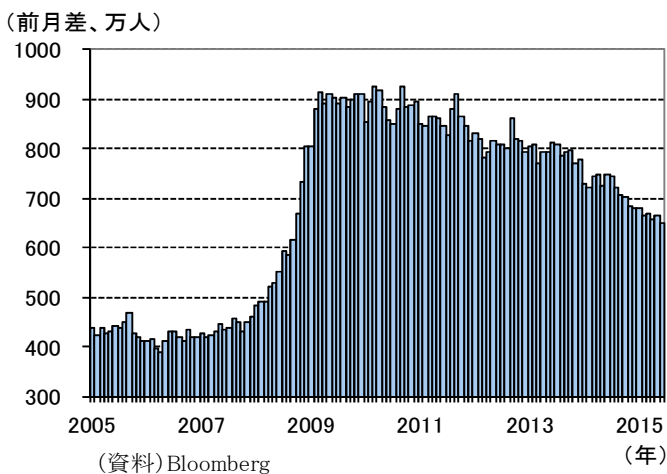
図表 11 実質個人消費指数



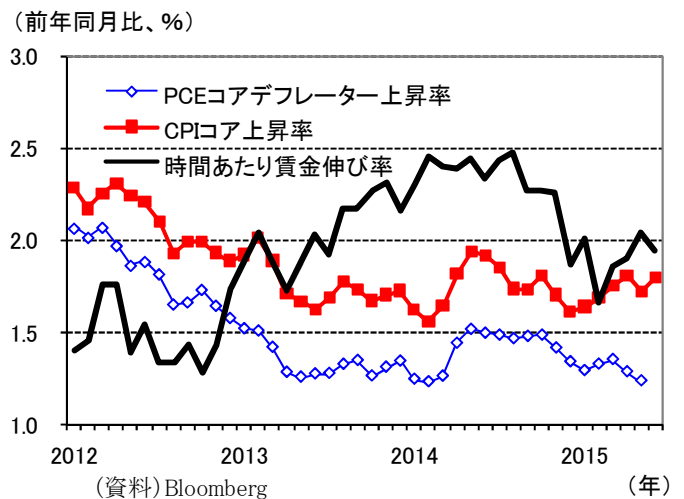
(3) 米国・英国 ～ 米国に加えて英国でも利上げが視野に

米国は6月失業率が5.3%まで低下するなど堅調な景気回復を続けるが、一時可能性が取沙汰された6月の利上げは行われなかった。物価の背景にある雇用賃金情勢に関してFRBは、不稼働労働資源が減ったとしながらも、非自発的な理由によるパートタイム労働者の数が依然多いことや、賃金伸び率が低いことを踏まえて「循環面での弱さが残っている」「労働市場には更なる改善の余地が残る」と述べた。足許のPCEコアデフレーター前年比が+1.2%と、FRBが中長期的なインフレ目標とする+2%にまだ遠いこともあって、6月の利上げに至らなかった(図表12、13)。

図表 12 非自発的な理由でパートタイム職に就く人数(米国)

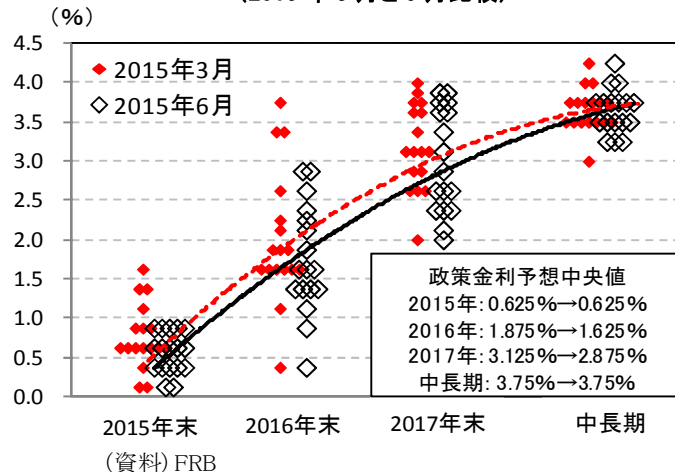


図表 13 米国物価関連指数の伸び率



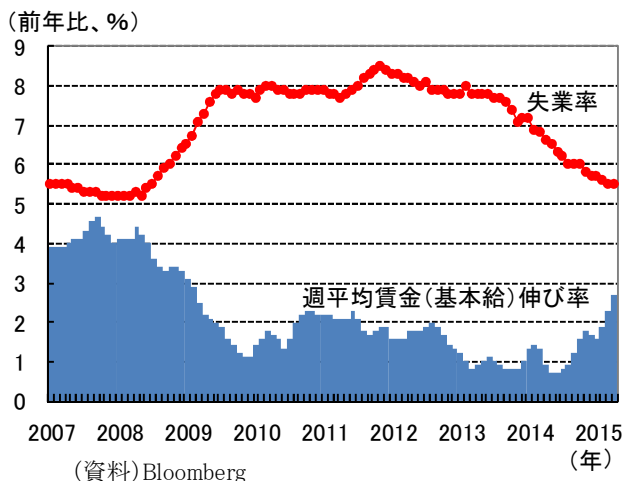
但し米国景気の堅調な回復が続く以上、徐々に利上げに近づいていると見るのが妥当だろう。6月のFOMC参加者の政策金利予想は図表14の通りである。2015年末予想値はやや下振れたかに見えるが、前回まで残っていた極端な強気派が足許の状況を踏まえて修正したためであり、中央値は0.625%のまま変わらず、2015年末までに2回の利上げが参加者予想の中心となっている。失業率低下が続く中、現在は前年比2%前後に留まっている時間あたり賃金上昇率が2%を超えて上昇していくことが確認できれば、年内にも利上げが行われよう。

図表 14 FOMC 参加者の政策金利予想
(2015年3月と6月比較)

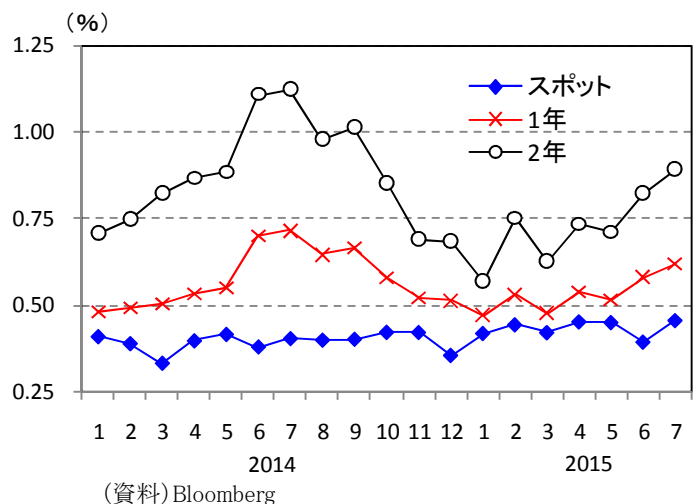


そして米国のみならず、英国でも利上げが視野に入りつつある。一時は米国よりも早いとも言われていた英国の利上げは、2014年度後半からのインフレ率低下で予想時期がかなり後ろ倒しになったが、ここに来て賃金伸び率が高まり始めたことを受けて、利上げの予想時期が前倒しになりつつある(図表 15、16)。

図表 15 英国失業率と平均賃金伸び率



図表 16 英国銀行間翌日物金利(SONIA)のスワップレート



3. まとめ ～ 日欧と英米間の金融政策スタンス拡大の影響

先に見たように、ユーロ圏も日本も大量の資金供給を伴う金融緩和が長期化すると見られ、米国に加えて英国でも利上げ観測が強まることで、日欧の経済ファンダメンタルズがさほど改善しなくとも一時的に長期金利が上昇したり、通貨に対して下落圧力がかかったりする可能性がある。

このようなグローバル環境で、円安が進んだ場合物価を押し上げるため、日銀の物価目標に近づくことで、緩和拡大の可能性は低下する。ただその一方、食料品中心とする物価上昇が個人消費を抑え、景気の足を引っ張る可能性もある。このような物価と景気のトレードオフに陥ると、日銀の金融政策は、為替レートとの兼ね合いで非常に難しい判断を迫られるだろう。

(経済調査チーム 花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。