

PRAEVIDENTIA WEEKLY (11月15日)

## 消されるべきヘッドライン

総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要

### 要約

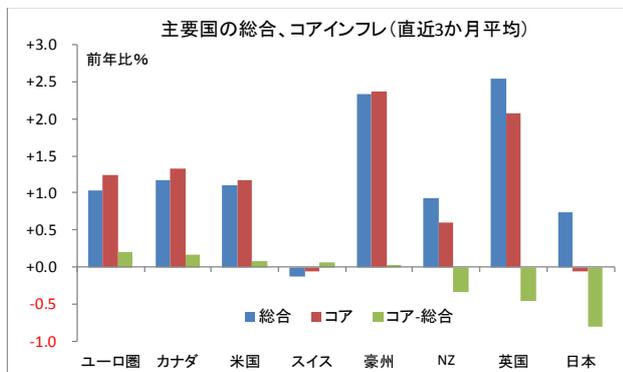
欧州のインフレ率急低下を契機に高まった世界的ディスインフレ懸念は行き過ぎで、むしろ一部の国で高まる住宅価格インフレの将来的な金融政策対応および為替へのインプリケーションの方が重要だ。資産価格バブルへの金融政策対応の考え方には、バブル崩壊後の悪影響を最小限に抑える「後始末」を重視する Fed 型と、バブル崩壊前に行動を開始すべきとする「風に逆らう」BIS 型があるが、既に住宅バブルに対応しつつあるニュージーランドは BIS 型といえ、対応開始当初の通貨高圧力は今後利上げ開始に向けて通貨安圧力に転換しつつある。他国でも、今後資産バブル対応が政策課題となると、どちらの対応となるかで為替へのインプリケーションは異なってくる。

### 世界的ディスインフレ懸念は行き過ぎ

ユーロ圏における HICP の大幅低下とその直後の ECB による利下げ、そして英国でもインフレ率が大きく低下したことを受けて、グローバルにディスインフレが進行しているのでは、との懸念が高まったようだ。もっとも、来年にかけて世界経済の成長率は加速する見込みとなっているほか (IMF の最新 WEO における予想では世界 GDP 成長率は今年の+2.9%から来年は+3.6%へ加速)、主要国のデータを仔細にみると、総合インフレ率 (ヘッドラインインフレ率) の前年比伸び率の低下がユーロ圏、英国や米国で大きいものの、低下の主因はエネルギーや食料価格の前年比伸び率の大幅低下で、そうした変動の大きい品目を除いたコアインフレ指標は最近殆ど横ばいで安定、伸び率自体も総合指数より高い場合が多い (下図を参照)。

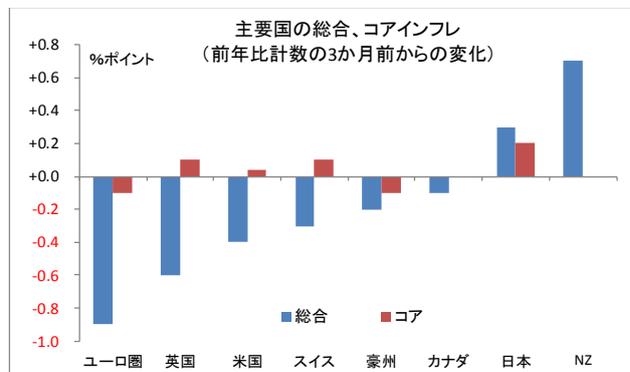
コア、すなわち基調的なインフレ率が安定しているにも拘らず ECB が迅速に行動した一因としては、ECB の物価安定目標がコア指数ではなく総合指数に結び付けられているからだ。一部の中央銀行が総合指数を重視する背景としては、一般の人々に対する説明のし易さや (アカウンタビリティ)、通常コア指数で除かれる品目は食料やエネルギー価格など、一般家庭の生活において「コア」な品目であるため除くのはおかしい、という面もある。逆にいえば、ECB がもし総合指数ではなくコア指数をターゲットに金融政策を遂行していたら、11月の利下げはなかったかもしれない。同様に、もし Fed がコア PCE デフレーターではなく総合 PCE デフレーターを重視して政策運営を行っていたら、追加金融緩和が検討されたかもしれない。つまり、足許の総合インフレの低下は食料やエネルギー価格など通常変動が大きく、本来金融政策でコントロールが困難な品目の低下による面が大きく、一部総合インフレをターゲットに金融政策を行っている中銀の政策対応には繋がったが、景気の悪化を受けたインフレ率の低下では必ずしもなく、世界的広がりも定かではない。

図表 1: 主要国の総合とコアインフレの差



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 2: 主要国の総合とコアインフレの変化

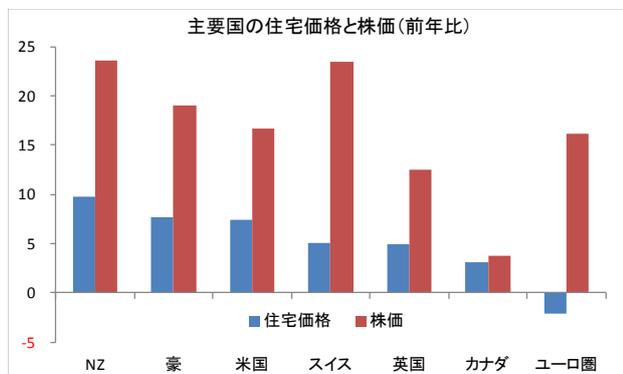


## むしろ重要なのは住宅インフレ

むしろ足許で問題となりつつあり、今後大きな問題となり得るのは、一般物価のインフレが低位に留まる一方で一部の国で資産価格が大きく上昇している点だ。住宅価格の前年比をみると、ニュージーランドで+10%、米国と豪州で+7%台、英国とスイスで+5%台と一般物価上昇率を大きく上回っている（図表3）。このうち、米国や英国ではリーマンショック前のピークには達しておらずバブル的というほどではないほか、住宅価格の上昇は資産効果を通じて消費を刺激する面があるため、英米中銀は見て見ぬふり（ビナインネグレクト）どころか、むしろ米国ではモーゲージ債購入を継続、英国では政府が住宅購入促進策を追加しているなど、住宅インフレを奨励しているのが実情だ。

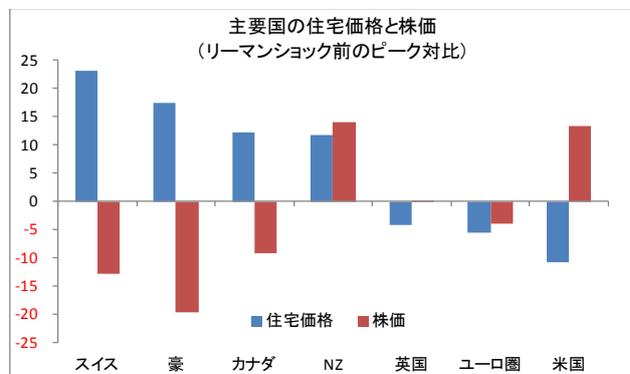
他方、リーマンショック前のピークとの対比という面では、スイスで20%以上上回っているほか、豪州で+17%、ニュージーランドやカナダで+12%と住宅バブルの様相を呈してきている国が出てきている。これらの国では、インフレ率が多少下がったからといって、資産バブルを助長するリスクを高める金融緩和を果敢に行うのは難しいだろう。RBAの利下げバイアス後退の背景の一因としても住宅価格上昇があるとみられる。こうしてみると、ユーロ圏では住宅価格前年比がマイナスで推移しており、インフレ低下に迅速な金融緩和で対応しても弊害が出にくい例外的な中銀であることが浮き彫りとなる（ユーロ圏の住宅価格動向については [11月ECB月報BOX 6](#) を参照）。むしろ追加緩和の理由づけが欲しかったECBとしては「願ったりかなったり」のヘッドラインインフレ低下だったのかもしれない。

図表3：主要国の資産価格（前年比）



（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

図表4：主要国の資産価格（ピーク対比）



## 「後始末」重視のFed型か、「流れに逆らう」BIS型か

資産価格インフレ・バブルが生じた場合に金融政策でどのように対応すべきかという問題は、古くから論争があるが決着がついていない。一つはFed型と呼ばれる、資産バブルはバブルだと断定するのは事前には難しく崩壊してからでないと分からないため、バブル崩壊後に果敢な金融緩和を行い悪影響を最低限に食い止めるべき、という「後始末（clean up the mess）」を重視するもので、もう一つはBIS型と呼ばれる、バブル崩壊後の悪影響の大きさを考慮するならば、資産価格バブル的要素が認識される場合にはバブル拡大を抑制するため事前に行動すべきという、「風に逆らう（leaning against the wind）」政策対応がある<sup>1</sup>。

現在のところ、特に住宅バブル的色彩が強まっているスイスやニュージーランドでは、銀行に対する規制を通じた対応策を取り始めている。またニュージーランドでは、既にRBNZが住宅市場の過熱に対応するため、来年入りの利上げの必要性を繰り返し主張してきており、バブル崩壊前に対応を開始しているという点で後者のBIS型対応を取ってきているといえる。

資産バブルへの金融政策対応の違いは、為替相場にも重要なインプリケーションを持つことになる。資産バブル膨張の未然阻止に重点を置くBIS型の場合、一般物価動向のみをみて行う場合よりも金融政策対応が早め・速めとなる傾向があり、そうしたスタンスがコミュニケーション政策上明確となる時点から通貨上昇圧力がかかる。今次局面ではニュージーランドがこれに当てはまる。但しニュージーランドでは来年初にかけての利上げ見通しは為替市場で既に織り込まれており、むしろ実際に利上げを連続して行っていく場合の資産価格の調整開始も早くなるとみられる。このため、利上げ開始時期頃からは、むしろ資産価格下落とその景気への悪影響およびその後の金融引き締め鈍化などを織り込み、通貨が売られ易くなるだろう。

<sup>1</sup> Fed型、BIS型（Fed view、BIS view）については、武田真彦著「[資産価格バブルとマクロ経済政策](#)」財務総合政策研究所編、などを参照。

他方、Fed 型の場合、一般物価が落ち着いている中で資産インフレが高まってゆく際、資産インフレが期待インフレへの影響を通じ一般物価に影響を及ぼさない状況では、一般物価動向を重視し金融引き締めが遅れがちとなるため、そうした国の通貨に対する当初の上昇圧力は BIS 型と比較して緩やかなものに留まるだろう。現在のところ、多くの国でまだ資産バブルが顕在化している訳ではないことから、どのような金融政策対応が取られるのか明確なスタンスが示されていないが、今後国によって Fed 型か BIS 型かが違ってくる場合、為替相場へのインプリケーションも異なってくる点を想起されたい。

#### ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。

ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。