

PRAEVIDENTIA WEEKLY (12月6日)

来年のマクロテーマ (2)

ポリシーミックスのバランスが崩れる時

＜要約＞

NZ、英国、スイス、カナダ、などにおいて、低インフレの一方で住宅価格上昇が顕著となるなど、来年にかけて金融政策運営が一層難しくなるとみられる。現在のところ住宅バブル対策として、通貨高をもたらす利上げを避けて、ブルーデンス政策の強化により対応し、市場の利上げ期待を受けた通貨高圧力には口先介入で対応するという、金融政策/ブルーデンス政策/為替政策のポリシーミックスが行われているが、来年はこれらの微妙なバランスが崩れ、為替相場にも影響が出てくる可能性がある。中では、NZ ドルは住宅バブル対応で利上げを急がざるを得なくなるとみられるが、それは逆説的に NZ ドルの下落に繋がるリスクが高い。他方、ポンドは、住宅価格上昇に対してはブルーデンス政策が取られるだけでなく、量的緩和縮小が開始される可能性もある一方、ポンド高の弊害が少ないため、上昇余地が大きいだろう。

金融政策以外の政策の重要性の高まり

ドル、円、ユーロを見ている限りは、現在のところ比較的単純に、金融政策動向とそれに影響する景気や物価動向をモニターしていれば問題ないが、NZ ドル、ポンド、スイスフラン、カナダドル、豪ドル、などでは、成長率やインフレ率は低位に留まる一方、住宅市場が過熱してきており、これに対し足許既に中銀が金融政策ではなく金融規制（ブルーデンス政策）を通じて住宅市場動向への対応を始めている国があり、また為替政策とも密接に関連してきている。最も顕著な例はニュージーランドで、過熱化する住宅バブル対応として金融政策で引締め（利上げ）が行われてもおおしくなく、実際 RBNZ は来年の利上げの必要性を繰り返しているが、まだ利上げ開始に踏み切れずにおり、ブルーデンス政策強化を通じた住宅市場沈静化に留まっている。これは、他国に先駆けた利上げが NZ ドル高に繋がるのを恐れているためで、また利上げの場合の住宅セクター以外の経済部門に対する悪影響も懸念し、為替に直接働きかけるため NZ ドル高牽制/NZ ドル安誘導の口先介入を行っている。

こうした住宅市場の状況と中銀の対応は英国やスイスでも既にみられており、今後カナダや豪州でもみられてくる可能性が高いだろう。こうした動きを纏めたのが3頁目の図表だが、来年にかけて状況が悪化し、これまで微妙な均衡を保ってきた金融政策/ブルーデンス政策/為替政策のバランスが崩れ、為替相場にも影響が出てくる可能性が高まるだろう。

NZ ドル：ブルーデンス政策から金融政策への進化で逆説的な下落へ

上述のように、RBNZ は一般物価の低インフレの中、住宅市場過熱に頭を悩ませており、通貨高をもたらす利上げを避けてブルーデンス政策を通じて住宅市場の過熱を抑制しようとしている。なお、RBNZ は NZ ドルが上昇すると利上げの必要性が低下するという発言を行い、利上げ期待を後退させ通貨上昇圧力も和らげる、といった微調整を続けているが、ブルーデンス政策強化や利上げによって抑制しようとしているのは住宅バブルであって、通貨高によっては代替できない（通貨高の住宅バブル抑制効果はあまりなく、むしろ海外投資家の NZ 住宅需要増加をもたらすリスクすらある）ため、持続可能なポリシーミックスではないかもしれない。

そうこうしているうちに、もし 10 月から開始された住宅融資規制の効果が小さいことが判明した場合、利上げに踏み切れざるを得なくなり、大幅かつ迅速な利上げであればあるほど、住宅市場の押下げ効果が大きくなり、住宅バブル崩壊・景気悪化が結果的に将来の NZ ドルの下落幅を大きくすることになる。住宅バブル的状况を経験している多くの国では、住宅バブル退治の必要性の強調よりも、崩壊への惧れを露わにしている国が多い。それは逆に、来年の RBNZ による利上げペースがゆっくりとしたものにしかならない可能性を示唆しており、市場の大幅利上げ期待が失望に終わるリスクを示唆している。いずれにせよ、現在 NZ ドルは実質実効相場でみて歴史的な高値水準にあるため、利上げでも上昇余地は限定的とみられる。NZ で必要とされている

利上げが、全般的な景気回復に沿ったゆっくりとしたものというよりは、住宅市場の過熱抑制のためのディフュージョンなものである面が強いことから、為替の反応は利上げ＝NZ ドル買い、という素直なものとならないリスクが高い（同様の議論を違った角度から捉えたものとして当社ウィークリーレポート「[消されるべきヘッドライン](#)」も参照）。

ポンド：上昇へのパーフェクトストーム形成中

英国も、住宅市場の過熱化の兆候が強まってきた中で、金融政策と同時にブルーデンス政策の重要性が急浮上しており、先般も毎月の金融政策委員会ではなく、[金融安定報告](#)公表時に住宅向け緩和策の終了が発表され、事実上の引き締め政策が行われるようになった。それだけでなく、金融安定報告では将来的に取り得る措置についても列挙されており、将来のブルーデンス政策面での引締め計画も公表されている。それでも住宅市場が拡大を続ける場合、住宅市場のみならず全般的に景気回復傾向が鮮明な中で、現在は殆ど議論が表面化しないBoEの量的緩和の縮小が議論されるようになり、英長期金利とポンドに上昇圧力が働こう。ポンドはバリュエーション面でも割高ではなく、またこれまでの長期的なポンド安でも貿易赤字が全く改善しなかった点を考慮すると、ポンド高になっても実体経済への悪影響が軽微なはずだ。デフレリスクも他国に比べ著しく低く、英国は現在通貨高を最も受け入れる包容力がある国と言えよう。

スイス、カナダ、豪州は住宅が通貨を動かし始めるのは時期尚早か

[スイス](#)は長期的にみて住宅価格高騰が著しい国だ。このため既に 2012 年からブルーデンス政策を通じた住宅市場過熱抑制が行われており、今年 9 月にも追加策が取られているが、今のところ住宅市場に明確な減速の兆候はみられないようだ。もっとも、インフレ率が非常に低く利上げをするような環境になく、為替政策の面でもスイス中銀はフランは依然として高いというスタンスを取っており、通貨高を容認する可能性はゼロだ。このため、来年もユーロ/フラン相場は 1.20 フランの下限が維持される可能性が高いだろう。

[カナダ](#)でも住宅バブル的色彩が強く、中銀も警戒姿勢を続けているが、最近のインフレ率低下によりカナダ中銀は声明で将来的な利上げの可能性を示唆しなくなり、タカ派度が後退している。また他国の例をみれば、住宅バブル対応には、まずブルーデンス政策面での規制強化が導入される可能性が高いだろう。為替に関しても、輸出セクター振興の必要性を強調しており、通貨安志向を続けている。但し積極的にカナダドル安誘導や利下げを行うとはみられず、当面はFOMCの資産購入縮小を受けた米ドル高に牽引された受動的なカナダドル安を目論んでいるとみられる。カナダ中銀が住宅バブル対策として金融政策に手を付け始めることができるようになるのは、米景気回復継続とFedの量的緩和縮小による米金利上昇を受けて一旦カナダドル安が進行し、カナダの輸出に恩恵が回り始めた後となりそうで、時期としては来年遅くとなろう。そこで初めてカナダドルも上昇に転じることとなろう（カナダ住宅市場の他国との比較に関しては当社ウィークリーレポート「[カナダ利上げは彼方先ではない](#)」を参照）。

[豪州](#)ではまだ住宅市場がバブルと呼べるほどには過熱しておらず、RBAも住宅市場の強まりを、今後予想される鉱業セクター投資の大幅減少からくる景気下押し圧力に対する相殺要因として、肯定的にみているようだ。また豪ドルについても、RBAは同じく鉱業セクター悪化に対して輸出セクターを振興するため、下落が必要だとのスタンスを続けており、執拗な豪ドル安誘導と金融政策の緩和バイアス維持が、来年の豪ドル安に繋がろう（当社ウィークリーレポート「[来年の豪ドル：通貨安の3つの要因](#)」も参照）。

図表：主要国のポリシーミックス

	経済情勢 (青は住宅好調評価、赤は住宅過熱警戒)	金融政策 (青は引締め、赤は緩和/バイアス)	ブルーデンス政策 (赤は規制強化)	為替政策 (赤は通貨安誘導)
NZ	景気 : 堅調、来年は3.0%成長予想。 一般物価 : 直近は+1.4%、+2.0%の目標を若干下回る。 住宅市場 : 価格上昇が続くバブル的状况。RBNZ声明文「住宅価格インフレ高騰により金融・物価安定が脅かされるのを望まない」	RBNZ声明文 「2013年はOCRを据え置くが、来年には利上げが必要とされるだろう」 (住宅バブル抑制のため利上げをしたいが、住宅以外のセクターへの悪影響が出かねない通貨高をもたらしことを恐れている模様)	住宅市場過熱抑制のため、今年10月1日より金融機関に対し住宅ローン融資規制を実施。不動産価値の80%を上回る融資を新規貸出の10%以下に制限(従来は約30%)。	RBNZ声明文 「NZドルは高水準に留まっており、貿易財セクターにとり逆風となっている」 「NZドルの持続的上昇はインフレ圧力低下に繋がり、将来的な利上げの時期や幅につき柔軟な対応を可能にする」
英国	景気 : 堅調、来年は2.3%成長予想。 一般物価 : 直近+2.2%、+2.0%の目標を若干上回る。 住宅市場 : BoE金融安定報告「住宅価格は前年比7%上昇、勢いを増し地域も広がっている。バリュエーションも2007年は下回るが歴史的に高水準で目先更に高まる」	政策金利は0.5%で据え置き。フォワードガイダンスで長期的に低金利維持を約束。3,750億ポンドの資産購入プログラムも維持。	来年から、FLS(貸出のための資金融資制度)の対象から住宅ローンを外し企業向けのみとする。将来取り得る措置として、政府の住宅購入支援策(Help to Buy)縮小勧告、住宅向け貸出に関する自己資本規制強化、住宅価値や所得に対するローン比率の規制勧告などを列挙(BoE金融安定報告)	特に言及なし
スイス	景気 : 来年は1.9%成長予想。 一般物価 : 足許は+0.1%、2.0%の目標を大きく下回る。 住宅市場 : SNB声明文「国内住宅・不動産市場では不均衡が更に拡大する恐れがある。SNBは状況を注意深く監視する」	3か月物LIBORの誘導目標を0.00-0.25%で維持、対ユーロでのフラン上限(1.20フラン)も維持。	2012年6月に住宅向け融資に対する自己資本規制を強化、更に2013年9月末より住宅関連資産に対する資本バッファを引上げ、従来の1%から2.5%程度へ引上げ。	対ユーロでのフラン上限(1.20フラン)を維持。SNB声明文「フランは依然として高い」
カナダ	景気 : 来年は2.4%成長予想。 一般物価 : 直近は+1.2%。BoC声明文「インフレは2%の目標を更に大きく下回っている」「インフレの下振れリスクが高まっている」 住宅市場 : BoC金融政策声明文「住宅セクターは想定より強い」「住宅市場のソフトランディングを予想」、BoC金融システムレビュー「住宅市場の一部でバリュエーションが過大となっており、供給過剰のサインがみられる」(6月)	BoC声明文 「現在の力強い金融緩和が適切」(9月まで声明文にあった、将来の金利正常化の必要性に言及した表現はそれ以降削除された)	特に具体策は取られていない模様。	声明で特に為替に言及はないが、「輸出・投資主導の成長への経済のリバランスが示されていない」とし、暗に通貨安志向を示唆している。
豪州	景気 : 堅調、来年は2.7%成長予想。 一般物価 : 直近+2.3%、+2.0-3.0%の目標のほぼ中間。 住宅市場 : RBA声明文「住宅市場はここ数か月更に強まった」RBA金融安定レビュー「最近の住宅購入の動きは将来の住宅価格に関する現実的な期待に基づいている」	RBA声明文 「現在の金融政策スタンスは適切」、RBA前回議事要旨「追加利下げの可能性を排除しない」	特に具体策は取られていない模様。	RBA声明文 「豪ドルは年初の水準を下回っているが、依然として不快なほど高い。更なる豪ドル安がバランスのとれた経済成長達成に必要とされる」

(注) 成長率予想は市場予想。声明等は特に断りがない限り各国中銀の最新の声明あるいは報告より抜粋。

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

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せようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できるとさ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。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
 金融商品取引業者(投資助言・代理業) 関東財務局長(金商)第2733号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641