

## カナダ中央銀行の思惑とは？：金融政策の微調整を解説

カナダ中央銀行(BoC)は、米ドルへの依存度を引き下げる最新の予想モデルやコア消費者物価(CPI)を計測する新たなインフレ指標など、過去数ヶ月間にわたり、意思決定の枠組みに幾つかの変更を加えました。本稿では、シニア・エコノミストのフランシス・ドナルドが、あまり認識されていないこれらの変更が重大であると考えられる理由をご説明します。



シニア・エコノミスト  
フランシス・ドナルド

- 過去数ヶ月間にわたり、BoC の意思決定枠組みに幾つかの重大な変更が加えられましたが、これらの変更についてはあまり認識されていません。
- BoC は、経済予測の際に米国・カナダ間の貿易関係の変化などの仮説を組み込まないことを繰り返し強調していますが、実際には米国の所得税および法人税減税を考慮して、米国とカナダの予想 GDP を共に引き上げています<sup>1</sup>。
- 非資源輸出に関する BoC の新しい予想モデルは、より幅広い実効為替レートを基準としているため、BoC の焦点は米ドルから他の主要貿易相手国の通貨に軸足を移しつつあります<sup>2</sup>。
- BoC は 3 つの新たなインフレ指標を設定したため、BoC が発するメッセージを分析する上では、これらすべてを考慮する必要があります<sup>3</sup>。BoC は、他の多くの中央銀行が使用している従来型の「コア CPI」のみにもはや依存していません。
- **BoC のポロズ総裁は、引き続きカナダの金融政策と米国の金融政策が大きく乖離することを示唆しており、これが 2017 年の主要テーマになると予想されます。**

### カナダ中央銀行の2017年の思惑

BoCが指標金利を0.5%に据え置きとした3月1日の政策金利発表声明<sup>4</sup>は、ポロズ総裁が任期中に行った声明のなかで最も短いコメントでした(筆者の計算では、ドッジ元総裁が2006年に行った声明以降で最短です)。この声明は、1月の声明で示された主要テーマを繰り返したただけであり、次回4月12日に見通しを更新する際に詳細な説明を行うことを示唆しています。

3月の短い声明は、BoCの同国経済への取り組みに関して、過去数ヶ月間にわたり行われた極めて重大な変更を伝えてはなりません。この意思決定の枠組み変更の一部は、米国の新政権が打ち出すと予想される政策案に起因するものですが、それ以外はBoCが将来の金融政策発展のために取り入れている新しい学術研究や新ツールに起因します。

本稿では、過去数ヶ月間にわたり、BoCの手法および考え方に加えられた最も重要な変更点をまとめています。これらの変更により、BoCは、米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げペースを加速させる場合でも、今年一杯そして恐らく2018年にかけて、政策金利を据え置くと予想されます。

<sup>1</sup> カナダ中央銀行: [Monetary Policy Report](#), 2017年1月

<sup>2</sup> カナダ中央銀行: [An Improved Equation For Predicting Canadian Non-Commodity Exports](#), 2017年1月

<sup>3</sup> カナダ中央銀行: [Renewal Of The Inflation-Control Target](#), 2017年10月24日

<sup>4</sup> カナダ中央銀行: [Press Release](#), 2017年3月1日

\*当資料に関する留意事項については、最終ページを必ずご覧ください。

## 米国の新政権について

ポロズ総裁は、11月以降、BoCが経済予測を行う際に「仮説を組み込まない」<sup>5</sup>ことを明確にしてきました。残念ながら、米国の新政権が打ち出す政策案の大半は依然として仮説であり、4月12日になってもまだ不透明であろうと予想されます。ポロズ総裁は、政策金利の決定に関する1月の記者発表において、金融政策委員会が「通商政策を懸念している...しかし、現時点でまだ不透明なことから、これを予測に組み込むことはできない」<sup>6</sup>と述べました。BoCは全力を挙げて、予見される米国の政策に関して広範囲にわたるシナリオを分析していると予想されます。しかし、仮説の詳細を公表することは、いかなる中央銀行の慣習にもなく、4月の金融政策レポートにおいて貿易リスクに関して多くの説明がなされるとは見ていません。要するに、米国の政策を巡る不透明感がカナダに波及しており、以下に示すようにカナダ経済政策不確実性指数が極めて高い水準に達していることは明確です。



出所:ブルームバーグ、マニユライフ・アセット・マネジメント、2017年2月

ただし、BoCの「仮説」ルールには1つの例外があります。BoCは、GDPの1.4%に相当する米国の個人所得税および法人税減税の実施を、1月時点の予想に実際に取り込んでいます。この減税措置もまだ仮説段階ですが、ポロズ総裁は当該政策の実施確率は高いため、と説明しました。この点は、重大な予想の変更です。というのも、BoCは2018年までの米国の予想GDP成長率を0.5ポイント引き上げているからです。また、2018年までのカナダの予想GDP成長率も0.1ポイント引き上げています。なぜ、カナダの経済成長への波及効果が限定的なのでしょう。カナダは、米国における法人税率引き下げがカナダの輸出競争力を弱めるという問題に取り組まなければならないからです。カナダは、債券利回りの上昇という現実にも直面しています。これは、もっぱら米国国債利回りの上昇が「輸入」された形であり、カナダ経済のファンダメンタルズを反映したものではありません。

**注目すべき点:** BoCは、上振れ要因のみを予想に組み込んでおり、通商政策変更の可能性など下振れとなり得る要因を組み込んではいません。これはBoCの今後の見通しに対する下振れリスクと思われる。

## カナダドルについて

昨今、カナダドルに関するBoCの論調に変化が生じています。1月以降、カナダドルの対通貨バスケットでの動向(対米ドル単独ではなく)について繰り返し言及しています。特に、BoCの懸念は、「輸出の伸びが、多くの通貨に対する米ドル高と同時に、最近のカナダドル高によって抑えられること」<sup>1</sup>にあります。

<sup>5</sup> ロイター: [Bank of Canada Head Says Can't Speculate On Trump Impact](#), 2016年11月11日

<sup>6</sup> カナダ中央銀行: [Monetary Policy Report Press Conference Opening Statement](#), 2017年1月18日

※当資料に関する留意事項については、最終ページを必ずご覧ください。

なぜこれほど米国以外の貿易相手国通貨に対するカナダドルを重視しているのでしょうか。BoCは1月に、非資源輸出に関する予想モデルを更新しました<sup>2</sup>。主な変更点は、カナダドルの実効為替レートの算定に関し、構成通貨の範囲を拡大した新たな通貨バスケットを採用した点です<sup>7</sup>。

新通貨バスケットでは、新たに11通貨を加え、米ドルの構成比率を76%から50%に大幅に引き下げています。一方、中国人民元およびメキシコ・ペソが、BoCの予想モデルにおいて一段と重要さが増すことを示唆しています(下表を参照)。

#### 新旧バスケットの通貨構成比率 (%)

通貨		新バスケット	旧バスケット
米ドル	USD	49.8	76.2
中国人民元	CNY	12.9	3.3
ユーロ	EUR	11.7	9.3
メキシコ・ペソ	MXN	7.8	3.2
日本円	JPY	4.7	5.3
韓国ウォン	KRW	2.3	
英ポンド	GBP	2.2	2.7
ブラジル・リアル	BRL	2	
インド・ルピー	INR	1.2	
オーストラリア・ドル	AUD	1.1	
スイス・フラン	CHF	0.9	
タイ・バーツ	THB	0.9	
マレーシア・リンギット	MYR	0.7	
スウェーデン・クローナ	SEK	0.6	
ノルウェー・クローネ	NOK	0.4	
ペルー・ヌエボ・ソル	PEN	0.4	
香港ドル	HKD	0.3	
合計		99.9	100

出所:カナダ中央銀行、2016年1月

もちろん、対米ドルレートが依然としてBoCにとって最も大きな位置を占めることには変わりませんが、BoCの発言や発表に先立ちカナダドルの貿易加重指数に着目することには、一定の価値があると思われます。結局のところ、通貨バスケットの見直しを行ったBoCの狙いは、カナダドルの米ドルとの強固な結び付きを見直すことではなく、非資源輸出とその牽引役(為替レート)にあります。

引き続き、BoCは必ずしもカナダドルが対米ドルで1.30~1.35より大幅に割安となることは望んではいないと思われます。BoCは、大幅なカナダドル安が (i) カナダの家計に痛みを与える食品等の価格上昇に繋がること、(ii) その3分の2が輸入されている機械・設備への企業の投資を抑制すること、(iii) 米国からの需要がなければ非資源輸出を大きく押し上げることはないこと、そして(iv) 競争力に関する長期的な構造問題を是正することにはならないこと、を認識しています。要するに、大幅なカナダドル安は、そのメリット以上に多くのコストを伴うと考えられています。

#### インフレについて

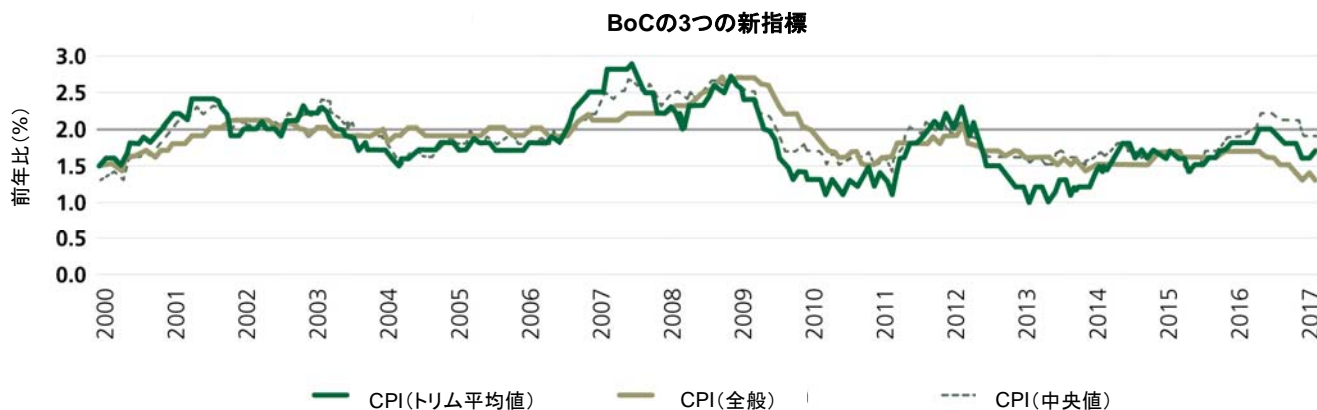
BoCは、コア・インフレ率の新しい3つの指標として、CPI(トリム平均値)、CPI(中央値)およびCPI(全般)の公表を始めました。なぜわざわざ複雑にするのでしょうか。シェンブリ副総裁は、2月9日に行ったスピーチの中で、新指標の意義として、

<sup>7</sup> カナダ中央銀行: [A New Measure Of The Canadian Effective Exchange Rate](#), 2016年1月

※当資料に関する留意事項については、最終ページを必ずご覧ください。

セクター固有のショックを受けにくくなること、持続的なインフレ動向を有効に捉えることができること、そして重要なマクロ要因—具体的にはGDPギャップとの関係を強めることを挙げました<sup>8</sup>。

また、シェンブリ副総裁は、CPI(全般)がこれらの基準を満たす最も信頼できる指標であると述べたことから、金融政策委員会はこの指標を若干優先するものと思われます。ただし、BoCはこれらのインフレ指標を幅広く考慮しているため、BoCの動向を分析する最善の方法は、3指標の平均と累積の動きを見ることにあります。利下げする場合には、3指標すべてが持続的に2%から乖離する必要があると思われます。



出所: ブルームバーグ、マニユライフ・アセット・マネジメント、2017年1月

BoCは、3月1日の政策金利決定において、3つのコア・インフレ指標を総合的に判断すると、引き続き経済に大幅な過剰生産能力があることを指摘しました。実際、3指標は現在、1.3%~1.9%のレンジ内(すべて2%未満)にあり、平均は1.6%です。しかし、BoCは、引き続きコア・インフレ率が2018年半ばまでに2%に戻る、すなわち政策目標圏内に入るとの予想を表明しています<sup>6</sup>。このような発言から、目先の利下げはないとみています。

### FRBおよび金融政策の乖離について

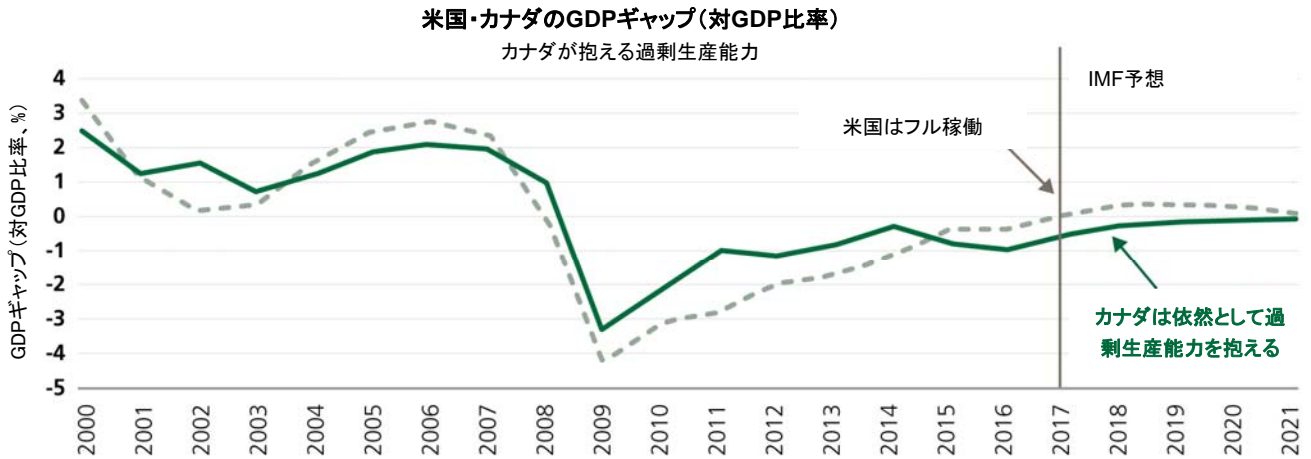
ポロズ総裁が繰り返している「金融政策の乖離をもたらすあらゆる要因が揃っている」<sup>9</sup>という発言や、1月の政策声明における「カナダ経済は、米国とは異なり、引き続き大幅な過剰生産能力を抱えている」<sup>10</sup>という指摘から読み取れるように、少なくとも2018年末までBoCが利上げを行うことはないと弊社では予想していますが、2019年にはその可能性があると見えています。つまり、カナダが利上げを開始するまでの間に、FRBによる5~6回の利上げが容易に想定されると言えます。

<sup>8</sup>カナダ中央銀行: [Speech – Getting To The Core Of Inflation](#), 2017年2月9日

<sup>9</sup>ポロズ総裁のCDハウ研究所での講演から引用、2016年11月28日

<sup>10</sup>カナダ中央銀行: [Press Release](#), 2017年1月18日

※当資料に関する留意事項については、最終ページを必ずご覧ください。



出所：ブルームバーグ、IMF、マニユライフ・アセット・マネジメント、2017年3月6日現在

なぜ、BoCはFRBにこれほど大きく遅れをとるのでしょうか。一言で言えば、原油価格の暴落後、両国経済が連動しなくなったからであり、カナダ経済の過剰生産能力の状態が解消されフル稼働に戻るには2018年半ば(BoCの試算による)または同年後半(IMFの試算による)までかかることが想定されるからです。一方、米国は既にフル稼働の状態にあります。

この米国とカナダとの乖離は、2017年の重要なテーマになるでしょう。

本資料は、Manulife Asset Management (US) LLC が作成した "Inside The Mind Of The Bank Of Canada: Policy Tweaks Explained" (2017年3月発行) をマニユライフ・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものです。

## [当資料に関する留意事項]

- 当資料は、マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」といいます)が、投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、特定の投資商品の推奨を目的としたものではありません。
- 当資料記載のデータや見通し等は、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報をもとに作成しておりますが、正確性、適時性を保証するものではありません。
- 当資料の内容およびコメントは資料作成時点における経済・市場環境等について当社の見解を記載したもので当該見解は予告なく変更される場合があり、将来の経済・市場環境の変動等を保証するものではありません。
- 各指数に関する著作権等の知的財産、その他一切の権利は、各々の開発元または公表元に帰属します。
- 投資信託のお申込みの際は、必ず最新の投資信託説明書(交付目論見書)で商品内容をご確認の上、ご自身で投資のご判断をお願いいたします。
- 当資料に関する一切の権利は、引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製はできません。

商 号 : マニユライフ・アセット・マネジメント株式会社  
登 録 番 号 : 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第433号  
加 入 協 会 : 一般社団法人 投資信託協会、  
一般社団法人 日本投資顧問業協会

 Manulife Asset Management™