

## カナダ中央銀行の最新の発言

カナダ中央銀行(BoC)の高官が6月12日に行ったスピーチを受けて、年内の利上げの可能性をめぐる憶測が広がっています。本稿では、市場に影響を与えている当発言を弊社のシニア・エコノミスト、フランシス・ドナルドが分析し、利上げ実施は2018年に実施される可能性の方が高いとのベースシナリオを維持する理由を説明します。



シニア・エコノミスト  
フランシス・ドナルド

カナダ銀行のキャロライン・ウィルキンス上級副総裁が6月12日午後に行った講演で予想以上にタカ派的なスタンスを示したことから<sup>1</sup>、市場では9月までに利上げが実施される可能性についての予想確率が6月9日の14%から6月13日午前には60%へと一気に上昇しました<sup>2</sup>。弊社はこの市場予想確率は比較的妥当であり、4月以降、カナダ市場で支配的であったミスプライシングは一部是正されると考えています。

しかしながら、筆者の見るところ、ウィルキンス上級副総裁が講演で述べた内容に新しい情報はほとんどありません。6月12日に取り上げられたテーマの多くは、BoCが「依然として利下げを検討中」とする姿勢<sup>3</sup>から「明確な中立」のスタンス<sup>4</sup>へ転換する中で4月以降に広く公表してきたことです。(おそらくHome Capital Groupの経営破綻懸念とNAFTAに関する最悪のリスク・シナリオの後退も材料として)市場は今ようやく、BoCの論調の変化を完全に織り込みつつあります。

ウィルキンス上級副総裁の講演は、BoCがこれまで表明してきた主な見解をさらに詳しく説明するもので、過去に述べた見通しが上振れするリスクについてこれまでよりも確信を強めている模様であることは間違いありません。以下は、BoCが発言の中で一貫して主張してきた5つのテーマを示した表です。これらのテーマのほとんどが、市場に影響を与えたウィルキンス上級副総裁の講演の中で重点的に取り上げられていました。

筆者は、今では2018年第1四半期の利上げが妥当なベースシナリオであると考えています。しかし、BoCの論調は今後数カ月間に「明確な中立」からより「タカ派的」な姿勢へと次第に変わる可能性があり、市場は年内の利上げを完全に織り込んで見られることに注意しなければなりません。ウィルキンス上級副総裁の講演での論調は、4月に始まったハト派からの漸進的な移行がまだ続いていることを示唆しています。

### カナダ中央銀行(BoC)の主なテーマ

BoCの主なテーマ	ハト派的		中立		タカ派的
カナダは原油価格の下落に起因する危機的局面を脱している					●
需給ギャップは縮小しているが、依然として過剰在庫を抱えている				●	
インフレは低水準であるが、運行指標である		●			
住宅問題はBoCの責任範囲外である				●	
不透明感(NAFTA、オンタリオ州の住宅市場)が広範囲に見られる	●				

出所: マニュアル・アセット・マネジメント、2017年6月13日現在

<sup>1</sup> カナダ中央銀行: [Speech – Canadian Economic Update: Strength In Diversity](#), 2017年6月12日

<sup>2</sup> ブルームバーグ、2017年6月13日現在

<sup>3</sup> フィナンシャル・ポスト: [Bank of Canada Governor Stephen Poloz Says Rate Cut Remains On Table](#), 2017年1月18日

<sup>4</sup> Market News International: [BoC's Poloz – Monetary Policy 'Decidedly Neutral' For Now](#), 2017年4月12日

前ページの表に示すように、可能性は利上げ先送りよりも利上げ前倒しの方が高まっていることが見てとれますが、BoCの見通しは米連邦準備制度理事会(FRB)のスタンス、オンタリオ州の住宅市場動向、NAFTA再交渉の行方に大きく左右されます。後者2項目については、今後3~6カ月間に明確となることは考えにくいでしょう。

## 1. カナダはオイル・ショックを脱している

- ウィルキンス上級副総裁は発言の中で BoC が発表した最新の月間活動指数(6月8日公表)に言及しました<sup>5</sup>。それによると、足元のアルバータ州の経済成長は全国的な経済活動水準と同等程度まで回復し、国内経済は「原油価格下落に対する調整」局面を脱しています<sup>1</sup>。
- これは驚くべきことではありません。雇用統計から小売売上高や企業景況感に至るまで、あらゆる指標がカナダは原油価格下落に起因する最悪の危機的局面を脱していることを示しています。5月に発表した短い声明の中で、BoCの金融政策委員会は「カナダ経済は原油価格の下落に対する調整局面が概ね終了し、足元の経済指標には明るさが見られる」との見解を明確に表明しました。
- 筆者が考えるところ、タカ派色を強めた6月12日の講演は、経済成長がかなり広範囲に及び、「70%以上の業種で景気は拡大局面にあるが、これは原油価格ショック以来の高い比率」<sup>1</sup>とするコメントが背景にあると思われる。BoC幹部によるこうした発言は、カナダ経済を原油と住宅市場の観点からしか見ていなかった市場関係者に希望を抱かせる材料になると思われます。ただし、繰り返しになりますが、この見方は新しいものではありません。BoCは5月に、労働市場の堅調さが「より広範囲に」広がっていると述べ<sup>6</sup>、4月の金融政策レポートでは「(カナダの)需要は構造的に拡大が予想される」と報告しています<sup>7</sup>。

## 2. 需給ギャップは縮小しているが、依然として過剰在庫を抱えている

- BoCの論調の最も重要な転換点は、4月にBoCが需給ギャップは2018年下期ではなく、上期に縮小していく見込みであるとする予想を発表した時点です<sup>7</sup>。この変更をBoCが前の数カ月(12月~1月にかけて)よりもハト派的スタンスを弱めた重要な兆候と見るべきであると弊社では考えてきました。
- ウィルキンス上級副総裁の発言は、平たく言えば「経済は成長基調が続き、理想としては成長がさらに広がる中で、金融政策委員会は現在実施しているかなりの規模の金融刺激策が依然として必要かどうか判断する」<sup>1</sup>という考えを示しています。これは、BoCがこの2カ月間に伝えてきた内容、つまり過剰生産能力は縮小しているため、金融政策はその点を考慮したものにならなければならないという趣旨をより単刀直入に(かつ市場が容易に理解できるように)表現したものです。
- 重要なことは、BoCが過剰生産能力はまだ解消されておらず、需給ギャップはまだ縮小していないと述べていることです。さらに、BoCは引き続き、過剰生産能力の縮小を妨げるものについても論じています。ウィルキンス上級副総裁の発言は、(i)住宅市場は減速する、(ii)住宅投資は鈍化する、(iii)輸出活動は低迷が続くという予想を強調しています。これは BoCの予想に重大な下振れリスクがあるため、まだ完全にはタカ派的スタンスをとらないというBoCの見解を表しています。さらに、BoCの次の動きとしては利上げの可能性が最も高いものの、即座に利上げに踏み切ることはないことも表しています。

<sup>5</sup> カナダ中央銀行: [Staff Paper – A Three-Frequency Dynamic Factor Model For Nowcasting Canadian Provincial GDP Growth](#), 2017年6月8日

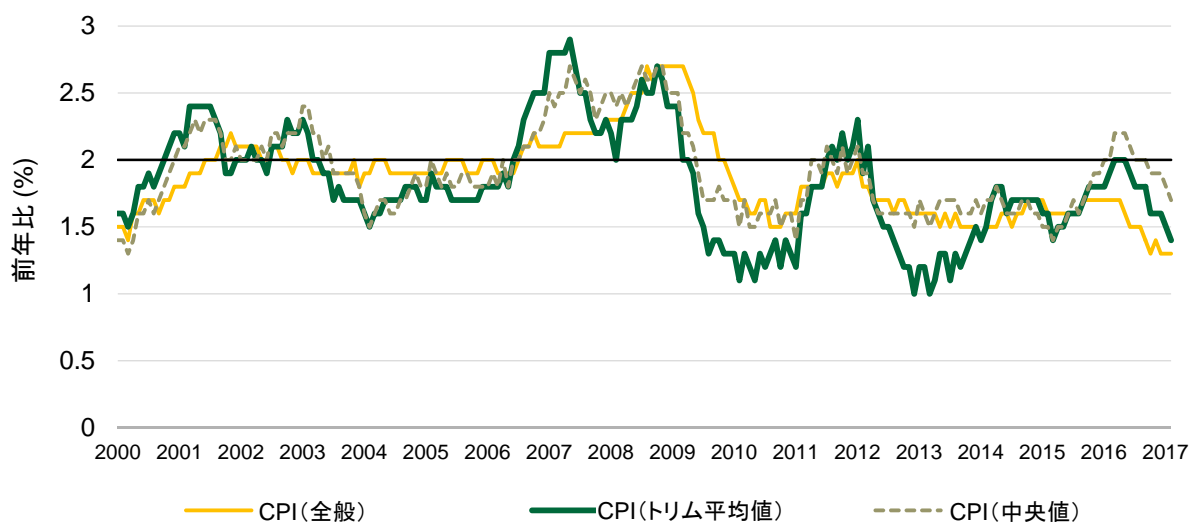
<sup>6</sup> カナダ中央銀行: [Bank of Canada Maintains Overnight Rate Target At ½ Percent](#), 2017年5月24日

<sup>7</sup> カナダ中央銀行: [Monetary Policy Report](#), 2017年4月12日

### 3. インフレは低水準であるが、遅行指標である

- 差し迫った利上げ(9月までの利上げ)が考えにくい第1の理由は、BoCが唯一のターゲットとするコア・インフレ率がこの1年近く低下傾向を示していることです<sup>2</sup>。

カナダ中央銀行のコアCPIの3指標：すべて低下



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4月30日現在

- これはハト派的スタンスを明確に表すシグナルと言えないでしょうか。その理由は、BoCがコア・インフレ率は遅行指標であることを継続して強調しているためです。BoCの分析によると、コア・インフレ率の指標は需給ギャップに2~5四半期遅行します。つまり、この指標は経済の先行きではなく、過去の経済状態について語る指標であるということです。ウィルキンス上級副総裁は6月12日の発言で、インフレ率の低下は「過去数四半期の供給過剰が遅行して表れていることにほかならない」ことを改めて強調しました<sup>1</sup>。
- 筆者の考えでは、**BoCは明確なタカ派的スタンスに転換する前に、少なくともインフレ指標が安定的に推移していることを確認する必要があると思われます。**ただし、ウィルキンス上級副総裁は「前方に停止信号が見えた場合、スムーズに減速できるようにアクセルを踏む足を緩め始めるでしょう。間際になって急ブレーキをかけなければならない状況は好ましくありません」と述べて、行動に踏み切るためにはインフレ率が実際に2%に達しなければならないとする考えを排除しました。同氏のこうしたコメントはサプライズではありません。世界のほぼすべての中央銀行はこうした先行きを見据えたフォワード・ルッキング・アプローチによる政策運営を行っています(カナダに関する筆者の私見では、BoCは政策につき比較的適切な隠喩を用いる傾向があります)。

#### 4. 住宅問題は BoC の問題ではない(主要な政策目標になることはない)

- ウィルキンス上級副総裁は講演の中で住宅問題に直接触れることはありませんでした。しかし、住宅市場のリスクについて6月の金融システム・レビューの質疑応答で言及しています<sup>8</sup>。経済指標のアップデート発表時に住宅問題に焦点を置いていないことと、ステファン・ポロズ総裁が住宅市場のコントロールは BoC の責任の範囲外である(すなわち、0.25%の利上げがオンタリオ州の住宅市場を鈍化させよう)と繰り返し発言していることから<sup>9</sup>、住宅問題は今後も BoC の主要な政策目標になることはないと思われます。
- BoC は住宅問題を2つの観点から捉えていると考えます。1つ目は金融システム安定化の観点です。BoC は6月の金融システム・レビューにおいて「金融市場のストレスにつながりかねない価格調整の生じる可能性が増えつつある」と注意喚起しています<sup>8</sup>。2つ目は成長の減速という観点と、住宅建設の減少及び雇用喪失(あるいはそのいずれか)により需給ギャップの縮小ペースが鈍化する可能性という観点です。
- しかし、BoC のアプローチでは、主に住宅問題を金融政策委員会にはコントロールが困難な外生的ショックとして扱っています。言い換えると、住宅市場に調整が生じた場合の経済成長に与えるリスクは認識しているものの、住宅市場調整に対する懸念自体が利上げを躊躇させる要因になることは考えにくいでしょう。

#### 5. 広範囲に広がる「不透明感」

- 「不透明感」という表現は、まさに BoC にとって米国の政策リスクを暗黙裡に表す表現のように思われますが、先頃導入されたオンタリオ州の住宅市場引締め策の効果も不透明な要素の1つであると考えています。「不透明感」という言葉は(米国大統領選の頃から)幅広く用いられ、BoC のハト派色の強さを継続的に示す最も重要なシグナルとされてきました。

ウィルキンス上級副総裁が6月12日に改めて強調したように、BoC は「将来を見据えて(フォワード・ルッキングに)」政策運営を行うことから、NAFTA 貿易に関する実質的なリスクおよびオンタリオ州の住宅市場動向がはっきりするまでは、BoC は(先行きについて)強い確信を持つことはないと考えます。

ウィルキンス上級副総裁は講演の中でこう述べています。「(米国の政策について)より詳細な情報が得られるまで、現在提案されている政策変更の影響をより正確に判断することは難しいでしょう<sup>1</sup>。しかし時間は流れ続けており、そうした中で意思決定をしなければなりません<sup>1</sup>。しかしながら、大幅な下振れリスクと外生的ショックの可能性が依然として高いことから(加えてインフレ率も低下傾向にあることから)、7月はもとより、9月の利上げすら予想することは極めて困難です。

本資料は、Manulife Asset Management (US) LLC が作成した "The Current Bank of Canada Narrative" (2017年6月発行) をマニュアル・アセット・マネジメント株式会社が翻訳したものです。

<sup>8</sup> カナダ中央銀行: [Financial System Review](#), 2017年6月8日

<sup>9</sup> Globe And Mail: [BoC's Poloz Issues Warning About Speculation In Toronto Housing Market](#), 2017年4月12日

## [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™