

みずほマーケット・トピック(2014 年 2 月 4 日)

ECB 理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～

2月のECB理事会は現状維持を予想。予想を立てるうえでの最大のヒントは、ドラギECB総裁が1月理事会後の会見で口にした「我々が行動に至る2つのシナリオ」であり、具体的には①「短期金融市場の正当化されない引き締め」と②「インフレの中期見通し悪化」である。この①と②に加え、③ユーロ相場の動きを踏まえて考察するのが基本。①と③は現状維持を支持する一方、②は追加緩和を支持するのが現状。但し、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の下振れにしても、12月スタッフ見通しの範囲内であり、ECBにとって想定外と言えるかは疑問。もちろん、そうした客観的な予想を覆してこそ「ドラギマジック」でもある。政策金利引き下げや預金金利のマイナス化といった策に手をつける可能性は低いにしても、フォワードガイダンスの強化程度ならば可能性は残る。直近のECB高官発言からはむしろユーロ圏経済の上振れリスクが聞こえている状況。

～ドル/円の押し目買い好機が続く～

昨日の為替市場ではドル相場が急落する展開。米1月ISM製造業景気指数が前月の56.5から51.3へと急落し、米景気への不安が俄かに台頭している。NYダウ平均も昨年6月以降で最大の下げを記録しており、ドル/円は一時100.77円と昨年11月22日以来の101円割れとなっている。ISM製造業景気指数の大幅低下は新規受注項目の急落(64.4→51.2)に引っ張られたもので、寒波の影響との評価がもっぱらである。雇用項目の低下(55.8→52.3)も見られているため、今週7日(金)の米1月雇用統計も12月分のような大幅下振れとなる可能性があるが、それが米経済の地力とも言い難い。いずれにせよ、こうした混乱は特にドル/円にとっては押し目買いの好機と考えたい。

～3つの要素で判断する「次の一手」～

ところで、今週は7日(金)の米1月雇用統計のほかに、6日(木)のECB理事会も注目される。今回は現状維持を予想したい。予想を立てるうえでの最大のヒントは、ドラギECB総裁が1

1月のECB理事会当日からの変化

		1月9日	2月4日	政策への含意
①	EONIA	0.156	0.140	現状維持
②	HICP	0.8	0.7	追加緩和
③	ユーロ/ドル	1.367	1.353	現状維持

(資料)筆者作成

月理事会後の会見で口にした「我々が行動に至る2つのシナリオ」であり、具体的には①「短期金融市場の正当化されない引き締め」と②「インフレの中期見通し悪化」である。この①と②の2つに加え、③ユーロ相場の動きを加味することでECBの政策運営を考察する姿勢が基本となろう(表)。

まず、①に関しては、ユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)の動きに注目することになる。これは政策金利(0.25%)を大きく超過していた1月の一時期に比べれば、足許では大分落ち着いている。①「短期金融市場の正当化されない引き締め」の条件を持ち出した1か月前に比べても、EONIAは低下しており(本稿執筆時点で0.140%)、この点は現状維持を示唆していると考えられる。

また、②についてはユーロ圏1月消費者物価指数(HICP)が前年同月比0.7%上昇とさらに減速し、2%どころか1%割れが常態化してしまっている。この点を額面通りに捉えるならば、追加緩和を予想することになる。しかし、コアベースでは前月から若干持ち直しているため(同0.7%上昇→同0.8%上昇)、悲観一色とも言えない。何より、昨年12月に示されたECBスタッフ見通しでは2014年のHICP予想レンジが「0.6%～1.6%(中央値1.1%)」とされており、今年前半に1%を割り込むことは想定範囲内と推測される。確かに、1月HICPは弱かったが、それは昨年11月のサプライズ利下げや12月及び1月のフォワードガイダンス強化で対応済み、と読むのがフェアだろう。

また、昨年11月以降、ECBの金融政策では③ユーロ相場の動きも重要になっている。この点、ユーロ/ドルは前回理事会当日(1月9日)に1.3670(ブルームバーグ終値、以下同)だったものが、足許では断続的に1.35を割り込む場面も見られており、明らかに現状維持を支持する。なお、昨年12月時点のECBスタッフ見通しにおける想定為替レートは1.34であり、概ね最近の水準と一致する。

以上、①～③の判断材料に基づく2勝1敗(①&③は現状維持、②は追加緩和)で現状維持が支持されるという印象である(※但し、②のHICP下振れはスタッフ見通しの範囲内)。残りカードが確実に少なくなっていることも踏まえれば、今回敢えて踏み込んだ決定に至る可能性は低いと考えたい。また、昨日の本欄でも議論したが、1月に入ってからユーロ圏の経済指標を整理するとPMIや銀行貸出調査などの重要なソフトデータは改善しており、例えば製造業PMIなどは2年8か月ぶりの高水準をつけている。それ以外にも、欧州委員会発表のユーロ圏1月景況感指数なども明確に改善しており、足許のユーロ圏経済がマインド面で上向いていることは間違いない。最重要指標であるHICPやマネーサプライ(M3)が悪化しているという難しさはありながらも、こうしたマインド指標の改善が現状維持の材料とされる可能性もあろう。

今後、追加緩和に踏み切るのであれば、せめて来月3月6日の会合後に発表されるスタッフ見通しの改定を経て、2015年HICP見通しが下方修正された後まで待つのが妥当ではないか。

～状況は昨年11月と酷似～

もちろん、以上のような客観的でフェアな予想を覆してこそ「ドラギマジック」でもある。思い返せば、スタッフ見通しを翌月に控えるタイミングでHICPが予想外に下振れるという構図はサプライズ利下げに踏み切った昨年11月会合と同じである。先手を打ったうえで、3月スタッフ見通しの下方修正を対応済みとしてしまう処理はいかにドラギ総裁らしい。

そう考えると、政策金利の引き下げや預金金利のマイナス化といった具体策に手をつける可能性は低い(ゆえに現状維持である)にしても、「手ぶら」という可能性も低いだろう。昨年12月ないし今年1月の理事会では現状維持を貫きつつも声明文の微修正を行い、フォワードガイダンス政策の強化を行っているが、これは結局、そうしたリップサービス以外に採れる手段が無いことの表れであり、今回の理事会でもこうした「やりやすい一手」を選択する可能性はある。例えば、HICP「2%」にリンクさせる格好でよりフォワードガイダンスのコミットメントを強化する展開などが考えられる。それ以外では、毎週行われている旧・証券市場プログラム(SMP)購入債券に対する不胎化オペをストップさせる(流動性を供給する)ことなどもユーロ相場に対しアナウンス効果を持つかもしれない。しかし、繰り返しになるが、ユーロ/ドルがスタッフ見通し並みに下がってきていることを踏まえると、そのアナウンスメント効果も現時点ではさほど求められていない。

～過去 2 週間の ECB 高官発言～

そのほか、「次の一手」を考える上で参考に成り得るECB高官発言をまとめると、以下のようなものがあった(以下、ブルームバーグより抜粋)。数が多いので過去2週間に絞ってみたい:

- クーレECB理事: デフレリスク顕在化ならECBには行使できる手段がある(1月31日)
- ノワイエ仏中銀総裁: ユーロの上昇はECBの物価安定目標に逆らう動きである(1月29日)
- ノワイエ仏中銀総裁: 新興国市場での混乱の影響で欧州の景気回復が軌道を外す可能性は低い(1月27日)
- バイトマン独連銀総裁: 政策金利を必要以上に長く低水準に留めるべきでない。物価安定へのリスクが生じた場合、われわれは遅滞なく利上げに踏み切ると市民が信頼できるようになる必要がある(1月27日)
- クノット蘭中銀総裁: 追加措置を講じるためには悪影響を及ぼす衝撃が前提条件となるが、現時点ではそのような状況は認められない。(中略)経済指標では最近予想外の上振れが示されている。(1月24日)
- ドラギ総裁: 緩和的な金融政策が最終的に実体経済に浸透しつつある状況が見られる。現在は低インフレだが、目標に徐々に戻るだろう。デフレを幅広く、自己増強的な持続的物価下落と定義するなら、われわれはそれを目にしていない(1月24日)
- ビスコ伊中銀総裁: 金利は低い、必要ならさらに引き下げること可能だ(1月24日)
- ノボトニー・オーストリア中銀総裁: ユーロ圏経済は下振れリスクより上振れの方が大きい(1月21日)

特に下線を引いた発言ではユーロ圏経済の上振れリスクが言及されており、追加緩和に踏み切るような心境には見えない。ノワイエ仏中銀総裁のユーロ高牽制とも受け取れる発言は気掛かりだが、上述したように足許でユーロ相場の騰勢は一旦落ち着いている。しかも、そのノワイエ仏中銀総裁自身も足許の新興国混乱がユーロ圏に与える影響を深刻視していない様子であり、今週の会合で追加緩和を主張するようには見えない。総じて、今回は現状維持の可能性が高いように思えるだけに、ここでの追加緩和は再び「マジック」として市場にショックを与えることになるだろう。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ率は10～20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に傾き過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かし」のパターン)を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いのか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそう新興国通貨は…～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はデイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について