

みずほマーケット・トピック(2014年4月1日)

ECB 理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～

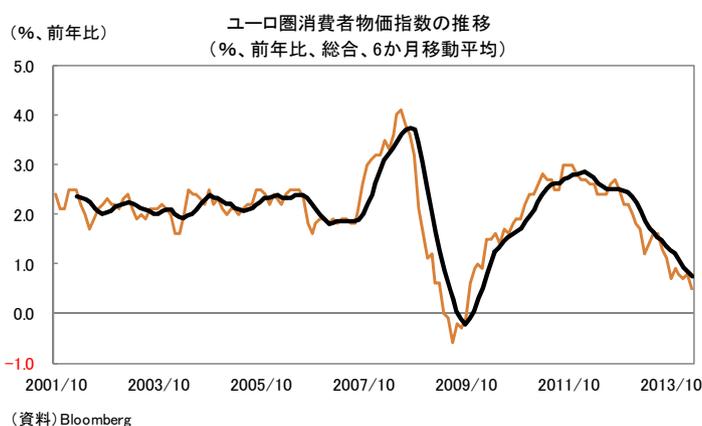
4月 ECB 理事会は現状維持を予想する。だが、過去1か月間で相次いだ ECB 高官によるユーロ相場への露骨な口先介入を踏まえると、前回理事会と違い、追加緩和への市場期待を繋ぐことも忘れないだろう。バイトマン独連銀総裁、ラウテンシュレーガー ECB 理事、リーカネン・フィンランド中銀総裁等、タカ派色の強いメンバーがこぞって追加緩和を示唆し始めた動きからは、口先介入によってユーロ相場を押し下げ、デysinフレ圧力を和らげようとする本音が透けて見える。但し、「期待」を煽った分は必ず後で「成果」を求められるのが市場の常であり、それは ECB も承知しているだろう。遅かれ、早かれ ECB は「いつ利下げするか」というコースを自ら選択した格好である。なお、3月 HICP の低下はイースター休暇に絡んだ一時的な動きと整理されるのではないか。

～現状維持:3月HICPは一時的な動きとの整理～

4月 ECB 理事会は現状維持を予想するが、過去1か月間で相次いだ ECB 高官によるユーロ相場への露骨な口先介入を踏まえると、前回理事会と違い、追加緩和への市場期待を繋ぐことは忘れないだろう。但し、マジックを見せるなら今がベストタイミングにも思え、リスクシナリオとして0.15%の利下げは想定する価値がある。

注目されたユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)は前年同月比0.5%上昇と低めを見込んでいた市場予想の中心(同0.6%上昇)を更に割り込み2009年11月以来、4年4か月ぶりの低水準となった。しかし、昨年3月は早めのイースター休暇が重なっており、物価が上振れていたという特殊要因がある。恐らくイースター休暇を挟む今年4月に関しては逆にHICPが1%付近まで加速する可能性があるため、

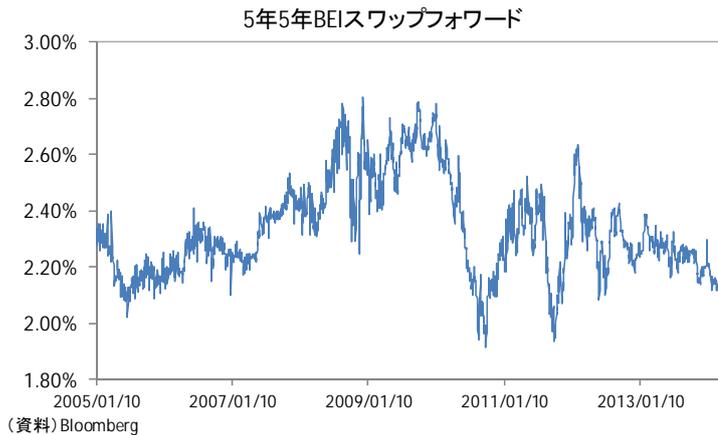
ECB 理事会としては3月 HICP の下振れを一時的な動きと整理するのではないか。そもそも2月理事会であれだけ追加緩和の前振りをして、3月を現状維持でスルーし(それによりユーロ高を誘発し)、4月に緩和を行うというのは理屈が立たないだろう。



～但し、マジックを見せるなら今～

ただ、今回緩和を行えば、「3月 HICP 減速→4月理事会でサプライズ緩和→4月 HICP 加速」という展開を演出できることは確実であり、市場期待を支配するという点では、今のタイミングで緩和を打ち込むのは悪くない戦略にも思える。マジックを見せるなら今、である。リスクシナリオとしてサブラ

イズ緩和、恐らくは政策金利(主要リファイナンスオペ金利)の0.25%から0.10%への引き下げなどは念頭に入れる価値がありそうである。なお、日本化を問われた際、ドラギECB総裁の恒例の反論となっている「ユーロ圏の期待インフレ率は(日本と違って)アンカーされている」という主張も足許では雲行きが怪しくなっている。ECBの重視する5年先5年物ブレイク・イーブン・



フォーワードレート(5年先の5年期待インフレ率、図)は2%付近まで低下しており、これはリーマンショック直後やギリシャショック直後の状況に近い。足許、そうした強力な外的ショックが生じているわけではないが、じわじわと実体経済の体温が下がっている分、そうしたショックが生じていた時に比べて、反動的な戻りは期待し難いように思える。

なお、インフレ率が下がっているのは南欧を筆頭とする危機経験国だけではない。ドイツも例外ではなく、先週28日(金)に公表されたドイツ3月消費者物価指数(CPI)は同0.9%上昇まで減速している。3月理事会後の記者会見でドラギ総裁は、低いインフレ率に関し「危機国における相対的な価格調整も含まれている」と述べ、前向きな側面を主張していたが、ドイツの物価が下がっている以上、この理屈はあまり強調しない方が良さそう。

～バイトマン発言の真意とは・・・～

4月理事会について現状維持を予想するにあたって、気掛かりなのは3月に相次いで見られたECB高官発言の捉え方である。以下、主だったものを紹介する:

- ラウテンシュレーガーECB理事:「例えば中銀預金金利をマイナスにすることもできる。少なくとも選択肢の1つになる。われわれが注視している根本的な要因によってこうした措置が必要とされるかどうかだ」(3月10日、ロイター)
- クノット・オランダ中銀総裁:「私の見解では、われわれはまだ金利の下限ゼロに達していないし、マイナスの中銀預金金利も可能性の一つとして排除すべきではない」(3月13日、ブルームバーグ)
- バイトマン独連銀総裁:「ユーロ高がインフレ見通しに及ぼす影響に対処したいのならば、マイナス金利がほかの手段よりも適切に見える」(3月25日、ブルームバーグ)
- バイトマン独連銀総裁:「量的緩和(QE)プログラムが一般論として論外だということではない」(3月25日、ブルームバーグ)
- リーカネン・フィンランド中銀総裁:「マイナス金利の是非はもはや論争の的ではなくなっている(≒望ましくない副次的影響は心配されていない、ということ)」(3月26日、WSJ日本語版)

タカ派筆頭のバイトマン独連銀総裁が QE やマイナス金利を支持するような発言を行ったことが話題になったが、それ以外にも同じく独連銀出身のラウテンシュレーガー理事やリーカネン・フィンランド中銀総裁といったタカ派色の強い高官がこぞってマイナス金利を仄めかしている。

特に、バイトマン総裁の発言の真意が知りたいところだが、筆者は敢えて先手を打ったのではないかと考えている。同インタビューでバイトマン総裁は「われわれはここで仮説に基づく筋書きを話しており、差し迫った決定について話しているのではない」と述べており、この仮説とはさらなるユーロ高の進行に伴うデイスインフレ圧力の増大そして輸出競争力の劣化を指していると思われる。同時に、恐らく現状程度のユーロ/ドル相場水準であれば、この「仮説に基づく筋書」には相当しないだろう。こうしてバイトマン総裁やラウテンシュレーガー理事などのブンデスバンカー派がユーロ相場への口先介入を続ける限り、「ユーロ高→デイスインフレ」の経路を緩めることができる。現に、バイトマン総裁のこの発言が報じられて以降、ユーロ/ドルの水準は切り下がったままである。

もちろん、こうして事前に防衛線を引く手法を採った場合、ユーロ/ドルが 1.40 の大台を超えたり、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)が0.5%を割り込んだりするようなことがあれば、市場は即、「仮説に基づく筋書」を連想し、緩和催促を強めるだろう。

～「緩和から逃れられないコース」へ自ら踏み込んでいくECB～

それにしても過去 1 か月間の ECB 高官発言には為替相場に関するものが多かった。上述のバイトマン総裁の発言だけでなく、当のドラギ総裁自身もユーロ高に関し直接的な懸念を表明している。以下、為替関連の発言を紹介する：

- ノワイエ仏中銀総裁：「(ユーロ相場は)経済発展とインフレ動向に極めて重要な要因だ」(3月10日、ブルームバーグ)
- ドラギ ECB 総裁：「フォワードガイダンスは想定対象期間において実質金利の低下を招くため、政策スタンスの事実上の緩和になる。他の条件が同じであれば、為替レートへの下押し圧力となる。為替レートは物価安定を考える中でますます重要になってきている」(3月13日、ブルームバーグ)
- マクチ・スロバキア中銀総裁：「ユーロは年末までに下落する可能性があるとみている。デフレリスクが高まっていることをわれわれは認識している。デフレ環境に陥ることを回避するための追加措置を準備しているのはこのためだ」(3月25日、ブルームバーグ)
- リーカネン・フィンランド中銀総裁：「為替相場のせいでインフレが低下すれば、ほかの要素と共に考慮する1つの材料となる。われわれは為替相場に目標を設定していないが、物価安定は ECB の使命だ」(3月26日、WSJ 日本語版)
- ドラギ ECB 総裁：「為替レートは政策目標ではないが、物価安定にとって極めて重要で、(経済)成長にとっても重要性が非常に高い。このため、われわれは為替レートの動向を注視している」(3月26日、WSJ 日本語版)

少なくとも中央銀行総裁が自身の管理している通貨について「注視している」と発言することは本来かなり重いことであるし、政策委員会のメンバーの 1 人が「年末までに下がると思う」と為替レートに

予断を与えることなど普通は有り得ない(例えば円高局面で黒田・日銀総裁が同じことを発言すれば円相場は急落するだろう)。こうした露骨な口先介入を受けてもユーロ相場が急落していない背景は判然としないが、昨年来、同様の発言が繰り返されてきたことで相場に「慣れ」が生じてしまっている感もある(2013年2月理事会でドラギ総裁が初めて上記と同様の発言を行ったときは大きなユーロ売りが生じた)。ただ、既に述べたように、こうしたドラギ総裁やバイトマン総裁といった有力高官による牽制発言を受けて、ユーロ相場の水準が低めに誘導されている面は否めない。だが、構造的な通貨高圧力に対する口先介入がいつまでも効果を持ち得ないことは円が示してきた通りであり、どこかで具体的なアクションを強いられる可能性は非常に高い。ECBは「緩和から逃れられないコース」に自ら入っている気がしてならない。

なお、バイトマン総裁は今年1月16日の講演『2014年見通し(Outlook for 2014)』¹の中でユーロ圏の日本化シナリオを強く否定したが、その理由の1つとして「危機後、ユーロは円のように通貨高になっていない(それゆえに輸入物価の低下を通じたデフレ圧力も限定的)」といった事実を指摘していた。だが、同総裁を含めた多くのECB高官が「ユーロ高→デysinフレ」への不安を抱いているのは明らかであり、「そうは言ってもやっぱり不安」という本音が透けて見える。

～期待を煽った分は必ず成果を求められる～

とりあえず4月理事会はユーロ相場の騰勢が押さえ込まれていることもあって(それでもECBの3月見通し前提となっている1.36よりは高いのだが)、具体的な緩和策は温存するだろう。だが、上述した3月以降の発言を踏まえる限り、市場の緩和期待を繋ぐような努力は忘れないはずである。但し、繰り返しになるが、こうした口先介入は長く続けられるものではない。「期待」を煽った分は必ず後で「成果」を求められるのが市場の常であることはECBも承知しているはずであり、現状は「利下げカードを切る前に極力時間を稼ぎたい」というのが偽らざる本音と思われる。今回現状維持で乗り切ったとしても、少なくとも次回見通しが更新される6月理事会までに何らかの緩和アクションを求められる可能性は高い。

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。

¹ Dr Jens Weidmann President of the Deutsche Bundesbank 『Outlook for 2014』 Speech at the Tagesspiegel event "DeutschlandAgora 2014"

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株市相場について～
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」～
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～ユーロ圏のデフレ確率は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」に慣れ過ぎている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～プ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	バイ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～