

みずほマーケット・トピック(2014 年 8 月 26 日)

ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～

ジャクソンホール年次シンポジウムにおけるドラギ ECB 総裁の講演はかなり踏み込んだ内容であった。講演のポイントを列挙すると、①ECB として初めてインフレ期待の低下に言及したこと、② ECB として初めて財政政策の意義を認めたこと、③現状打開のためには財政・金融・構造改革の 3 つのポリシーミックスが重要と締め括ったこと、である。ECB の政策運営をウォッチする上では①は極めて重要な動きであり、インフレ期待という「聖域」まで踏み込んだことで 9 月 ECB 理事会は俄かに注目度が増した。②に関しても金融政策の限界を感じ取った末のスタンス変更ではないかと推測される。③は不況脱却にあたってのオーソドックスなポリシーミックスではあるが、アベノミクスの「3 本の矢」が世界的に注目される中であって、それを意識した感も否めない。

～驚きずくめのドラギ講演～

先週 22 日(金)のワイオミング州ジャクソンホールの年次シンポジウムに関しては、イエレン FRB 議長の講演が主たる取引材料となっているが、昨日の本欄でも議論したように、基本的には方向感のないものであった。片や、同日に行われたドラギ ECB 総裁の講演はかなり踏み込んだ内容であったことはもっと注目されて良いだろう。予め講演のポイントを列挙すると、①ECB として初めてインフレ期待の低下に言及したこと、②ECB として初めて財政政策の意義を認めたこと、③現状打開のためには財政・金融・構造改革の 3 つのポリシーミックスが重要と締め括ったこと、である。ECB の政策運営をウォッチする上では①は極めて重要な動きであり、②に関しても金融政策の限界を感じ取った末のスタンス変更ではないかと推測される。③は不況脱却にあたってオーソドックスなポリシーミックスではあるが、アベノミクスの「3 本の矢」が世界的に注目される中であって、それを意識した感も否めない。いずれにせよ、相場の先行きを考えるにあたっては、両論併記が目立ったイエレン議長の講演よりも刺激的な内容を含んでいたと言える。

なお、講演では、8 月 7 日(木)の理事会後会見同様、あからさまなユーロ安誘導と思しき言動もしっかり含まれていた。冒頭よりユーロ圏と米国の失業率比較が図示され、「ユーロ圏と米国の格差は広がっており、その状況は当分変わらない」との論点が強調されている。その上で、ドラギ総裁は、為替相場に関し「既に総需要とインフレの双方を支える動きとなっており、そうした流れは乖離する米国とユーロ圏の政策パスによって継続するものと予想される」などと述べており、2020 年にかけてユーロ圏と米国の実質金利差が拡大していく点を確認し、それを図で解説している。これらの言動がユーロ/ドルの 1.32 割れを手伝った面もあろう。

金融政策の先行きに関する直接的な情報発信としては「インフレ率は 2012 年夏の約 2.5%から直近の 0.4%まで低下の一途にあります。こうした状況を認識し、理事会では中長期のインフレ期待の確固たる安定を確保するためには非伝統的手段も辞さないつもりです」と、基本的には最近の理

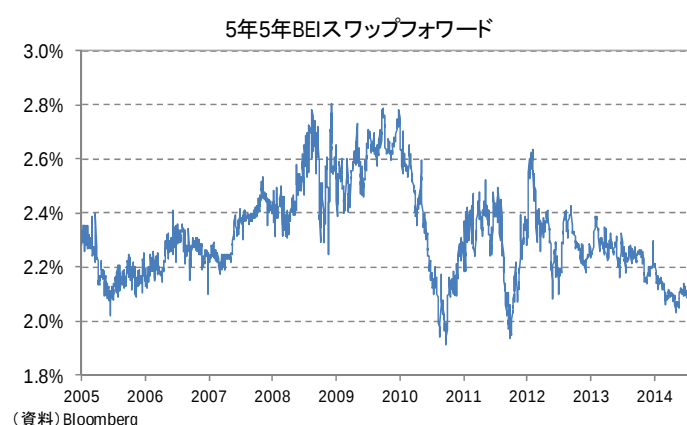
事会后会見で繰り返される内容を確認している。

～「聖域」に踏み込んだドラギ総裁～

注目の発言は講演中盤「2.高失業への対応 (Responding to high unemployment)」以降に見られた。今回の講演でドラギ総裁が終始強調しているのは需要・供給両面からのアプローチの必要性であり、前者については財政出動や金融緩和、後者については労働市場改革を筆頭とする構造改革を意識している。まず、ドラギ総裁は需要面からのアプローチに関し、金融政策が中心的な役割を果たすと述べた上で、現状のインフレ動向に関し、議論を展開し始める(※上述の実質金利差の話題もここで出てくる)。その中で注目されたのが以下の部分である：

- 8月、金融市場はインフレ期待が全期間に亘って大幅に低下していることを示しました。5年先5年物インフレスワップは15 ベーシス低下し、ちょうど2%を割り込みました。これは我々 (ECB) が通常、中期のインフレを定義する際に使用する測定基準になります (Over the month of August financial markets have indicated that inflation expectations exhibited significant declines at all horizons. The 5year/5year swap rate declined by 15 basis points to just below 2% – this is the metric that we usually use for defining medium term inflation)

過去の本欄でも述べたように、ECB はインフレ期待として 5 年先 5 年物のインフレスワップから得られるインフレ期待を重用している¹。これが 8 月に入ってから 2% を割り込んでいることを指して、「大幅に低下している」と述べたことは注目すべきである。というのも、毎月の理事会声明文の冒頭では「ユーロ圏のインフレ期待は、2% 以下だがそれに近い水準を維持するという



我々の目標に沿って、中長期に亘り着実に安定している」と掲載するのが定例化している。ドラギ総裁が市場の緩和期待を撥ねつける際も、ユーロ圏の日本化症状を否定する際も、往々にして「インフレ期待が安定している」というのが 1 つの免罪符のように扱われてきた経緯がある。ちなみにこのインフレ部分の講演に関しては、ドラギ総裁が原稿を逸脱し、アドリブで付け加えたものであるということから、その問題意識の高さも窺い知れる。これらの事実を踏まえると、いよいよ「聖域」に踏み込んだ印象も受け、この点、9月4日(木)のECB理事会は俄かに注目が増したように思われる。

なお、拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』の中では「5年先5年物ブレイク・イーブン・フォワードレートが明確に 2% を割り込んでくるようなことがあれば、ドラギ ECB 総裁の口からも一歩踏み込んだデフレ懸念が聞かれるかもしれない」と述べたが、それは現実の展開となりつつある。一部報じられているように、このインフレ期待低下発言が量的緩和 (QE) 導入を前にしての布石ではな

¹ 2008 年 9 月 4 日の理事会後記者会見においてトリシェ前 ECB 総裁は「5 年先 5 年物ブレイク・イーブン・フォワードレートが明らかに重要な指標の一つとなります」と述べている。同指標の重要性については拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』の p.148～p.149 などをご参照下さい。

いかとの見方も既に出始めている。それは検討に値する考え方である。

～緊縮一辺倒からの卒業～

また、総需要を刺激する一手としての財政政策にも、これまでに無い発言が見られた。ドラギ総裁は「もし財政政策が金融政策と共に大きな役割を果たすことができるのであれば、それは政策スタンス全体にとっても助けになりますし、具体的な初期条件や法的制約を考慮する傍らで、そのような余地はあると私は信じております (it would be helpful for the overall stance of policy if fiscal policy could play a greater role alongside monetary policy, and I believe there is scope for this, while taking into account our specific initial conditions and legal constraints)」と述べている。その上で、財政政策に関し、以下のようなポイントを強調している:

- 弱い景気回復への対処や構造改革に伴って生じるコストに対するバッファとして、既存ルール内での柔軟性を活用することができる (*the existing flexibility within the rules could be used to better address the weak recovery and to make room for the cost of needed structural reforms*)
- 財政政策を、一段と成長志向の構成にするための余地はある (*there is leeway to achieve a more growth-friendly composition of fiscal policies*)
- 各国の異なる財政スタンスがより協力し合うことで、ユーロ圏全体にとってのさらなる成長志向の財政スタンスが、原理上は実現します (*Stronger coordination among the different national fiscal stances should in principle allow us to achieve a more growth-friendly overall fiscal stance for the euro area*)

要するに財政出動の余地を認める発言である。このほか、EU レベルで検討が進められている大型公共投資 (3000 億ユーロ規模) について賛意を示すかのような箇所も見られた。独連銀 (ブンデスバンク) の系譜を引き継ぐ ECB にとってインフレ抑制は絶対正義であり、この価値観に沿う緊縮路線は疑う余地のない正しい政策運営と考えられてきた。直近までも「ECB は各国政府に (構造改革の) 要求ばかりして、自分では何もやらない」といった論調が散見されていたところである。しかし、そうした路線を追求した結果が、下がり続ける消費者物価上昇率 (HICP) や高止まりする失業率そして実体経済 (実質 GDP) の二番底懸念であり、挙句、頼みの綱であった長期インフレ期待も目安となる 2% を突破してしまった。

財政出動の余地を認めること自体は正しい判断である。民間部門の貯蓄過剰から外需依存を余儀なくされているユーロ圏経済は、政府部門による財政出動を強く必要としている。もちろん、数年前の金利急騰がトラウマになっていることは理解できる。だが、ユーロ圏金融機関の余資が預金や国債に向かいやすい現在の運用環境を踏まえると、かつてのような金利急騰をどの程度前提とすべきなのかは議論があっても良い。現状、ユーロ圏銀行部門の総資産に占める国債割合は着実に上昇しており、これが安定的な消化装置となることで金利は容易には上がらないかもしれない。そうだとすればドラギ総裁の言うように、財政出動についてもっと柔軟性を認めることは有り得るだろう。

1990 年代以降の日本経済が最悪と言われながらも底割れしなかった背景には、民間部門が貯

蓄過剰ながらも、断続的に財政出動することで総需要が支えられてきた面も無視できない(もちろん、その代償として巨大な政府債務を背負ったわけだが)。この間、何度も金利急騰が懸念されながらも、金融機関を中心とする国内消化構造を背景に、金利は逆に低下し続けたことは周知の通りである。ユーロ圏も同じではないのか。

なお、ドラギ総裁はそうした財政タカ派スタンスを修正させながらも、QE 実施の可能性については言質を与えていない。恐らく、財政タカ派スタンスへの修正は、「QE まではやりたくない」という思いから生じたものでもあるのだろう。足許のインフレ率が落ち込む中で唯一頼りにしていたインフレ期待までもが低下し、この状況が続けば、間違いなく ECB は QE の実施に至る(その際、QE と技術的に対立し得るマイナス預金金利政策をどう処遇するのかという問題も生じるだろう)。デフレ化する経済では負担を求めやすい中央銀行に皺寄せが向かいやすく、気づけば現状悪化の犯人呼ばわりされる傾向が強い。ECB に今以上の負担が押し掛からないためにも、財政面での援軍を欲したというのがドラギ総裁の本音ではないか。

～結論では「3 本の矢」を強調～

もちろん、講演では「しかしながら、財政や金融の緩和をもってしても、ユーロ圏で必要となる構造改革を代替することはできない」といった、これまで通りの主張も見られている。具体的には「改革項目は労働市場から製品市場、ビジネス環境の改善まで多岐にわたる」とされているが、今回の講演テーマに沿って、特に労働市場改革が重要だと述べている。こうした需要側だけでなく供給側にも配慮した政策運営を求める姿勢は、従前通りである。

以上のような議論を総括し、「3. 結論 (Conclusion)」で、ドラギ総裁は以下のように述べる:

- 高水準の雇用へ戻るための道は、言い方を換えれば、EU 及び各国レベルにおける金融、財政、構造改革のポリシーミックスである (*The way back to higher employment, in other words, is a policy mix that combines monetary, fiscal and structural measures at the union level and at the national level*)

要するに、金融、財政、成長戦略(※海外では structural reform と訳されるケースが多く構造改革)の 3 本の矢から政策を喧伝したアベノミクスと同じ道を示唆している。構造改革に関しては、これまで通りの ECB のスタンスを確認したものであるが、インフレ期待の低下を自覚したことは追加緩和の可能性を示唆しているし、財政政策については明らかにこれまでのスタンスを変更させたように見受けられる。後々振り返ってみれば、今年のジャクソンホールシンポジウム最大の目玉はドラギ講演だったということになるのではないだろうか。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～曇り掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事故的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かれ難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
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～
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