

みずほマーケット・トピック(2014年11月5日)

ECB 理事会プレビュー～現状維持を予想～

11月のECB理事会は現状維持を予想。巷では「日銀に先手を打たれたECBは負けずに緩和するはず」といった論調も聞かれるが、円相場ほどではないにしろ、過去1週間でユーロ相場は軟化しており、最近の重要指標の内容なども踏まえれば、さほどECBにとって逆風が吹いているという状況ではない。残りカードの少なさを踏まえれば、「売り言葉に買い言葉」のようなノリで追加緩和をする状況とは思えず。また、一部報じられているように、理事会の内輪揉めが激化している模様であり、政策変更の難易度は政治的に高まっているという印象も。とはいえ、通貨の安値誘導を志向するECBにとってバランスシートが縮小し続けている現状は気持ちの良いものではなく、「量」を稼ぐための援軍として社債そして国債といった購入対象の拡大はいずれ検討せざるを得ないだろう。早ければ来年1～3月期に大きな動きがあるか。

～11月理事会は現状維持～

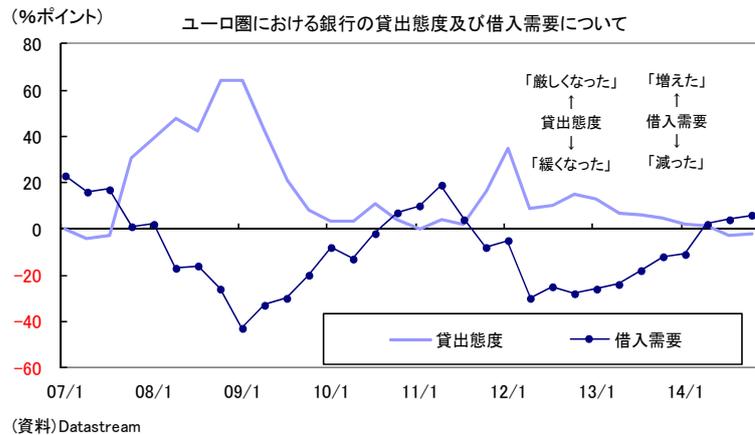
今週6日(木)のECB理事会は現状維持を予想する。巷では「日銀に先手を打たれたECBは負けずに緩和するはずだ」といった論調も聞かれるが、円相場ほどではないにしろ、過去1週間でユーロ相場はドル高傾向に伴って軟化しており(昨日は後述する内輪揉め報道が影響し上昇しているが)、ECBが輸入インフレを志向するにあたって、逆風が吹いているという状況にはない。残りカードの少なさを踏まえれば、「売り言葉に買い言葉」のようなノリで追加緩和をする状況にはないだろう。直近では11月4日(火)の日本経済新聞朝刊のインタビューにおいてノボトニー・オーストリア中銀総裁が「理事会のたびにECBが帽子のなかから新しい魔法を見せるということを期待しないで欲しい。市場の催促に乗るべきでない。すでにさまざまな緩和策を打ち出している。その効果を見極めるべきではないだろうか」と述べていることから、緩和が喫緊に迫っているとは考え難い。

後述するように、ストレステストが終わり、銀行貸出に極めて僅かながらも薄日が差し込み始めている。真っ当に考えれば、12月11日(木)に予定されている第2回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の結果までは、「次の一手」への期待をちらつかせつつ、現状維持を決め込むのが常套手段だろう。今後のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は昨年10月のイタリア、今年1月のフランスにおける付加価値税引き上げのベース効果が剥落してくることも懸念され、そこへ足許の石油価格下落が重石として押し掛かってくる。今後の物価下落を不安視するのであれば、やはり11月にカードを切る必要性は大きくないだろう。

しかし、「日銀に対抗してECBも何かやるはず」という唐突な観測は現状維持決定が失望を招く要因になりかねず、発表直後は一時ショートカバーからユーロ買いが誘発される可能性もあるだろう。昨日のECB理事会メンバーにおける内輪揉め報道を受けてユーロが反発したのは、事前に予想していた緩和が難しくなったという失望的な反応である。

～社債購入は「早くても 12 月」のシナリオ～

経済指標面では最も重要と思われるユーロ圏 10 月 HICP は前年同月比 0.4% 上昇と依然低位で推移しているものの、伸び幅はやや加速している。また、ECB が問題意識を抱いている銀行貸出に関しては、ユーロ圏 9 月民間向け貸出が同▲1.5%と 29 か月連続で前年実績を割り込んでいるものの、マイナス幅が目に見えて縮小している上、先週 10 月 29



日(水)に公表された四半期に 1 度のユーロ圏銀行貸出態度調査は銀行の貸出態度の緩和及び借入需要の拡大を示唆していた(図)。また、先週の本欄でも議論したように、現在遂行中のカバードボンド購入プログラム第三弾(CBPP3)の購入ペースは過去最大と推測され¹、ECB としては現下でもかなり踏み込んだ緩和を行っているという認識を持っているものと思われる。

もちろん、10 月 21 日(火)に複数の関係筋の話としてロイターが報じたように、ECB が流通市場における社債購入を検討しているという材料は気掛かりである。当該報道に対し、ECB の報道官は否定しているものの、先週の本欄²でも述べたように、ドラギ ECB 総裁は資産担保証券(ABS)の購入に対して「民間資産の一例」と述べた経緯があり、その他民間資産の代表として社債が検討されることは何ら不思議ではない。既に日銀やイングランド中銀(BOE)で前例もあり、選択肢として完全排除されるものではないだろう。だが、それが 11 月理事会である蓋然性はやはり低い。そもそもロイター報道自体でも「早ければ 12 月にも買い入れを決定する可能性がある」としており、最速 12 月という見立てである。また、ハト派寄りの発言が目立つクーン・ベルギー中銀総裁においても「買い入れ対象をカバードボンドと資産担保証券に限定すれば、高すぎる代償を支払うというリスクがある。社債も購入することでそれを回避できる」と社債購入に前向きな言動を見せながらも、「それについての具体的な案はまだない(共に 10 月 22 日、ロイター)」とも述べており、決定が喫緊に迫っている印象は受けない。以上を勘案すれば、仮に ECB に社債購入の意思があったとしても、11 月の理事会ではせいぜいその可能性を示唆する程度に収めるのだろう。

～やはり表面化した内部分裂～

こうした現状であるところに昨日の理事会メンバーによる内輪揉め報道である。ロイターが報じたところによれば、理事会メンバーであるユーロ圏各国中銀総裁の中でドラギ総裁の政策運営スタイルに対する不満が高まっており、今週 6 日(木)の理事会前夜に開かれる非公式晩餐会でこの問題が取り上げられるという。具体的にはドラギ総裁が秘密主義で合議制を重視しないことが根本的な問題と見なされている模様で、特に最近話題に上がるバランスシート規模に関し、あたかも目標値を

¹ 本欄 2014 年 10 月 28 日号『カバードボンド購入額をどう読むか?』をご参照下さい。なお、第 1 週目の 17.4 億ユーロは CBPP2 と比較すれば 5 倍程度、リーマンショック後の危機対応として導入された CBPP1 と比較しても 1.6 倍程度のペースだが、第 2 週目の購入額は 30.75 億ユーロが購入されており、その買い入れペースは相当早いものと感ぜられる。
² 本欄 2014 年 10 月 23 日号『ECB 社債購入を巡る 3 つの問題点』をご参照下さい。

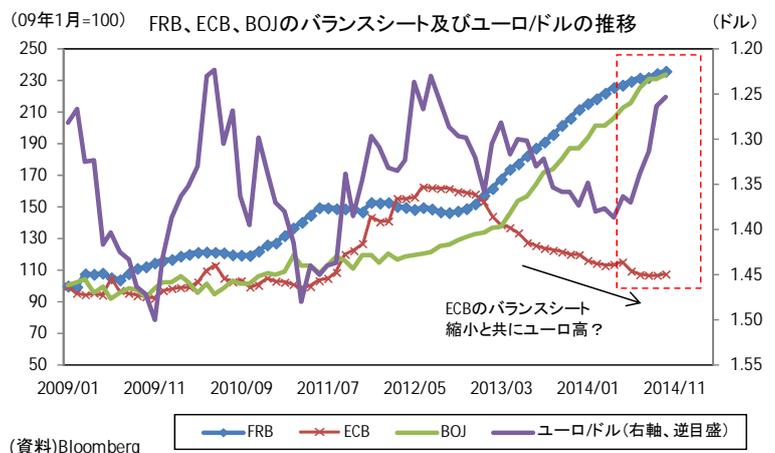
設定したような格好になってしまっていることに対し不満が溜まっていると報じられている。

記事中では、「トリシェ前総裁はよく助言を求め、意見の一致に向け努力していた」にも拘わらず、ドラギ総裁はそうではないといった不満が紹介されているが、やるとなったら多数決で突破するというドラギ・スタイルは昨年11月のサプライズ利下げから発揮されている。当時の利下げを議論した本欄ではそのような政策運営を追求することで、かつてシュタルク前 ECB 理事が任期途中で抗議辞任したような事態を招くのではないかと指摘した。あれからちょうど1年が経過するが、やはり内部分裂が表面化してきたという印象である。事実、トリシェ前総裁時代は反対票を引きずりながら政策変更がなされるケースは想定されず、「monitor very closely」、「strong vigilance」などのキーフレーズを用いて、政策変更の可能性を敢えて予見させるスタイルが取られていた（フレーズ通りに変更されないこともあったが、稀であった）。そこにサプライズはないが「市場との対話」という観点では比較的円滑に運営されていた印象はある。ドラギ総裁においても当初「stand ready to act」などがキーフレーズとして注目されたことがあるが、そもそも緩和予告を打つことが昨年来常態化している中で、キーフレーズという概念自体が消滅しているようにも思われる。結果、市場としては何を手掛かりに政策変更を予想すれば良いのか掴みづらい状態が続いており、それが「ドラギ・マジック」として持て囃されている間は良かったが、手段が枯渇した今、マンネリ感が出始めていることは否めない。一度驚かすことでコミュニケーションを取ってしまうと、それが延々と求められてしまうわけだが、物理的・技術的にそのような運営を続けることはできないのである。

結局、先週の日銀追加緩和が象徴的だが、マジックやバズーカと称されるような劇場型の運営には反発も強く、連発（継続）は難しいということだろう。まして9名の日銀政策委員会に対し ECB 理事会は24名であり³、ただでさえ意見の集約は難しい。バランスシート拡大に資する QQE 型の政策は相当導入が困難なはずである。金額にして1兆ユーロの積み上げをコミットしてしまったことで、政策運営はこれに資するツールを如何に導入するかという点に終始せざるを得ず、実際にそうになっている。ドイツを筆頭とする健全国からすれば、こうした済し崩し的な理事会の運営に納得がいけないことは想像に難くなく、恐らく昨日のロイター報道は事実なのだと思う。だとすれば、やはり明後日の理事会で何がしかの政策変更を期待するのは政治的にも非常に難しそうである。

～バランスシートと為替の捻れ～

現実問題として ECB のバランスシート縮小は日米欧三極の中央銀行では顕著であり(図)、それにも拘わらずユーロ相場が急落する格好となっている。もちろん、バランスシート規模が通貨価値と理論的な関係がないことは承知の上だが、直感的な取引が先行しがちな為替市場においてこのような状態がいつまで放置されるのかは興味深い。少なくとも



³ リトアニア加盟によりユーロ圏が19か国となる来年からは輪番制導入に伴い21名（正副総裁と理事による常任6名＋各国中銀15名）に制限される。輪番制の仕組みは別途本欄で解説する機会を設けたい。

も、通貨の安値誘導を志向する ECB にとってこのような「バランスシートと為替の捻れ状態」はあまり放置したくないのではないかと。過去の本欄でも繰り返し述べてきたことだが、TLTRO や ABS 購入プログラム (ABSPP) そして CBPP3 とした既存のツールでは十分な「量」を稼ぐのは難しく、恐らく「1兆ユーロ」には届かない。11 月ではないにしても、「量」を稼ぐための援軍として社債そして国債といった購入対象の拡大はいずれ検討せざるを得ないだろう。早ければ来年 1～3 月期には低下する HICP (そして恐らくは同時に低下する 5 年 5 年 BEI) を受けて、国債購入の意思を表明ないしそのプログラム導入を決定する可能性を見込んでおきたい⁴。

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。

⁴ 頻繁に照会を受けるが、国債購入に関し、ECB が法的障害を感じている可能性は低い。確かにリスボン条約 123 条は『政府債務の直接的な取得の禁止』を定め、発行市場への介入を禁止している。また、同条項を回避する目的で ECB が流通市場へ介入することも ECB 理事会規則 (Council Regulation (EC) No 3603/93.2) で禁じられている。この点、アウトライイト・マネタリー・トランザクション (OMT) の適法性が問われる訳だが、同プログラムを導入した翌月 (2012 年 10 月) の ECB 月報は、政策目的を達成するために ECB が市場性商品をアウトライイトで購入することは ECB 定款 18 条 1 項 (Article 18.1 of the Statute of the ESCB) で認められていると整理している。詳しくは <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201210en.pdf> をご参照下さい。

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11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28~29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて~本当の勝負はこれから~
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について~インフレ率が上がらない構造的背景~)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について~ドル高容認か?~)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について~ドル/円は適正な水準まで調整へ~
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて~円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」~
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目~均衡水準は20%円安に?~)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16~17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて~迫る期限の弾力化~
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて~経験則に照らせば利上げ?~
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて~需要不足と向き合うECB~)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー~「量」を評価軸とする難しさ~
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について~「量」の再強調~
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について~厳しくなる「量」の追求路線~)
2014年9月18日	FOMC(9月16~17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」~心配しなくても円安は進む~)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて~伸び悩み実質GDI~
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて~官製相場の様相を呈してきたユーロ相場~)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて~日米2年金利差からの推計値など~
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー~最大の注目点は声明文?~
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下~財政が嫌なら介入のみ~
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」~驚きずめのジャクソンホール講演~
2014年8月25日	イェレン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~積み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(「事後的なイベント」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	円相場は損益岐点か?~『さくらレポート』などをを受けて~
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	巨額和解金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を認めつつ現状維持~
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?~ブ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「分かり難さ」
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