

みずほマーケット・トピック(2014 年 11 月 27 日)

最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～

ドラギ ECB 総裁が「インフレ率とインフレ期待をできる限り迅速に高めるために、やらなければならないことを行う」と述べ、資産購入対象に国債が含まれることを仄めかして以来、本格的な量的緩和(QE)への期待が俄かに高まっている。しかし、多数の理事会メンバーが 12 月緩和に後ろ向きな発言を行っていることや、今は既存政策の効果を評価するフェイズと思われることから、12 月は現状維持の公算が大きい。一部で見られている金購入観測はユーロ安誘導や「量」の積み上げといった観点から肯定し得るが、実体経済へのインパクトがあまりにも薄く、可能性は低い。だが、5 年 5 年 BEI の 1.80% 割れなどを見る限り、サプライズ緩和への警戒を完全に解くわけにもいかず。

～12 月 ECB 理事会について～

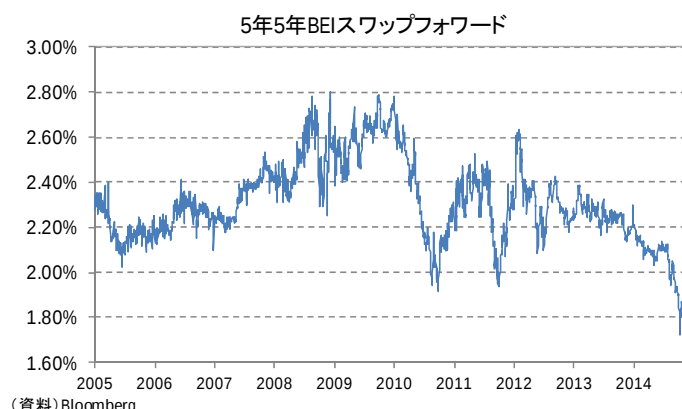
先週 21 日、ドラギ ECB 総裁が「インフレ率とインフレ期待をできる限り迅速に高めるために、やらなければならないことを行う」と述べ、さらにその 4 日前となる 17 日には欧州議会における証言で「他の非伝統的措置にはさまざまな資産の購入が含まれる可能性があり、その一つは国債だ」と述べたことも相俟って、ECB による本格的な量的緩和(QE)への期待が俄かに高まっている。こうしたムードの中で先週のユーロ/ドル相場は 1.24 割れまで下落している。なお、後者の国債発言については 8 月 8 日の理事会後会見で「国債を対象とした QE も依然として検討事項」と述べた経緯もあるので、今更サプライズとして取り上げる必要は本来ないものである。

12 月 4 日の ECB 理事会に関する最終的なプレビューは明日公表のユーロ圏 11 月消費者物価指数(HICP)を踏まえる必要があるが、12 月はさすがに現状維持に留め、年明け以降の緩和に含みを持たせる程度ではないか。また、2015 年に入り、ECB 理事会は輪番制が採用されると共に、6 週間毎(年 8 回)の開催となる。その関係で 1 月の ECB 理事会は 22 日開催となり、1 か月半以上間隔が空くことになる。12 月を現状維持にすることで、比較的長めの期間、情勢の変化を「見る」ことが可能になるというのは、手持ちカードの少ない ECB にとっては魅力的な選択肢である。

～5 年 5 年 BEI は危うい兆候に～

筆者は ECB の QE に関し、原油価格下落の影響が現れるであろう 11 月から 1 月の HICP 低下や 12 月 11 日の第 2 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)入札を踏まえた上で、1～3 月期に「検討」される程度の展開を想定していた。だが、ドラギ総裁が敢えて市場期待を煽るような言動に踏み切ったことで、早ければ 12 月、遅くとも 1～2 月には何らかの政策変更が行われるというのが市場コンセンサスとなりつつある。何故、今のタイミングでこうした言動に及んだのかは定かではないが、敢えて理由を指摘するならば、ユーロ相場が順当に下がりながらも、原油価格が急落することで HICP のダウンサイドリスクが拡大したと考えている可能性はある。現に ECB の重視する 5 年先 5 年

物インフレスワップ(5年5年BEI)は初めて1.80%を割り込んでおり(図)、9月サブプライズ利下げの経験を前提とすればこのような動きは要警戒である。詰まるところ、ハロウィーン緩和に踏み切った日銀と同じ理屈であり、原油価格が日欧金融政策のドライバーとなっている点は興味深い(素直に交易条件の改善効果を受け入れるべきと筆者は考えるが・・・)。



但し、コンスタンシオ ECB 副総裁が現状の資産購入プログラムの進捗ペースに関し「来年第1四半期に検証する必要がある」、「(うまくいっていなければ)別の選択肢を検討する必要がある」などと述べ、バイトマン独連銀総裁やノボトニー・オーストリア中銀総裁、クノット・オランダ中銀総裁、さらにはプラート理事やメルシュ理事なども国債購入に関しやや距離を取る発言をしていることからすれば、多数決で押し切るドラギ・スタイルをもってしても12月の追加緩和は無理筋に思える。明日の11月HICPがよほど悪化すれば話は別だが、0.3%前後では緊急性を正当化し難い。

～なぜ直ぐに煽るのか?～

それにしても毎回のことではあるが、何故このような「煽り」を事前に入れてしまうのかは理解に苦しむ。市場期待をコントロールするという観点からは、こうした予告型緩和は無暗にハードルを上げるだけであり、中銀にとっては基本的に不利である。

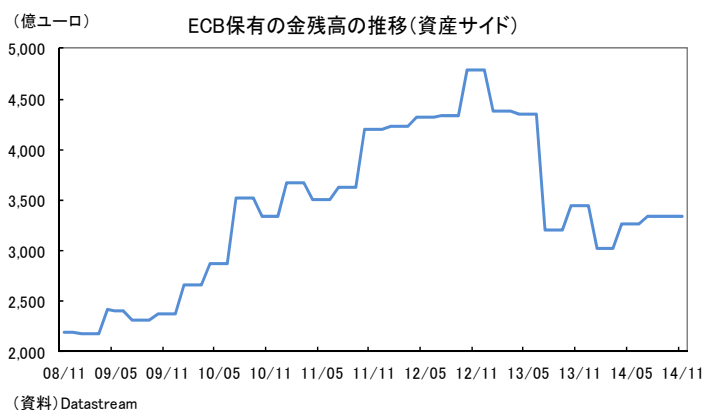
上述したように、国債購入に関しては既に複数のECB理事会メンバーから反意が示されている。例えば、バイトマン独連銀総裁などは「(QEに関する議論はユーロ圏における)真の問題からわれわれの注意をそらせる」と述べ、さらに「ソブリン債購入という特効薬があるという認識があるようだ。いったん処方すれば低成長率を含む全ての問題からユーロ圏を救ってくれると期待されている特効薬だ」と強く皮肉っている。ドラギ総裁が情報発信した直後にバイトマン総裁がカウンター的に反対意見を表明する構図はもはや恒例化している印象である。邪推だが、ドラギ総裁は理事会以前に見切り発車的な情報発信を行うことで市場期待を形成し、理事会内での意思決定を有利に運ぼうとしているのではないかとすら感じる。11月理事会直前に報じられたように、このようなドラギ総裁の立ち回りが理事会内部の不和を無為に高める一因となっている可能性は否めないだろう。筆者は2011年夏にシュタルク ECB 理事が任期途中辞任したようなことが起きないかを懸念している。

いずれにせよ、12月ECB理事会については完全無風という訳にはいかない情勢であるため、単純な現状維持となれば、ショートカバーからユーロが買われやすい環境と見受けられる。

～金購入観測について～

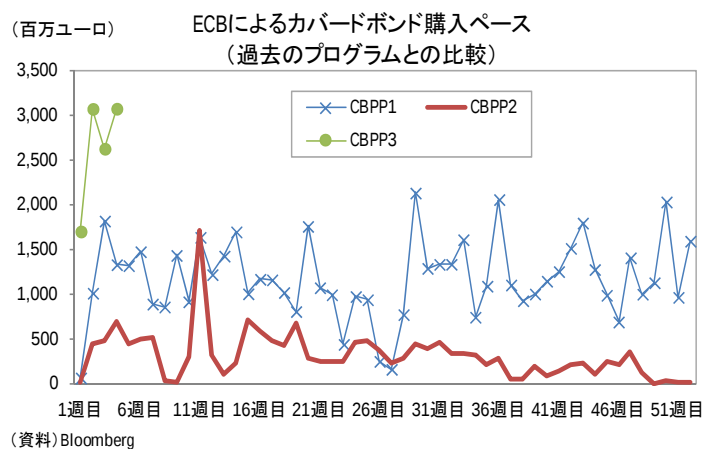
こうしたQE期待の高まりと内部対立の結果、折衷案としての金購入という観測まで出ている。「ECBにとってリスクニュートラルな国債が存在しないのであれば究極の無国籍通貨を買えば良い」というロジックであり、実際、メルシュ理事は「理論的には、国債や金、株式、ETFなどの資産の購入が含まれる」と述べた経緯もある(但し、同理事は問題資産を持つことの危うさも警告している)。

金購入の実現可能性は定かではないが、仮にECBが金を購入することになった場合、必ずしもユーロ域内の投資家から購入するとは限らず、結果としてユーロ売り介入と同様の経済効果をもたらす可能性はある。また、2013年6月に1000億ユーロ超の大幅な金売却を行っている経緯からすると、これを元に戻すだけでも1000億ユーロの「量」が稼げることになる。確固たる資産に裏付けられた流動性供給であればインフレ(懸念)も招かず、ドイツを筆頭とする理事会のタカ派勢にも受け入れやすいのではないかとロジックである。しかし、そもそも金保有主体である投資家や海外中央銀行に代金が振り込まれることが、ユーロ圏の実体経済と一体何の関係があるのかという指摘は免れず、あまりにも浅薄な一手ゆえ、筆者はこれを予想しない(まさか結果的にユーロ売り介入の効果が得られることを強調するわけにもいかないだろう)。「量」の追求をしたいという本音は察するが、主要中銀の建前として「実体経済への効果」が明らかに限定される政策は手控ええられるのではないかと。



～強い意気込みを感じるカバードボンド購入～

何より現状は既存政策に注力しており、例えばカバードボンド購入プログラム第三弾(CBPP3)の購入ペースからはバランスシート(B/S)拡大への強い意気込みを感じる。図は過去2回のCBPP1、CBPP2とCBPP3の購入ペースを比較したものだが、CBPP3のペースが速いことは一目瞭然であり、少なくともカバードボンドに関しては経験の無い金額まで購入するとの覚悟を感じる。



12月11日の第2回TLTRO入札の存在

も踏まえれば、コンスタンシオ副総裁が述べるように、当面は現行ツールの実行とその効果を検証する段階と評価するのが妥当だろう。敢えて市場期待を煽るようなドラギ総裁の運営手法はただでさえ手持ちカードの少ない自分の首を絞めることになる恐れがある。

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/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
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～伸び悩む実質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」～驚きすくめのジャクソンホール講演～
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～量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	国際収支や対内外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を広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?～