

## みずほマーケット・トピック(2014年12月2日)

## ECB 理事会(12月4日)プレビュー

今週 4 日の ECB 理事会は現状維持を予想。少なくとも経済指標や要人発言等を踏まえる限り、今回動かなければならないほどの緊急性はない。コンスタンシオ ECB 副総裁が述べるように、今はまだバランスシート(B/S)の進捗をチェックする段階とは言えず。来年 2 月の 36 か月物長期流動性供給(LTRO)の満期到来が B/S にもたらす影響を踏まえ、2017 年分も加わるスタッフ見通しでインフレ率の弱さを確認し、3 月 5 日の理事会で緩和に動く、というのが最も自然なシナリオである。だが、ECB の重視する 5 年先 5 年物インフレスワップが危うい動きになっているのは事実で、12 月サプライズ緩和があるとすれば、インフレ期待の下支えを強調するだろう。その場合、日銀ハロウィン緩和と完全に同じ理屈であり、ECB の日銀化傾向を改めて確認することに。

## ～貴重な押し目を提供した格下げ～

昨日のドル/円相場は乱高下の展開となった。日本時間夕方、米格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスが公表した日本国債の格下げ(Aa3→A1)を受けてドル/円相場は一時 119.15 円まで急騰したが、間もなくして日経平均先物が下落する動きなどが材料視され、117.86 円まで急落している。海外投資家のアベノミクスに賭ける戦略が「円売り・日本株買い」であることの裏返し鮮明に出た格好であり、格下げは絶好の利益確定機会を提供した印象である。だが、本欄や『中期為替相場見通し』で繰り返し述べるように、こうした動きは貴重な押し目として割り切りたい。

## ～緊急性感じられず現状維持へ～

ところで今週 4 日(木)には ECB 理事会がある。本欄 2014 年 11 月 26 日号『最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～』で議論した内容と概ね被るが以下、簡単にプレビューを示しておきたい。11 月 21 日に報じられたドラギ ECB 総裁による「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」との発言以降、12 月理事会における緩和観測

が俄かに強まっているが、少なくとも経済指標や要人発言等を踏まえる限り、今回動かなければならないほどの緊急性はない。一部、11 月 17 日の欧州議会証言にてドラギ総裁が「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」と述べたことを囁し立



てる向きがあるが、こうした情報発信は今回に始まったものではなく、例えば、今年 8 月理事会後の会見で「国債を対象とした QE も依然として検討事項」とはっきり述べられている。

政策運営上、最も重要であるユーロ圏 11 月消費者物価指数(HICP)は前年同月比 0.3%上昇と 5 年ぶりの低い伸び幅となったが、今年 9 月と同じ伸びであり、市場予想とも一致しているため、驚きはない。また、ユーロ圏 10 月民間向け貸出(前頁図)は前年比▲1.1%となっており、これで 30 か月連続の前年割れとなるが、マイナス幅の縮小は着実に進んでいる。ユーロ圏銀行貸出調査(10 月調査)でも概ね改善傾向が示されたことやストレステストを終えたことなども踏まえると、12 月 11 日の第 2 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の出来に望みを繋ぎたいという思いも ECB にはあるのではないか。この点、「量」を稼ぐために TLTRO の条件変更(10bp 撤廃)などは決定されるかもしれないが、それは追加緩和と呼ぶ代物ではないだろう。

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 か半月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はないかと思われる。

とはいえ、ドラギ総裁の発言によって、市場は「次の一手」を期待する状況になってしまった。今後について予想を示すと、12 月に国債や社債を含む QE の可能性を示唆し、1 月理事会もその準備が進んでいることを述べ、2 月の 3 年物 LTRO 満期を受けたバランスシート(B/S)の状況を踏まえた上で「プラス 1 兆ユーロ」の実現可能性を吟味し、3 月 5 日の理事会で QE 拡大というのが最も自然なシナリオに思える(※なお、2 月には ECB 理事会の開催が無いので注意されたい)。

### ～要人発言も現状維持を示唆～

以下、最近 2 週間におけるドラギ総裁以外の主な ECB 高官発言である(ブルームバーグ参照)：

- 11 月 30 日：ラウテンシュレーガー ECB 理事：広範な国債購入プログラムのコストと利点、機会とリスクを踏まえると、良い結果は生じない。財政政策の対応力で共通の部分はほとんどない。そうである限り、ECB の国債購入はインセンティブ面の深刻な問題と必然的に関連付けられることになる。
- 11 月 28 日：バイトマン独連銀総裁：ユーロ圏の消費者物価はエネルギー価格に強く影響されるが、エネルギー市場は現在、供給面で上向きのショックに見舞われている。エネルギー安には景気刺激効果があり、ミニ刺激パッケージのようなものだ。
- 11 月 26 日：コンスタンシオ副総裁：採用済みのプログラムはその実施期間中に、B/S を 2012 年序盤の規模に戻してくれるだろう。そうならない場合は、他の資産の購入を検討しなければならない。厚みがあり流動性の高い証券市場である国債流通市場での購入もこれに含まれる。(現行策の効果を)来年第 1 四半期に一段と正確に把握することができるだろう。
- 11 月 25 日：ノワイエ仏中銀総裁：目標が危うくなれば、一段の行動の準備必要だ(中略)(ECB 政策委の B/S に関する声明について)必要なら一段の政策行動が、全体的な量的制約や限度によって妨げられないことを明確に示すと判断されるべきだ。
- 11 月 24 日：バイトマン総裁：国債購入には法的に高いハードルがある。量的緩和に関する議論

は真の問題から注意をそらせる。ソブリン債購入という特效薬があるという認識があるようだ。

- 11月24日:クレー理事:われわれが既に決定したことがどの程度うまくいっているかを把握する必要がある。それを知ることなく新たな決定に急ぐつもりはない。
- 11月20日:プラート理事:国債購入の可能性について語るのは時期尚早だ。相当規模の金融緩和を実施すると表明した背景には強い決意がある。
- 11月17日:メルシュ理事:B/S拡大はそれ自体が目的ではなく、ECBはそれにこだわっていない。国債に加えて金、株式、ETFなどその他の資産を購入することが理論的には可能だ。

12月のアクション(具体的には国債を対象とするQEの実施)に関し否定的なコメントには下線を引いたが、ラウテンシュレーガー理事、バイトマン総裁のドイツ人コンビは元より、クレー理事やプラート理事(チーフエコノミスト)も早々のアクションを否定している。また、恐らくはコンスタンシオ副総裁も1~3月期のB/S推移を見守りたい意向があるのだろう。なお、11月28日のバイトマン総裁発言は明らかに「原油安を受けた物価下落は緩和の理由にはならず」と釘を刺す意図がありそうである。いずれも枢要な人物ばかりであることを踏まえれば、やはり12月に動く可能性は低く、せいぜい「緩和に含みを持たせつつも、決定は年明け」程度の示唆にとどまるのではないか。

なお、1月になればリトアニアも加わり、投票権者が増えることになる(リトアニアは初回から投票権がある)。さらに言えば、輪番制や公式説明(the public accounts)もスタートするなど、新しいことが色々と始まるわけで、やはり12月に駆け込み的に緩和することはないように思われる。

### ～B/Sの進捗をチェックする段階とは言えない～

コンスタンシオ副総裁の「(現行策の効果を)来年第1四半期に一段と正確に把握することができる」という主張は真つ当なものであり、今はまだB/Sの進捗をチェックする段階ではない。ECBのB/S規模を見ると、今年9月下旬を境として縮小が止まったように見受けられるが、何らかの政策的含意を導くにはあまりにも限定的な動きである。まして9月に第1回TLTRO入札、10月にカバードボンド、11月に資産担保証券(ABS)の購入をスタートしたばかりであり、包括緩和の効果に関し過不足を判断するにはあまりにも早過ぎるだろう。



「量」を目指すECBにとって当面想定される試練は2015年2月に訪れる36か月物LTROの満期であり、それまでには現状の未返済残高2770億ユーロがB/Sから落ちることになる。現状、カバードボンドは178億ユーロ、先週から購入が始まったABSは3.68億ユーロの残高となっているが、少なくともこの2つの資産だけでは36か月物LTROの期落ち分すら賄えない可能性が高い。繰り返しになるが、2015年3月5日の理事会ではそうしたB/S縮小の現実味がより強まっている可能性が高く、追加緩和の正当性を主張しやすい展開が予想される。

～確かにインフレ期待は危うい～

但し、ECBがインフレ期待の指標として最重視する5年先5年物インフレスワップ(5年5年BEI)が危うい動きとなっていることは要注意である。今回サプライズ緩和があるとすれば、インフレ期待がdis-anchorされるリスクを手当てするとの名目で行われることになるだろう(日銀のハロウィン緩和と全く同じ理屈である)。昨日の本欄<sup>1</sup>でも議論したように、緩和で企図していた「通貨安→HICP 上昇」の経路はここもとの原油価



格急落で掻き消されており、これを更なる金融緩和で打ち返そうというムードが主要中銀には燻っている。原油価格下落に伴い5年5年BEIが慢性的に過去最低水準を更新する状況を受けて、12月にサプライズ緩和を踏み切る可能性はないとは言えない。

しかしながら、肝心なことはコアベースでもHICPの低下が顕著になり始めていることであり、原油価格下落がなくてもECBの緩和は正当化し得る状況にある。この点、これまで物価低下の主因として為替やエネルギー、食料といった市況要因を前面に押し出してきたECBにとっては想定外の事態と推測される。

今後に関しては、既に述べたように、12月に国債や社債を含むQEの可能性を示唆し、B/Sの進捗を踏まえたうえで、3月にQE拡大というのが最も自然なシナリオである。繰り返しなるが、3月にはB/Sの拡大ペースに懸念が生じている可能性が高い上、2017年見通しも発表されることになる。ここで2017年に至っても目標である2%に届かないことを確認して追加緩和、という理屈は立ちやすいだろう。このシナリオを狂わせるものがあるとすれば更なる原油安とそれに伴うHICPのゼロ近傍もしくはマイナスへの低下であり、その場合、1月の緩和も否定できない。

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](mailto: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。

<sup>1</sup> 本欄 2014年12月1日号『原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について』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.mizuhoibank.co.jp/forex/econ.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル  |
|-------------|---|
| 2014年12月1日  | 原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について                           |
| 2014年11月28日 | 週末版   |
| 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～                            |
| 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～本邦の勝負はこれから～                           |
| 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～畳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(ボ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～市場期待に奇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～)           |