

みずほマーケット・トピック(2015 年 5 月 25 日)

ECB 理事会議事要旨(4 月 15～16 日開催分)について

ECB 理事会(4 月 14～15 日開催分)の議事要旨は既存政策の完全実施を執拗に強調。「the full implementation」や「the firm implementation」といったワードを数えてみると、実に「1.5 ページに 1 回」の頻度で登場しており、少なくとも現在の議事要旨を踏まえる限り、「月 600 億ユーロで 2016 年 9 月まで継続」という現行方針が後退する可能性は低い。なお、「状況が変わり、必要が生じれば、APP の制度設計は十分な柔軟性を提供するものであることが強調された」という記述からは ECB 理事会が拡大資産購入プログラム(APP)の円滑な実施について神経を尖らせている様子が窺えるが、このようなムードが先週大騒ぎになったクーレ発言に繋がったものと思われる。なお、国際収支統計上、ユーロ圏への資本流入が回復している事実は ECB も認識し始めている。

～忍び寄り「何回できるか」の論点～

先週末の為替相場はドル相場が上昇する展開。22 日公表の米 4 月消費者物価指数(CPI)が過去 2 年で最大の伸びを示し、米利上げ観測が強まる中でドルが選好された格好である。また、同日にはイエレン FRB 議長が年内利上げについて「適切」と言質を与えたことも材料視された。しかし、同講演においてイエレン議長は「正常化へのペースは漸進的なものになる」とも述べており、本欄でも繰り返し強調している点ではあるが、「いつやるか」の先にある「何回できるか」との論点が徐々に為替見通しにおいて重要になってきそうである(恐らくその論点はドルの重石となろう)。

～ECB 議事要旨:既存政策の完全実施を強調～

ところで先週 21 日には ECB 理事会(4 月 14～15 日開催分)の議事要旨が公表された。いつも通り、「1.財政、経済そして金融動向と政策オプションのレビュー(1. Review of financial, economic and monetary developments and policy options)」と「2.理事会の議論と金融政策決定(2. Governing Council's discussion and monetary policy decisions)」の 2 部構成であり、まず前者がクーレ ECB 理事による「最近の金融市場動向(Financial market developments)」といった最近のレビューから始まる。拡大資産購入プログラム(APP)が 3 月から稼働していることを踏まえ、今回からはプログラム全体としての購入ペースや購入対象となる資産市場の現状(国債・国際機関債・資産担保証券・カバードボンド)に一通り言及しつつ、それ以外の資産市場の現状(株式や社債、マネーマーケット等)がレビューされる形式が取られている。週次の公表データからも明らかではあるが、今のところ、事前に不安視された「買えないリスク」は顕現化しておらず、クーレ理事もこの点を強調している。特に公的部門購入プログラム(PSPP)は「日次平均 32 億ユーロ」と具体的な数字まで出して順調さがアピールされており、議事要旨全体に亘って APP の円滑実施が経済・金融環境の好転に寄与したことが執拗に強調されている。後述するように、今回の議事要旨では均せば 1.5 ページに 1 回の頻

度で既存政策の完全実施に言及があり、tapering 懸念は全くないと言える。

なお、好調さがアピールされる APP の中にあって国際機関債だけは国債と比べて流動性の面から難しさがあることにも言及されており、この点は留意しておきたい (APP の仕様においては、国際機関債は国債・政府機関債が満足に買えなかった場合の穴を埋める役割を担っている)。

～ユーロ相場に関わる記述～

なお、上述の社債市場に関するレビュー部分では、ユーロ圏外の企業がユーロ建てでの起債を増やし、これをドルに転じることで資金調達コストを浮かす動き (要するにユーロキャリー取引) があることにも触れられているが、為替市場の観点からはこうした動きがユーロ相場の重石となっている疑いがある。これに付随して為替相場絡みでは APP 導入後にユーロ/ドルが急落したことに言及した上で、「市場参加者の一部に拠れば、ユーロ下落は国債金利低下を嫌気した継続的な資本純流出に裏付けられたもの」という分析が見られている。こうした分析は先週の本欄¹を含め、繰り返し筆者が疑問を呈してきた論点である。国際収支統計上、ユーロ圏からの純流出がユーロ相場を下押しという構図はせいぜい昨年未までの動きに過ぎず、少なくとも今年に入ってからユーロ圏への資本流入が相応に戻ってきているのが実態であり、ゆえにユーロ相場下落はほぼ投機的なものと思われる。だが、市場ではこの点に着目する向きはあまり見られず、先安観が支配的である。

しかし、今回の議事要旨ではそうした国際収支統計上の真実に言及する部分も見られている。具体的には「そのような純流出がユーロ相場に与える影響は域外投資家による域内株式への流入で緩和されている」と述べられた上で、「国際収支統計で報告されているように、国債と株式を合計した 2015 年 1 月の対内・対外証券投資のネットフローは、株式に対する流入が国債からの流出よりも大きかったために、2014 年 6 月以来で初の純流入となっている」という事実¹に言及があった (さらに言えば、2～3 月も株に対する流入は勢いを集めただろう、という推測も示されている)。投資家においては為替ヘッジを利用する向きもあるため、流入のもたらす為替への影響はその分、緩和されると述べられているが、ユーロ圏をとりまくリアルマネー動向が必ずしもユーロ売りを示唆しなくなっていることについて ECB の認識が及び始めていることは、従前の通貨安一辺倒のスタンスを踏まえれば大きな変化に感じられる。

なお、本欄ではユーロ相場下落を「壮大な投機」と位置付けており、その戻りの大きさを警戒すべきとしてきたが、議事要旨によれば、3 月 18 日に見られたユーロ/ドル急騰 (2～3 時間のうちに 1.06 から 1.10 へ、1 日では +4.4%) はユーロ導入以来、過去 2 番目に大きな動きであったことも指摘されている。1 番目は 2000 年 9 月 22 日であり、ECB による為替介入が行われた日であったことを踏まえれば、実質的には 2015 年 3 月 18 日の急騰が過去最大であったということになる。この原因に関し、議事要旨では「1 日の内で最も流動性が低い NY 市場引け後に、極めて巨大な非商業部門 (要するに投機) の売り持ち高が巻き戻されたこと」と指摘されている。筆者も全く同感であり、今後もこのような大きなスイングが市場において発生する可能性は高いと考えたい。

～経済分析・金融分析からの結論～

議事要旨はその後、「国際環境とユーロ圏の経済・金融動向 (The global environment and

¹ 本欄 2015 年 5 月 22 日号『ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～』をご参照下さい。

economic and monetary developments in the euro area)」、「金融政策の考察と政策オプション (Monetary policy considerations and policy options)」と続き、本論である「2.理事会の議論と金融政策決定」の項目に入っていく。この項目は ECB 政策運営である「2本の柱アプローチ」の核となる「経済及び金融分析 (Economic and monetary analyses)」からスタートするが、事実上、この分析に基づいて政策決定が行われるため、議事要旨中では最重要箇所となる。

まず、経済分析は経済に対するメンバーの所見、需要項目別の現状分析、見通し、見通しに係るリスク、財政・構造改革の所見、物価情勢の順に記述されている。一部経済主体(金融部門)におけるバランスシート調整圧力やギリシャリスクに言及しつつも、APP の尽力もあって景気が浮揚し始めていることが強調されている。なお、経済分析の一環として構造改革や財政再建の重要性が主張されているが、この部分への紙幅は約 1 ページが割かれており、かなり多い印象を受けた。「APP を実施する手前、加盟国政府の怠慢は許さない」というスタンスは今後も続かざるを得ないだろう。昨年 8 月のジャクソンホール講演ではドラギ総裁が財政出動の必要性を認める発言を行い話題となったが、APP に手をつけた以上、ECB は政府財政との距離感を取らざるを得ないだろう。

片や、金融分析はマネーの伸び、金利を含めた民間貸出動向、APP が物価に与える影響の順に記述されている。基本的には金利低下が貸出を後押しし、マネー (M3) の伸びに繋がっていることが強調されているが、APP が物価に与える影響(要はインフレリスク)は限定的であるというのが今回の結論である。だが、「貸出金利は政策金利の水準に照らせば十分に下がっていない」という懸念も見られており、この辺りが経済分析で示されたバランスシート調整圧力と関わってくる。

最終的には経済分析と金融分析によるクロスチェックを経た結論が示されているが、現状の改善を踏まえ、「直近の決定を完全実施する必要を確認した」という整理で締められている。

～クレー発言の背景～

なお、経済・金融分析の後には「金融政策スタンスと政策配慮 (Monetary policy stance and policy considerations)」の項で現状維持となった判断理由が示されているが、これも基本的には「APP の効果を主体としてユーロ圏経済が 2015 年 1～3 月期に改善した」ということが再び確認されているに過ぎない。ただ、この項目の中で「状況が変わり、必要が生じれば、APP の制度設計は十分な柔軟性を提供するものであることが強調された」といった記述が見られ、さらに「APP が継続的且つ円滑に稼働し、ユーロシステム全域に一貫して実施されるためには、あらゆるケースにおいて、プログラムの実施やその他あらゆる側面に関し注意深い監視 (closely monitored) が行われる」と述べられている。ECB 伝統のキーフレーズ「closely monitored」が使用されており、ECB 理事会が APP の円滑な実施について神経を尖らせている様子が窺われるが、結局、こうした理事会内のムードが先週の「夏枯れ時に流動性混乱を起こしたくないので前倒しで購入量を増やす」というクレー発言に繋がったのだろう。

～頻発された「既存政策の完全実施」～

なお、今回の議事要旨中には「完全なる実施 (the full implementation)」というワードが 6 回も出てくる。同義の the firm implementation も含めれば 8 回であり、本文が 12 ページであることを踏まえれば実に「1.5 ページに 1 回」の頻度で既存政策の完全実施が強調されたことになる(なお、これらと

は別に implement firmly という表現も 2 回出てくる)。2%への到達具合次第では調整も有り得ることが示唆されているものの、少なくとも現在の議事要旨を踏まえる限り、「月 600 億ユーロで 2016 年 9 月まで継続」という現行方針が後退する可能性は低い。

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

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
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用に達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3月期GDP及びFOMCについて
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPPの残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪審制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はボリシーミックスの持続性