

みずほマーケット・トピック(2015 年 6 月 2 日)

ECB 理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～

明日 3 日の ECB 理事会は現状維持を予想。GDP や M3 といった計数の改善を踏まえれば、経済分析・金融分析の「二本の柱」アプローチは明らかに現状維持を示唆している。最近の ECB ウォッチを行う上でのキーワードは「完全なる実施(the full implementation)」であり、4 月理事会の議事要旨を見ても、執拗にこの論点が議論されていた。理事会内部のコンセンサスとして「既存枠組みの完遂」が最優先課題と認識されている可能性は高く、声明文やドラギ ECB 総裁の記者会見でも恐らく同様の趣旨が強調される展開を予想。3 月からの原油価格動向を踏まえ、6 月スタッフ見通しは物価が上方修正される一方で、成長率は下方修正される公算が大きい。

～ドル/円、12 年半ぶり高値を更新～

昨日もドル相場が続伸しておりドル/円は一時 124.92 円と 12 年半ぶり(2002 年 12 月 6 日以来)の高値を更新している。米 5 月 ISM 製造業景況指数が 52.8 と前月の 51.5 から上昇し、3 か月ぶりの高水準をつけたことが好感されている。注目される雇用指数も 48.3 から 51.7 へ上昇しており、今週 5 日の米 5 月雇用統計に期待を繋ぐ内容となっている。「6 月利上げの芽はなくても 9 月利上げが宣告されるかも」といった議長会見への期待は根強い模様で、全般的にドル買いを誘っている。

～「完全なる実施(the full implementation)」を強調するはず～

ところで明日 3 日には ECB 理事会がある。結論から言えば今回は現状維持だろう。ユーロ圏 1～3 月期実質 GDP が約 2 年ぶりの高い伸びとなったことやマネーサプライ(M3)や民間向け貸出等も堅調な動き¹を示していることを踏まえると、経済分析・金融分析の「二本の柱」アプローチに照らし、淡々と現状維持を決定するのが自然である。最近の ECB ウォッチを行う上でのキーワードは「完全なる実施(the full implementation)」であり、4 月理事会の議事要旨でも執拗にこの論点が議論されていた²。理事会内部のコンセンサスとして「既存枠組みの完遂」が最優先課題と認識されている可能性は高く、明日の声明文やドラギ ECB 総裁の記者会見でも恐らく同様の趣旨が強調される展開になるだろう。

なお、5 月 18 日夜に行われたクーレ ECB 理事による講演を ECB の緩和意欲の強まりと誤解する向きが一部残っていそうなことから、現状維持決定に対してユーロ相場が上昇することはあるかも

¹ ユーロ圏 4 月 M3 は前年比+5.3%で ECB の参照値である「+4.5%」を超えている。また、ユーロ圏 4 月民間向け貸出は前年比横這いだった。後者については未だ増勢に乗り切れてはいないものの、2012 年 5 月以降、34 か月連続で前年比割れが続いていた流れが 3 月に止まり(3 月は+0.1%)、今のところは復調の兆しが認められる。

² 本欄 2015 年 5 月 25 日号『ECB 理事会議事要旨(4 月 15～16 日開催分)について』をご参照下さい。同議事要旨では the full implementation と同義の the firm implementation という単語が計 8 回登場した。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 回の頻度で使用されていたことになる。

しれない。しかし、それは明らかに曲解であることは本欄³でも詳述した通りである。件のクレー講演は現状維持の強調を伝えるものであり、むしろ上述したような「既存枠組みの完遂」を追認するものであったと理解すべきである。記者会見では、足許のペースで経済・金融情勢が改善した場合でも「本当に2016年9月末までは拡大資産購入プログラム(APP)を稼働させるつもりなのか」という質問が出そうだが「full implementation」の名の下にドラギ総裁はそうした懸念を一蹴するはずである。

～APP 実施状況:確かに5月は加速～

なお、昨日はAPPの5月29日時点までの実施状況が公表されている。これによれば資産担保証券(ABS)や国債・政府機関の週間購入ペースはやはり5月に加速している(直近4週平均は導入以来平

ECBのQE実施状況(単位:100万ユーロ)

	プログラム名	現在までの累計	導入以来の週平均	直近4週平均	現在
①	CBPP3	85,108	2,660	2,510	32週目
②	ABSPP	7,212	267	357	27週目
③	PSPP	146,679	12,223	12,906	12週目
	QE全体	238,999	-	-	-

(資料)ECB、Bloomberg

①はカバードボンド、②はABS、③は国債・政府機関債

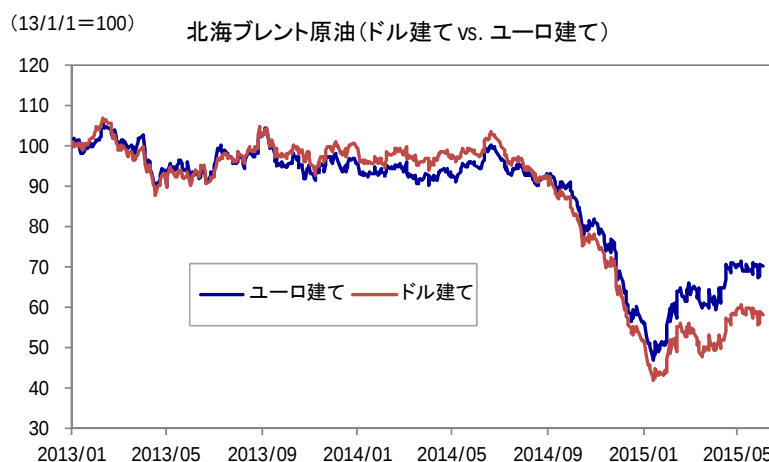
均よりも大きい)。特に、ABSは5月29日までの1週間で9.8億ユーロ購入されているが、これはプログラムの導入以来、過去最大のペースである。こうした加速はあくまで夏場の減速を当て込んだものであり、追加緩和観測は完全に誤解である。但し、FRBの9月利上げ観測が台頭する中にあって、8月に欧州債の金利も連れて上振れする可能性はある。その際でもECBは購入ペースを落とすことができるのか(要するに金利上昇を黙って見過ごせるのか)といった懸念は残るだろう。ただ、その場合でも市場が落ち着いた段階で購入額を減らし(それが11月であれ12月であれ)、月平均600億ユーロのペースに着地させるというのがECBの現状の目論見だろう。

～6月スタッフ見通し:成長率は下方修正、物価は上方修正か～

なお、5月に公表された欧州委員会春季経済予測でも強調されたように、現在の欧州経済は「追い風(tailwinds)」に背中を押された状態である。これは具体的には原油安・通貨安・低金利によってもたらされたものであり、実際、1～3月期のユーロ圏実質GDPが堅調だったのは原油安による実質所得の改善が寄与した公算が大きい⁴。

しかし、そうだとすれば、今回改

定されるスタッフ見通しは下方修正される可能性もある。というのも、3月スタッフ見通し時点での原油価格(北海ブレント、1バレル)の想定は2014年の99.3ドルに対して、2015年が58.5ドル、2016



(資料)Bloomberg

³ 本欄 2015年5月21日号『クレー発言の真意とQEの実施状況について』をご参照下さい。

⁴ 本欄 2015年5月7日号『欧州委員会春季経済予測について』や5月14日号『ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について』をご参照下さい。

年が 66.8ドルそして 2017 年が 70.7ドルと年内をボトムに上昇していく想定になっていた。これらの水準は 3 月スタッフ見通し作成にあたってのカットオフ日付(2 月 11 日)直前の 2 週間に関し、先物価格から試算したものだが、足許でこの価格は上振れしている。

今年春までに見られた経済指標の改善や各種機関の見通し上方修正が総じて原油安経由の購買力改善を考慮していたことを踏まえれば、今週公表される 6 月見通しは実質 GDP 成長率に関しては下方修正、消費者物価指数(HICP)に関しては上方修正されるのではないか。原油価格が底打ちする一方で、ユーロ相場の急落が続いたことで、北海ブレント原油価格の前年比変化率はユーロ建てがドル建てを顕著に上回る構図が根付いており(前頁図)、今後、輸入物価経由で物価は押し上げられてくる公算が大きい。コストプッシュとは言え、今後の物価見通しが上振れる中で、やはりハト派的な議論は難しいと思われる。

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
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
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
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～完全雇用到達後の世界～
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、PSPF 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 月利上げの芽は潰れたか～
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	イレ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？