

みずほマーケット・トピック(2015年6月4日)

ECB 理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～

ECB 理事会は現状維持を決定。予想通り、既存政策の「完全なる実施 (the full implementation)」を強調するに止まっている。だが、会見においてドラギ ECB 総裁が「我々は高いボラティリティに順応すべき」と述べたことが金利上昇の容認と受け止められ、これに応じてユーロ相場も急騰している。この点、市場安定を図る中央銀行総裁としては些か不用意だった印象は否めない。元より、債券にしても為替にしても、マイナス預金金利やギリシャ脱退といった漠然とした単語に結びつけて「壮大な投機」が行われていただけに、こうした発言は取引材料に使われやすい事情もあった。なお、GDP 成長率と物価の見通し及び声明文の表記にはやや齟齬を感じる部分もあった。

～材料なしも相場は大揺れ～

昨日の ECB 理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ (MRO) 金利を 0.05%、市場の上限金利となる限界貸出金利を 0.30%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は▲0.20% で据え置いた。この結果、ECB が操作対象とする上限金利と下限金利の差であるコリドーも変わらず 0.50%ポイントで据え置かれている。声明文もほぼ 4 月理事会の内容をほぼ踏襲するもので(後述するように経済成長に関する表現はやや下方修正されているが)、本欄のプレビュー¹でも述べた通り、「完全なる実施 (the full implementation)」を強調するに止まっている。

しかし、ドラギ ECB 総裁の記者会見を受けドイツ国債を筆頭とするユーロ圏国債は大きく売られ(金利は上昇)、ユーロ相場は急騰している。後述するように「我々は高いボラティリティに順応すべき」と述べたことが金利上昇の容認と受け止められ、これに応じてユーロ買いが惹起された模様である。この点、市場安定を図る中央銀行総裁としては些か不用意であったように思われる。元より、債券にしても為替にしても、マイナス預金金利やギリシャ脱退といった漠然とした単語に結びつけて「壮大な投機」が行われていただけに、こうした発言は取引材料に使われやすい事情もあった。引き続き本欄ではユーロはファンダメンタルズに照らして買われるべき通貨と考える一方、債券に関しては依然として拡大資産購入プログラム (APP) が継続されること、ユーロ圏の潜在成長率が落ち込んでいるであろうことなどを踏まえ、持続的な金利上昇は難しいと考える。

～ボラティリティ許容発言は問題含み～

ほぼ無風と言える今回の理事会にあって、相場で材料視されたのは「われわれはボラティリティが高い局面に慣れる必要がある。金利が非常に低い水準にある時は、資産価格のボラティリティは高くなる傾向がある」といった発言である。高いボラティリティが市場の不安定化に繋がり、結果として安定的な経済成長に反する状況に至る可能性を踏まえれば、このような発言が正しかったかどうか

¹ 本欄 2015 年 6 月 2 日号『ECB 理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～』をご参照下さい。

は議論の余地がある。現実問題としてこの発言を受けてドイツ国債を筆頭とする欧州債金利は急上昇し、ユーロ相場も騰勢を強めた。発言の直後、記者からは「大きなボラティリティに慣れるべき」という点に関し質問があります。そのようなボラティリティに対しどのような対抗策を考えているのか。もっとイールドカーブを管理しようとは思わないのか。それとも高いボラティリティは(ECBとして)気にしない、ということですか」という質問も出ている。恐らく筆者と同様の違和感を覚えたゆえの質問だろう。ドラギ総裁は ECB の政策目的はあくまで物価安定であり、ボラティリティの論点に絡めて政策変更するつもりはないとの旨を主張しているが、市場における高ボラティリティを経由して実体経済の安定が危ぶまれる展開は十分考えられ、やや説得力に欠く印象を受けた。

ボラティリティの高まりに関しては、その全てとは言わないまでも APP 実施にあたっての副作用という面も含んでいるはずであり、ECB としては直視が難しいのかもしれない。なお、ドラギ総裁は最近の高いボラティリティに関し、①景気回復期待の高まり、②インフレ期待の高まり、③技術的問題(長期債への過度な依存、各国政府による突然の国債発行、ボラティリティがボラティリティを呼ぶ自己実現的な取引、低い流動性等)を指摘しているが、APP が効果を発揮するほど①や②は刺激されるはずであり、③における低流動性問題にも APP が少なからず加担していることは否めない。

なお、今回も既存政策の「完全実施(the full implementation)」が殊更強調されており、tapering や出口(通称:QExit)に関しては高次の問題(a high-class problem)であり、道のりは非常に長い(We have still a long way to go)とドラギ総裁は述べており、その可能性を一蹴している。

～成長率見直しには疑問も～

なお、今回はスタッフ見通しが改定されている(表)。実質 GDP 成長率見直しは 2015 年/2016 年/2017 年それぞれに関し、1.5%/1.9%/2.0%となっており、3 月時点(1.5%/1.9%/2.1%)からほぼ横這いとなっている。一方、HICP 見直しは 0.3%/1.5%/1.8%となっており、3 月時点(0.0%/1.5%/1.8%)と 2015 年の見通しが上方修正されている。ほぼ前回踏襲の仕上がりとなっているが、やや疑問を覚える部分もある。

ECBのスタッフ見通し(2015年6月)

	2014	2015	2016	2017
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2014年12月)	0.4	0.2~0.4 (▲0.3~0.3)	0.9~2.1 (0.8~2.2)	1.0~2.6 (1.0~2.6)
実質GDP (前回:2014年12月)	0.9	1.1~1.9 (1.1~1.9)	0.5~3.3 (0.8~3.0)	0.3~3.7 (0.9~3.3)
消費支出	1.0	1.9	1.6	1.6
政府支出	0.7	0.7	0.7	0.8
総固定資本形成	1.2	1.9	3.5	3.9
輸出(財・サービス)	3.8	4.2	5.4	5.6
輸入(財・サービス)	4.1	4.8	5.8	5.9

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は15~17年で1.12で横置き。

実質 GDP 成長率に関しては原油価格の上昇ピッチが ECB の想定より若干速いことから、実質所得改善の遅れを勘案し、2015 年はやや下方修正があるのではないかと筆者は考えていた(6 月 2 日付けの本欄をご参照下さい)。実際、2015 年のインフレ率は上方修正されているわけで、その影響はやはり域内の消費・投資行動に波及し得るものだろう。しかも、会見では「最近のインフレ率の持ち直しに驚きを覚えているか」といった記者質問に対し、「驚いていない。インフレ率は市場予想を超えたが、我々の予想は超えていない」とも回答している。つまり統計で示されるよりもさらに強い数字を ECB 理事会が想定していたことになる。

さらに言えば、今回の声明文では景気の先行き判断に関する表現が、4月の「we expect the economic recovery to broaden and strengthen gradually」が「we expect the economic recovery to broaden」へ変更されている。この点に関し、「これは回復の勢いが失われつつあるということか」という記者質問が出たが、ドラギ総裁は「その通りだ」と認めている(理由は海外経済の失速が域内経済に影響している、というロジック)。

こうした声明文やドラギ総裁の言動を踏まえる限り、2015年の成長率見通しが何故3月から維持されたのかは腑に落ちない。9月見通しの段階で実質所得の毀損等を理由にして見通しが下方修正されるリスクも念頭に入れた方が良くかもしれない。

～珍しく考え込んだドラギ総裁～

なお、時節柄も手伝い、記者会見ではギリシャ関連の質問が相次いだ。ドラギ総裁の回答はあくまで自身はコメントすべき立場に無いという回答に終始した(にも拘わらず、執拗にギリシャとトロイカの交渉に関する質問が頻発し、やや中弛みのようなムードも感じられた)。今週5日(金)から毎週のように訪れるIMFの融資返済期限を踏まえれば、関心がギリシャ問題に集中することは無理もないが、あまりにも関連質問が多く、ドラギ総裁が「私はフランクフルトにいたのであって、交渉は別の場所で行われている」と述べる場面もあった。なお、ギリシャ向け緊急流動性支援(ELA)で受け入れる担保に関しヘアカット比率を引き上げるとの観測が出て久しいが、今回もその決定はなされなかった。この点、「進行中の政治的プロセスに配慮しているのではないか(本来はヘアカット修正ないし打ち切りが妥当であるにも拘わらず)」というかなり核心を突いた質問も見られたが、この点を認める筈もなく、引き続き議論していくと述べるに止まっている。

なお、記者会見の終盤で「欧州危機の爆発(outburst)から今や2～3年(a couple of years)が経過しました。総裁にとって主な教訓は何でしょうか」といった債務危機に関する包括的な質問が出た際、常に即答するドラギ総裁が「the first that comes to mind is that...well let me step back」と珍しく考え込む場面が見られたことは印象的だった。結論的には拡張し過ぎた金融政策及び2000年代前半の緩い金融規制が危機の原因であり、そこから得られる教訓は「金融システムをより強いものにする」と断言している。このほか、ドラギ総裁は会見中、緩和環境の継続によって金融システムが不安定化するリスクについては金融政策ではなくマクロプルーデンス政策(要するに規制)で対応すべきとも指摘している。目下、本邦金融機関にとって問題視される国債リスク厳格化の考え方に関しても、欧州債務危機によって「国債が安全ではない」という発想が流布されるようになったことが端緒と考えられる。その是非に関しては別の機会に議論を譲るが、時代の潮流が厳格な資本制約と共に「リスクを取らせない」方向に向かっていることを感じさせる一幕であった。

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3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三種の思惑～
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	クレー発言の真意と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、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	なぜ為替と株値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	イエレン議長証言を終えて～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～デュアルマンドートの狭間で～)
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