

みずほマーケット・トピック(2015年9月3日)

ECB 理事会プレビュー～APP 延長示唆か？～

今晚の ECB 理事会に対し、緩和期待が強まっているが、ユーロ圏 4～6 月期実質 GDP、マネーサプライ(M3)や民間向け貸出等の基本データは全て堅調であり、現時点では経済分析・金融分析の「二本の柱」アプローチに照らし現状維持となる可能性が高い。しかし、中国経済を巡る世界同時株安やそれに付随する商品価格の再下落、その結果としてのユーロ圏におけるインフレ期待低下などを踏まえれば、ドラギ ECB 総裁の記者会見がハト派色の強いものになることも不可避であり、それと整合的に今回改定されるスタッフ見通しも弱気化するだろう。特に、6 月スタッフ見通しで前提とされた原油価格及び為替レートに比べて状況は変化しており、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の見通しは下方修正が必至。インフレ期待も下振れている以上、既存の拡大資産購入プログラム(APP)の延長・拡大が示唆される可能性は十分ある。

～ECB への緩和観測始まる～

昨日の為替市場ではユーロ相場が軟化する展開。インフレ期待が落ち込んでいる動き(後述参照)を受けて、今晚の ECB 理事会で追加緩和が示唆されるのではないかとの思惑がユーロ売りを招いている。昨日発表されたユーロ圏 7 月生産者物価(PPI)が前月比▲0.1%と足許での失速が鮮明化しており(なお、前年比では▲2.1%と 24 か月連続のマイナス)、今春以降のユーロ高傾向と原油下落を踏まえれば、この先、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)が落ち込んでくることは容易に想像がつく。市場の追加緩和観測は必然と言える。こうした状況下、ユーロ/ドルは 1.12 割れを臨む動きとなっており、勢いづいたドル相場の下でドル/円も 120 円台後半まで買われている。

～ECB 理事会プレビュー～

とはいえ、今晚の理事会が何らかの政策変更に至るとは考え難く、現状維持が予想される。ユーロ圏 4～6 月期実質 GDP は一部に不安が見えながらも全体としては底堅さが確認されており¹マネーサプライ(M3)や民間向け貸出等も堅調な動きを示していることを踏まえると(図)、経済分析・金融分析の「二本の柱」アプローチに照らし、やはり現状維持となる可能性が高い。しか



し、中国経済を巡る世界同時株安やそれに付随する商品価格の再下落、その結果としてのユーロ

¹ 本欄 2015 年 8 月 17 日号『日米欧 4～6 月期 GDP を受けて』をご参照下さい。

圏におけるインフレ期待低下などを踏まえれば、ドラギ ECB 総裁の記者会見がハト派色の強いものになることは避けられまい。それと整合的に今回改定されるスタッフ見通しも弱気化が予想される。

6 月スタッフ見通しで前提とされた原油価格及び為替レートの状況も変化している。特に原油価格(ブレント、1 バレル)については 6 月時点で、2014 年の 98.9 ドルから「2015 年:63.8 ドル、2016 年:71 ドル、2017 年 73.1 ドル」と推移することが想定されていたが、足許では 40~45 ドルで推移している。また、ユーロ/ドル相場に關しても、「予測期間を通じて 1.12 ドル」との想定だが、過去 2 週間を見れば上振れている(予測値作成のカットオフ日付が前回同様 3 週間前に設定されるのであれば、やや下落しているという構図にはなる)。斯かる状況を踏まえれば、HICP の見通しは予測期間(2015~17 年)に亘って下方修正される公算が大きい。後述するように、ユーロ相場は今年 3 月以降で明確に反転しており、その効果が商品価格の下落と合わさって HICP が下振れてくることはほぼ間違いないと思われる。ユーロ圏実質 GDP 成長率に關しても中国経済の減速が新興・資源国経済に波及することによって輸出の伸びが押さえられ、HICP 同様、予測期間に亘って下方修正が予想されるものの、原油価格下落による実質所得の改善効果もあり、修正は小幅に止まるだろう。

～直近の ECB 高官発言～

なお、最近の要人発言としては以下のようなものが挙げられる(ブルームバーグより):

- コンスタンシオ副総裁:商品相場の動向は別にして、現在の低インフレ局面は世界と各国での負の需要ショックの影響を強く受けている。インフレ率と実際の活動の関連が最近ユーロ圏で強まっているようだ。われわれの政策が需給ギャップを大幅に縮小できるとすれば、インフレ率を目標近くに回復させるのを支援する大きな影響力に期待できる(8月29日)
- プラート理事:世界経済と商品市場における最近の展開は、インフレ率が2%に向けて持続的に上昇するというシナリオに対する下振れリスクを高めた。必要とあらば行動する政策委員会の意志と能力を、不確実視すべきではない(8月26日)
- コンスタンシオ副総裁:民間と公的セクターの債券購入プログラムを発表通りに完全実施することにより、インフレ率はわれわれが物価安定と定義する水準に向けて持続的に回復すると確信している。政策委員会は常にそうだが、物価安定見通しの重大な変化に対応するため責務の範囲内で利用可能なあらゆる手段を活用する用意がある(8月25日)
- ノボトニー・オーストリア中銀総裁:(中国人民元切り下げについて)断言するには時期尚早だが、状況を劇的に表現するべきではない。他の国々に影響を与えており、世界経済にとって重要な地域である東南アジアで少し混乱が生じている(8月20日)
- ノボトニー・オーストリア中銀総裁(ウィーンで):インフレが大幅に調整されたとECBが判断するまでは、いかなる状況でも毎月600億ユーロ規模の量的緩和を継続する(8月20日)

市場では下線を引いたコンスタンシオ副総裁やプラート理事による発言が材料視された経緯もあって、今回の記者会見では「次の一手」に關し、何らかの示唆があるのではないかとの思惑が生じている。有り得るとすれば拡大資産購入プログラム(APP、いわゆるQE)の拡大ないし延長などが考えられるだろう(ノボトニー総裁の発言はこれを意識したものと思われる)。今朝方には今週末のアンカ

ラ G20 向けの IMF スタッフ報告が発表されているが、この中でも「ECB の量的緩和はインフレに改善がみられなければ延長すべき」といった旨の指摘も行われている。

～APP の延長・拡大を示唆するか？～

ECB が伝統的に重視する 5 年先 5 年物インフレ・スワップから算出されるインフレ期待は 7 月下旬以降、急落しており、断続的に 1.70% を割り込んでいる。現状の APP が将来的な物価上昇に効いていないとすれば、少なくとも「2016 年 9 月末」としている APP の現時点での「終点」を延長することが検討される可能性は十分ある。また、本欄 2015 年 8 月 27



日号『世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②』でも議論したように、今年 3 月以降のユーロ/ドル相場が最安値から約 +10% 上昇したことを踏まえれば、来春までに HICP が▲0.5 ポイント程度下押しされる可能性はあり（「1% のユーロ高で HICP が▲0.05 ポイント」と仮定した上での試算）、そうなってくれば市場は容赦なく「次の一手」を催促するに違いない。

本来的には、そのような展開が見えているのであれば、フォワードルッキングな政策運営という観点から、追加緩和を打ち込むのが中央銀行としての正しい姿ではある。だが、残りカードが決して多くないことに加え、理事会内での政治的調整も容易ではないことも踏まえれば、今会合で政策変更動く可能性はやはり低い。

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9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分))を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分))について～no reason for complacency～
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退：その②～)
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～
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直しについて
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、PSP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～早くも間にえ始めた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