

みずほマーケット・トピック(2015 年 10 月 19 日)

ECB 理事会プレビュー(10 月 22 日開催分)

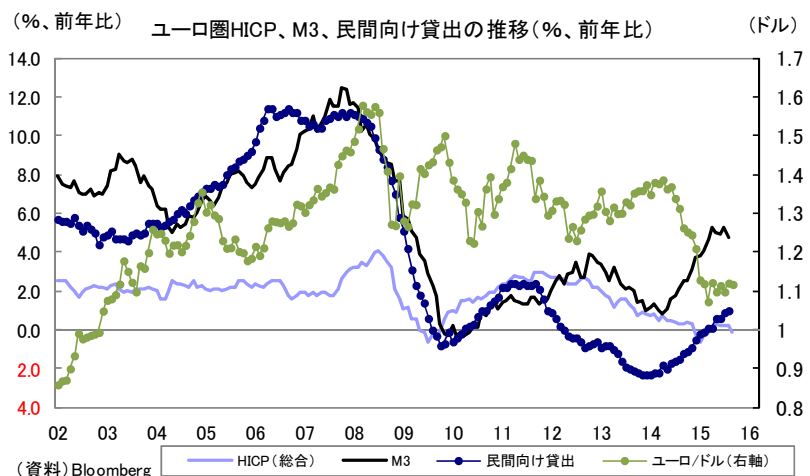
今週 22 日の ECB 理事会は現状維持を予想。15 日のノボトニー・オーストリア中銀総裁による「現在の経済状況において別の一連の追加手段が必要であることは極めて明白」との発言を受けて俄かに追加緩和観測が盛り上がっているものの、①現状のところユーロ圏消費者物価指数(HICP)のマイナス転化は 1 か月分しか確認されていないこと、②次回 12 月 3 日会合はスタッフ見通し改定があること、③与信の改善が窺えること、④12 月の米利上げ動向を見極めたいことなどから、今回は現状維持の公算が大きい。追加緩和を行うのであれば、12 月 3 日のスタッフ見通し改定を待って、その際に 2016 年のインフレ率見通しを下方修正。その上で APP の期限撤廃を表明し、それと同時に月額 600 億ユーロに設定されている購入額の引き上げを行うのではないかな。

～しぶとい米経済指標～

週末にかけての為替相場はドル相場が上昇する展開。16 日に発表された米 9 月鉱工業生産は 2 か月連続でマイナスとなったものの、10 月ミシガン大学消費者マインド指数が予想を上回り、12 月利上げへの望みが繋がれた格好となっている。本欄では繰り返し述べているように、長過ぎる「対話」によりドル高の影響が米企業部門を侵食し始めている疑いは強く、利上げの難易度がここにきて上がっていることは否定しようがない。それでも FRB が正常化の旗を降ろさない限り、週末に見られたような「対米金融政策格差が拡大しそうだからドル買い」といった展開は続きそうであり、円安もこうした流れの中で延命することになりそうである。

～ECB 理事会プレビュー～

今週最大の注目は 22 日の ECB 理事会であるため、プレビューを行っておきたい。結論から言えば、現状維持を予想する。15 日のノボトニー・オーストリア中銀総裁による「現在の経済状況において別の一連の追加手段が必要であることは極めて明白」との発言を受けて俄かに追加緩和観測が盛り上がっているものの、①現状のところユーロ圏消費者物価指数(HICP)のマイナス転化は 1 か月分しか確認されていないこと、②次回 12 月 3 日会合はスタッフ見通し改定があること、③与信の改善が窺えること、④12 月の米利上げ動向を見極めたいことなどから、今回は現状維持の公算が大



きい。後述するように、直近の高官発言を見ても、話題になったノボトニー発言を除けば、現時点での追加緩和期待をけん制するものが多い。

もちろん、先週の本欄¹でも述べたように、この先、HICP はほぼ確実に低下が見込まれており、フォワードルッキングな政策運営という観点から、いつ追加緩和が決断されても不思議ではない情勢である。また、足許では中国経済減速及びドイツ大手自動車会社の不正問題を受けてドイツの景況感が急激に悪化しており、これが実体経済を下押ししそうな気配はある。しかし、ユーロ圏全体で見れば民間向け貸出が改善中であり、この結果としてマネーサプライ(M3)も極めて堅調である(前頁図)。今年3月以降、M3は6か月連続でECBの参照値である「前年比+4.5%」を超えており、「2本の柱」アプローチのうち、金融分析に照らせば、モメンタムは十分上向きという評価になる(にも拘わらず物価が全く上がらないというのがECBの抱える葛藤なのだが・・・)。また、経済分析で重視されるGDPを筆頭とするハードデータについては、ドイツの一部指標に弱さが見られるものの、追加緩和の決定打になるほどの状況には至っていない。

現状、追加緩和観測が浮上しているのはひとえにHICPが弱含んでいることに起因しており、直近9月分は前月比▲0.1%と6か月ぶりのマイナスに転化した。この動きは原油価格下落もさることながら、過去1年をかけてECBが必死に押し下げてきたユーロ/ドル相場が一時1.15付近まで急騰するという「望まぬ通貨高」になっていることにも由来する。ECBにおいて、これを押し下げたいという願望が強いことは言うまでもなく、それが市場の根強い追加緩和観測に繋がっているものと思われる。

～直近の要人発言：時期尚早との見解が多い～

なお、10月に入ってから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)：

- ノボトニー・オーストリア中銀総裁：「(2016年9月以降の量的緩和策の延長について)これは時期が来た時に我々が議論しなければならない事柄だ。私の見解では、来年9月までなお約1年待つ必要があり、それについて話すのは早過ぎる」(10月18日)
- クーレ理事：「ECBに対する期待は高過ぎる」(10月16日)
- ノボトニー・オーストリア中銀総裁：「われわれは明らかに目標を達成していない」、「コアインフレ率もわれわれが目指す水準を明らかに下回っている」、「ECBは利用可能な金融政策手段を駆使しているが、現在の経済状況において別の一連の追加手段が必要であることは極めて明白であるように私には思われる」(10月15日)
- クーレ ECB 理事：「われわれの分析ではリスクは外部からのものであり、当然ながらECBは用意を整えておく必要がある。何らかの事態が起きた場合になすべきことを把握しておきたい。だが、そのような判断を下すには時期尚早だ」(10月12日)
- ドラギECB総裁：「QEはわれわれの当初の期待を満たしたばかりか期待以上に機能している。2%に十分に近いとわれわれを感じる水準付近にインフレ率が戻り、そこで安定するには以前に考えていたよりも幾分時間がかかるだろうと現時点では思われる」(10月10日)

¹ 本欄 2015 年 10 月 16 日号『週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫る HICP のマイナス常態化と追加緩和～)』をご参照下さい。

- ドラギ総裁:「妥当と判断すれば責務の範囲内で利用可能なあらゆる手段を駆使する用意があり、特に資産購入プログラムの規模、構成、期間を調整することが可能だ」(10月9日)
- ラウテンシュレーガーECB 理事:「私の見解では、QE 拡大に関して具体的措置を議論するのは本当に時期尚早だ」(10月8日)
- クノット・オランダ中銀総裁:「資産購入プログラムはまだ3分の1しか実施されていないと強調したい。残る7000億ユーロ購入の効果を最大限にすることがわれわれ全員の利益であり、臆測は役に立たない」(10月8日)

先週話題になったノボトニー発言を除けばドラギ総裁を含め現時点での緩和は時期尚早と見ている向きが多そうである。また、当のノボトニー総裁も昨日、雑誌に対するインタビューで拡大資産購入プログラム(APP)の期限延長については否定的な見方を示している(とすれば、同氏は期限延長以外の一手を打つべき、と考えていることになる)。もちろん、ラウテンシュレーガー理事やクノット総裁といった元よりタカ派寄りのメンバーからすれば時期尚早というのは当然の意見だが、最終的にキャスティングボートを握るドラギ総裁が現時点の効果に満足している旨が吐露されていることの意義は大きい。そもそもAPP公表以降で見れば、ユーロ高・株安・金利高になっているのに本当に満足しているのかという点は疑問だが(表)、これは上述したように、民間向け貸出及びマネーサプライ(M3)が堅調推移する中で、「金融分析に照らせば緩和の必要無し」という立場なのだろう。

拡大資産購入プログラム(APP)後の金融市場の動き

	APP導入宣言(①)	APP稼働から1週間後(②)	現在(③)	変化(※)		
	1月22日	3月16日	10月19日	①→②	①→③	②→③
ユーロ/ドル	1.1366	1.0569	1.1359	-7.0	-0.1	7.5
MSCI欧州	1172.53	1282.25	1149.93	9.4	-1.9	-10.3
独10年金利	0.447	0.279	0.548	-0.2	0.1	0.3
仏10年金利	0.617	0.516	0.917	-0.1	0.3	0.4
伊10年金利	1.549	1.181	1.604	-0.4	0.1	0.4
西10年金利	1.405	1.176	1.77	-0.2	0.4	0.6

(資料)Bloomberg、※為替と株は変化率、金利は変化幅(%ポイント)

やはり追加緩和を行うのであれば、12月3日のスタッフ見通し改定を待って、その際に2016年のインフレ率見通しを下方修正。その上でAPPの最終期限(2016年9月末)撤廃を表明し、それと同時に月額600億ユーロに設定されている購入額の引き上げを行うという公算が大きい。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、今会合はとりあえず現状維持で乗り切るというのがECBの希望だろう。但し、今回は現状維持としても、9月理事会の議事要旨においてインフレ期待の「不安定化(unanchoring)」の兆候を指摘する声が出ている以上、記者会見において何らかの示唆が出ることは十分予想される。

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10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分))～崩れるインフレ期待?～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も?～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点))～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は?～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分))～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
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年上半年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ドルの現状と展望について～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年上半年を終えて～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	本邦に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～