

みずほマーケット・トピック(2015年10月26日)

## ECB 緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？

ECB の緩和予告を受けたユーロ全面安を受け、「これで日銀も追い詰められたのではないか。30日に追加緩和に踏み込む可能性は高まった」との解説が見られる。率直に言ってこうした解説は腑に落ちない。確かに、ECB 理事会後、ユーロ/円相場は円高に振れたが、より影響が注視されるドル/円相場は円安に振れており、日銀が焦る環境にも思えない。また、日銀と ECB の政策環境の違いを無視している点も不適切。金融政策と通貨政策の方向性の捻じれに悩む日銀と、通貨政策としての機能を金融政策に堂々と割り当てて通貨安誘導を図る ECB とでは立ち位置が全く異なる。さらに重視している物価指数も定義が異なり、現状への評価も自ずと変わってくるはず。

### ～力づくのユーロ安はいずれ破たん～

先週末の為替相場ではドル相場が続伸する展開で、一時、対ユーロでは 1.0997、対円では 121.49 円をつける動きが見られている。22 日(木)の ECB 理事会で市場予想以上に踏み込んだ追加緩和への示唆が見られたことでユーロ相場が全面安となったことの余波が効いている。先週の本欄でも議論したように、ECB の金融政策は再び通貨政策モードに切り替わっており、追加緩和への期待及びその導入に伴って年内 1.10 割れが定着する場面もあろう<sup>1</sup>。しかし、執拗に述べているように、そのような力づくのユーロ安誘導はいずれファンダメンタルズ(経常黒字及び実質金利高)に押し返される格好で破たんし、来年にかけてまた騰勢を強めることになると予想する。

### ～日銀と ECB:政策環境は 180 度違う～

ところで、こうした ECB の動きを受けたユーロ全面安を受けて、「これで日銀も追い詰められたのではないか。30日に追加緩和に踏み込む可能性は高まった」との解説が見られ、これもドル/円相場の押し上げに寄与したという声もある。率直に言ってこうした解説は腑に落ちない。確かに、ECB 理事会後、

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では・・
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	アベノミクス当初の日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	今の日本?
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	ユーロ圏
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止	米国(※)
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	

(資料)筆者作成による。×は実現不可能なポリシーミックス。

(※)緊縮的な財政運営の縛りが緩くなりつつあるという意味で、米国は⑥に位置付けた。

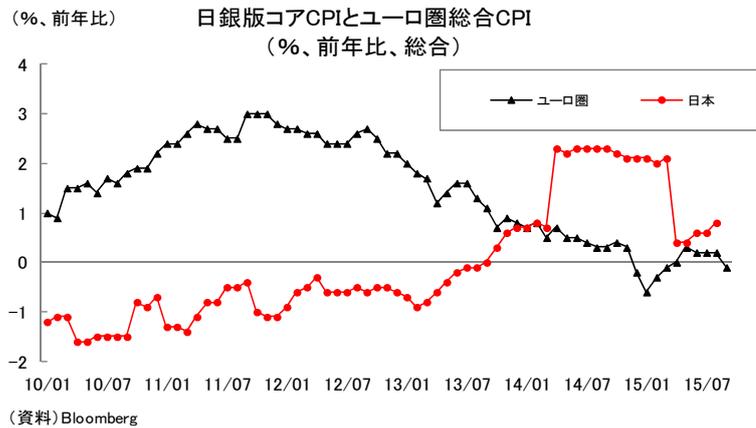
ユーロ/円相場は円高に振れたが、より影響が注視されるドル/円相場は円安に振れており、それほど日銀が焦る環境にも思えない。また、日銀と ECB の政策環境の違いを無視しているという点も不適切である。本欄 2015 年 10 月 20 日号『日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)』でも述べたように、現状の日銀の金融政策は、通貨安を忌避する政府の通貨政策に配慮せざるを

<sup>1</sup> 2015 年 10 月 23 日号『週末版 (ECB 理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)』をご参照下さい。

得ない状況にある。金融政策と通貨政策の方向性の捻じれに悩む日銀と、通貨政策としての機能を金融政策に堂々と割り当てて通貨安誘導を図る ECB とでは立ち位置が全く異なる。非常にラフに言えば、「通貨安が嬉しくない日銀」と「通貨安が嬉しい ECB」という構図の下、追加緩和を取り巻く環境は 180 度異なっていると言っても過言ではない。

### ～重視する物価指数の違い～

また、日銀も ECB も物価安定をその責務として担っているものの、互いに注視する計数は異なる。消費者物価指数に関し、日銀が生鮮食料品除くベース(以下コア CPI)を重視しているのに対し、ECB は総合ベースを重視している。事あるごとに ECB は「コアベース(ECB の定義ではエネルギー・食料品・アルコール・タバコ除くベース)が上がっていても総合



が下がっていたら無意味」といったスタンスを確認しており、現状でマイナス圏にある総合ベースの消費者物価指数(HICP)は看過できるものではない。この点、12月3日の理事会でスタッフ見通しを改定し、2017年までのHICP予想を引き下げ、総合ベースの2%到達が当面難しいという理論的裏付けを示した上で追加緩和という判断に至るだろう。片や、日銀も本来ターゲットとしているコアCPIは8月に前年比▲0.1%と量的・質的金融緩和(QQE)が導入された2013年4月以降で初めてマイナス圏に落ち込んだが、周知の通り、最近では基調の強さを裏付ける計数としてエネルギー除くコアCPI(日銀版コアCPI、8月は同+0.8%)への言及が増えている。ECBが総合ベースを絶対視するほどの熱意を持って日銀も当初掲げたターゲット(コアCPI)を絶対視するというのであれば追加緩和の芽もあろうが、ここにきて日銀版コアCPIの強さやそれに付随する企業の価格設定行動の変化をわざわざ指摘するのを見る限り、日銀がECBほど現状の物価に不満を覚えているとは思えない。過去の本欄でも述べたように、筆者は日銀が一時的に気まずい思いをするだけで済むのであれば、日銀版コアCPIを理由にQQEからの手仕舞いを模索する、厳密にはより状況を見ながら政策調整を行う「フレキシブルなインフレーターゲット」の枠組みに移行することには賛成である。

いずれにせよ、通貨と物価を取り巻く環境が全く異なるにも拘わらず、ECBのユーロ相場押し下げによって日銀も円相場の押し下げが必要になったかのような観測は、「通貨は安くならねばならない」という日本が抱えてきた宿痾を表しているように思えてならない。

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](mailto: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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
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」を選じたか～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	物価測定に照らしたドル/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～株価が実質買金か～
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～上値と下値の用途の考え方～)
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～ポラリティ許可発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質買金上昇～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～