

みずほマーケット・トピック(2015 年 11 月 12 日)

12 月 ECB 緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～

10 月 22 日の ECB 理事会以降、12 月 3 日の理事会における追加緩和が当然視され、市場の期待も緩和の有無ではなく中身へと向かっている。筆者もこの期に及んで現状維持もしくは期待以下の政策決定が行われるとは考えていないが、その芽がないわけではない。直近 2 週間ほどの ECB 高官発言を振り返れば、少なくない理事会メンバーが追加緩和に疑問を呈しており、12 月に大型の緩和を行うには相応の内部対立を乗り越える必要がありそう。また、追加緩和の検討を促したと思われる 5 年先 5 年物インフレスワップ(以下 5 年 5 年 BEI)はここにきて再浮揚しており、昨日時点の 5 年 5 年 BEI は 1.80%付近まで戻している。この状況を踏まえれば、焦って 12 月に緩和する必要性はないとの判断も有り得る。可能性は低いですが、内外的に摩擦を招きそうな預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大は温存し、QE 拡大だけで切り抜けるという展開も想定される。

～年内のユーロ/ドル下押しは止む無し～

昨日の為替市場ではドル相場の上昇が一服する展開。ベテランズデーによる祝日の中、特段大きな材料があったわけではないものの、先週 4 日の米 10 月雇用統計を受けてドル相場は一本調子で上昇してきただけに、利益確定の動きなどは出ても不思議ではない。また、注目されたイングランド銀行(BOE)のイベントにおけるドラギ ECB 総裁講演も金融政策の方向感に言及することはなく、一旦はユーロ売りが収まった格好となっている。

～緩和を支持しない理事会メンバーも多い模様～

10 月 22 日の ECB 理事会以降、12 月 3 日の理事会における追加緩和が当然視され、市場の期待も緩和の有無ではなく中身へと向かっているのが現状である。筆者もこの期に及んで現状維持もしくは期待以下の政策決定が行われるとは考えていないが¹、その芽がないわけではない。

昨日はクーレ ECB 理事が仏フィガロ紙とのインタビュー記事において「ECB が 12 月に行動する必要はない」とかなりはっきりと言い切っている。また、11 月 6 日にはハンソン・エストニア中銀総裁は「実施すれば、フォワードガイダンスの概念を著しく損なう恐れがある」と主張し、「一旦具体的なフォワードガイダンスを示しておきながらそれに従わなければ、中銀の信頼性を傷つける」と明確に反対を表明している。このほか、11 月 9 日には、ヤズベツ・スロベニア中銀総裁が「ECB による追加的な非伝統的措置の必要性は現時点で見当たらない。ユーロ圏に景気回復の兆候が見えている」とこちらも反意を示している。さらに 10 月 28 日にはノワイエ仏中銀総裁が「(現行の政策は)しっかり機能している。半年で完全な効果を期待すべきではない。成果が表れるまでには時間が必要」との立場を表明した。常々、緩和(というよりユーロ安)に積極的なフランス高官からこのようなメッセージ

¹ 詳しくは本欄 2015 年 11 月 4 日号『ECB の「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～』やロイター外国為替フォーラム『ECB のユーロ安誘導、12 月に加速か』をご参照下さい。

が出ていることは珍しいが、相対的に大きな短期金融市場を有するフランスにとって預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大は忌避したいなどの思惑がありそうである。なお、ノワイエ仏中銀総裁は10月をもって退任、11月からはビルロワ・ドガロー氏が新総裁に就任しているが、11月9日に掲載された独ハンデルスブラット紙へのインタビューで「現行の金融政策が最初の結果を出していることを強調する必要がある」、「金融政策は必要な場合には追加策の余地があり、その手段もある。だが、欧州レベルでも国家レベルでも成長を支援するための改革を行うことが重要」と述べており、どちらかと言えば、即時緩和を要求するようなスタンスには見受けられない。

ここに挙げただけでも4名(ECB理事、エストニア中銀総裁、スロベニア中銀総裁、フランス中銀総裁)の理事会メンバーが緩和を支持していないわけだが、当然、バイトマン独連銀総裁やクノット蘭中銀総裁、リイカネン・フィンランド中銀総裁らは緩和を支持しないだろう。単純な票読みの上では合計21票のうち7票が賛成しないということになるが、12月理事会はフランスとフィンランドの投票権が無い会合になるので、実態としては5票の反対票が推測される。とはいえ、投票権を有しないメンバーにも意見の表明は認められているので、理事会の雰囲気には影響は与えるだろう。いずれにせよ、12月に大型の緩和を行うには相応の内部対立を乗り越える必要がありそうである。

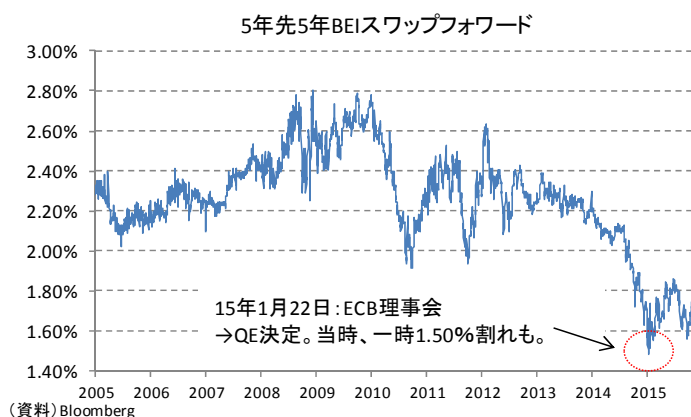
ECB理事会における投票権のローテーション

	ECB Board Members	2015年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1	総裁	ドラギ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
2	副総裁	コンスタンシオ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
3	理事	ラウテンシュレーガー	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
4	理事	クーレ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
5	理事	メルシュ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
6	理事	ブラート	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
第1グループ			1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
7	ドイツ	バイトマン	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○
8	スペイン	リンデ	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○
9	フランス	ノワイエドガロー	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○	×
10	イタリア	ビスコ	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○	○
11	オランダ	クノット	○	○	○	×	○	○	○	○	×	○	○	○
第2グループ			1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
12	ベルギー	クーン	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×
13	エストニア	ハンゾン	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
14	アイルランド	ホノハン	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
15	ギリシャ	ストウルナラス	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○
16	キプロス	ゲオルガジ	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○	○
17	リトアニア	バシリアウスカス	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○	○
18	ラトビア	リムシェービッチ	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○	○
19	ルクセンブルグ	ライニッシュ	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○	○
20	マルタ	ボニチ	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○	○
21	オーストリア	ノボトニー	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○	○
22	ポルトガル	コスタ	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○	○
23	スロベニア	ヤズベツ	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×	○
24	スロバキア	マクチ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×	×
25	フィンランド	リイカネン	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×	×

(資料)ECB

～戻ってしまったインフレ期待～

そもそも民間向け貸出が堅調(9月時点で7か月連続で前年比プラス)にも拘わらず、ECBが追加緩和を検討し始めたのは①ユーロ相場が上昇したから、②ユーロ圏消費者物価指数(HICP)が再びマイナス圏に陥ったから、それらの結果として③インフレ期待が低下したから、である。究極的にECBが重視するのは5年先5



年物インフレスワップ(以下 5 年 5 年 BEI)で表現される③と思われるが、今年 9 月末から 10 月初旬にかけてはこれが 1.60%を割り込む動きが見られた。現行の拡大資産購入プログラム(APP、以下単に QE)は 1.70%を割り込んだ 2014 年末にかけて検討され始めた経緯があるため、1.60%割れは追加緩和検討を促すには十分な下振れだったと言える(過去の本欄でも述べたように 9 月理事会の議事要旨には「インフレ期待が unanchoring(不安定化)している兆し」に言及がある)。なお、真の意味で 5 年 5 年 BEI の重要なターニングポイントになったのは昨年 8 月であり、この頃から本来アンカーされているべき 2%を断続的に割り込むようになった。こうした状況を背景にドラギ総裁は昨年 8 月 22 日に行われたジャクソンホールシンポジウムの講演で予定原稿を逸脱してインフレ期待の下振れに言及し、財政出動の必要性なども訴え驚きを誘ったが²、5 年 5 年 BEI はその後 2 度と 2%を回復するには至っていない。

一方、昨日時点の 5 年 5 年 BEI は 1.80%付近まで戻しており、この状況を踏まえれば、焦って 12 月に緩和する必要性はないとの判断もなくはないだろう。特に、内外的に摩擦を招きそうな預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大に関しては温存したいという誘因も強いはずであり、QE の拡大だけで切り抜けるという展開は有り得る。しかし、ユーロ相場が下がっているのも、それに応じて 5 年 5 年 BEI が持ち上がっているのも、全ては 10 月 22 日の緩和予告に応じて 12 月 3 日の理事会に対する緩和期待が高まっているからこそその動きであり、そこには間違いなく預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大への思いも詰まっている。万が一、足許の相場環境に満足して 12 月 3 日に預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大を温存するにしても、ユーロ相場の低め誘導を続けたいのであれば、次回理事会以降での実施に向けて示唆せざるを得ないと思われる。

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。

² 本欄 2014 年 8 月 26 日号『ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～』をご参照下さい。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファンリシティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
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?
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	ユーロキャリ取りの妥当性を考える
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	GPFI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～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～