

みずほマーケット・トピック(2015年11月24日)

ECB 理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～

先週 19 日に公表された ECB 理事会議事要旨(10月22日開催分)ではインフレ率見通しの悪化が追加緩和の検討に繋がった背景が指摘されている。ECB の基本的立場は、既存政策は企図した通りの効果を挙げており、今後もラグを伴いつつ効果が浸透してくるというものだが、ハト派メンバーは新興国減速に特徴づけられる外部環境の悪化はそうした政策効果の発揮を妨げているため、近いうちに行動が必要と考えている模様。一方、議事要旨を見る限り、タカ派メンバーの意見も相応に根強そう。特に、マイナス金利幅の拡大を「未知の領域(uncharted territory)への挑戦」と形容しているのは印象的であり、大幅な引き下げは理解を得にくいムードが見て取れる。追加緩和が 10 月に決断されず、12 月に再評価となった背景は、これら反対派の意見がそれなりに力を持ったということだろう。しかし、現状を踏まえれば、今さら 12 月を現状維持とするわけにもいかず、タカ派メンバーの不満は相応に溜まっていそう。

～過熱感を帯びるドル高～

昨日の為替市場は引き続き年内の米利上げが意識される展開で、先週 19 日の下落から徐々に値を戻す展開が見られている。特に、ユーロ/ドル相場に関しては、ドラギ ECB 総裁の追加緩和を念押しするような発言に加えて、19 日に公表された ECB 理事会議事要旨(10月22日開催分、後述)でも明確な緩和志向が露わになっており、欧米金融政策格差に応じたユーロ安・ドル高の流れは年内止まりそうにない。しかし、IMM 通貨先物取引などに表れる投機的なドル買いは 8 か月ぶりの水準に達しており¹、過熱感が生じているのも確かである。このまま利上げを迎えた場合、一旦は材料出尽くしでドル全面高が調整を迫られる公算は大きい。

～ECB 理事会議事要旨はダウンサイドリスクを強調～

喫緊迫ったイベントとしては来週 12 月 3 日の ECB 理事会があるが、この手掛かりとなり得る理事会の議事要旨が先週 19 日に公表されている。同理事会の声明文には「the degree of monetary policy accommodation will need to be re-examined at our December monetary policy meeting, when the new Eurosystem staff macroeconomic projections will be available」との表現が挿入され、12 月の見直し改定に合わせて「次の一手」を再検証することが示され、市場の強い注目を集めている

目下、市場参加者は想定される緩和メニューに関し思惑を巡らせているが、議事要旨冒頭に示されたクーレ ECB 理事の定例のレビューでは「市場参加者は、追加緩和に関し、徐々に 3 つの可能性を議論し始めている」と述べられ、具体的にそれは①ユーロ圏政府債券の月次購入額を引き上げること、②2016 年 9 月を越えて拡大資産購入プログラム(APP)の期限を延長すること、③預金ファシリティ金利を引き下げることの 3 点が指摘されている。こうした指摘は概ね現実を捉えていると

¹ 詳しくは本日発行の『IMM 通貨先物のポジション動向 (2015 年 11 月 17 日時点)』をご参照下さい。

思われ、ECB が失望を招かないためには月次購入額の劇的な引き上げや預金ファシリティ金利の大幅な引き下げが必要になろう(12月3日理事会のプレビューは本欄で別途行う)。

なお、同理事会の約1か月前(9月30日)に行われたターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の第5回入札がわずかに156億ユーロに止まったことに関しては、短期金融市場ひいては与信状況の改善を反映しているとの理解を示しており、スキーム自体への悲観的な見解は見られない(それどころか TLTRO 総供給額の4000億ユーロはユーロシステムのオペ残高の75%に達すると記述され、これまでの成果が誇示されている)。そうした TLTRO 不人気の背景である好調な与信状況は、プラート ECB 理事(チーフエコノミスト)の定例評価部分でも言及があり、依然水準は低いものの、貸出態度調査などに見られるように、明らかな改善が確認されている。また、先行きの与信に関しても、APP や TLTRO は依然として発動余地を残した状態であり、既存実施分の効果もラグを伴いながら実体経済に波及してくることを踏まえれば回復が続くという認識である。少なくとも経済分析及び金融分析から成る「2本柱アプローチ」のうち、金融分析の核となる与信環境については追加緩和が必要な状況にはないという印象を受ける。

～追加緩和の根拠～

しかし、それでも追加緩和が検討される理由はインフレ率見通しの下振れに尽きるというのが ECB の現状の立場と思われる。9月理事会の時点では、逆風となっている外部環境やそれに伴うダウンサイドリスクが中期的な物価見通しに与える影響に関し、「一時的なものなのか、永続的なものなのかは判断しかねる」という認識にあった。しかし、その後明らかとなった経済・金融分析の情報に基づけば、インフレ率見通しが一段と悪化し、リスクは明確にダウンサイドに振れているとの懸念を示すメンバーが多くなっているのが現状と見受けられる。この懸念は基調的なインフレ率を示す幾つかの指標において、反転の勢いが欠けているという事実由来している模様であり、代表的には食料・エネルギーを除くコアベースのインフレ率が1%以下に張り付いていることなどへ言及がある。また、それ以外にもスタッフ経済見通しやその他見通しにおいて低いインフレ率見通しが繰り返されていることも、中期的な物価見通しが下振れている兆候と捉えられている。

もちろん、上述した通り、ECB の立場は、既存政策は企図した通りの効果を挙げており、今後もラグを伴いつつ効果が浸透してくるというものである。しかし、新興国経済の減速に特徴づけられる外部環境の悪化はそうした政策効果が十分な力を発揮することを妨げ、これがデフレリスクの残存に繋がっているため、近いうちに行動を起こすべきというのが理事会ハト派の意見として集約されつつあるのが現状と思われる。それにしてもここまで露骨に緩和の可能性を事前に予告するのは ECB 特有の動きである。

～タカ派の言い分～

一方、ハト派一色というわけでもない。弱い海外経済環境にも拘わらず、域内経済は堅調さを維持していることから、9月理事会から大きく状況が変わったとは言えず、追加緩和は拙速と考えるメンバーも存在している。昨日は、ラウテンシュレーガー ECB 理事が「現時点で追加金融措置は必要ない」と述べたことが報じられているが、恐らくバイトマン・ドイツ連銀総裁やクノット・オランダ中銀総裁、リーカネン・フィンランド中銀総裁も同様の意見だろう。こうしたメンバーからすれば、自己実現的で

幅広い物価水準の下落を伴うデフレリスクの兆候は見当たらないとの認識であり、「次の一手」が必要かどうかは様子見というのが基本的立場となる。追加緩和が10月に決断されず、12月に再評価となったのは、これら反対派の意見がそれなりに力を持ったということだろう(裏を返せば、そうでなければ10月に緩和されていても不思議ではなかった)。議事要旨中には金融政策の効果はラグを伴って表れるものであり「(APPの)実施期間である19か月間のうち、まだ8か月しか経っていない」との指摘や「金融政策は長期的に効果を発揮するものであり、現時点で追加手段を喋ることは必ずしも必要ではない」といった言及もあり、既存政策の効果が少しずつ表れているのだから拙速に動く必要はないとの主張も目につく。筋論から言えば、このタカ派的なスタンスの方が正しいだろう。現状、ユーロ圏 GDP が際立って下振れているとは言えず、ユーロ相場も春先から足許にかけて急騰した分を全て剥落させている。また、FRBの12月利上げが確実視される状況下、敢えてECBが追加緩和を打たずとも、ユーロ相場は十分下がり得る。少なくとも倫理的に疑問符の付く預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大まで踏み切る道理がある状況とは思えない。一部、市場では預金ファシリティ金利が▲20bp幅で引き下げられるとの声もあるようだが、そのような決断は理事会のムードに照らして相当難しいと推測される。

～追加緩和の選択肢について: uncharted territory～

なお、目下注目される追加緩和の選択肢に関しては「潜在的な選択肢に関し、多くの緒言 (preliminary remarks) があった」とあり、具体策に関する議論が交わされたことが示されている。既存のコミュニケーション(代表的には声明文)では「2016年9月末」を越えて延長される可能性が既に示されているとの言及も見られるため、少なくとも APPの期間延長が決断されることは既定路線 だろう。だが、これに付随して必要になる規模や構成の調整についてはECBスタッフや関連する技術委員会によるさらなる分析が必要と述べられている。詳しくは別途本欄で行う予定のプレビューで詳しく議論するが、1銘柄当たりのECB保有割合を縛る「33%ルール」がある限り、APPが延長できる期間には自ずと限界がある(恐らく現行の月額600億ユーロへの拡大を念頭に入れた場合、最長で延長できても2017年いっぱいではないか)。技術委員会はこの辺りの試算と検討を指示されているものと思われる。

また、ドラギ総裁が会見で示唆したように、預金ファシリティ金利の引き下げに関しても議論があったことが示されている。「マイナス金利が大きな困難もしくは現金への広範な代替を惹き起していない、その他中央銀行の経験に関し言及があった」との記述が見られており、ドラギ総裁が会見で述べていた「他国で問題が起きていないからユーロ圏でも大丈夫」とのロジックが展開されている。この点、過去の本欄でも述べたように、技術的に可能であることと、倫理的に容認されるかどうかは別の話という観点は覚えておきたい。また、他国で問題が起きていないからと言って、ユーロ圏でも問題が起きないとは限らない。実際、議事要旨では「(マイナス金利の)さらなる引き下げは未知の領域 (uncharted territory) への挑戦であり、市場機能や銀行及びその顧客の行動に対し影響があるだろう」との懸念が出ている。ユーロ圏にとっての「本当の非負制約」が▲0.20%なのか▲0.30%なのか、それとも▲0.40%なのかは文字通り「未知の領域 (uncharted territory) への挑戦」であり、謙虚な対応が求められる。この点、預金ファシリティ金利の引き下げについても、特に短期金融市場や貸出能力への影響に関し、技術委員会がコスト・ベネフィット分析を行っている模様である。

～タカ派にとっては意図せざる状況に～

こうした認識の下、12月のスタッフ見直しによって新たな情報及び評価が確定され次第、理事会は行動する用意があり、その点を強調すべくコミュニケーションをステップアップさせる必要があるとの議論に至ったことが記述されている。そうしたコミュニケーションの修正が今後明らかになるデータに対する ECB の政策反応関数を確かなものにし、「ECB は目標以下のインフレ状況を看過し続けるのではないか」との誤解を払拭することにも繋がるとされている。

同時に、12月理事会では状況の再評価と政策オプションの包括的審査を行うものの、予め行動を約束したかのような「不当な期待」が形成されないように配慮する必要があることも確認されている。しかしながら、ユーロ相場を中心とする市場の近況を見る限り、それが「不当な期待」なのかどうかは脇に置いたとしても、ECB が 12 月緩和を約束したのも同然のようなムードが漂っている。この点、一部の理事会タカ派メンバーからすれば意図せざる状況になっていると推測され、昨日のラウテンシュレーガー理事の発言などはこのムードに一石を投じる意図があったのだと思われる。とはいえ、既に為替相場を筆頭に金融市場は 12 月 3 日の大規模緩和に期待を膨らませてしまっており、今さら現状維持という選択肢はもはや無きに等しい。

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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
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～
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～預金ファシリ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のマイナス常态化と追加緩和～)
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ンード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～待ちたくされる雇用回復～
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～株価か実質賃金か～
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～