

みずほマーケット・トピック(2015年12月7日)

ECB はどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？

先週3日のECB理事会を受けて失望のショートカバーに見舞われたユーロ/ドル相場だが、強い米11月雇用統計やこれに伴う利上げ観測も手伝って上昇は抑制されつつある。結果的に、ユーロ/ドル相場は緩和予告が行われた10月21日の前日の1.13近辺から▲4%ほど下落した状態で据え置かれており、一連の追加緩和騒動が通貨安を狙ったものであるとしたらその収穫は十分という印象もある。今回のスタッフ見通しの想定為替レートは「1.09」であり、少なくとも為替面だけ見れば、ECBの「巧くやった感」は残っている。今後、ECBがタカ派を巻き込んで踏み込んだ緩和を行うには5年先5年物インフレスワップ(以下5年5年BEI)の1.6%割れや民間向け貸出の前年比割れなどが必要になると思われる。現状、投機筋のユーロショートは大分清算された可能性があり、1.10割れから再度売り局面がスタートすることを警戒したい。

～目先の焦点は「3月もできるのか」～

先週末4日に公表された米11月雇用統計は、非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+21.1万人と市場予想(同+20.0万人)を上回った。また、ポジティブサプライズとなった10月分は同+27.1万人から同+29.8万人へ、9月分も同+13.7万人から同+14.5万人へ、計3.5万人上方修正されている。また、家計調査に基づく失業率は7年半ぶりの低水準となる5.0%で横ばいとなった。前月話題となった平均賃金こそ減速しているが、来週15～16日のFOMCにおける利上げを阻むほどの材料とは思えず、目先の焦点は「3月もできるのか」に移るだろう。引き続き筆者は現状のドル高相場を前提にすれば、連続的な利上げは無理筋であり、3月に利上げできたとしても、そこで一旦は打ち止め感が生じると考えている。結果として、ドル/円相場も5年ぶりの円高・ドル安方向への調整を迫られるというのが本欄や『中期為替相場見通し』のメインシナリオである。

～想定為替レートに照らせば急騰は織り込み済み？～

一方、3日のECB理事会を受けて失望のショートカバーに見舞われたユーロ/ドル相場だが、こうした強い米雇用統計やこれに伴う利上げ観測も手伝って上昇は抑制されつつある。結果的に、ユーロ/ドルは緩和予告が行われた10月21日の前日の1.13近辺から▲4%ほど下落した状態で据え置かれており、一連の追加緩和騒動が通貨安を狙ったものであるとしたらその収穫は十分である。しかも、



(資料) Bloomberg、ユーロ圏19か国vs.主要貿易相手国20か国ベース。

同時に公表されたスタッフ経済見通しの想定為替レートは「1.09」である。これはスタッフ見通しのカットオフ日付である「11月12日」直前の2週間について平均レートを取ったものだが、先週3日から4日にかけて急騰したユーロ/ドル相場の高値と概ね一致する。この水準を狙ったというのは邪推が過ぎるが、少なくとも1.05付近から1.10付近への急騰はECBの経済・物価見通しにとって困るものではなく、むしろメインシナリオの範疇に入るものということになる。名目実効ベースでも、依然歴史的なユーロ安水準にあり(前頁図)、この水準ならば周縁国が過度に苦しむこともないだろう。

もちろん、満足な緩和が決定できなかった背景にドイツを筆頭とするタカ派メンバーの存在があったことは間違いない。21票のうち5票も反対票があれば、大規模な緩和に踏み切るのは容易ではない。特に、既に超割高のドイツ国債を延々と買わなければならない独連銀関係者からすれば、出口での損失懸念から拡大資産購入プログラム(APP)の強化を安易に認めるわけにはいかないといい気持ちがあるだろう(もっとも、自国国債しか買えないという建付けはドイツの強い要望に応じたものと思われ、この点は自業自得の感もある)。

とはいえ、少し待てばFRBが利上げする以上、わざわざ「本気」を出さなくてもユーロ相場は下がるという政策環境も今回の決定と無関係ではないだろう。来年以降のFRBの挫折に対し保険を打ち、カードを温存するという判断はやはりあったものと思われる。仮に、今回、預金ファンリティ金利を▲15bp以上引き下げ、APPの750億ユーロへの拡大や2018年以降までの期限延長(もしくはさらに踏み込んで期限撤廃)などを行っていた場合、いよいよ「次の一手」の選択肢は絞られることになったのは確かである。恐らくそこまで踏み込んだ場合、次の緩和催促相場で待ち受けているのは「33%ルール」の撤廃、これに伴うAPPの大幅拡大、そしてこれに伴う財政ファイナンス懸念だった(筆者はそうなると考えていた)。

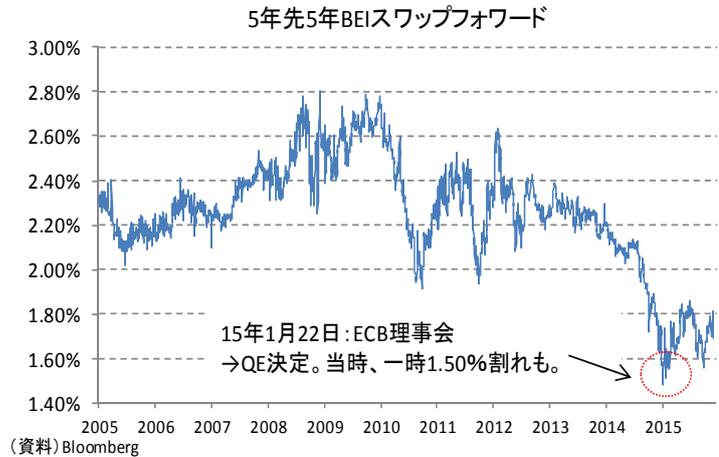
結果論だが、煽るだけ煽ってユーロ相場を押し下げた後、半値戻しこそしたものの、直ぐに良好な米11月雇用統計やFRBの利上げ観測にテーマがバトンタッチされる構図になっており、少なくとも為替面はECBの「巧くやった感」が残る。今回の一件に関し、ドラギ総裁は期待を制御することに失敗したとの評価が大勢であり、筆者も概ねその評価に賛成である。膨らませた期待を超えられなかった後に待っているのはもっと大きな緩和期待でしかない。だが、1か月半かけて期待を押し上げて、それを下回る回答を出し、差し引きでプラス(大して緩和せず大幅なユーロ安獲得)というのが現実起きたことであり、ECBにとってはさほど大きな失点になったとも思われぬ。

先週4日の本欄でも述べたように、10月21日理事会の議事要旨を見れば、ECBは市場の月間増額に対する期待を明らかに認識していた。ゆえに今回の決定が失望を招くことは恐らく承知していただろう。理事会翌日の4日、エコノミック・クラブ・オブ・ニューヨークで行った講演でドラギ総裁は「一連の措置は市場の期待に応えるためのものではなかった」と述べているが、元々期待に応えるつもりなどなかったという可能性は確かにある。

～どうしたらもっと踏み込むのか?～

なお、本欄でも繰り返し論じてきたが、根本的な問題として、今のユーロ圏の実体経済は追加緩和を必要とするような状況にはないという事実もある。確かにユーロ圏消費者物価指数(HICP)はゼロ近傍が続いているが、ドラギ総裁自身が述べているように、実質可処分所得が改善することで消費

が後押しされ、それがけん引役となるというのが現状のユーロ圏経済への評価である¹。今後、ECBが踏み込んだ（APPの月間増額を伴うような）追加緩和を行うためには、HICP、5年先5年物インフレスワップ（以下5年5年BEI）そして経済指標などが揃って腰折れし、誰の目（というよりもタカ派の目）にも緩和が必要という状況が求められるだろう。例えば5年5年BEIはAPP導入に踏み切った当時の1.60%割れなどが一つの目安になるであろうし（図）、経済指標に関しては現状、堅調を維持している与信関連の計数が失速してくるタイミングなどが重要になる。例えば、現在8か月連続で前年比プラスとなっているユーロ圏民間向け貸出がマイナスになるなどの動きが見られてくれば、理事会内部の意見集約も容易になってくるはずである。

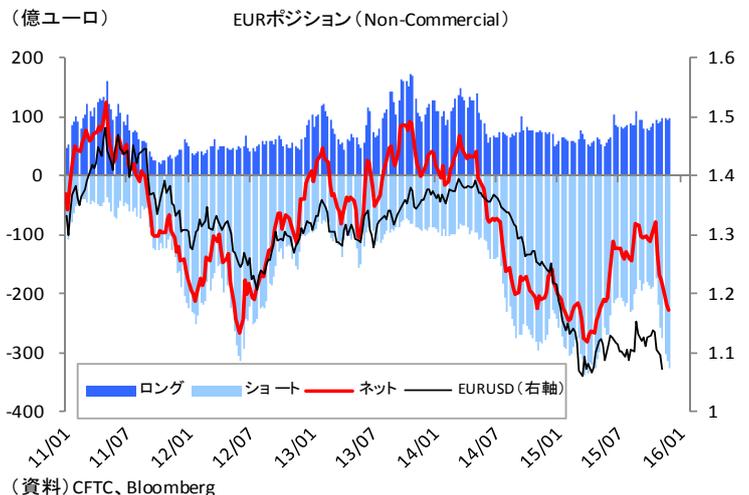


その意味で今回の緩和予告は時期尚早だったのだろう。まだ意見集約も出来ていないうちから、見切り発車してしまったことで、ユーロ相場こそ下げることに成功したものの、元より一枚岩ではない理事会内部の議論が頓挫してしまったのではないかと懸念されている。APPを増額するにしても、最大のボリュームゾーンを抱えるドイツに反対された状態ではその意思決定はままならない。

その意味で今回の緩和予告は時期尚早だったのだろう。まだ意見集約も出来ていないうちから、見切り発車してしまったことで、ユーロ相場こそ下げることに成功したものの、元より一枚岩ではない理事会内部の議論が頓挫してしまったのではないかと懸念されている。APPを増額するにしても、最大のボリュームゾーンを抱えるドイツに反対された状態ではその意思決定はままならない。

～1.09 付近から始まる売り地合い～

目先のユーロ相場は引き続き下値リスクが高いと考えられる。最新12月1日時点のIMM通貨先物取引の状況に基づけば、投機筋のユーロショートポジションは年初来安値をつけた今年3月以来の水準まで積み上がっているが、現状では失望的な決定を受けて大分清算され、売り余りが拡大していると推測される（図）。10月中旬以降の下げ局面は1.15からスタートしたが、今度は1.10割れから始まることになる。こうした状況下、欧米金融政策格差が存続するであろう2016年1～3月



期においては、ユーロ/ドル相場の新安値を警戒しておきたいところである。だが、引き続き筆者は4～6月期以降に関しては、FRBの正常化プロセスが危うくなるにしたがってユーロ売りの勢いが減速し、ユーロ/ドルのじり高が再び始まるものと予想している。その際、ECBはこれを封じ込めるため

¹ 声明文における経済分析の部分では「低い原油価格が家計の実質可処分所得や企業収益のサポートになり、それゆえに民間消費や投資もサポートされるだろう」との見方が示されている。

に「戦力の逐次投入」を余儀なくされるだろう(今回のように)。その様子は正にかつての日銀そのものである。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演と境界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」?～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
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～止まりそく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)～期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～分があるのほどちらの主張か～
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か～
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?