

みずほマーケット・トピック(2016年1月19日)

ECB 理事会プレビュー～ ECB 版の補完措置へ向けて～

今週 21 日開催の ECB 理事会は現状維持を予想。12 月に追加緩和を決定したばかりであること、ユーロ高になっているわけではないこと、また、12 月の緩和が理事会内部に相当な亀裂をもたらした感が強いことなどを踏まえれば、連続的な緩和のハードルは高いと見受けられる。後講釈ではあるが、あれから 6 週間(というよりも過去 2 週間)で起きた市場混乱は ECB の想定を遥かに超えるものであったと思われ、大して状況が悪化していない 10 月に予告し、12 月に緩和決定したことはタイミングとしては最悪だった。しかし、為替と並んで ECB が注視するインフレ期待は明らかに追加緩和を要求しており、完全に「手ぶら」というわけにもいきまい。既に「春にはプログラムの技術的なパラメーターの幾つかの部分について再考・再審理する予定」が宣言されていることを踏まえれば、昨年 12 月 18 日に日銀が行った補完措置の ECB 版のような決定が 3 月に期待される。

～最悪のタイミングだった ECB の 12 月緩和～

今週 21 日開催の ECB 理事会に関し、簡単にプレビューを行っておきたい。結論から言えば、今回は現状維持を予想する。前回 12 月 3 日理事会においてスタッフ見通しと共に追加緩和を決定したばかりであり、静観と見るのが自然である。近年、ECB の政策反応関数において重要な変数となっているユーロ/ドル相場を見ても、1 か月前対比で概ね横這い(1.08～1.09 付近)であり、通貨安誘導に踏み込む理由はない。また、本欄 2015 年 1 月 15 日号『ECB 理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～』でも述べたように、12 月の追加緩和は理事会内部に相当な亀裂をもたらした感が強く、連続的な緩和のハードルは高いと見受けられる。

後講釈ではあるが、あれから 6 週間(というよりも過去 2 週間)で起きた市場混乱は ECB の想定を遥かに超えるものであったと思われ、その意味では本来、追加緩和は今回打たれるべき選択肢だった。ECB タカ派がそう考え、本欄でも同様の趣旨を指摘したように、そもそも緩和を予告した昨年 10 月や実際に決定した 12 月時点のユーロ圏の経済・金融情勢はそれほど悪いものではなかった。結果的に ECB は最悪のタイミングで貴重なカードを使ってしまったと言える。

～3 月、ECB 版の補完措置へ～

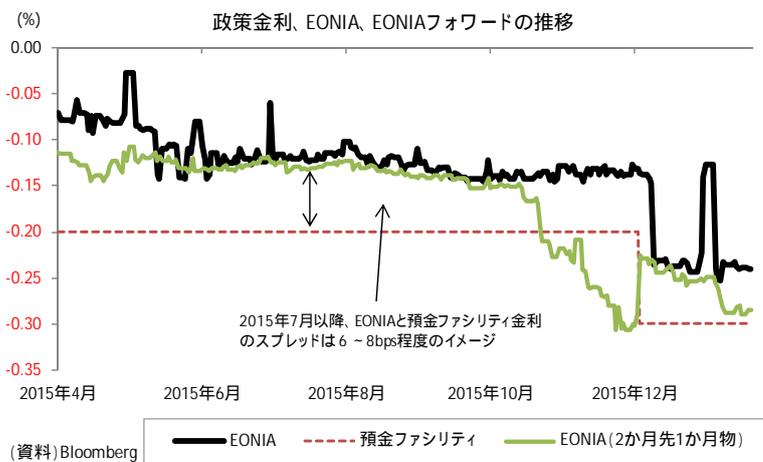
しかし、完全に「手ぶら」というわけにもいかないだろう。為替と並んで ECB が注視するインフレ期待は明らかに追加緩和を要求している。具体的には 5 年先 5 年物インフレスワップ(以下、5 年 5 年 BEI)は危険水域である 1.60%割れ目前であり、過去の経緯に照らせば ECB が緩和を予告ないし決定すべき水準に差し掛かっている。直近の傾向を参考にすると、ECB は追加緩和を実施する際、「示唆する→予告する→決定する」という段階的なステップを踏む可能性があり¹、今回決定しなくても 3 月 10 日の理事会に向けた緩和予告は有り得る(そういった政策運営は無為に期待を煽るだけ

¹ 例えば、昨年 9 月 3 日・10 月 22 日・12 月 3 日の理事会が正にこのパターンに嵌まるものであった。

であり改めるべきなのだが・・・)。なお、12 月理事会では「春にはプログラムの技術的なパラメータの幾つかの部分について再考・再審理する予定である」とも宣言されており、3月ないし4月理事会では拡大資産購入プログラム(APP)に関して必ず何らかの修正が行われることになっている。とすれば、恐らく「次の一手」はこの技術的パラメータ調整に絡む格好で打ち出される可能性が高い。前回、市場の失望を買った最大の理由の1つが「月間購入額の増加」がなかったことであった。これは強い反意を示すタカ派への配慮もあったと思われるが、そもそも現状のパラメータ設定では量的な拡大に耐えられないという不安も影響したであろう。斯かる状況下、昨年12月18日に日銀が行った補完措置の ECB 版のような決定が3月には期待される。

～予想される補完措置～

現状、APP の量的拡大を縛っているのは①対象債券の金利は預金ファシリティ金利以上であること、②対象年限は「2年以上30年以下」であること(※より正確には「1年364日未満」は不可、「30年364日まで」は可)、③1銘柄当たりの ECB 保有シェアは33%が上限であること、である²。このうち③については昨年9月3日の理事会で25%から引き上げられたばかりであり、しかもその撤廃や引き上げが財政ファイナンス懸念に直結しやすいことから、緩和のハードルが高いと思われる。とすれば、やはり①及び②が選択肢として挙がってくる。特に、①の制約を残していることが「量を拡大するためには、マイナス金利幅を拡大させなければならない」という状況を生んでおり、結果として追加緩和のハードルを高くしてしまっているため、修正されるとすれば①が候補に挙がりそうである。なお、既に2か月先1か月物 EONIA フォワードは▲0.28%まで低下している。過去半年間について、2か月先1か月物 EONIA フォワードと預金ファシリティ金利のスプレッドは6～8bpsであることを踏まえれば、▲0.28%は3か月後の預金ファシリティ金利が▲0.35～▲0.40%であることを示唆している(図)。早めに手を打たなければ、市場は連続的なマイナス金利幅の拡大を期待し続け、政策対応の制約になりかねないだろう。今週の ECB 理事会は現状維持を決定しつつも、APP における円滑な購入額拡大を実現すべく、今春にパラメータの変更があることを強く喧伝することになるとと思われる。



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 詳しくは本欄 2015 年 3 月 18 日号『ECB、量的緩和政策 (QE) に係る Q&A』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
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
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？
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	イェレン講演や限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た始めた失速の兆候
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～皮肉な安楽シナリオの延命も？～
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