

みずほマーケット・トピック(2016 年 1 月 26 日)

ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～

昨日行われたドラギ ECB 総裁の講演では随所にインフレ率低迷への不安が垣間見られた。ドラギ総裁は、原因はどうあれ低インフレの長期化は看過できない旨を強調しており、特に、実際のインフレ率、インフレ期待そして原油価格の相互連関が強まっていることを相当注視している模様。折しも先週 22 日に ECB から公表されたインフレ期待に関する『予想専門家調査 (SPF: Survey of Professional Forecasters)』では比較的安定推移する傾向の強い 5 年先のインフレ期待を筆頭に、明らかな変調が生じている様子が窺えた。こうした後ろ向きな変化の積み重ねが、気づけば人心におけるインフレ期待の屈折に繋がり、粘着性のあるデフレイマインドに変容していくものと思われる。ユーロ圏は原油価格の苛烈な下げを前にそれまで強固だったインフレ期待の「壁」が崩れ始めている様子を目の当たりにしているのかもしれない。

～やはり不安払拭には至らず～

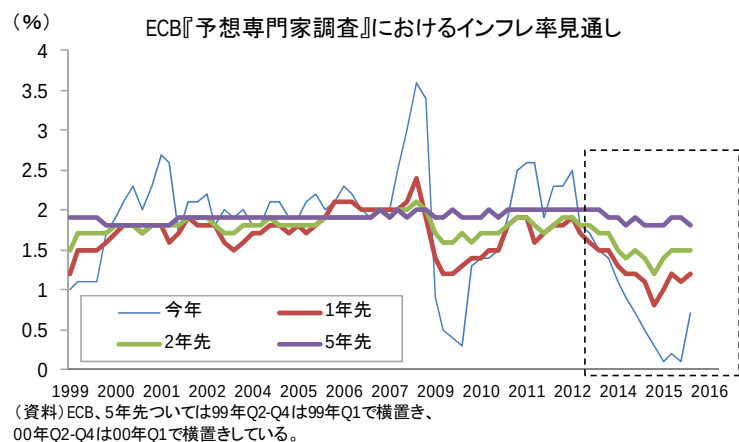
昨日の為替市場は従前の展開が巻き戻される展開。サウジアラビアによるエネルギープロジェクトへの投資継続表明が原油価格を下押しし、NY ダウ平均は前日比▲208.9ドルと終盤にかけて大きく値を下げて引けた。こうした状況下、ユーロ、円、スイスフランといったキャリー取引の調達通貨になりやすい通貨が買い戻されており、本日午前のドル/円は一時 118 円割れすれすれまで値を下げている。昨日の本欄でも述べたように、市場心理の改善を促した ECB の緩和予告が中国経済減速や商品価格下落といった根本的な不安材料を払拭するとは思えない。

～不安なユーロ圏のインフレ状況～

ところで昨日はドラギ ECB 総裁が

『How domestic economic strength can prevail over global weakness』と題した講演を行っている。現下の国際金融市場の混乱を域内経済がどう切り抜けるかをテーマにした講演で、随所にインフレ率低迷への不安が垣間見られたことが印象的であった。講演中、「The role of the ECB」と題したテーマの中でドラギ総裁は「原油価格主導であろうと、継続的な低インフレはインフレ期待を

不安定化させ、それを持続的なものにしてしまうリスクを我々は目にしてきた」と述べ、原因はどうあれ低インフレの長期化は看過できない旨を述べている。さらに「リスクはコアインフレ率にも及んで



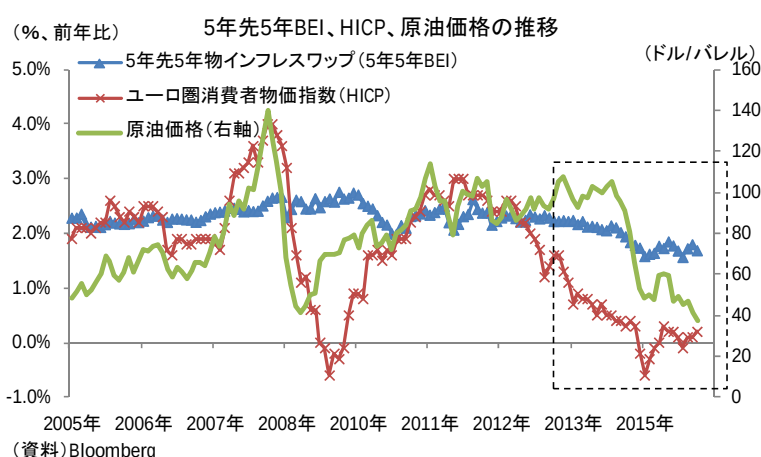
おり、こちらも低い」、「コアインフレ率は我々の目標ではないが、中期的に見ればヘッドライン（総合）のインフレ率をけん引する傾向がある」と続け、強い不安を隠していない。折しも先週 22 日には ECB からインフレ期待に関する『予想専門家調査 (SPF: Survey of Professional Forecasters)』が公表されているが、やはり 2013 年以降、比較的安定推移する傾向の強い 5 年先のインフレ期待を含め、明らかに変動が生じている様子が窺える。5 年先のインフレ期待に関し連続的な起伏が生じるのは金融危機や欧州債務危機を巡る緊張がピークを迎えていた 2007～2010 年以降であり、しかも、足許では僅かながら（数字の上では▲0.1 ポイント程度）下振れが見られる（前頁図）。こうした後ろ向きな変化の積み重ねが、気づけば人心におけるインフレ期待の屈折に繋がり、粘着性のあるデフレイマインドに変容していくのではないだろうか。

～インフレ期待の「壁」を崩し始めた原油価格～

また、ドラギ総裁は、このような現状が金融政策対応を求めているため、拡大資産購入プログラム (APP) を (3 月に) 再検討することを決定したとも述べている。つまり、先週 21 日の緩和予告は株や為替ではなく、あくあまで物価動向への不安に依拠したものという説明である。

先週の本欄¹でも簡単に引用したが、

ドラギ総裁は記者会見において実際のインフレ率、インフレ期待そして原油価格の相互連関が強まっていることに関して「より心配」と述べている。図に示されるように、確かに 5 年先 5 年物インフレスワップ (5 年 5 年 BEI) は原油価格やこの影響を直接的に受ける実際のインフレ率に引きずられるように水準が下がり始めている。なお、5 年 5 年 BEI が実際のインフレ率の影響を受け始め



ていることに関しては、既に昨年 9 月 3 日理事会の議事要旨でも懸念が示されていた。より具体的には実際のインフレ率とインフレ期待の相関が強まっていることに関し「アンカー（錨）が外れている兆候 (a sign of an unanchoring)」との指摘が見られていた²。結局、金融市場で大きく材料視された 10 月 22 日の理事会における緩和予告にはそのような布石があったと考えるべきなのだろう。この点、ECB の政策反応関数は本来的な物価動向（と最近ではユーロ高）に依拠していることが明確であり、現在の日銀よりも遥かに分かりやすさがある（今や日銀の政策反応関数は良く分からない）。

上述の『予想専門家調査』と合わせ見て言えることは、原油価格の苛烈な下げを前にそれまで強固だったインフレ期待の「壁」が崩れ始めているという事実ではないか。

～不安なユーロ圏のインフレ状況～

また、講演の中では「ECB 政策への疑問」と題し、巷で見られる ECB への批判的意見などに応じて

¹ 本欄 2016 年 1 月 22 日号『ECB 理事会を終えて～2 連敗は避けられるか？～』をご参照下さい。

² 本欄 2015 年 10 月 9 日号『ECB 理事会議事要旨（9 月 3 日開催分～崩れるインフレ期待？～』をご参照下さい。

いる。特に目を惹いたのは以下の箇所である。長いが、原文を筆者抄訳で引用する：

- 過去 2～3 年、我々の政策がインフレ率の急騰を招くと警告していたコメンテーターがいたが、実際にはそうならなかった。また、違うコメンテーターはバランスシートの拡大や質の悪い担保を引き受けることによって ECB が巨額の損失に晒されると警告していた。事実として、我々は一切の損失を被っていない。また、似たような権威者達は我々の政策が違法なものと主張した。しかし、欧州司法裁判所はこれに同意していない。そして今や彼らは我々が行っていることに関し、副作用やリスクがあることを警告している。
- しかし、私は彼らが何もしないリスク (the risks of doing nothing) について議論しているのを見たことが無い。それ (何もしないこと) が我々の物価安定の責務、ひいては成長や雇用、究極的には通貨同盟の未来にとってどのような意味を持つのか。私の考えでは、それこそが我々が懸念すべき真のリスクである。その意味で、我々が行っている金融政策の道筋はリスクを軽減する道なのである。

インフレ率が上昇していないことや ECB が損失を被っていないこと (≡ 債券利回りが上昇していないこと) は一連の政策が奏功していないことも意味しているはずであり、ECB として手放しで評価するわけにはいかないものだろう³。なお、確かに ECB が緩和をしなければユーロ相場は世界最大の経常黒字を背景として騰勢を強め、南欧を筆頭とする周縁国は国際競争力の低下に悩まされた可能性が高い。それが域内のデフレ圧力を強めることは間違いなく、それゆえ、ECB が一連の非伝統的な緩和政策を行うべきではなかったと断じるのは酷である。

しかし、2013 年後半以降の ECB はあまりにも為替従属のきらいが強い。巨額の経常黒字と見合わないユーロ安相場が実現されているのは、そうなるように ECB が施策を繰り出してきたからである。こうした「地力に合わないユーロ安」は結局、ドイツの圧倒的な強さにけん引される通貨ユーロを周縁国が使いこなすのは本質的に難しい話であり、そのショックを和らげるための尻拭いを ECB がさせられているだけという客観的事実を示していると言える。「通貨同盟の未来へのリスク」を語るのであれば、金融政策の通貨政策化を余儀なくされている現状こそが通貨同盟の持続可能性に疑問を投げかけていると考えられなくもない。

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。

³ なお、その他経済・金融の現象面に関し、ドラギ総裁は与信が伸びていることについて自賛しており、「深刻な銀行危機を抜け出し、与信が急速に伸びていることは本当に贅沢な悩み (a “luxury problem”) だ」と述べている。しかし、これが本当に政策効果を体現した動きなのかは慎重な分析が待たれるところだろう。ユーロ圏民間向け貸出が 2015 年 2 月まで 34 か月連続で前年比割れだったことを踏まえれば、反発的な伸びが生じることは自然にも思われる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
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～
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	イエ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)～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/円相場の見通し改定について【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～