

みずほマーケット・トピック(2016 年 4 月 20 日)

ECB 理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～

明日の ECB 理事会は現状維持を予想。前回 3 月 10 日理事会においてスタッフ見通しと共にフルパッケージの包括緩和策(利下げ+量的緩和(QE)拡大+資金供給拡大)を決定したばかりであり、現状はそれら政策の効果的且つ円滑な実施に努めるステージ。とはいえ、為替や物価の現状を踏まえれば、ECB は追加緩和に動きたい本音があるだろう。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/ドル相場は前回の会合前日から+3%強上昇し、5 年先 5 年物インフレスワップ(5 年 5 年 BEI)は 1.40%付近と史上最低水準で推移している。普通に考えれば政策対応が求められるところだが、基軸通貨の意向と反する措置を続けても、貴重なカードが空費されるだけという現状の中、今回は静観せざるを得ない状況。ECB の置かれている政策環境は日増しに過去の日銀のそれを彷彿とさせるものになっており、拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化(東洋経済新報社、2014 年 7 月)』で懸念した展開が、残念ながら現実化しつつある模様。

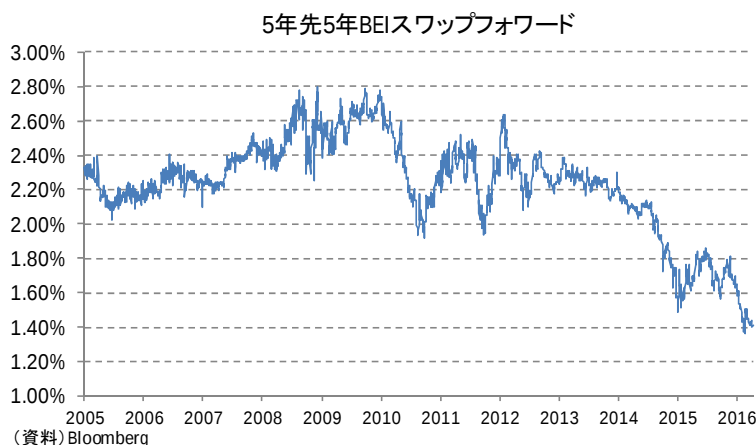
～投機の巻き戻しで堅調なドル/円～

昨日の為替市場は小動きの展開。ドル/円相場は直近高値である 109 円付近で安定的に推移しているが、大台である 110 円を超えるにあたっては材料不足の状況に見受けられる。年初来の投機的な円ロングポジションの傾きは依然解消されていないと思われることから、今後もその巻き戻しとしての円売りが優勢になる可能性は高い。しかし、所詮は投機、である。そうした動きが年内の趨勢を決めるものになるとは思えず、円安での売買を狙う向きにとっては目先やってくるだろう反発を確実に捉える姿勢が重要と考えておきたい。

～ECB 理事会プレビュー: 日本化傾向は強まるばかり～

ところで明日開催の 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 3 月 10 日理事会においてスタッフ見通しと共にフルパッケージの包括緩和策(利下げ+量的緩和(QE)拡大+資金供給拡大)を決定したばかりであり、静観と見るのが自然である。各政策は直ぐに強化策を出す状況にはない。例えば金利については、周知の通り、既にドラギ ECB 総裁が「本日における観点や ECB の措置が成長や物価に与える下支え効果を勘案すると、更なる利下げが必要になるとは予想しない」と述べ、打ち止め感が示唆されたばかりである。市場では大きな失望を買ったが、無謀な期待を押し返して「できないものはできない」と明言した姿勢(勇氣)は称賛されるものであり、直ぐに前言撤回するとは思えない(また前言撤回されるべきでもない)。QE 拡大についても、量的拡大への寄与が期待され導入された企業部門購入プログラム(CSPP: Corporate Sector Purchase Programme)はまだ稼働しておらず、また、貸出増加と共に「ご褒美」が貰えるターゲット型長期流動性供給(TLTRO2)の初回入札も 6 月まで実施されないことなどを踏まえれば、今はこれら政策の効果的且つ円滑な実施に努めるステージだろう。

とはいえ、為替や物価の現状を踏まれば、ECB は追加緩和に動きたい本音があるだろう。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/ドル相場は前回の会合前日(3月9日)から+3%強上昇している(1.10 付近→1.135 付近)。また、これまで ECB の政策運営にとって最も重要な指標の 1 つであった 5 年先 5 年物インフレスワップ(5 年 5 年 BEI)は 1.40%付近と史上最低水



準で推移しており、物価安定の大義に照らしても何らかの対応が正当化される状況にある。通貨高やデysinフレ状況を受けて非標準的な政策を連続的に打ち込んでも、結局は基軸通貨(ドル)の意向には勝てず、貴重なカードが空費され、いつの間にか危機対応の状況が平時の状況のように定着してしまう。实体经济に目をやれば、デysinフレ状況ゆえに内需が冴えず、必然的に外需依存となり、溜まった経常黒字が尚のこと、通貨高を正当化する。まさに長年、日銀(ひいては日本経済)が苦しめられてきた状況であり、こうした環境下で金融政策は対ドル為替相場に隷属しがちになる。換言すれば、金融政策の通貨政策化が淡々と進むことになる。筆者が拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化(東洋経済新報社、2014 年 7 月)』で懸念した展開が、残念ながら現実化しつつあり、今後も ECB は物価よりも為替といったスタンスが強まるだろう。

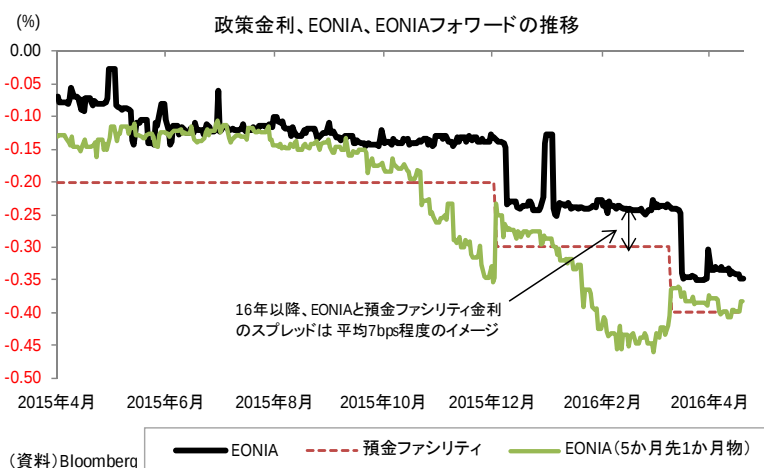
さすがに明日の会合は現状維持であろうが、過去の日銀の経験に照らせば、ECB はユーロ高相場に対応すべく、年内に複数回の追加緩和を迫られる可能性が高い。特に、拡大資産購入プログラム(APP、いわゆる QE)は 2017 年 3 月末が期限となっており、既に 1 年を切っている。それまでにユーロ圏消費者物価指数(HICP)が 2%に到達している可能性は低く、2017 年 9 月末までの延長はいつ決断されても不思議ではないだろう(延期は過去に倣い 6 か月単位)。しかし、円相場の歴史が示すように、逐次的な緩和でドル相場のトレンド(恐らく 2016 年はドル安)を変えることはできず、ユーロ相場はじり高になっていく公算が大きいというのが筆者の予想である。

～マイナス金利引き下げを織り込む市場～

なお、マイナス金利導入後、懸念された民間銀行による貸出金利の引き上げや普通預金からの資金流出といった事態が発生しておらず、これが▲0.40%までのマイナス金利幅拡大を可能にしたように思われる。しかし、上述したようなユーロ圏の日本化懸念やそれに応じた超低金利政策、そして QE といった非伝統的対応はせいぜいこの 2 年の話に過ぎない。金利低下と一口にいても、資金調達に係る金利が先んじて下がる一方で、貸出金利がその動きに完全に追随しているわけではない銀行もあるのだろう。とすれば、副作用が出てくるのはこれからかもしれない。昨日は前独連銀総裁で現在、スイス大手銀で会長職にあるアクセル・ウェーバー氏による「現在は追加金融緩和のコストと副作用がその正味の効果を上回る状況にあるのかもしれない。特に欧州、そして日本ではそれが言える」、「(マイナス金利が可能なのは)ごく短期間、さらにゼロに極めて近い水準である場合

に限られる」といった発言が報じられている¹が、筆者も同感である。3月10日理事会の議事要旨を見ると「資金調達コストの低下や与信の増加そして保有資産の含み益増加も相俟って、金利収入の減少は相殺されており、銀行は低金利環境から恩恵を受けているように見える」といった声も出ており、マイナス金利を金融機関への追い風と解釈する向きも存在するようだが、これが持続的且つ支配的な見方になっていくとは考えにくい。

しかし、長年に亘って利鞘が潰されてきた日本の民間銀行が、物価の上がらない経済環境の下で、マイナス金利で更なる苦境に立たされている現状と合わせ見れば、ECBはマイナス金利の弊害について、やや楽観的な理解に立ち過ぎているように思われる。3月10日のドラギ総裁による利下げ打ち止め発言を受けても、今から半年後(5か月先1か月物)のユーロ圏無担保翌日物



平均金利(EONIA)フォワードは預金ファシリティの▲0.45%までの引き下げを織り込みつつある(図)。2014年6月のマイナス金利導入以降、ユーロ圏の民間向け貸出がはっきりと回復していることも、マイナス金利幅の一段の拡大を正当化してしまうのかもしれない。ECBがこれ以上のマイナス金利幅拡大に動く場合、日銀の「次の一手」としてのマイナス金利幅拡大にも検討の余地を与える可能性がある、円相場の観点からもECBの動向が目を離せなくなりそうである。

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。

¹ 『金融政策ウォッチ中銀の緩和策、限界に近づく＝UBS会長』、2016年4月19日、WSJ日本語版

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4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデシインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の金利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2Iに関するQ&A～悔れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	円高まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
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」～
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「瘦せ我慢」
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! にならなかった米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	イレエ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～)