

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 22 日)

ECB 理事会議事要旨(7 月 20～21 日開催分)

先週 18 日には ECB 理事会議事要旨(7 月 20～21 日開催分)が公表されている。同理事会はドラギ ECB 総裁が記者会見で緩和予告めいた発言を行ったことが注目された。議事要旨を見る限り、英国の EU 離脱(Brexit)方針決定の持つ影響が限定的であり、内外経済見通しが堅調であることなどが現状維持の理由となった模様。とはいえ、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)や 5 年先 5 年物インフレスワップが低迷していることは事実であり、実際に議事要旨中でも懸念は見え隠れするため、今後これらを理由に追加緩和が検討されることは十分考えられる。7 月会合における議論は基本両論併記であり、「追加緩和予告がなされた」と決め打ちして良いものか不安は残る。しかし、最近になって、ユーロ相場が騰勢を強め始めていることなども踏まえれば、冴えない HICP やインフレ期待を理由に ECB が 9 月理事会で「次の一手」を模索する可能性はやはりあるだろう。まずは拡大資産購入プログラム(APP)のパラメーター修正で、その後に月間購入額拡大か。

～FRB 高官のタカ派発言が続くも・・・～

先週末の為替相場ではドルが上昇する展開。18 日にはウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁が「国内経済が力強く、勢いもあることから、できれば割合早い時期に緩やかな利上げペースへと戻ることが理にかなう」と述べ、21 日にはフィッシャーFRB 副議長が米経済の状況に関し、「われわれの目標の近いところにある」、「向こう数四半期に国内総生産(GDP)の伸びは加速すると予想する」などと発言し、利上げ期待が膨らむ地合いとなっている。だが、ドル相場の戻しはごく僅かなものであり、FF 金利先物における年内利上げ織り込み確率もせいぜい 50%である。利上げ期待とドル買いが相乗的に強まっていく昨年のような相場つきはやはり再現が難しいだろう。

～ECB 理事会議事要旨:現状維持の理由～

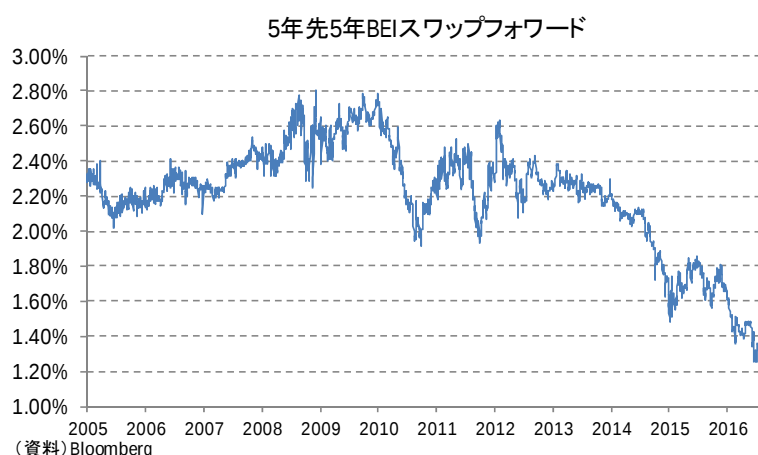
ところで先週 18 日には ECB 理事会議事要旨(7 月 20～21 日開催分)が公表されている。同理事会は特段市場で材料視されたものではなかったものの、ドラギ ECB 総裁が記者会見で「時が経過すれば新しいスタッフ経済見通しを含めてより多くの情報が得られ、マクロ経済情勢の基調を再評価できるようになる」などと述べたことで、半ば 9 月理事会における緩和を予告したような格好になっている。拡大資産購入プログラム(APP)に係るパラメーター修正が事前に注目されていたものの、ドラギ総裁は「現時点ではこれを決定するだけの情報を有していないと結論づけた」と述べており、その背後にどのような議論があったのかは相応に興味を惹くところではあった。

議事要旨を見る限り、英国の EU 離脱(Brexit)方針決定という大事件直後でも現状維持となった背景は①Brexit 問題の悪影響は予想されていたほど大きなものではないこと、②ユーロ圏 4～6 月期 GDP は前期から減速しているものの、特殊要因に影響されたものであり、内需をドライバーに堅調を取り戻しそうなこと(特に域内雇用情勢には「Encouraging signs」が見られること)、③原油価格

の安定により商品輸出国が回復に向かい、政策対応を受けて中国の成長率も加速するなど新興国経済に安定化の兆しが見られること、などが挙げられそうである。この中でも、やはり株や為替といった主要金融市場が Brexit 後の混乱から完全に立ち直ったことが大きそうなのは明らかであり、①の理由が現状維持を可能にした点は疑いようがないが、本欄 2016 年 8 月 16 日号『リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運』でも述べたように、③も無視できない要因と思われる。

～不安は拭えず～

だが、議事要旨を見る限り、不安要因に対する言及も少なくない。例えば、政策運営にとって重要となる物価動向への評価を見た場合、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は 2016 年終盤にはエネルギー価格下落によるベース効果が剥落し浮上が予想されるものの、それまでは極めて低い伸びが続くとの見通しが示されている。また、インフレ期待



についても、ECB による『予測専門家調査 (SPF:『The ECB Survey of Professional Forecasters』)』のような調査ベースではアンカーされているとの評価が可能であるものの、伝統的に重視される市場ベースのインフレ期待である 5 年先 5 年物インフレスワップ (5 年 5 年 BEI) などは低迷が指摘されている。事実、5 年 5 年 BEI は史上最低水準での推移を余儀なくされており、これが追加緩和の理由として持ち出される可能性は常に有り得るとするのが現状である (図)。

また、上述したように、海外経済でも新興国については認識が上向いているものの、先進国については Brexit 問題を受けて英国及び欧州に影響が及ぶことも否めず、同問題がもたらしたショックの波及経路について大きな不透明感があることも認識されている。このほか、(テロなどの) 地政学的リスクが前向きな心理を圧迫し、成長の重石となることも懸念されている。

～次回行動の実態つかめず～

これらを総合してチーフエコノミストであるプラート ECB 理事が指摘したのは①内需を中心としてユーロ圏経済は堅調だが、ダウンスайдリスクが依然残るため適切な緩和を確保する必要があること、②現時点での影響評価は困難であるものの、英国国民投票の結果は 6 月時点で理事会が評価していたリスクバランスの改善を阻害するものであること、③しかし、②のような事情はありながらも、ECB も含めた世界の中央銀行の対応もあって金融市場はその混乱から持ち直していること、④与信状況は貸出供給・借入需要の双方から改善が見られているが、資本の積み増しに不安を覚える銀行も存在することの 4 点である。

これらのポイントを勘案した上でプラート理事は声明文において「不透明感を踏まえて経済・金融市場動向を注意深く監視し続けること」、「緩和政策の実体経済への波及を保護し続けること」などの表現を記載することを提案した上で、「新しいスタッフ経済見通しを含めてより多くの情報が得

られるようになれば、理事会はマクロ経済見通しを再評価する上でより良い状況に立つことができる」といった件の表現を記載することも提案している。

以上のような議事要旨を見る限り、会合における議論は基本両論併記であり、Brexit 問題の影響が見えない分、若干ながらリスクバランスはダウンサイドに傾斜しているといった印象を受けた。とはいえ、これらの議論の跡から「追加緩和予告がなされた」と決め打ちして良いものか不安は残る。Brexit 問題は「直ちに影響はないが、良く分からない不安がある」といった程度の認識であり、目先の政策運営を左右する要因になるとは思えない。むしろ、「あれだけの事があったにも拘わらず金融市場は活発」という点が欧州に限らず国際金融市場でクローズアップされている印象を受け、同問題への配慮が世界中で後退しているように思えてならない。実際、ECB もイングランド銀行 (BOE) も FRB も国民投票直後の政策対応は見送っている (日銀だけは追加緩和に踏み切ったが)。

～9 月 8 日には何が起きるか？～

斯かる状況下、9 月 8 日の ECB 理事会をどう読むべきか。プレビューは別途行うが、上述のような議論の跡を見る限り、現状維持も有り得るかもしれない。しかし、最近になって、ユーロ相場がじわじわと騰勢を強め始めていることも事実であり、冴えない HICP やインフレ期待も踏まえれば、やはり ECB は「次の一手」を模索せざるを得ないと考える。現状の理事会のテンションを踏まえれば、仮に何かを決定するにしても、APP における 33%ルール撤廃などのパラメーター変更が先ではないかと思われる。そうした「露払い」を終えた後、10 月以降に月間購入額の拡大まで至る可能性を想定したいところである。今後に関し、最も標準的な緩和見通しを述べるとすれば、まず 9 月 8 日の理事会で 33%ルールを撤廃し、早ければ 10 月 20 日、遅くとも 12 月 8 日の理事会で APP の月間購入額を拡大するといったところではないか。

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-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月19日	週末版(円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～)
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半年期～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～単純には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇氣と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送り「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツイの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
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～
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(≡ドイツイ)
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ス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」の米利上げ～
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	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、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～侮やまれる満点回答～)
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