

みずほマーケット・トピック(2016 年 9 月 6 日)

ECB 理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～

今週 8 日の ECB 理事会は現状維持を決定するものの、既存政策の制度設計を見直す方針を打ち出す公算が大きい。現状の市況を見渡せば、英国の EU 離脱(Brexit)問題を受けた株式市場の混乱は収束しており、ユーロ高も落ち着いているものの、市場ベースのインフレ期待として伝統的に重視されている 5 年先 5 年物インフレスワップ(5 年 5 年 BEI)は「底抜け」の様相を呈している。つまり差し迫った緩和期待こそないものの、緩和を行う上での大義となる物価安定に関してはかつてないほどの危機感が強まっているというのが現状。こうした中で「手ぶら」という対応が可能とは思えず、何らかの形で「お茶を濁す」ことは求められそうである。この点、やはり拡大資産購入プログラム(APP)に関する各種パラメーター変更は予想される。なお、預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大という芽はあるものの、9 月理事会で予想するのは尚早と思われる。

～きさらぎ会講演でも緩和期待盛り上がり～

昨日の為替市場ではドル売り優勢の展開が見られた。注目されたきさらぎ会における黒田日銀総裁講演では従来通り「必要なら躊躇せず」、「意識すべきは限界ではなく、ベネフィットとコストの比較」など市場に蔓延する緩和限界論へのけん制が目立ったものの、マイナス金利が金融機関収益にもたらすデメリットなどにも踏み込みが見られ、講演を受けて円売りが盛り上がるような展開は見られていない。市場は、マイナス金利の存続(場合により深堀り)は既定路線として、「量」の修正にどのようなレトリックが用いられるかに注目している。少しでも後退を匂わすような修正があれば、論点は全てそちらに持って行かれるはずである。但し、昨日の本欄でも述べたように、9 月 21 日は日銀会合の直後に FOMC が開催される。日銀会合の結果が失望を買っても、米利上げ警戒から容易に円買いを進められないという部分はある、この点は「運」に恵まれている。

～ECB 理事会プレビュー: 差し迫った状況にはあらず～

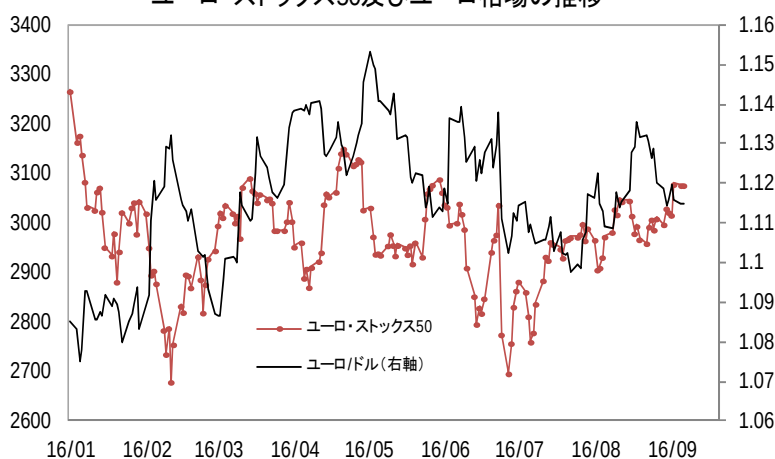
ところで今週 8 日には ECB 理事会があるため、簡単にプレビューを行っておきたい。きわどいところではあるが、今回は現状維持を決定するものの、既存政策の制度設計を見直す方針を打ち出す公算が大きい¹。前回の ECB 理事会(7 月 20～21 日開催)は特段市場で材料視されなかったものの、ドラギ ECB 総裁が記者会見で「時が経過すれば新しいスタッフ経済見通しを含めてより多くの情報が得られ、マクロ経済情勢の基調を再評価できるようになる」と述べたことが、半ば 9 月理事会における緩和を予告したような格好になった。また、拡大資産購入プログラム(APP)に係るパラメーター修正が市場で注目されていたが、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、9 月以降に先送りとなった。

¹ 制度設計の見直しは追加緩和と呼ばない。これまでも現状維持にも拘わらず、購入対象銘柄を増やす措置などはあった。

当該会合の議事要旨を見る限り²、9月理事会が英国の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、などが挙げられていた。8月を挟んでもこの状況が大きく変わったとは言えず、むしろ欧州株は続伸している(図)。また、ユーロ相場にしても、FRBの利上げ期待が俄かに高まる中で、ドル相場が持ち直しているため、それほど通貨高懸念が生じているわけではない。斯かる状況下、市場で差し迫った緩和期待があるとは考えられない。

ユーロ・ストックス50及びユーロ相場の推移

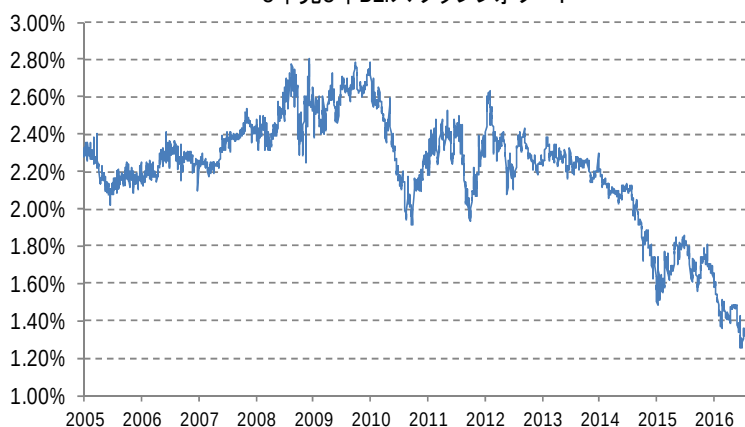


(資料) Bloomberg

～しかし、インフレ期待は「底抜け」気味～

とはいえ、同議事要旨中にも見られた通り、インフレ期待に対する不安は根強い。実際のインフレ率である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、議事要旨中では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)などの低迷が指摘された。実際、足許の5年5

5年先5年BEIスワップフォワード



(資料) Bloomberg

年 BEI は断続的に 1.30%を割り込んでおり、図を見る限り「底抜け」してしまったかのような印象が抱かれる。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は可能だが、さすがにこの状況を完全に看過できるとは思えず、インフレ期待低下を理由として追加緩和ないしその布石が打たれる可能性は十分あるだろう。また、今回公表されるスタッフ経済見通しも、実質 GDP 及び HICP 共に小幅下方修正が見込まれているため、追加緩和を検討すること自体に違和感があるわけではない。

² 本欄 2016 年 8 月 22 日号『ECB 理事会議事要旨 (7 月 20～21 日開催分)』をご参照下さい。

～「お茶を濁す」ために必要なこと～

つまり差し迫った緩和期待はないものの、緩和を行う上での大義となる物価安定に関してはかつてないほどの危機感が強まっているというのが現状である。客観的に見ても、こうした状況で「手ぶら」という対応が可能とは思えず、何らかの形で「お茶を濁す」ことは求められそうである。この点、やはり APP に関する各種パラメーター変更は予想しておきたい。具体的には①33%ルールの緩和ないし撤廃、②購入対象資産の下限金利緩和ないし撤廃、③購入対象資産の満期延長、④終了期限の延長などのメニューが考えられる。この中で、少なくとも①及び④への踏み込みは可能性が高そうである一方、②や③まで踏み込まれればサプライズとなり、ユーロ売りが強まりそうである。

具体的にみると、①に関しては、現状の 33%を 40%や 50%に引き上げる見通しが多く、数値に関し、これといったコンセンサスがあるようには見えない。だが、仮に撤廃まで踏み込まれれば、月間購入額が先行き大幅拡大される前兆として大きなユーロ売り材料となりそうである。②に関しては、現在、預金ファシリティ金利（現在▲0.40%）以下の国債は購入不可能とされていることから、この規制を緩和することで、購入対象資産を拡大できる。また、③は、現状、「2 年以上 30 年以下」が購入対象となっているところ、30 年超まで視野を拡げるかが注目される。②及び③の論点に関しては、予想する向きが多いとは思えず、仮に踏み込まれれば、サプライズとして、ユーロ売りを招くだろう。

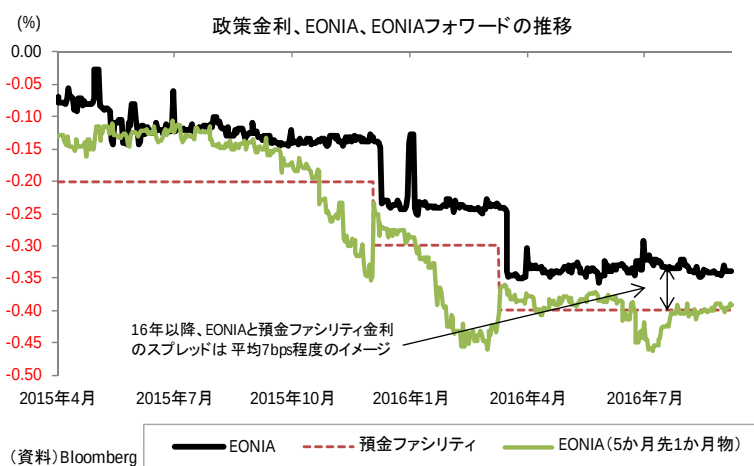
一方、④は十分考えられる。現状、APP の期限として設定されている「2017 年 3 月末」まで既に半年を切っており、物価情勢を踏まえれば、そこで打ち切りという可能性は殆ど考えられないことから³、今のうちに期限を伸ばしておくことは十分有り得る。少なくとも「2017 年 9 月末」、保守的に見るならば今回のスタッフ経済見通しの範囲に入る「2018 年 3 月末」までの延長が想定される。

但し、①～④はいずれも来たるべき月間購入額の拡大を念頭に置いた「露払い」という位置付けになる。筆者はまず今週の理事会でこれらの「露払い」が行われた後、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公算が大きいと考えている。

～マイナス金利の深堀りはあるのか？～

なお、マイナス金利深堀りの可能性をどう考えるべきか。市場でも話題になった通り、ドラギ総裁は 3 月 10 日の理事会後記者会見で「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、利下げの打ち止めを示唆し、ユーロ相場が大幅に上昇することがあった。だが、同理事会の議事要旨（4 月 7 日公表）を見ると

「あらゆる実務的な目的のために実効的な下限金利に達したと表明すれば、さらなる利下げを検討



³ APP には「(インフレ率が)中期に亘って 2%以下だがそれに近い値の実現、という理事会目標と整合的な経路への持続的調整を見るまでは継続」というフォワードガイダンス文言が付されている。

することは可能であった」と記述されている。ゆえに、ECB が現行の▲0.40%から▲0.50%ないし▲0.60%へ引き下げられる可能性は残っていると言え、事実、半年先のユーロ圏無担保翌日物平均金利 (EONIA) フォワード市場では▲0.50%程度までの深掘りを見込んでいる (前頁図)。しかし、欧州系金融機関の経営体力が問題視されやすくなっている現状において、マイナス金利の深掘りを行うことはハードルが高く、少なくとも 9 月理事会での決断にはなり得ないと思われる。

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。

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9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年7月分)
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨(7月20～21日開催分)
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～
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	明らかに開始した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」～簡単には終わらず～
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」と言う勇気と奇襲の「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	消費増税先送りと「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なっただけ～)
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～論点はずらずドル高懸念～)
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)
2016年4月12日	取っ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