

みずほマーケット・トピック(2016 年 10 月 5 日)

ECB のテーパリング観測～予想すべきは真逆の方向～

一部報道で ECB のテーパリング観測が報じられ、欧州債が売られ、金利が上昇する展開が見られている。ECB は 9 月理事会で追加緩和への道を拓きかけたばかりであり、この報道にはやや唐突感を覚える。拡大資産購入プログラム(APP)の月間購入額が 600 億ユーロから現行の 800 億ユーロへ拡大されたのは今年 3 月の話であり、実際に稼働したのは 4 月以降の話である。僅か半年でその縮小(テーパリング)が検討されるとは考えにくい。もっと言えば、社債を対象とする企業部門購入プログラム(CSPP)が 6 月から稼働したばかりである。月 800 億ユーロという枠が固定されている中で 6 月から月 60～70 億ユーロの社債購入が始まったことで、その分、国債や政府機関債を対象とする公的部門購入プログラム(PSPP)は既に減額済みでもある。そもそも実際のインフレやインフレ期待が低迷している以上、テーパリングの判断は市場期待とはそぐわない。予想すべきはむしろ APP の拡大であり、テーパリングとは真逆の話になるのではないか。

～利上げ期待からのドル買いはもう食傷気味～

昨日の為替市場ではドル買い優勢の展開。連日の FRB 高官による利上げを求める発言や米 9 月 ISM 製造業景気指数の良好な結果を受けて 11 月利上げへのムードが高まっている模様。ラッカー・リッチモンド連銀総裁はインフレが加速すれば後々急激な利上げを余儀なくされるため、米大統領選の時期に拘わらず、11 月会合で利上げを検討すべきと主張している。また、一昨日にはメスター・クリーブランド連銀総裁も利上げの期が熟していると発言しており、ここきて再び利上げ期待を背景とするドル買いが強まっている。正直、このような光景は食傷気味である。FOMC の前月に FRB 高官が利上げを催促するような発言を行いドル高となる展開は 6 月 FOMC を前にした今年 4～5 月、9 月 FOMC を前にした 8 月にも見られたが、その都度本欄では「できるはずが無い」とのスタンスを維持してきた。今回も同じである。ドル高を正面から受け止めるだけの実体経済の強さが無い以上、「利上げ→ドル買い」の相場は続きようがないだろう。

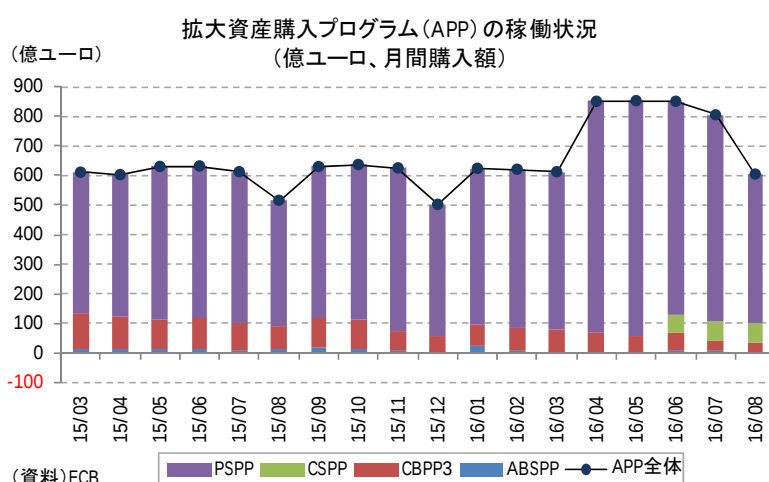
～唐突感のある ECB テーパリング観測～

ところで、昨日は欧州通貨の動きが注目を集めている。メイ英首相の下での EU 離脱(Brexit)交渉が英国経済にとって困難なものになりそうとの思惑から英ポンドが大きく売られており、対ドルでは 6 月 24 日つけた安値を割り込み、1985 年以来の安値を更新している。一方、ユーロに関しては ECB のテーパリング観測が俄かに浮上しており、欧州債が売られ、金利が上昇する展開が見られている。Brexit を巡る交渉は来年開始であり、EU は開始前の交渉に応じるつもりがないと宣言していることから本格的な材料になるのは来年になると思われる。だが、ECB に関しては 9 月理事会で追加緩和への道を拓きかけたばかりであり、今回の報道にはやや唐突感を覚える。詳しくは本欄 2016 年 9 月 9 日号『ECB 理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～』をご参照頂きたい

が、9月8日の理事会後の声明文においてECBは「理事会は購入プログラムの円滑な実施を確実なものにするための選択肢を評価するように（ECB 内部の）関連委員会へ指示した」と記述し、これが拡大資産購入プログラム（APP）の将来的な拡大を視野に入れたものとして注目された。具体的には APP の各種パラメーター（33%ルール、購入可能下限金利、購入可能年限、プログラム自体の期限など）がより緩和的な方向へと修正され、今月20日の理事会で発表されるという期待形成に落ち着いたはずである。こうした情報発信は市場予想の範囲内でもあった。

～国債購入は既に減少している～

これに対し、昨日のブルームバーグはユーロ圏の中央銀行の複数の関係者の話として「この1か月に政策担当者の中で、資産買い入れのテーパリングが必要になるとの非公式のコンセンサスが形成された」といった談話を紹介している。確かに、声明文によれば理事会が ECB 内部の関連委員会へ指示したのは「購入プログラムの円滑な実施を確実なものにするための選択肢」であ



って、将来的な APP 拡大に関して言及しているわけではない。「円滑な実施に必要な選択肢」がテーパリングとなる可能性もゼロではないのかもしれない。しかし、APP の月間購入額が 600 億ユーロから現行の 800 億ユーロへ拡大されたのは今年3月の話であり、実際に稼働したのは4月以降の話である。拡大決定後、僅か半年でその縮小（テーパリング）が検討されるだろうか。もっと言えば、社債を対象とする企業部門購入プログラム（CSPP）は6月から稼働したばかりでもある。市場ではさほど論点にはなっていないが、月 800 億ユーロという枠が固定されている中で6月から月 60～70 億ユーロの社債購入が始まったことで、その分、国債や政府機関債を対象とする公的部門購入プログラム（PSPP）が減額されている。恐らく、テーパリングが検討されるとすればボリュームの大きい PSPP になるだろうが、既に技術的には縮小が行われたばかりでもあり、改めて市場にショックを与えてまで検討されるようには思えない。残るカバードボンド購入プログラム第三弾（CSPP3）や資産担保証券購入プログラム（ABSPP）はテーパリングするほどのボリュームがない。

～予想すべきはテーパリングとは真逆～

詳しくは明晩公表される9月8日分の理事会議事要旨で確認したいところではあるが、APPの拡大から間もないことや、そもそも自身にとっての究極的な目的であるユーロ圏消費者物価指数（HICP）の+2%到達が程遠い状況にあり、足許ではインフレ期待も歴史的な低水準にある。斯かる状況下でテーパリングを決定することは市場との対話上、相当な不味さがあるのは間違いないだろう。既に ECB の報道官からもコメントが出ているように、討議していないというのが実態に近いのではないだろうか。10月20日の ECB 理事会に関するプレビューは後日改めて行うが、APP のパラメーター

が緩和される中、2017 年 3 月末とされている期限も最長 2018 年 3 月末まで延長されると予想しておきたい。それはテーパリングとは真逆の政策決定となる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」
2016年10月3日	外貨準備構成通貨の現状(2016年6月末時点)
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年8月分)
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版(日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～)
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別、金利への転進」～
2016年9月13日	ブレナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠、再び」～
2016年9月9日	週末版(ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～)
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
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 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IHICP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?～