

みずほマーケット・トピック(2016年10月24日)

ECB 理事会を終えて～ ECB 版総括的検証の行方～

先週 20 日に行われた ECB 理事会は現状維持を決定。拡大資産購入プログラム (APP) のテーパリングやパラメーター修正等の注目論点に関し、ドラギ ECB 総裁は「議論していない」の一点張りであり、あらゆる言質を与えなかった。だが、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の動向を踏まえる限り、APP の延長は既定路線。理事会が内部の技術委員会に求めているのは「許容できる延長期間とそれに応じた最適なパラメーター修正」に関する最適解であり、ラフに言えば、APP の延命策である。この点、日銀の総括的検証と性格的には同じものであり、結局、「マイナス金利と量の併存緩和」は持続可能性に乏しいポリシーミックスということを実に表していると言えよう。12 月会合で考えられる選択肢は「預金ファシリティ金利未満の国債購入を可能にしたうえで、月 800 億ユーロは据え置き、半年間延長 (2017 年 9 月末まで)」などの案か。

～巧く市場期待をこなした ECB～

先週 20 日に行われた ECB 理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ (MRO) 金利を 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持とした。現状維持は市場予想通りだが、拡大資産購入プログラム (APP) のパラメーター (33%ルール、購入可能下限金利、購入可能年限、プログラムの期限等) について何らかの修正が加えられると予想していた向きは多かっただけに発表直後のユーロ相場は急騰した。だが、その後は一部で噂された量的緩和の縮小 (テーパリング) に関し、ドラギ ECB 総裁が会見でこれを否定したことなどからユーロ売りに切り返し、本日のユーロ/ドルも 1.08 台で推移している。結果だけ見れば、巧く市場期待をこなして乗り切った感は強い。

後述するように、注目された論点に関しては「議論していない」の一点張りであり、追加緩和に関しても、テーパリングに関しても、これといった言質は与えられなかった。APP の最終期限 (2017 年 3 月末) まで半年を切っていることもあり、せめてプログラムの延長に言及はあると思われたが、これも「議論していない」と述べられ、今回は 9 月会合で指示した技術委員会の作業について、途中報告を聞くに留まった模様である (そのためドラギ総裁は考えられる選択肢に関し、多数決を取るようなこともしていないと述べている)。技術委員会は理事会に対して相応のインプットを行っている模様だが、これを受けて最終決定を下すには至っていない。言い換えれば、今会合から得られるものは殆どなく、会見も通常 (概ね 1 時間) より早く終了してしまった。

～テーパリングは全否定～

記者会見では技術委員会から理事会へ報告されている現時点での内容に関し、何が有り得て、何が有り得ないのかを教えて貰えないかという声が上がった。この点、ドラギ総裁は技術委員会から

の報告は考慮に入れるものの、最終的決定は理事会が下すと述べるにとどまっている。但し、「時には議論していないことを述べておくことも重要だろう。我々はテーパリングも期間の延長も話合っていない」としており、市場で話題になっている 2 つの論点に関しては議論の俎上に上っていないことを明らかにしている。

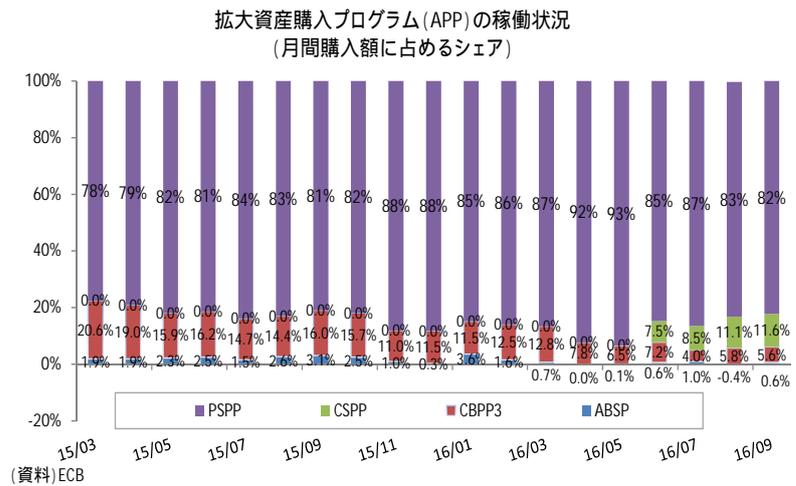
特に、テーパリングに関しては様々な質問が見られた。例えば、「今日はしていなくても 6 週間後には議題すると予想しているか」と執拗に迫る記者もいた。この点、ドラギ総裁は「本当にその点はタッチすらしていない」と全否定している。また、テーパリングの可能性を報じたブルームバーグ報道を受けてユーロ圏の国債金利が急騰したことに関し、「驚いたか。それとも想定していた範囲内の反応だったか」と問う記者も現れたが、「(金融政策に関して)何の手掛かりや情報も持たない何者かが述べたランダムな発言に対する市場の反応に関し、回答を述べるのはとても難しい」と皮肉っている。さらに当該報道を受けてイールドカーブがスティープ化したことを指して、「QE を実施する上で助けになったと感じたか」と尋ねる記者もいたが、「権限も情報もないソースからもたらされた値動きにより我々が利を得ることができるとは決して思わない」とここでも、やや憤りを見せている。

～ECB 版総括的検証～

では、今回の理事会では何に議論が割かれたのか。この点に関し、ドラギ総裁は「我々は(国債の)不足問題に関して議論した」と述べ、「議論の多くはそれ(国債不足)が問題になった時に、如何にそれを克服するかというテーマに割かれた。だが、今は問題ではない」と口にしてはいる。確かに、「今」は問題ではない。だが、遠くない「将来」にこの問題は必ず対処しなければいけなくなる。「今」問題になっていない

のは、ドラギ総裁も述べているように、社債購入が期待以上に上手く進んでいるという「嬉しい誤算」にも起因している。図示されるように、社債購入を行う企業部門購入プログラム(CSPP)がスタートする以前、国債購入を行う公的部門購入プログラム(PSPP)が全体に占めるシェアは 9 割弱となっていたが、直近 8～9 月の実績では CSPP のシェアが 1 割を超え、その分、PSPP やカバードボンド購入プログラム第三弾(CSPP3)の負担が軽くなっている。不足が懸念される国債の分、社債が身代わりになっているのが実情だろう¹。いわば社債購入により時間稼ぎしている状況であるため、先行きの国債不足に関し、何らかの対策はやはり必要と考えられる。

ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の現状と展望を踏まえる限り、APP の延長は既定路線と言って良い。理事会が現在求めているのは「許容できる延長期間とそれに応じた最適なパラメーター修



¹ 厳密には PSPP で購入対象となっていた一部の政府機関債の中には社債としての性質が強いものが含まれており、これが CSPP に振り替えられたことも両者の間でシェアがシフトしている理由だろう。

正」に関する最適解であり、より具体的に言えば、「このまま APP を継続した場合、月 800 億ユーロの購入義務を果たせなくなるのはいつであり、どれくらい期間延長すると、どの程度のパラメーター修正が必要になるのか」という問いに対する回答である。これが声明文では「プログラムの円滑執行のための方策」という表現になっているのである。

要するに、現在、ECB 理事会 (の指示を受けた技術委員会) が検討しているのは PSPP を主軸とする APP を如何に軋轢なく延命させるかという戦術の微修正と言える (戦略は中期的に 2% 以下だがそれに近い値への物価誘導)。この点、日銀で行われた総括的検証と性格的には同じものであり、結局、「マイナス金利と量の併存緩和」は持続可能性に乏しいポリシーミックスということを実に表していると言える。

～考えられる「次の一手」～

12 月に考えられる「次の一手」としては何があるか。市場では APP の月間購入額拡大を予想する声も出てくるかもしれない。だが、購入額を据え置いても、プログラム期間を伸ばすだけで量は必然的に拡大してしまう (例えば半年延長だけで 4800 億ユーロの購入余地が生まれる)。現時点でも量の限界論が浮上している以上、「量の拡大」と「期間の延長」を同時決定するのは極めて難易度が高いと考えるべきだろう。12 月時点では、APP の終了が 3 か月後に迫っているため、まずは期間の延長を決定し、量を据え置く可能性の方が高いと考えられる。だが、先行きの緩和期待を繋ぎたいという希望からパラメーター修正を通じて、量的拡大に向けた露払いを行っておくことは考えられる。

この点、様々な選択肢がある。例えば ECB への出資比率 (capital key shares) に応じた購入按分を見直し、大国の国債を多く購入できるようにするという観測はよく耳にする。だが、ユーロ圏共通の中央銀行として国債購入が特定加盟国に傾斜する展開は避ける必要があるため、この点は恐らくアンタッチャブルになろう。となれば、預金ファシリティ金利 (現在 ▲0.40%) 未満の国債も購入可能にするのか、それとも 1 銘柄当たりの ECB 保有割合の上限 (現在 33%) を引き上げるのかが考えられ、前者に関してはその可能性を問う記者が既に現れている。斯かる状況下、12 月会合で考えられる選択肢としては「預金ファシリティ金利未満の国債購入を可能にしたうえで、月 800 億ユーロは据え置き、半年間延長 (2017 年 9 月末まで)」などの決定ではないか。

なお、預金ファシリティ金利自体を下げれば、現行制度のままでも購入可能量は増える。実際、今回、ドラギ総裁はマイナス金利について「我々の金融政策の波及メカニズムをマイナス金利が実際に阻害しているという証拠はない」と述べていることから、その可能性はある。だが、一定量の購入を進めた後、再び利下げの必要が出る可能性もあるだけに、このような形で購入可能量を増やしてもそれは応急策に過ぎないため、回避される公算が大きいのではないか。

～理事会会見でも指摘され始めた欧米対立～

本欄ではドイツの「永遠の割安通貨」問題が、同国ひいてはユーロ圏全体における莫大な経常黒字へと繋がっていることに 3 年前から注目し、欧米貿易摩擦に発展する可能性を警戒してきた。ここにきて米独 (欧) 間で両国の大企業を巡る諍 (いさか) いが目立つようになっていることは周知の通りであり、これも貿易摩擦の余波なのではないかとの陰謀論めいた指摘も散見され始めている。

今回の記者会見でも、「少なくともここ欧州では、巨額の罰金問題を踏まえた上で、欧州、ドイツ

そして米国の間にある種の経済戦争があるのではないかと議論する人々があります(例えばアップルそしてドイツ銀行における潜在的な米司法省への罰金です)。これについてどうお考えでしょうか。我々は政治ゲームの中にいるのでしょうか」といった質問が見られている。ドラギ総裁は「少なくとも、私の感覚ではノー」と回答した上で「全ての人々はルールに則って動いており、政治的な誘因に駆られて行動しているわけではない」といった趣旨を述べている。

もちろん、米独間の企業の係争は純粹に法律に則ったものであり、政争の具に使われているとの確固たる証拠あるわけではない。しかし、事実として共通通貨の構造的弱さを背景にドイツが過度に外需から利を得ているとの指摘はもはや国際経済外交では常識になりつつある。財政統合が行われていないユーロ圏では、「持てる国(健全国)」から「持てない国(重債務国)」へ所得移転することが暗黙の前提として必要になる。ドイツがこの前提と反する政策運営を続ける限りにおいて、今後、類似の係争が発生する度に陰謀論を囁く向きは増えるであろうし、それが金融市場にきな臭いムードをもたらす可能性は懸念されるところである。

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。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高急避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
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～
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	ブレインード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罫」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」～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)とユーロ相場見直し
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IHICPI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	投機ボジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罫」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くなっただけ～)