

みずほマーケット・トピック(2017年1月16日)

ECB 理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～

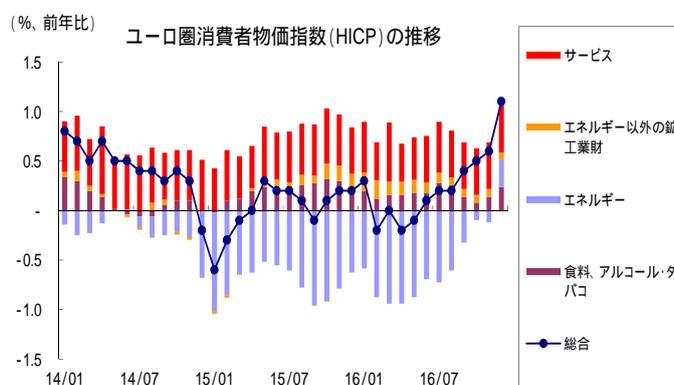
今週 19 日の ECB 理事会は現状維持を予想。前回 12 月 7～8 日に開催された理事会の議事要旨を見る限り、最近の物価上昇に関し、ECB は基本的にエネルギー価格の戻りを反映したテクニカルな動きでしかないと整理している模様。斯かる状況下、今週の理事会で物価の上昇を理由にタカ派傾斜し、引き締め的な判断を示すこともないと思われる。また、12 月の議事要旨を見る限り、「月額 600 億ユーロへ購入額を減少させて 9 か月間延長」という選択肢が決定された背景には、現行枠組みを「広く薄く」伸ばすことで、実質的な効果の大小はさておき、時間を稼ぐことは可能という思いがあったと見られる。今週はもちろん、当面の間は「可能な限り、現状維持したい」というのが ECB の願いなのだろう。一方、既に理事会内部に純粋なテーパリングを主張する向きが出始めていることは注目され、今後の政策運営への影響が気になるところ。

～トランプ次期大統領のドル高けん制～

先週末の為替相場でもドル相場の軟調推移が目立った。14 日付の WSJ 紙に対するインタビューでトランプ次期大統領は就任初日(1 月 20 日)に中国を為替操作国認定しない意向を表明している。もっとも、これは「もちろん、彼ら(中国)は為替操作国だが(認定はまだしない)」という文脈で喋られているものである。また、これに続いて「中国は意図的に通貨安にしている」と述べた上で、「我々の(米国の)企業は我々の通貨が強いがために、彼らの(中国の)企業と競争できない。(ドル高に)してやられている(it s killing us)」と言い放っている。筆者からすれば、とうとう来たかといった踏み込んだ発言に感じられたが、今のところ為替市場はさほど反応していない。通貨政策というよりも対中政策の文脈における批判であったせいなのかもしれないが、やはりトランプ次期大統領のこのような志向を見る限り、ドル高予想は支持しかねるとするのが筆者の基本認識である。

～12月理事会議事要旨のポイント～

ところで今週 19 日には ECB 理事会があるので簡単にプレビューを行っておきたい。結論から言えば、今回の理事会は現状維持だろう。前回 12 月 7～8 日に開催された理事会の議事要旨では「月間購入額を減らし期間を延ばす」といった決定が行われた。こうした決定の背後にどのような思想が働いたのかを理解することが「次の一手」を予想することに役立つ。12 月理事会では、チーフエコノミストであるプラート ECB 理事の景



気認識として「ユーロ圏の回復は緩やかだが堅調。そして金融環境は依然として緩和的で、引き続きレバレッジの解消が進んでいる」との現状認識が示されている。だが、原油価格が急落していた昨年対比で見れば総合ベースのインフレ率こそ上昇しているものの、コアベースに代表される基調的なインフレ率に関しては納得のいく上昇基調が見られていないとの判断も示されている。実際、12月に改訂されたスタッフ経済見通しでも総合ベースのインフレ率は徐々に浮揚が見込まれているが、コアベースのインフレ率は下方修正が続いており、ここ最近の物価の上向きを受けて ECB が慢心する状況とは言えない。斯かる状況下、今週 19 日の理事会で過度にタカ派傾斜することも考えづらい。

さらに議事要旨では「今後数年におけるインフレ率の上昇は金融緩和に依存する」と明記された上で、「全体として見れば、持続的な調整が十分進んでいない」とも記述されている。ここもとユーロ圏消費者物価指数(HICP)の勢いが増していることを捉えて、ECBの政策が引き締めに調整される(特にテーパリングの)可能性を案じる向きは多いが、基本的に目先の物価上昇はテクニカルな動きでしかないというのが理事会の認識に最も近そうである。実際、財別の寄与度で見ても、最近のHICPの伸びはエネルギーの反動増が主導したものである(前頁図)。

～なぜ「月額減額&期間延長」だったのか～

こうした現状認識の下、12月の理事会では(1)「月額800億ユーロを据え置いて6か月間延長」か(2)「月額600億ユーロへ購入額を減少させて9か月間延長」かの2択が検討されたわけだが、実際は後者が選択されることになった(この2択が検討されたことはドラギ ECB 総裁の記者会見で既に明らかになっている)。前者の選択肢は継続性を確保した上で市場期待にも沿うとされている一方、後者の選択肢であれば市場での存在感がより持続的に確保され、理事会による刺激策の波及も継続するとの判断が見られている。また、「今後見通しが悪化すれば再び800億ユーロに戻せば良い」といった柔軟性が確保できることも後者の選択肢が選ばれた背景となった模様である。

クーレ ECB 理事はこれらの延長案に関し、導入面から幾つかの論点が挙げられるとしている。12月理事会における2つのパラメーター修正(購入対象債券に関し、下限を2年から1年へ短縮、購入下限金利を預金ファシリティ金利とする制約を撤廃)を考慮すれば、(1)の選択肢も実現可能との議論が交わされているものの、公的部門購入プログラム(PSP)の制度設計にさらなる修正が必要になるとの言及も見られている。片や、(2)の選択肢を取り、2つのパラメーター修正を考慮した場合、ECBは一段と政策余地を確保することができ、購入金額が各国のECBへの出資比率から乖離することも防げるとの判断が示されている。

要するに、現行枠組みを「広く薄く」伸ばすことで、実質的な効果の大小はさておき、時間を稼ぐことは可能というのが理事会の認識と見られる。この点は、議事要旨でも(2)の選択肢が非常に幅広い支持を得た背景として「自信を誇示することと不確実な環境で安定を維持する必要性との間で適切なバランスを取ったものだ」との説明が行われており、「逆境に対応できる柔軟性が確保される一方、実現可能性も確保できる」といったメリットが指摘されている。「枠組みを長持ちさせるためにはこの手しかない」というのが理事会の本音として最も近かったのだろう。

～ 純粋なテーパリング提案も～

上述のような議論が理事会の大勢を占めていたことを踏まえれば、今週はもちろん、当面の間は「可能な限り、現状維持したい」というのが ECB の願いだろう。ゆえに、今週は殆ど材料もなく無風で通過する公算が大きい。しかし、一部のメンバーはそもそも(1)も(2)も支持していなかったことが明らかになっている。正確には、議事要旨によれば「A few members」が提案された2つの選択肢のどちらも支持しなかったとあり、それらのメンバーは「拡大資産購入プログラム(APP)や国債購入に関する周知の一般的な懐疑論(well-known general scepticism regarding the APP and public debt purchases in particular)」に基づき、月間購入額やその他要素をスケールダウンさせることを支持していたという。このうち1名は間違いなくバイトマン独連銀総裁であったのだろうが、恐らくオランダやオーストリア、エストニアといった加盟国の中央銀行総裁がこれに追随していたのではないかと推測される。少数派とはいえ、既に理事会内部に純粋なテーパリングを主張する向きが出始めていることは今後の政策ウォッチをする上で念頭に置くべき事実である。

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 |
|-------------|--|
| 2017年1月13日 | 週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～) |
| 2017年1月12日 | トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～ |
| 2017年1月11日 | 「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較 |
| 2017年1月6日 | 週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～) |
| 2017年1月5日 | FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて |
| 2017年1月4日 | 2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～ |
| 2016年12月27日 | 2017年、為替相場の動所～実効ベースで複眼的に～ |
| 2016年12月26日 | 2017年のブラックスワンはどこに現れるのか? |
| 2016年12月22日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分) |
| | 週末版 |
| 2016年12月19日 | メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～ |
| 2016年12月16日 | 週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～) |
| 2016年12月15日 | FOMC(12月13～14日開催分)を終えて |
| 2016年12月13日 | 米金利高・ドル高の影響～「熟する前に冷やす」怖さ～ |
| 2016年12月12日 | 円相場における実需と投機の現状について |
| 2016年12月9日 | 週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～) |
| 2016年12月7日 | 日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて |
| 2016年12月6日 | イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー |
| 2016年12月5日 | トランプ/ミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態 |
| 2016年12月2日 | 週末版(トランプ/ミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～) |
| 2016年12月1日 | イタリア国民投票レビュー |
| 2016年11月28日 | ユーロ相場の展望～来年底打ちも政治リスクは重荷～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分) |
| 2016年11月25日 | 週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク、「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～) |
| 2016年11月24日 | 日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～ |
| 2016年11月22日 | 真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～ |
| 2016年11月21日 | チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～ |
| 2016年11月18日 | 週末版 |
| 2016年11月17日 | イタリア国民投票に関するQ&A |
| 2016年11月16日 | 円の基礎的需給環境の現状と展望 |
| 2016年11月15日 | トランプ/ミクスを巡る2つのシナリオ |
| 2016年11月14日 | トランプ/ミクス相場に関するQ&A |
| 2016年11月11日 | 週末版(トランプ次期大統領のポリシーミクス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～) |
| 2016年11月10日 | トランプ大統領誕生と為替相場見通しへの影響 |
| 2016年11月8日 | 実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～ |
| 2016年11月7日 | 米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～ |
| 2016年11月4日 | 週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～) |
| 2016年11月2日 | 日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～ |
| 2016年10月28日 | 週末版 |
| 2016年10月27日 | ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～ |
| 2016年10月26日 | 円高シナリオにまつわるリスクの整理 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分) |
| 2016年10月25日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～ |
| 2016年10月24日 | ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～ |
| 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 | 世界にとつてのテールリスクとなる「欧州の濫発主義」 |
| 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～「ドル高の震」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) |