

みずほマーケット・トピック(2017 年 1 月 23 日)

ECB 理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～

先週 19 日の ECB 理事会は金利及び拡大資産購入プログラム(APP)に関し現状維持を決定。新たなパラメーター修正が施されたばかりであり、当面は何かを積極的に変えていこうというよりも、こうした修正の効果を見極める局面となりそう。なお、会見では足許で加速するユーロ圏消費者物価指数(HICP)や加盟国間のインフレ率格差を捉えて、引き締めの政策の発動余地を問う向きが目立った。現状、ドラギ ECB 総裁率いる理事会の基本認識は、インフレ率の上振れは原油価格上昇に伴う一時的な動きであって、想定外の状況改善はあくまで「ハイクラスの問題」というものと見受けられる。とはいえ、元よりタカ派志向の強いドイツのインフレ率が先走っている事実は今後の政策運営上、1 つの障害となる可能性はあろう。また、トランプ大統領の通貨・通商政策のスタンスを踏まえれば、ドイツ率いるユーロ圏の巨大な対米貿易黒字も看過されることはないだろう。内外情勢を踏まえれば、ECB の緩和環境は非常に窮屈なものに。

～就任演説は新味なし～

先週 20 日の注目されたトランプ大統領の就任演説は従前の路線を再確認するものであり、特に新味を感じるものではなかった。依然、市場参加者にとってトランプ大統領下での経済政策(トランプノミクス)は得体の知れない代物という位置付けであろう。先週の本欄¹でも議論したように、同氏の志向する通貨・通商政策の方向感の明白であり、ドル高相場の持続性にはやはり疑義がある。いずれにせよ 2 月の予算教書演説までは再び様子見ムードが強まりそうではある。

～ECB 理事会:当面は効果を見極める局面～

ところで筆者出張中の先週 19 日に開催された ECB 理事会に関し、いつも通り、レビューを行っておきたい。19 日の 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。また、前回 12 月会合で大きなパラメーター修正が施された拡大資産購入プログラム(APP)も当然現状維持で、現行の月額 800 億ユーロの購入が今年 3 月末まで継続された後、4 月から 12 月末までの 9 か月間は 600 億ユーロへの運用に切り替えられる方針が確認された。なお、既に預金ファシリティ金利(▲0.40%)未満での購入は毎月 13 日から運用されており、当面は何かを積極的に変えていこうというよりも、こうした修正の効果を見極める局面となりそうである。

～物価安定 4 つの条件～

今回の理事会に関しては現状維持予想が支配的であったものの、ユーロ圏消費者物価指数

¹ 本欄 2017 年 1 月 16 日号『目の敵にされる 4 つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸?～』をご参照下さい。

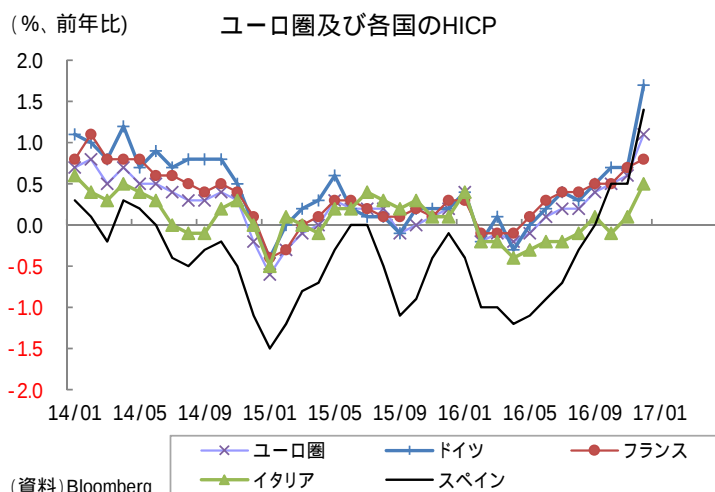
(HICP)の上振れや一部加盟国における CPI の加速を受けて、会見におけるドラギ ECB 総裁のトーンがタカ派化するのではないかとの思惑があった。今回の理事会に対する本欄のプレビュー²でも議論した通り、12月理事会の議事要旨を見る限り、そのような議論は全くされていないが、今回の会見でも堅調な HICP と緩和の撤収をリンクさせて問い質す向きが非常に目立った。この点、12月理事会では「状況が変われば月間購入額やプログラムの期間を強化できると言うが、想定以上に状況が良くなったらどうするつもりか。購入額を減らして、プログラム期間を短縮するのか」との質問が出ており、これに対しドラギ総裁は「我々はそのようなハイクラスの問題からは程遠いように思われる (We seem to be fairly far away from any such high-class problem)」と回答している。つまり、想定外の状況改善などはあくまで「ハイクラスの問題」であって、これが政策判断に影響することはないというのが基本認識である。今回の会見でも、一番目の記者が「今でもそうした(想定外の状況改善による引き締め措置の可能性はないという)考えは変わっていないのか」と念押ししているが、「答えはイエスだ。依然としてそのような話はハイクラスな問題だ」と一蹴している。

また、2番目の記者も「また、インフレに関する質問です。仮に目標をオーバーシュートした場合、どの程度の期間、オーバーシュートさせるつもりなのか。これに関して理事会で決めているのか」と類似の質問を行っている。これに対し、ドラギ総裁は「その答えは我々が目標として定義しているものの中にあります」と述べ、以下の4つの条件を満たした時に目標達成と見なされると回答している。その4つとは、第一に(2%以下だが2%に近いという)物価安定の状況が中期的に続くことと評価されること、第二にそのような状況が一時的(transient)でなく持続的(durable)と評価されること、第三にそうした状況が自立的(self-sustained)であり過度な金融緩和を抜きにしても安定すること、第四にそうした状況がユーロ圏全体で実現することとされている。各条件に対する具体的な評価は控えられているが、ドラギ総裁はこうした定義に準じ、まだ目標には程遠いと考えている模様である。

～ドイツ批判への対応～

また、加盟国間で HICP を筆頭とする経済・金融環境の改善スピードが異なることに着目した質問も複数見られた。例えば、12月分の HICP はユーロ圏が前年比 +1.1%、ドイツが同 +1.7%、イタリアが同 +0.5% であり(図)、確かに乖離が目立ち始めている。この点、緩和継続はドイツの実情にそぐわないという「ドイツ批判 (German critics)」にどう対応するつもりかという質問が出ているが、そのような懸念は時期尚早(it's too early to say)との認識を示している。現在の政策決定は満場

一致であり、GDP を含め各種計数も改善に向かっているのだから現行政策が奏功していると考えべきというのが理事会の現状認識ということになりそうである(この点、12月理事会の決定に反対し



² 本欄 2017 年 1 月 16 日号『ECB 理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～』をご参照下さい。

たドイツを筆頭とするメンバーは何故今回になって賛成に回ったのか。誤りを認めたということか、といった質問が別途出ている)。また、最近のインフレ率押し上げは殆どがエネルギー価格に主導されたもので基調的なインフレ圧力ひいては名目賃金も抑えられている旨が言及されている。要するに、ECB が伝統的に警戒する二次的波及効果(second-round effects)はまだ顕在化していないとの認識である。それに加えて、世界を取り巻く不透明感がリスク視されることを考えれば、やはりインフレ率の状況を楽観視した上で、引き締めの対応を議論することなど全く考えられないというのがドラギ総裁ひいては理事会の基本認識と見受けられる。なお、具体的に名が挙がったドイツへの説明に関しては「ユーロ圏全体が回復すれば、それが皆の利益になる。我々は辛抱する必要がある。回復が強固なものになってくれば、実質金利も上がる。ドイツに限らず、他の国もだ」といった回答が繰り返されている。ドラギ総裁率いる現状の理事会はドイツを含めて安定的な回復軌道に入ったとは考えていないため、加盟国間の乖離などは問題意識の埒外という思いもある。

今回の会見では「ユーロ圏におけるインフレ率格差をどこまで許容するつもりか」という質問が出ており、これも暗にドイツとそれ以外の加盟国の乖離をどこまで許すのかといった論点になる。これに対しても、上述のような回答を返すに止まっているが、そもそも加盟国間のインフレ率格差の是正まで ECB に問い質すことは本質的にずれているというのが理事会の認識に最も近いかもしれない。ユーロ圏加盟国間の経済に関しては成熟度に格差があり、これに応じてインフレ率格差も生じるのは必然ではある。例えばキャッチアップ過程にある経済(典型的にはギリシャなどの南欧諸国)の物価は域内平均よりも高くなりやすい一方、成熟過程にある経済(典型的にはドイツやフランスなどの先進国)の物価は域内平均よりも低くなりやすい。ECB はこうした加盟国間に存在する物価格差を金融政策で解消可能とは考えておらず、あくまで影響が与えられるのは域内全体の物価水準という立場を歴史的に取ってきたはずである。言い方を変えれば、そうした格差は域内の統合過程が進展するに伴って解消される「一時的なもの」という整理であり、金融政策よりも各国における構造政策などで対処されるべきという立場だろう。とはいえ、元よりタカ派志向の強いドイツのインフレ率が先走っている事実は今後の追加緩和を検討する上での 1 つの障害となる可能性はある。

～窮屈になる ECB の緩和環境～

なお、記者会見ではトランプ大統領絡みの質問も多く見られた。先般話題となったトランプ大統領のドル相場を押し下げた発言(1月14日付 WSJ 紙におけるインタビュー)に関し、「将来の通貨戦争という観点から心配しているか。また、同氏の保護主義を強めるような提案を懸念しているか。それらはユーロ圏にどのように影響するのか」といった質問が見られている。会見時点ではまだ大統領就任前であったため、「トランプ次期大統領の声明に関してコメントするのは早過ぎる(実際の政策を見てコメントすべき)」と当然の回答を行った上で、為替レートに関しては「目標ではないが、物価安定と成長にとって重要」、「G20 や G7 で競争的切り下げを回避するという極めて強い国際的合意がある」と常套句で切り抜けている。だが、就任と共に環太平洋経済連携協定(TPP)を破棄し、長年、北中米経済の要になってきた北米自由貿易協定(NAFTA)の見直しにまで着手しようとしているトランプ大統領が法的拘束力もない口約束である「極めて強い国際的合意」をどこまで遵守するのは定かではない。一存でグローバル企業の経営戦略を変え、他国企業の経営にまで口を出す立ち振る舞いを見る限り、必要と判断すれば徹底的にドル安を追求するだろう。そもそも「米国第

一」なのだから、国際的な視点はさほど重要ではない。本欄³でも述べたように、ドイツがけん引するユーロ圏の対米貿易黒字は巨額であり、トランプ大統領が敵対視する標的としては十分な理由がある。2013 年以降、ECB の金融政策は通貨政策の色合いが強まりつつあるだけに、トランプ大統領との距離感に苦慮しながら追加緩和を検討するという場面は今後十分想定されるものだろう。

ドイツの経済・金融情勢が他国と乖離していることに合わせて、トランプ大統領の顔色まで窺う必要が出てくるのだとすれば、今後、ユーロ圏として追加緩和を検討しなければならない状況が到来したとしても、議論するにあたっての環境はかなり窮屈なものになるかもしれない。

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。

³ 脚注 1 を同じ。

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20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
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～
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、為替相場の勘所～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～「熱する前に冷やす」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	イタリア国民投票プレビュー
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/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～ドル高忌避変わらず～
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のテーバリング観測～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