

みずほマーケット・トピック(2017年2月20日)

ECB 理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～

1月19日開催分のECB理事会議事要旨では、しばしば市場で注目される拡大資産購入プログラム(APP)の技術的な側面に関し、ECBに対する出資比率(capital key)からかい離れた購入も可能である旨が示唆された。厳密には、預金ファシリティ金利未満での国債購入は必要最小限にすべきだが、「そうしなければ出資比率からのかい離が目立ってしまう場合ならばやむを得ない」というのがECBの基本認識と見受けられ、引き続き出資比率の遵守に関して優先順位は高いものと考えられる。しかし、このまま「量」の追求を続けていけば、「▲0.40%未満で買うか、出資比率からの乖離を放置するか」という葛藤はやはり付いて回る。こうした理事会における問題意識を踏まえれば、ECBが日銀のような「量」から「金利」に主眼を移すような展開はあり得るだろう。いずれにせよECBの追加緩和を取り巻く環境は当面、非常に窮屈なものになりそう。

～欧米材料から円買い優勢に～

先週末の為替相場はドル相場が下落する展開。人事迷走が続く中、元より雲行きが怪しいと見られていたトランプ政権の経済政策(トランプノミクス)の実効性を信じ切れないムードが強まっており、米金利は低下し、ドルは売られている。対円では一時112.62円まで値を下げており、10日ほど前から膨らんでいる大型減税政策への期待も薄れ始めている。むろん、米10年金利が2.40%を超え、ドルインデックスも100を超えているような状況は未だにトランプノミクスへの期待が強いと評価すべきだが、予算教書演説の日程すら決まらない状況では上値追いは困難である。一方、欧州ではフランス大統領選挙に絡んで極右政党、国民戦線(FN)のルペン党首が勝利する展開への思惑が強まっていることもリスク回避的に円が買われる一因となっている模様である。

～ECB理事会議事要旨:慢心は見られず～

ところで先週16日には1月19日開催分のECB理事会議事要旨が公表されている。議事要旨の内容を受けてフランス、イタリア、スペインといったコア国を中心に欧州債が買われる流れとなったことから、改めてその内容を振り返っておきたい。1月理事会後の本欄でもレビューを行ったように、同理事会後の記者会見では足許で堅調なユーロ圏消費者物価指数(HICP)と緩和の撒収をリンクさせて問い質す向きが目立った。同種の質問は昨年12月から見られているが、ドラギECB総裁は一貫して「我々はそのようなハイクラスの問題からは程遠い」といった姿勢を貫いており、これは1月も同様であった。短期的な物価上昇を受けて慢心はしないというのが基本認識である。

今回の議事要旨における物価動向に関する議論でも、チーフエコノミストであるプラートECB理事の総括の中で「エネルギー価格のベース効果剥落とエネルギー価格自体の最近の持ち直しを主因としてHICPの前年比は2016年11月の+0.6%から12月は1.1%に上昇している。片や、基調的なインフレ圧力は抑制されたままである」との見解が表明されており、物価動向に関する慎重

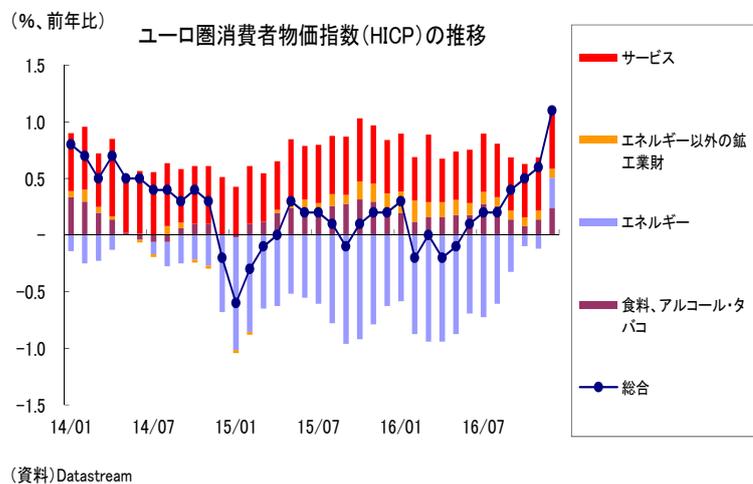
な見方が維持されている。また、インフレ期待に関する議論を見ても、ECB の『専門家予測調査 (SPF: Survey of Professional Forecasters)』は短期に関しては上向いているものの、長期に関しては横ばい傾向にあるとされ、将来的なインフレ圧力の高まりも意識されてはいない。また、そうした調査ベースのインフレ期待のほか市場ベースのインフレ期待も持ち直しが見られているが、調査ベースのそれに比べれば抑制されているとの指摘が見られている。

とはいえ、デフレヘッジ目的のオプション価格が下落しているのに対してインフレヘッジ目的のオプション価格は(非常に低水準のままではあるものの)僅かに上昇しているとの議論も交わされた模様であり、この点、デフレンナリオは「もはや市場参加者の視野には入っていない(no longer on the radar of market participants)」とのコメントも見られた。5年先5年物インフレスワップから導き出されるインフレ期待を見ても分かるように、市場ベースの計数は非常に不安定であり、そもそもアドホックに変化してしまう傾向がある以上、「no longer on the radar」はやや言い過ぎの感もあるが、恐らくこうした部分はドイツを含む健全国メンバーからの指摘であり、多数派ではない可能性が高い。

いずれにせよ、議事要旨後半の

「Monetary policy considerations and policy options」でもプラート理事が提案しているように、仮にそれが一時的なものだと判断されれば HICP の変化は中期的な物価見通しに意味を持ち得ないと強調することは重要であり、これが現在の理事会の総意となっている模様である。事実として、昨年半ばからの HICP 上昇がエネルギー価格の寄与に支えられたもので

あることは議論の余地がない(図)。賃金を含めて二次的波及効果(second-round effects)が確認されていない以上、ECB が積極的に物価上昇を問題視する理由はないだろう。



～出資比率からのかい離に言及～

また、議事要旨では、仮に見通しが望ましいものではなく、金融状況がインフレの持続的調整にとって整合的ではないものとなった場合、APP の規模や期間を修正する準備があることも再確認されている。端的に言えば、800 億ユーロから 600 億ユーロに減らされた APP への月間購入額はいつでも再拡大可能という趣意であり、このような情報発信がなければ市場は勝手にテーパリングを妄想し、混乱を招きかねないだろう。この論点は昨年来、ドラギ総裁自身が強調してきたものである。

問題は ECB がそのようなスタンスにある以上、当然 APP の技術的な限界が注視されるという点である。この点、12 月理事会では「預金ファシリティ金利(現在▲0.40%)未満の金利でも購入可能」という条件緩和が決定された、既存枠組みの延命が図られたばかりである。しかし、これに関してはクーレ理事から「そのような購入は極力最小化した上で ECB に対する出資比率(capital key)を優先した購入を行うべき」という指摘があったことが明らかになっている。また、こうした議論に絡んで、今回の議事要旨では「While significant weight was also placed on limiting deviations from

the ECB's capital key, it was also underlined that limited and temporary deviations were possible and inevitable」との一文が見られており、この部分が大きな注目を集めている。これは要するに、預金ファシリティ金利未満での国債購入は必要最小限にすべきだが、「もしなければ出資比率からのかい離が目立ってしまう場合ならばやむを得ない」という話である。また、議事要旨は、これに続けて「there was some room for a trade-off between relative deviations from the capital key across jurisdictions and limiting the extent of purchases below the DFR」とも述べている(※DFRは Deposit Facility Rate で預金ファシリティ金利の略)。ここで指摘されるトレードオフ関係とは、「出資比率からのかい離」を許容すれば「預金ファシリティ金利未満での購入」を最小化できる一方、「出資比率からのかい離」を抑制しようとするれば「預金ファシリティ金利未満での購入」を許容しなければならぬケースが出てくるということを意味している。これらの記述が「出資比率からのかい離も今後は容認される」との受け止めに繋がり、一部欧州債の買いに繋がったのである。

～窮屈になる追加緩和の環境～

既に見たように、現状の理事会は出資比率の遵守に傾斜しており、露骨にこの禁忌を破ることはないと思われる。そもそも単一通貨を司る中央銀行として特定国の資産に偏るポートフォリオは倫理上、難しいと思われ、これを許容すれば APP に限らず、将来にわたりドイツやフランスといったパイの大きな市場に依存した政策運営になることが危惧される場所である。だが、ドイツ国債を例に取れば、本稿執筆時点で 5 年物までが▲0.40%未満で定着しており、このまま「量」の追求を続けていけば、「▲0.40%未満で買うか、出資比率からの乖離を放置するか」という葛藤はやはり付いて回る。少なくとも▲0.40%未満での購入を回避することに拘れば、購入可能なドイツ国債は枯渇し出資比率に応じた購入義務は果たせなくなる。その分、ドイツ以外の国々の国債が(出資比率以上に)購入されることになり、今回はその中でも規模が大きいフランス、イタリア、スペインが物色された。

こうした状況を前にして、昨年 12 月に見られたような月間購入額の削減など「量」の積み上げペース減少は確かに時間稼ぎにはなる。だが、マイナス金利と量的緩和(QE)を併存させる限り、このトレードオフ問題が解消することはない。とすれば、やはり ECB も日銀同様、遠くない将来に「量」の追求から一歩引いた上で「金利」の調節に主眼を置いた緩和政策に舵を切ってくる可能性はあるだろう。もちろん、それとは逆にマイナス金利を撤回した上で「量」の追求を続けるというシナリオもあり得るが、QE の孕む政治的ハードルの高さからマイナス金利を導入したという経緯を踏まえれば、どちらかと言えば、あり得るのは「量」の縮小の方かと思われる。

以上のような理事会の問題意識に加え、ドイツでは緩和的な金融環境が自国経済の過熱を促しているとの懸念も浮上しており、しかも年内のオランダ、フランス、ドイツでは相次いで総選挙が行われる。こうした現状を踏まえる限り、ECB の追加緩和を取り巻く環境は当面は相当窮屈なものになってきそうであり、それはユーロ相場の底堅さにも繋がり得る話として留意すべき論点でもある。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不信心～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
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)
2016年12月19日	週末版
2016年12月16日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～ 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	イタリア国民投票プレビューと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～暫定見直し～
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ックス～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直しへの影響
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	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の濃縮主義」
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直し～)
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」～