

みずほマーケット・トピック(2017年3月1日)

## ECB 理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～

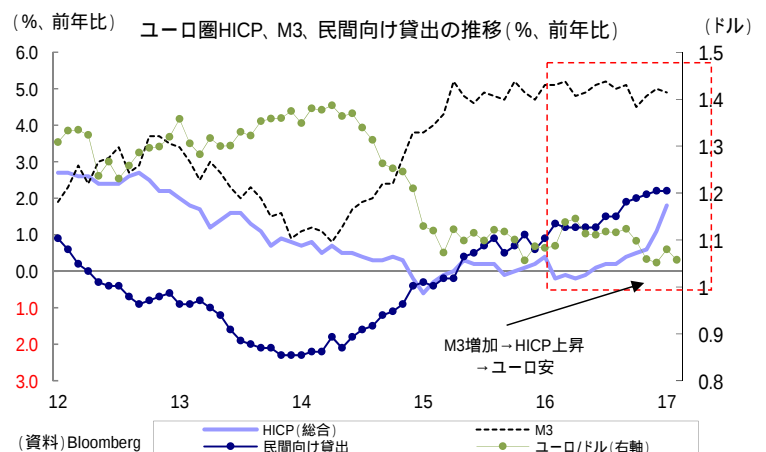
来週9日のECB理事会に関し、プレビューを示しておきたい。結論から言えば、今回は現状維持を予想。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)、マネーサプライ(M3)、民間向け貸出などの重要な計数は全て好調であり、今、数少ないカードを切る必要性は感じられない。これから到来する選挙の季節に備える意味でも拙速に動くことはないだろう。だが、追加緩和をせずとも現行政策を続ける限り、ドイツ経済の過熱は続く。現状のユーロ圏が抱える「最悪のシナリオ」はドイツにおいてバブルが生成され、それが破裂するという展開である。その現実を直視しつつも、何をしたら良いのか分からない、「進むも地獄、戻るも地獄」というのがECBの実情に近いのではないかと推測される。残念ながらこれに対する具体的な手立てをECBは持たない。この局面を打開できるのはドイツからドイツ以外の国への財政移転(財政出動)しかないことは論を待たない。

### ～「元締め」と相反する以上、ドル買いに動けず～

昨日の為替相場はFRB高官によるタカ派色の強い情報発信を受けてドル買いが強まる展開。昨日はウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁による「利上げを遅らせる必要なし」との発言やダドリー・NY連銀総裁による「(追加利上げは)以前より切迫している」との発言、そしてハーカー・フィラデルフィア連銀総裁による「2017年に3回利上げを行うのは適切」との発言が報じられている。このように2月のイエレンFRB議長による議会証言以降、FRB高官からはかなり見方の偏った情報発信が行われているものの、ドル相場はこれにさほど反応していない。結局、為替相場にとってはある種の「元締め」である米国政府の通貨・通商政策がドル高に対して色良い態度を見せない以上、利上げとドル高の相互連関的な動きをいつまでも予想するわけにはいかないというのが市場参加者の本音と推測される。また、過去2年を振り返ってみても、FOMCの利上げ見通しのトラックレコード(実績)は決して良いものではなく、単純に「信じられない」という向きも多いのだろう。

### ～3月ECB理事会プレビュー～

なお、本稿執筆時点ではトランプ米大統領の議会演説は始まっていないため、この点は明日以降の本欄で議論することにし、本日は来週9日に行われるECB理事会のプレビューを示しておきたい。結論から言えば、今回は現状維持だろう。右図はユーロ圏消費者物価指数(HICP)、マネーサプライ(M3)、民間向け貸出、ユーロ/ドルの動きを見たものである。図示される



ように、2016 年以降、M3 は ECB の参照値とする前年比+4.5%を突破し続け、直近では HICP もエネルギー価格下落のベース効果剥落を背景としているとはいえ、総合ベースで同+2%が視野に入っている。これと整合的にユーロ圏民間向け貸出も最新 1 月分で 21 か月連続の前年比増加となっており、しかもその伸びは徐々に加速している。これら基本的な計数に照らせば追加緩和に動く必要性は感じられない。また、域内政治情勢に目をやれば、EU は 3 月 15 日のオランダ総選挙を皮切りにいよいよ選挙の季節に入り、火種は散在している。ここで数少ないカードを切るのは得策ではあるまい。また、最近の本欄や外部寄稿で繰り返し論じているように<sup>1</sup>、今後のユーロ圏にとって最も重要な構造問題は「強過ぎるドイツ」を如何に制御するかであり、この点、ユーロ安を招く追加緩和は安易に決断できない情勢にある。「永遠の割安通貨」であるユーロがドイツの対外経済部門の不均衡を助長し続ける中、ECB としては「追加緩和を避ける」ということくらいしかできない。

一方、「追加緩和を避ける」ことはできても、「量」の縮小を筆頭とする引き締め的な措置はできない。いくら「強過ぎるドイツ」が問題だとは言っても、これに合わせて金融政策を引き締めればドイツ以外の国が疲弊することは目に見えている。そもそも 1 月 19 日の ECB 理事会議事要旨などにも示されていたように、足許の HICP 強含みに関し、ECB 理事会は全く慢心しておらず、むしろ基調は停滞との評価にある。昨年 12 月に「量」の削減(期間は延長)に踏み切ったばかりであり、拡大資産購入プログラム(APP)の月間購入額縮小(800 億ユーロ→600 億ユーロ)はまだ始まってすらないことを考慮すれば、現時点で引き締め的な措置を講じるのはやはり性急な判断だろう。

緩和、引き締め、どちらに動くにせよ角が立つというのが現状であり、今回は現状維持で様子見となる可能性が極めて大きいと予想される。

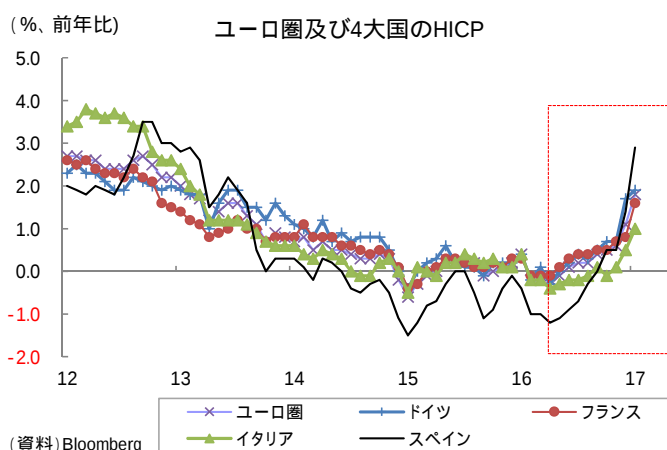
### ～進むも地獄、戻るも地獄～

過去 2 週間に、ECB 高官発言を見ると、発言機会の差もあるが、バイトマン独連銀総裁を筆頭にタカ派寄りの情報発信が目立っている(以下ブルームバーグからの引用)：

- 金融政策が正常化するときのために独連銀が備える必要がある。一部のユーロ圏諸国の債務が高水準にあることを踏まえると、金利を必要以上に長く低水準に保つよう金融政策への圧力がかかる可能性がある(バイトマン総裁、2 月 26 日)
- 拡張的な金融政策姿勢が適切であることは確かだ。ただし、拡張的の適切な度合いについての理解はさまざまだ(バイトマン総裁、2 月 23 日)
- 2019 年利上げの市場予想はばかげたものであるという感じはしないと言える。それは私が考える可能性の中に含まれている(バイトマン総裁、2 月 23 日)
- 「ECB は物価上昇に喜んでいる」、「インフレの復調を確信することが重要であり、直近の数値は利上げ前の異常値ではない」(ラウテンシュレーガー ECB 理事、2 月 19 日)
- 「『現行を下回る金利』を金融政策の選択肢としていつまでも挙げ続けることはできないだろう。中央銀行の信頼性が重要であることを考えると、われわれが発信する言葉を徐々に調整していくことが必要であり、これを遅らせるべきではない」(メルシュ ECB 理事、2 月 10 日)

<sup>1</sup> 2017 年 2 月 24 日配信のロイター外国為替フォーラム『ユーロ圏を脅かす「ドイツー強」問題』をご参照下さい。

もちろん、バイトマン総裁からは「ECB は拡張的政策を終了できる地点にはまだ達していない(2月8日)」などの発言も見られており、ドラギ ECB 総裁からも「自らの任期が終了する 2019 年 10 月まで ECB は緩和策を堅持する(2月8日)」といった発言が出ている。だが、現状のユーロ圏で起きていることを踏まえれば、「現行の緩和策を巻き戻すことは検討されても強化することはあり得ない」というのがドイツ高官の本音に最も近いように見受けられる。右



図にも示すように、既にドイツとこれに引きずられたユーロ圏全体の HICP が 2% の節目に到達しており、ラウテンシュレーガー理事のようにこれを前向きに解釈しようとする向きもある中、追加緩和を検討することは難しい情勢である。だが、その傍らで未だに総合ベースで前年比+1.0% にすら届いていないイタリアやその他周縁国からすると、そうした本音は受け入れが難しいという思いもある。

既に述べたように、追加緩和をせずとも現行政策を続ける限り、ドイツ経済の過熱は続くことになる。現状のユーロ圏が抱える「最悪のシナリオ」はドイツにおいてバブルが生成され、それが破裂するという展開だろう。その現実を直視しつつも、何をしたら良いのか分からない、「進むも地獄、戻るも地獄」というのが ECB の実情に近いのではないかと推測される。残念ながらこれに対する具体的な手立てを ECB は持っていない。ECB の行使できる金融政策が一本しかない以上、結局、ドイツを守るかドイツ以外を守るかの二者択一しかない。この局面を打開できるのはドイツからドイツ以外の国への財政移転(財政出動)しかないことは論を待たない。だが、それが簡単に通るのであれば、このような現状には至っていない。ドイツがバブル崩壊の憂き目に遭わない限り、ユーロ圏共同債の必要性が真剣に議論されないのだとしたら嘆かわしいことである。

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](mailto: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](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2月27日  | ECB、公的部門購入プログラム(PSPF)の現状と展望                       |
| 2017年2月24日  | 週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)                  |
| 2017年2月22日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)                       |
| 2017年2月21日  | ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～                        |
| 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～                          |
| 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自信～)       |
| 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」は不可避免か～                         |
| 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)                      |
|             | 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/円相場の水増感などについて                         |
| 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/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  | 世界にとつ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～                              |