

みずほマーケット・トピック(2017年3月13日)

ECB 理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～

強気な FRB 高官発言や強い米経済統計にも拘らず、先週の為替市場で買いが目立ったのはドルではなくユーロだった。周知の通り、先週 9 日の ECB 理事会では昨年 4 月から声明文に付されてきた「目標達成のために必要になれば、理事会は利用可能な全ての手段を行使する」との文言が削除された上、「理事会は ECB の主要金利が長期間にわたって現水準もしくはそれを下回る水準で推移すると考えている」とのフォワードガイダンス文言の削除も検討された模様。そのほかターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) の打ち切りも決定している。ひとえに「切迫感 (sense of urgency)」の後退が原因とされ、過去 5 年を振り返っても、これほどはっきりとタカ派色を強めた理事会は筆者の記憶には無い。だが、今回削除した文言や辛うじて残されたフォワードガイダンス文言などは放置しても大きな問題ではないようにも感じられ、どこか焦りも見受けられる。足許で強まる対米配慮と対独配慮がこうした理事会の動きに寄与したのではないか。

～健全とは言えない利上げ織り込み～

筆者 NY 出張中(3/5～9)の為替相場はドル相場が続伸し、ドル/円相場は一時 115 円台半ばまで上昇している。ひとえに FRB の連続利上げに賭ける動きであり、論点は 2 月から大きく変わったとは言えない。注目された先週 10 日の米 2 月雇用統計も非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+23.5 万人増と市場予想(同+20.0 万人)を上回り、今週 14～15 日の利上げはこれで決定的なものになったと言える。とはいえ、多くの市場参加者が感じているように、FRB の情報発信は過去 1 か月間で急にタカ派色が強まった印象であり、利上げ期待は経済・金融指標に裏打ちされたものと言うより「FRB に言われて織り込んだ」というのが実情に近そうである。あまり健全とは言えない。

過去 1 か月間のドル相場の上昇は目を見張るものがある。ドルインデックスは年初来安値をつけていた 2 月初旬から明確に底打ちし、過去 1 か月で約+3%上昇した。一方で、米金利に関し、年初来で見られているベアフラット傾向が完全に解消したわけでもなく、連続利上げに対する思惑が支配的になっているとまでは言えない。今週の利上げは確実視されるものの、材料出尽くしによるドル相場の反落を警戒したいというのが引き続き筆者の基本認識である。

～近年稀に見る強気の ECB～

なお、強気な FRB 高官発言や強い経済統計にも拘らず、先週の為替市場で買いが目立ったのはドルではなくユーロだった。周知の通り、これは先週 9 日に開催された ECB 理事会を受けての値動きである。この点、決定内容やその後の総裁会見についてレビューしておきたい。同理事会で ECB 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、拡大資産購入プ

ログラム(APP)も現状維持で、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。

しかし、昨年 4 月から声明文に付されてきた「目標達成のために必要になれば、理事会は利用可能な全ての手段を行使する (If warranted, to achieve its objective the Governing Council will act by using all the instruments available within its mandate)」との文言が削除され、その理由としては「もはや切迫感 (sense of urgency) がなくなったことを示唆 (signal) するため」とされた。より正確には「デフレリスクに促された切迫感



もはやない」と物価情勢の好転を受けた動きである旨が言及されており、市場ベースのインフレ期待がはっきりと底打ちしたことなどが言及されている。実際、5 年先 5 年物インフレスワップフォワード (5 年先 5 年物 BEI) の動きを見れば、確かにそのような機運は感じ取れる (図)。さらに、昨年 3 月に導入が決定し、6 月から 3 か月ごとに実施されてきたターゲット型長期流動性供給第二弾 (TLTRO2) も今月の入札を最後に打ち切られる方針が確認された (後述するように、後継スキームに関する議論は一切行われていない)。過去 5 年を振り返っても、これほどはっきりとタカ派色を強めた理事会は少なくとも筆者の記憶には無く、近年稀に見る強気な ECB という印象を受けた。

～フォワードガイダンス文言の削除も視野に～

ちなみに、「目標達成のために必要になれば、理事会は利用可能な全ての手段を行使する」との文言こそ削除されたものの、「理事会は ECB の主要金利が長期間にわたって現水準もしくはそれを下回る水準で推移すると考えている (We continue to expect them to remain at present or lower levels for an extended period of time)」との政策金利に関するフォワードガイダンス文言は据え置かれている。だが、ドラギ ECB 総裁はこの文言に関しても「“lower” の文言を削除することに関し、雑駁な議論 (a cursory discussion) はあった」ことを認めており、次回会合以降で削除される可能性を感じさせる。既に「量」と「金利」の矛盾が表面化しつつある政策運営の現状に照らせば、ここからマイナス金利の深掘りに踏み切る可能性が低いことは周知の事実であり、同文言の存在意義が小さくなっているのは確かである。だが、結局文言を残すに至った理由としては、未だに「自立的なインフレ率 (a self-sustained inflation rate)」が確認されていないことが挙げられている。

また、TLTRO2 の後継スキームに関しては、「何の議論も一切無かった (There was no discussion about having another TLTRO, not at

TLTRO2の実施状況

	開始日 (年/月/日)	償還日 (年/月/日)	供給日数 (日)	適用金利 (%)	供給額 (億ユーロ)	利用行数 (行)
第1回	2016/6/29	2020/6/24	1456	0	3,993	514
第2回	2016/9/28	2020/9/30	1463	0	453	249
第3回	2016/12/12	2020/12/16	1456	0	622	200
現時点の合計額					5,068	

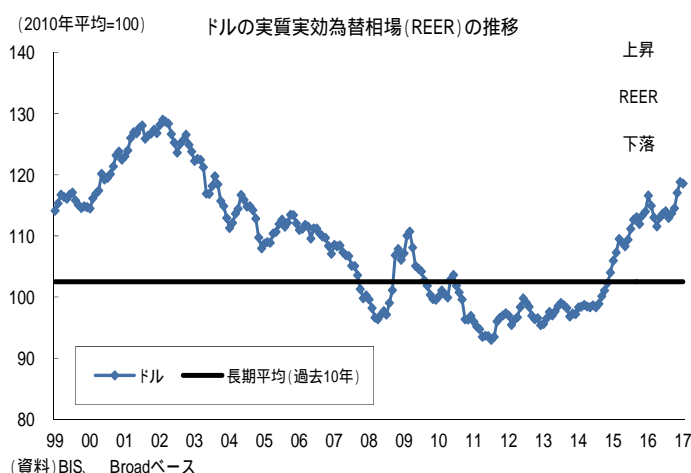
(資料) ECB、最終的な借入金金利は貸出実績に応じた金利減免措置に左右される。
但し、第1回目入札はTLTRO1による全借入残高 (約4300億ユーロ) を借り換えすることが可能とされた。

all)」と一蹴しており、2014 年以降、約 3 年間続いた貸出実績連動型の資金供給は一旦終焉を迎えることになる。マイナス金利付き資金供給として話題を集めた同スキームだが、TLTRO1 からの借り換え需要を除けばそれほど積極的に利用されたわけではなかった(前頁表)。それでも、2014 年 6 月以降、3 か月ごとに実施されてきた TLTRO が打ち切られることは、ECB の緩和局面が 1 つの大きな変化を迎えたことを感じさせる。記者からも「このツールは完全に議論の俎上から無くなったのでしょうか。それとも一旦は後ろに退かせて、暫く様子を見て、2〜3 か月後にまた復活させるということでしょうか。もしくは量的緩和の縮小(テーパリング)ないし脱却を見据え、将来における流動性のセーフガードとするのでしょうか」といった趣旨の質問が出ている。この点、ドラギ総裁は「経済状況がそれを正当化すれば利用可能。思想的、組織的、法律的な障害はない」と回答しており、今後の経済状況次第では復活もあり得ることは隠していない。

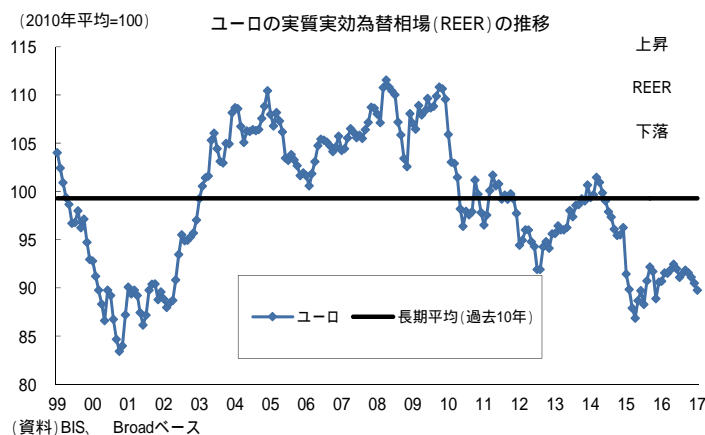
～対独配慮と対米配慮～

しかし、ECB からすれば実際に身を切ることになる TLTRO2 はまだしも、今回削除した文言や辛うじて残されたフォワードガイダンス文言などはそのまま放置しても大きな問題ではないようにも感じられる。そもそも物価の基調に弱さを感じているのであれば、この反転を待ってから削除を検討しても遅くはない。結局、それでもタカ派的なアクションに踏み切った背景には、本欄でも常々論じている「ドイツ強問題」への配慮もあったのではないかと推測される。砕けた言い方をすれば、不本意に過熱する(させられる)自国経済に不満を募らせるドイツの溜飲を下げさせることも企図していた可能性を邪推してしまう。記者会見でも「本日の理事会におけるコンセンサスは 2〜3 年前(※正確には 2 年前)に QE に踏み切った時よりも強いものであったか。というのも、何人かのメンバーは現状の緩和レベルに関し強過ぎるとの疑念を表明している(それゆえに、今回のタカ派的な理事会には強い同意があったのではないか)」との質問があった。要するに、ドイツを筆頭とする健全国メンバーの意向が今回の理事会の議論で強い影響力を持ったのではないかととの質問と見受けられる。ドラギ総裁は合意の程度を測ることは非常に難しく、まして 2〜3 年前と比較することは困難と述べ、今回の理事会の議論が「pretty consensual」であったと回答するに止めているが、2 月以降に見られてきたドイツ高官のタカ派姿勢に感化されたのではないかととの向きが出ることは当然だろう。

一方、域外に目をやってもドイツが「永遠の割安通貨」によって黒字を積み上げている事実に関し、トランプ政権からの批判が強まっており、安易に追加緩和を決断することも憚られる状況がある。今回の記者会見でも「ドイツやユーロ圏の貿易黒字が世界ないしユーロ圏にとってネガティブな影響を与える不均衡を反映していると思うか」との質問が見られている。これに対し、ドラギ総裁は欧州議会でも同様の質問に回答したと前置きし、「ドイツの通貨はユーロであり、ユーロ圏の金融政策は ECB により運営されている。ECB は独立しており、ユーロ相場は



市場により決定されている。これ自体は G7 や G20 で長らく謳われているコミットメントと整合的だ」と回答している。その上で実質実効為替相場 (REER) に関し、「ユーロは歴史的な平均に照らして大きく外れてはいないが、ドルは外れている。つまり、現状 (のドル高) の容疑者はユーロではない」と述べている。詳しい表記がないため分かりかねるが、少なくとも国際決済銀行 (BIS) ベースの REER を見



れば、ユーロもドルも相応に長期平均からかい離しており、ドラギ総裁の主張とは齟齬がある (前頁図及び図)。敢えて言えば、今年 1 月時点で長期平均に照らして、ユーロは▲9%、ドルは+15%といったイメージであるため、「ユーロ“だけ”が主犯格ではない」という主張ならば分からなくはない。いずれにせよこうしたりからは「過度に安いユーロ」について米国ばかりか身内であるドイツからも批判が出ている状況に関し、ECB としてもこれに反駁しなければならない苦悩が透けて見える。今後の ECB の金融政策運営については対米配慮と対独配慮が同時に入ってくる展開が予想され、これは追加緩和の可能性を減じる論点になりそうである。

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3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
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～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)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～通貨政策のバロメーターに～)
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」の可能性も頭頭に～
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～もう表舞台に立たたくない～
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」～