

## みずほマーケット・トピック(2017年4月27日)

## ECB 理事会プレビュー ～フォワードガイダンス撤廃報道について～

ECB 理事会のタカ派傾斜を見通す雰囲気が強まっている。6 月理事会に向けてフォワードガイダンス(FG)文言の削除が検討される可能性が報じられているが、慎重な受け止めが必要。3 月理事会で FG 文言の削除が時期尚早(premature)とされた理由は政治リスクだった。ゆえに、フランス大統領選挙が無事に通過しそうな今、そのような議論が浮上しても不思議ではない。だが、正確には理事会で懸念されたのは英国の EU 離脱(Brexit)や米国のトランプ政権がもたらす「中期的な影響」であってフランス大統領選挙ではない。また、そもそも欧州政治リスクの本丸でもあるイタリアの解散総選挙が遅くとも 2018 年 5 月までに実施されることを踏まえれば、FG 文言のような「コストのかからない緩和策」を敢えて巻き戻す必要は小さいのではない。ECB が当面注力する可能性があるのは APP からの撤退であり、言い換えれば混乱の無いテーパリング。市場混乱を招くリスクを負ってまで FG 文言の規定する「出口の順序(量的緩和終了後に初めて利上げが可能になる)」に手を加える必然性は感じられない。

## ～米税制改革案:詳細を待ち、真摯な分析が必要～

昨日の為替市場ではドル相場が軟調な展開となった。注目されたトランプ政権による税制改革案は連邦法人税率の大幅減税(35%→15%)を主柱に「過去最大の減税案」が謳われたものの、①基本方針に止まり詳細は 6 月以降に先送りされたこと、②特に財源は示されなかったことなどを理由に失望が広がっており、ドル売りが優勢となっている。法案の決定権を有する共和党議会が当該案を承認するには相応の財源が必要となると思われるが、現状では「成長して返す」という説明であり、説得力に欠ける面が否めない(財源の一部を補うと見られた国境税は見送られている)。とはいえ、レーガン政権以来の法人税減税が実施された場合の実体経済への影響は小さくないはずであり、詳細が出揃った時点でその効果を真摯に分析した上で、為替予想に還元する必要がある。

## ～フランス大統領選挙だけが政治リスクではない～

ところで今晚には ECB 理事会が開催される。プレビューに関しては先週の本欄<sup>1</sup>で議論した通りであり、現状維持が予想される。しかし、足許では理事会のタカ派傾斜を見通す雰囲気が強まっているため、補足をしておきたい。25 日、ロイターは関係筋による「緩和バイアスを一部取り除くことが話し合われている」とのコメントを報じている。「指標次第なので、時期は明言できない」との発言も付されてはいるが、時期としては 6 月理事会が視野に入っている模様である。3 月 9 日理事会で一旦却下されたフォワードガイダンス(FG)文言の削除だが、6 月に向け再び検討されるのだろうか。

確かに 3 月理事会の議事要旨で FG 文言の削除が時期尚早(premature)とされた理由は政治リスクだったため、フランス大統領選挙が無事に通過しそうな今、そのような議論が浮上しても不思議

<sup>1</sup> 本欄 2017 年 4 月 21 日号『ECB 理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～』をご参照下さい。

ではない。だが、正確には議事要旨で指摘されたのは英国の EU 離脱 (Brexit) や米国のトランプ政権がもたらす「中期的な影響」であってフランス大統領選挙ではなかった。ゆえに、厳密には理事会における政治リスクが排除されたとは言えないはずであり、まして 6 月 8 日の英国総選挙を踏まえれば、現時点からそのような議論が出ることは意外感も覚える。そもそも欧州政治リスクの本丸でもあるイタリアの解散総選挙が遅くとも 2018 年 5 月までに実施されることを踏まえれば、FG 文言のような「コストのかからない緩和策」を取って巻き戻す必要は小さいというのが筆者の認識である。また、物価面ではユーロ圏消費者物価指数 (HICP) のピークアウトが始まっている兆しも見受けられ、今晚や 6 月の理事会で FG 文言の削除やその先にある拡大資産購入プログラム (APP) の縮小・廃止まで議論するのは決して難易度の低い話ではない。実際、上述のロイター報道における関係筋も FG 文言の変更について「かなりの慎重さ」が必要とも述べられている。

### ～ECB、出口の手順～

ただし、イタリアの解散総選挙という確実なリスクな視野に入っているからこそ、今のうちに正常化を進めてしまいたいという気持ちはあるかもしれない (在任中に可能な限り正常化を果たそうとしているイエレン FRB 議長及び FOMC と同様である)。筆者はそのような政策運営が正しいとは思わないが、そもそもマイナス金利の評判が悪いだけに、今のうちに利下げバイアス (≒ FG 文言) だけは取り払っておきたいという気持ちが ECB に芽生えても不思議ではない。

改めて現状の FG 文言を確認しておくと、声明文には「理事会は主要金利が、長期間ならびに我々の純資産購入を十分に超える期間、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, and

ECBの出口戦略イメージ (2017～18年)

| 時期      | 内容                   |
|---------|----------------------|
| 2017年6月 | フォワードガイダンス修正 or 削除   |
| 2017年9月 | APPの延長&縮小決定 (～18年6月) |
| 2018年1月 | APPの縮小スタート           |
| 2018年6月 | APP終了                |
| 2018年9月 | 預金ファシリティ金利の引き上げ      |

(資料)筆者作成

well past the horizon of our net asset purchases)」と記述されている。つまり、「APP を止めない限り、金利の正常化には着手出来ない」という制約がある。こうした記述の背後には「APP から撤退する際にマイナス金利が金利上昇のストッパーとして働く」といった思想があると思われるが、そもそも ECB が APP を導入するにあたってドイツの同意を得やすいのが量的緩和 (QE) よりも金利だったという経緯も忘れてはならない。マイナス金利は妥協の産物だったのである。

とすれば、ECB が当面注力する可能性があるのは APP からの撤退であり、言い換えれば混乱の無いテーパリングこそ出口戦略の一步となるはずである。これを無事にクリアして初めて金利の下方バイアスを排除することが出来る。なお、昨年 12 月、ドラギ総裁はテーパリングの定義に関し「購入額が徐々にゼロに向かっていくということ」と述べ、当時の決定である「800 億ユーロから 600 億ユーロへの減額、および購入期限の延長はこれにあたらない」との見解を表明した。それだけに、2018 年 1 月以降の「減額の在り方 (単なる 1 回の減額か段階的な減額か)」が注目されるだろう (もちろん、減額無しもあるかもしれないが)。

いずれにせよ、現状の ECB が抱いているだろう出口戦略のイメージを考慮すれば、急いで FG 文言を変える理由はない。繰り返しになるが、FG 文言を残しているからと言って甚大なコストがかか

るわけではない。テーパリングさえ進めていければ、現在の理事会分裂の原因となっているドイツの溜飲を下げることもなるだろう。敢えて、市場混乱を招くリスクを負ってまで FG 文言の規定する「出口の順序(量的緩和終了後に初めて利上げが可能になる)」に手を加える必然性は無い。

もちろん、現状の ECB の緩和策の中ではもっとも手仕舞いしやすいのが FG 文言の削除であるため、だからこそ着手される可能性もなくはない。だが、報道で伝えられるほど、その可能性が高いものとは思えないというのが現状の筆者の見解である。

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4月27日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)                       |
| 2017年4月25日  | メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次ブラザ合意」疑惑～                     |
| 2017年4月24日  | フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～                        |
| 2017年4月21日  | 週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)              |
| 2017年4月20日  | 米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～                         |
| 2017年4月19日  | 英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けれない戦い」へ～                         |
| 2017年4月17日  | 米為替政策報告書の読み方                                      |
| 2017年4月14日  | 週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地方の差」～)             |
| 2017年4月13日  | 改めて考えるポリシーミックスの在り方                                |
| 2017年4月12日  | 試される「リスク回避の円買い」の妥当性                               |
| 2017年4月11日  | 円相場の基礎的需給環境～ベアシスワップと対外証券投資～                       |
| 2017年4月7日   | 週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)                     |
| 2017年4月6日   | FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠ドル高」とは限らず～                    |
| 2017年4月5日   | 真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～                       |
| 2017年4月4日   | 外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)                          |
| 2017年4月3日   | 2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～                        |
| 2017年3月31日  | 週末版                                               |
| 2017年3月30日  | ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～                         |
| 2017年3月29日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)                       |
| 2017年3月28日  | メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～                           |
| 2017年3月24日  | 週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)                  |
| 2017年3月22日  | ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～                        |
| 2017年3月21日  | バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～                        |
| 2017年3月17日  | 週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)              |
| 2017年3月16日  | FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～                             |
| 2017年3月15日  | 米インフレ期待低迷から何を読むか～FOMCの前に～                         |
| 2017年3月14日  | 円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～                       |
| 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～                          |
| 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(TICL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)                      |
|             | 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  | トランプノミッ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(トランプノミッ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～レーガノミックスとの比較～                      |
| 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 | トランプノミックスを巡る2つのシナリオ                               |
| 2016年11月14日 | トランプノミックス相場に関する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～                  |