

みずほマーケット・トピック(2017年6月12日)

ECB 政策理事会～「露払い」としての FG 文言修正～

先週 8 日に行われた ECB 政策理事会は現状維持となったが、フォワードガイダンス(FG)文言から「lower」が削除され、かねてより議論されていた緩和バイアスが削除された。一方で 9 月会合において拡大資産購入プログラム(APP)の段階的縮小(テーパリング)を検討するかどうかに関し、議論していないことが明言されており、どちらかと言えばこれがユーロ相場を押し下げる結果となっている。しかし、依然として+1%を割り込むコア HICP の現状を踏まえると、デフレリスクが完全に消失したと判断するのは尚早にも思える。なお、「強いドイツ」がユーロ圏全体の仕上がりをけん引している現状がある以上、ECB が政策評価の材料として見ているものが実は「仮想ドイツ」の計数になっている面は否めない。目線を個別国に落として評価する姿勢を持たない限り、危うい政策判断になりかねない現状があることは警戒すべき。周縁国への影響を不安視する記者質問も見られているが、ドラギ ECB 総裁は一切取り合う姿勢を見せていない。

～メイ留任可否は今後 1 週間で判断～

前週末の為替相場はドル買い優勢のムードが続いた。本欄でもレビューを行った通り、8 日に実施された英下院総選挙は保守党が過半数を割り込むという想定外の結果となった。メイ英首相は続投の意向を示しているものの、連立を模索する民主統一党(DUP)との合意には至っておらず(一時政権は合意と公表したがその後撤回されている)、党内からもメイ留任に対するアレルギーが強そうなことが報じられている。留任可否は保守党党首選を管轄する 1922 年委員会や新国会の初日における内閣信任投票を無事に通過しなければ最終的には分からないため、今後 1 週間は英国から目が離せない状況が続くだろう。こうした状況下、ポンドを手放す動きは強まっており、8 日のポンド/ドルは一時 1.26 台前半まで急落している。ドル/円相場の堅調さはこの裏返しである。

～FG 文言修正もハト派解釈が優勢～

ところで英総選挙に紛れて注目がそれたが、先週 8 日に行われた ECB 政策理事会も相応に動きのあるものだったため、レビューを行っておきたい。政策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。しかし、フォワードガイダンス(FG)文言である「政策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 well past the horizon of our net asset purchases)」から「or lower(以下単に lower として進める)」を削除するという修正が見られた。こうした動き自体はユーロ買い材料となると思われたが、会合後のユーロはむしろ軟調に推移している。

というのも、その一方で9月会合において拡大資産購入プログラム(APP)の段階的縮小(テーパリング)を検討するかどうかに関し、議論していないことが明言されており、どちらかと言えばこれがユ

ECBのスタッフ見通し(2017年6月)

(%)

	2016	2017	2018	2019
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2017年3月)	0.2	1.4 ~ 1.6 (1.4 ~ 2.0)	0.6 ~ 2.0 (0.9 ~ 2.3)	0.7 ~ 2.5 (0.8 ~ 2.6)
実質GDP (前回:2017年3月)	1.7	1.6 ~ 2.2 (1.5 ~ 2.1)	0.8 ~ 2.8 (0.7 ~ 2.7)	0.6 ~ 2.8 (0.5 ~ 2.7)

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2017年が1.08、2018~19年が1.09。

ーロ相場を押し下げている。スタッフ経済見通しも成長率こそ上方修正されたが、インフレ見通しが比較的大きめに下方修正されており(表)、全体的にはハト派色の強い会合になったと言えそうである。実際、ドラギ総裁は緩和バイアスの削除こそ決定したものの、「正常化(normalisation)」に関する議論は行っていないと強調している。しかしながら、記者会見全体を通じては今後の引き締めに身を構えるような質問も目立ち、マイナス金利導入を決定した約3年前とは隔世の感を覚える。

~ FG 文言修正は「露払い」 ~

FG 文言修正は市場で大きく材料視されているわけではないが、筆者は相応にサプライズと受け止めている。というのも前回の政策理事会(4月27日)ではこうした緩和バイアス(“easing biases”)を含め、現行の政策スタンスが適切であることに幅広い合意(broad agreement)があったことが確認されている。また、前々回の政策理事会(3月9日開催)の議事要旨では「金利に関する下方バイアスを削除するのは時期尚早(premature)」との結論で落ち着いており、その理由としては「例えば英国のEU離脱(Brexit)などは中期的に影響が顕在化してくると思われるため、経済に悪影響がないと結論付けるのはまだ早い」と述べられており、政治的なリスクの悪影響が考慮された跡があった。今回はまさに波乱が予想される英国総選挙と同日開催であったわけで、実際に波乱は起こった。市場へのインパクトが小さいために取り立てて騒ぐことではないかもしれないが、与えられたヒントと実際の政策運営に齟齬を感じると言わざるを得ない。

今回、緩和バイアスを削除した理由としては「インフレの将来的なパスにまつわるテールリスクが消え去ったこと(the tail risks on the future path of inflation have disappeared)」、「デフレリスクが完全に去ったこと(deflation risks have definitely gone away)」ことが挙げられているが、前々回ないし前回政策理事会からユーロ圏消費者物価指数(HICP)やインフレ期待(5年先5年物インフレスワップなど)が急改善したわけではない。ドラギ総裁自身が述べているように、昨年12月とインフレ基調を比較した場合、実は現時点と昨年末では状況は同じである(コアHICPは昨年12月も今年5月も前年比+0.9%)。依然として+1%を割り込むコアHICPの状況を踏まえると、デフレリスクが完全に消失したと判断するのはやや尚早なのではないかと思われる。

本音のところでは、漸く市場ムードも出口に進むことを許してくれそうな状況下、金融機関収益にも悪影響を及ぼしかねないマイナス金利は可及的速やかに撤廃したいという思いがあるのではない。現状のFG文言に従えば、QEを終了させなければマイナス金利の引き上げに着手できないが、そうは言ってもマイナス金利の引き上げを行う前にlowerを削るというプロセスは必ず必要になる。であれば、まずは雰囲気の良い今のうちにlowerを削って「露払い」を済ませておきたかったという話ではないか。なお、ドラギ総裁は「もしリスクが再び顕在化するような状況に至れば、我々は

もちろん利下げする用意がある (If things were to turn out in a way that these risks were to reappear, we'd certainly be ready to lower rates)」とも述べていることから、今回の削除が一大決断であるかのような雰囲気はなく、唐突に lower が再登場する可能性も十分考えられる。

～テーパリング議論は7月20日を警戒～

また、QE に関しては、「多くの人々は今回の FG 文言の微調整を9月会合でテーパリングが決定されることのサインだと受け止めています。その受け止めは正しいでしょうか」といった質問が出ているが、ドラギ総裁は「it was not discussed」と一蹴している。その上で「資産購入プログラム下で購入された債券の償還元本の再投資に加え、国債買い入れを行っていくと述べているように、ECB が今後も長期間にわたり市場にとどまることを強調したい」と述べ、さらに「非常に高い度合いの金融緩和が依然として必要である」、「もし見通しが好ましいものではなく、もしくは金融状況が物価の持続的な調整に向けた一段の進展と整合しない動きとなれば、我々は資産購入プログラムの規模拡大や期間の延長に踏み切る用意がある」と QE の必要性を強調した声明文を読み上げ、確認している。また、最後には「基本的に肝心なことは、政策理事会は購入プログラムの強さと力を信じている。それだけだ。これであなたの質問には全て答えたいと思います」と結んでいる。QE 縮小観測の払しょくに必死である様子が伝わってくる一コマである。

なお、今回の FG 文言修正がそうだったように直前の会合で議論した内容が今後の議論の内容を担保するものでは決していない。今回議論していないことが9月会合で議論されないことを意味するわけではなく、この意味でユーロ売りはやや拙速だったようにも思われる。まずは7月20日の会合で、今回は皆無であった QE の取り扱いに関し何らかの議論が交わされる可能性を警戒したい。

～引き締めと周縁国問題～

全体として金融政策が引き締めに向かうことを想定する質問が多い中、仮にそうなった場合は一部にとって試練 (challenge) なのではないかと問う声もあった。具体的にはイタリアのように公的債務も大きく、また、政治的不透明感が強い国については尚の事、引き締めが問題になると思わないかという問題意識である。これに対しドラギ総裁は ECB の責務はあくまで物価安定であり、各国の政府予算のサポートでもなければ、それ以外のこともないと懸念を退けている。そうした点に照らせば、預金者や銀行の収益、政府予算は常に影響に晒され続けているのであり、いまだ個別具体的な国への影響などは勘案しないというのが ECB の基本認識と見受けられる。また、構造改革が遅れている低成長の国が金利上昇に対して(その他の国よりも)大きな影響を受けることは間違いないが、それは別に新しい発見ではない(There's no discovery about that)と突き放している。

もちろん、ECB はユーロ圏全体として仕上がってくる計数しか評価できないため、こうしたドラギ総裁の回答は正論であるし、これ以外のことは言いようがない。だが、実態としてドイツとフランスのインフレ率は違うし(2017年5月で+1.4% vs. +0.9%)、ドイツとスペインの失業率などは比較にすらならない(2017年4月で3.9% vs. 17.8%)。これと同様の乖離が域内19か国相互で発生しているのが現状である。いや、より正確に言えば、「強いドイツ」がユーロ圏全体の仕上がりをけん引してしまう現状がある以上、ECB が政策評価の材料として見ているものが実は「仮想ドイツ」の計数になっている面は否めない。このまま引き締めを進めて、預金ファシリティ金利の上昇にまで至った場

合、恐らくユーロ相場は顕著に上昇するだろうが、ドイツ以外の国の競争力は毀損することになる。今の ECB に求められているのは HICP をはじめとする計数に関し、ユーロ圏全体の数字にこだわるだけではなく、その中の乖離をより慎重に評価する姿勢だろう。ECB の意思決定過程においては内部の専門委員会を通じて各 NCB のシニアスタッフを巻き込んだ議論が交わされているはずだが、最終的に判断する権限は政策理事会にあり、キャストリングボートはドラギ総裁に託されている。目線を個別国に落として評価する姿勢を持たない限り、危うい政策判断になりかねない現状があることは市場参加者として警戒したいところである。

実際、ユーロ導入 20 年周年を展望する現状にあって、各加盟国の地力が全く収斂しておらず、それどころか拡大している現状は金融政策運営上、重視されるべき論点である。

～ 景気回復と QE の関係 ～

今回の政策理事会の最後の質問者からは「経済は良好に改善し始めています。これは QE のおかげなのでしょうか。それとも QE をやっているにもかかわらず(この程度だ)と考えるべきでしょうか」との質問が見られた。これに対しドラギ総裁は「QE のおかげである。QE のおかげでこの現状なのである」と断言している。具体的には GDP 成長率が加速していること(今年の成長率は+2.0%に到達する見込み)や失業率が低下していること(過去 3 年半で約 500 万人の雇用創出)、PMI が改善していること(現在 2011 年 4 月以来の高水準)などを指摘し、「ゆえに、デフレリスクは消え去ったのだ」と強調している。ドラギ総裁は QE を背景に金融環境が緩和的になったことでユーロ圏内の金利スプレッドも縮小し、特に中小企業の借入環境などが改善したことを指摘しているが、元より低い金利がさらに下がったことを受けて消費や投資がどの程度反応したのかは定かではない。「流動性の罠」に鑑み、QE の効果は慎重に見積もりたいというのが日本の経験である。

現時点で、ここまで QE の貢献を謳ってしまうと、これからやろうとしている(と思われる)撤収作業が理屈的に難しくなることには注意が必要である。後々を考えれば QE だけではなくターゲット型長期流動性供給(TLTRO)や固定金利・無制限のオペなどのほかの政策や、景気循環的な要因なども相俟って景気が上向いていることを喧伝した方が良かったようにも感じられる。

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6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なギャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか?～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おそろいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～ 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～燃る「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～「絶対に負けられない戦い」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「地力の差」～)
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～ベシス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～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讀むか～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～進む地獄、戻る地獄～
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感～)
2017年2月15日	イレレン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～