

みずほマーケット・トピック (2017 年 6 月 26 日)

プラート ECB 理事発言を考える～影響力は侮れず～

先週 22 日、プラート ECB 理事が今後見込まれる ECB の正常化プロセスにおいて周縁国に特段の配慮をするつもりが無いという見解を口にしたことが報じられ話題となった。発言自体は正論であり、単一通貨ユーロを司る番人として加盟国の扱いに差異があることは許されるはずがない。しかし、正論だからと言って言えば良いというものでもなく、危うさは禁じ得ない。プラート理事の発言は理論的には正しいが実務的には正しくない。例えば同理事は「特定の国のスプレッドが上昇しても、金融政策上の問題にはならない」と述べるが、実務上、これを信じる市場参加者はいないだろう。「周縁国に何かあっても ECB は関知しない」というスタンスを敢えて見せることは現在から将来にわたって、誰も得しない行為である。また、ECB におけるプラート理事の役割を考えると、今後の役員会および政策理事会はやはりタカ派色を強めてきそうである。

～ECB フォーラムでの言動に注視～

先週末の為替相場の為替相場は小動きの展開。目先、これといった材料が予定されておらず、相場が方向感を見出すのが難しい局面に入ったように見受けられる。敢えて今週で言えば、明日 27 日から 29 日まで開催される ECB フォーラムだろうか。ドラギ ECB 総裁はもちろん、イエレン FRB 議長、黒田日銀総裁、カーニー・イングランド銀行(BOE)総裁、ボロス・カナダ中銀(BOC)総裁のほか、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁など錚々たる面々が発言の場を持つことになっている。ECB、BOE、BOC はそれぞれ金融政策が正常化へ向かう(あるいは向かいそうな)中銀として注目されているだけに該当通貨の上昇には注目である。一方、正常化レースの先頭を走るイエレン議長についてもバランスシート縮小に対する見地が注目される。明日から 3 日間は主要中銀総裁の言動が各通貨をどれほど押し上げるかが見物だろう。

～誰も得しないプラート発言～

ところで先週 22 日にはプラート ECB 理事が今後見込まれる ECB の正常化プロセスにおいて周縁国に特段の配慮をするつもりが無いという見解を口にしたことが報じられ話題となった。正確には以下のような発言が報じられた(22 日、ロイターより抜粋)：

- 特定の国のスプレッドが上昇しても、金融政策上の問題にはならない
- 特定の国を念頭に置くことはないし、政府の良好な資金調達環境を確保するために ECB が存在するわけでもない
- その日が来れば政府から不満が出ようと出まいと、物価動向を注視し、それに応じて行動する

ECB の正常化プロセスに伴う周縁国への懸念に関し、かなりはっきりと突き放す発言である。もち

ろん、言い方はどうあれ趣旨は正論であり、単一通貨ユーロを司る番人として加盟国の扱いに差異があることは許されるはずがない。量的緩和政策 (QE) において「量」の枯渇化が深刻視される局面でも無理してドイツやフランスの国債でノルマをクリアしようとしなのは、あくまで出資比率 (capital key) を統合した姿が ECB という組織であり、そこから過度に逸脱することは「各加盟国にとって平等な中央銀行」という存在からの逸脱も意味してしまう。中央銀行であると同時に国際機関である ECB ならではの問題意識である。

しかし、正論だからと言って言えば良いというものでもない。上述のプラート理事の発言は理論的には正しいが実務的には正しくないのは明らかである。2010 年以降の欧州債務危機に振り回されてきた市場参加者からすれば「特定の国のスプレッドが上昇しても、金融政策上の問題にはならない」はずがない。2010 年 5 月に導入された証券市場プログラム (SMP) は明らかに特定国 (ギリシャ) の金利上昇を抑制することを企図していたし、その後継プログラムである債券買い切りプログラム (OMT) も周縁国利回りの投機的な上昇を鎮圧することが目的だった。この点、「特定の国を念頭に置くことはないし、政府の良好な資金調達環境を確保するために ECB が存在するわけでもない」という発言も真実味が無い。SMP、OMT に限らず各種の長期流動性供給 (LTRO) やフォワードガイダンス政策など、2010 年以降に矢継ぎ早に導入された ECB の非標準的政策はそのほとんどが周縁国利回りの急騰に対応する構図で導入されてきたはずである。それらはとどのつまり「政府の良好な資金調達環境を確保するため」の政策であった。

有事の事態に直面すれば ECB が動くことは市場において暗黙の了解であり、それを制度化したものが象徴的には OMT だった。実際、OMT が 1 ユーロも使うことなく危機を沈静化したことはドラギ ECB 総裁の最大の功績の 1 つとも言われる。そうした経緯にもかかわらず、敢えて「周縁国に何かあっても ECB は関知しない」というスタンスを見せることは現在から将来にわたって、誰も得しない行為に思えてならない。昨年、金融機関の破綻・救済にかかるバイルイン原則を強く支持してきたドイツの大手金融機関が経営不安に陥った際、「今さら自国の金融機関をバイルアウトするとはメルケル独首相は言えない」という思惑が市場を混乱させた局面があった。「正しくても言わない方がよいこと」は存在する。特に基盤が揺らいでいるユーロ圏はなおさらである。

～プラート理事と ECB の意思決定～

また、発言したのがほかでもないプラート理事だったということも重要である。プラート理事は役員会メンバーであると同時に ECB のチーフエコノミストである。同理事がこれほど強い意向を述べたことに関しては、相応の意味を持つことは指摘しておきたい。

ECB の金融政策の意思決定を行う政策理事会の準備はすべからく正副総裁と理事から構成される役員会によって主導され、それを ECB 内部に存在する専門委員会 (technical committees、特に金融政策委員会) や ECB スタッフがアシストするという格好になる (次頁図)。これは ECB スタッフによる金融政策の準備作業が (最終的な意思決定機関である) 政策理事会へ直接至ることではないということを意味する。そのような準備作業は常に役員会での事前検討を経ることになっており、必要があれば役員会が作業内容などに対して助言・指示を与えることもある。役員会を経て承認された文書が ECB の事務局を通じて政策理事会メンバーへ回付されるのである。特に、金融政策を議論する政策理事会の定期的な準備資料は、ECB スタッフから経済総局 (Directorate General

Economics、以下 DG-E) を所管する政策理事会メンバーに回付され、そのメンバーが役員会へ転送することになっている。

これが役員会の準備(議論)の叩き台となり、承認後、事務局を通じて政策理事会メンバーへ回付されるという規定となっている。この「DG-E を所管する政策理事会メンバー」というのが ECB のチーフエコノミストである理事であり、現在はプラート理事である。

これらの意思決定に係る事実、ECB 政策理事会の議事要旨を見ても分かる。議事要旨の前半部分にある「金融政策の考察と政策オプション」の項を読むと、必ず同理事から既存の金融政策の効果や採るべき選択肢などが提示され、これが政策委員会の叩き台となって議論が展開される様子が窺える。最終的には政策理事会内部での議論を経て、ECB 総裁が金融政策の評価についてメンバー間の同意を探り、政策の決定と記者会見で公表される声明文の草稿に漕ぎ着けることになる。

仮に今回プラート理事が口にした「ECB の正常化プロセスにおいて周縁国に特段の配慮をするつもりが無い」という問題意識が役員会で共有されてしまうと、必然的に政策理事会での議論もこの影響から免れないことになる。むろん、限られた報道からだけで判断するのは危険であり、23 日の EU 首脳会議ではドラギ総裁から物価や賃金の伸びが鈍いことを理由として緩和路線の継続が再度確認されている。だが、1 か月前にはクーレ ECB 理事が緩和路線の継続を支持しながらも、QE 終了前の利上げについて、理論的には可能と述べたことも話題となった。つまり、早くとも来年後半と見られている利上げが年明け早々にも決断可能というメッセージである。もちろん、最終的には政策理事会は多数決であり、賛否同数であってもドラギ総裁がキャスティングボートを握るが、少なくとも政策理事会の叩き台を用意する役員会のムードはタカ派に傾斜してきているように見受けられる。

国際為替部

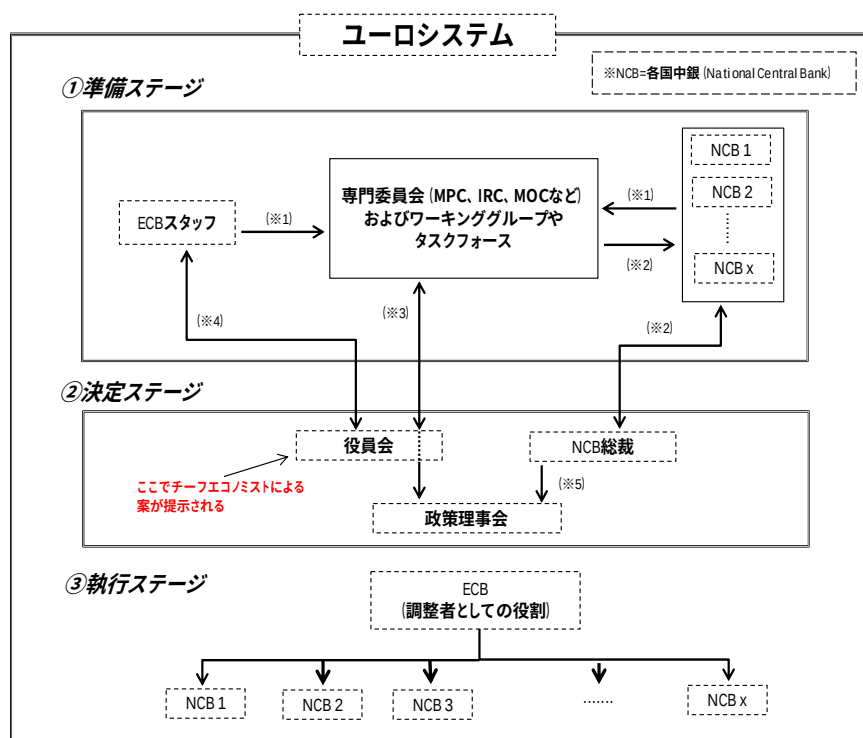
チーフマーケット・エコノミスト

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。

ユーロシステムにおける金融政策の意思決定過程



(注) 図中のNCBは「ユーロ加盟国のNCBからのスタッフ」を意味する。2017年1月時点で19か国 (つまりx=19)。

(※1) 専門委員会、ワーキンググループ、タスクフォース向けの準備作業。

(※2) NCBスタッフは各NCB総裁に報告を行い、NCB総裁はこれに応じて指針を示し与える。

(※3) 事務局によって役員会経由で報告書や書簡がNCB総裁に回付され、役員会はこれに応じて指針を示し与える。

(※4) 政策理事会の文書はECBスタッフにより準備され、事務局経由で役員会から送付される。準備は役員会が主導する。

(※5) ECB総裁経由で書簡および文書を送付。

(資料) Philippe Moutot, Alexander Jung, Francesco Mongelli, "The workings of the eurosystem: monetary policy preparations and decision-making-selected issues", ECB, January 2008

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23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラブトレード～
2017年6月21日	カシカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がらない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
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」が「価格」が「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～おさら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～内政の奇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感～)
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レーション～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～