

みずほマーケット・トピック(2017年6月28日)

ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～

昨日は ECB 年次フォーラムにおけるドラギ ECB 総裁の講演が材料視されユーロが全面高となっている。具体的には「中央銀行(ECB)は政策手段のパラメーターを調整することで景気回復に対応することが可能」とのフレーズが材料視され、引き締め観測を強めている。講演の中でドラギ総裁は慎重さも垣間見せているが、基本スタンスとして「パラメーター調整(政策正常化)をする」という事実がある以上、市場参加者がユーロを買い、欧州債を手放すのは自然である。決して磐石とは言えない物価情勢でも強気を貫く理由はインフレ率を下押ししている要因はあくまで一時的(temporary)という整理になっているからである。今回の講演ではこの一時的(temporary)というワードが実に5回も出てくる。6月FOMC後のイエレンFRB議長も同様に一時的(transitory)という言葉を用いて利上げを正当化していたが、こうした動きは単に欧米中銀の慢心に基づいている可能性も否めず。こうした状況下、円安の持続性に確信は持てない。

～「パラメーター調整」は紛れもなく「政策正常化」～

昨日の為替相場では ECB 年次フォーラムにおけるドラギ ECB 総裁の講演が材料視されユーロが全面高となっている。『景気回復への対応(Accompanying the economic recovery)』と題された講演ではユーロ圏経済の力強い回復やこれに伴うデフレ懸念の消失が高らかに謳われており、確かに市場のユーロ買いは無理からぬ反応である。ユーロ相場は対ドルで1.1349、対円で127.48円と共に年初来高値を更新している。講演は冒頭から「strong growth becomes durable and self-sustaining and, ultimately, is no longer dependent on a sizeable monetary policy stimulus」との発言が見られており、大規模な金融緩和がもはや必要ないとの示唆が行われている。2014年半ば以降、ECBは3つの政策手段の組み合わせにより成長に寄与してきたことが強調されており、具体的には低い政策金利、金融市場における資産購入や銀行に対するターゲット型長期流動性供給(TLTRO)、フォワードガイダンス政策が各資産クラスや満期、国、借り手の属性を超えて著しく資金調達コストを引き下げたことで内需が押し上げられたことなどが主張されている。今回、最も材料視されたのは以下の部分(特に下線部分)であった:

- 景気回復が続く中、政策スタンスの基本はより順応的なものとなる。中央銀行(ECB)は政策手段のパラメーターを調整することで景気回復に対応することが可能である。この際、政策スタンスを引き締めることが目的ではなく、ほぼ同じに維持することが狙いである(As the economy continues to recover, a constant policy stance will become more accommodative, and the central bank can accompany the recovery by adjusting the parameters of its policy instruments not in order to tighten the policy stance, but to keep it broadly unchanged)

パラメーター調整は ECB が多用する言い回しだが、要するに金融政策の正常化と読み替えて問題ないだろう。「政策スタンスを引き締めることが目的ではなく、ほぼ同じに維持することが狙い」と述べているものの、「同じに維持することが狙い」であるならばパラメーター修正は無用に思える。結局、ドラギ総裁が言わんとしている狙いとは「緩和程度の維持」であり、足許では実体経済が回復しているのだから、「より小さい程度の緩和で良い」というのが本音なのだと推測される。結果として出てくるだろう政策は月間購入額の縮小(例えば月 600 億ユーロを 450 億ユーロへなど)が考えら

れる。また、技術的にもフランスやイタリアそしてドイツなどにおいて出資比率を超えた購入を余儀なくされており(一方でポルトガルやスロバキアなど出資比率を大きく下回っている国もある)、プログラムにより課される購入義務を軽減することでこの状況を改善したいという思いも恐らくあるだろう。

もちろん、金融環境は中銀の政策手段だけの射程範囲(calibration)に収まるわけではなく、その他市場価格や国際経済環境にも左右されるため、現状のように国際環境の不透明感が強い中では「金融政策のパラメーター調整を考える上で、慎重であることについて強い理由がある(there are strong grounds for prudence in the adjustment of monetary policy parameters)」と慎重さも垣間見せているものの、基本スタンスとして「パラメーター調整(政策正常化)をする」という事実がある以上、市場参加者はユーロを買うし、欧州債を手放すだろう。

PSPPの運用状況(2017年5月31日時点)

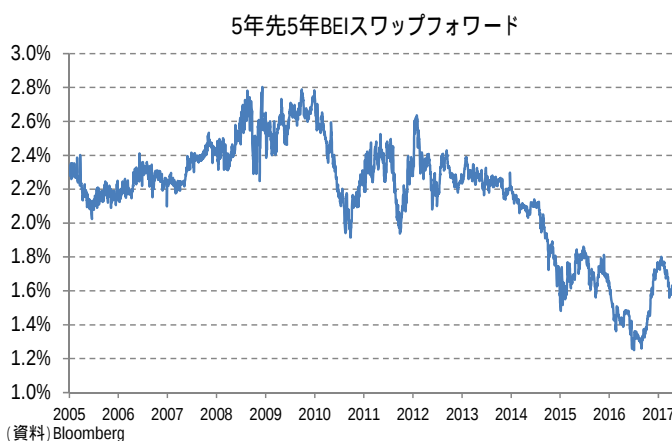
	出資比率 (、%)	PSPP実績 (2017年5月31日、 、%)	かい離幅 (- 、%pts)
ベルギー	3.6	3.7	0.1
ドイツ	26.3	26.9	0.5
エストニア	0.3	0.0	-0.3
アイルランド	1.7	1.5	-0.2
スペイン	12.9	13.3	0.4
フランス	20.7	21.5	0.8
イタリア	18.0	18.7	0.7
キプロス	0.2	0.0	-0.2
ラトビア	0.4	0.1	-0.3
ルクセンブルグ	0.3	0.1	-0.2
マルタ	0.1	0.1	-0.0
オランダ	5.9	6.0	0.2
オーストリア	2.9	3.0	0.1
ポルトガル	2.6	2.0	-0.6
スロベニア	0.5	0.4	-0.1
スロバキア	1.1	0.7	-0.5
フィンランド	1.8	1.8	-0.1
リトアニア	0.6	0.2	-0.4
合計	100.0	100.0	

(資料)ECB、本来、PSPPの実績には国際機関債が含まれる。ここでは純粋にユーロ圏国債の購入割合と出資比率を比較するように調整。ギリシャは対象外なので控除。

～「一時的」が流行る風潮を警戒～

講演の帰結では「我々のインフレや金融政策に対する評価は 3 つのメッセージに集約される」と述べ、その 1 つ目で「デフレ圧力はインフレ圧力に置き換わった(Deflationary forces have been replaced by reflationary ones)」と目を引く表現が見られている¹。ドラギ総裁はこれまでも政策理事会後の会見において類似の発言を口にしており、今回の講演だけでも上述の発言のほかに「Deflation risk premia,

which had been growing in 2014 and 2015, have now been more or less priced out of market-based



(資料) Bloomberg

¹ 残り 2 つのメッセージは「物価上昇が持続的になるためにはまだ緩和が必要であること」と「パラメーター修正は慎重に行われるべきであること」とハト派色の強いものでありタカ派色の中和に努めた跡が窺えるが、材料視されていない。

inflation expectations」や「the threat of deflation is gone and reflationary forces are at play」といったデフレリスクの消失を確認するかのような発言を口にしている。しかし、物価の現状や展望に関して、これほど強気になることについては違和感もある。

現状、ECB が重視する市場ベースのインフレ期待である 5 年先 5 年物インフレスワップ (5 年先 5 年物) は確かに底打ちこそ見られるものの、それでも 1.5% 台に止まる (前頁図)。この程度の水準でデフレに対して勝利宣言することに危うさはないのだろうか。ここで 3 年前の 2014 年 8 月、ドラギ総裁はジャクソンホールシンポジウムにおける講演²で以下のように述べていたことを思い返したい：

- 8 月、金融市場はインフレ期待が全期間に亘って大幅に低下していることを示しました。5 年先 5 年物インフレスワップは 15 ベーシス低下し、ちょうど 2% を割り込みました。これは我々 (ECB) が通常、中期のインフレを定義する際に使用する測定基準になります。

このフレーズが想定原稿にはなかったアドリブであったこともドラギ総裁の危機感を示唆するものとして当時注目され、この直後に開催された同年 9 月の政策理事会は利下げやカバードボンド購入といった市場予想を覆す決定に至っている。ドラギ総裁が懸念するように、当時の 5 年先 5 年物 BEI は史上初めて 2% を割り込み、これが深刻視されたのであった。その当時の悲壮なムードを踏まえれば、1.5% 程度への復帰で満足している現状を見るにつけ、随分と目標が低くなったものだと思うざるを得ない。あくまで ECB の目標は「2% 以下だがそれに近い水準」のはずであり、インフレ期待はより高位にアンカーされている必要があるはずである。

結局、それでも強気を貫く理由はインフレ率を下押ししている現状の要因はあくまで一時的 (temporary) なものであるという整理になっているからである。具体的には「域外からの外的な価格ショックや労働市場のスラック、そしてスラックとインフレ率の不安定な関係などが物価上昇を遅延させている」との現状分析が披露されているが、「金融政策がインフレ期待をしっかりとアンカーし続ける限り、これらの効果は全体的に見れば一時的であり、中期にわたってトレンドからの乖離を促すものではない」との最終判断が示されている。今回の講演ではこの一時的 (temporary) というワードが実に 5 回も出てくる (正確には 6 回出てくるが、うち 1 回は temporary jobs という文脈)。これは 6 月 FOMC 後のイエレン FRB 議長が現状の景気や物価の弱さに関して一時的 (transitory) と処理し、利上げを決定したことを想起させる。ECB、FRB 共に現状の政策運営を正当化する理屈として「一時的」を多用する風潮が強まっているが、これを信じるか否かが相場見通しの分水嶺となっていると言えるだろう。とはいえ、筆者が記憶する限り、中央銀行が一時的と下した判断が一時的であったケースはあまりないように思う。現状では対ドル、対ユーロで円相場が全面安となっているが、こうした動きが欧米中銀の慢心に基づいたものとすれば、やはり持続性があるものではないだろう。

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。

² 本欄 2014 年 8 月 26 日号『ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～』をご参照下さい。

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27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラートECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
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	カシュカリ・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～
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文意修正～
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円割れて思うこと～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～ベー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～プレイヤーからカシュカリへ～
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～内政の奇立ちを外交で発散～
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を前に～
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～
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？～