

みずほマーケット・トピック(2017年7月5日)

ECB 版テーパー・タントラムの現状と展望

全世界的な金利上昇の発端となった ECB の政策運営をどう考えるか。過去 1 週間で起きていることは、2013～14 年に FRB 発で生じた「テーパー・タントラム(緩和縮小に対するかんしゃく玉の破裂)」の ECB 版であり、相場予測においては、同行の政策運営をどのように想定するかが要諦になってくる。結論から言えば、ECB はそれほどタカ派にはなれないだろう。ECB は FRB や日銀に比べて、物価の仕上がりを重視する傾向が強い。この点、現状は目標とする「2%以下だがその近辺」には大きな距離がある。問題は ECB 自身が 19 年まで+2%に到達しないと予測している状況下で、「正常化によるユーロ高」をどこまで容認するのかという点である。本音ではユーロ高を避けたい政策理事会は 7 月の声明文は現状維持で乗り切り、9 月に 2018 年 1 月以降のテーパリングを決定すると予想。その規模は毎月 50～100 億ユーロ程度ではないか。

～ ICBM を受けた動揺はまだ限定的 ～

昨日の為替市場は円買い優勢の展開。北朝鮮が大陸間弾道ミサイル(ICBM)の発射実験に成功したとの発表を受けリスク回避ムードの高まりから円買いが進み、ドル/円相場は一時 112.74 円まで値を下げている。その後、米商務省もこの事実を認める声明を公表しており、円売りでは責めづらいムードが支配的である。とはいえ、4 月に見た地政学リスクの高まりを背景とする円相場の急騰と比べれば、市場の動揺はまだ限定的と言える。今回の発射実験はトランプ米大統領が警告していた「レッドライン(越えてはならない一線)」を越える行為であり、今後の米国の出方を見極めたいという思いが働いているのかもしれない。いずれにせよ、円安は当座、お預けとなりそうである。

～ ECB 正常化とユーロ高の関係 ～

ところで、昨日こそ地政学リスクの高まりを受けて若干の動揺こそ見られたものの、先週から続く全世界的な金利上昇の波が収まったわけではない。そもそもの発端は先週 6 月 27 日の ECB 年次フォーラムにおけるドラギ ECB 総裁の講演であった¹。特に、「デフレ圧力はインフレ圧力に置き換わった」とのフレーズが材料視され、現行の量的緩和(QE)の縮小が意識される中でドイツおよびフランスを中心に金利が上昇、これが米金利にまで波及する展開となっている。為替市場でドル/円相場が約 1 か月半ぶりの 113 円台に到達したのは、注目度の高い短中期ゾーンの米金利が強含んだことが強く影響している。まさに、2013～2014 年に FRB 発で生じた「テーパー・タントラム(緩和縮小に対するかんしゃく玉の破裂)」の ECB 版である。こうした経緯を踏まえれば、ECB の政策運営にどのような展開を見込むかが今後を考察する上での要諦になってくるのは間違いない。

結論から言えば、ECB はそれほどタカ派にはなれないと考える。ECB は FRB や日銀に比べて、

¹ 詳しくは本欄 2017 年 6 月 28 日号『ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～』をご参照下さい。

景気の現状を含めた総合的な判断よりも、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) やインフレ期待 (象徴的には 5 年先 5 年物インフレスワップ) といった物価の仕上がりを重視する傾向が強い。この点、先週 30 日に公表された 6 月 HICP は総合ベースで前年比+1.3%、コアベースで同+1.1%とわずかに市場予想を上回ったが、目標 (正確には参照値) とする「2% 以下だがその近辺」には大きな距離がある。さらに、最近見

られているような正常化トークと共にユーロ高が進んでいけば、それ自体が HICP の押し下げに効く
という問題も軽視できない。例えばユーロ/ドル相場が 1.15 付近で安定した場合、約 1 年後の HICP には▲0.3% ポイント程度の押し下げに効くイメージになる (図。6 月スタッフ見通しの想定レート「1.08」を起点として、過去の ECB 論文のシミュレーション²を参考にした場合のイメージ)。6 月スタッフ見通しにおける 2018 年の HICP 予測は+1.6% であるから+1% 台前半まで落ち込む計算だ。

そもそも、同見通しにおける 2019 年の HICP 予測 (中央値) がわずか+1.6% であったことも思い返したい (表)。ECB が予測する最も遠い将来においても

	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)

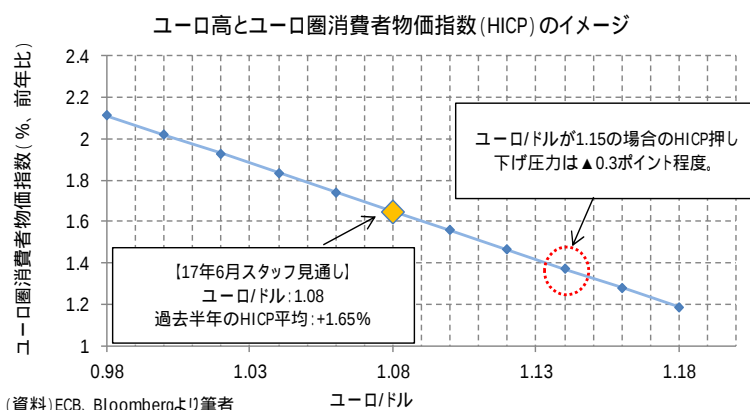
(資料) ECB、為替レート (ユーロ/ドル) の前提は 2017 年が 1.08、2018 ~ 19 年が 1.09。

目標達成が難しいという状況下、さらにユーロ高による下押し圧力が加わることを ECB は容認するのだろうか。ドル相場下落が続くことを前提に本欄では 1.18 程度までの上昇は想定するものの、今後は「ユーロ高を抑制したい」という ECB の本音が見え隠れしてくる可能性がある。

2014 年以降の FRB に関しても指摘されたことだが、正常化プロセスではそのコミュニケーション自体が通貨高を通じ金融引き締め効果を持つ。さらにユーロ圏では通貨高やその原因となった金利上昇に苦情を抱えやすい加盟国が存在するため、尚のこと、正常化のハードルは高くなるだろう。

~ APP の処遇はどうなるのか ~

こうした騒動の最中、目先の政策運営では何が起きるだろう。まずは 7 月 20 日開催の政策理事会に注目が集まるが、拡大資産購入プログラム (APP) のスケジュールに関する文言がどのように修正されるかが焦点にならざるを得ない。現状の声明文では APP に関し「run until the end of December 2017, or beyond, if necessary, and in any case until the Governing Council sees a sustained adjustment in the path of inflation consistent with its inflation aim」とされており、インフレ率の趨勢次第では 2017 年 12 月以降も継続される旨が示唆されている。先週から続く金利上昇の



1: 為替については17年6月スタッフ見通しの想定レート、ユーロ/ドル「1.08」、HICPに関しては17年1~6月平均の前年同月比+1.65%、を試算の起点としている。
2: 過去のECB論文やドラギ総裁発言を踏まえ、「1%のユーロ高は▲0.05ポイントのデフレ圧力」と仮定している。

² Elke Hahn "The Impact of Exchange Rate Shocks on Sectoral Activity and Prices in the Euro Area" ECB, Aug 2007

勢いを見る限り、タカ派な見方としては上記声明文の下線部を削除する展開まで見込んでいるように見受けられる。しかし、それは APP の年内廃止を宣言することにも等しく、考え得る最も強気な修正となる。上述したような HICP の低迷とユーロ相場の上昇の関係を踏まえれば、一足飛びにそこまでの決定は難しいように思われ、7 月政策理事会の声明文は現状維持とした上で、9 月に 2018 年 1 月以降のテーパリング方針を表明するというのが最も無難な決定になるのではないかと。7 月 3 日のロイターも APP に関する以上のような文言修正について、ECB 関係筋の「われわれは慎重過ぎるくらい慎重になるべきだ」といったコメントを伝えており、7 月に大きな動きはなさそうに思われる。

なお、具体的なテーパリング方針については、現状の月間 600 億ユーロに対し、1 月から月 100 億ユーロずつ縮小させれば 6 月にはゼロに、月 50 億ユーロずつならば 12 月にはゼロになる。この辺りの縮小ペースに関する規模感 9 月のムードを踏まえて調整することになるだろう。

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。

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7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
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～
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ンプトレード～
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」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/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	イレレン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?～