

みずほマーケット・トピック (2017 年 7 月 19 日)

ECB 政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～

明晩の ECB 政策理事会は現状維持が既定路線となるものの、会見を通じて 9 月以降の政策運営にどのような示唆が与えられるかが注目。年内に期限を迎える拡大資産購入プログラム (APP) の処遇に関し、「2018 年 1 月からの量的緩和縮小 (テーパリング)」は done-deal としても、その意思決定ないし規模・ペースについては意見が分かれているというのが現状。思いのほかドラギスピーチの余韻が残っていることから、火に油を注ぐような情報発信は避けると考えられ、正式なテーパリング決定は 9 月とした上で、7 月は「9 月の決定に向けて内部の専門委員会に検討を指示した」といったニュアンスの情報発信にとどめる展開を予想。毎月いくらずつ縮小するか、結果としてゼロに着地させるのはいつ頃になりそうかといった詳細は 10 月か 12 月まで先送りへ。今後、ECB はユーロ高と物価の関係を如何に巧く処理していくかに悩むだろう。

～ユーロ圏に劣後する米国のイメージ～

昨日の為替市場ではユーロが騰勢を強めており、対ドルでは実に約 1 年 2 か月ぶりに 1.15 台に乗せている。オバマケア代替法案の 2 度目の挫折が材料視される中、大型減税を含む一連の拡張財政も実現が危ういと思感が強まっており、ドルを手放す動きが強まっている。その中でも特にユーロが買われているのは、正常化ビギナーとして勢いを持つ ECB と正常化疲れが不安視される FRB との力関係を踏まえた結果であろう。その上、スキャンダルで自滅するトランプ米大統領の米国とダブル M (メルケル・マクロン) を主軸とするユーロ圏という政治的安定性を巡る差異も意識されていそうである。もちろん、所詮は自力が違う独仏の蜜月がどこまで続くのかは怪しいものだが、確かに政治・経済的に米国よりもユーロ圏に良いイメージを抱く投資家が多いのは自然な状況である。

～ECB 政策理事会プレビュー: 9 月決定に向けた地ならし～

こうした状況下、明晩の ECB 政策理事会の立ち回りが注目されるため、簡単にプレビューをおきたい。政策運営自体は現状維持が既定路線だろう。しかし、記者会見を通じて 9 月以降の政策運営にどのような示唆が与えられるかが注目される。世界の金利市場の風景を一変させる契機となった 6 月 27 日のドラギ ECB 総裁によるスピーチ以降、ECB の政策正常化への期待が高まっており、まずは年内に期限を迎える拡大資産購入プログラム (APP) の処遇に注目が集まっている。「2018 年 1 月からの量的緩和縮小 (テーパリング)」は done-deal としても、その意思決定ないし規模・ペースについては意見が分かれているというのが現状だろう。要するに、APP の撤収自体は「決まったこと」としてあとはそれを「いつ決めるか」を注目する段階である。ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の仕上がりが芳しくないことを思えば本来撤収は難しいはずだが、特定国の国債購入に頼らざるを得ないという技術的な問題もあり、何らかの縮小的修正は不可避の情勢と考えられる。

とはいえ、思いのほかドラギスピーチの余韻が残っていることから、火に油を注ぐような情報発信

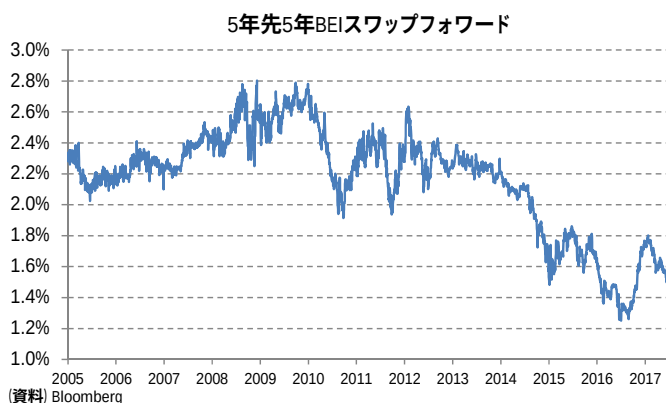
は避けると考えられる。かかる状況下、正式なテーパリング決定は 9 月とした上で、7 月は「9 月の決定に向けて内部の専門委員会に検討を指示した」といったニュアンスの情報発信にとどめられる展開を予想する。なお、具体的に毎月いくらずつ縮小するか、結果としてゼロに着地させるのはいつ頃になりそうかといった詳細については 10 月か 12 月の政策理事会まで先送りではないか。

ちなみに、メインシナリオではないが、8 月 24～26 日に開催されるジャクソンホール経済シンポジウムにドラギ総裁が出席することが報じられており、この場を借りて 9 月への地ならしを図る可能性もある。だが、シンポジウムは金融政策の変更を発表する場ではなく、それをあてにした政策運営が予定されるとは思えない。シンポジウムはあくまで明晩の情報発信を追認する位置付けにとどまるのではないかと。いずれにせよ、地ならしであっても会合後のユーロは堅調推移となろう。

～APP に係るフォワードガイダンスも据え置き～

本当の注目は記者会見だとしても、声明文段階で量的緩和に関するフォワードガイダンス(FG)文言について修正が行われるのかという点も注目である。今月 6 日に公表された政策理事会の議事要旨(6 月 7～8 日開催分)では当該会合で決定された金利に関する FG 文言の削除に加え、APP に係る FG 文言を削除することも議論された跡が窺えた。具体的には「If the outlook becomes less favourable, or if financial conditions become inconsistent with further progress towards a sustained adjustment in the path of inflation, we stand ready to increase our asset purchase programme in terms of size and/or duration」との文言について、「再検討(revisit)」することが検討されたものの、最終的には残すとの判断に至っている。今回あり得るとすれば下線部を削ることで今後の拡張可能性を否定するという展開か、もしくは「規模(size)」の部分だけを削って月間増額の可能性だけを否定するという展開である。その程度であれば「火に油を注ぐ」ほどの話にはならないだろう。しかし、裏を返せば、その程度の話とはいえ金利が上振れる可能性がある修正を今回決断する必要は無い。9 月のテーパリング決定時に一緒に削除すれば良いと判断するのではないかと。

そもそも 9 月 7 日の政策理事会までに何か外的なショックが訪れた場合はテーパリングの話自体が見送られる可能性があるわけで、その場合は APP に係る FG 文言を早々に削除したことがアダになるかもしれない。「今やる必要が無いことは今やらない」という慎重なスタンスで ECB は臨むと考える。ドラギ総裁は 6 月政策理事会後の会見で上述の FG を持ち出し、「ECB は基本的に長期間、市場に居残る」という点を強調しているだけに、当面はこの文言をアンカーとして引き締め観測をけん制する意図があるのではないだろうか。根本的な問題として HICP だけではなくインフレ期待が高まっているわけでもないため(図)、そのような政策運営は適当と言える。

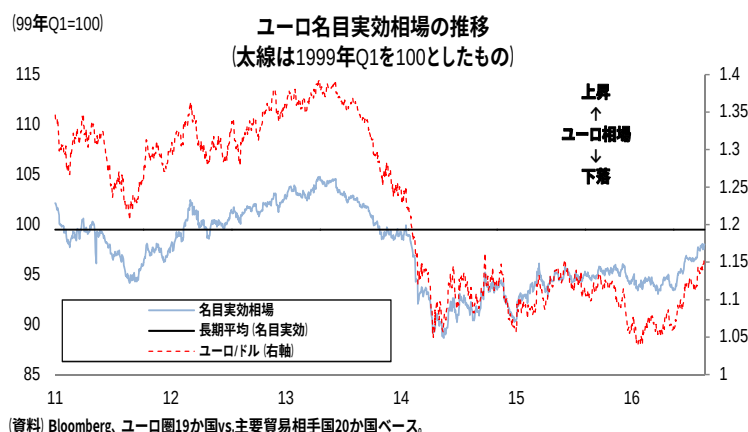


～正常化を阻むユーロ高～

過去の本欄¹でも議論したように、今後 ECB はユーロ高に頭を悩ませることになるだろう。既にそうなっているように、実際に正常化しなくても、それを示唆するだけで金利もユーロも上がる。ドイツにとっては企図した展開だが、イタリアからすれば性急と感じる部分も今後出てくるだろう。また、リベラルな主張が旗印になっているマクロン仏大統領とて国内世論がドイツ追随の財政・金融政策路線をどこまで支持するかは定かではない。首脳同士が接近したからといって互いの経済の地力まで接近するわけではなく、過去の仏政府高官の言動を踏まえればユーロ高を許容するにも限度はありそうだ。節目と目された 1.15 を突破し、ここからは単一通貨としての難しさが意識されよう。

また、ユーロ高経由の物価下押しはやはり正常化のハードルとなる。6 月スタッフ見通しの想定レートは「1.08」であり、足許の 1.15 はそこから約+6.5%の上昇である。ECB が過去に示した試算などを元にすれば、「1%のユーロ高で HICP を 0.05%ポイント下押し(4 四半期後を想定)」といったイメージである。現状のユーロ相場がそのまま横ばいと仮定した場合、9 月スタッフ見通しの 2018 年 HICP 見通しはユーロ高効果だけで▲0.3%ポイントほどの下押しが見込まれる(具体的には、他の条件を一定とすれば+1.7%から+1.4%まで下方修正される)。現状、ユーロの名目実効相場(NEER)の長期平均からの乖離率は昨日時点で▲1.5%程度まで縮小しており、2014 年以降続いてきた下方乖離が解消されようとしている(図)。

1.15 からの+1.5%の上昇は「1.17～1.18」程度であり、これが『中期為替相場見通し』で想定している上限である。しかし、その際は 6 月スタッフ見通しから+10%以上の上振れとなり、HICP にとっては▲0.5%ポイント下押しする話になる。その時点の原油価格の動き次第では+1.0%をはっきりと割り込むことも視野に入ってくるだろう。そうなれば正常化どころではない。正常化プロセスを阻む要因としてはイタリア総選挙やブレグジット交渉、トランプ政権の通商政策、中国を筆頭とする新興国の現状・展望などが挙げられるが、現実的に最も障害となりそうなのは自身で作り出したユーロ高とこれを受けた物価抑制ではないか。



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。

¹ 本欄 2017 年 7 月 5 日号『ECB 版テーパー・タントラムの現状と展望』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7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーパー・タントラムの現状と展望
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	ブラット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～株値は耐えられるのか？～
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～窮屈になる追加緩和の環境～
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～