

みずほマーケット・トピック (2017 年 7 月 26 日)

ECB 政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～

遅ればせながら 7 月 20 日の ECB 政策理事会について筆者の所感を整理しておきたい。ドラギ ECB 総裁のシントラ発言がもたらした金利およびユーロの上昇は政策理事会にとって想定外に大きなものであったと見受けられ、ゆえにテーパリングに係る議論はまだ抑制されている。だが、ドラギ総裁が示唆したように、結局は今秋にも検討されるという事実が明らかになっている以上、市場参加者のメインシナリオは変わりようがない。18 年 1 月以降、拡大資産購入プログラム (APP) は縮小し、ユーロ圏金利には上昇圧力がかかりやすくなる。だからユーロも買われる。ごく自然な動きである。今回分かったことは、もはや ECB の口先だけで軌道修正を図ることが困難になってきているという事実。大上段に振りかぶったスピーチが不可逆的なタカ派期待に火をつけてしまった感があり、ECB はシントラ後遺症に悩みながらの運営を強いられよう。今後、重要な論点は意図せず引き締まる市場環境に周縁国がどこまで耐えられるかという点に尽きる。

～シントラ発言の火は消せず～

筆者出張ゆえレビューが遅れてしまったが、7 月 20 日に実施された ECB 政策理事会について筆者の所感を整理しておきたい。周知の通り、今回の会合では拡大資産購入プログラム (APP) の段階的な縮小 (テーパリング) について議論された跡は窺えず、APP の拡張可能性を示唆する声明文の表現も据え置かれた。後者は本欄の予想通りだが、前者には意外感があった。それだけに 6 月 27 日のドラギ ECB 総裁による「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった (Deflationary forces have been replaced by reflationary ones)」との発言 (開催地シントラに因んでシントラ発言と形容する向きが多い) がもたらした金利およびユーロの上昇が政策理事会メンバーにとって想定外に大きなものであったということなのだろう。声明文は全会一致で合意した模様であり、バイトマン独連銀総裁も含め、とりあえずはブレーキをかけることが ECB として得策との判断に至ったと見受けられる。

だが、そうした ECB の思惑とは裏腹に会合後、ユーロ圏金利もユーロも上昇している。記者会見でドラギ総裁が述べているように、結局、テーパリングは今秋にも検討されるのだから市場参加者のメインシナリオは変わりようがない。シントラ発言により火がついてしまった正常化期待は経済・金融情勢が目に見えて悪化してこない限りはそう簡単に消えないだろう。2018 年 1 月以降、APP は縮小し、ユーロ圏金利には上昇圧力がかかりやすくなる。だからユーロも買われる。ごく自然な動きである。しかし、本欄では繰り返し議論しているように、元々低いユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の見通しがユーロ高によりさらに押し下げられる公算が大きくなっている中¹、正常化のアナウンスをだらだらと続けることにはリスクも伴う。FRB は半ば力業でドル高を乗り切った印象だが、域内に弱者を抱える ECB が同じ運営で乗り切るのは難しいだろう。筆者はテーパリングの決定・着手はできて、実際に利上げまでたどり着くのは非常に難しいと予想している。

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。

～「秋」とはいつで、何が話し合われるのか～

ドラギ総裁はテーパリングに関する議論の詳細を問うた最初の質問者への回答として「フォワードガイダンスに修正を加えないこと、修正に関する正確な日付を設定しないことに関し、全会一致で合意した」と回答している。しかし、この直後に「秋には議論が行われるという話になった」と述べており、結局これがタカ派ムードの継続に繋がった格好である。また、「あくまで技術的なレベルの話として、12月以降の技術的な選択肢について調査を進めるようにECBスタッフに指示を出したか」との質問に対しても、そのような指示はまだ出していないと述べている。つまり、現時点では内部の専門委員会に対し何の指示も出されておらず、政策理事会としても議論が交わされていないという状況にある。しかし、繰り返しになるが、市場にとっては「秋に話し合うことを決めた」という事実が重要であり、これが素直にユーロ圏金利とユーロの上昇を促しているのが現状である。

「秋」とは具体的にいつを指すのか。この点は会見終盤で「秋とは9月7日の政策理事会と見做して良いか」との質問が出ており、ドラギ総裁もこれを認めている。同じ質問者は「今と秋の間でどういった種類の新しい情報が必要になるのか」とも尋ねており、ドラギ総裁は最新のスタッフ見通しが利用可能になるメリットに言及している。ゆえに、9月会合では少なくとも専門委員会への指示までは想定しても良いだろう。9月は政策理事会が7日、FOMCが20日、ドイツ連邦議会選挙は24日に開催される。FOMCはバランスシートの縮小を決定すると思われることから、その直前での大きな決断は回避する公算が大きいだろう。となると、まずは9月の政策理事会で10月26日の政策理事会でのテーパリング決定を視野に専門委員会に指示を下したといった建付けにもっていく展開が無難ではないか。この点、記者会見では、まだ専門委員会に指示を出していない事実に関及があった上で「9月会合で具体的な選択肢を持ち決定に至ることがあるのか。それとも9月会合での最初の（出口に関する）議論の後に専門委員会に選択肢を用意するように指示するのか」といった議論の時間的順序を問う記者も現れている。現実問題として9月会合で一足飛びに何らかの決定に至る可能性は高くないだろう。要するに、7月の政策理事会に関する市場予想がそのまま1回分、後ろ倒しになるだけであり、正常化を前提とするユーロ買いを進める向きにとっては大した話ではない。8月24～26日のジャクソンホール・スピーチも用意されており、7月を静観で乗り切っても10月決定に向けて地均しの機会は十分にあるとの判断があったのだろう。

なお、「秋に議論される内容」に関しては、ある記者から「市場ではテーパリングや金融政策全般の変更に関する一種のロードマップやタイムテーブルを提示した方が良いのではないかと」の要求があります。これについて何か意見はありますか」との問いかけが見られている。これに対し、ドラギ総裁は「それこそが正に秋に議論しようとしていることです」と述べている。9月にどれほど議論が煮詰まるのかは定かではないが、今後のAPPの処遇にまつわるスケジュール感が9～10月のうちに明らかにされることは間違いなさそうである。

～拡張可能性は今後も温存される可能性～

今後のECBの正常化プロセスを考える上では、シントラ発言を受けたユーロ圏金利やユーロの上昇がどの程度の悪影響を及ぼすかが気になるところだが、この点、ドラギ総裁は「インフレ目標への持続的な収斂を確保するにあたって金融環境は概ね緩和的なままである」と述べており、大勢に

影響が無いとの認識を示している。具体例としては社債スプレッドのタイト化が進んでいること、GDP 加重平均で見たユーロ圏 10 年金利は年初と同水準であること、銀行貸出金利は非常に緩和的な水準が保たれていること、銀行貸出態度調査では貸出基準の緩和がさらに進んでいることなどが挙げられている。とはいえ、シントラ発言から 1 か月しか経過していないのだから、その悪影響が視認されていないのも当然であろう。やはり 1～2 四半期程度のラグを伴って決して盤石ではない周縁国にどのような影響が現れてくるのかを注視したい。

また、実際にテーパリングのコミュニケーションを始めた場合、2013 年の FRB が経験したような市場のかんしゃく (the tantrum) は心配していないのかといった質問も見られた。ドラギ総裁は市場の反応にコメントするつもりはないと断った上で、交わされた議論において重要なこと (the bottom line) はインフレ率が自分達の望む場所、あるべき場所にいないことだと述べている。だからこそ APP の拡張可能性を示唆する文言を残したのだと強調されており、この部分だけ見ていると本当にテーパリングが行われるのかという思いにも駆られる。だが、テーパリングを行いつつ有事の際における拡張可能性を示唆すること自体は特におかしなことではなく、今後も“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.”との文言は温存される可能性はあろう。意図しない金融環境の引き締めを恐れている以上、拡張可能性をちらつかせつつ、APP の撤収を慎重に進める方針だろう。

～シントラ後遺症～

ECB はシントラ発言の影響を見てややステップバックした印象を受ける。しかし、今会合後の値動きを見ても分かるように、もはや口先だけで何らかの軌道修正を図ることは困難になってきている。記者会見でも「シントラではリフレ圧力の再浮上に言及し強い自信があったように見えたが、今回はヘッドラインのインフレ率が浮上してくる兆候はないと述べている」とシントラ発言後の変節に疑問を投げかける記者が現れている。結局、あの太上段に振りかぶったスピーチが不可逆的なタカ派期待に火をつけてしまった感があり、今後の ECB はシントラ後遺症に悩みながらの政策運営を強いられるだろう。ドラギ総裁は否定するものの、タントラムへの不安はやはり市場では根強い。実際、上記の変節に疑問を投げかけた記者はタントラムが起きた場合は「日銀のように慎重かつ直接的にイールドカーブを管理しようとするのか」との質問も行っている。

こうした問いに対しドラギ総裁は政策理事会の思考回路 (経済を評価する時の思考の順序) を詳しく説明した上で、シントラ発言からの変化を否定している。ドラギ総裁はシントラにおいて「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」と述べたものの、reflation の定義はあくまで「物価水準がトレンドラインを下回っている状況から上向く状況に関し、技術的な定義としてリフレーションと呼ぶ」といった趣旨の説明をしている。つまり、そのような語句の定義に基づけば「デフレリスクは消え去った」というシントラ発言の認識と「インフレ率は依然目標から遠い」とする現状の政策理事会の基本認識には大差無いと言え、確かに過去 1 か月で変節したとは言えないだろう。

こうした説明自体、筋が通っている。だが、市場参加者が正確な語句の定義までを捉えて動くことは稀である。ドラギ総裁の発言をラフに換言すれば「ユーロ圏の物価は底打ちした」程度が本音と見受けられるが、そうであればそのように述べておくべきだった。ある記者からは「経済金融におけ

る一部の世界においてシントラ発言にまつわる一種の誤解があるとお考えでしょうか」との質問が出ているように、シントラ発言自体が本来の意図とは違った色を帯びて走り始めてしまっている感は否めない(この質問については「市場の反応には一切コメントしない」と述べて蹴している)。

7月の政策理事会が肩透かしに終わったにも拘らず金利やユーロが急騰したことを踏まえると、9月会合の市場反応は相当大きなものになりそうだが、本当に重要な論点は意図せず引き締まる市場環境を前に周縁国がどこまで耐えられるかである。市場はその辺りの問題点を依然軽視し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。

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25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
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・・・～
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	イェ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版テーバー・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～
2017年6月26日	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23日	プラトECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月22日	週末版
2017年6月21日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトラントレード～
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～
2017年5月23日	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22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」かい～
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～
2017年4月25日	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24日	メインシナリオのリスク点検～燦る「第二次ブラザ合意」疑惑～
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	真っ当な米利上げ反対論～ブレイン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	イェレン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～