

みずほマーケット・トピック(2017年8月8日)

技術的難しさが極まる ECB の量的緩和の現状

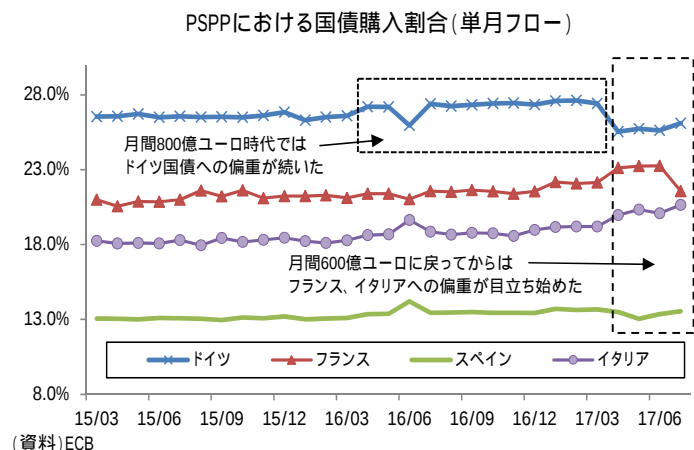
欧米共に「中銀の都合」が優先されながら正常化プロセスが進められている風潮に危うさを覚える。主要国の中央銀行の中でも特に物価への拘りが強い ECB が、冴えないユーロ圏消費者物価指数(HICP)を度外視してまでテーパリングを検討するのは、月間購入ペースに係る技術的な難しさをクリアするためにはそれしか方法が無いからである。確かに、単一通貨を司る国際機関としてイタリアやフランスといった国々の国債へ傾斜する現状は適切ではなく、出資比率(キャピタルキー)を修正できないならばテーパリングしか現状打開する方法は無い。また、ドイツからすれば「正直者が馬鹿を見る」という現行枠組みを修正したいと思うのは自然である。同時に、そのような政策変更は実体経済の地力とは何ら関係がなく、文字通り「中銀の都合」でもある。そうした正常化プロセスが長続きするとは、筆者にはどうしても思えない。

～「中銀の都合」が優先される危うさ～

昨日の為替市場は引き続き小動き。夏季休暇に入る市場参加者も増える中で動意が失われつつあるが、基本的には先週4日の米7月雇用統計が好感される中でドルが緩やかに買い戻されている模様である。もっとも8月24～26日のジャクソンホール経済シンポジウムまで大きな材料はなく、極めて狭い取引レンジでの推移が続くそうである。なお、昨日はカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁が講演の中で「インフレ率は当局の2%目標に届いておらず、やや低い。実際これは重要な問題だ」と述べているが、こうした政策正常化を考える上でのごく基本的な指摘が最近では軽視されているのではないかと。本来、安定的に2%を超えることを目標としてきた以上、コア個人消費支出(PCE)デフレーターが下振れる現状で引き締めが検討される筋合いにはないはずだが、「中銀の都合」が優先され、正常化プロセスが進捗している状況にはやはり危うさを覚える。

～技術的難しさに直面する ECB～

そうした「中銀の都合」が優先されている好例として現在の ECB も当てはまる。昨日は7月31日時点の公的部門購入プログラム(PSPP)の残高状況が示されている。月600億ユーロと設定されている拡大資産購入プログラム(APP)のうち、PSPPは約9割弱(今年4～7月で平均523億ユーロ)を占めるが、毎月報じられるように、この運営は着実に難しいものになりつつある。なお、巷の議論を見ていると、ストックベースとフローベースの議論が混同されているように



見受けられるので、まずこの点を整理する必要がある。PSPP が稼動した 2015 年 3 月以降、2 年 4 か月分の購入累積であるストックベースで見た場合、各国中銀に割り当てられた購入義務 (ECB への出資比率であるキャピタルキーに応じる) を超えて残高が積み上がっているのは、乖離の大きい順にフランス、イタリア、ドイツ、スペインである。具体的にはキャピタルキー対比でフランスとイタリアが +0.8% ポイント、ドイツが +0.5% ポイント、スペインが +0.4% ポイント上振れている。なお、反対にキャピタルキーから大きく下振れているのがポルトガル (▲0.6% ポイント)、スロバキア (▲0.5% ポイント)、リトアニア (▲0.4% ポイント) である。

しかし、今、問題となっているのは毎月の購入であるフローベースの議論である。前頁図にも示すように、特に月間 800 億ユーロから 600 億ユーロへ切り替えた今年 4 月以降、フランスとイタリアへの傾斜が顕著となっている。具体的には 7 月の実績ベースで見ると、イタリアは +2.6% ポイント、フランスは +0.9% ポイント、スペインは +0.6% ポイント上回っているのに対し、ドイツは ▲0.2% ポイントと下回っている。財政黒字を実現しているドイツ国債は品薄であり、その分、政府債務の大きい南欧への傾斜が強まっているのである (ドイツ国債の購入は月間 800 億ユーロの時代に相当進んでしまった経緯がある)。なかでもイタリアの +2.6% ポイントはいくら PSPP がキャピタルキーに対して柔軟な運用を許容するといっても恐らく大き過ぎる逸脱だろう。ちなみに 7 月は落ち着いたものの、フランスも 4～6 月の 3 か月間は同様に +2% ポイント以上の上振れとなっていた。

～実体経済の地力とは何ら関係が無い政策変更～

このままいけば PSPP はフランスとイタリアの国債購入を主軸とするプログラムに成り下がることは明白だが、これは均衡財政を実現するドイツからすると愉快ではない。というのも、キャピタルキーはそのまま ECB における利益・損失の配分を決定するため、将来的にフランスやイタリアといった南欧国債からの損失が拡大した場合、これを最も被るのはドイツという話になる。だが、既に見てきたように、ドイツは地力で均衡財政を実現しているがゆえに PSPP による国債購入の恩恵が受けられないという皮肉な状況にある。こうした「正直者が馬鹿を見る」を地で行く現状の修正をドイツが求めるのは当然だろう。むしろ、「キャピタルキーの修正」という ECB における構造改革が進めばクリアされる問題ではあるが、これは禁忌とされている雰囲気強く、近い将来に実現することはないだろう。とすれば、ECB がやるべきことは 1 つであり、PSPP の縮小、要するにテーパリングである。

結局、主要国の中央銀行の中でも特に物価への拘りが強い ECB が、冴えないユーロ圏消費者物価指数 (HICP) を度外視してまでテーパリングを検討するのは、以上のような技術的な難しさをクリアするためにはそれしか方法が無いからにほかならない。確かに、単一通貨を司る国際機関としては現状が放置できないことは理解できる。だが同時に、そのような政策変更は実体経済の地力とは何ら関係がないという点も無視できず、文字通り「中銀の都合」である。そうした正常化プロセスが長続きするとは、筆者にはどうしても思えない。

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8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「賃」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想②～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
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～
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～
	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～進む地獄、戻る地獄～