

みずほマーケット・トピック(2017年9月5日)

ECB 政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか?～

今週 7 日の ECB 政策理事会についてプレビューを行っておきたい。今回の政策理事会のポイントは 2 つ。1 つは拡大資産購入プログラム(APP)の縮小についてどの程度踏み込んだ情報発信が行われるか。もう 1 つはユーロ高に対するけん制が行われるか。前者に関し、APP の縮小に関する情報発信はもはや程度問題であり、何らかのアクションが必ずある。しかし、それが APP 廃止までも視野に入れたテーパリングなのか、それともワンショットの減額(とそれに伴う期間延長)なのかで市場反応は大きく異なる。最近のドラギ総裁の言動や将来的な物価動向などを踏まえれば、筆者はワンショット減額と期間延長の可能性は十分あると想定。一方、ドラギ総裁がユーロ高に対し懸念を口にする可能性はある。だが、「正常化を進めるが通貨高にはなりたくない」というのは矛盾した願いであり、本質的には正常化の度を落とすよりほかあるまい。

～ ECB 政策理事会プレビュー:ポイントは 2 つ～

本欄では断続的に所感を表明しているが、改めて今週 7 日の ECB 政策理事会についてプレビューを行っておきたい。今回の政策理事会のポイントは 2 つであり、1 つは拡大資産購入プログラム(APP)の縮小についてどの程度踏み込んだ情報発信が行われるのか。もう 1 つはユーロ高に対するけん制が行われるかどうかである。以下、この 2 点に絞って議論を進めたい。

まず、前者に関しては、APP の縮小に関する情報発信はもはや程度問題であり、何らかのアクションが必ずある。ドラギ ECB 総裁の口から「秋(9 月 7 日と認めている)に議論する」と述べた経緯がある以上、何らかの議論は交わされ、これに対する記者質問は不可避となる。縮小のペースや手法、結果として固まるプログラムの継続期間について具体的な数字が提示されるのかが 1 つの見どころだが、7 月時点で議論すらしていなかった論点に関し、今回細部まで決定されるとの想定は性急だろう。最もあり得る展開として「10 月 26 日の政策理事会における決定に向けて、詳細を詰めるように内部の専門委員会に指示した」といった類の動きを想定したいところである。同時にこうした見方は市場のコンセンサスでもある。縮小ペース次第ではあるものの、基本的にはテーパリングへの着実な一歩が示されれば市場はこれをタカ派的に評価し、ユーロ買いで反応することになるだろう。問題は今回議論される「APP の縮小」がテーパリングに相当するものかどうかという点である。この点については、やや波乱含みという可能性もある。以下、テーパリングの行方を考えてみたい。

～テーパリングかどうか問題～

昨年 12 月 8 日の政策理事会で APP における月間購入額の縮小を決めた際、ドラギ総裁は「その言葉(テーパリング)を中立的な目を見た場合、購入額が徐々にゼロに向かっていくということを意味します。そうしたことは議論しておりませんし、実際のところ、これまで議論の俎上に上ったこともありません」と会見で述べた経緯がある。つまり、ドラギ総裁の理解に基づけば、テーパリングは将

来的な APP 廃止を見越した漸次的な減額であり、単なるワンショットの減額とは明確に異なる。現状、市場のコンセンサスは明らかに APP 廃止まで視野に入れたテーパリングに置かれている。

それだけに、仮に今回の会合で「APP の早期廃止までは見込んでいない」とのメッセージの下、ワンショットの減額(とそれに伴う期間延長)が決定された場合、それはかなりハト派な動きとして受け止められるだろう。だが、その可能性は高いというのが筆者の基本認識である。6 月 27 日のシントラ講演から 1 か月後(7 月 20 日)に開催された政策理事会におけるドラギ総裁会見から得られた印象は「火消しに必死」といったイメージであった。そもそも APP 縮小の真の理由は購入対象資産の枯渇とそれがもたらす歪んだ購入実績¹であり、枠組みが延命できるならば、必ずしもそれが廃止を目的としたテーパリングである必要は無い。

後述するユーロ高の影響を背景にユーロ圏消費者物価指数(HICP)が恐らく伸びないであろう実情を踏まえれば、筆者は 2018 年 1 月からの月間購入額が減額された上で期間延長などの選択肢は十分あり得ると考えている。例えば月間購入額を「600 億ユーロから 300 億ユーロ程度に半減させた上で半年延長」などの手法は今の ECB にとって程よい引き締めになるように思われる。そもそも懸案のイタリア総選挙の時期やその結果が見通せていないにもかかわらず、APP の廃止を今から宣言することはリスクがあるように思われる。

～「気にしていなくはない」程度の配慮はあるか～

もう 1 つの注目点はドラギ総裁がユーロ高に対する懸念を口にするかどうかである。これは十分考えられる。ジャクソンホール経済シンポジウムの講演で言及が無かったことをそのままユーロ高容認と解釈されたことはドラギ総裁にとって災難としか言いようがない事態であったが、それだけに同論点に対する市場の感度が高まっていることを思い知ったはずである。今回はスタッフ見通しの改定も予定され、「1.08」と設定されていた想定為替レートも相応に切り上げられることになる。これに依じて HICP のスタッフ見通しも下方修正の圧力が働くことになるだろう(過去の本欄でも述べたように、1%のユーロ高は▲0.05%ポイント程度の下押しという試算がある)。この点、「為替レートは目標ではないが物価や成長に影響を与えるので注視している」といったロジックの下で、「気にしていなくはない」程度の配慮は見せるだろう。9 月 1 日にはノボトニー・オーストリア中銀総裁からユーロ高に過剰反応すべきではないとの言動が見られたが、現実問題としてそれが物価の下押しに効いてくるとすれば、無視できるものではなくなるだろう。だが、「正常化を進めるが通貨高にはなりたくない」というのは矛盾した願いであり、本質的には正常化の程度を落とすよりほかあるまい。だからこそ APP 廃止を狙ったテーパリングではなくワンショットの減額(とそれに伴う延長)という展開によって当座を凌ぐという発想があり得るように思える。正常化を背景とするユーロ買いを一方向的に進めてきた投資家が多そうであることを踏まえれば、その反転は要警戒したいところである。

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。

¹ 詳しくは本欄 2017 年 8 月 8 日号『技術的難しさが極まる ECB の量的緩和の現状』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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのまどろこ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリー取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
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
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	プラト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と与信環境について
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(GPI)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～爆る「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～ベアリ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～