

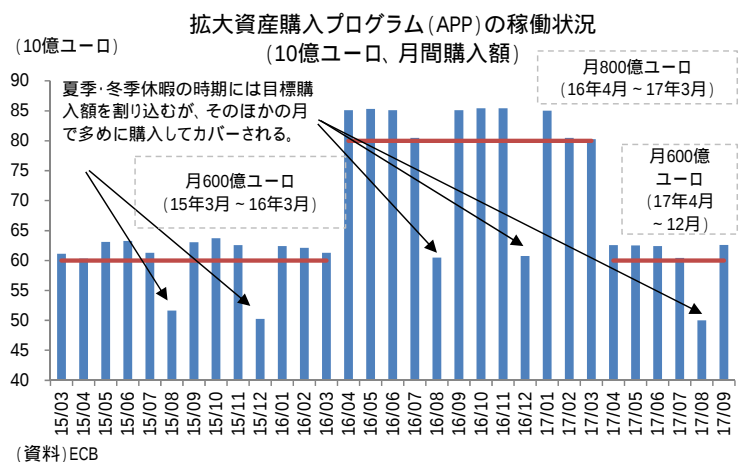
みずほマーケット・トピック(2017年10月18日)

ECB 政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～

来週 26 日の ECB 政策理事会では拡大資産購入プログラム (APP) に関し、2018 年 1 月以降の処遇が決定されることになる。事前報道を総合すれば「月 250 億ユーロに減額した上で、2018 年 9 月末まで延長」というのが 1 つの落としどころになってきそう。しかし、本欄では繰り返し論じているように、正常化を模索しつつもユーロ高にはなりたくないというのが ECB の本音である。この点、「APP を縮小するとは言ったが、追加緩和をしないとは言っていない」というニュアンスは極力残してくると思われ、APP 拡大の可能性を示唆した付帯条項に係る一文はそのまま据え置かれると予想したい。新たな資産構成では社債やカバードボンドといった民間部門の資産がシェアを高めそうだが、結果としては見込まれる金利やユーロの上昇にユーロ圏が耐えられるかは不透明。「腫れ物」を触るかのような正常化プロセスに持続性を見出すのは難しく、恐らく今回の縮小決定が今後 1～2 年を見通して、最初で最後の正常化になる可能性もある。

～「月 250 億ユーロで 2018 年 9 月末まで延長」か？～

来週 26 日の ECB 政策理事会のプレビューを行っておきたい。9 月 7 日会合で示唆された通り、拡大資産購入プログラム (APP) に関し、2018 年 1 月以降の処遇が決定されることになる。今年 12 月末までは月 600 億ユーロで運営される購入額を如何にして縮小させるかがポイントとなるが、事前報道が錯綜し読みづらくなっている。今週 16 日のブルームバーグ報道によれば、APP による購入残高は「最大 2.5 兆ユーロ強」という具体的



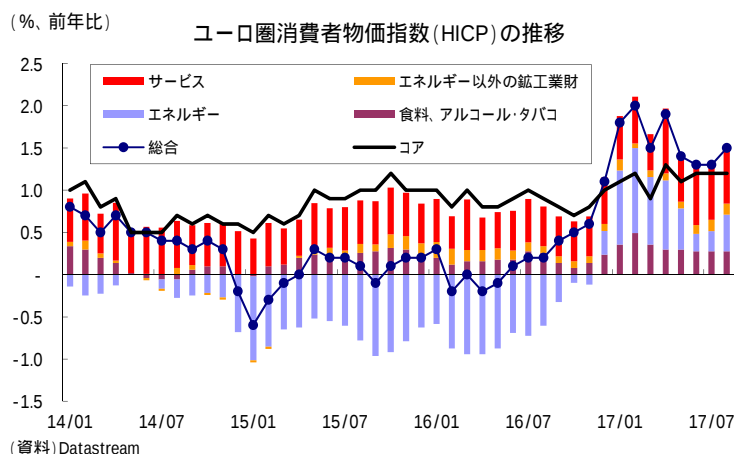
な数字が事情に詳しい中銀当局者のコメントとして報じられている。このまま APP が予定通り 12 月末まで稼働した場合、その残高は 2.28 兆ユーロに到達するため、報道が事実であれば、差額の約 2200 億ユーロが 2018 年以降に与えられた購入枠というイメージになる。ここから推測される選択肢は「半年延長ならば月 360 億ユーロ程度 (366 億ユーロ × 6 か月 2200 億ユーロ)」、「9 か月延長ならば月 240 億ユーロ (244 億ユーロ × 9 か月 2200 億ユーロ)」といった二択である。

ヘッドラインでは「月 250 億ユーロに減額」と報じられており、これは後者の選択肢に近いが、筆者もその予想に近い。極力、制度廃止までのリードタイムは取りたいというのが当局者の心情と思われ、「月 250 億ユーロに減額した上で、2018 年 9 月末まで延長」というのが 1 つの落としどころではないか。また、昨日の本欄でも議論したように、ドイツやオーストリアといったユーロ圏の健全国にお

いて相次いで極右政党が勢いづく中、懸案のイタリア総選挙の日程はまだ定まっていない。仮に、期限とされる来年5月ぎりぎりまで実施されないと仮定した場合、やはり2018年6月末までの半年延長では心許ないだろう。仮に半年延長とした場合、2018年4月26日の政策理事会で再び延長可否を判断するタイミングやってくる。政治情勢が混沌としていた場合、厄介な判断となりかねない。

～APPの付帯条件について～

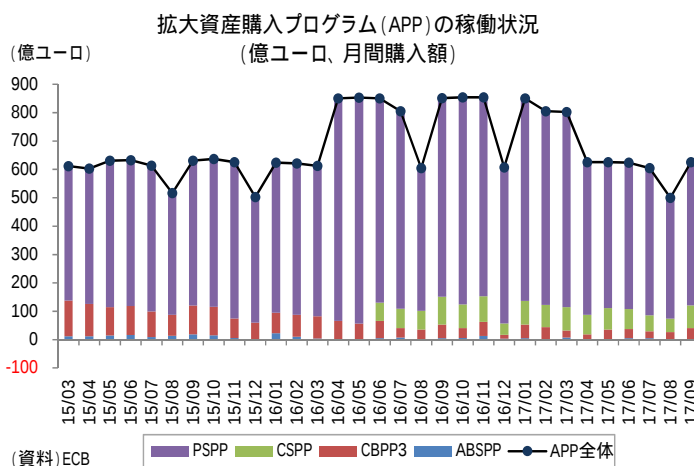
しかし、本欄では繰り返し論じているように、正常化を模索しつつもユーロ高にはなりたくないというのがECBの本音である。この点、「APPを縮小するとは言ったが、追加緩和をしないとは言っていない」というニュアンスは極力残してくるだろう。具体的にはAPP拡大の可能性を示唆した付帯条項に係る一文「金融状況が一段の進展と整合しない動向となれば、資産購入プログラムの規模拡大や期間の長期化に踏み切る用意は整っている



(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)」については、そのまま据え置かれると予想したい。この一文を残すことのコストがさほど大きいとは思われないが、削るとなれば、政策の機動性は奪われ、相応のショックを生むかもしれない。そもそもユーロ圏消費者物価指数(HICP)が目標である「+2%」から乖離する状況が続いており、しかも寄与度の大部分がエネルギーなのだから、現段階で追加緩和の可能性まで排除する必要はあるまい(図)。現時点で付帯条件の削除という勝負まで踏み込む必要は感じられない。

～APPの構成は如何に変わるか～

APP月間購入額の総枠が250億ユーロに縮小されるとして、その内訳はどうなるのか。月間購入額が600億ユーロとなった今年4月から9月に関して月間購入額の平均を見た場合、社債購入を担う企業部門購入プログラム(CSPP)は約66.2億ユーロ、カバードボンド購入を担うカバードボンド購入プログラム第三弾(CBPP3)は約30.0億ユーロ、国債購入を担う公的部門購入プログラム(PSPP)は約504.9億ユーロであった。なお、資産担保証券



(ABS)購入を担う資産担保証券購入プログラム(ABSPP)は償還超で約▲0.1 億ユーロであり、実態としては殆ど稼働していなかったことから、恐らく今回の見直しで役割を終えるのではないかとと思われる(つまり廃止)。このような経緯を踏まえると、仮に APP 全体で 250 億ユーロを確保するとした場合、CSPP と CBPP3 を従前通り稼働させれば約 100 億ユーロの購入は稼ぐことが可能になり、国債購入は約 150 億ユーロ程度(つまり現状の 3 分の 1 以下)まで減少することになる。これならば出資比率から大きく乖離してまで、無理な購入を迫られることはないだろう。その結果、縮小後の APP の構成は国債・政府機関債が 6 割(従来は 8 割強)、社債とカバードボンドで 4 割(従来は 2 割弱)といった建付けとなり、より民間部門の資産に軸足が置かれた構図になる可能性がある。

いずれにせよ、結果としては見込まれる値動きはユーロ圏国債の利回り上昇であり、域内の資本調達コストが引き上がる話になる。これ自体がユーロ高要因となるほか、消費・投資活動に悪影響を及ぼす可能性もあり、そうであればこそ、やはり上述した付帯条件の削除には及び腰にならざるを得ないと考えたい。そうした「腫れ物」を触るかのような正常化プロセスに持続性を見出すのは難しく、恐らく今回の縮小決定が今後 1～2 年を見通して、最初で最後の正常化になるのではないか。

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。

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10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クーレ理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
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?～
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～下半期に向けてのみどころ～
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「質」～
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～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～花道的正常化は続く模様～
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～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FVG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円割れて思うこと～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	相次いで弱気化する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～