

みずほマーケット・トピック (2017 年 10 月 30 日)

ECB 政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～

先週 26 日に開催された ECB 政策理事会の主な決定事項は①拡大資産購入プログラム (APP) に関し、2018 年 1 月から 9 月までの 9 か月間は現行の 600 億ユーロから 300 億ユーロに縮小すること、②たとえ APP が終了しても、必要性がある限り (as long as necessary) 再投資を継続すること、③主要リファイナンスオペ (MRO) および 3 か月物長期流動性供給 (LTRO) に関し、固定金利・無制限方式を必要性がある限り (as long as necessary)、少なくとも 2019 年最後の積み期間までは継続することの 3 つ。総じて「弱気な強気」が目立った印象。為替相場の観点からは、金融政策の正常化スタートに伴い、ユーロ/ドルのレンジが「1.15～1.20」へシフトアップしたこと自体は認められるものの、続伸には利上げひいてはマイナス金利解除の可能性まで視野に入れる必要がある。ユーロ/ドルは再び方向感の定まらない局面へ入ったと考えたい。

～「弱気な強気」を見せた ECB～

本日の本欄では先週 26 日に開催された ECB 政策理事会のレビューを行っておきたい。主な決定事項は①拡大資産購入プログラム (APP) に関し、2018 年 1 月から 9 月までの 9 か月間は現行の 600 億ユーロから 300 億ユーロに縮小すること、②たとえ APP が終了しても、必要性がある限り (as long as necessary) 再投資を継続すること (つまり残高は保つこと)、③主要リファイナンスオペ (MRO) および 3 か月物長期流動性供給 (LTRO) に関し、固定金利・無制限方式を必要性がある限り (as long as necessary)、少なくとも 2019 年最後の積み期間までは継続することの 3 つである。これらを軸に決定や会見の見所を整理してみたい。総じて「弱気な強気」が目立った印象であり、少なくとも年央のシントラ講演で誇示された威勢は大分失せたと言える。

まず、注目された①に関し、筆者の予想は「月 250 億ユーロに減額した上で、2018 年 9 月末まで延長」であったゆえ、縮小幅はやや大きかったものの、ほぼ予想通りの決定であった。各国で極右が再び勢いを得つつある現状を考慮すれば、延長期間が 6 か月ではなく 9 か月であることは見えていた話であった。現状の域内政治ムードが続けば、同年 5 月までに実施されるイタリア総選挙はやはり脅威であり、この帰趨を見定めてからでなければ踏み込んだ正常化に踏み切ることはできない。仮に、6 か月延長 (同年 6 月末まで) としてしまえば、今から半年後の 3 月の政策理事会で再び今回同様の議論をしなければいけなくなる。その時、イタリアの政情がどうなっているのかは現状では分かりようがない。とすれば、9 か月延長した上で、確実にイタリア総選挙が終わっている 6 月に政治的ノイズなく議論を進める方が望ましいに決まっている。金額を半額 (300 億ユーロ) とした理由は判然としませんが、将来、同じような決定を再びすることを視野に入れるのであれば、次の減少額 (300 億ユーロから 150 億ユーロ) が予想しやすくなるという思いはあるのかもしれない。

～テーパリング (tapering) ではなく単なる小規模化 (downsize) ～

今回は量的緩和を巡る標準的な語義、具体的にはテーパリングというフレーズについて、やや ECB の本意が浸透していない部分が未だあったように感じられた。本欄では何度か紹介しているが、改めて確認しておく、ドラギ ECB 総裁は昨年 12 月の政策理事会で月間 800 億ユーロを 600 億ユーロへ縮小した際、記者から「本日の決定とテーパリングの違いをはっきりと説明して下さい」と問われ、「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」と回答した経緯がある。ECB にとってテーパリングとはあくまで購入額ゼロ、つまり政策枠組みの廃止までを視野に入れた修正を指すものである。

今回の ECB の正常化を巡る騒動は今年 6 月 27 日のシントラ講演から火が付いたが、あの直後、市場はそうした真の意味でのテーパリングを期待していた。だが、その後のドラギ総裁を筆頭とする高官のトークダウンによって市場予想は昨年 12 月と同じ「縮小して延長」というコンセンサスに集約していった。これをテーパリングと呼ばないことは過去の経緯から明らかだが、今回のユーロ相場の反応に表れるように、市場は「結局、その程度の正常化しかできないのか」という解釈の下、売りが強まった。真の意味でのテーパリングに期待が強まっていたからこそその反応だろう。ドラギ総裁も「これは段階的縮小 (tapering) ではない。単なる小規模化 (just a downsize) だ」と述べている。

～オープンエンドかクローズドエンドか～

つまり、テーパリングかどうかは「政策枠組みの終了を見せるか否か」に依存している。その意味では、今回の記者会見で多用されたフレーズを借用するならば、「オープンエンドかクローズドエンドか」という争点で市場予想が形成されるべきだった。今回の記者会見でそれなりに注目を浴びた論点ゆえ、2018 年 6 月はここが注目される公算が大きい。その割には、これまで ECB が争点として「オープンエンドかクローズドエンドか」というフレーズ自体をあまり見せてこなかったように思う。

ドラギ総裁は会見の問答において「オープンエンドかクローズドエンドか。どちらが適切か」ということは議論した」と述べ、「2～3 名のメンバー (a few members)」が終了日を示すもしくは終了に向かうにあたっての何らかの声明やサインを示すべきだと主張したことを明らかにしている。ゆえに、今回の決定が満場一致だったわけではない。この点、バイトマン独連銀総裁が会合翌日の 27 日にパリのドイツ大使館で講演し、「私の見解としては、明確な購入終了期日を設定することが適切だった」と述べているので、2～3 名のうち 1 名は同氏である。これにクノット・オランダ中銀総裁やハンソン・エストニア中銀総裁などが加わったのだろう。

～「縮小して延長」のアプローチは今後もあるのか？～

また、今回のような「縮小して延長」というアプローチを重ねることで確かに軟着陸は可能になるが、そうはいつてもいつかは「今回で終わり」と宣言しなければならない瞬間はやってくる。今回は 600 億ユーロから 300 億ユーロへの縮小だったわけだが、次のステップとして 300 億ユーロから 150 億ユーロという縮小を当然視すべきなのかどうかは分からない。ECB は意図的に「突然の終了 (abrupt end to the purchases)」を回避してきた経緯があるが、どのタイミングで ECB が延長を宣言しないという選択肢を取るのかは市場参加者として興味深いところである。この点、記者会見では「この (月間購入額の 300 億ユーロという) 水準からであれば、直ぐに打ち切ることは可能なのか」と

いう質問が出ている。要するに「もう縮小して延長する可能性は無いのか」という質問だが、これに対しドラギ総裁は「突然終わることは確実に無い。突然終わるということが我々のスタンスだったことは一度もない」と言質を与えていないが、オープンエンド型の枠組みである以上、可能性だけを言えば拡大もあるわけで何も答えようがないというのが実情だろう。予想されたことだが、一時は修正が議論された「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 the APP in terms of size and/or duration」の一文についてはそのまま据え置かれている。理屈上、また 600 億ユーロに戻ることもあり得る建付けになっている。

また、気の早い話だが、APP 終了後の利上げ見通しに関し、時間軸を尋ねる記者も現れた。同記者は FRB が量的緩和 (QE) 終了から 15 か月かけて利上げに至ったことと比較し、それよりも長いのか・短いのかを尋ねている。当然、ドラギ総裁は現段階では「決まった時間軸 (a fixed time frame)」はないと回答をせざるを得ない質問だが、QE 後の利上げに関心が及んでいるという事実は ECB が遅々たる歩みながらも、正常化に着手したという事実を改めて感じさせる場面であった。

～再投資によるストック効果を強調～

次に、市場ではさほど関心を集めていないように思われるが、②の決定も重要である。今回から声明文に「the Eurosystem will reinvest the principal payments from maturing securities purchased under the APP for an extended period of time after the end of its net asset purchases, and in any case for as long as necessary」との一文が挿入された。APP がオープンエンドと言いつつ、一応の期限を区切っているのに対し、この再投資方針はあくまで「必要性がある限り (as long as necessary)」続けられることになる。会見の中でもドラギ総裁は「我々は資産市場について議論しているのだから、ストックそれ自体がもちろん効果を生む」、「(今後再投資は) ますます重要になる」などの発言をしている。発言の背景にはフローの積み上げから撤退する一方で、ストックの蓄積を強調するという戦略があるのだろう。ドラギ総裁は頑なに否定するが、国債の購入可能性を巡る問題意識 (いわゆる scarcity 問題) も厳然とある中、望む・望まないにかかわらず、ECB は再投資方針の効用を強弁していくことを志向しやすいはずである。しかし、FRB を例に取れば、QE 廃止から利上げまで 15 か月、利上げからバランスシート縮小 (再投資停止) まで 21 か月かかっている。ECB が QE 廃止と再投資停止を決断する展開は、今の市場参加者にとってそれほど現実的な話ではなく、それゆえに重要性を主張されてもあまり響いていないというのが実情ではないだろうか。

～固定金利・無制限方式延長の意味するもの～

最後に、③の MRO および 3 か月物 LTRO に関し、固定金利・無制限方式を 2019 年最後の積み期間まで延長するとしたことの意味も考えておきたい。2008 年 10 月以来、10 年弱継続されている措置であり、延長が当然視されている風潮があるが、まがりなりにも正常化プロセスを推進しようという状況下で非標準的な政策措置の延長を (少なくとも) 2019 年末まで宣言したことは踏み込んだ決断にも思える。この点、記者からも「この決定の重要性は何なのか。利上げと関連して読むべきなのか」という質問が出ている。要するに「2019 年末まで利上げはないのか」という質問である。もちろん、ドラギ総裁はそのような意図は一切無く、十分な流動性を確保させるための決定だと述べるに

止まっているが、現実問題として、今回の腰が引けた APP 縮小により「利上げは 2019 年まで無理」との見通しがほぼ既定路線となった。意図的に関連付けたものでなくとも、「2019 年まではまだ広い意味で危機対応モード」という市場の思惑を補強する決定になった面はあるだろう。また、カタルーニャ問題を持ち出すまでも無く、域内政情できな臭い動きが再び目立ち始めている中、拙速にセーフティネットを切るわけにはいかないという思いもあるのだろう。

～為替はやはり 1.20 でピークアウト～

以上のような政策理事会の決定を振り返ると、600 億ユーロから 300 億ユーロへ縮小したという事実を除けば、基本的にはハト派色の強い決定だったように感じられる。本欄では繰り返し論じているように、為替相場の観点からは、金融政策の正常化に踏み出したこと自体は事実であるためユーロ/ドルのレンジが今年 4 月まで約 2 年間続いた「1.05～1.15」から「1.15～1.20」へシフトアップしたこと自体は予想して然るべきものである。だが、繰り返し論じているように、「1.20～1.30」の段階に移るためには、やはり利上げひいてはマイナス金利解除の可能性まで視野に入れる必要がある¹。上述したように、利上げ自体が 2019 年まで危ぶまれる中、マイナス金利が完全に政策金利から撤廃されるのは 2020 年以降の話となるだろう。ユーロ/ドルは再び方向感のはっきりしない局面へ入ったと筆者は考えている。

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 直近では 2017 年 10 月 27 日配信、ロイター外国為替フォーラム『ユーロ本格反転への遠い道のり』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10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
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～
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) ～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の資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・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～「不要なキャンブル」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～)