

みずほマーケット・トピック (2018 年 1 月 18 日)

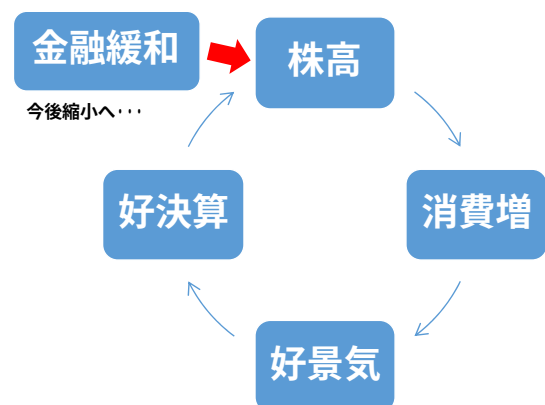
ECB 政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～

来週 25 日の ECB 政策理事会に関し、声明文中のフォワード・ガイダンスがタカ派方向に修正されると思惑が漂っているが、結論から言えばそうした修正は 3 月となる公算が大きく、今回は現状維持を予想。むしろ、昨年 9 月同様、ECB は自身の情報発信が招いたユーロ相場の急騰に腰が引けており、ユーロ高をけん制する意味合いでハト派を演じる可能性がある。今後の ECB を見るべき上でのポイントは①APP 終了→利上げという順序は不変であること、②但し、APP 終了と利上げの間のリードタイムは従前よりも短く設定される可能性があること、③物価動向が冴えなくても APP を止める可能性があることの 3 つに集約される。②と③を合わせた結果が現在一部で囁かれている 2018 年内の利上げという超タカ派シナリオであり、年初来のユーロ高は恐らくこの可能性を意識している。しかし、ECB 高官の相次ぐユーロ高けん制を踏まえれば、今回は為替に配慮し、穏当なトーンを貫くだろう。むしろ、過去最高に積み上がった投機筋のユーロ買い持ちが、露骨なけん制に堪えられるか注目したい。

～危うい好循環～

昨日の金融市場では、米税制改革への期待が高まる中、政府機関閉鎖への懸念も後退したことで NY ダウ平均株価を筆頭とする米国の主要株価指数が軒並み最高値を更新している。こうした状況下、米金利は 2.60% 付近まで上昇し、ドル/円相場も昨日の安値である 110.20 円付近から 111.30 円台まで上昇している。これほどの株価上昇を抱えたまま、これから到来する米企業決算を無事に乗り切れるのかは 1 つの注目点だろう。過去の本欄¹でも議論した通り、米個人消費の堅調さそれ自体が株高に依存していることを考えると、「①株高→②消費増→③好景気→④好決算→⑤株高」という循環が生じているように思うが、①をもたらししているのが未曾有の金融緩和だとすると、それを撒収しようとしている今、やはり危うさは覚えざるを得ない。

米経済・金融環境の現状イメージ



～フォワード・ガイダンスの修正はあるのか？～

ところで 1 週間後の 25 日には ECB 政策理事会があるので簡単にプレビューしておきたい。一部では声明文中のフォワード・ガイダンスがタカ派方向に修正されてくるのではないかとと思惑も燃っており、ユーロ相場が騰勢を強めている。結論から言えば、そうした修正は 3 月となる公算が大き

¹ 本欄 2017 年 1 月 16 日号『低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?』をご参照下さい。

く、今回は現状維持と予想する。むしろ、昨年 9 月同様、ECB は自身の情報発信が招いたユーロ相場の急騰に腰が引けており、ユーロ高をけん制する意味合いでハト派を演じるのではないか。巷で囁かれている、ECB のタカ派傾斜は今回に限っては心配無用だと考えておきたい。

ここまでユーロ相場が急騰した経緯を振り返っておく。今月 11 日に公表された 12 月 14 日開催分の政策理事会議事要旨には「政策理事会のコミュニケーションは、優先順位(sequencing)を変えることなく、徐々に発展する必要がある」と記述され、具体的には「金融政策のスタンスやフォワード・ガイダンスに関するあらゆる次元に係る文言(various dimensions of the monetary policy stance and forward guidance)を 2018 年の初めに再検討する可能性がある」といった議論の跡が示された。意図しない金融引き締め効果を避けるため、このような調整に ECB は慎重であったはずだが、「今後の突然ないし無秩序の修正を回避するために、経済データの進展と共にフォワード・ガイダンスを更新することが重要」との方向で意見集約が進んでいる模様である。

10 月の段階では時期尚早とされていたものが 12 月に正当化されるようになった理由は定かではないが、敢えて言えば、経済・物価情勢への自信が深まったということだろうか。議事要旨には「コミュニケーションの変化は一般的に現時点では時期尚早と見なされており、慎重さが必要である。金融状況の正当化されない引き締まりを招くシグナルを出すことは避ける必要がある(Changes in communication were generally seen to be premature at this juncture, with caution still warranted. Signals that could trigger an unwarranted tightening of financial conditions needed to be avoided)」と書かれているくらいなので、まだ気迷いもありそうだが、再検討を謳った以上は来週ではなくともフォワード・ガイダンスをタカ派方向に修正してくること自体は既定路線と考えるべきなのだろう。

～早いうちに利上げまで辿り着きたい意向～

なお、フォワード・ガイダンス文言の修正に関しては、「現在の拡大資産購入プログラム(APP)とリンクさせた条件(the present conditionality focused on APP net purchases)」から「金融政策スタンスのあらゆる次元から構成される一段と幅広いコンセプト(a broader concept of forward guidance comprising various dimensions of the monetary policy stance)」への移行が指向されているようである。究極的には、早期利上げへの道筋を意識したものではないかと推測する。

整理すると、「APP とリンクさせた条件」というのは、現行の「理事会は主要金利が、長期間ならびに我々の純資産購入を十分に超える期間、現水準で推移すると考えている(We continue to expect them to remain at present levels for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchases)」という文言が念頭にあるのだろう。上述したように、「金融政策の優先順位」は変えるつもりがないと繰り返し強調されているので、「APP 終了→利上げ」という順序が破られることは今後も無い。だが、「我々の純資産購入を十分に超える期間(well past the horizon of our net asset purchases)」に関しては修正される余地がある。例えば、「well past」の存在が疎ましくなっている可能性などはある。この文言があるせいで APP を早期終了に追い込んでも、しばらくは金利にタッチすることができないため、まずはこの制約を緩和しようとしているのではないか。「APP 終了と必ずしもリンクしない格好で利上げへの道筋を示す」という意思があると推測する。

～APPも早く止めたい～

いずれにしても、「金融政策の優先順位」を守る限り、APP を廃止に追い込まなければ利上げに辿り着かない。ゆえに、まずは APP に係るフォワード・ガイダンスを修正するのが先決となる。そのフォワード・ガイダンスとは現在、「it intends to continue to make net asset purchases under the asset purchase programme (APP), at a monthly pace of €30 billion, until the end of September 2018, or beyond, if necessary, and in any case until the Governing Council sees a sustained adjustment in the path of inflation consistent with its inflation aim」といったものだが、要するに、物価動向が目標に向けて堅調な軌道に復帰してこない限り、APP は続けるというコミットメントである。

率直に言って、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の現状と展望を踏まえる限り、APP を廃止できるような環境ではないが、これを「廃止しやすい」表現に持っていくというのが ECB の抱える当面の課題なのだろう。議事要旨には「いずれにせよ、たとえ新規の購入が停止したとしても、購入済み資産の残高や将来的な再投資そして金利に係るフォワード・ガイダンスなどを通じ、金融政策スタンスは極めて緩和的なままである(In any event, it was recalled that even when the net purchases ceased, the monetary policy stance would remain highly accommodative via the accumulated stock of acquired assets, future reinvestments and the forward guidance on policy rates)」とある。これは「APP 終了後も再投資を続けるから緩和効果は継続するので心配するな」というヘッジクローズだろう。これまで筆者は今年 9 月末での APP 終了には懐疑的ではあったが、予想に反して終了に追い込まれる可能性が高まっていると言える。しかし、APP を終了させたい一心から、HICP の安定を脇に追いやってまでフォワード・ガイダンスを修正するのはフェアではなく、今後のコミュニケーションに禍根を残す措置に思われる。

ちなみに、今後状況が悪化した場合に備えて付されている APP の拡張可能性を示唆する文言「the Governing Council stands ready to increase the APP in terms of size and/or duration」に関し、規模(size)に関してはカットしてくる可能性はあるが、それも今回ではないように思える。

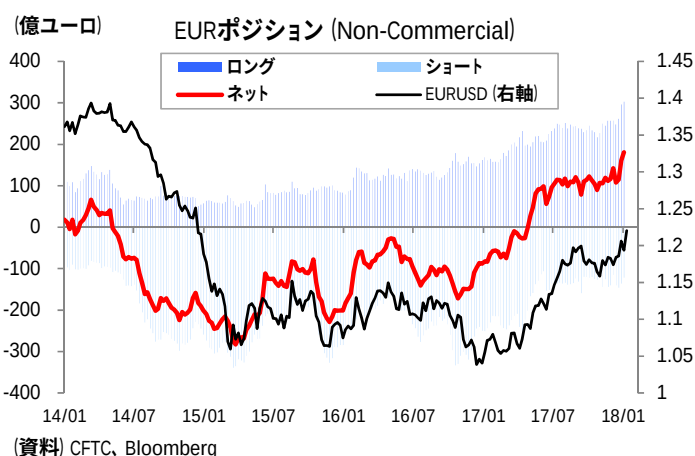
～今後の注目点とユーロ高けん制～

以上をまとめると、今後の ECB を見るべき上でのポイントは以下の 3 つに集約されることになる。それは①APP 終了→利上げという順序は不変(いきなり利上げが来ることはない)であること、②但し、APP 終了と利上げの間のリードタイムは従前よりも短く設定される(well past ではなくなる)可能性があること、③物価動向が冴えなくても APP を止める可能性があること、である。②と③を合わせた結果、出てくる思惑が現在一部で囁かれている 2018 年内の利上げという超タカ派シナリオであり、年初来のユーロ高は恐らくこの可能性を意識している。

しかし、繰り返しになるが、来週の政策理事会ではせいぜいフォワード・ガイダンス修正の予告程度にとどめるだろう。足許では、予想通り、ユーロ高を受けて ECB 高官が次々と火消しに走っている。昨年 9 月の政策理事会後の声明文ではユーロ高が不透明感の源になっているとまで記載されたが、一昨日はビルロワドガロー仏中銀総裁が独紙とのインタビューで「最近の為替レートの変化は不確実性の源であり、輸入価格を下押しする可能性については監視が必要」とまで言い放った。また、昨日はノボトニー・オーストリア中銀総裁もユーロ相場を監視する必要があると述べ、コンスタンシオ ECB 副総裁も「ファンダメンタルズの動向を反映しない急激な動きについては懸念している」

とけん制している。この2日間だけで3名のメンバー(しかも1名は会合アジェンダを作る役員会メンバーでもある副総裁)がユーロ高をけん制している。これらの事実を踏まえれば、声明文の段階ではっきりとユーロ高への懸念を示してくる公算は相応に大きいと筆者は考えている。ちなみに矢継ぎ早にタカ派な見解を示しているバイトマン独連銀総裁も、今月13日、「ユーロ圏の金利に関しては、差し迫った変更のリスクは現時点で低い。結局のところ、政策理事会は金利が

長期にわたり、かつ資産購入終了後も相当期間、現行水準にとどまることを明確にしている」と述べており、早期利上げまでは否定している。以上を踏まえれば、どう考えても2018年中の利上げ観測は行き過ぎであり、早晩、期待は是正されユーロ相場は一旦下落に向かうと考えたい。IMM通貨先物取引に見られる投機筋のユーロ買い持ちは過去最高まで積み上がっていることから(図)、これが当局の露骨なけん制に堪えられるかどうかなどを注目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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版 (ダウサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて……)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版 (外貨準備構成通貨の現状 (2017年9月末時点) ～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いにとならず～
2017年12月15日	週末版 (ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版 (円相場の基礎的需給環境～「ねじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版 (「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版 (欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一定早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版 (円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版 (FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
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～
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	カタール・ニヤ混乱と反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