

みずほマーケット・トピック(2018 年 1 月 29 日)

ECB 政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～

先週 25 日の ECB 政策理事会は現状維持を決定しつつも、やはり露骨な通貨高けん制が目立った。ムニューシン発言がなかったとしても、ECB はユーロ高をけん制する意思があったと思われるが、結果的に同発言が ECB にとって「渡りに船」となった印象。なお、米国の通貨政策の在り方に関し、ECB がここまで直接的に対立姿勢を剥き出しにした例は過去には思い当たらず、非常に高い警戒度合いをもって今回の事案が受け止められているように思われる。しかし、そのような記者会見にもかかわらず、ユーロ相場は急伸した。こうした動きには色々な考え方があり得るが、筆者は例えば以下の 4 点などが理由ではないかと考えている。それは ムニューシン発言への猜疑心が解けていないこと(二の矢、三の矢があることを警戒していること)、フォワードガイダンス修正を始め、ECB が正常化に向かっていることは何ら変わりが無いこと、実効ベースで見れば大したユーロ高にはなっていないこと、ユーロ高だが原油高でもあるため HICP の堅調さは今後も変わらないであろうこと、である。

～「渡りに船」だったムニューシン発言～

先週 25 日に開催された ECB 政策理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ(MRO)金利を 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を ▲ 0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持とした。12 月 14 日分の政策理事会議事要旨(1 月 18 日公表)で示唆されたフォワードガイダンス文言の修正は見送られ、議論すらされなかったことが会見でも明らかになっている。一方、予想通り、ユーロ高けん制は目立った。会合前日の 24 日、ムニューシン米財務長官の「貿易やさまざまな機会について言えば、ドルが弱くなるのは明らかに米国のためになる」との発言がドル全面安を招いていたこともあり、その語気はいつになく強いものだったように感じられた。だが、ムニューシン発言がなかったとしても、ユーロ高をけん制する意思はあったであろうし、実際に各国中銀総裁(例えばフランス)の苦情めいた言動が散発しているところであった。ECB の通貨高けん制は市場の日常茶飯事として定着している感があるものの、今や世界最大の経常黒字を擁する中央銀行として本来は筋論としてそのような主張を展開できる立場ではない。しかし、ムニューシン発言は国際合意を反故にしていると思われかねない、それ以上の「失言」であり、ECB が通貨高けん制をするにあたって「渡りに船」になったのが実情だろう。

～剥き出しの対立姿勢～

今回最も注目されたのはやはり為替に対する問答である。ドラギ ECB 総裁は基本的には前回の会合から大きく状況は変わっていないとしつつも、12 月以降、短期金利(政策金利)見通しは上振れ、為替レート(ユーロ)のボラティリティは(上方向に)増大していると述べ、その理由としては 3 点

を挙げている。その3つとは 議論の余地の無い経済の改善、 ECB のコミュニケーションに対し市場の感応度が高まっていること、 国際合意(2017年10月14日のIMFC)に反し行われた為替動向に関する言動(誰とは言っていない)の存在が挙げられている。会見を見る限り、 とは疑いようのない自然なことだと整理しているようだが、 は明らかに米国に対する当てこすりである。3点を挙げた時点では名指しこそしていないが、その後の質問でやはりこれを問う記者が現れている。

具体的には、ムニューシン発言に絡めて、「我々は通貨戦争に向かっているのか」と直接的に問う記者が現れており、これに対するドラギ総裁の対応が今回の会見の最も大きな見どころだったと言えるだろう。ドラギ総裁は最近の為替相場動向について「経済の強さによって正当化される自然な部分(part of nature)」と「国際合意に基づかない言語の使用によってもたらされた部分(the use of language that I said is not part of the terms of reference that been agreed recently)」があるとの認識を示しており、それが域内のインフレ経路に影響するかどうかが問題(と同時に ECB の主たる関心)と論じている。そうしたユーロ高を通じたパススルー効果の評価を行うのは時期尚早としながらも、大きな為替変動がそのような効果を持ち得るのは明白とも述べている。暗にムニューシン発言が物価への影響を通じて自らの政策運営に影響を与え得ることを示唆していると言えよう。

このほかにも、「米国の(為替に関する)コミュニケーションについてどれほど懸念しているか」との質問も出ている。この点、ドラギ総裁ははっきりと「懸念はしている。何名かのメンバーは懸念を表明しており、その懸念は単に為替レートへの影響だけにとどまったものになっていない」と回答しており、その上でユーロ高が望まざる金融引き締めにつながるようであれば、「金融政策戦略の見直しをする必要も出てくる」と述べている。ECB が米国の通貨政策の在り方に関してここまで直接的に対立姿勢を剥き出しにした例は筆者の記憶する限り、過去にはない。非常に高い警戒度合いをもって今回の事案を受け止めていることは明らかである。

ちなみに記者からは「現状の為替水準(ユーロ/ドルで1.25 ちょうど付近)はまだファンダメンタルズと整合的だと思うか。それとも行き過ぎていると思うか」との質問が出ているが、「そうした質問を行う以前に我々は為替変動が何によってもたらされているのかを問うべき」と回答している。これは上述した通り、ユーロ相場の上昇が実体経済の強さから内生的に発生しているのか、物価や賃金の上昇を受けた動きなのか、それとも自身(ECB)の声明文なのか、域外の金融政策なのかといった為替変動の背景にある要因を見極め、それぞれフェアかどうかを検討することが重要であるとの基本認識を示したものである。極めて真っ当であり、分析者としては常に念頭に置きたい姿勢である。

～年内利上げの可能性は「極めて小さい」～

金利についても見るべき言動もあった。昨年末以来、2018 年中の利上げを期待する向きが明らかに勢いついており、これがユーロ相場の騰勢を支えてきた感も強い。しかし、本欄では ECB が提示しているコミットメントやファンダメンタルズを踏まえるとその可能性はゼロに近いと繰り返し述べてきた。例えばユーロ圏消費者物価指数(HICP)は12月の ECB スタッフ見通しですら、2020 年で+1.7%と+2.0%には届いていない。しかも、ここもとのユーロ高を織り込んでいないので下振れる可能性も孕んでいる(が、原油高も織り込んでいないのでイーブンかもしれない。この点、ドラギ総裁は両者が補完し合う可能性を認めつつ、そのタイミングや程度は読めないと回答している)。こうしたファンダメンタルズに加え、「拡大資産購入プログラム(APP)終了後、長期間(well past)は低金

利を据え置く」というフォワードガイダンスを踏まえれば、年内利上げシナリオは殆どあり得ないわけだが、昨年来の市場はかなり偏った期待形成を行っていたという経緯がある。

会見では「投資家の中には年内利上げを織り込む向きもありますが、資産購入終了後、長期間経たなければ利上げしないという ECB の約束と整合的だと思いますか」といった質問が見られたが、ドラギ総裁は「現時点でのデータや予測を踏まえれば、年内利上げが実施される確率は極めて低い (very few chances)」と一蹴している。年内利上げの芽はほぼ消えたと言って良いだろう。

～フォワードガイダンス修正疑惑も誤解？～

事前にユーロ相場が急騰したことでそのけん制の有無や程度に耳目が集まったが、本来はフォワードガイダンス文言の修正こそが本質的な注目点となるはずだった。具体的には、12 月政策理事会の議事要旨では「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」と謳われていたわけだが、この点、「議論はされたのか。もしそうであれば基本的な要点だけでも教えて貰いたい」という質問が出た。この点、ドラギ総裁は「数名のメンバーは議事要旨に対する市場の反応に驚いており、この点を私にはっきりさせて (誤解を解いておいて) 欲しいという声もあった」と述べ、市場の解釈が誤解であることを強調している。その上で、12 月政策理事会では「議論されたのは議論する必要があるということだけ」と述べ、かなりトーンダウンしている様子を見せている。その後にも「政策理事会で実際に議論されたのは今年前半に議論を予定しているということだけ。これがはっきりさせておきたい重要なことです」と述べている。

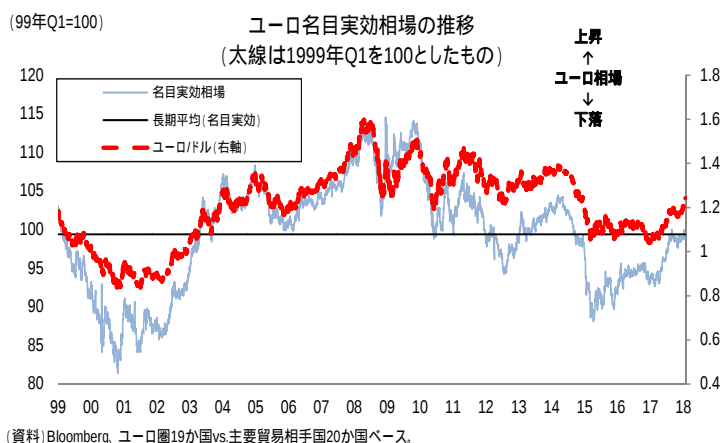
これらの応答を踏まえれば、現状はあくまで「年内の早いうち (上半期?) に APP と物価の関連性に係るフォワードガイダンスを修正することに関し議論を始めたい」という大ざっぱな論点での合意形成であって、いつ、どの程度の修正を試みるかは全くの未定というのが実情になりそうである。ちなみに 26 日のブルームバーグは匿名関係者の話として一部当局者 (政策委員会メンバーなのかどうかは不明) が文言修正を 6 月まで遅らせたい意向を抱いていることを報じている。

原稿を見れば一目瞭然だが、このフォワードガイダンス修正議論の有無についての質問に対するドラギ総裁の回答は非常に長く、総裁自身も長過ぎたことに関して謝罪しているくらいである。それだけ 12 月議事要旨を受けたユーロ相場の急騰にバツの悪さを覚えているのではないかと推察される。

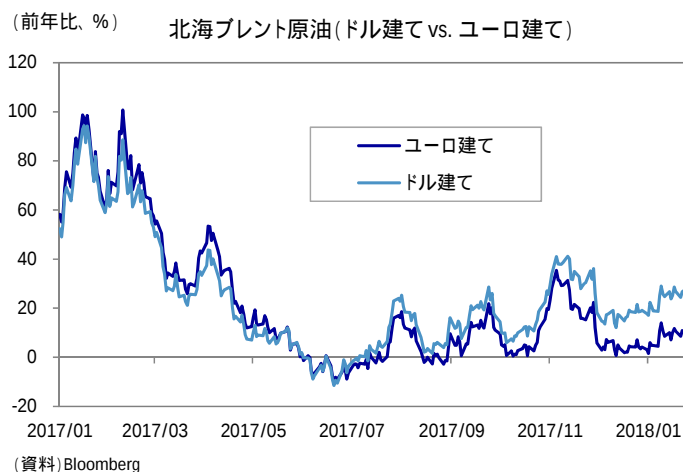
～それでも戻らないユーロ相場～

以上見てきたように、今回の声明文や会見を通じて、ユーロ高が不透明性の源泉であること、尚且つ HICP に代表される域内物価に影響を与えかねない (ひいては金融政策運営に影響を与えかねない) こと、そしてそれらが国際合意と相反する米国の情報発信により発生していることが ECB より強調された格好となった。これらの事実はいずれも大きなユーロ売り材料のはずだが、実際、ユーロは急伸した。こうした動きには色々な考え方があり得るが、筆者は例えば以下の 4 点などが理由ではないかと考えている。それは ムニューシン発言への猜疑心が解けていないこと (二の矢、三の矢があることを警戒していること)、フォワードガイダンス修正を始め、ECB が正常化に向かっていくことは何ら変わりがないこと、実効ベースで見れば大したユーロ高にはなっていないこと、ユーロ高だが原油高でもあるため HICP の堅調さは今後も変わらないであろうこと、である。

まず、洗濯機やソーラーパネルへのセーフガード発動が話題になっているところへムニューシン発言が重なったこともあって、そう簡単にドル安誘導への懸念が消えないという説明は相応の説得力がある。これで終わりではないかもしれないとの懸念はやはりある()。また、フォワードガイダンス修正については「必要があることは議論した」とタカ派色を薄めることにドラギ総裁は努めたが、それでも「今年6月までには遅くとも修正はありそう」というのがコンセンサスであり、そうであれば現時点でユーロ売りを強める理由は無いという考え方もあり得る()。さらに言えば、急騰するユーロ/ドルに比べて実効ベースで見たユーロ相場は落ち着いているという視点もある。図示されるように、ユーロの名目実効為替相場は今年に入り漸く長期平均に到達したばかりであり、昨年来の値動きを見てもユーロ/ドルの急騰に比べれば穏当なものにとどまっている()。



最後に足許の原油高を踏まえれば、ユーロが上昇しても HICP はむしろ加速するかもしれないという見通しもあり得る()。このタイミングに関し、ドラギ総裁は確信を持っていないようだが、そうした要素があること自体は認めている。なお、今年に入ってからの北海ブレント原油価格はドル建てで見れば前年比+30%弱上昇している一方、ユーロ建てで見れば同+10%弱にとどまっている。見方を換えれば、「原油ほどユーロは上がっていない」ということも事実であるため、今後の HICP はやはり原油価格で幾分か上昇する可能性がありそうである。



しかし、それでも域内の各所に脆弱性を抱えるユーロ圏経済の現状を踏まえれば、ECB はいつまでも通貨高を看過するわけにはいくまい。この流れが続けば、今のような「弱気なタカ派」ではなく「はっきりとしたハト派」へとドラスティックなシフトを図ってくるはずだ。筆者は6月までにそのタイミングはやってくると考えているし、10月以降の APP 延長もない話ではないと未だに考えている。

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。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.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
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
2018年1月19日	週末版
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～
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(ダウン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」と円相場との関係について
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	一足早い「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(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