

みずほマーケット・トピック(2018年3月7日)

## ECB 政策理事会プレビュー ~ APP「規模」拡大を排除か? ~

明晩の ECB 政策理事会をプレビューしておきたい。注目は拡大資産購入プログラム(APP)の延長・拡大を示唆するフォワードガイダンス文言および APP と政策金利の関係性(出口のシーケンス)を規定するフォワードガイダンス文言をどのように評価してくるか。APP に関しては、現状、「物価が目標と整合的な動きをしていない状況ならば、APP は 2018 年 9 月を超えて延長されるし、その規模(size)ないし期間(duration)も拡大する用意がある」といった趣旨の文言が設けられているが、1月議事要旨などから判断する限り、今回、「期間」の延長可否にメスを入れてくる可能性は低い。修正をかけてくるとしたら「規模」の部分の削り「期間」を残すという判断か。一方、出口戦略における「量」と「金利」の順序(シーケンス)を規定する文言については今回、現状維持だろう。「APP の規模拡大に係る文言を削除する一方、延長の文言は温存し、シーケンス文言は現状維持」といったところが今回の落とし所か。ユーロ高けん制文言も残るだろう。

### ~ フォワードガイダンス文言の修正可否について ~

明晩のECB政策理事会を簡単にプレビューしておきたい。注目は拡大資産購入プログラム(APP)の延長・拡大を示唆するフォワードガイダンス文言およびAPPと政策金利の関係性(出口の順番(シーケンス))を規定するフォワードガイダンス文言をどのように評価してくるかである。昨年12月政策理事会の議事要旨で「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を 2018 年の初めに再検討する可能性がある」と示唆されて以来、様々な観測を呼んでいるが、仮に2018年の初めを上半期(~6月まで)と仮定すれば、3月に議論を始めて4月ないし6月には声明文の修正に至るのが自然だろう。1月理事会では「議論する必要があるということを議論した」とタカ派色を薄めたが、方向としてフォワードガイダンスの撤回に動いているのは間違いない。

まず、APPの延長・拡大を示唆するフォワードガイダンス文言に関し、現状では以下のような文言が使用されている:

- we confirm that our net asset purchases, at the new monthly pace of €30 billion, are intended to run 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. 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 asset purchase programme (APP) in terms of size and/or duration

要約すれば、「物価が目標と整合的な動きをしていない状況ならば、APPは2018年9月を超えて延長されるし、その規模(size)ないし期間(duration)も拡大する用意がある」という文言である。1月

政策理事会の議事要旨によればプラートECB理事はフォワードガイダンス文言の維持を提案すると共に、インフレ目標を達成するために「忍耐強く継続的な(patience and persistence)」金融緩和が必要であることを強調していることから、今回、「期間」の延長可否にメスを入れてくる可能性は低いと思われる。ここでAPPの延長可能性を排除してしまうのはやや飛躍がある。

仮に、今回何らかの修正をかけてくるとしたら「規模」の部分削り「期間」を残すという判断はあり得る。「規模」を消して拡大可能性を排除すること自体、それほど大きな意味は感じられないかもしれないが、わざわざ「期間」を残すことで今年10月以降のAPP継続に含みを残すことはできる。

### ～シーケンス文言は温存～

一方、「APPと政策金利の関係性を規定するフォワードガイダンス文言」は現状、以下の文言が使用されている。いわゆる出口戦略における「量」と「金利」の順序(シーケンス)を規定する文言だ：

- We continue to expect them to remain at their present levels for an extended period of time, and well past the horizon of our net asset purchases

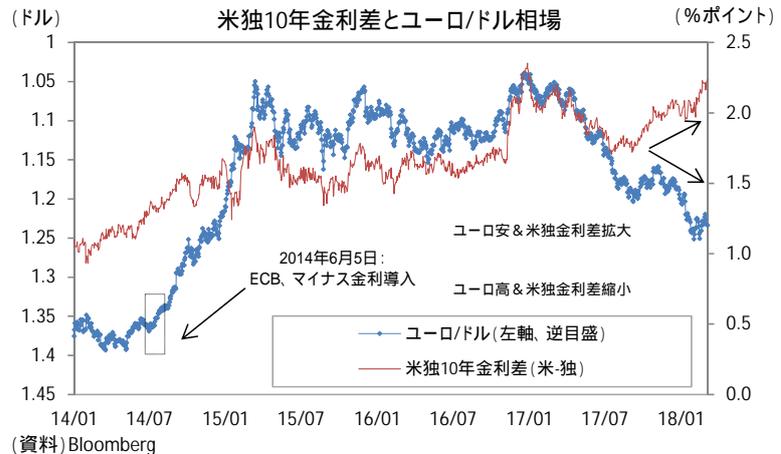
これを要約すれば、「APP終了後も金利水準を現水準に据え置き続ける」という文言であり、要するに出口戦略を実行するにあたってはまずAPPを終了させた後、十分な期間をとってから利上げを行うという意思表示である。なお、このシーケンス自体は修正するつもりがないことは総裁会見でも繰り返し強調されている。とすると、文言中の「well past」が一体どの程度の期間を意味しているのかが重要になるわけだが、スタッフ見通しのインターバルである3か月間ではあまりにも短い印象であるため、やはり6か月以上と見ておくのが自然な解釈ではないか。仮に、APPを延長せずに9月末で終了させた場合、6か月ならば、2019年3月には1回目の利上げが行われるという着想に至る。この「well past」の表現をやや弱いものにする(例えばafterなど)ことで、利上げへのリードタイムを短縮させ、現状の緩和度合いを減じるという判断はあり得るが、上述したAPPにまつわる文言と同時修正することでECBが望む以上にタカ的だと受け止められてしまうリスクがあるため、それは避けるのではないかと、シーケンス文言は今回、現状維持で温存されると予想したい。

### ～ユーロ高に対する評価について～

ちなみに、騰勢が落ち着いたとは言え、引き続きユーロ高に対しどのような評価を示すかも注目ポイントにはなる。1月政策理事会ではかなり踏み込んだユーロ高けん制も見られたが、これらは国際合意を無視したムニューシン米財務長官の発言に対する苦情含みでもあった。より正確には、政策理事会後の記者会見ではユーロ高の背景として 議論の余地の無い経済の改善が進んでいること、 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が見られていることの3つが挙げられており、 は明らかに米国への苦情であった。しかし、域内の景気改善に即したユーロ高という側面( の要因)も認められており、議事要旨などからも判断されるように、そのような通貨高は正当なものであるため、物価見通しへの影響も軽微との見方も相応に抱いている模様である。仮に、この点への評価にウェイトを置くのであれば、今回、スタッフ見通しが上方修正される中でフォワード

ガイダンスがタカ派方向に修正される可能性はあるし、恐らくそれが予想のメインシナリオである。

とはいえ、で示唆されるように、自身の正常化に係るコミュニケーションが余計なユーロ高を招いたという所感も持っていそうである。これはある程度は自身の言動でユーロ相場を抑制できているということでもあるから、やはり過度にタカ派と受け止められかねない情報発信は控えるであろう。以上のような状況を踏まえると、「APPの規模拡大に係る文言



を削除する一方、延長の文言は温存し、シーケンス文言は現状維持」といったところが今回の落とし所ではないか。ユーロ相場に対しては、ECBが重視していると思われる米独金利差との関係に照らせば高止まりの印象が残ることから(図)、引き続き「不透明性の源泉 (source of uncertainty)」であり、監視を要するとの表現を残してくるはずである。

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](mailto: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](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3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
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～
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世界経済見直し修正を受けて～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」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
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ア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～最もビョウな片岡委員～
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～最後のシヨイブレ節～
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	カタラーニヤ混乱と反EU機運の関係性について