

みずほマーケット・トピック(2018年3月20日)

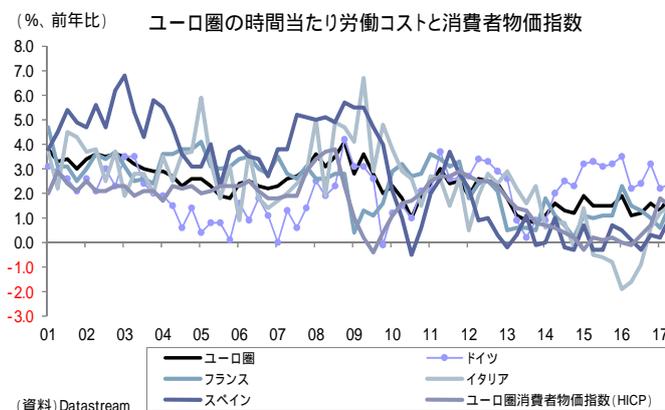
## ECB は来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～

昨日の為替相場ではロイターが報じた関係筋の発言を受けてユーロが上昇。報道によれば、ECB 政策理事会のハト派メンバーも拡大資産購入プログラム(APP)の年内終了に前向きな姿勢を示し始めており、結果として2019年半ばまでの利上げも視野に入り始めているという。報道を見る限り慎重な意見もあるようだが、「市場が当分利上げしないと信じてくれるなら、APP を廃止することも可能」というのが現状の政策理事会の本音に近そう。ユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)先物の動きから察するに、「2019年6～9月にかけて1回利上げ」というのが今の金融市場のイメージに近く、ECB もこれを甘受している模様。一方、ECB にとって最大のリスクは市場期待が「APP 廃止 利上げ ユーロ高」という三段論法に流れることであり、ユーロ高が怖いという心理は不変。今年9月末で終了させるのではなく「3か月延長し年内で終了」という選択肢が合理的か。その際はフォワードガイダンス文言の修正で相殺しようとしてくる可能性も。

### ～APP 撤収の地均し始まる？～

昨日の為替相場ではユーロが上昇している。関係筋5名の話としてロイターが報じたところによると、政策理事会のハト派メンバーも拡大資産購入プログラム(APP)の年内終了に前向きな姿勢を示し始めており、結果として2019年半ばまでの利上げも視野に入り始めているという。そればかりか既に議論は「利上げのペース」に移っているともある。関係筋のひとりにはAPP 延長の唯一の根拠として「利上げ期待の排除とイールドカーブの支援」を挙げているが、これらの効用は「フォワードガイダンスの一段の明確化や長期リファイナンスオペの拡大といった他の政策手段を通じても実現可能」とも語っているという。要するに、「市場が当分利上げしないと信じてくれるなら、APP を廃止することも可能」というのが現状の政策理事会の本音に近そうである。

こうした関係筋の話がどの程度の確度なのか判断はつかない。だが、遅くとも7月の政策理事会までに明確な方針を示さなければならない事情を踏まえ、徐々にAPP 撤収の地均し(リーク)を始めたとも考えられる。率直に言って、物価・賃金の現状を踏まえれば、なにゆえにそこまで強気になれるのかは定かではない。右図は域内企業が従業員を雇用する際の時間当たりコスト(労働コスト)とユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移を見たものである。国によってバラつきはあるが、金融危機を挟んで伸び幅が

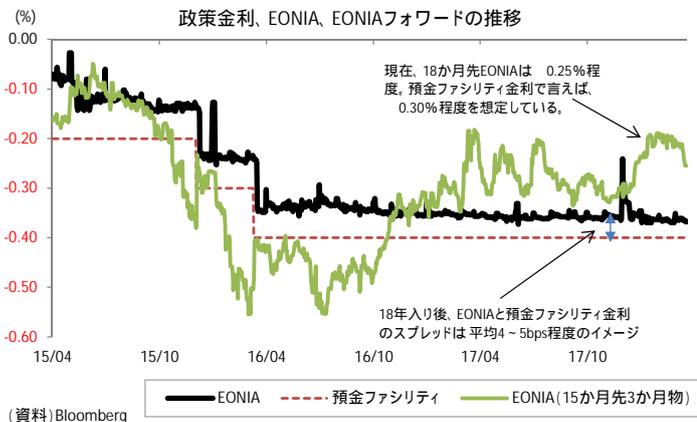


縮小している印象は否めない。近年、ドイツが頭一つ抜け出る状況が見られていたものの、先週 15 日に公表された昨年 10～12 月期分では殆ど域内格差はなくなっている。

～「2019 年 6～9 月にかけて 1 回利上げ」が ECB の本意か～

ユーロ圏無担保翌日物平均金利

(EONIA)の現物、先物および預金ファシリティ金利の現状を踏まえれば、足許から 18 か月先(2019 年 9 月まで)の EONIA は預金ファシリティ金利の 10bps 上昇、つまりちょうど利上げ 1 回分(10bps と仮定)を織り込んでいる(図)。ちなみに 15 か月先(2019 年 6 月まで)の EONIA で見ると、織り込みは一部にとどまっているので、正確には「2019 年



6～9 月にかけて 1 回利上げ」というのが今の金融市場のイメージに近そうである。こうした事実は 2018 年に入ってから続いているものであり、今回このタイミングで一連の発言が報じられたことを踏まえれば、「2019 年 6～9 月にかけて 1 回利上げ」は政策理事会としても本意に近い展開なのかもしれない。なお、ユーロ相場としても「2019 年 6～9 月にかけて 1 回利上げ」を織り込んだ結果が 1.22～1.24 のレンジという考え方も出来る。裏を返せば、こうした状況から一段とタカ派に振れてくるようだと、ECB の正常化に係るコミュニケーションも修正を求められてくるのではないかと。

～今後、何が起こりそうか～

片や、同報道によれば、「貿易や為替を巡るリスクを踏まえ、利上げ期待に慎重に対応する必要がある」と正常化が引き起こすデメリットに配慮を示す関係筋の発言も紹介されている。また、別の関係筋の話としても、急速な利上げ期待を抑制するために「初回の政策決定を行う前にこれらの期待をしっかりと固定させる必要がある」と報じられている。これらの発言から察する限り、今の政策理事会にとって最大のリスクは市場期待が「APP 廃止 利上げ ユーロ高」という三段論法に流れてしまうことであり、ユーロ高が怖いという心理は大きく変わっていないように見受けられる。

こうした ECB の心理を踏まえ今後を展望すると、何が起きそうだろうか。過去の本欄でも繰り返し議論したように、現状のフォワードガイダンス文言を踏まえれば、少なくともその半年前までに APP を撤収している必要がある。

ECBの出口戦略、最速ケース(2018～2020年)

時期	内容	
2017年9月	APPの延長&縮小決定	
2018年1月	APPの縮小スタート(600億 300億)	決定事項
2018年9月	APPの再縮小&延期(300億 150億)	予想
2018年12月	APP廃止?	
2019年6月	預金ファシリティ金利の引き上げ( 0.40% 0.30%)	
2019年9月	預金ファシリティ金利の引き上げ( 0.30% 0.20%)	
2019年12月	預金ファシリティ金利の引き上げ( 0.10% 0%)	
2020年3月	預金ファシリティ金利の引き上げ(0% +0.10%)	
2020年6月～2021年	バランスシート縮小へ	

(資料)筆者作成

市場が利上げ 1 回分を完全に織り込む 2019 年 9 月の半年前は同年 3 月、一部を織り込む同年 6 月の半年前は同年 1 月となる。仮に、「2019 年 6 月利上げ」という(恐らくは)最速シナリオを前提

としても、APP は今年 12 月(つまり年内)までは継続可能という考え方もできる。本当にユーロ高やこれに伴う HICP の下押しを懸念するのであれば、9 月末で終了させるのではなく「3 か月延長し年内で終了」という選択肢が合理的になってくるのではないか。その際に月間購入額の減額(300 億ユーロ 150 億ユーロ)なども含めれば、タカ派としても受け入れやすいはずである。従来の筆者の想定より 3 か月間、APP の廃止時期が前倒しになるが、「ユーロ高を恐れる ECB」という基本的事実が変わらない以上、やはり利上げが視野に入ったところで一気に正常化ペースが鈍化を強いられるということには変わりはないだろう。

なお、冒頭の関係筋発言としても言及されているが、APP 廃止と同時にフォワードガイダンス文言でハト派色を強めて相殺しようという目論見もありそうである。しかし、現時点でも「長期間、現水準に据え置く(remain at their present levels for an extended period of time)」としている以上、金利先高観を抑制するための工夫の余地は大きくないように思われる。本当に金利先高観の抑制を図りたいのであれば、APP 廃止を遅延させることが最も効果的と考えられる。

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16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を待って～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか?
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
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?～
2018年3月6日	「製造業の採算レートの」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(ダウサイドルリスクが広がるユーロ相場～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～最後のジョイフル節～
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～