

みずほマーケット・トピック(2018年4月24日)

## ECB 政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～

今週 26 日の ECB 政策理事会は現状維持の上、主だった声明文の変更や記者会見における言動も予想されない。とはいえ、拡大資産購入プログラム(APP)の延長可否という重要決定を 6 月もしくは 7 月に控えている中、ECB は慎重に露払いをしなければならない。今後へのヒントを汲み取るつもりで、会見に臨む必要があるだろう。現状のユーロ圏に目をやれば、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)こそ冴えないものの、与信やマネーサプライ(M3)といった金融分析周りの計数は良好。単純な貨幣数量説に基づき+2%へ復することを主張し、APP の縮小・終了に持ち込むこともできなくはない情勢である。現時点では 7 月 26 日の政策理事会で 12 月までの延長を決断する可能性が高いと予想。いずれにせよ、APP の年内終了は市場のコンセンサスといって差し支えなく、ユーロ相場を見通す観点からはその先にある利上げが最重要論点となる。だが、その見通しは現状では全く立っていない。プラス圏復帰は最速でも 2020 年前半だろう。

### ～米金利の上昇理由をどこに求めるか～

昨日の為替相場では米金利上昇を背景にドル相場が続伸する展開。米 10 年金利が 3%付近で推移していることを受けてドル/円相場は 2 か月ぶりの高値圏である 108 円台後半にある。本欄では繰り返し強調している点だが、米国の国内物価がさほど加速していない中での米金利上昇について、どこに理由を求めるとが重要である。かねてから指摘されている米国債の増発懸念を映じたものであれば、クラウドファンディングアウトによる負の効果を考慮すべきだろう。また原油価格の続伸が寄与している面もありそうである。この点、原油価格上昇は車社会の米国にとって増税と同じ効果をもたらすという分析もあるが、金利上昇との併存は果たして看過できるものなのかも気になる。

いずれにせよ実体経済の好況を映じたダイヤモンド型の物価・金利上昇ではないのだとすれば、副作用を懸念するのが筋合いです。端的には「どこまで株価が耐えられるか」が焦点となる。筆者は 2 月上旬に見られたような地合い(株安・円高)が再び起きることを警戒しており、ドル/円相場についても引き続きダウンサイドリスクが大きいと考えている。

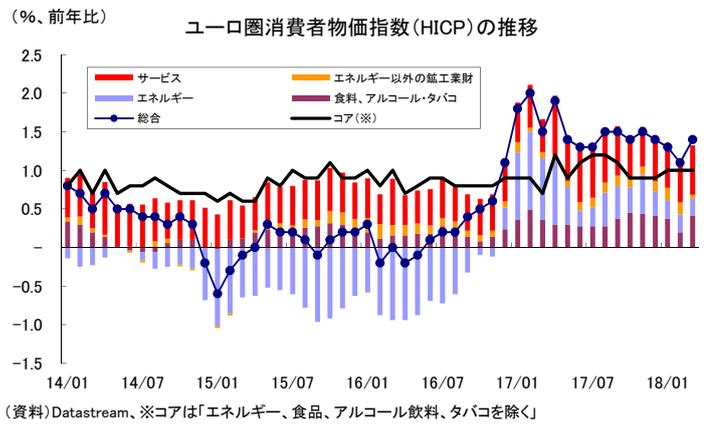
### ～次なる論点である「期間」の延長～

ところで今週 26 日には ECB 政策理事会があるので簡単にプレビューをしておきたい。結論から言えば、今回は現状維持の上、主だった声明文の変更や記者会見における言動も予想されない。ユーロ高が進んでいるわけでもないため、為替相場に係る質疑応答も限定的だろう。とはいえ、拡大資産購入プログラム(APP)の延長可否という重要決定を 6 月もしくは 7 月に控えている中、ECB は慎重に露払いをしなければならない。今後へのヒントを汲み取るつもりで、会見に臨む必要があるだろう。前回 3 月会合では APP に係るガイダンス文言の修正が行われた。具体的には「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」との文言に関し、「規模 (size)」（いわゆる緩和とバイアス）が削除された。元より規模拡大を予想する声はなく、単なる現状追認とも言える決定であった。次の論点はもっぱら「期間 (duration)」をどう処遇するかだ。日米の金融政策に大きな動きが想定されない中、年内の主要国の中央銀行で最も注目される政策修正と言っても過言ではない。

～決断するには物価情勢は頼りない～

現状、月間 300 億ユーロの資産購入で運営されている APP の期限は 2018 年 9 月末とされているが、「(インフレ率に関し) 中期にわたって 2% 未満だがそれに近い値の実現という政策理事会の目標と整合的な経路への持続的調整を見るまでは継続」という条件が付けられている。「物価見通しが芳しくない状況ならば APP は継続可能」というオープンエンド型の姿勢は制度導入当初から一貫している。この点、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) の前年比変化率について実績を見ると、過去 12 か月平均で 1.4% 程度にとどまっており、しかも年を通じてエネルギー価格のベース効果剥落がもたらした部分が大きい (図)。決して実体経済の実力に応じてディマンドプル型の物価上昇が起きていようには見えない。



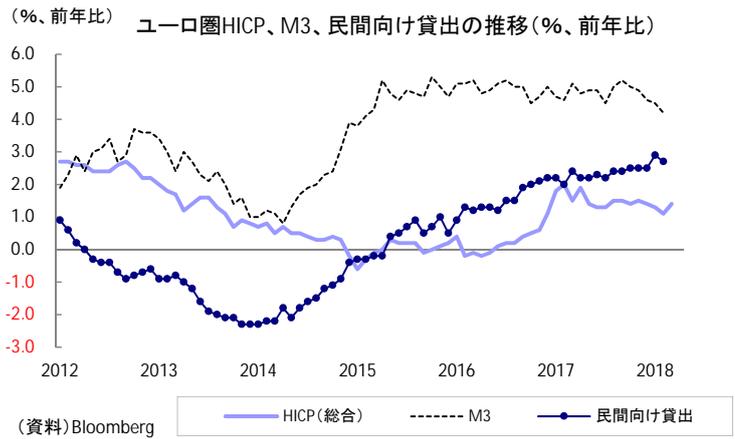
なお、ECB が伝統的に重視する市場ベースのインフレ期待 (5 年先 5 年物インフレスワップフォワード、図) は過去 1 年で 1.6~1.8% の間を推移しており、確かに軌道としては安定している。だが、伸び率だけに着目すれば、2015 年以降のレンジをブレイクするものではなく「量的緩和の終了」という象徴的な決断をするには心許ないと言わざるを得ない。3 月のスタッフ見通しでも 2020 年までの見通せる将来において HICP は +1.7% までしか上がらない見込みである。



～次なる論点である「期間」の延長～

とはいえ、ユーロ圏実質 GDP 成長率は今年 1~3 月期をもって 20 四半期連続のプラス成長となり、ユーロ圏設立以来、最長の回復局面となりそうである。域内の与信環境もこれと整合的でありユーロ圏における民間向け貸出の前年比変化率は緩やかながら加速している (次頁図)。結果として、マネーサプライ (M3) の前年比も堅調であり、過去 12 か月平均で 5% 弱と ECB が参照値とする

「+4.5%」を優に上回る状況が続いている。裏を返せば、政策運営上で重視されるハードデータで冴えないのは HICP くらいというのが実情であり、「物価はいずれ上がってくる」と強弁して正常化プロセスを押し進めることができなくもない状況と見受けられる。かかる状況下、APP 縮小や終了という決断をするにあたっての「2%未満だがそれに近い値の実現という政策理事会の目標と整合的な経路への持続的調整を見るまで」という条件をどう解釈し、対外的に説明するかは微妙な情勢と言える。与信やこれを包含する M3 が堅調なことを踏まえれば、単純な貨幣数量説に基づき+2%へ復することを主張し、APP の縮小・終了に持ち込むこともできなくはない情勢である。



今週 19 日にはビルロッドガロー仏中銀総裁が「現時点で、政策委メンバーの見解は非常にまとまっている」、「資産購入を9月に終わらせるか12月に終わらせるかはひどく重要な問題ではない」と発言しており、暗に12月までの短期的な延長があり得ることを示唆している。実際、ECBは手堅く12月までの延長を選ぶだろう。時期については6月14日もしくは7月26日の政策理事会のいずれかとなるが、考慮できる材料は多い方がよいとの理由から7月が選ばれる可能性は高いと考えたい。いずれにせよ、APPの年内終了は市場のコンセンサスといって差し支えなく、ユーロ相場を見通す観点からはその先にある利上げが最重要論点となる。だが、その見通しは現状では全く立っておらず、プラス圏復帰は最速でも2020年上半期というのが筆者の予想である。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディングアウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に盤石なのか?
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
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～
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迎えて～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」から何を学ぶか?
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(ダウサイド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	ステルスターバリングの「お目ごぼし」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	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15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14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13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11日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月8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7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6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5日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月4日	テーバ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1日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年11月27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24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22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21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
2017年11月20日	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17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15日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月15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?～