

みずほマーケット・トピック(2018年5月15日)

APP の総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～

昨日はビルロワドガロー仏中銀総裁の講演が材料視される場面があった。講演のポイントは最近注目されているユーロ圏の景気減速は一時的と考えられること、拡大資産購入プログラム(APP)の年内終了は既定路線であること、終了後、数四半期で利上げが行われることの3点で、特に「や」は今後の政策運営を展望する上で示唆に富む。政策理事会メンバーの中でもハト派寄りと見られていた同総裁だけに、今回の講演は相応にユーロ買い材料となった。講演冒頭から「資産購入終了の時期は近づいており、9月か12月は深い実存的な問題ではない」と明言されたことも目を引いたが、やはり利上げタイミングを規定する「well past(長期間)」の解釈について「少なくとも数四半期という意味で、数年ではない」と述べたことが新しい。この発言から察するに、やはり2019年6月ないし9月に初回利上げということになりそう。

～タカ派色を覗かせたフランス中銀総裁～

昨日の為替市場ではユーロ相場が堅調だった。イタリア政局への好転期待に加え、ビルロワドガロー仏中銀総裁の比較的踏み込んだ発言が材料視されている。同総裁がパリで行った講演の題目は「A perspective on the ECB's Asset Purchase Programme」であり、拡大資産購入プログラム(APP)を主要テーマとしている。講演のポイントは最近注目されているユーロ圏の景気減速は一時的と考えられること、拡大資産購入プログラム(APP)の年内終了は既定路線であること、終了後、数四半期で利上げが行われることの3点であり、特に「や」は今後の政策運営を展望する上で示唆に富む論点と考えられる。政策理事会メンバーの中でもハト派寄りと見られていた同総裁だけに講演は相応にユーロ買い材料となり、一時対ドルで1.1996まで上昇している。

まず に関しては、先週の本欄でも議論した通りだが、ECBの現在の公式スタンスは「恐らく大丈夫だと思われるが、やや不安」といったものであり、ビルロワドガロー総裁もこれと同じかややタカ派(さほど不安を覗かせていないという意味で)と見受けられる。同総裁は講演冒頭から「資産購入終了の時期は近づいており、9月か12月は深い実存的な問題(a deep existential question)ではない」と明言しており、越年の可能性を一蹴している。市場ではAPP終了の時期が9月なのか12月なのか、12月まで延長の場合は幾ばくかの減額を伴うのか否かなどが注目されがちだが、それは重要ではなく「年内終了は確か」というメッセージを発したものと思われる。

～APPの持つ3つの波及経路～

講演は演題の示す通りAPPの総括(効果検証)に焦点が当てられ、前半で「A comprehensive view on the Asset Purchase Programme」と総括された後、後半は「Managing the exit」と題した出口にまつわる解説で締められている。前半・後半といって量的には前半が3分の2を占めている。

前半に関しては(1)ポートフォリオリバランス効果、(2)シグナル効果、(3)インフレ期待の再アン

カーの 3 つの波及経路から解説が展開されている。(1)の経路に関しては APP により域内長期金利が 100bps 押し下げられたこと、またその結果として域外資産への需要が増えユーロ相場が押し下げられたことが謳われている。こうした試算は「GDP 比 10%の資産購入が 10 年金利を 45bps 押し下げる」ことを前提にしているが、講演終盤でも強調されているように ECB はあくまで APP のストック効果が重要というスタンスにある。要するに、フローの資産購入を終了させても ECB が再投資を続けてバランスシート規模を維持する限り、投資家の抱えるデュレーションリスクは軽減され、ポートフォリオバランス効果も保たれるという考え方である。この時期の講演でストック効果を強調すること自体、正常化プロセスを進めることへの露払いなのかもしれない。

(2)の経路に関しては「APP にまつわるコミュニケーションは我々の金融政策の予測可能性にとってキーである」と述べ、それによって市場は ECB の政策反応関数を理解し、不透明感の払拭によって意図しないボラティリティの高まりが抑制されてきたとしている。事実、APP は導入当初を除けば増額、減額、再減額と節目の決定を巧く乗り切ってきた感はあり、今もその終了時期と利上げタイミングに係るガイダンスが長期金利を抑制している。最後に(3)の経路については、台頭するデフレリスクに対し金利に依存しない政策運営を示すことでインフレ期待の浮揚に成功したという事実が提示されている(証拠としては専門家予測調査(SPF)の数字が使用されている)。

APP 継続により不安視される過剰債務や資産バブルなどの副作用に関してはハイイールド債や不動産の市場を見る限り、その兆候はないという現状認識が示されている。こうして十分な効果を全面的に認めつつ、副作用が現時点では抑制されているという評価を下した結果が「今年のうちに APP 終了」というビルロウドガロー総裁の基本スタンスに繋がっていることが分かる。

～「well past(長期間)」とは「少なくとも数四半期」～

以上のような APP にまつわる総括はこれまでも断続的に ECB から情報発信されてきた事実であり、特に目新しさがあったわけではない(年内終了を既定路線として述べるビルロウドガロー総裁のスタンスを除けば)。今回の講演で注目されたのは APP 終了に伴う利上げの取り扱いについての解説である。周知の通り、ECB が使用しているフォワードガイダンスに従えば、初回利上げは APP 終了から「well past(長期間)」経過している必要がある。この点に関し、ビルロウドガロー総裁は「初回利上げの時期についてガイダンスを付け加えれば、『長期間』というのは少なくとも数四半期という意味で、数年ではない(at least some quarters but not years)」。またインフレ見通しに左右される」と述べた。「well past(長期間)」のイメージする期間について ECB 高官が言及するのは珍しい。数四半期は最もタカ派に見積もっても 2 四半期、直感的には 3～4 四半期といった解釈が一般的だろう。この点、「年内に APP を終了させて、6～9 か月となる 2019 年 6 月ないし 9 月に初回利上げ」という市場の想定と概ね一致しそうである。

総じてタカ派色を見せたビルロウドガロー総裁の講演だが、長期的な金融政策の限界(というか来るべき変化)を憂う姿勢も覗かせた。仮に、金融危機後の長期停滞を経て実質的な自然利子率が低下しているのだとした場合、名目金利は今後、より頻繁に「事実上の下限(ELB: Effective Loewe Bound)」にタッチしやすくなり、APP のようなバランスシート政策がデファクトスタンダードになってくる可能性がある。その際は GDP 比で見た中銀バランスシートの規模について、何が正常で、何が正常ではないのかといった定義作りが必要になってくる。かかる状況下ではグローバルスタン

ダードとなっている「2%」という物価安定の定量的な目標も修正される余地があるかもしれない、実際にそのような議論はアカデミックに進んでいるとも述べている。ビルロウドガロー総裁は中銀の信認を維持するという観点から、安易に目標を修正すべきではないという立場を表明しているが、APPによるフローの資産購入を終了させてからが難しい局面であるという認識は強く持っているのだろう。この点は筆者も同感である。特に、伝統的にユーロ高を忌避するフランスの立場を踏まえると、年明け以降も今回同様の持論を展開できるかどうか。可能性は高くないように思われる。

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

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5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
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～
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～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
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	クワディンク・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磐石なのか？
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～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
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を受けて～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(本当にブ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」～ 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	ステルスステッピングの「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～