

みずほマーケット・トピック(2018年6月6日)

ECB 政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～

来週 14 日には ECB 政策理事会がある。イタリア危機を経て ECB の「次の一手」をどう考えるべきなのか。照会が増えているので簡単にプレビューしておきたい。市場には様々な見方があるが、程度の差こそあれ「APP の年内終了」が既定路線という点では共通している。今、問われているのはイタリア危機を経て、こうした既定路線を修正すべきか否かという点。現時点で予想すべきは「月間 300 億ユーロのまま 12 月まで延長」か「2019 年 3 月まで半年延長」かの二者択一。筆者は「2019 年 3 月まで半年延長」を選択すべきと考えるが、市場が依然として 2019 年中の利上げ(1 回)を諦めていないこと、ドラギ総裁退任前の利上げ着手を目指すのであればやはり年内に終わらせる必要があるという事情を踏まえると、「月間 300 億ユーロのまま 12 月まで延長」で逃げ切りを図る可能性は高そう。来週の会合ではこうしたシナリオを「7 月に決める」という意思表示はできても、具体的な事実決定までは至らないだろう。

～決断はあくまで 7 月に～

昨日、イタリア上院は 171 対 117 でコンテ政権の信任を可決した。所信表明演説においてコンテ新首相はユーロ離脱にこそ言及はしなかったが、拡張財政路線を改めて強調しており、イタリア国債利回りはこれを受けて上昇している。昨日の本欄でも議論したが、同政権が近い将来に揉め事を起こしそうなことは火を見るよりも明らかであり、やはり危機が去ったとはとても言えないだろう。

そうした政局混乱も冷めやらぬ中、来週 14 日には ECB 政策理事会がある。イタリア危機を経て ECB の「次の一手」をどう考えるべきなのか。照会を受けることが増えているので簡単にプレビューしておきたい。今回の政策理事会はスタッフ見直し改訂を含む節目の会合となるが、現状維持で乗り切るだろう。目下、注目点は今年 9 月末に終了の目処(厳密には期限ではない)を迎える拡大資産購入プログラム(APP)について、その延長可否をどう判断するかである。従前の筆者の予想は 7 月 26 日の政策理事会まで基礎的経済指標の仕上がりをチェックした上で、同会合で「12 月末での終了を宣言する(月間 300 億ユーロで 3 か月延長)」というものであった。一方、市場の中には「10～12 月期に段階的な縮小を試みる」という予想もあり、これは「10 月:300 億ユーロ→11 月:200 億ユーロ→12 月:100 億ユーロ」といった短期間のテーパリングを想定するものである。これは筆者予想よりもややタカ派寄りだが、程度の差こそあれ「APP の年内終了」を既定路線とするという点では共通している。現在、問われているのはイタリア危機を経て、こうした既定路線を修正すべきか否かという点であるが、その決断はあくまで今回ではなく 7 月会合になるだろう。

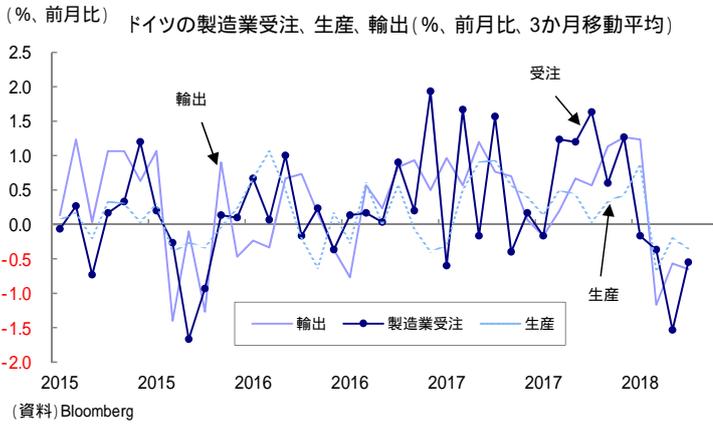
～基礎的経済指標の急悪化が「壁」に～

なお、市場では今般のイタリア危機を受けて ECB が「APP 終了を宣言する機を逸したかもしれない」という声も少なからずある。しかし、厳密にはイタリア危機以前の問題として「元々危うい状況に

あった」という理解が正しい。年初、ECBの金融政策運営に関しては「最速で6月にAPPの9月終了が宣言され、10～12月期以降は利上げへの地均しが行われ、2019年3月には最初の利上げが実施される」という強気な見方もあった。そうした見方の下、「2019年中の利上げは2回」という織り込みが進み、これを受けてユーロ/ドル相場も2月中旬、一時1.2555まで値を上げたのであった。

しかし、同時期から基礎的経済指標の想定外の悪化が見られるようになってきた。ユーロ圏総合購買担当者景気指数(PMI)といったソフトデータのみならずハードデータも軒並み崩れ始め、しかもその動きは加盟国全域に亘った。もちろん、寒波、インフルエンザ、ストライキ、イースター休暇の前倒しといった一時的要因が重なったという面が大きそうだが、2017年にユーロが対ドルで約+15%も上昇したことが無関係とは言えないという疑いも残っている。チーフエコノミストであるプラート ECB 理事をして「減速は予想よりも早く訪れており、そのサプライズは広範に亘っている。殆どのセクター、国におけるソフトおよびハードデータで観測されている」と言わしめている状況であり、ECBにとっても想定を超える事態が発生していたのである。イタリア危機以前に基礎的経済指標の悪化が「壁」としてあったという認識が正確である。

特に、絶好調と思われたドイツの受注、生産、輸出といったハードデータが軒並み崩れたこともこの不安を大きくしたと思われる(図)。当然にして、これらのドイツ経済指標の悪化にはユーロ高の影響が疑われた。APP終了後、利上げの議論にまで及べばユーロ相場が騰勢を強めることはほぼ確実であるため、この点についてECBは気を揉んでいるのではないかと筆者は推測している。

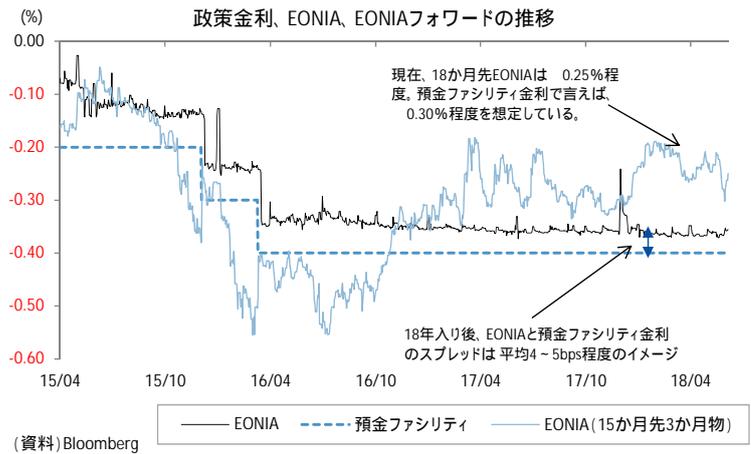


ECBの煮え切らない情報発信の背景に「正常化を進めればユーロ高になる」という葛藤があるのだとしたら、その置かれた状況は日銀とそっくりである。年初来で見られている大きな動きはAPPの規模に関する緩和バイアス文言を削除しただけであり、肝心の終了期限やその見込みは何も語られていない。語りたくても為替相場の反応に配慮せざるを得ないのではないかな。

～「月間300億ユーロのまま12月まで延長」が濃厚～

そうこうしているうちに起きたのがイタリア危機だった。昨日の本欄でも取り上げたが、少なくとも今秋にはイタリア議会の予算審議があり、これが欧州委員会の意に沿わぬ議論になる可能性は非常に高い。また、それを受けてイタリア債券市場が混乱することも必至だろう。かかる状況下、APPの終了タイミングについては、9月末は当然難しく、「10月から段階的に減らす」というテーパリングシナリオも難しくなったと考えたいところである。

現時点で予想すべきは「月間 300 億ユーロのまま 12 月まで延長」か「2019 年 3 月まで半年延長」かの二者択一ではないか。筆者は「2019 年 3 月まで半年延長」を選択するべきと考えるが、①市場が依然として 2019 年中の利上げ(1 回)を諦めていないこと(図)、②ドラギ総裁退任前の利上げ着手を目指すのであればやはり年内に終わらせる必要があるという事情を踏まえると、「月間 300 億ユーロのまま



12 月まで延長」で逃げ切りを図る可能性が高いと見ている。その上で利上げに着手できるとすれば、2019 年 9 月ないし 10 月といったところではないか。このシナリオであれば、APP 終了から 9 か月間と「十分な期間(well past the horizon)」を置いた上でドラギ総裁の退任(2019 年 10 月 31 日)にもぎりぎり間に合い、花道を飾ることが出来る。来週の会合ではこうしたシナリオを「7 月に決める」という意思表示はできても、具体的な事実決定までは踏み込まないだろう。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) 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6月5日	イタリア危機は去ったのか? ~このままでは済まず~
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか~イタリア発スペイン經由南米行き?~)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況~安全通貨「円」の本領~
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望~ECBが被る誤算~
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望~論点整理~
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか?
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について~金融市場は「我慢比べ」の段階に~)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場との現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
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~
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	想定外為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・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」から何を讀み取るか?
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讀むべきか?
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年の動向~概観、注目イベント、キーワード~