

みずほマーケット・トピック(2018 年 10 月 25 日)

ECB 政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～

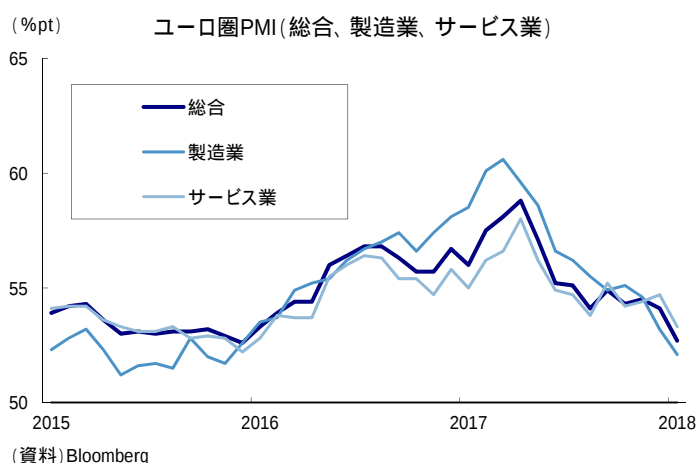
欧州市場にネガティブな材料が目立つ状況下、今晚には ECB 政策理事会がある。注目度が高いとは言えないが、見どころはある。前回の会合後、ドラギ ECB 総裁は再投資方針に関して年内残り 2 回(10 月・12 月)の会合で議論する見通しを口にしている。これまでのように「話題にすら上らなかった」という従前のような状況は変わるだろう。また、保有資産の償還スケジュールを見れば、今月を起点として 3 か月ごとに大量の償還が発生することになっている。その額は現状の月間購入額を優に上回るものであるため、理事会内のタカ派への配慮も考えれば、再投資方針の議論は必至。とはいえ、ECB の保有資産構成は複雑であり、各国国債の金額、平均残存期間、信用状況などが一様ではない。ツイストオペなどを挟み、漸次的な出口を目指すと思われるが、イタリア政局が混沌している中、わざわざ急ぐ話でもない再投資方針の停止について具体的な情報発信をすることは今回の政策理事会では控えるのではないかと。

～高値波乱含みが続く米株～

昨日の金融市場では再び米国株が急落、NY ダウ平均株価および S&P500 指数ともに年初来の上げ幅を消す展開に至っている。こうした中、米 10 年金利も急低下しており、一時 3.10%を割り込む動きも見られた。こうした大荒れ相場の中でもドル/円相場は堅調を保っているが、さすがに 112 円を守れるかどうかという瀬戸際に差し掛かりつつある。依然、FRB の 12 月利上げの織り込みが 70%程度存在することから、利上げ通貨としてのドルへの関心は高く、またユーロに政治的なノイズが大きい現状では逃避通貨としての需要も大きそうである。現に、昨日のドルインデックスは急伸しており、対円以外でのドル相場は全面高という地合いである。

～ECB 政策理事会プレビュー:再投資方針に言及あるか～

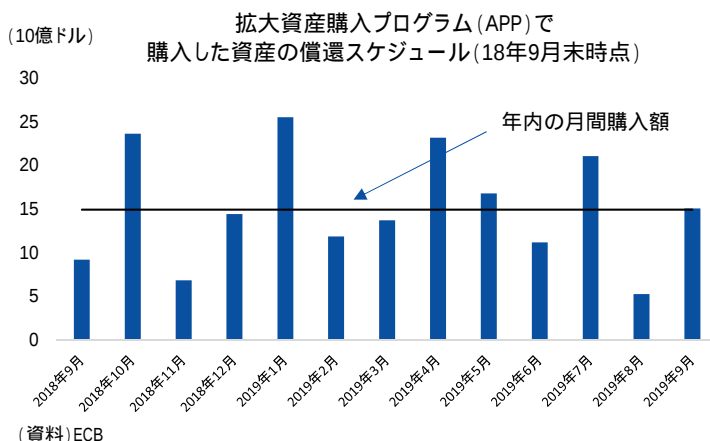
一方、ユーロについては PMI(購買担当者指数)の低下基調に歯止めがかからず、10 月の製造業 PMI は前月の 53.2 から 52.1 へ低下している。昨年末には 60.6 という高水準にあったことを思えば、状況は一変したと言える。また、イタリア政府と欧州委員会の摩擦も着地点が見えず、イタリア 10 年金利も高止まりしている。こうした状況下、ユーロ/ドル相場は 1.14 割れが定着しており、年初来安値を視野に捉えている(これがドルインデックスを押し上



げ、ひいてはドル/円相場の底堅さに寄与している面は無視できない)。PMI の低下は世界的なトレンドだが、主要国の中でもユーロ圏のそれは突出したもののだろう。年初は寒波、インフルエンザ、ストライキなどの一時的要因と整理されていたが、そうとも言っていない状況である。

このような相場環境で迎える今晚の ECB 政策理事会はどのような挙動を見せるのか。注目度が高いとは言えない今会合だが、見どころはある。前回 9 月 13 日の政策理事会後の記者会見でドラギ ECB 総裁は、再投資方針に関して年内残り 2 回(10 月・12 月)の会合で議論する見通しを口にしている。その上でドラギ総裁は、まずは内部の専門委員会で議論するとの方針に言及しており、何らかの案を検討するように指示

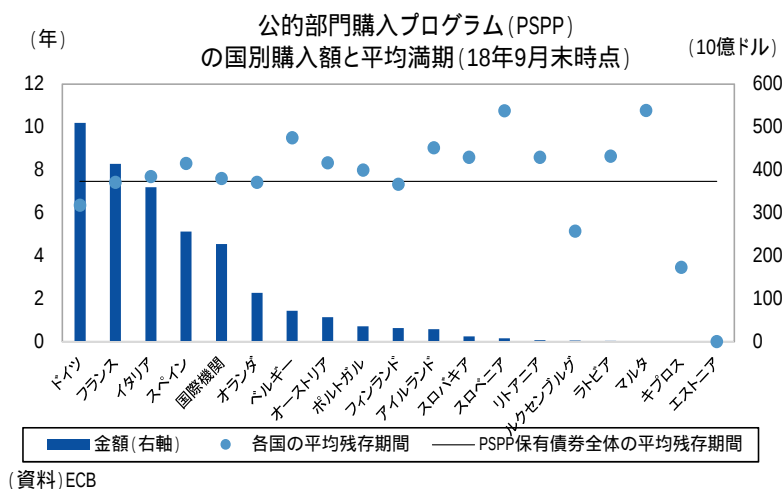
する意向を示した(発言を見る限り、指示はまだしていない)。現状、再投資停止(≡バランスシート縮小)に係る ECB 要人発言は殆ど見られていないため、議論できる論点は少ないが、ドラギ総裁をして「It's just a matter of - we'll take this decision in the coming days, really」と述べている以上、今回ないし 12 月の会合で「話題にすら上らなかった」という従前のような状況は変わるはずである。ちなみに ECB の発表する拡大資産購入プログラム(APP、いわゆる QE)で購入した債券の償還スケジュール(図)によれば、今月を起点として3か月ごとに大量の償還が発生することになっている。その額は現状の月間購入額を優に上回るものであるため、理事会内のタカ派への配慮も考えれば、再投資方針の議論はやはり求められそうである。



～複雑な ECB の資産構成を如何に軟着陸させるか～

とはいえ、再投資方針を議論するにあたって、ECB はFRBとは異なり、複雑な問題を抱える。ECB が APP の下で購入した債券の種類は国債・政府機関債・地方債・社債・資産担保証券など多岐に亘る。しかし、APP で購入した資産(2018 年 9 月末時点で約 2.5 兆ユーロ)のうち 8 割以上(約 2.1 兆ユーロ)は公的部門購入プログラム(PSPP)を通じて購入された資産、つまり国債と国際機関債である。ゆえに再投資方針の停止を議論する

ことは満期償還される国債の取り扱いを議論することに等しいわけだが、問題はその国債が加盟国の分だけ存在し、それぞれの平均残存期間や信用状況などが一様ではないという事実である。



現状、PSPP で保有されている債券の平均残存期間は 7.47 年だが、ドイツは 6.35 年、スペインは 8.3 年などやや乖離のある大国も存在する(前頁図)。こうした状況を如何に軟着陸させるのかが専門委員会の腕の見せどころということになる。例えば、まずはツイストオペなどを通じて平均残存期間の短期化を図った後、再投資停止に踏み込む可能性などが考えられ、9 月の会見でもツイストオペというフレーズは質問の中では出ていた(ドラギ総裁は全く議論していないと回答しているが)。

～急ぐ話ではなく、今回の情報発信は限定的～

しかし、冒頭述べたように、現状ではイタリア政局の混乱が域内債券市場に動揺をもたらしている。こうしたタイミングでわざわざ再投資方針の停止を示唆する意味があるのかという考え方はあるだろう。過去の本欄¹でも述べたように、今回のイタリア混乱については、欧州委員会の原理・原則主義が不要な市場の動揺を招いている側面も否定できない。一国の財政事情を斟酌すべきではないという ECB の基本認識は正しいが、通常、財政赤字を縮減させたい国では金融政策は緩和気味に修正するのがセオリーでもある。総合的に見て、バランスある判断が求められている。

また、今月から償還額が大きくなるのは事実にしても、本件が本格的に重要になるのは APP 終了によりネットの資産購入額が消える年明け以降の話である。だとすれば、早くとも 12 月に専門委員会への指示があれば十分でもあろう。FRB ですら、再投資方針の停止に関しては、QE 終了から 3 年かかった。年内の APP 終了を見込む ECB が焦る必要性はさほどないように思われる。

さらに言えば、現状の ECB の正常化プロセスは「量」よりも「金利」にウェイトを置いているくらいがある。具体的には、まずは 2019 年 9 月には利上げへ漕ぎ着けたいというのが本音ではないだろうか。イタリアのみならず、域内経済のファンダメンタルズが揺らぐ中であって「量」と「金利」の二兎を追う正常化は欲張り過ぎであり、その引き締め効果も過剰なものに至る可能性がある。再投資停止に関し、今回の政策理事会で議論が始まる可能性はあり、それゆえに ECB ウォッチの視点からは重要な会合にはなるだろう。しかし、現状を踏まえれば急ぐ話でもない以上、具体的な情報発信は控ええられる可能性が高く、それゆえに相場への影響も限定されると予想したい。

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。

¹ 本欄 2018 年 10 月 3 日号『イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～』や同 10 月 4 日号『ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～』をご参照下さい。

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10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～庇うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして……～
2018年10月10日	ペーシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し……だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分らないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続「リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～厳寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半年期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディオックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半年期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい理由なきドル/円上昇～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試験の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半年を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
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～
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経由南米行き？～)
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