

みずほマーケット・トピック(2018年12月11日)

ECB 政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～

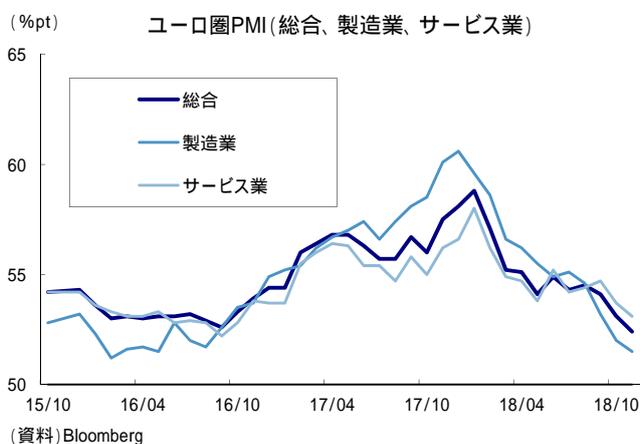
今週13日のECB政策理事会についてプレビューを行う。政策変更の有無で言えば、今回は現状維持で無難に切り抜けようとするだろう。しかし、10月と11月の間でFRBの政策スタンスが大きく変わり、これに応じて金利水準がはっきりと修正を迫られて足許に至っていることを思えば、ECBがこうした外部環境の変化を意に介さず、従前通りのタカ派スタンスを貫けるかどうかは微妙な情勢。しかし、11月下旬の議会証言でドラギECB総裁が依然強気であったことを踏まえれば、足許の景気減速を一時的なものとして切り分けた上で拡大資産購入プログラム(APP)の終了を宣言、物価上昇へ順調な歩みを進めていることをアピールするというのが基本線となりそう。注目される再投資方針については「純資産購入終了後(after the end of our net asset purchases)」という条件を削る修正にとどめると予想。TLTRO3について質問は出るだろうが、今回議論には至らず、19年1～3月期に処理すべき最大のテーマとして持ち越しになるだろう。

～再投資方針に係る情報発信はあり～

今週13日にはECB政策理事会が開催されるため、プレビューを行っておきたい。政策変更の有無で言えば、今回は現状維持で無難に切り抜けようとするだろう。しかし、10月と11月の間でFRBの政策スタンスが大きく変わり、これに応じて金利水準がはっきりと修正を迫られて足許に至っていることを思えば、ECBがこうした外部環境の変化を意に介さず、従前通りのタカ派スタンスを貫けるかどうかは微妙な部分もある。前回10月会合後の記者会見でドラギECB総裁は再投資方針に係る議論について「次回に行く。スタッフ見通しが改定されるタイミングであり、より多くの情報も明らかになっているだろう」といった旨の回答を行っているため、再投資方針およびこれに伴うバランスシート規模に係る何らかの手掛かりは提供されよう。果たしてどのようなトーンを帯びるだろうか。

～タカ派過ぎてユーロ売りも～

喫緊の重要な手掛かりとなるのは11月26日に行われた欧州議会におけるドラギ総裁証言だろう。証言においてドラギ総裁は現在のユーロ圏経済の減速に関し「一時的な部分もある(Some of the slowdown may also be temporary)」と述べている。一時的な要因としては新燃費基準(WLTP)導入前の駆け込み需要と直後の反動減が自動車産業の生産を抑制したこと、世界貿易が低水準で推移していることが重しとなっていることなどが指摘さ



れているが、これらと同時に保護主義に係るリスクや新興国市場に係るリスクが顕在化していることも指摘されている。WLTP 要因を除けば、それほど一時的とは言えず、少なくとも市場参加者の温度感とはやや差があるように思えた。そもそもユーロ圏の製造業 PMI は年初来から足許(11月)に至るまで基調的に悪化しており、一時的と割り切るのは難しい(前頁図)。別々の一時的要因が連続的に重なったという理解なのだろうか。いずれにせよ、議会証言から1か月も経過しないうちに基本姿勢が変わることは考えにくいため、会見では足許の景気減速を一時的なものとして切り分けた上で拡大資産購入プログラム(APP)の終了を宣言し、物価上昇へ順調な歩みを進めていることをアピールするというのが基本線であろう。これは市場参加者と大分温度差がある姿勢であり、不安の高まりから、むしろユーロが売られる可能性すら想定される。

~再投資方針については「純資産購入終了後」を削る可能性が高い~

最も注目される再投資方針の修正についてはどうか。現状、ECBの声明文では「純資産購入が終了した後も長期間(for an extended period of time)、再投資は継続する」との指針が明記されている。今月で純資産購入は終わるのだから、少なくとも表現は必ず変えることになる。最も可能性が高いシナリオは「純資産購入終了後(after the end of our net asset purchases)」という条件を削ってしまうことだろう。逆に言えば、これ以上の踏み込んだ修正は性急という印象である。FRBですら純資産購入の停止(2014年10月)から再投資の停止(2017年10月)までの間に丸3年かかっている。实体经济の減速が耳目を集めているECBが一足飛びに再投資の停止に着手し、バランスシートの規模感にまで議論を及ぼせるのは如何にも早いだろう。

現状、政策金利については「少なくとも2019年夏にかけて」との指針を置いているため、何らかのヒントを与えるとしてもこれより後にするはずである。「少なくとも2019年夏にかけて」が2018年6月に示された表現だとすれば、少なくとも2020年以降に食い込ませた表現にしてリードタイムを取るのが安全策だろうか。しかし、それでもFRBに比べた「早さ」が市場では注目される恐れがある。わざわざカレンダーを用いて時間軸効果を狙うようなことは考えにくいというのが筆者の予想である。ちなみに11月19日、東京で行われた講演でビルロウドガロー・フランス中銀総裁は「ECBが償還金再投資を減らすのは初回利上げの後にするべきだ。従って、再投資終了の時期を12月13日の会合後に明言する必要はない」と述べている。概ねこれに沿ったイメージの情報が出るだろう。

~TLTRO3は19年上半期のテーマ~

再投資方針に次いで注目の論点がもう1つある。過去の本欄¹でも見たように、10月政策理事会の議事要旨では「来年には1年以内にターゲット型長期流動性供給(TLTRO)が満期を迎え、それが過剰流動性の動向や民間銀行の流動性ポジションに影響を与えるようになる」との発言が見られた」との記述があった。関連報道も目立っており、11月22日にはプラートECB理事が、独紙のインタビューに「現時点で新たなTLTRO実施について決定することは時期尚早」と語ったことが報じられている。いわゆるTLTRO3を巡る情報発信は今回、何らか行われる可能性があるだろう。

もちろん、今回、具体策まで踏み込むことはあるまい。しかし、既に政策理事会の問題意識として浮上し、それが議事要旨に明記され、市場の注目を浴びてしまった以上、記者からの質問は不可

¹ 本欄2018年11月26日号『ECB政策理事会議事要旨~TLTRO3の行方~』をご参照下さい。

避であるし、ECBウォッチャーもそれを求めている情勢である。TLTRO3の行方は2019年上半期のECBが抱える最も大きなテーマの1つであり、過度な期待を抱かせることなく軟着陸を企図した言動に努めるはずである。「TLTRO2の第1

TLTROの実施状況

	開始日 (年/月/日)	償還日 (年/月/日)	供給日数 (日)	適用金利 (%)	供給額 (億ユーロ)	利用行数 (行)
第1回	2014/9/24	2018/9/26	1463	0.15	826.0	255
第2回	2014/12/17	2018/9/26	1379	0.15	1,298.4	306
第3回	2015/3/25	2018/9/26	1281	0.05	978.5	143
第4回	2015/6/24	2018/9/26	1190	0.05	737.9	128
第5回	2015/9/30	2018/9/26	1092	0.05	155.5	88
第6回	2015/12/16	2018/9/26	1015	0.05	183.0	55
第7回	2016/3/24	2018/9/26	910	0.00	73.4	19
現時点の合計額					4,252.7	

(資料) ECB、第3回以降の適用金利は「MRO金利+10bp」の上乗せ部分(10bp)が撤廃

回満期が到来する2020年6月の1年前」に相当する2019年6月(図)には、域内銀行はBISの安定資金調達比率(NSFR)規制を念頭に流動性確保を迫られることが視野に入る。予断を許さないテーマだけに1月ないし3月の政策理事会では何らかのスキームを提示するだろう。

なお、上述した講演と同じ場所でビルロワドガロー・フランス中銀総裁は「必要ならば条件付きTLTROの再実施を検討することが可能、条件は過去のものとは異なる可能性がある」と述べている。現段階では詳しい検討をしかねるが、少なくともマイナス金利付き資金供給であり、金融機関への手厚い配慮を施したTLTRO2型のスキームにはならないということを示唆しているのではないかと推測される。TLTRO2がそうした建付けになった理由はマイナス金利適用を受けて域内金融機関が疲弊しているとの配慮があったと言われる。だが、今や利上げの可能性を模索する正常化途上の中央銀行として全く同じスキームの検討は難しいと予想される。

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.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12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バרי暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「社大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
2018年11月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月15日	週末版
2018年11月14日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月13日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月12日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCPI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの拳動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
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～
2018年10月24日	「安全資産としての円買」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～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与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	ベ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～今回はやはり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～
2018年9月19日	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18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～臆寄せは新興国に～
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年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
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～蕭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～
2018年7月17日	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(「新興市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブリードは着実に拡大中～)
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	米中間選挙の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～