

みずほマーケット・トピック(2019年5月27日)

ECB 政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～

先週 23 日には ECB 政策理事会(4月10日開催分)の議事要旨が公表されている。5月には会合がないため、現時点ではこれが ECB の「次の一手」を検討する上での最新情報。議事要旨を見る限り、少なくとも「次の一手」が利上げとなる雰囲気はない。例えば、ドイツを中心に域内経済の足を引っ張っている輸出については「短期的な回復は視野に入らない」とかなり目線を下げしており、当面は内需を中心としてどれだけ立て直しが図れるかが勝負となる。また、物価については「インフレ率が政策理事会の目標を不快なほど下回り続けている」とやや踏み込んだフレーズも目についた。過去 1 年間で大きな失速が続いたことを思えば、年後半にかけてユーロ圏経済が底打ちすることに違和感はない。だが、成長率の加速を描けるほどの根拠が未だないことも事実だろう。とりわけフォワードガイダンスの修正は近い将来に必要となるのではないかと。

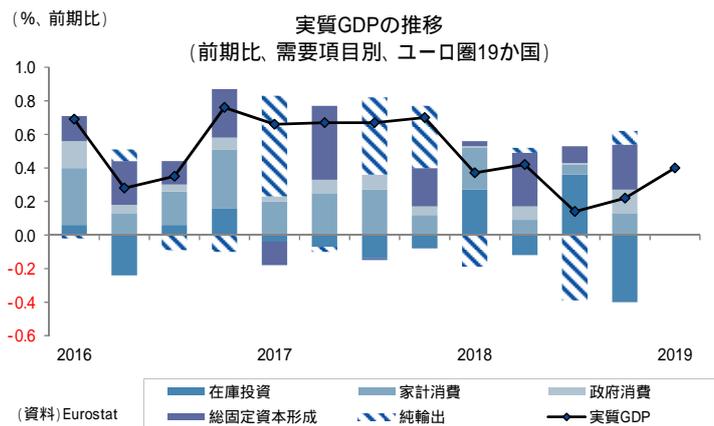
～一時的とも言い切れない域内経済の減速～

本稿執筆時点では 23 日から 5 日間の行程で行われていた欧州議会選挙の結果が続々と上がってきている。事前に懸念されたほどポピュリスト政党の躍進が著しいわけではなく、選挙結果が市場の潮流を変える雰囲気はない。だが、これまで通り、中道会派が過半数議席を維持できるのも難しいという出口調査も上がってきており、EU の政策運営を取り巻く空気が 5 年前とはやはり異なりそうなことも否めない。レビューは正式な結果を踏まえた上で別の機会に行いたいと思う。

ところで先週 23 日には ECB 政策理事会(4月10日開催分)の議事要旨が公表されている。5月には会合がなかったため、現時点ではこれが ECB の「次の一手」を検討する上での最新情報となる。同理事会では①マイナス金利適用残高の階層化(tiering)、②ターゲット型長期流動性供給第3弾(TLTRO3)の詳細、③フォワードガイダンス修正の必要性などが論点として注目されていたが、結局、これらに関する具体的な決定や言質は見られなかった。今回の議事要旨を見る限り、ECB は基本シナリオを変えるつもりこそないが、昨年来の減速を一時的と割り切るかどうかについては迷いも窺い知れた。少なくとも「次の一手」が利上げとなる雰囲気は感じられない内容であった。

政策理事会は1～3月期の経済指標について「抑制されているがポジティブな兆候を示し続けている」と評価しており、雇用や賃金の力強さを踏まえれば堅調との見方をベースに据えている。足許で見られている民間消費の弱さについても主に 4 つの要因の存在を指摘し、①2018 年上半期の原油価格上昇、②新排ガス基準に伴う自動車の供給制約、③マクロ経済において高まる不透明性、④個別国に対応した特殊事情を挙げている。文脈の流れから察するに「こうした 4 つの要因は一時的な側面が強く、深刻視すべきではない」という意図が見え隠れする。確かに①や②は一時的な要因として整理できるのかもしれないが、③はあくまで包括的な論点であり、現状であれば米中貿易戦争に象徴される米国の保護主義対応や英国の EU 離脱(ブレグジット)を巡る不透明感とセットと言える。これを「一時的」と割り切るのは難しいはずだ。また、④が何を指しているのか定か

ではないものの、例えばイタリアの極右・極左連立政権が財政ルールを巡って EU と溝を深めたままであることなどが挙げられるかもしれない。しかし、これも慢性的に指摘される不安であり「一時的」と評価すべきなのかは微妙なところだろう。なお、2018 年を通じて見られたユーロ圏経済の減速は純輸出の減速に引きずられた面が小さくないが(図)、この点、「先行指標に基づく限り、短期的な回復は視野に入っていない(Based on leading indicators, no



immediate recovery was in sight)」と悲観的である。とりわけ中国経済の失速とリンクが強いことを考えれば、ここに意外感はない。当面のユーロ圏は内需を中心としてどれだけ立て直しが図れるかだろう。1～3 月期は底打ちの兆しが見られており、2019 年の立ち上がりは悪くない。

～衰える基本シナリオへの信認～

こうしたプラート理事による経済活動の評価に関し、メンバーは概ね共有したとある。それは端的には「国別・セクター別に見られる域内特有の要因 (some of the country and sector-specific domestic factors)」は退潮が見込まれるものの、海外経済における逆風がユーロ圏経済の重石となり、市場心理にも影響を与えるという評価である。中国経済に安定化の兆しが見られることから安堵 (some comforts) は得られるものの、貿易戦争の激化やブレグジットにまつわる不透明感を踏まえれば、グローバルなリスクは残るといった懸念が繰り返された (reiterated) という。結局のところ、米中貿易協議がどう転ぶのかが読めない以上、これを理由とする冴えない景況感は続くということだろう。

なお、議事要旨において印象的だったのは「It was also recalled that the complexity of global value chains made it difficult to gauge the precise implications of such risks for trade and activity over time」との部分だ。結局、ECB を含む多くの国際機関が昨秋以降、驚くほどの下方修正をユーロ圏(とりわけドイツ)に対して施したのは、現状起きていることの影響を正しく計測できなかったということに尽きる。例えば OECD は昨年 11 月から今年 2 月の間にドイツの 2019 年見通しを▲0.9% ポイントも引き下げているが、さしたるショックもないのにこれだけ修正が生じることは珍しいだろう。IMF にも同様のことが指摘できる。基本的にこうした「一時的な鈍化(”soft patch”)」が長引くこと自体、年後半には成長が戻ってくるという基本シナリオと整合的であり、そこに焦りや誤算はないことでメンバーは合意しているようである。巨大な経常黒字を有し、製造業の役割が大きいユーロ圏経済が貿易戦争に伴う世界貿易の減速の影響を受けやすいことは自然だという割り切りがありそうである。しかし、「基本シナリオの信認が衰え、他の考え得る結果の範囲が広がっていることも同時に認識された (At the same time, it was acknowledged that there was now somewhat less confidence in this baseline scenario and that the range of other possible outcomes had widened)」という記述もあった。現時点でこれが政策運営を揺るがすまでには至っていないが、これは 6 月のスタッフ見直し改定を踏まえて検討するという定番とも言える建付けになっている。

～インフレ期待は「不快なほど」低い～

かかる現状と展望を踏まえ、金融政策運営はどのような展望がなされているのか。優れない景況感と整合的に域内金利は低下しており、これが金融環境の緩和をもたらしているというのがプラート理事の示す基本認識であった。全メンバーが年内の金利据え置きを示したフォワードガイダンスやこれを補強する保有資産の再投資方針によって現行の緩和策が刺激効果を有していることを確認したという。一方、今直ぐに「次の一手」を打つという判断には至らないものの、



「重要なことはインフレ率が政策理事会の目標を不快なほど下回り続け (remained uncomfortably below the Governing Council’s inflation aim)、市場ベースのインフレ期待は後退、インフレ率の目標への収斂も度々遅延しているということだ」との記述は目を引くものであった。危機後という括りで見た場合、5年先5年物BEIは控えめに言っても「腰折れ」しており(図)、日本の経験に照らせばこれを元の姿に戻すことは相当難渋するはずである(日本は結局今に至るまで戻っていない)。それゆえ、状況に応じて「次の一手」を繰り出すことは躊躇しないとの意思表示は記されており、来るべき会合のいずれかで(one of the Governing Council’s forthcoming meetings)、ターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の詳細を検討することについて幅広い合意がなされたという。その仕様は経済見通しのさらなる進展と金融政策の銀行を経由した波及効果を吟味した上で決定されるとあり、不透明感が高まった時の保険を提供するバックストップとしての役割が期待されている模様である。

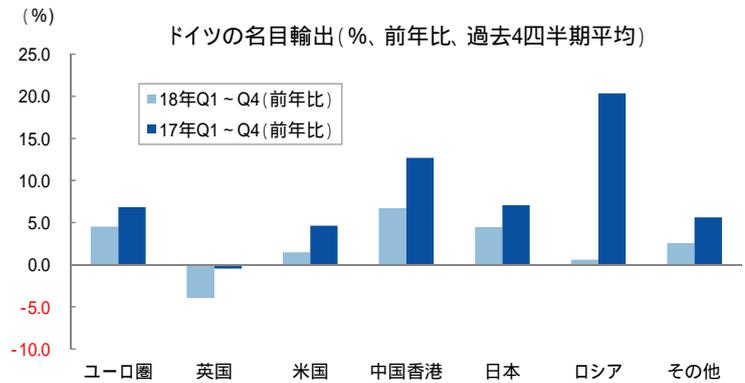
なお、マイナス金利政策については、それを継続することによって、金融仲介機能に対する潜在的な副作用を緩和する一手が必要になるのかどうかを定期的に評価するという趣旨の記述が見られている。こうした議論が4月声明文から「In the context of our regular assessment, we will also consider whether the preservation of the favorable implications of negative interest rates for the economy requires the mitigation of their possible side effects, if any, on bank intermediation」の一文を加えることに繋がったのである。

～聞き飽きた「一時的」～

今後の展望に関しては、真っ当に考えれば中国経済の回復はそのままドイツひいてはユーロ圏の輸出動向を引き上げることに繋がりそうであり、低迷している成長率の復調というシナリオに結びつくものだろう。今回の議事要旨の議論からも政策理事会がそのような想定をしていそうなことは伝わってきた。しかし、日本同様、ユーロ圏も対米国では輸入自動車関税を交渉カードに取られており、米中貿易協議の結果如何にかかわらず、いつ貿易戦争の当事者になっても不思議ではない。その意味で貿易戦争に根差したマクロ経済の不透明感は今直ぐに払拭されるものではなく、製造業を中心としてソフトデータの悪化は続きやすいものと想像する。だからこそ、年内の据え置きをコミットしているフォワードガイダンスにもかかわらず EONIA 先物の利上げ織り込みは 2021 年秋まで伸

びてしまっているのだろう。また、確かに昨年 9 月以降、乗用車などに係る「国際調和排出ガス・燃費試験法 (WLTP)」への対応が義務付けられたことがドイツの自動車販売を抑制したという面はあっただろうが、その後、駆け込み需要の反動から凹んでいた販売水準は回復しているが、生産水準が復元されているわけではない。だからこそ PMI に象徴されるドイツ製造業のセンチメントは 2019 年に入ってから目立たない動きを続けているのだろう。

とすれば、WLTP 対応は確かに一時的にドイツ経済を失速させる要因になったのだろうが、それ以外の輸出下押し要因もあったと考えるのが自然である。この点、中国経済の失速は直ぐに思い当たるが、図示されるように、ドイツの世界向け輸出の伸びを見ると、近年で失速が著しいのは中国・香港向けも去ることながら、米国、ロシア、その他地域も目立つ。その他地域に



(資料) Datastream

おいてはトルコなどドイツにとって重要な新興国が含まれている。これらの国・地域の減速は米国の保護主義を受けたセンチメントの毀損などが寄与している可能性があり、WLTP 対応のような「一時的」というトピックには止まらない。思い起こせば、ユーロ圏経済の失速は 2018 年 1~3 月期、つまり 1 年前から始まっている。その際もインフルエンザの流行やストライキ、大寒波など一時的な要因が指摘され、早晚復調するとの弁が ECB からは聞かれていた。しかし、その後 1 年間、失速は続き、むしろ状況は悪くなった。過去 1 年でこれほど失速が続けば、当面のユーロ圏経済が底打ちすることに違和感はないものの、成長率の加速を描けるほどの根拠は未だないことも事実ではないか。かかる状況下、ECB は低金利のより長期化を見越したフォワードガイダンスへの修正を 6 月ないし 7 月に迫られる可能性があるように思える。

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
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	プレジデントQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建通通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～改めて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(プレジデント交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	プレジデント、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	プレジデント交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の動所～利上げの真価が現れる年～
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～
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～金利に追随する株価～
2018年12月4日	ハリ暴動の読み方～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「壮大なマッチポンプ」～
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い」が勢いつかない理由