

みずほマーケット・トピック(2019 年 6 月 13 日)

厳しい緩和競争が予想される日欧中銀

匿名の ECB 当局者が通貨安誘導のための利下げを検討していると報じられて以降、多くの ECB 高官が(今度は実名で)援護射撃を続けている。背景には望まぬ通貨高への懸念が根深くあり、FRB が(利下げに)動くのであれば、これに果敢に対抗するとの意思表示があろう。だが、既にマイナス金利が域内金融機関にダメージをもたらしていることへの懸念が強い ECB と、利下げ9回の余地を残す FRB では繰り出せるカードの枚数が全く違う。本当に通貨安競争を想定するならば、ECB は金利以外の攻め手を検討する必要がある。なお、こうした論点はそのままだと日銀と FRB の関係にも当て嵌まる。日銀の場合、ECB と異なりイールドカーブコントロール(YCC)やオーバーシュート型コミットメントという現行枠組みの厄介さを抱えていることが注目される。日欧中銀ともに FRB の利下げがもたらすだろう本国通貨高圧力を和らげたい立場にあるが、既に伸び切っている政策発動の余地から派手な動きが取りづらいついていくという葛藤がある。

～ ECB による執拗な緩和予告 ～

一昨日に執筆した本欄 2019 年 6 月 11 日号『ユーロ高を警戒し始めた ECB ～通貨安欲しさに利下げ?～』に対して多くの照会を頂戴しているので、関連する論点を議論したい。

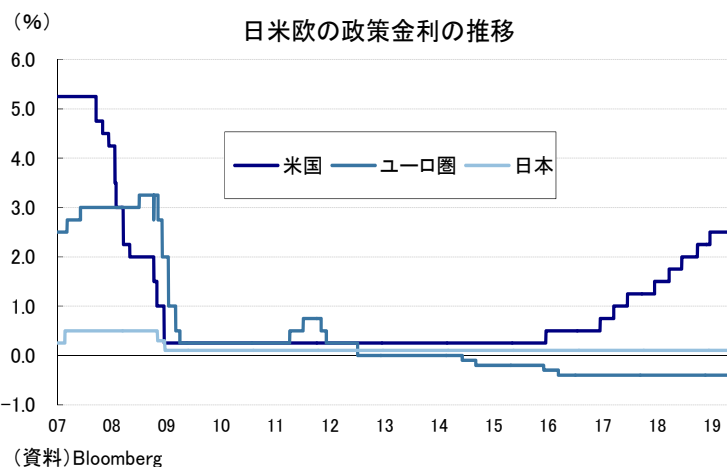
おさらいになるが今週 9 日のロイターは ECB の関係筋がユーロ安を目的として利下げに踏み切る可能性を口にしたことを報じている。引用されている関係筋(ECB の政策当局者とされる)の 1 人は「利下げの理由は 5 つある」とし「為替相場」と 5 回繰り返したという。そして 1 ユーロ = 1.15 ドルは許容可能としながらも 1.20 は注視すべき重要水準と述べたとされる。先進国の中央銀行当局者の発言としては目を疑うようなものだが、この報道を援護射撃するのかなような ECB 高官の発言が後に相次いでいる。まず、同報道の同日にはビスコ・イタリア中銀総裁が「予想通り事が進まなければ、われわれが行動することは疑いがない」と述べ、11 日には元フィンランド中銀総裁(かつ元欧州委員)で次期 ECB 総裁候補ともされるレーン総裁が「政策理事会は行動すると決意しており、必要に応じてすべての政策手段を調整する用意がある」と発言している。さらに昨日(12 日)にはビルロワドガロー・フランス中銀総裁がフランスのテレビ局に対し「現在の景気減速がブレーキを強く踏むことになれば、現在している以上の行動を取ることが可能だ」と述べ、同じくフランス人でこちらも次期 ECB 総裁候補として名が挙がるクーレ ECB 理事が「インフレ率が ECB の目標へと持続的に向かうことを確実にするよう、政策理事会は不測の事態に行動することを決意しており、必要に応じてあらゆる手段で調整する用意ができています」と緩和をほのめかしている。

もっとも「不測の事態に向けて行動する準備(the readiness to act in case of adverse contingencies)」は 6 月 7 日の政策理事会でドラギ ECB 総裁が強調した論点でもあり、上述の発言はこれらを確認しただけとも言える。しかし、ここまで立て続けに出てくると来月会合に向けた露払いではないかと思いたくなる。やはり 1 つには、望まぬ通貨高への懸念があり、FRB が(利下げに)

動くのであれば、これに果敢に対抗して動くつもりがあることの意味表示なのではないか。

～ ECB は副作用に配慮せざるを得ない情勢 ～

しかし、FRB は 25bps ずつの利下げを計 9 回行うことができる。既に ▲0.40% まで引き下げ、それが域内金融機関にダメージをもたらしている ECB とは繰り出せるカードの枚数が全く違う。本当に通貨安競争(ないし戦争)を想定した場合、金利というツールだけではまず勝ち目はないだろう。そもそも ▲0.40% が有害だと考えるからこそ、4 月政策理事会の前にはマイナス金利適用残高の階層化



(tiering) の観測が浮上し、階層化への言質こそ与えられなかったものの声明文には「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」と副作用へ配慮する文言が入ったのであった。そこからわずか 2 か月間で「また利下げするかも」と言い始めている現状は、政策理事会の混乱状況をはっきり表している。

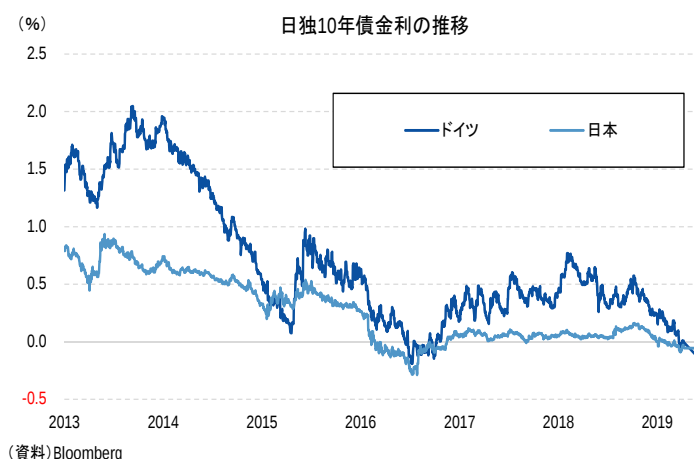
いずれにせよ、真正面から金利の引き下げ競争に付き合うことは ECB にとって域内金融システムひいては政策波及経路を毀損しかねない自傷行為と考えられる。 ついては「次の一手」として考えられるのは利下げよりも先に量的緩和、正確には拡大資産購入プログラム (APP) 再開の方が高い可能性を有するのではないだろうか。万が一、利下げに踏み切るにしてもそれは副作用を和らげる「軽減策 (mitigating measures)」とセットであろう。 先週 7 日の記者会見でドラギ総裁はマイナス金利の期間やフォワードガイダンスの延伸が金融機関の収益を毀損し、貸出の妨げになるという点について非常に長い議論 (a quite long discussion) があったと述べ、副作用へ配慮を滲ませている。利下げに限らず (利下げならば特に、だが)、「次の一手」は金融機関への配慮含みで行われる可能性が高い。 恐らく、こうした煮え切らない挙動は FRB との緩和競争上、不利に働く可能性が高いだろう。なお、過去の本欄でも議論したが、現状のユーロ相場は過大評価とは言えず、むしろ過小評価といった方が実情に近い。ECB は通貨安誘導するにしても、その出発点に恵まれていない。

～ YCC が厄介な日銀 ～

なお、こうした ECB と FRB の関係はそのまま日銀と FRB の関係にも当て嵌まるものである。議論の展開は ECB と全く同じであり、今後 FRB が利下げ局面に入ったとしても日銀がこれに付き合う余地は全くない。厳密には ECB であれ日銀であれ、利下げ余地の有無にかかわらず「FRB が利下げ局面に入った」という条件の下では程度の差こそあれ通貨高圧力を受け入れなければならないというのが変動相場制の摂理だと筆者は考えるが、それでも通貨高が管轄する経済・金融情勢に傷をつけるのであればアリバイ作りと言われても何かはやらねばならないだろう。10 日、ブルームバーグ

とのインタビューに対し黒田日銀総裁が大規模な緩和を行う余地があると口にしているのはそのような文脈からだろう。カードの浪費だと分かっているにもかかわらず動かなければならない辛い事情が日欧の中銀にはあると言える。▲0.40%がそのままダイレクトにチャージされる ECB は利下げ余地という意味では日銀よりもさらに厳しい立ち位置にあると言えるが、日銀も ECB と異なりイールドカーブコントロール(YCC)やオーバーシュート型コミットメントという現行枠組みの厄介さを抱えている。

現行の枠組みでは10年金利がゼロ%を境として±20bp 程度の変動レンジを与えられているが、6 月に入ってから米金利低下を受けて▲0.10%を割り込む動きが続いている。今後、FRB が複数回の利下げを実施した場合、果たして▲0.20%を守りきれるか定かではない。財政黒字のドイツと単純比較すべきではないが、ドイツ10年金利は5月末から▲0.20%を割り込み、さらに下を目指す動きが強まっている(図)。ユーロ圏や日本



への金利低下圧力は明らかに強まる方向にある。ここで問題となるのが YCC の枠組みにおいて日銀がこれを押し返すには国債買い入れの減少が必要ということだ。オーバーシュート型コミットメントが「生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、マネタリーベース(MB)の拡大方針を継続する」と約束している以上、国債買い入れの減少はあまり派手に行えない事情がある。要するに、金利面での緩和意欲を強調すればするほど MB の拡大が難しくなるため、現行枠組みのままでは露骨な緩和アピールをしにくいという自己制約がある。

～煮え切らない日欧を尻目に FRB は肅々と利下げ～

このように見ると、ECB や日銀は FRB の利下げがもたらすだろう自国通貨高圧力を何とか和らげたい立場にあるが、既に伸び切っている政策発動の余地から思い切った動きが取りづらい状況にあることが分かる。両中銀ともに派手な緩和アピールが自傷行為として跳ね返ってくる論点が無視できず、その煮え切らない態度を尻目に FRB が淡々と利下げを敢行する展開が予想される。その際に想定される為替相場の反応がドル安であることに大きな違和感はない。あとは「どれくらいドル安になるのか」という水準感を思索する段階であって、方向感についてはドル安・円高・ユーロ高で問題ないと筆者は考えている。本欄や『中期為替相場見通し』では欧州が政治的なリスクを内包する分、3 通貨の強弱関係は今後 1 年で「円 > ユーロ > ドル」になるのではないかと予想している。

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6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
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～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジット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	「1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～建値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	ブレグジット情勢を巡る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～敢え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(ブレグジット交渉、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	ブレグジット、「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/円相場は新常態にあるのか？
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	ブレグジット交渉を巡る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～正真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の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)