みずほマーケット・トピック（2019 年 7 月 22 日）

ECB 政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～

いよいよ今週から来週にかけて日米欧中銀による政策決定会合ウィークに入る。今週 25 日には 1 番手の ECB が政策理事会を開催する。本日の本欄ではまずこれをプレビューしたい。6 月会合や ECB 年次総会を経て ECB が追加緩和を示唆しており、相応に論点含みの会合ではある。見どころは 2 つある。①フォワードガイダンスの修正を行うかどうか、②利下げを行うかどうか、である。結論から言えば、筆者はどちらも行われず現状維持を予想している。確かに①の可能性は否めないが、既に前回会合で 2020 年 6 月末までの利上げを封印する格好で表現修正を行ったばかりである。今回は流石に早過ぎる決断だろう。②は①以上に難しい決断であり、今回出すカードとしては大き過ぎる。仮に踏み切るとしても何らかの補完策（階層化やマイナス金利付き資金供給の拡大など）が必要になる可能性が高いが、それを今回期待するのも性急な話ではないか。なお、観測報道が出ている物価目標見直しは非常に大きな話である。あったとしても直ぐに決断できる話ではなくラガルド新体制の下で議論が尽くされてからの話だろう。

～NY 連銀、学者ゆえのコミュニケーションの不味さが露呈～

為替市場ではドル相場が値を戻している。ウィリアムズ NY 連銀総裁による 18 日の発言（「景気悪化の兆候が顕在化した時点で迅速に行動すべき」）から▲50bps の利下げ織り込みが進んでいたが、翌 19 日、講演について NY 連銀が学術的な意図を強調して火消しに努めており、米 10 年金利も小幅に戻している。本件は同総裁が学者ゆえに懸念されていた「市場とのコミュニケーション」について不味さを露呈したと言える。こうした中、ドル/円も 108 円付近まで値を戻している。

～日米欧中銀ウィーク：1 番手は ECB～

ところで、いよいよ今週から来週にかけて日米欧中銀による政策決定会合ウィークに入る。これと言った材料に乏しい 1 か月が続いてきた金融市場だが、これからの 2 週間に備えた静寂さだったという面もあるだろう。為替（ドル/円）市場参加者の目線からすれば、三極で最もカードが少なく、最も為替に敏感な日銀が欧米中銀に挟撃されるという難しいカレンダーをどう乗り切るかが注目となる。日米中銀は来週だが、今週 25 日には 1 番手の ECB が政策理事会を開催する。本日の本欄ではまず ECB の政策運営についてプレビューをしておきたい。直近の政策理事会は 6 月 8 日、その 10 日後（6 月 18 日）には ECB 年次総会における講演（いわゆるシントラ講演）が行われ、共に利下げや資産購入再開の余地が示され話題となった。これに対してトランプ米大統領がツイッターで直ぐに「不公平」と噛み付いたのは既報の通りである。相応に論点含みの会合となりそうである。

そうした背景を踏まえて今回の政策理事会をプレビューすると見どころは 2 つある。①フォワードガイダンスの修正を行うかどうか、②利下げを行うかどうか、である。結論から言えば、筆者はどちらも行われず現状維持を予想している。確かに①の可能性は否めない。前回（6 月 6 日）に開催され

た政策理事会の議事要旨では「不確実性の高まりとその長期化見通しに照らして、あらゆる手段を調整することにより金融政策姿勢を一段と緩和する準備が必要」との見解で政策理事会の意見集約が進んでいることが示されている。だが、フォワードガイダンス文言の修正は同会合で行ったばかりだ。具体的には「at least through the end of 2019」から「at least through the first half of 2020」へ修正され、2020 年前半における金利据え置きを示唆する表現になった。2020 年前半は最長で2020 年 6 月末を意味するだろうから、今後 1 年間の利上げを封印したことになる(つまり、ラガルド新 ECB 総裁は今年 11 月の就任から当初 8 か月程度は利上げの選択肢が排除された状態になる)。今後修正するのであれば、カレンダーを示すのではなく「for an extended period of time(長期間)」などにして、実質的には緩和解除の見通しが立たないように表記に変えてくるだろう。それを前会合の舌の根も乾かぬうちにやるとは思えない。

～「次の一手」は金利ではなく量と思われるが・・・～

次に②の利下げはどうだろうか。これはフォワードガイダンス以上に直ぐには難しい決断だろう。4 月 10 日の政策理事会以降、声明文には「金融仲介機能への副作用があれば、これを緩和する一手を検討する」との一文が挿入されている。これに際して階層化導入の可否が議論されたことは周知の通りだ。つい 3 か月前までマイナス金利の副作用を減じることが検討されていたのに、ここにきて深掘りを検討するだろうか。現状、ドイツ最大手銀の経営不安が浮上していることも ECB の頭をよぎるかもしれない。真っ当に考えれば ECB の追加利下げは容易ではなく、「次の一手」として浮上しやすいのは昨年末に停止した拡大資産購入プログラム(APP)の再稼動と推測される。ドラギ総裁は APP に関し「かなりの余地」を示唆し、各種パラメーターの修正も示唆している。ECB がいずれくる局面に備え、利下げではなく APP 再稼動を検討している可能性はあると筆者は考えている

とはいえ、市場は既に 1 年以内に 2 回、1 年半以内に 3 回の利下げに身構えている。仮に、これほどの利下げに踏み切るには何らかの補完策が必要になる可能性が高い。それが階層化になるのか、マイナス金利付き資金供給になるのかは定かではないが、後者との絡みでは今回、何らかの決定がなされる可能性はある。現時点で ECB はターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の実施条件について「主要ファイナンスオペ金利(MRO)+10bps」としているが、この上乗せ 10bpsを撤廃したり、金利控除(いわゆるマイナス金利)の恩恵を受けられる基準を緩めたりすることで銀行部門への「ご褒美」を付与することができる。第 1 回入札が 9 月にあることを思えば、7 月に決断をして、9 月利下げの露払いとする運営などは考えられる。元々、TLTRO3 は景気対策ではなく銀行部門に課された厳格な資本規制を慮った資金調達(金融システム不安)対策という側面があったはずだが、この期に及んではもう趣旨が摩り替わっており、ECB もこれに乗じて局面を乗り切ろうという思いが透けて見える。

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(7月22日時点)

	EONIA	想定される預金ファシティ金利	時期
現在	-0.37	-0.40	
6か月先6M	-0.59	-0.63	2020年4月
12か月先3M	-0.61	-0.64	2020年7月
15か月先3M	-0.64	-0.67	2020年10月
18か月先3M	-0.61	-0.65	2021年1月
21か月先3か月	-0.63	-0.66	2021年4月
24か月先3M	-0.57	-0.60	2021年7月
24か月先6M	-0.57	-0.60	2021年10月

(資料) Bloomberg
※預金ファシリティ金利とEONIAのスプレッドは3bpsと仮定

～5 年先 5 年物 BEI は重視されず？～

なお、伝統的に ECB が重視する市場ベースのインフレ期待（5 年先 5 年物インフレスワップフォワード、5 年先 5 年物 BEI）は歴史的な低水準に至っており、これが ECB の追加緩和観測を強めている面もある。実際、過去に重要な決定をした際は 5 年先 5 年物 BEI が一段と切り下がるタイミングと重なってきたという経緯がある。だが、ドラギ総裁自身、ECB 年次総会で「市場ベースのインフレ期待指標の中には、特に最近では、これらの市場に影響を及ぼした技術的条件のために、インフレ要素が一部失われているものもある」などと述べ、これを判断材料として重視することの危うさを口にしている。何かを決断するにせよ、「スタッフ見通しの改訂と共に新たな経済・金融情勢の進捗が明らかになる 9 月の会合を待って」と緩和含みの整理にして 7 月は乗り切ろうとする意図があるのではないか。

～「目標見直し」という大事業～

ところで、政策決定とは直接関係しないが、先週 19 日には事情に詳しい複数の当局者の話として ECB がインフレ目標の見直しを検討しているとの報道があった。「中期的に 2%未満だが 2%に近い（below, but close to, 2% over the medium term）」という伝統的な表現は、インフレ高進が懸念される時代において物価のアップサイドをけん制し（2%以上は容認せず）、しかし物価の下落は許容しないというやや非対称的な意図を含んでいる。少なくとも、この表現を機械的に運用すれば「2%到達で金融引き締め」という思惑に繋がりかねない。それゆえに「2%弱」という目標を据え置きつつ、そこからの上下双方への乖離をある程度容認するような目標へ修正することで、政策金利を機動的に動かす必要がなくなる（ECB としても静観を決め込みやすくなる）という算段である。報道によればドラギ総裁はこうした修正を志向している模様である。ちなみに ECB が現行の上記表現に修正したのは 2003 年 5 月 8 日の政策理事会であり、ここで金融政策戦略の徹底的な評価（a thorough evaluation）を行った上での決断だった[1]。ECB という組織のミッションに係る重要な論点であるため、仮に決断するとしてもラガルド新体制において、徹底した議論を尽くした上での話になるだろう。総裁会見では質問が予想されるため、中長期的な ECB ウォッチの視座に立てば、その受け答えには大きな興味を持ちたいところである。

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に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] 拙著『ECB　欧州中央銀行: 組織、戦略から銀行監督まで』（東洋経済新報社）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
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版（日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～）
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年5月分）
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版（日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば・・・～）
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
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	次のカタ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	バイト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～