

みずほマーケット・トピック(2019年7月29日)

ECB 政策理事会レビュー～見どころの整理～

先週 25 日の ECB 政策理事会は思いのほか踏み込んだ内容だった。ヘッドライン上は現状維持との触れ込みだが、フォワードガイダンスが明確に下方修正されており厳密には追加緩和に類する動きとも言える。直近 4 回会合で 3 回目の修正は政策理事会の焦燥感を映し出すものだろう。今回のガイダンス変更を受け、政策金利に変更があるとした場合、それは「利下げ」という整理になっており、これをもって 2018 年末の拡大資産購入プログラム(APP)まで進んでいた ECB の正常化プロセスが名実ともに終了したことになる。ドラギ ECB 総裁は「次の一手」に優先順位は付けていないと述べるが、現実的な可能性としては「フォワードガイダンスの強化 + マイナス金利深掘り + 階層化システムの導入」という組み合わせが落としどころか。なお、ドラギ総裁は随所で財政政策の必要性を説いていた。「もう金融政策は多くのことをやった」という認識をラガルド新総裁がどれほど受け継ぐのかという点は体制移行に伴う注目点の 1 つ。

～最後のスタッフ見通しがビッグイベントに～

先週 25 日に開催された ECB 政策理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ(MRO)金利を 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持としている。本欄のプレビューでは「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」と述べたが、概ねその通りになった。「概ね」と付けたのはフォワードガイダンスに微修正が入っており、これを筆者は予想できなかった。後述するように直近 4 回会合で 3 回目の修正であり、ここまでフォワードガイダンスの修正を重ねるのは異例である。なお、会合後直後のユーロ相場は声明文を受けて軟化していたものの、総裁会見で今回の会合では全く緩和策が検討されていないことも明らかにされ、ユーロ相場は反騰している。ドラギ ECB 総裁は今回の会合のポイントを要約すると①現状の経済・物価見通し(とりわけ歴史的に低いインフレ期待)の評価、②これに対応するための準備をどのように行うかだったと述べている。だが、具体的な議論は本当に全くしていない(didn't discuss them at all, really)と強調し、これがユーロ買いを誘発したと見受けられる。その上で今回最大の見どころはひとえに声明文に以下の文言が追加されたことだ:

- In this context, we have tasked the relevant Eurosystem Committees with examining options, including ways to reinforce our forward guidance on policy rates, mitigating measures, such as the design of a tiered system for reserve remuneration, and options for the size and composition of potential new net asset purchases

今回の行動に関し「専門委員会に作業を指示する」というドラギ体制では定番のシグナルが出されている。これはスタッフ見直し改定(3・6・9・12月)の1回前の会合で出されることが多かった。その方が「新しい経済・金融情勢の進捗を踏まえて」という体面が立つということが大きいのだろう。今回も「行動の前にスタッフ見直しを見たい」というドラギ総裁の発言が見られている。この声明文で特筆すべきは階層化システムについて言及があったことだ。筆者の記憶する限り、階層化システムは市場参加者の一方的な思惑としては取り沙汰されてきたものの、ECBが公式に可能性を認めたのは総裁会見を含めて初めてではないかと思われる。わざわざこのような表現を挿入すること自体、「次の一手」としてマイナス金利深掘りの検討が進んでいることを思わせる。

ちなみに列挙されている緩和の選択肢に優先順位付けはないとドラギ総裁は述べるが、市場では階層化システムを伴うマイナス金利の深掘りや資産購入の再開が「次の一手」の候補となっている状況にあり、現実的な可能性としては「フォワードガイダンスの強化+マイナス金利深掘り+階層化システムの導入」という組み合わせが落としどころになりつつあるように見受けられる。もちろん、これに量的緩和再開も含めた「全部出し」ということもあり得る。過去にドラギ体制では一度に沢山の策を示して事態の収束を試みようとするが多々あった¹。ドラギ総裁にとって最後となるスタッフ見直し改定のタイミングでもあり、9月政策理事会は大きなイベントになる可能性も出てきた。記者会見を見ても、専門委員会に現状分析と準備の時間を与える余裕を持ちたいという発言が見られているが、これが複雑な制度修正が必要になる階層化システムの導入を筆頭に、過去のAPPに採用されていた出資比率に応じた購入按分や33%ルールなどを修正する準備である可能性が高い。

ちなみにこれらの一手を検討していること自体、声明文に記載されている以上、全会一致の論点であったことが分かるが、ドラギ総裁は一連のパッケージ策の中には異なったニュアンスを抱いているメンバーが存在することが示唆されている。それがどのオプションについての意見の総意なのかは定かではないが、例えばバイトマン独連銀総裁は当座預金の階層化システムについて否定的な意見を持つことで知られている。過去に「金利の階層化が実現すれば、確かに負担が軽減されたとの感触はあるだろうが、最終的には極めて小さな影響しかない」と述べていたことがある。

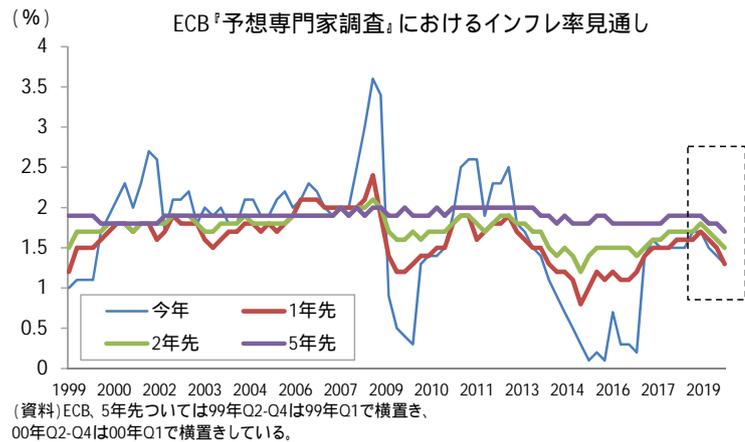
～変わる ECB のミッションステートメント:対称性が強調されたインフレ目標～

また、今回の声明文にはもう1つ大きな変更があった。それは「仮に中期的なインフレ見通しが我々の目標に及ばない状況が継続する場合、インフレ目標を対称的なものと見做して政策理事会は行動する(if the medium-term inflation outlook continues to fall short of our aim, the Governing Council is determined to act, in line with its commitment to symmetry in the inflation aim)」との一文が加わったことである。ドラギ総裁も1つ目の質問に対する回答の中でこうした表現が「new to our language」であることを強調している。ECBの中期的な物価目標は伝統的に「below, but close to, 2% over the medium term」だが、この場合は2%超えのインフレ率を許容しない(2%がキャップである)という市場期待を生みやすい。これはデフレよりもインフレが警戒されていた時代の産物であり、現状のようにインフレが起きておらず、半永久的にインフレ期待とインフレの実績が腰折れた

¹ 例えば2014年6月5日の政策理事会では高まる緩和期待に対し、初のマイナス金利導入というサプライズに加えて、用途を絞った長期流動性供給(TLTRO: targeted longer-term refinancing operations)や資産担保証券(ABS)の買い切りプログラムの検討、固定金利・無制限資金供給の延長、そして証券市場プログラム(SMP)の非不胎化を合わせた5本の政策を打ち出した。

ままであることが警戒される時代にはそぐわない。当然、こうした中期的な目標に係る伝統的な表現(定義)を ECB は取り下げたのかという質問は今回多く見られたのだが、現状のところ、ドラギ総裁はこれを認めるまでには至っていない。確かに「別の異なる目標に進むべきか」という議論はあったと認められているが、一部メンバーが慎重な立場を取った様子が窺い知れる。あくまで「短期的な政策姿勢において物価の 2%オーバーシュートを容認すること」と「中期的に 2%未満だがそれに近い上昇率を確保すること」は別の話だという整理になっているのだろう。しかし、現状が長く続けば、ラガルド新体制で公式に ECB のミッションステートメント自体が見直される可能性がある。

なお、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)については技術的な理由から重視する有用性が低下しているとの情報発信が ECB 高官から度々見られているが、ドラギ総裁はそもそも ECB が四半期毎に発表するインフレ専門家調査(通称 SPF: Survey of Professional Forecasters)も長年の頑健(sturdy)な状況から低下し始めていることから、5 年先 5 年物の有用性が落ちているとは考えつつも、そこに慢心があってはならないとのスタンスを強調している。事実、全ての年限において SPF におけるインフレ期待も下方に屈折し始めている(図)。



～厳密には今回も追加緩和:フォワードガイダンス修正～

基本的には現状維持という触れ込みの今回の会合だが、厳密にはフォワードガイダンスが修正されており、それ自体が追加緩和の選択肢だと言われてきたことを踏まえれば今回の会合は厳密には現状維持だったと割り切れない部分もある。フォワードガイダンスの度重なる修正を見るにつけ、FRBほどではないが、ECB の今年の政策運営もコミュニケーションに難があると言わざるを得ない。

まず、今年 3 月の政策理事会で「at least through the summer of 2019」とされていた利上げの時期に係るフォワードガイダンスを「at least through the end of 2019」に修正し、想定される利上げタイミングが 9 月から 12 月に伸ばされた。これが 6 月の政策理事会(即ち前回会合)で「at least through the first half of 2020」へ修正され、2020 年前半までは利上げしないという表現になった。ここで向こう 1 年の利上げを諦めたわけである。今回の修正は 2020 年前半というカレンダーはそのままに「We now expect them to remain at their present levels at least through the first half of 2020」が「We expect them to remain at their present or lower levels at least through the first half of 2020」に修正された。つまり、政策金利水準に変更があるとした場合、それは「利下げ」であるというコミットメントであり、これをもって 2018 年末の拡大資産購入プログラム(APP)まで進んでいた ECB の正常化プロセスが名実ともに終了したと言える。

ちなみに前回 6 月会合の総裁会見の際、1 番目の質問が「You said that interest rates will remain at their current levels through the first half of next year, but the market is actually pricing for the next interest rate move to be a cut」という手厳しいものだった。これが完全に的を射ている

ものであったからこそ、今回再び変えることになったのだろう。

～ECB は APP をどう評価しているか～

なお、筆者はリバーサルレート懸念の強いマイナス金利の深掘りよりも(ちなみにまだリバーサルレートではないとドラギ総裁は会見で断言している)、昨年末に一旦停止している拡大資産購入プログラム(APP)を再開の方が合理的ではないかと考えている。しかし、今回の質問者の中には「2.6兆ユーロにもわたる過去4年のQEが奏功しておらず、目標も達成できていないのだとしたら、今後それを再開させても何の意味があるのか」といった厳しい質問をする記者も現れている。これに対し、ドラギ総裁は2014年からインフレ率を引き上げることに成功しているのでAPPには効果があったと即答し、雇用市場に至っては過去5～6年で1100万人ほどの雇用が創出され、加盟国の中には完全雇用状態にまで雇用市場が回復した例もあったと自賛している(なお、政策理事会の度にメンバーは雇用創出の水準感を擦り合わせていると述べている)。その間に様々なリスクがあったのであって、これによる金融政策効果の減殺を脇に置けば、基本的にAPPは効果を持ったというのがドラギ総裁の立場である。また、物価低迷については認めつつも、そのような傾向はユーロ圏に限った話ではなく、だからこそAPPの効果は否定されるものではないとしている。強くは言えないものの、金融政策の余地が殆どないというのがドラギ総裁の本音であろう。いずれにせよ、「APPの活用によって経済物価情勢の押し上げは叶う」という立場の下でECBがその再稼働を次の一手として打ち込んでくる可能性はやはり低くないと思われる。

～財政政策へのバトンタッチを求めるドラギ総裁～

上述のように、APPを筆頭とする金融政策の効用をしっかり論じつつも、本当に求められるのは財政政策だと強調しているのも印象的であった。ドラギ総裁は別の記者から域内の経済情勢についてリセッションの可能性を問われると、ドイツを筆頭に製造業が重要な加盟国においては財政政策が非常に重要となっており、さらなる減速ともなれば金融政策も動く用意があれば財政政策こそが不可欠であると強調している。なお、ECBは今年3月の政策理事会における声明文で財政政策に係る表現を「緊縮重視」から「緩やかな拡張が重要(the mildly expansionary euro area fiscal stance and the operation of automatic stabilisers are providing support to economic activity)」という現在のスタンスに修正している。今回、ドラギ総裁は会見でも「I think fiscal policy was important, is important, will be even more important if the economic situation deteriorates everywhere」と述べており、もう金融政策に糊代は殆ど残されていないということの裏返しなのだろう。こうした「もう金融政策は多くのことをやってきた」というドラギ総裁の認識をラガルド新総裁がどれほど受け継ぐのかは新体制移行に伴う大きな注目点である。

～IMFでの意思決定がECB総裁職に生きるか～

今回の政策理事会はラガルド新総裁就任が決定されてから初めての政策理事会でもあった。そこである記者が「任期の終わりに差し掛かって、なにかやっておきたいという思いはあるか」と退任を意識した質問を行っている。これに対し「将来について何も申し上げることはない」と述べつつ、ドラギ総裁は「後任について一言申し上げたい」と語り始めた。そこではIMFで行われている合議制の

意思決定では内部のエコノミストからの膨大なインプットを処理し、これを同僚やスタッフそして IMF 内部の様々な部署との議論に巻き込んでいかなければならないとラガルド氏の専務理事としての経験を簡単に紹介し、「これは ECB で行われていることと大差ない」とバックアップしている。

確かに ECB も IMF も多国籍のスタッフからなる国際機関であり、この意思決定過程ではあらゆる関係者を経ることになる²。ECB は加盟国間の調和を図るため、意思決定までのスピードをダウンさせても様々な国籍やスタッフが交わるようにその過程が作られているという面がある。確かに、これをまとめ上げるという経験において欧州債務危機の最中で IMF の陣頭指揮を執ったラガルド氏ほど知見の有る後継者は稀有かもしれない。一方、「フランス政府はあなた(ドラギ総裁)を IMF 専務理事に推すようロビーイングしていると報じられています。就任する気はありますか」との質問も見られている。これに対し、ドラギ総裁は「とても光栄なことだが私はまだ任期中」と述べるに留まっているが、上述の理由からラガルド専務理事が ECB 総裁として意思決定を上手く切り盛りしていけるのだとすれば、ドラギ総裁もまた、IMF 専務理事として同様の評価を受けるはずである。IMF 専務理事と ECB 総裁のスワップ人事というのもあながちあり得ない話ではないのかもしれない。

市場営業部
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。

² 詳しくは拙著『ECB 欧州中央銀行: 組織、戦略から銀行監督』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26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
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～
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	FOMO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れば・・・～)
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・資金情勢～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～表裏の基本シナリオの信認～
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	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～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(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？