

みずほマーケット・トピック(2019 年 12 月 5 日)

ECB 政策理事会プレビュー～デビュー戦、3 つの見どころ～

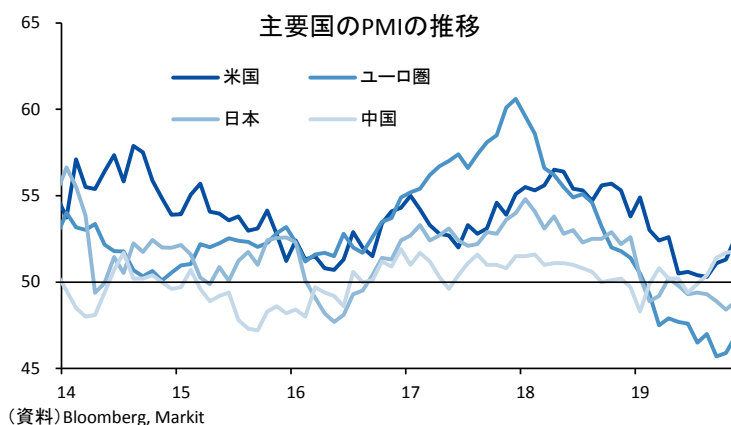
来週 12 日、ラガルド ECB 総裁にとって最初の政策理事会が開催される。9 月の政策理事会で持てるカードを概ね出し切り、過去に例をみない分裂をもたらしたばかりであることを思えば、12 月に限らず当面は現状維持を基本とすべき。11 月以降、世界的に製造業 PMI の持ち直しが見られており、ユーロ圏もようやく底打ちの兆しが見られているが、他国・地域に比べてはつきりと劣後している状況に変わりはない。2020 年いっぱい、ECB は「良くて現状維持、場合により追加緩和」を想定するのが妥当だろう。敢えて今回会合の注目点を列挙するとすれば①新しい「物価安定の定義」を含めた金融戦略の修正スケジュール、②①において気候問題を織り込もうとしていることへの見解、③マイナス金利の見通しへの見解。特に①と②は欧州全体で過熱気味のトピックであり ECB がどれほど巻き込まれるのかは来年以降の注目トピックとなりそう。

～長期化は想定通り～

昨日の為替市場は米中貿易戦争の長期化を懸念するムードが若干和らいでいるものの、ドル/円相場では冴えない値動きが続いている。本欄では繰り返し論じているが、「中国の不正と戦う大統領」というポーズがトランプ米大統領の支持層に対するアピールになる以上、早々に完全解決など期待できるはずもない。現在の米政治情勢を見る限り、大統領が交代しようと、政権政党が変わろうと、米国の強硬な対中姿勢が変わる可能性も高くなさそうに見受けられる。むしろトランプ大統領は「ディールという損得勘定が働きやすい分、まし」という見方もあることに留意したいところだ。本当に人権や領土に問題意識があり、果ては覇権争いという視点を重視してしまえば、両国の関係は半永久的に緊張が続くはずである。来年も再来年も米中貿易戦争への懸念から相場が上下動する展開は不可避という構えで市場を見ておく必要があるだろう。

～2020 年いっぱい、「良くて現状維持、場合により追加緩和」～

ところで 1 週間後の来週 12 日にはラガルド ECB 総裁にとって最初の政策理事会が開催されるので簡単に論点を整理しておきたい。9 月の政策理事会で持てるカードを概ね出し切り、過去に例をみない分裂をもたらしたばかりであることを思えば、12 月に限らず当面は現状維持を基本とすべきだろう。11 月以降、世界的に製造業 PMI の持ち直しが見られており、ユーロ圏もよう



やく底打ちの兆しが見られているが、他国・地域に比べてはっきりと劣後している状況に変わりはない。とりわけ域内成長のエンジンになるべきドイツがはっきりと勢いを取り戻す雰囲気はない。2020年1月になればEU自動車環境規制(排ガス規制)のさらなる強化も控えており、欧州だけではなく世界を下押ししてきた自動車産業がさらに失速することが予見されている。2020年いっぱい、ECBは「良くて現状維持、場合により追加緩和」を想定するのが妥当であろう。

～「金利」と「量」の順番を考える～

ECBが立たされている現状を振り返っておくと、9月の政策理事会でECBは11月1日から拡大資産購入プログラム(APP、月間200億ユーロ)を再開することを決定、その継続期間として「利上げを始める直前まで(shortly before we start raising the key ECB interest rates)」というコミットメントを提示している。「金利」と「量」の調節に関し、時間的順序を予め決めておく表現は前ドラギ体制では「シーケンス文言」と呼ばれECBウォッチャーの中では注目されてきた経緯がある。具体的には2018年4月の政策理事会までは利上げの時期に関し「我々の純資産購入(≡APP)を十分に超える期間(well past the horizon of the net asset purchases)」経過してから行われるというシーケンス文言があった。この「十分に超える期間」がどの程度を指すのかは定かではなかったが「恐らく半年程度」というのは市場予想の中心であった。その後、2018年6月の政策理事会で2018年12月のAPP終了が予告され、このシーケンス文言は削除され、「少なくとも2019年夏が終わるまで(at least through the summer of 2019)」は利上げは封印するとの表現に置き換えられた。つまり、「APP終了から恐らく半年程度で利上げ」という市場の読みとは大きく外れない形(厳密には少し長い形)で利上げを予告したのであった。

もっとも、周知の通り、2018年後半からはファンダメンタルズの悪化が顕著になってしまったことで「2019年夏」が終わった9月の政策理事会では利上げどころか利下げが

ECBのスタッフ見通し(2019年9月)

(%)

	2018	2019	2020	2021
消費者物価上昇率(HICP)	1.8	1.1~1.3	0.4~1.6	0.7~2.3
(前回:2019年6月)	1.8	(1.2~1.4)	(0.7~2.1)	(0.8~2.4)
実質GDP	1.9	0.9~1.3	0.4~2.0	0.4~2.4
(前回:2019年6月)	1.8	(0.9~1.5)	(0.5~2.3)	(0.4~2.4)

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2019~21年が1.14。

実施されてしまった。それゆえ、シーケンス文言は基本的に信用できるものではない。だが、今回は「利上げを始める直前」という比較的是っきりとした表現を使用している。例えばAPPが2020年12月末までの1年間は継続されると仮定すれば、利上げの想定時期はその直後となる2021年1月ないし3月という意向だろうか。確かに、APP終了を決断できるくらい余裕のある状況で矢継ぎ早に利上げにまで踏み切らなければまた機会を逸してしまうというのが実情だろう。とはいえ、最新のECBスタッフ見通しでは2021年になってもユーロ圏消費者物価指数(HICP)は+1.5%(中央値)にしかない。だからこそ金融政策戦略で物価目標の対称性を強調して緩和継続をアピールするのが、だとすると利上げなど今後2年間は無理というのが妥当な見方ではないか。

～敢えて考える3つの見どころ～

ラガルド総裁のデビュー戦である来週の政策理事会に関し、敢えて注目点を列挙するとすれば

①新しい「物価安定の定義」を含めた金融戦略の修正スケジュール、②①において気候問題を織り込もうとしていることへの見解、③マイナス金利の見直しへの見解であろうか。

このうち①と②は基本的には同一論点だが、とりわけ②については各種メディア報道でも大きく報じられ、今週の本欄¹でも詳しく議論した。記者会見でもラガルド総裁の思いを再確認する質問が必ず出てくるだろう。①については12月2日に実施された欧州議会の公聴会において「近い将来に始める(will start in the near future)」、「戦略見直しは2つの原則に基づいて実施される。徹底した分析と偏りのない姿勢(thorough analysis and an open mind)だ。これには熟慮と幅広い審議が要求される」と述べている。具体的な期間には触れられていないが、議論を始めて2か月や3か月で答えが出るような話ではないということなのだろう。現在、声明文には「対称性へのコミットメント(commitment to symmetry)」を約束する文言が挿入されているため、早急に戦略を見直して「物価安定の定義」に対称性を組み込まなければならないというほど火急の事態でもない。「徹底した分析(thorough analysis)」のために相応の時間を取るのだとすれば、やはり早くても2020年中頃、場合によっては2020年いっぱいを見るべきテーマではないか。

また、そうした腰の入った作業の中で②の論点も考慮していくことになると言われている。ドイツを筆頭として金融政策運営において気候問題という論点を入れることに関して難色を示す当局者は相応に存在しそうである。しかし、欧州議会の証言においてもラガルド総裁は「物価安定の二次的だ(secondary to protecting price stability)」と断った上で、「気候問題をECBのマクロ経済モデルに織り込むべきであり、EU域内の銀行を監督するにあたってそのリスクを考慮に入れる」と意気込みを見せている。また、ECBは化石燃料に関連する事業からの融資を撤退しつつある欧州投資銀行(EIB)の発行する債券の主な買い手であると述べ、既に間接的な環境貢献をしていることもアピールしている。この意気込みの強さを見る限り、今回の戦略見直しにあたって気候問題を入れることが1つの争点となることは不可避の情勢と見受けられる。

なお、今回、どの程度の時間が割かれるかは不明だがマイナス金利の妥当性を問う③の論点について問う記者も現れるかもしれない。既報の通り、12月にはスウェーデン国立銀行(リクスバンク)がマイナス金利政策を撤回させると見られている。このところ欧州ではマイナス金利に対する批判的な論調が勢いづいており、例えば今週3日にはビスコ伊中央銀行総裁が「マイナス金利はほとんど役に立たず、金融システムに有害な副作用を及ぼす恐れがある」と述べているが、こうした論調はユーロ圏財務相会合で支配的なものだとする報道も見られている。マイナス金利政策のメッカである欧州で「マイナス金利政策は意味の無いものだった」との総括が固まってくるかどうかは、ECBがこうした流れに乗るかどうかには依存してくるだけに注目の論点と考えられる。

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、当行は本情報をお無償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 本欄 2019年12月2日号『金融政策に環境配慮は必要か?～制御すべきは気候ではなく物価～』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12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～サッカーバーク証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合レビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ボンド/ドルは120割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
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	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～