

みずほマーケット・トピック(2020 年 1 月 21 日)

## ECB 政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～

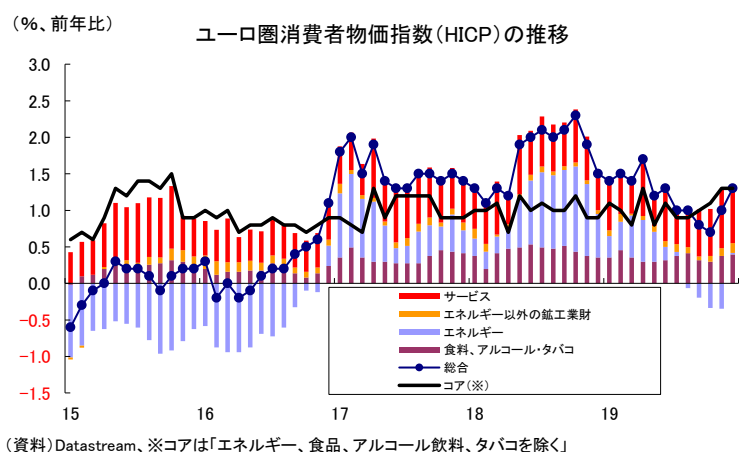
今週 23 日に開催される ECB 政策理事会のプレビューをしておきたい。今回は現状維持であろう。理由は①域内経済に底打ち機運が窺えること、②緩和策の継続に副作用を指摘する声が依然根強いこと、③海外経済・金融環境が落ち着き始めていることの 3 点。①は域内のインフレ率が実績・期待の双方で底打ちが見られていることなどが好感されるだろう。また、次に②の論点だが、12 月政策理事会の議事要旨を見る限り、マイナス金利を筆頭とする緩和継続がもたらす副作用に関しては、相応に懸念が集まっている模様。今後、追加緩和よりも副作用軽減を理由とした一手を打ってきそうな雰囲気もある。常々不安視されてきた米中貿易協議や中東絡みのリスクが後退していることを思えば、③は多くの説明を要しまい。ユーロ圏経済は過去 1 年の仕上がりが悪過ぎたゆえに、今年、日米欧の中で成長率の上方修正が最も期待できそうな存在。スウェーデン型の「副作用軽減のための利上げ」は状況によっては検討される可能性も。

### ～「政熱経冷」のような雰囲気～

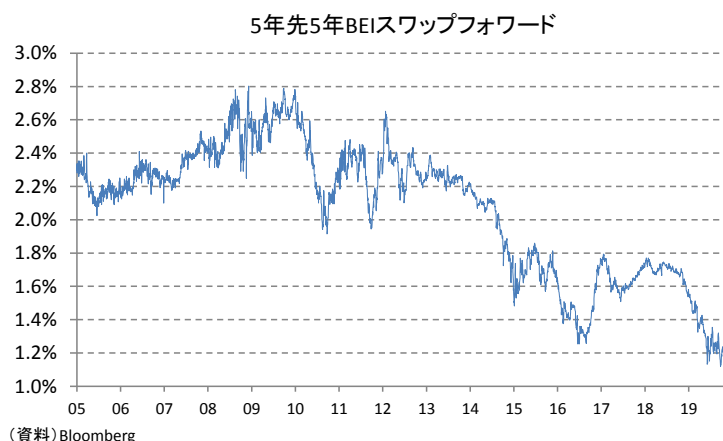
為替市場は 110 円付近で小動きが続いている。昨日は米仏がデジタル課税を巡る紛争について休戦合意したと報じられたものの、金融市場はさほど好感していない。とはいえ、先週の米中第一段階合意に続く動きであり、トランプ米大統領が徐々に選挙戦を見据えて停戦モードに入っているかのような印象を受ける。なお、昨日は IMF が世界経済見通しの暫定修正を公表しており、ダウンサイドリスクの後退を指摘しつつ、世界経済全体の成長率は下方修正している。こうして見ると、月初に発表された米 12 月 ISM 製造業景気指数や米 12 月雇用統計が冴えなかったことに象徴されるように、基礎的経済指標は冷え気味だが、政治的な材料は改善を示すものが増えているように見受けられ、一種の「政熱経冷」のような雰囲気が感じられる状況に思える。

### ～現状維持、3 つの視点～

ところで今週 23 日には ECB 政策理事会が開催されるため、簡単にプレビューをしておきたい。結論から言えば、今回は現状維持であろう。理由は幾つか考えられるが、①域内経済に底打ち機運が窺えること、②緩和策の継続に副作用を指摘する声が依然根強いこと、③海外経済・金融環境が落ち着き始めていることの 3 つを踏まえれば、今回は様子見で十分と考えられる。



まず①は抑えておくべき基本の論点だ。12月12日開催の政策理事会議事要旨では「減速傾向について安定化のサインが幾つか見られているが、前回(10月)の政策理事会以降で入手されたデータはユーロ圏経済の成長が引き続き弱いことを示唆している」との現状分析が示されていた。依然弱さが目につくものの、薄日も差し始めているということだろう。また、物



価動向に関しても「基調的なインフレ率に関し、僅かながら復調のサインが見受けられるが、その動向は全般的に抑制されてる」とこちらも立ち直りの兆しが指摘されている。確かに、域内のインフレ率は実績・期待の双方で底打ちが見られており、中銀としては静観できる状況と言える。

### ～目立つ副作用への言及～

次に、②だ。緩和策の副作用を指摘する声が徐々に強まっていそうなことは今後を見通す上で重要である。12月会合の議事要旨によれば、「何人かのメンバーは現行の政策運営にまつわる潜在的な副作用に注意を払う必要があり、今後厳密な監視をする価値があると強調した」という。さらに、「利回りを求める世相において、ユーロシステム(ECBの緩和策)で創造された流動性が金融仲介機能や資産市場(例えば株式市場や住宅などの不動産市場)そしてユーロ圏外への資本流出に与える影響を注意深く追跡する必要があるとの提案があった」との記述が続けられている。さらに「マイナス金利がユーロ圏の家計部門に与える潜在的な影響に関して、幾つか懸念の声が上がった。とりわけ貯蓄や消費の動向にも厳密な監視を要する」との声も紹介されている。もちろん、「(金融規制などを通じた)マクロプルデンシャル対応がリスクや副作用に対応する最初の一手となる」が基本認識であるにせよ、これらの副作用を警戒する政策理事会メンバーの声を無視して追加緩和を検討するのは今後ますます難しくなってくる恐れがある。現状のように事態が落ち着いている段階では問題にならないだろうが、今後判断に迷う微妙な情勢が到来した時の課題となるはずだ。

最後に③の論点だが、これは改めて強調する必要はないだろう。ECBに限ったことではないが、多くの中央銀行は先鋭化する米国の保護主義姿勢と地政学リスクの高まりをダウンサイドリスクの元凶と捉えてきた経緯がある。12月会合の議事要旨でも「経済のさらなる拡大を押さえ込む貿易および地政学リスクにまつわる不透明感」が指摘されていた経緯がある。1月に入り、米中貿易交渉が第一段階合意に至り、米イラン関係もひとまず落ち着きを見せる状況となっていることを踏まえれば、ダウンサイドリスクに係る記述が前向きなものに修正される可能性すら期待される状況である。1月会合において、何らかの見どころがあるとすればこの点ではないかと思われる。

### ～既に始まっている「対称性の強調」～

本欄でも繰り返し議論している通りだが、ECBに関しては政策運営に係る「次の一手」よりも17年ぶりに着手が始まる戦略見直しに注目が集まっている。この点、12月政策理事会でラガルド総裁

は「声明文は戦略見直しに関与すべきではない」との方針を明らかにしているので、見直しの終了が予定される今年末までは、会合のプレビューで取り上げる論点ではないだろう。だが、既報の通り、今回の見直しを経て、ECB の物価安定の定義は「中期的に 2%未満であるがその近辺(below, but close to, 2% over the medium term)」という 2%「未満」を意識する表現から 2%を「超過」しても緩和策を継続できるような表現に修正される見込みである。こうした 2%を挟んだ対称性は昨年の ECB 年次総会でドラギ元 ECB 総裁が「物価目標の対称性を明確化 (clarifying the symmetry of our aim)」として強調していたものである。この点、既に声明文には「commitment to symmetry」とのフレーズが先回りして組み込まれていることから、実質的にはもう政策運営が始まっていると考えるべき状況にある。とすれば、今後、物価が復調してきても、2%を優に超えた上でそれが安定してこない限り、正常化の議論には至ることはないだろう。上述したような物価情勢の復調は「追加緩和をしない理由」にはなっても、「正常化に至る理由」とはならないはずである。

以上のような状況を踏まえれば、今回の会合に限らず、当面の間、ECB が正常化路線に復帰するのは困難だと思われる。ただ、敢えて言えば、上述したように、現行路線への副作用は相応に意識され始めている。その理由をテコにして利上げへの一点突破を図る好機が年内に 1 度くらいは訪れるかもしれない。実際、ユーロ圏経済は過去 1 年の仕上がりが悪過ぎたゆえに、今年、日米欧の中で成長率の上方修正が最も期待できそうな存在であり、スウェーデンがやったような「副作用軽減のための利上げ」は完全否定できるものではない。今年、ユーロ相場が高値を狙えるとしたらそのタイミングではないかと思われる。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                        |
|-------------|---------------------------------------------------|
| 2020年1月20日  | 米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～                                |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)                      |
| 2020年1月17日  | 週末版                                               |
| 2020年1月15日  | 「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その～                        |
| 2020年1月14日  | 中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～                       |
| 2020年1月10日  | 週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)                |
| 2020年1月9日   | 予防的利下げの成否～'98年型利下げ」と'99年型利上げ」～                    |
| 2020年1月8日   | 軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～                        |
| 2020年1月6日   | 2020年、レンジ脱却に必要なもの                                 |
| 2019年12月25日 | 2020年、レンジ脱却に必要なもの                                 |
| 2019年12月24日 | 2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～                         |
| 2019年12月23日 | スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～                    |
| 2019年12月20日 | 週末版                                               |
| 2019年12月19日 | 米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か?                         |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)                      |
| 2019年12月18日 | やはり上げを失ったボンド相場～政治も金融もボンドの足枷～                      |
| 2019年12月17日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー                                   |
| 2019年12月16日 | 英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～                         |
| 2019年12月13日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)                 |
| 2019年12月12日 | FOMCを終えて～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～                   |
| 2019年12月11日 | 円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～                              |
| 2019年12月10日 | 道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～                         |
| 2019年12月9日  | 英国総選挙の論点整理～事実上、'2度目の国民投票」～                        |
| 2019年12月6日  | 週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)                    |
| 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～                      |
| 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 | 「株値の虜」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～ザッカーバーグ証言を前に～                     |
| 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  | 日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～                           |
| 2019年9月6日   | 週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)        |
| 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1.20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幅変わりそう～)         |
| 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～                           |