

みずほマーケット・トピック(2020年3月11日)

ECB 政策理事会レビュー～実質的なデビュー戦～

明晚の ECB 政策理事会をレビュー。追加緩和ありきで見ている市場参加者が殆どだろう。先週 2 日、ECB は「appropriate and targeted measures」を講じるとの声明文を発表している。その意味で今回はラガルド ECB 総裁にとって 3 回目の会合であるものの、手腕を見せるという意味では実質的なデビュー戦と言える。ドラギ元総裁の鮮烈なデビュー戦と比較されるだろう。筆者は利下げ、APP 拡大、TLTRO3 利用条件緩和、いずれもあり得ると予想。今回はラガルド総裁の「色」を印象付ける重要な会合なだけに、失望を買うわけにはいかない。思い残すことなく手段を振り込むのではないか。ラガルド総裁は現行の政策金利に関しリバーサルレートではないと言い切った経緯があるだけに、マイナス金利の深掘りはあり得る。ネックとなるのは現在が 16 年ぶりの戦略見直しの作業中であるということ。極力、現行枠組みを大きくいじるような真似はしたくないだろう。調整能力を含め、ラガルド総裁の真価が問われる会合になる。

～悔いのない包括緩和を予想～

昨日の金融市場ではトランプ政権が一部企業に対する救済措置や給与税減税の方針を示したことを探し、従前の悲観ムードの反動が見られている。とはいえ、事の発端が疫病であるだけに市場心理はいつ崩れてもおかしくないというのが実情であろう。ドル/円相場も 105 円台後半まで反発した後、再び 1 円ほど戻すなど、値が定まらない地合いが続いている。しかしながら、101 円台まで突っ込んだ一昨日から思えば、104～106 円のレンジを新たな居所としつつあるように見える。

こうした中、明晚には ECB 政策理事会があるので簡単にレビューしておきたい。今回に関しては追加緩和ありきで見ている市場参加者が殆どと思われる。先週 2 日、ECB も主要中銀と足並みを揃える格好で「We stand ready to take appropriate and targeted measures, as necessary and commensurate with the underlying risks」との声明文を発表している。来週の日銀も同様であるが、こうした声明を出した以上、現状維持はまず考えられない。その意味で今回はラガルド ECB 総裁にとって 3 回目の会合であるものの、手腕を見せるという意味では実質的なデビュー戦と言える。2011 年 11 月に着任したドラギ元総裁は初回会合で利下げを敢行し、2 回目となる 12 月会合では 36 カ月物長期流動性供給 (LTRO) を通じた約 1 兆ユーロの流動性供給を決定し、沈滞ムードを一変させた。これらデビュー時の手腕から「ドラギマジック」というフレーズが生まれ、市場の信認を買うことに成功したのである。ラガルド総裁も今後の自身の「色」を見せる上で非常に重要な会合となる。

もっとも、現在は 16 年ぶりの戦略見直しの実施中であり、現行政策の効果や副作用を検証している真っ只中である。ゆえに、ECB としては「何もしたくない」のが本音であろうし、動くにせよ現行枠組みを大きく触りたくないはずである。こうした中、予想される「次の一手」については見方が分かれる。具体的には利下げ、量的緩和(拡大資産購入プログラム、以下 APP)、ターゲット型長期流動性供給第三弾 (TLTRO3) の利用条件緩和などから選ぶことになるだろう。結論から言えば、筆者は

利下げ、APP 拡大、TLTRO3 利用条件緩和、いずれもあり得ると考えている。繰り返しになるが、今回はラガルド総裁の「色」を印象付ける重要な会合なだけに、失望を買うわけにはいかない。思い残すことなく手段を振り込むだろう。

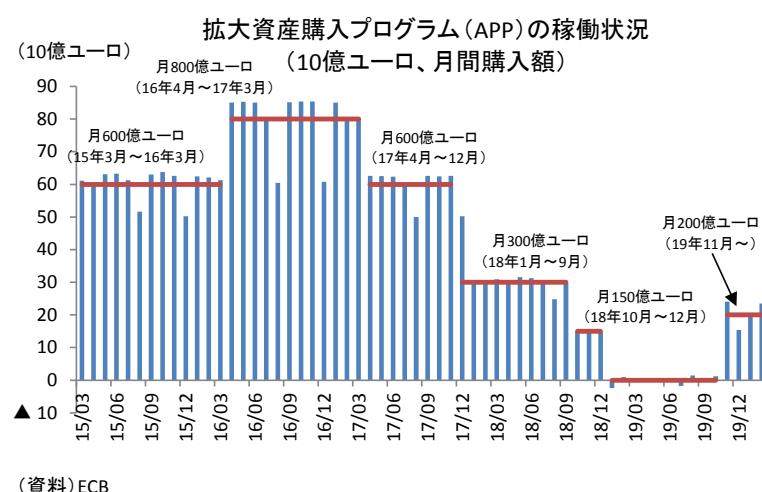
～マイナス金利深掘りの可能性は否めず～

まず、マイナス金利の深掘りをどう考えるか。FRB が▲50bps の緊急利下げに踏み込み、しかも来週の定例会合における▲75bps～▲100bps という超大型利下げの可能性も期待されている以上、ECB にも同様の措置を期待する向きは少なくない。3 月 10 日夕方時点でブルームバーグが集計する予想中央値によれば預金ファシリティ金利を▲0.50%から▲0.60%へ、10bps 引き下げると見ているのは 57 人中 23 人と決して多数派ではない。しかし、利下げがあったとしても決してサプライズというほどの話でもないだろう。利下げ可否については、昨年 9 月に準備預金の階層化を決断しマイナス金利政策の副作用を軽減することに努めてきた経緯をどのように評価すべきかでも変わってくるだろう。「階層化して副作用を軽減したのだからまだ引き下げできる」という考え方もあるだろうし、「引き下げてしまえば階層化の意味がなくなってしまう」という考え方もある。

筆者は利下げがあると予想するが、これは FRB の利下げに応じてユーロ相場が急騰していることを ECB は愉快に思っていないと考えられるからだ。近年、ECB はユーロ相場が騰勢を強めると必ずこれに配慮する情報発信をしてきた。マイナス金利が実体経済にもたらした前向きな効果は殆どないと思われるが、唯一確実に認められるとすれば通貨安効果はあった。この点から利下げは魅力的なオプションに映ると思われる。そもそもラガルド総裁は現行の金利環境がリバーサルレートになっているのではないかという質問に対し「経済理論においてリバーサルレートとは信用収縮(貸出の減少)が起きている時のレート」と定義を示し、信用拡張(貸出の増加)が続いているユーロ圏では該当しないのだという見解をデビューアル会合後の会見で述べていた経緯がある。今もユーロ圏の貸出は伸びてるので、ラガルド総裁はリバーサルレート論には与さない立場と思われる。

～月間 200 億ユーロからの拡大は容易いか～

通貨安誘導を企図するならばマイナス金利が一番効果的だが、金融システムへのダメージを思えば、持続可能性のある策とは言えない。この点、既存枠組みである APP を強化する手もある。だが、現状の APP はオープンエンド型ゆえ、期間の延長といった仕様変更でお茶を濁すことは出来ない。やるならば、月間 200 億ユーロの金額を拡大するしかない。イタリアで新型コロナウィルスの感染が急拡大していることを受けて、域内金利の中で唯一イタリアだけが上昇しているのが現状である。この点、APP の増額は的を射た対応ではある(イタリア国債だけを狙い打つこと



はできないが)。そもそもピーク時は月間 800 億ユーロだったことを思えば、決断も容易い。

しかし、そうした決断にあたっては国債保有比率の上限(現在は 33%)を引き上げるなど、細かな仕様変更も必要になってくる可能性もある。それが厳しければ新しい資産クラスを追加することで月間購入額を膨らますことも検討されるかもしれない。16 年ぶりの戦略見直し作業はまさにそのような論点の正否を検証しているので、枠組みのルールや建付けをはつきりといじるような決断が難しいという台所事情もある。そうは言っても今は緊急事態である。「新型コロナウィルスの拡大が終息するまで」という条件付で購入額の増減を可能にするという特例は理解を得やすいかもしれない。

～TLTRO3 の条件緩和はプラスアルファ～

最後に TLTRO3 の利用条件緩和はあり得る。そもそも「targeted measures」は「Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)」に由来するフレーズではないかと推測される。昨日の本欄でも議論したが経済活動が強制的に抑制される状況下、最も求められる対応は一にも二にも企業の資金繰り対応である。とはいえ、TLTRO3 の利用条件緩和は昨年 9 月に実施したばかりであり、具体的には貸出金利の引き下げ(+10bps のスプレッド削除)、貸出期間の延長(2 年→3 年)を決断している。これ以上、修正する部分はそれほど大きくない。何らかの修正(さらなる期間延長など)はあるのかもしれないが、微修正にとどまるだろう。TLTRO3 利用条件緩和は他の政策とセットで示されるプラスアルファとしての位置付けになると思われる。また、そもそも TLTRO3 は利用額が奮わないスキームになっており、「次の一手」がこれだけというのは考えにくい。

～ラガルド総裁の真価が問われる会合に～

以上見るよう、やはり 16 年ぶりの戦略修正作業と同時に政策運営をしなければならないという難しさが所々邪魔をしそうな気配がある。しかし、冒頭述べたように、今回会合の出来が当面のラガルド総裁の「色」を決めるであろうし、そもそも今は非常事態である。ある程度の特例や例外は容認されやすいだろう。なお、調整能力に定評があるラガルド総裁だけに、仮に包括的な緩和パッケージを決めるにせよ、それを満場一致での決断に持ち込めるかなども注目しておきたい。ドラギ元総裁は機動性を重視し、多数決で物事を突破するタイプだったが、その代償としてドイツを筆頭とするタカ派メンバーとは最後まで不仲が伝えられた。ラガルド総裁はそうではないという下馬評であり、調和を重んじるキャラクターとも見受けられる。いずれにせよ、ラガルド総裁の真価が問われる会合となりそうなことは間違いない。

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。

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
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧洲難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと…～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ポンド相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会レビュー～底打ち機運に乗り静観～
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②～
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～その②～
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ポンド相場～政治も金融もポンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合レビュー
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～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
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	「株価の底」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～輸出拠点が裏目についたドイツ～
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برا」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～欧洲・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「する賢さ」～
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	揺らぐリラ計画～初のメンバ脱退表明を受けて～
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景気指標の悪化を受けて～)
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製造業景気指標の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起った「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～