

## みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 2 日)

## ECB 理事会プレビュー～現状維持も、リスクは M3 か～

5 日(木)の ECB 理事会についてプレビューしておきたい。結論から言えば、12 月理事会は現状維持を予想。だが、スタッフ見通しにおいて 2015 年の消費者物価指数(HICP)見通しが 1.5%未満に設定されることで、現状政策の不十分性が図らずとも示されることになるため、追加緩和について何らかのメッセージ性を強める可能性はある。直近の ECB 高官発言を振り返ると、マイナス金利は「可能だが、やる気なし」がコンセンサス。リスクシナリオとして追加緩和を想定するとすれば、直近の M3 減速が理由になるか。「伸びないマネーサプライとこれに伴い抑圧されるインフレ圧力、結果として高まるユーロの購買力」という理論的な構図は状況証拠として確かに存在。M3 の参照値「4.5%」に対し、直近 11 月は「1.4%」に留まっている。

## ～11月のドル相場は8月以来の月間上昇で終了～

11月が終わり、いよいよ今年も残すところあと1か月となった。11月の為替相場を振り返るとドル相場は月間ベースで8月以来の上昇でひけ、特に対円では4か月続伸した。また、29日(金)に公表されたユーロ圏11月消費者物価指数(HICP)が前年比0.9%上昇となり、4年ぶりの低水準となった10月(同0.7%上昇)から加速したことでユーロが買われ、対円では3か月続伸でひけている。こうした「ユーロ>ドル>円」の強弱関係が続くかどうかは5日(木)のECB理事会、6日(金)の米11月雇用統計の結果次第だろう。なお、このままいけばユーロは対ドルで最も上昇したG10通貨、円は最も下落したG10通貨として越年することになる。

## ～12月ECB理事会プレビュー:現状維持へ～

今週5日(木)のECB理事会について簡単にプレビューしておきたい。結論から言えば、今回の理事会は現状維持を予想する。だが、スタッフ見通しにおいて2015年のHICP見通しが1.5%未満に設定されることで、現状政策の不十分性が図らずとも示されることになるため、追加緩和に関して何らかのメッセージ性を強めてくる可能性はあるだろう。

先週の本欄<sup>1</sup>でも議論したように、今のECBには実現可能性順に①LTRO(長期流動性供給)、②政策金利引き下げ、③マイナス金利導入、④フォワード ガイダンス強化、⑤量的緩和(QE)の5つの選択肢がある(次頁表)。残り少ないカードを11月に切ったことを踏まえれば極力手札は温存したいはずで、11月HICPが前年比0.9%上昇と前月から加速し、市場予想を上回ったこともその思いを後押しする材料になる。何より大きいのは前回理事会時に比べればユーロ相場の水準は僅かながらも安値に傾斜しているという事実で、市場の緩和催促が生じ難い状況であることも現状維持の決定を後押しするだろう。①～③の選択肢はいつ打ち込まれても不思議ではないが、現状

<sup>1</sup> 本欄 2013 年 11 月 27 日号『ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～』をご参照下さい。

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。

を踏まえれば、それらが今回決定される蓋然性は決して高いものではない。

但し、皮肉なことだが、HICPが予想比上振れたことで、緩和観測が遠のき、ユーロ相場が上昇するという相場つきになっており、再び年初来高値が視野に入りつつある。12月理事会は現状維持で乗り切ったとしても、こうしたユーロ相場の騰勢を再びECBが緩和理由として持ち出す可能性は否定できない。本欄2013年11月25日号『ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか』でも述べたように、これはかつて白川日銀及び民主党政権が散々苦しめられた市場との「イタチごっこ」であり、金融政策が通貨政策側へ引っ張られる動きである。日本化が進展する状況下、為替相場を主な舞台とする「イタチごっこ」が始まれば、先は長いかもしれない。とすれば、0.15%や0.10%への利下げという本質的な政策効果が殆ど皆無の選択肢であっても、無為に費消すべきではないだろう。

#### ECB、考えられる「次の一手」について

|   | 手段           | 目的                                                  | 読み材料                                               | 備考                                        | 可能性 |
|---|--------------|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-------------------------------------------|-----|
| ① | LTRO         | (a)問題行の資本不足穴埋め、(b)EONIA押し下げ & 貸出増、(c)ユーロ高対策         | Q&Aでドラギ総裁が示唆。「LTROは手段の1つ」。(13年11月理事会)              | 可能性は高いが、あるとしても14年央のストレステスト後か？             | ○   |
| ② | 利下げ          | (a)EONIA押し下げ & 貸出増、(b)36M-LTRO未返済銀行の利払い軽減、(c)ユーロ高是正 | Q&Aでドラギ総裁が示唆。「原則的に政策金利をさらに引き下げることは可能だ」。(13年11月理事会) | 声明文では示唆。0.15%か0.10%？しかし、EONIAはもはや下がらない様相。 | △   |
| ③ | マイナス金利       | (a)EONIA押し下げ & 貸出増、(b)ユーロ高是正                        | Q&Aでドラギ総裁が示唆。「技術的な準備は整っている」。(13年11月理事会)            | デンマークの例に懸念。                               | △   |
| ④ | フォワードガイダンス強化 | (a)EONIA押し下げ & 貸出増、(b)ユーロ高是正                        | Q&Aでドラギ総裁が回答。「変えたくない」。(13年9月理事会)                   | 中途半端な時間軸表現、市場に通じず。変えるしかないのでは？             | △～× |
| ⑤ | 量的緩和(QE)     | (a)EONIA押し下げ & 貸出増、(b)ユーロ高是正                        | Q&Aでドラギ総裁が回答。「深い議論はなし」。(13年11月理事会)                 | 量を稼ぐのは困難。マイナス金利との併存不可。                    | ×   |

(資料)ECBから筆者作成

#### ～要人発言：マイナス金利は「可能だが、やる気なし」の様相～

市場で注目する「次の一手」に関し、直近のECB高官発言をまとめると以下のようなものがあって、主にマイナス金利に係る発言が多かった(以下、ブルームバーグより抜粋)：

- コンスタンシオ副総裁：(マイナス金利について)われわれは決定に近づいているわけではない。これほど広い地域を対象に前例のない全く新しい手段を導入することになる。そのため決定は十分慎重に行う必要があり、かなり極端な状況に限られるだろう(11月27日)
- クーレ理事：(マイナス金利の)可能性はある。技術的にあるいは法的に可能であるかを検証し、ECBとして導入の準備はできている(11月26日)。
- ハンソン・エストニア中銀総裁：利下げの選択肢は使い果たされていないし、その他の措置も検討可能だ。(預金金利引き下げへの)技術的な準備ができている。伝統的に0.25ポイントずつの金利変更をしているので、別の選択肢についていくらか分析する必要がある。理論的にはより小幅な利下げの可能性はある(11月25日)。
- アスムセン理事：中銀預金金利をマイナスにすることは理論上は可能。私はこの手段に極め

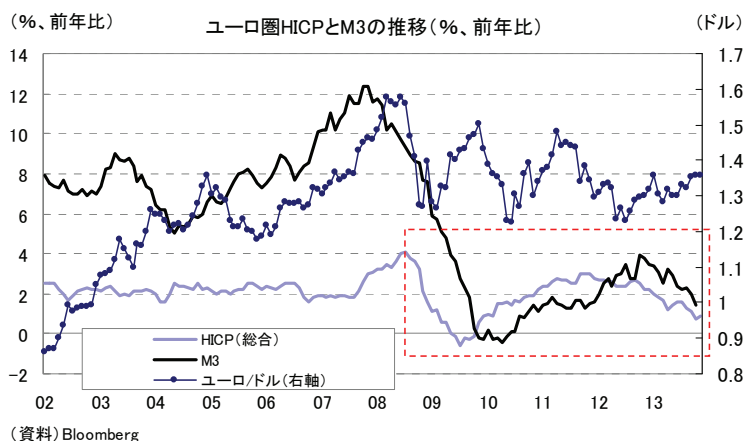
て慎重だと常に述べてきた。われわれには金利サイドの伝統的手段のほか、必要な場合に講じることが可能な非伝統的手段があり、あらゆる種類の手段を備えている(11月23日)。

- ドラギ総裁: (マイナス金利については) 前回の政策決定会合で話し合った。それ以降に新しいニュースは何もない(11月21日)。
- バイトマン独連銀総裁: (一段の金融緩和が) 賢明だとは思わない。技術的には選択肢が尽きたということではない。しかし、問題は何が賢明かということだ。さらなる行動についての議論は、今回の危機の根本原因から視線をそらさせる(11月20日)。

総じて、マイナス金利は「可能だが、やる気なし」との意思が見て取れる(この辺り、最後のバイトマン総裁の発言が最も明快だろう)。ここまで複数の高官がマイナス金利に言及していることを踏まえると、理事会内部には「次の一手」は利下げ&マイナス金利(②と③)というコンセンサスがあり、これをいつ導入するかという段階なのかもしれない。とすれば、実現可能性順も、②&③→①という考え方が適切なのかもしれない。

#### ～緩和があるとすればM3への懸念～

但し、12月理事会のリスクシナリオとして追加緩和の可能性を想定する材料がないわけではない。先週28日(木)に公表されたユーロ圏10月マネーサプライ(M3)が前年比1.4%増と前月の同2.0%増から急減速し、2011年10月31日以来、2年ぶりの低い伸びに留まったことや、関連する10月民間向け貸出も同▲2.1%と前月の同▲2.0%から減速感が強まったことは追加緩和の



動機に成り得る。貨幣供給量に関する参照値が「(M3で) 前年比4.5%増」に設定されていることを踏まえば、現状の同1.4%増はいかにも低いだろう。先週の本欄2013年11月26日号『ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて』ではユーロ圏M3とユーロ相場の関連を議論したが、「伸びないマネーサプライとこれに伴い抑圧されるインフレ圧力、結果として高まるユーロの購買力」という理論的な構図は状況証拠として確かに存在する。繰り返しになるが、そうして高まったユーロ相場の水準がさらにインフレ圧力を抑圧することは周知の通りである。過去、物価との相関が薄れていたことから、ECBの政策運営を読む手掛かりとしてM3の注目度は薄れていた感があるが、ここにきて興味深い動きを示していることには留意したいところである。

以上

国際為替部  
マーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔(TEL: 03-3242-7065)  
[Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp](mailto:Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp)



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/backnumber.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                            |
|-------------|-------------------------------------------------------|
| 2013年11月29日 | 週末版                                                   |
| 2013年11月27日 | ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～                            |
| 2013年11月26日 | ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて                               |
| 2013年11月25日 | ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか                                  |
| 2013年11月22日 | 週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)      |
| 2013年11月20日 | 本邦10月貿易統計などについて                                       |
| 2013年11月19日 | 最近の欧米資本フローから見る為替相場                                    |
| 2013年11月18日 | 再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁                                 |
| 2013年11月15日 | 週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)            |
| 2013年11月14日 | 衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～                         |
| 2013年11月13日 | バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える                          |
| 2013年11月12日 | ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大                               |
| 2013年11月11日 | 11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～                           |
| 2013年11月8日  | 週末版                                                   |
| 2013年11月7日  | 生保下期運用計画などからみる円相場の今後                                  |
| 2013年11月6日  | 欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～                             |
| 2013年11月5日  | ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～                           |
| 2013年11月1日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～                       |
| 2013年10月30日 | ノボトニー発言の読み方などについて                                     |
| 2013年10月29日 | 2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安                               |
| 2013年10月28日 | 低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン                          |
| 2013年10月25日 | 週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)             |
| 2013年10月22日 | Jカーブ効果を諦める時なのか？                                       |
| 2013年10月21日 | 勢いつく「敵失のユーロ高」の行方                                      |
| 2013年10月18日 | 外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～              |
| 2013年10月11日 | 『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～ |
| 2013年10月9日  | 2013年秋季IMF世界経済見通しについて                                 |
| 2013年10月8日  | 「火遊び」によるドル売りは買い場か                                     |
| 2013年10月7日  | 「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～                              |
| 2013年10月4日  | 週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)             |
| 2013年10月3日  | ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～                           |
| 2013年10月2日  | ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～                       |
| 2013年10月1日  | 日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～                         |
| 2013年9月27日  | 週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)             |
| 2013年9月26日  | 家計部門の外貨運用の現状と展望について                                   |
| 2013年9月24日  | 「決められないオバマ」はドル売り要因か？                                  |
| 2013年9月20日  | 週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)       |
| 2013年9月19日  | FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～                      |
| 2013年9月18日  | 欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて                               |
| 2013年9月17日  | 次期FRB議長人事を巡る動向について                                    |
| 2013年9月13日  | 週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)               |
| 2013年9月11日  | 何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～                            |
| 2013年9月10日  | 日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～                        |
| 2013年9月9日   | 五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方                               |
| 2013年9月6日   | 週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)                        |
| 2013年9月5日   | 米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～                                 |
| 2013年9月4日   | ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～                                |
| 2013年9月3日   | 9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～                          |
| 2013年9月2日   | taperingの煽りを食らうのはユーロ？                                 |
| 2013年8月30日  | 週末版                                                   |
| 2013年8月29日  | 対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由                              |
| 2013年8月28日  | 「有事のドル買い」に至らない理由などについて                                |
| 2013年8月26日  | 米7月新築住宅販売件数の急落などについて                                  |
| 2013年8月23日  | 週末版(次に売られそう新興国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)                    |
| 2013年8月22日  | FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について                             |
| 2013年8月21日  | 豪ドル相場の水準感について                                         |
| 2013年8月20日  | 新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～                          |
| 2013年8月19日  | 本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～                              |
| 2013年8月16日  | 週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)            |
| 2013年8月14日  | 米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について                           |
| 2013年8月13日  | 法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」                          |
| 2013年8月12日  | 本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～                            |
| 2013年8月9日   | 週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)                  |
| 2013年8月8日   | 2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～                          |
| 2013年8月7日   | 実質ドル/円相場から考察する水準感                                     |
| 2013年8月6日   | 消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ                                 |
| 2013年8月5日   | 米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～                               |
| 2013年8月2日   | 週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)                 |
| 2013年8月1日   | FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方                                |
| 2013年7月30日  | ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～                         |
| 2013年7月29日  | 「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場                           |
| 2013年7月26日  | 週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)              |
| 2013年7月24日  | 本邦6月貿易収支について                                          |
| 2013年7月23日  | 「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力はどこまで続くか～                   |
| 2013年7月22日  | 週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～                         |
| 2013年7月19日  | 週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)              |
| 2013年7月18日  | 参院選後の株・為替市場はどう動くか？                                    |
| 2013年7月17日  | 最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～                          |
| 2013年7月16日  | フランスの格下げについて～取り残される経常赤字～                              |
| 2013年7月12日  | 週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～「2年で2%上昇」の確度が意識される時～)              |
| 2013年7月11日  | ドル相場の乱高下について～「単なる調整」と割り切るべきか～                         |
| 2013年7月9日   | ユーロ圏財務相会合について～細分化融資に映る不信感～                            |
| 2013年7月8日   | ECBの時間軸政策導入はユーロ「円」化の兆候か                               |
| 2013年7月5日   | 週末版                                                   |
| 2013年7月4日   | 最近の対内・対外証券投資動向について                                    |
| 2013年7月3日   | ECB理事会プレビュー～3つの論点について整理～                              |
| 2013年7月2日   | どうしてユーロは下がらないのか、その②～Euro passingの皮肉～                  |
| 2013年7月1日   | 外貨準備構成通貨の内訳について(2013年3月末時点)                           |
| 2013年6月28日  | 週末版                                                   |
| 2013年6月27日  | 2013年下半期を前に整理する金利差とドル/円の関係                            |
| 2013年6月25日  | 過剰流動性はどこにあるのか                                         |