

みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 8 日)

ECB 理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～

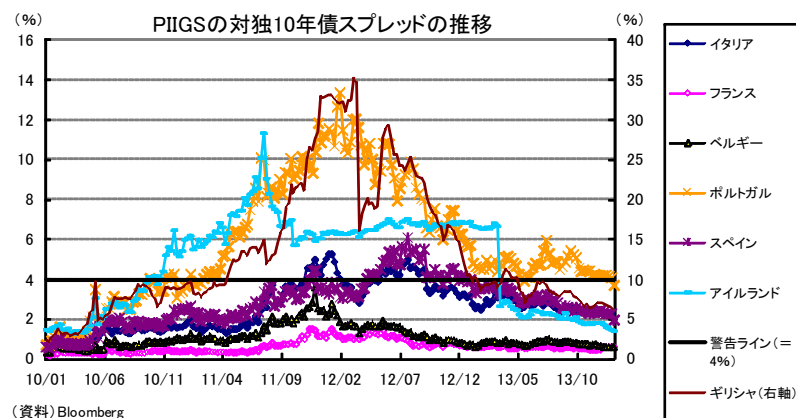
9日(木)のECB理事会を簡単にプレビュー。結論から言えば、今回の理事会は現状維持を予想。直近のインフレ指標やマネー指標は相変わらずデフレ懸念を払拭するに至っていないが、いまやECBの政策運営のドライバーとなった感のあるユーロ相場が前月理事会時点に比べて概ね横ばいであることなどを踏まえれば、今回数少ないカードを切るとは思えず。また、アイルランドが長期資金の調達に成功したことも現状維持を正当化するニュースに。だが、「貸出減少→M3 減少→デフレーション→通貨上昇」という日本が経験したデフレ循環の脅威は健在と言わざるを得ず、事実、そのような傾向ははっきり見て取れる。なお、新たな LTRO はドラギ ECB 総裁とバイトマン独連銀総裁が揃って難色を示しており、早期導入は難しそう。

～対照的な日米需給環境～

昨日の為替相場は米11月貿易赤字が予想以上の減少を記録したことなどが材料視され、ドル相場が上昇する展開となった。原油輸入が3年ぶりの低水準へ落ち込む一方、輸出額が過去最高を記録しており、赤字額は実に4年ぶりの水準に留まっている。米貿易収支の緩やかな改善基調は日本の貿易収支が直面している状況と対照的であり、需給面からドル/円に上昇圧力がかかり始めるという見立てはますます強まっている。

～1月ECB理事会プレビュー:好調な南欧債も手伝い現状維持～

ところで、明晩(9日)にはECB理事会が開催されるので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。直近のインフレ指標やマネー指標は相変わらずデフレ懸念を払拭するに至っていないものの、いまやECBの政策運営のドライバーとなった感のあるユーロ相場が前



月理事会時点に比べて概ね横ばいとなっていることを踏まえれば、今回数少ないカードを切ることはしないだろう。また、昨日はアイルランドが10年国債の発行を通じ、政府計画(30億ユーロ)を上回る37.5億ユーロの調達に成功するというニュースもあった。アイルランド10年金利は一時、2006年1月以来の水準まで低下しており、これに伴い南欧債が軒並み買われ、対独スプレッドは目に

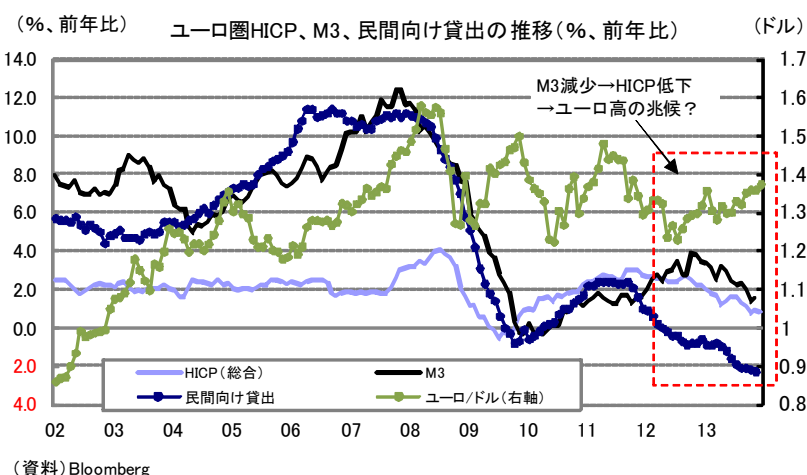
当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

見えて縮小している。こうした状況はECBが追加緩和を温存する理由になろう。だが、穿った見方をすれば、こうした好調な周縁国債の状況はECBの「次の一手」を見越した動きも含んでいる部分が無いとは言えず、依然としてデフレ懸念の払拭に至っていないことを踏まえれば、現状維持を決定しつつも、ハト派トーンを醸し出しことにも努めるだろう。

～ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)は減速～

昨日発表されたユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)は前年同月比0.8%上昇と11月の同0.9%上昇から伸びが鈍化しており、デフレ懸念は健在である。また、先週3日(金)に公表されたユーロ圏11月マネーサプライ(M3)も前年同月比1.5%増と前月の同1.4%増から若干持ち直しが見られているものの、ECBが参照値として設定する

「同4.5%増」には程遠い。加えて、マネーサプライと合わせて公表された11月民間向け融資は同▲2.3%と10月の同▲2.2%から減少幅が拡大しており、実に19か月連続で前年を割り込んでいる。こうした状況下、「貸出減少→M3減少→デysinフレ→通貨上昇」という日本が経験した脅威は健在と言わざるを得ず、事実、そのような傾向ははっきり見て取れる(図)。真つ当に考えれば、こうした経済は金融緩和を必要としていと考えられるが、ユーロ/ドルが1.40台に到達したり、民間向け貸出が一段と下押したりするような動きが見られない限り、政策変更の理由足り得ないと考えられる(別の言い方をすれば、現在直面しているデysinフレ圧力に対しては昨年11月のサプライズ利下げで対応済み、という理解)。



～新たなLTROについて、理事会は相当ネガティブ～

なお、市場では依然として長期流動性供給(LTRO)を期待する声もあって、上述したような好調な南欧債の動向は、そのような思いも織り込まれていそうである。ただし、12月理事会後の経験でドラギECB総裁は「もしLTROに類するオペレーションを行う場合、それらが経済のために使われるように確証を持ちたい(if we are to do an operation similar to the LTRO, we will want to make sure that this is being used for the economy)」と述べており、過去2度の36か月物LTRO(2011年12月と2012年2月)が銀行のキャリートレードに使用されたことを苦々しく思っている本音を垣間見せた。また、年明け直後の2日(木)にはバイトマン独連銀総裁が独経済誌のインタビューに対し「不幸にも、これまでLTROで供給された流動性は与信に回されず、国債購入に使われた。こうしたことは今後のオペでは回避しなければならない。それにはコスト調整によってこうしたキャリー取引の妙味をなくすやり方が最も簡単かつ直接的だ(2日、ブルームバーグ)」と述べ、過去2度のLTROについて露骨な不快感を示している。むろん、11月のサプライズ利下げの経験を踏まえれば、こうし

たタカ派の論調は多数決の原理で押し伏せるというのがドラギ体制の特徴だが、上述したように、他ならぬドラギ総裁自身もバイトマン独連銀総裁と同意見と見られることから、LTROを導入するにせよ、その制度設計には今少し時間を要しよう。

但し、仮にLTROが必要になるような局面が到来するとしたら、それは「貸出減少→M3減少→デイスインフレ→通貨上昇」のデフレ循環が加速している時か、もしくは南欧の金融機関の健全性に疑義が生じている時かと思われる。そのような時に、付加的なコストを要求したり、資金使途を厳しく縛ったりすることが現実的とは思えない。下記で引用するハンソン・エストニア中銀総裁が述べるように、緊急事態に供給された資金が何に使われるかなどの論点は二次的なものだろう。そもそも、金融政策で貸出が刺激できるならば日本はとうの昔にマネーサプライの伸びと共にデフレから脱却しているはずであり、新たなLTROが導入されたとしてもそれが域内の与信活動を底上げして、物価が上向くような展開は期待すべきではないと考える。

～要人発言:ドラギ総裁は12月末に「次の一手」を否定～

そのほか、市場で注目する「次の一手」に関し、過去1か月程度のECB高官発言をまとめると以下のようなものがあつた(以下、ブルームバーグより抜粋)：

- バイトマン独連銀総裁:私はそもそも、中央銀行が特定の地域あるいはセクター向け銀行融資の微調整を求められることに懐疑的だ。(中略)銀行が特定の地域あるいは借り手に融資するという事業場の決定に、中銀は介入するべきではない(1月2日)
- ドラギ総裁:現時点でわれわれは直ちに行動する必要があると見ていない(12月28日)
- バイトマン独連銀総裁:いかなるケースにおいても、弱い物価圧力が裁量的な金融緩和の免罪符になるべきではない(12月27日)
- プラート理事:信用が収縮して景気回復を脅かす事態となれば、ECBには行動する準備が整っている(12月22日)
- メルシュ理事:われわれが何か決定しても驚くなかれ。ECBには利下げ余地があるが、フォワードガイダンスを超えて示唆するものは何もない(12月20日)
- ドラギ総裁:利下げ効果のユーロ圏諸国への浸透はこれまでのところ、速度が遅く不均等だ。長期の低インフレに伴う下方向リスクをECBは十分に認識している(12月16日)
- ハンソン・エストニア中銀総裁:目標を絞った長期の資金供給には懐疑的だ。運用が極めて複雑だけでなく、流動性状況をめぐる全般的な不安が存在するとすれば、資金が特定のセクターに向かうかどうかということは、やや二次的な問題ではなかろうか(12月13日)
- クーレ理事:追加金融緩和の可能性を排除しない(12月11日)

雑多な意見が交錯しているものの、理事会に大きな影響力を持ち、慢性的に対立しがちなドラギ総裁とバイトマン独連銀総裁が「安易なLTROは厳禁」との立場で一致している以上、早晚LTROの導入が決定されることはないだろう。また、12月28日時点でドラギ総裁自身が「現時点でわれわれは直ちに行動する必要があると見ていない」と述べている以上、そこから僅か10日しか経っていない9日(木)の理事会で踏み込んだ決定をすることも考え難い。この10日間でユーロ圏が経験し

た最も大きな動きと言え、アイルランドが国際金融市場に復帰したことであり、追加的な金融緩和とは逆行する動きである。また、今やECBの政策運営はユーロ相場の高低を見て調整されている感が否めないが、足許のユーロ/ドル相場(1.3627近辺、8日東京時間午前11時半頃)は、前回理事会のあった12月5日時点の水準(日中高値は1.3677、ブルームバーグ)よりも若干低く、為替面からデフレ圧力が増すような展開にはなっていない。こうした為替面の安定も現状維持を後押しするものと考えられる(但し、12月のECBスタッフ経済見通しの前提は1.34であり、高いことに変わりはない)。

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

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>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
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～
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・ブツの芽生え？～
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～ラジア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～