

みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 20 日)

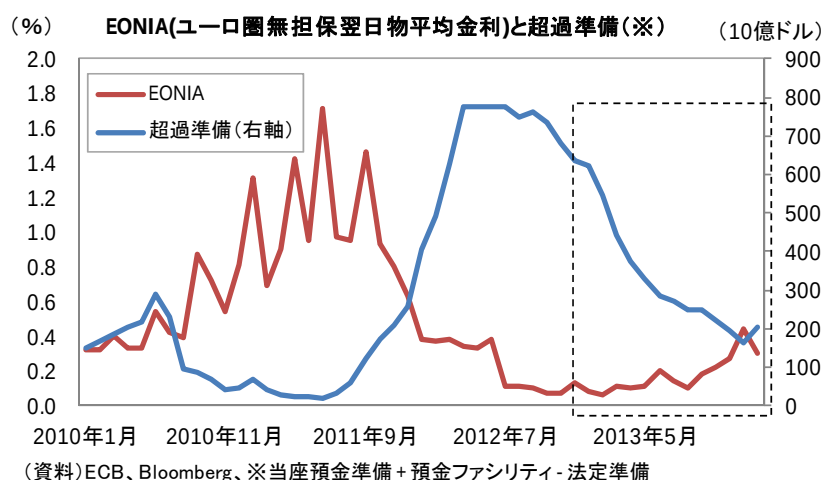
最近の EONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について

ドラギ ECB 総裁が追加的な行動に至るシナリオの 1 つとして「短期金融市場の正当化されない引き締め」に言及している以上、最近の EONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇は ECB にとって許し難い事象で、追加緩和のトリガーに成り得ると考えるべき。11 月のサプライズ利下げの際に、コリドーの縮小と固定・全額資金供給の延長をセットで打ち出した意図は「市場の上限金利を政策金利(0.25%)でキャップし、EONIA の可動域を狭めること」にあったはずだが、これが奏功していない以上、何らかの一手は自然と求められる。とはいえ、ECBに残されたカードは多くない。現状路線を踏まえると、「次の一手」として考えられるのは政策金利の 0.1%~0.15%の引き下げかフォワードガイダンス強化くらいか。また、EONIA 抑制への直接的な手立てにはならないにしても、金融状況が引き締まっていることが懸念されている状況下、ECB が資産査定(AQR)や厳格なストレステストを敢行することは如何にも不適切ではないか。

～ECB にとって許し難い EONIA の上昇～

先週末、平時は日本においてあまり注目を集めない EONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)の上昇が取り沙汰されている。直近では16日(木)にクーレECB理事が「短期市場金利を含め、ユーロ圏の金融環境を確実に適切に保ちたいと考えている(16日、ブルームバーグ、以下同)」、「注意深く見守っていく必要がある」と述べたことが報じられている。元より、ドラギECB総裁は今年9日(木)の理事会後会見で我々が行動に至る2つのシナリオ」と述べ、「短期金融市場の正当化されない引き締め」と「インフレの中期見通し悪化」を具体的に特定しており、政策金利である主要リファイナンスオペ金利(0.25%、以下MRO金利)を上回る0.30%付近のEONIAの現状は望むところではない¹。クーレ理事の発言を引用するまでもなく、EONIAの上昇はECBにとって許し難い事象であり、追加緩和のトリガーに成り得ると考えた方が良い。

まず、何故EONIAは上昇しているのか。最終的に明確な理由は特定しかねるが、基本的には2011年12月及び2012年2月に実施した36か月物長期流動性供給(LTRO)の早期返済により、ユーロシステムから過剰流動性(以下、超過準備と同義と見なす)が抜け出していることの影響は無視



¹ 本欄1月10日号『ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～』をご参照。

できない。この点、ドラギ総裁は理事会後の記者会見で執拗に「過剰流動性と短期金利に関係はない」と強弁しているが、図を見る限り、LTRO早期返済に伴う過剰流動性の減少が短期金利上昇に関係ないとは言えない。

2013年2月の理事会後記者会見でドラギ総裁は「第2回目の(36か月物)LTRO返済を想定した場合でも、我々は過剰流動性が2000億ユーロを優に超え、金融政策スタンスが緩和的なままになるだろうと強く確信している」と述べている。これ以来、市場参加者や理事会後会見に出席するメディアにおいては「2000億ユーロ」が短期金融市場の引き締まる臨界点との認識が支配してきた。もちろん、ドラギ総裁の言うように、正確な臨界点など分からない。域内金融市場の分断化が過度に進んでいるのだとすれば、資金を出し渋る金融機関が多数存在することで2000億ユーロと言わず、3000億ユーロでもEONIAは上昇し得る。逆に、分断化が解消に向かっているのであれば1000億ユーロでもEONIAは安定するだろう。だが、現実問題として、昨年11月以降、ユーロシステムの超過準備は2000億ユーロを断続的に割り込む状況が続き、これと符合するようにEONIAの引き締めが加速してきた。皮肉なことだが、ドラギ総裁の言及した臨界点は相応に正しかったように思える。

もちろん、毎月15日以降は域内銀行がECBに法定準備を預け入れる「積み期間」のスタート日であり、たまたま今月は早めに残高を稼ごう(法定準備は積み期間中の平均残高である)とした金融機関が存在して、先週はEONIAが跳ねたのかもしれない。だが、それでは昨夏以降の動きを説明するには至らない。やはり、域内経済の状況が奮わず、金融市場が分断化されている状態が続く以上は、LTRO早期返済の流れに沿ってEONIAは騰勢を強め易いと考えるのが自然だろう。

～昨年11月のサプライズ利下げのもう1つの背景～

なお、昨年11月7日のECB理事会におけるサプライズ利下げはユーロ高対策の側面ばかりが注目されたが(実際それが最大の目的だったと筆者も考える)、これは同時にEONIAの安定化を図る政策運営でもあった。政策金利であるMRO金利を0.50%から0.25%へ引き下げ一方、市場の下限金利となる預金ファシリティ金利はゼロで据え置かれ、両者の差であるコリドーは0.50%から0.25%へ縮小された。また、利下げと共にMRO金利での固定金利・全額資金供給を2015年半ばまで延長する方針も決定されている。

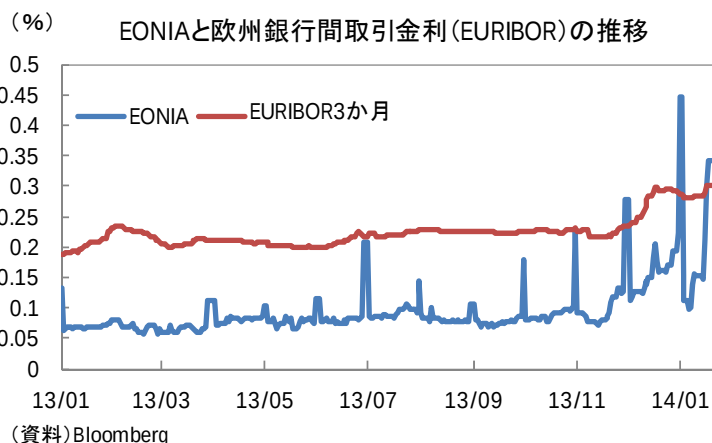
コリドーの縮小と固定・全額資金供給延長の2つの政策決定は「市場の上限金利を政策金利(0.25%)でキャップし、EONIAの可動域を狭めること」を狙ったものであり、ドラギ総裁もその意図を会見で認めている。そうした政策努力にも拘らず、EONIAは政策金利を上抜ける現状が続いているのであり、今後もこの状況が続くのであれば、やはり追加緩和へ触手が動く可能性はある。

～では新たなLTROを打てばいいのだが・・・～

ではもう一回、LTROを打てば良いではないか、という話になる。しかし、本欄2014年1月8日号『ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～』でも述べたように、新たなLTROについてはタカ派筆頭のバイトマン独連銀総裁は元より、ドラギ総裁まで難色を示しているのが現状である。この2名のボードメンバーが賛成しない政策が早晚実施されることはないだろう。具体的に、ドラギ総裁は昨年12月の理事会後会見で「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」と明言し、バイトマン独連銀総裁も「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」などと述べている。LTROが実施されるにしても、そのタイミングは直ぐには難しそうであるうえ、導入されたとしても、使い勝手は相当悪くなりそうである。

また、従来型のフリーハンドで使える資金を供給するLTROを決定したとしても、それにどの程度需要があるのか定かではない。LTROの早期返済が進んでいる理由は、そうした公的資金をいつまでも抱えていることに伴うステイグマ(Stigma、汚名)リスクや、そもそも貸出先が無いのだからストレステストを前に資産を軽くしたいというインセンティブが強いということもある。本欄で



は繰り返し述べている論点だが、金融政策で貸出が伸びるなら日本はデフレになっていない。「貸出に回さないのなら資金を供給しない」というECBの主張は、日本人からすると青臭いと言わざるを得ない。EONIAの上昇に伴って欧州銀行間取引金利(EURIBOR)などのターム物貸出金利まで上がり始めており(図)、最大の課題である貸出停滞をさらに悪化させるような動きが広がっていることを早い段階で自覚することが求められる。

～ではどうすれば良いのか～

ドラギ総裁も述べるように、EONIA上昇の要因を何か特定の1つに求めるのは難しい。但し、ECBが大規模の量的緩和(QE)に踏み切るようなことがあれば、EONIAは下がるだろう(その際は金融機関がECBの資産買入に応じ易いように、預金ファシリティ金利の引上げをした上での決断になる。つまりマイナス金利の採用は棚上げになる)。また、QEを決断する際には「何を、どれくらい買うのか」という極めて難しい問題を避けて通れない。ユーロ圏で三大格付け会社から最上級を得ている国債はドイツ、フィンランド、ルクセンブルクだけであり、結局はドイツ国債ばかりを買うことになる。資産購入に前向きなアスムセン理事が途中退任し、タカ派と目されるラウテンシュレーガー理事(元独連銀副総裁)を迎えたECB理事会がそのような決断を下すのは簡単ではない。

もしくは、どうしてもLTROという形式に拘るのであれば、「LTROで供給した資金はストレステストではカウントしない(オフバラ化する)」などの措置があれば金融機関は積極的に手を挙げるかもしれない。しかし、金融機関の保有する自国国債のリスクウェイトすら引き上げようという(ドイツの)声まで出ている域内の状況を踏まえると、それも非現実的である。

ECBの現状路線を踏まえると、「次の一手」として考えられるのは政策金利の0.1%～0.15%の引き下げを筆頭に、預金ファシリティ金利のマイナス化、フォワードガイダンス強化(指標リンク型へ)、新たなLTRO、証券市場プログラム(SMP)で供給された流動性の放置(非不胎化)などが考えられる。最も難易度が低いのはフォワードガイダンス強化、それに次いで政策金利の引き下げなどが考えられる。これらの一手によりEONIAが下がる保障はないが、やらないよりはマシだろう。最大の効

果が得られそうなQEについては、上述の理由から今のところ選択肢と言える代物ではない。

さらに、EONIA抑制への直接的な手立てにはならないにしても、金融状況が引き締まっていることが懸念されている状況下で、ECBが資産査定(AQR)や厳格なストレステストを敢行することは如何にも不適切である。金融システムの膿を出すという意味は前向きに評価できるが、本当に短期金融市場の引き締まりを懸念するのではあれば、先送りも選択肢ではないかと思われる。

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-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。

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17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
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～
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、そして国債ウェ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月雇用統計と年内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・プットの芽生え？～
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	勢いづく「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(次に売られそうな新興国通貨は…～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～