

みずほマーケット・トピック(2014年2月13日)

混迷度を深める ECB 政策運営～マイナス金利報道を受けて～

クーレ ECB 理事のマイナス金利発言により、元々強かった 3 月理事会への緩和期待はダメ押しされた印象。実際に、マイナス金利導入となれば「当座預金＋預金ファシリティー法定準備」で定義される超過準備について、マイナス金利が課される可能性などが考えられる。しかし、当座預金を潤沢に抱える国は結局、ドイツを筆頭とする健全国であり、結局マイナス金利は健全国の国債金利を若干押し下げるに留まる恐れもあるだろう。また、導入が決定された場合、ユーロ安が進行する可能性が高いが、それはただでさえ世界最大であるユーロ圏の経常黒字を拡大するだけであり、結果的には通貨高の構造はむしろ強化されてしまうのではないか。

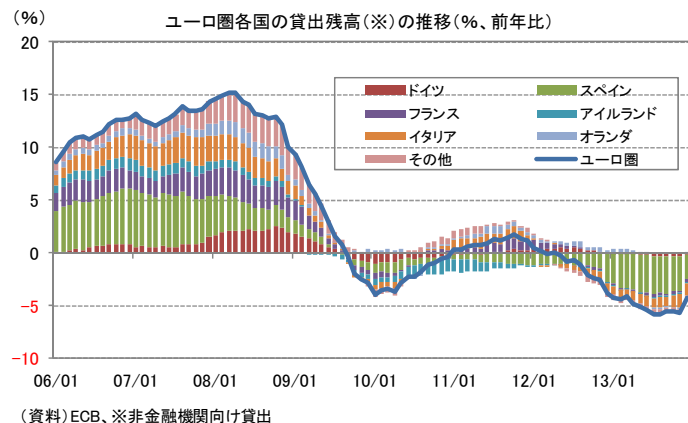
～馬鹿馬鹿しい連想ゲーム～

昨日の為替相場はユーロ相場が急落する展開で、一時対ドルで1.3563、対円で138.67円をつけた。クーレ ECB 理事がマイナス金利導入に関し「ECB 内で非常に真剣に検討している選択肢」、「可能性が大いにある選択肢」(共に12日、ロイター)」と述べたことが報じられ、一気にユーロを手放す動きが進んだ。元より先週6日(木)の理事会後会見で「3月会合時には初めて2016年の見通しが含まれ、それは我々の分析・情報における極めて重要な変化となる」と述べ、追加緩和を予告するような状態にあった。クーレ理事の発言は、そうした状況に畳みかけるような発言であり、次回3月6日(木)の理事会が接近してくれば緩和催促相場は必至だろう。

この点、日銀の経験を踏まえれば、手口が拙いという面も否めない。1か月も前から緩和期待の折り込みが進めば、実際の発表に対しては予想よりも(緩和度合いが)大きかった、小さかったというやや馬鹿馬鹿しい連想ゲームに陥ってしまう可能性が高い。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』などでも述べたように、それはECBの日銀化の始まりでもある。

～マイナス金利がもたらすもの～

マイナス金利を導入する理由としてクーレ理事は「ユーロ圏全体により均一に資金が回る」ためと述べており、要するに金融市場の分断化を緩和することを挙げている。図示されるように、現状のユーロ圏各国の貸出残高状況(非金融機関向け貸出)をみるとスペインやイタリアといった大国で極端に減少が見られる一方、ドイツを筆頭に減少傾向に歯止めが掛かっている国も多い(かといって目に見えて増加している国がないのも問題だが・・・)。マイナス金利を



導入することによって、ユーロ圏金融システム(ユーロシステム)に内包される過剰流動性を実体経済に押し出そうという意図があるのだろう。

なお、マイナス金利の対象としては預金ファシリティ金利が想像され易いが、過剰流動性と呼ばれる資金の多くは預金ファシリティよりも当座預金に放置されている。そうした事実を踏まえると、マイナス金利は預金ファシリティと当座預金の双方に適用される可能性が高いだろう。厳密には「当座預金＋預金ファシティー法定準備」で定義される超過準備に対し、マイナス金利を課すのではないか。しかし、当座預金を潤沢に抱える国は結局、ドイツを筆頭とする健全国であり、結局マイナス金利は健全国の国債金利を若干押し下げるに留まる恐れがあるだろう。

～日銀より苦しい日銀化～

過去の本欄でも述べてきたように、量的緩和(QE)ができない分、日銀化するECBに残されたカードは日銀よりも乏しい。「量」で勝負できれば、その金額や購入対象を逐次修正することでその都度、市場の催促をやり過ごすことができる。「量」の領域に足を踏み込むと出口の難易度は増すが、市場との心理戦を有利に進めることができるのは確かだろう。だが、「量」で勝負する場合、最も重要な論点は「何を、どれだけ買うか」であり、3大格付け会社全てから最上級格付けを得ているユーロ圏の国債がドイツ、フィンランド、ルクセンブルクしかない以上、ドイツ国債を集中的に購入するしかない。そのような案をバイトマン独連銀総裁や新たに就任した、タカ派と目されるラウテンシュレーガー理事が飲むとは到底思えない。

もちろん、ドラギ・マジックの本領がスピード感に裏打ちされた意外性だとすると、昨年11月のサプライズ利下げ時のように多数決で押し切る可能性はある。だが、折しも独連邦憲法裁判所がOMTの有効性に疑義を唱えている状況では、無理にQEを導入しようとするれば、OMTの使い勝手まで道連れにされるかもしれない。OMTはユーロ圏だけでなく、国際金融市場の心の拠り所といっても過言ではない安定化装置であり、それだけは避けたいだろう。無理に、「量」の道を取るのではなく、まだ手をつけていない「金利」での勝負が先決というのが今のECBの本音ではないか。

～金融緩和で構造的な通貨高は修正できず～

恐らく「当座預金＋預金ファシティー法定準備」で定義される超過準備に対しマイナス金利をかければ、それによりユーロ安が進行する可能性は高い。しかし、それはただでさえ世界最大であるユーロ圏の経常黒字を拡大するだけではないだろうか。構造的な通貨高を金融政策だけで修正することはできないのである。根本的なユーロ高&デフインフレ対策はドイツが自国内需を刺激するために財政支出を拡大するか、共同債等によって既存の域内再配分機能を強化することだろう。

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2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出目は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
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
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	「アスムセンナき政策理事会」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直し～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カーブ効果を論める時なのか？
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世界経済見直しについて
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でも上離れへ～)
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	「決められないオパマ」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