

みずほマーケット・トピック(2014 年 3 月 3 日)

ECB 理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～

今週の ECB 理事会は政策金利を 0.25%から 0.10%へ引き下げる可能性を予想。少なくとも、2 月の予告めいたドラギ総裁の言動も踏まえれば、「手ぶら」を想定するのは難しい。悩ましいのは、政策金利の引き下げは当然視するにしても、これにマイナス金利のセットが有り得るかどうか。元より金利政策はユーロ相場へのアナウンス効果程度しか見込めない現状を踏まえれば、利下げ単独よりも「利下げ+マイナス金利」のセットの方が理に適っているのは確か。ダークホースとしてはバイトマン独連銀総裁も支持する SMP の不胎化停止。利下げカードを残したまま、時間稼ぎができる選択肢は今の ECB にとって貴重であり、唯一全会一致で決められそうな緩和策でもある。まとめると、①利下げ、②利下げ+マイナス金利、③SMP の不胎化停止という順に可能性が高そう。但し、追加緩和後は「残りカードの少なさ」に焦点が当たり、ユーロ高になる恐れあり。

～可能性は、①利下げ、②利下げ+マイナス金利、③SMP不胎化停止という順～

今週 6 日(木)の ECB 理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ金利を 0.25%から 0.10%へ引き下げる可能性が高い。少なくとも、2 月理事会で「本日行動しないと決定したのは、状況の複雑さや一段の情報収集の必要性和関係がある」と述べ、「3 月会合時には初めて 2016 年の見通し

ECB、考えられる「次の一手」について

	手段	目的	具体的手段	問題点	可能性
①	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	・0.15%か0.10%の引き下げ。	・だが、EONIAコントロールできず。	○
②	マイナス金利	(a) EONIA押し下げ&貸出増、(b) ユーロ高是正	・超過準備(*)への付利をマイナス化。 ※当座預金+預金ファンリティー法定準備、で定義	・デンマークの例に懸念。 ・マイナス金利適用は通貨安誘導。	△～○
③	SMP不胎化の中止	(a) EONIA押し下げ&貸出増、(b) ユーロ高対策	・SMP保有額分の定期預金オペによる吸収を中止。	・不胎化中止にした途端、SMPIは信用緩和(CE)ではなく量的緩和(QE)となる。リスボン条約違反。	△～○
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	・FRBのように金利予想を出すか、もしくはHICPのターゲットを出すか。	効果は大して期待できない。既存の時間軸もさほど奏功せず。	△
⑤	LTRO				
	条件付き	(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	・調達コストを高くすることで、キャリー取引防止？ バイトマン総裁「今後オペを再開する場合には、こうした状況(キャリー取引)は避けなければならない。最も簡単な方法はプライシングによるものだ」	・誰も使わない。	△～○
	条件なし	(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 (d) 15年2月の36M-LTROの償還対策	・政策金利で固定金利&無制限。	・理事会の支持率が高いとは言えない(ドラギ、バイトマンが反対)。 ・モラルハザードとの批判。 ・貸出に回る可能性は非常に低い。	×～△
⑥	法定準備率引き下げ	(a) EONIA押し下げ&貸出増、(b) ユーロ高是正	・法定準備率を1.0%から0.75%or0.50%へ引き下げ。 ・現状の法定準備は1000～1030億ユーロ程度。 ・2011年12月に2%から1%へ引き下げている。	・既に超過準備は大きいので、法定準備率引き下げに応じて資金を動かす誘因は小さい。	×～△
⑦	量的緩和(QE)	(a) EONIA押し下げ&貸出増、(b) ユーロ高是正	・ABS購入のため「市場を育てる」意思を表明済み。 ・国債購入(が、ドイツ以外に有力候補なしという事実) ・銀行債権、CP、株式、外債という候補も。	量を稼ぐのは困難。マイナス金利との併存不可。	×

(資料) ECBなどから筆者作成

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」とまで述べた以上、「手ぶら」というわけにはいかないだろう。ECBに残された手段は前頁表に示した通りであり、最も手をつけ易いのが利下げと思われる。「残り少ないカードを一度に使い切る可能性は低い」という観点から、利下げに加えて、預金ファシリティ金利のマイナス化もセットにする案はあくまでサブシナリオと考えたが、マイナス金利に関しては、2月18日にノボトニー・オーストリア中銀総裁が「政策金利の追加引き下げがあるなら預金(ファシリティ)金利はマイナスになることを意味する」と言及していることが気掛かりである。同総裁は2月17日にも「金利がこのように非常に低い環境にあるだけに、小幅な変更では、率直に言って大きな違いはもたらされないと思う」と述べており、暗に「利下げ＋マイナス金利」のセットを仄めかしているようにも思われる。元より金利政策に関してはユーロ相場へのアナウンス効果程度しか見込めない現状を踏まえれば、「利下げ＋マイナス金利」のセットの方が理に適っているのは確かである。議論が紛糾しそうなマイナス金利は今回見送る可能性が高いと思われるが、完全に排除するのも躊躇われる。但し、利下げ単独であろうと、「利下げ＋マイナス金利」のセットであろうと、量的緩和(QE)が封じられている状況を踏まえると、追加緩和後は「残りカードの少なさ」、別の言い方をすれば「手詰まり感」に焦点が当たることが懸念される。だとすれば、緩和決定直後のユーロ相場は下落するにしても、その後はじわじわと値を戻すと予想したい。

なお、ダークホースとしてはSMPの不胎化停止が挙げられる。後述で引用するように、利下げを含む緩和措置に否定的なバイトマン独連銀総裁もSMPへの不胎化停止は支持を公言している。タカ派とハト派の折衷案としてSMPの不胎化停止は妙手になる可能性もある。但し、SMPの不胎化停止に関しては、2月理事会で「議論が行われなかった(ドラギ総裁)」こともあり、メインシナリオには置きづらい。まとめると、今回の理事会は①利下げ、②利下げ＋マイナス金利、③SMPの不胎化停止という順に可能性が高いと見る。いずれにせよ「手ぶら(現状維持)」は考え難い。

～重要指標は軒並み市場予想超えだが・・・～

先週28日(金)に公表されたユーロ圏2月消費者物価指数(HICP)は前年同月比0.8%上昇と市場予想(同0.7%上昇)を上回り、コアベースでは同1.0%上昇と昨年9月以来の水準をつけた。また、27日(木)に公表されたユーロ圏1月マネーサプライ(M3)も同1.2%増(同1.1%増)と市場予想を若干上回っており、GDP、HICP、M3という重要指標は良好な結果を確保した(表)。これにより追加緩和の可能性が下がったことは確かである。

だが、参照とする「2%」の半分以下のインフレ率はそもそも緩和の必要性を示唆するものであり、2月の予告めいたドラギ総裁の言動も踏まえれば、尚のこと、その想いは強まる。今回新しく追加される2016年の見通しに関し1.5%未満のHICPを示し、これに対する手当として利下げを行うのが無難だろう。なお、M3と合わせて発表されたユーロ圏1月民間向け銀行貸出は同▲2.2%と21か月連続で前年割れとなり、足許のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)

2014年2月1日～2月28日までの主要なユーロ圏経済指標

発表対象期間	指標	市場予想比
12月	生産者物価指数(PPI)	-
12月	小売売上高指数	×
12月	鉱工業生産	×
10～12月期	GDP	○
2月	PMI製造業	×
2月	消費者信頼感	×
2月	Ifo企業景況感指数	○
1月	マネーサプライ(M3)	○
1月	失業率	-
2月	消費者物価指数(HICP)	○

(資料)Bloomberg

○:市場予想以上、×:市場予想以下、-:市場予想通り

も 0.259%とやや政策金利を上回っている。今回緩和する言い分は十分立つと思われる。

何より、常に市場期待の機先を制してきたドラギ総裁のイメージが強いことを踏まえると、この局面での現状維持はそれなりにユーロ相場へのショックを与える可能性が高い。仮に、現水準(1.37～1.38)で現状維持決定を迎えた場合、ユーロ/ドル相場の 1.39 台乗せなどは考え得る。

～過去 2 週間の ECB 高官発言～

そのほか、「次の一手」を考える上で参考に成り得るECB高官発言をまとめると、例えば、以下のようなものがあった(以下、ブルームバーグより抜粋、上述したノボトニー総裁発言は除く)：

- ドラギ総裁：物価安定のさらなる下振れリスクの兆候が表れていないかどうか、われわれは警戒を続ける。行動する準備はできている(2月27日)
- ドラギ総裁：インフレが長期間にわたって低水準でとどまること自体がリスクだ(2月27日)
- プラート理事：ECBはユーロ圏にデフレリスクがあるとは認識していない。ECBには多数の手段があり必要と考えればわれわれはそれを使うことをためらわない(2月24日)
- バイトマン独連銀総裁：私は不胎化措置を停止する可能性を排除しない(2月23日)
- リイカネン・フィンランド中銀総裁：ECB政策委員会はこれまで多くのことが実施可能だったが、さらに多くのことをなし得る(2月21日)
- バイトマン独連銀総裁：国債を購入すれば中銀が政治の人質になってしまう。債券購入は金融政策決定を複雑にするだろう(2月19日)
- ハンソン・エストニア中銀総裁：量的緩和の有効性と運用面の複雑さについては疑問(2月12日)
- クレー理事：(中銀預金金利をマイナスにすることを)非常に真剣に検討している(2月12日)

特に下線を引いた発言に注目すると、インフレ率の低位安定自体を問題視するようなドラギ総裁の考えを念頭に置くと、2 月 HICP の前年同月比 0.8%上昇は何の慰めにもならないだろう。また、2 月はクレー理事のマイナス金利示唆が強く注目されており、その他多くの ECB 高官も「次の一手」があることを示唆していることを踏まえれば、やはり追加緩和の可能性は高いように感じる。

なお、断続的にバイトマン独連銀総裁の SMP 不胎化停止支持が報じられているが、少なくとも今の ECB にとって全会一致で決定できそうな唯一の緩和措置とも思われるため、3 月理事会で踏み切る可能性はゼロではない。何より、利下げカードを残したまま、時間稼ぎができる選択肢は今の ECB にとって非常に貴重である。

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-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28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
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～
2014年2月10日	基礎的需給などで見ると円相場～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	円安と株高の出自は違う～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世界経済見通し改定～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カーブ効果を語る時なのか?
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～)