

みずほマーケット・トピック(2014年5月7日)

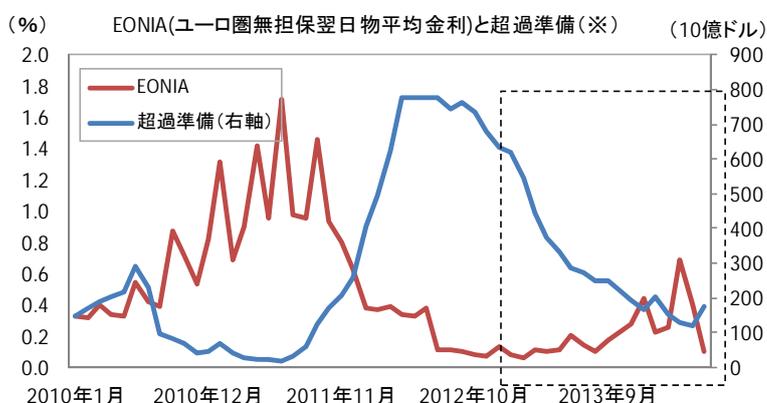
ECB 理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～

5月 ECB 理事会は現状維持を予想。4月、ドラギ ECB 総裁が述べたように、追加緩和に至るためには ECB の中期見通しに変更を迫るほどの情報が必要だが、季節要因で乱高下した HICP がそうした情報に相当するとは考え難い。少なくとも6月見通し改定まで無駄打ちは避けられると思われる。しかし、現状維持を決定しても、ドラギ総裁は会見におけるハト派色のアピールを忘れないだろう。年初来高値を断続的に更新するユーロ相場、騰勢を強め易い EONIA、冴えない HICP、伸びない貸出等々、追加緩和を決定しても不思議ではない材料が現実には満載である。量的緩和(QE)は実施するにしても、ストレステスト結果発表後の今秋以降の可能性が高いのではないか。

～4月 ECB 理事会は現状維持へ～

明晩の ECB 理事会があるので簡単にプレビューしておきたい。結論から言えば、今回は現状維持を予想する。市場予想を下回ったとは言え(そして季節要因の力を借りているとは言え)、ユーロ圏4月消費者物価指数(HICP)が前年同月比0.7%上昇と3月の同0.5%上昇から加速したことは、デイスインフレ懸念に悩む ECB にとって是が非でも利用したい材料だろう。何より、イースター要因で上下した3～4月 HICP は政策判断材料として相応しくないというエクスキューズは首肯できるものがある。4月理事会で、ドラギ ECB 総裁は追加緩和に至るためには「(ECB の)中期見通しに変更を迫るものかどうか」が重要とし、それには「まだ情報が必要」と述べた。季節要因で乱高下した HICP は中期見通しに変更を迫る情報として相応しくないだろう。また、先行きを踏まえれば、現時点での HICP に過剰反応するのも危険である。今年後半から来年初にかけては、昨年行われたイタリア(2013年10月)やフランス(2014年1月)の付加価値税引き上げのベース効果剥落によって HICP が一段と押し下げられる恐れもあって、極力無駄打ちは避けたいはずだ。

さらに言えば、4月以降続く EONIA (ユーロ圏無担保翌日物平均金利)の騰勢が足許では一応落ち着いていることも現状維持の理由に成り得る。2011年12月及び2012年2月に実施された36か月物長期流動性供給(LTRO)の返済は順当に進んでおり、4月末時点で過剰流動性(当座預金+預金ファシリティ-法定準備)は遂に1000億ユーロを割り込み、EONIA は政策金利(0.25%)を大きく上回る0.40%付近で推移した(図)。昨年までは「過剰流動性2000億ユーロ」が目安と見なされていたことを思えば、随分と遠くに来てしまった感もある。しかし、4月30日

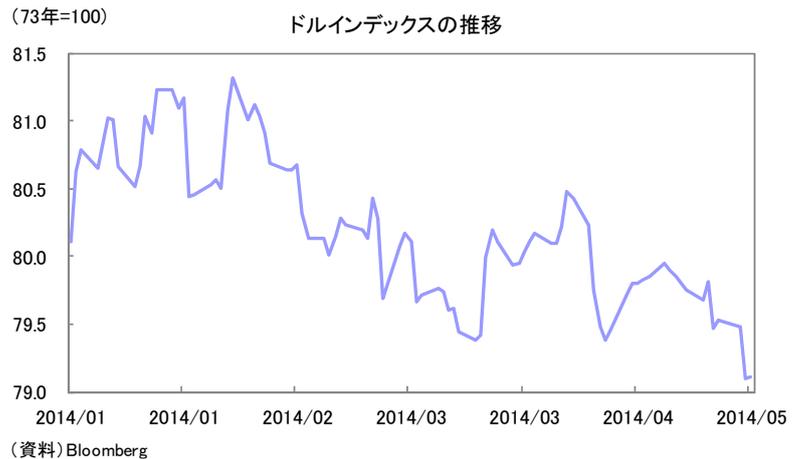


(資料)ECB、Bloomberg、※当座預金準備+預金ファシリティ-法定準備

(水)に主要リファイナンスオペ(MRO、7日物)で1726億ユーロ、5月2日(金)には3か月(90日)物LTROで132億ユーロと計1800億ユーロ超が供給されたことで、過剰流動性は倍増、これに伴いEONIAは6日(火)時点で0.10%台まで急落している。7日物オペで供給された部分が大半であることを踏まえれば、明晩のECB理事会時には過剰流動性は相当減少し、EONIAも上昇している可能性はあるが、少なくとも本日時点ではEONIAの高止まりを理由に緩和を求めるような声は聞こえてきていない。

～ドル高期待という他力本願も～

また、穿った見方をすれば、他力本願で追加緩和を回避できれば、という一縷の望みも抱いているかもしれない。具体的にはドル高期待に基づく現状維持である。先週2日(金)の米4月雇用統計が(少なくともヘッドライン上は)かなり強めの内容となったことにも表れるように、真っ当に考えればこれから起きることは米経済の回復とFRBの金融政策正常化そしてそ



れに伴うドル高・ユーロ安である。現状は、それとは真逆のドル安相場が進行しており、一連の米経済指標の堅調さに照らして、ドルが売られ過ぎている感は否めない。こうした一方的な相場つき(ユーロ高・ドル安)を元に政策変更を決断することを善しとしない可能性はある。別の言い方をすれば、1.39 超えのユーロ/ドルは一過性という希望的観測の下、先行きのデフレーション圧力後退を予想し、現状維持を決断するという心持ちは多少あるかもしれない。

～どうしたら緩和するのか:官製貸し渋りを横目に～

もちろん、現状維持を決定しても、ドラギ総裁は会見におけるハト派アピールを忘れないだろう。年初来高値を断続的に更新するユーロ相場、騰勢を強め易いEONIA、冴えないHICP、伸びない貸出等々、追加緩和を決断しても不思議ではない材料が現実には満載である。為替や金利動向以外の具体的な動きとしては、例えばユーロ圏3月マネーサプライは前年同月比1.1%増で市場予想の同1.4%増を下回っているし、合わせて公表された民間向け貸出は23か月連続で前年実績を割り込んでいる。明らかに今秋公表のストレステストへの対策姿勢も含まれているように思われ、このある種の官製貸し渋り状態をいつまでECBが看過するのかは今年の論点である。

こうした現状を踏まえ、記者会見では、ほぼ間違いなくQEに対する意思確認、そして規模、時期、購入対象資産等を問いつめる記者が現れるはずである。少しでも具体的な回答を行えば、それがヘッドラインとして取沙汰され、ユーロ相場に多大な影響を与える展開が予想される。

では、どうしたら追加緩和、特にQEに踏み切るのか。4月会見ではQE実施の要件として「非常に長引く低インフレ(risk of a too prolonged period of low inflation)」が条件として言及され、かつて「デフレの脅威(a threat of deflation)」と言われていた時と比較し、ハードルが下げられた。「長引く

低インフレ」の定義は今一つ分からないが、ドラギ総裁の過去の発言を参考にすれば「HICP が 1% 未満で継続すること」を「危険領域」と形容していたことが思い返される¹。現状、HICP は 2013 年 10 月から 2014 年 4 月まで 7 か月連続で 1% 未満となっており、既に危険領域に入ったようにも思われ、この点、6 月 5 日 (木) の理事会で公表される HICP 見通しに注目せざるを得ないだろう。上でも引用した様に、4 月理事会においてドラギ総裁は「今年 3 月の HICP は予想外に低かったが、中期見通しに変更を迫るものかどうかはまだ情報が必要」と述べ、これを現状維持の理由としている²。スタッフ見通しの下方修正は明らかに中期見通しの変更であり、緩和の理由足り得るはずだ。こうした状況を踏まえれば、少なくとも 6 月理事会におけるスタッフ見通し改定までは政策変更の決断を先送りにするインセンティブはあろう。

ただ、「次の一手」としてまず選ばれるのは利下げと思われ、QE はその後に本格的な議論の着手が始まり、導入はさらにその後となろう。具体的な時期的イメージを述べておくと、今秋にストレステストの結果が公表されるにも拘わらず、民間銀行から大量の資産購入を行うのは、テスト自体の意義を軽んじる政策運営にも思えるため、QE 導入は、あるとしても、11 月以降などになってくるのではないか。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・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。

¹ 「現在、われわれはいかなるデフレ（の兆候）も認識していない。だが、永遠にインフレ率が 1% を下回り、その結果、危険な領域に落ち込むことがないようわれわれは気を付けなければならない」 2013 年 12 月 28 日発行の独誌シュピーゲルのインタビュー記事。

² 本欄 2014 年 4 月 4 日号『ECB 理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～』をご参照下さい。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躓いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
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～
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～外銀本支店動向は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～