

みずほマーケット・トピック(2014 年 6 月 9 日)

## ECB にまつわる 3 つの「分かり難さ」

満を持して投入された ECB のマイナス金利政策だが、期待された通貨安効果は全く発揮されていない。ユーロ相場が押し下げられていない背景には、やはり一連の緩和策を巡る「分かり難さ」があったのではないかと。今回の追加緩和に関しては、少なくとも①「発表方式」、②「バランスシートの方向感」、③「政策間の相性」の 3 つの「分かり難さ」があったように思われる。為替という最も直感的な反応をする市場を押し下げるにあたって、マイナス金利導入に伴う②「バランスシートの方向感(縮小)」は決して望ましいものではない。また、ドラギ ECB 総裁自身が QE の可能性を示唆しながらも、そのマイナス金利との相性の悪さが指摘される現状は如何にも分かり難い。さらに、今回同時決定された TLTRO や SMP 非不胎化といった政策もマイナス金利との相性は悪く、こうした「政策間の相性」をどう解釈すれば良いのか、現段階でも良く分かっていない向きは多そう。

### ～ユーロ相場は高止まり～

先週末の為替相場は小動きの展開。注目された 6 日(金)の米 5 月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比 21.7 万人増と市場予想の中心(同 21.5 万人増)と概ね一致し、驚きはなかったが、堅調な米雇用情勢を好感したドル買いは相応に見られた。片や、5 日(木)に ECB がマイナス預金金利を含む一連の緩和策を打ち出したユーロは引き続き底堅く、対ドルでは 1.3650 付近、対円では 140 円付近で高止まりしている。後述するように市場はドラギ ECB 総裁の「これで終わりではない(we aren't finished here)」発表を胸に、今後、緩和催促モードを強めていくものと思われる。昨年の本欄 2013 年 11 月 25 日号『ECB も「連想ゲーム」に巻き込まれるのか』で予想した通り、ECB は完全に市場の思惑に足を取られている。

### ～3 つの「分かり難さ」が災いした ECB～

満を持して投入された ECB のマイナス金利政策だが、足許までにもたらされた効果は金利低下(債券価格上昇)とユーロ買戻しであり、本来期待されたはずの通貨安効果は全く発揮されていない。特に債券市場の反応は鮮明であり、先週 6 日(金)時点で、ベルギーやフランスといったセミア国だけでなく、アイルランド、イタリア、スペインといった PIIGS の利回りまで下がり、過去最低を更新している。こうした動きは「マイナス金利は貸出ではなく国債への投資を促すだけ」もしくは「ECB はいずれ量的緩和(QE)に追い込まれる」といった市場の思いを反映していそうである。

ユーロ相場が押し下げられていない背景には幾つかの理由が考えられるが、やはり「分かり難さ」が災いした可能性は否めない。今回の追加緩和決定にあたっては、少なくとも①「発表方式」、②「バランスシートの方向感」、③「政策間の相性」の 3 つの「分かり難さ」があったように思われる。

例えば、今回の①「発表方式」に戸惑った市場参加者は多かったのではないかと。まずは通常通りに政策金利決定を発表しておきながら、それと同じ文面で「総裁会見(at 2.30 p.m. CET today)」の

後に細かな仕様の発表(at 3.30 p.m. CET)」と予告されており、一時的に混乱を招いた。折角、多岐に亘る政策パッケージを決定したのだから、1 枚紙に纏めて同時発表し、それを総裁会見で説明する方式にすれば、為替市場へのインパクトはもっと大きいものとなったかもしれない。

### ～分かり難い「バランスシートの方向感」～

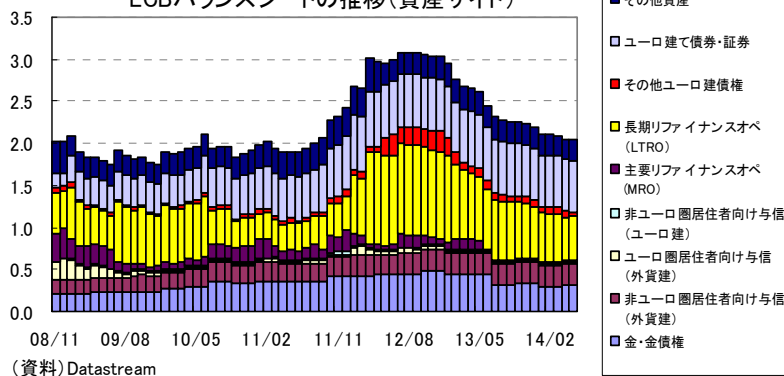
もっと本質的な「分かり難さ」もあった。為替という最も直感的な反応をする市場を押し下げようとするにあたって、マイナス金利政策に伴う②「バランスシートの方向感」は決して望ましいものではない。マイナス金利によりユーロシステムの民間銀行は準備預金を取り崩すことになるが、準備預金は ECB にとって負債(調達)サイドの項目であり、これが減れば同額分の資産も両建てで減らす必要が生じる。それは、「期落ちする資産を再投資せず放置する」又は「資産売却などに伴う吸収オペを行う」ことなどによって実現されそうだが、いずれにせよ ECB のバランスシートが縮小する話である。一方、日銀の量的・質的金融緩和(QQE)では「ベースマネーを 2 年で 2 倍」にする勢いで資産を徹底的に買い入れ、バランスシートの膨張が図られているのは周知の通りである。要するに、インフレ率を上向かせるという最終目的こそ共通するものの、「バランスシートの方向感」に関し、政策方針は ECB と日銀で正反対の手段を取っていることになる。

過去に何度も議論してきたように、筆者は貨幣数量説を過信してはいないし、それゆえにリフレ政策に盲従する立場では全くない。だが、昨今の ECB がユーロ相場の動向に神経質になっていることを踏まえると、吸収オペやそれに伴うバランスシート縮小を必要としてしまう政策運営は如何にも分かり難い(直感的には通貨高を後押ししそうなイメージがある)。通貨安を企図し、「期待に働きかける」という面では QQE に比べて分が悪い面があるのは確かだろう。

もちろん、マイナス金利とセットで導入された総額 4000 億ユーロのターゲット型長期流動性供給(TLTRO)はバランスシートを膨らませる政策であり、しかも最長で 4 年間は満期が来ない。しかし、用途が制限されたこのスキームが 4000 億ユーロ全額利用されるかは定かではない。また、仮に全額利用されたとしても、2 度の 3 年物流動性供給

(総額約 1 兆ユーロ、2015 年 2 月に満期到来)の穴を埋めるには至らないため、往時のバランスシート規模を復元することはない(図)。直感的な反応が幅を利かせる為替市場にとって、こうした事実

(兆ユーロ) ECB バランスシートの推移(資産サイド)



### ～分かり難い「政策間の相性」～

最も致命的な「分かり難さ」をもたらしたのは、「将来的な QE の可能性を示唆しているが、マイナス金利との両立はどうするつもりなのか」という③「政策間の相性」に係る論点だろう。既に、方々で指摘されているように、「準備預金を増やす政策」である大規模 QE と「準備預金を減らす政策」である

マイナス金利の併存は技術的に難しい。ドラギ総裁の「これで終わりではない (we aren't finished here)」といった発言の真意は定かではないが、政策金利の下限到達が宣言されている以上、もはや市場を満足させる一手は国債を対象とする大規模 QE くらいしか残されていないのは明らかである。普通に考えれば、大規模 QE 導入の際にはマイナス金利の撤回を余儀なくされるだろう。

また、今回、同時決定された TLTRO や証券市場プログラム (SMP) の非不胎化といった政策も、基本的には「準備預金を増やす政策」に類するものであるため、マイナス金利との相性が悪いものである。結局のところ、こうした「政策間の相性」の悪さをどう解釈すれば良いのか、現段階でも良く分かっていない向きが多いのではないかと。これでは一方的なユーロ売りは起こり得ないだろう。

### ～マイナス金利と大規模 QE を両立させる方法～

なお、マイナス金利と大規模 QE を両立させる手段が皆無という訳ではなく、無理をすれば絶対不可能というわけではない。結局、「罰金を支払ってでも ECB に受け取って貰いたい資産」であれば、QE とマイナス金利は両立し得る。それは「現在価値以上に高い価格で資産を買い取る」という行為になるだろう。具体的には中央銀行が国債や株式のような有価証券の時価にプレミアムを付けて買い取ったり、または不良債権化している銀行の貸出債権や劣化している不動産や生産設備を簿価で買い取ったりすれば、マイナス金利と資産購入は併存するだろう。だが、それはもう量的緩和とは呼ばないだろうし、そもそも金融政策と呼べるのかもどうか怪しい。ただ、そうした政策を徹底すればユーロはきっと下がるだろう (但し、2 度と戻らないかもしれない)。

マイナス金利導入に伴って、ECB ウェブサイトのトップページにあった「Key figures at a glance」の下に「なぜ ECB はマイナス金利を導入したのか (Why has the ECB introduced a negative interest rate?)」との解説が付け加えられている。この中では「私の個人預金は罰金を取られるのか」、「なぜ預金者を罰し、借り手を救うようなことをするのか」といったマイナス金利導入に伴う素朴な疑問への回答が示されている。しかし、ECB が最も気にすべきはそのような低次元の疑問への回答ではなく、金融市場参加者が抱く「分かり難さ」の解消ではないだろうか。

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](mailto: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/egon.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                         |
|-------------|----------------------------------------------------|
| 2014年6月6日   | 週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)              |
| 2014年6月4日   | ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて                          |
| 2014年6月2日   | ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～                           |
| 2014年5月30日  | 週末版                                                |
| 2014年5月28日  | 2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～                       |
| 2014年5月27日  | 「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～                   |
| 2014年5月26日  | 労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～                        |
| 2014年5月23日  | 週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)           |
| 2014年5月22日  | 日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～                     |
| 2014年5月21日  | IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～                      |
| 2014年5月20日  | 出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず                                  |
| 2014年5月19日  | ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～                          |
| 2014年5月16日  | 週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)                  |
| 2014年5月15日  | 欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～                     |
| 2014年5月13日  | 米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～                          |
| 2014年5月12日  | 13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～                        |
| 2014年5月9日   | 週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)              |
| 2014年5月8日   | イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～                        |
| 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～                           |
| 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躍いた日本株～                         |
| 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・株市相場について～                        |
| 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～                         |