

みずほマーケット・トピック(2014 年 6 月 18 日)

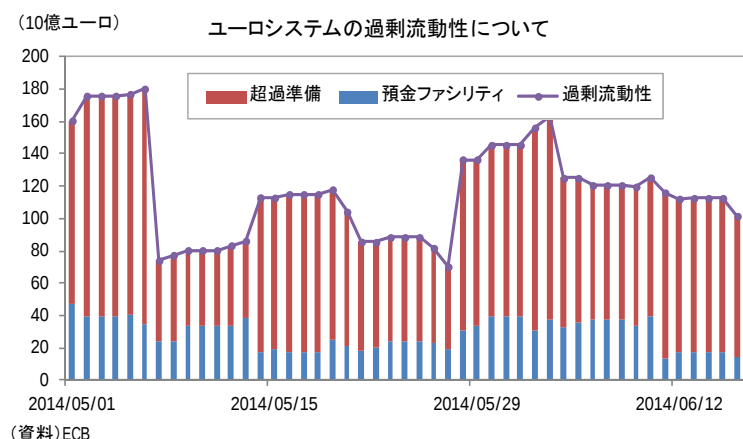
ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較

今晚には証券市場プログラム(SMP)に対する吸収オペが満期を迎える(俗に SMP 吸収オペの非不胎化である)。これをもって約半年ぶりにユーロシステムの過剰流動性は「2000 億ユーロ」の節目を突破する見込みで、過去最低水準にある EONIA(ユーロ圏翌日物平均金利)が一段と押し下げられる可能性もある。だが、こうしたユーロシステム内の流動性多寡と ECB バランスシートの規模は別次元である。今後、バランスシートは LTRO を筆頭とする既存オペの期落ちにより縮小が見込まれる。一方、FRB のバランスシートは少なくとも今秋までは拡大する。「バランスシート拡大＝緩和拡大、バランスシート縮小＝緩和縮小」という一般的な理解を元にすれば、市場から「ECB の方が FRB よりタカ派」という因縁をつけられる恐れも否定できない。ECB の主目的が通貨高の阻止にあるとすれば「バランスシート縮小を伴う金融緩和策」はやはり悪手だったのではないか。

～SMP 非不胎化スタート。半年ぶりの「2000 億ユーロ」超えへ～

今晚には先週 10 日(水)に入札が実施された証券市場プログラム(SMP)に対する吸収オペ(1 週間物定期預金の発行オペ)が満期を迎える(俗に SMP 吸収オペの非不胎化である)。金額にして 1086 億ユーロであり、この分がユーロ圏金融システム(以下ユーロシステム)の過剰流動性に加わることになる。6 月 16 日時点でユーロシステムには当座預金が 1911 億ユーロ、預金ファシリティが 148 億ユーロ存在し、この合計から法定準備(1044 億ユーロ¹)を除いた 1015 億ユーロが過剰流動性(図)ということになる(「過剰流動性＝当座預金－法定準備＋預金ファシリティ」である)。ここに 1086 億ユーロが加わるので合計で 2101 億ユーロの過剰流動性がユーロシステム内に還流する見込みである。過去のドラギ ECB 総裁の発言を踏まえ、市場は過剰流動性「2000 億ユーロ」を 1 つの節目と見ているが、年初来、約半年ぶりにこの水準を突破する見通しとなる。これにより過去最低水準に押し下げられていた EONIA(ユーロ圏翌日物平均金利)はさらなる低下が予想され、ユーロ相場も連れ安となる可能性があるだろう。

なお、法定準備 1044 億ユーロを超える部分にも▲0.10%の罰金が科されるにも拘わらず、依然 900 億ユーロ弱(正確には 1911 億ユーロ－1044 億ユーロで 867 億ユーロ)の超過準備が未だに放置されているわけだが、借入需要が乏しい状況下、積み期間中の未達リスクを冒してまで投融資に



¹ 積み対象期間は「2014 年 6 月 11 日～2014 年 7 月 8 日」。

回そうという金融機関は元より多くないということだろう。事前に予想された展開である。

～ECB バランスシートの縮小は既存オペの期落ちによるもの～

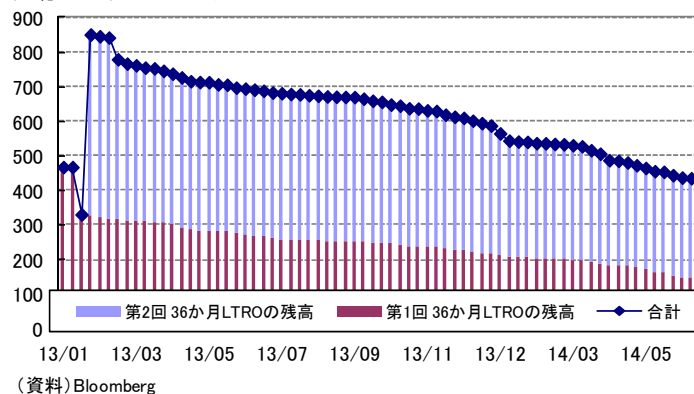
ちなみにマイナス金利適用前日の6月10日時点で預金ファシリティ残高は390億ユーロが存在したが、6月16日時点では148億ユーロと▲242億ユーロ減少している。これはこの間の過剰流動性の減少額(238億ユーロ=1253億ユーロ-1015億ユーロ)と概ね一致する。なお、注意が必要だが、この約240億ユーロはユーロシステムから出て行ったわけではなく(つまり、ECBのバランスシートが240億ユーロ縮小したわけではなく)、過去2週間の金利動向を見る限り、恐らく国債購入などに回ったと考えるのが妥当だろう。過去の本欄で述べたことを繰り返すが、「マイナス金利を忌避した民間銀行の超過準備が貸出や投資に向かうので、ECBのバランスシートが縮小する」わけではない。民間銀行が企業に貸し出しを行っても、貸出金はその企業の預金としてユーロシステムに残存するので超過準備は減らない。国債を購入しても同じである。国債を売却した主体の預金口座に代金が振り込まれるので、ユーロシステム全体の超過準備は減らない。

とはいえ、6月6日から13日の間にECBのバランスシートは▲480億ユーロ縮小している。この480億ユーロのうち457億ユーロが既存の資金供給オペ(LTROなど)の期落ち分であり、マイナス金利に伴い預金ファシリティなどから資金が漏出したことが主因ではない。もちろん、預金ファシリティを取り崩した資金でLTROの返済を行った可能性はある。だが、「LTROでの資金調達に依存する銀行」と「ECBに多額の預金を保有する銀行」は同一ではないだろう。LTRO調達・ECB預金は政策金利である主要リファイナンスオペ金利(LTROの借入コスト)と預金ファシリティ金利の差分が逆ザヤになるため、ECBに多額の預金を抱える健全な銀行が取って代わる必要はない。

～ECBの方がFRBよりタカ派という因縁をつけられる不安～

いずれにせよ、現下で起きているECBのバランスシート縮小はあくまでLTROを筆頭とする既存オペの期落ちが主因であり、これからもそうだと思う。超過準備や預金ファシリティに罰金が取られる以上、このオペ期落ち分を再び埋めに行くのは簡単ではない。置き場所に困る資金をわざわざ進んで取りに行く金融機関は多くない。2015年2月には総額1兆ユーロに及んだ36か月物LTROがい

(10億ユーロ) 36か月物長期流動性供給(36M-LTRO)の返済状況と残高推移

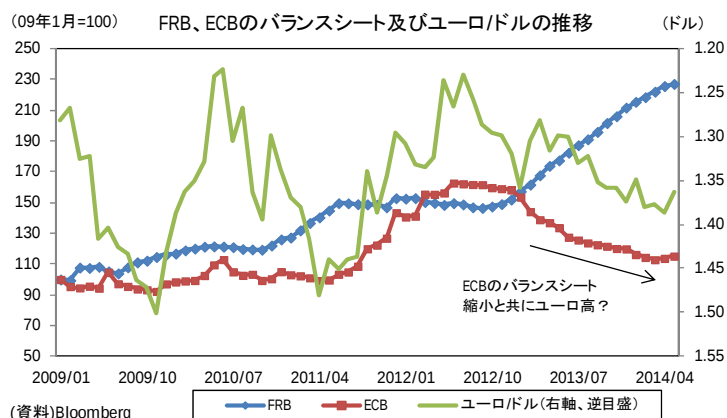


よいよ満期を迎える。現時点でも4200億ユーロ以上が未返済であることを考えると、初回2回分(14年9月・12月)のターゲット型LTRO(TLTRO)が満額利用されたとしても、ECBのバランスシートは現時点よりも縮小している恐れがある。

一方、FRBは資産購入額の縮小を進めつつあるとは言え、バランスシートが拡大中という事実は変わらない。次頁図に示されるように5年前と比較してFRBのバランスシートは約2.3倍になってい

るが、ECB のそれは 1.2 倍弱である。ドル/円相場におけるソロスチャート²は理論的裏付けが乏しく、筆者はその利用を全く推奨しないが、為替市場ではそうした直感的な議論が幅を効かせやすい傾向があることも否めない。「バランスシート拡大＝緩和拡大、バランスシート縮小＝緩和縮小」という一般的な理解を元にすれば、市場から「ECB の方が FRB よりタカ派」という因縁をつけられる恐れも否定できない。ECB の主目的が通貨高の阻止にあるとすれば、「バランスシート縮小を伴う金融緩和策」はやはり悪手だったように思われる³。

少なくとも TLTRO の応札が宣言されている年内は、ECB は量的緩和 (QE) ではなく現状路線を続けるだろう。だとすれば、基調的なユーロ/ドル相場の下落を実現するにはやはり、FRB が出口に接近するのに伴いドル買いが盛り上がることを期待するしかないのではないか。



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。

² 日米ベースマネー比率とドル/円をプロットしたチャート。しかしベースマネーの多寡が金融緩和の程度を表すとは限らず(現に ECB のように緩和していてもベースマネーは減っている)、また、ベースマネーと物価の間に直接的な因果関係が見出せない以上、為替変動を理論的に説明するのは難しい。敢えて言えばテクニカルチャートとして使用する分には咎められるものではない。

³ 本欄 2014 年 6 月 9 日号『ECB にまつわる 3 つの「分かり難さ」』やロイター外国為替フォーラム『ECB のユーロ安誘導、「分かりにくさ」で失敗か』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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かれ難さ」
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	イェレンFRB議長証言について～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跟いた日本株～
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)