みずほマーケット・トピック（2014 年 7 月 1 日）

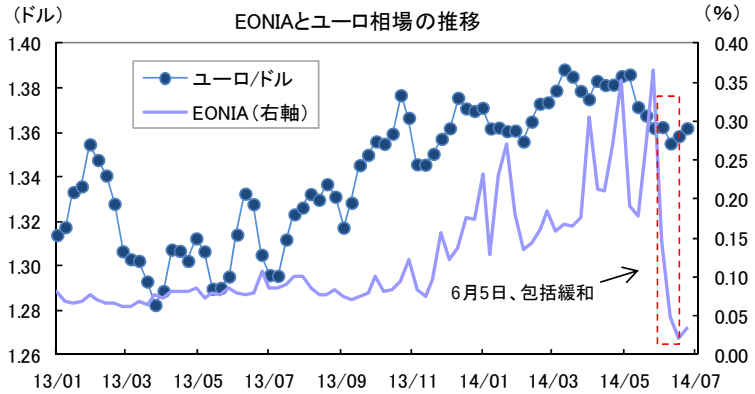
ECB 理事会プレビュー～QE を仄めかしつつ現状維持～

7 月の ECB 理事会は現状維持だろう。6 月に一連の緩和策（以下、包括緩和）を導入したばかりであり、これが現段階で確認できる計数（ユーロ相場や短期金利等）に関して及第点を与えられる効果を発揮している以上、今回動く必要性はない。記者会見では「包括緩和の効果発現までは時間が掛かる」と述べつつも、必要に応じて「次の一手」、具体的には量的緩和（QE）も躊躇しない意思を示すだろう。なお、包括緩和決定を経て、「QE 以外全部出し」をしてしまった状況下、ドイツが再び態度を硬化させ始めている様子も見受けられ、今後はドイツ方面から追加緩和に関して横槍が入る可能性がある。今後、ECB の金融政策運営は FRB のそれに依存する部分が大きくなりそうであり、為替相場を通して、フランクフルト連銀さながらの様相が強まっていく可能性が高い。

～現状維持で問題なし～

今週 3 日には ECB 理事会がある。6 月 5 日に一連の緩和策（以下、包括緩和）を導入したばかりであり、ユーロ相場も短期金利もとりあえず落ち着いていることなどから、今回は現状維持と見て問題ないだろう。記者会見では「包括緩和の効果発現までは時間が掛かる」と述べつつも、必要に応じて「次の一手」、具体的には量的緩和（QE）も躊躇しない意思を示すと思われる。

包括緩和は現段階で確認できる計数に関して及第点を与えられる効果を発揮している。最大の目的であったユーロ相場の低め誘導については、「もっと押し下げたかった」というのが ECB の本音と思われるが、それでも 6 月スタッフ見通しの想定為替レート「1.38」は下回っており、現水準の継続はインフレ率見通しの上振れ要因となる（とはいえ、昨日から本日にかけてユーロ/ドルは 1 か月ぶりの高値を更新しており、先行きは油断できない）。また、ユーロ圏無担保翌日物平均金利（EONIA）は、昨日こそ月末・四半期末の需給要因を背景に急騰しているものの、ユーロ導入後の最低水準まで下がることが予想される。こうした EONIA の動きはユーロ相場の押し下げのみならず、貸出増加への追い風として期待される筋合いにある。とりあえず、7 月理事会を現状維持と判断するのに何の差し障りもないだろう。

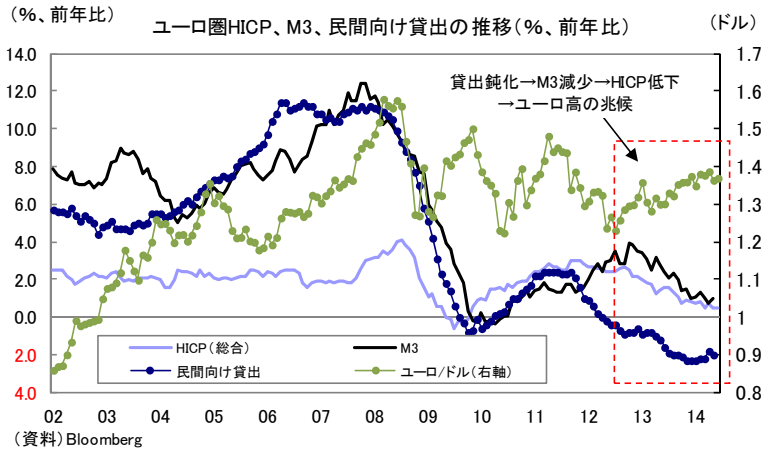


（資料）Bloomberg

～足踏みする貸出状況～

なお、昨日はユーロ圏 5 月マネーサプライ（M3）及び民間向け貸出そして 6 月消費者物価指数

(HICP)も公表されている。M3 については前年比 1.0%増と前月から 0.3 ポイント加速したものの、ECB が参照値とする「4.5%」には程遠い状況が続いている。合わせて発表された懸案の民間向け貸出は同▲2.0%と前月から 0.2 ポイント悪化しており、これで 25 か月連続のマイナスである。ユーロシステムの与信機能は依然として働いていない。また、6 月 HICP については、先週 6 月 27 日に公表された独 6 月 CPI が前年比 1.0%上昇と前月の倍の伸び幅となったことで上振れが期待されたが、結局前月と同じく同0.5%上昇に止まった。貸出の伸び悩みとそれに伴う物価の伸び鈍化そしてユーロの購買力上昇という日本化症状は健在であり(図)、ユーロ圏の経済・金融情勢は引き続き緩和的な政策措置が正当化される状況にある。



なお、貸出に関しては、包括緩和の一環として貸出に用途を絞った長期流動性供給(TLTRO)が導入されており、今年はまず 9 月そして 12 月に応札が行われる。少なくともこの応札状況を経て、実際の貸出行動にどの程度影響が出るかを見極めるまでは「次の一手」を出したくない、というのが ECB の本音(というよりも願い)だろう。そしてあわよくば、その頃に FRB の利上げ議論が盛り上がり、ユーロ安が進んでいるのが最善のシナリオと考えているはずだ。6 月 20 日、クーレ ECB 理事が「ECB の行動は欧米の金融政策の相違を示している(中略)こうした措置は米国の金融政策が引き締められてもユーロ圏の金融政策がしばらくの間は緩和的であり続けることを示す(ブルームバーグ)」などと述べたのは、欧米金利差に基づくユーロ売りを密かに期待したものと考えられる。

ただ、10 月にストレステストの結果が公表され、その後の対応が一段落しないことには、現状の慢性的な貸出鈍化は収まらないと思われる。6 月 16 日には、ノボトニー・オーストリア中銀総裁が ECB によるストレステストに関し、「極めて厳しく、恐らくは厳し過ぎるくらいになるだろう。私が懸念しているのは、ECB が特に良い仕事をしようとして、米国よりはるかに厳格な審査をすることだ(ブルームバーグ)」と述べているが、貸出が伸び悩み、デフレ懸念が燻っている状況下で厳格なストレステストを行うことは元より推奨されるものではない。それが 2000 年代初め、竹中プランの実施と共に激しい貸し渋りに襲われた日本の経験から言える教訓である。

～QE を仄めかしつつ「今ではない」を強調～

そのほか、6 月理事会以降における ECB 要人発言を振り返って見ると、以下のようなものがあった(全てブルームバーグからの引用):

- *バイトマン独連銀総裁:インフレ率は 2016 年末まで2%を著しく下回る水準にとどまるものの、ユーロ圏はデフレスパイラルに陥っていない。低金利を絶対に必要な期間よりも長くは続けないということに私は賛成の立場だ。(6 月 25 日)*
- *ノボトニー・オーストリア中銀総裁:欧州は今のところデフレではないが、デフレに発展する状況*

にかなり近い。(6 月 24 日)

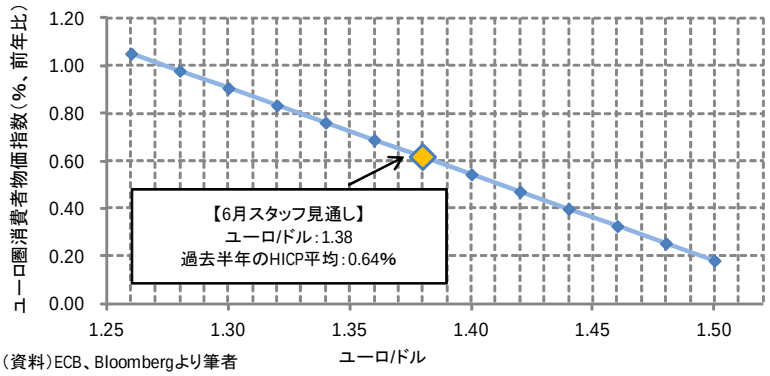
- *コンスタンシオ副総裁:低インフレや経済停滞が長引く場合、ECBは追加の非伝統的手段を活用する用意があり、広範な資産購入へと踏み込むだろう。(6 月 23 日)*
- *ノボトニー・オーストリア中銀総裁:低金利の環境は永続的な現象ではない。2%を超えるような明らかな成長があればすぐに金利の変更に至る。しかし、現在の見通しでは 2016 年より前にそうなる可能性はほとんどないだろう。(6 月 22 日)*
- *ドラギ総裁:(低金利継続の期間について)無制限の流動性に対する銀行のアクセスを2016 年末まで延長した。それがシグナルだ。量的緩和には国債だけでなく民間部門の融資も対象に含まれ得る。その時期が来たら協議する。(6 月 20 日)*
- *クーレ理事:ECB が実施する可能性のある資産購入について、国際通貨基金(IMF)との間に意見の相違はないが、今はそうした措置を講じる状況にはなっていない。(6 月 20 日)*
- *クーン・ベルギー中銀総裁:ECBの政策措置の効果が極めて少ない場合、追加策が必要かどうか年末まで見極める必要がある。(6 月 6 日)*
- *コンスタンシオ副総裁:(幅広い資産購入について)非常に極端に状況で検討されるべき事柄だ。ECB の量的緩和(QE)に対するスタンスははったりではない。ECBは昨日(※6 月 ECB 理事会で)発表した措置の影響を見極める必要。(6 月 6 日)*

総じて、「次の一手」をまだ温存していること、それが具体的には QE であることを指摘しながら、それは「今ではない」との見方が目立つ。これらの発言からも 7 月理事会は現状維持と見て問題ないだろう。一方、3～6 月の局面でハト派への傾斜が見られたバイトマン独連銀総裁は、自国の CPI が強含み、不動産価格も上昇傾向にあることを踏まえてか、また元通りのタカ派トーンに戻っている印象を受ける。さらに言えば、ECB 高官ではないものの、ショイブレ独財務相がルー米財務長官との共同記者会見において「ドイツの不動産部門の価格動向には、現在危険な兆候が見られる(6 月 19 日、ロイター)」などと述べており、明らかに牽制を図っている。包括緩和決定を経て、「QE 以外全部出し」をしてしまった状況下、ドイツが態度を硬化させている様子も見受けられ、今後はドイツ方面から追加緩和に関して横槍が入ることも考えられる。

～フランクフルト連銀の様相強まる～

なお、ドラギ ECB 総裁自身がそう述べている通り、包括緩和の効果発現には 3～4 四半期ほど掛かる見込みであり、「次の一手」はその趨勢を見極めながら、というのが ECB の立ち位置になるだろう。だとすれば、当面は現状維持の時間帯が続く公算が大きい。そうした休憩ムードを変化させるのはやはりユーロ相場の動きであり、より具体的には FRB の

ユーロ高とユーロ圏消費者物価指数(HICP)のイメージ



(資料)ECB、Bloombergより筆者

※1:為替については14年6月スタッフ見通しの想定レート、ユーロ/ドル「1.38」、HICPに関しては14年1～6月平均の「前年同月比0.62%上昇」を試算の起点としている。
※2:過去のECB論文やドラギ総裁発言を踏まえ、「1%のユーロ高は▲0.05ポイントのデフレ圧力」と仮定している。

政策運営になろう。今後、仮に FRB の正常化プロセスが躓き、1.40 を超えてくるようなことがあれば、HICP の 0.5%未満が定着し、いよいよ量的緩和（QE）の催促相場が始まる可能性が高い。そうではなく FRB の正常化プロセスが順当に進み、1.30 割れを臨むような相場が定着してくれば、HICP の 1.0%台への復帰も叶うだろう（前頁図）。こうして為替相場を介して、FRB の金融政策が自国の金融政策を規定する状況について、かつての日銀を東京連銀と揶揄する向きもあったが、今後は ECB がフランクフルト連銀の様相を呈してくる可能性が非常に高いように思われる。

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に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6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
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
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「蓄積する現預金」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	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
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	燃料だけではない「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