

みずほマーケット・トピック(2014 年 7 月 22 日)

格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS 年次報告に絡めて～

ユーロ圏住宅価格の格差が拡大する兆候が見られ始めている。多くの国々が未だ危機前の水準を復元できていない一方、ドイツでは上昇が続いており、ショイブレ独財務相が「危険な兆候」を指摘する状況。これまでの ECB は「緩和カードの少なさ」が心配されることが多く、その問題も完全に解消したとは言えないが、そこへ「非対称的な域内資産価格」という攪乱項が混じってきそうなことは留意してきたい。債務危機対応という大義の下、政策の方向感が自明であった頃は共通の金融政策を司る「ECB 特有の悩み」は露呈し難かった。しかしドイツを筆頭として一部加盟国で資産価格が盛り上がってくるような事態になると、ECB はこれまでよりも難しい状況判断を迫られながら、政策を運営する必要が出てくる。迅速かつ大胆な緩和が求められるディスインフレとの戦いを巡る ECB の状況は、今後一段と複雑化してくる恐れがある。

～目先の注目は地政学的リスクよりも CPI ～

先週末から昨日にかけての為替相場は引き続きドル相場が高止まりの展開。ウクライナの親ロシア派によるマレーシア航空機撃墜を巡って依然国際社会には緊張感が漂っているものの、これを理由とした逃避的な円買い、スイスフラン買いは一旦落ち着きを見せている。むしろ、そうした地政学的リスクよりも、まずは今晚に公表される米 6 月消費者物価指数(CPI)を受けて、市場の FRB への期待がどのように変化していくかが目先の注目材料となっていくだろう。

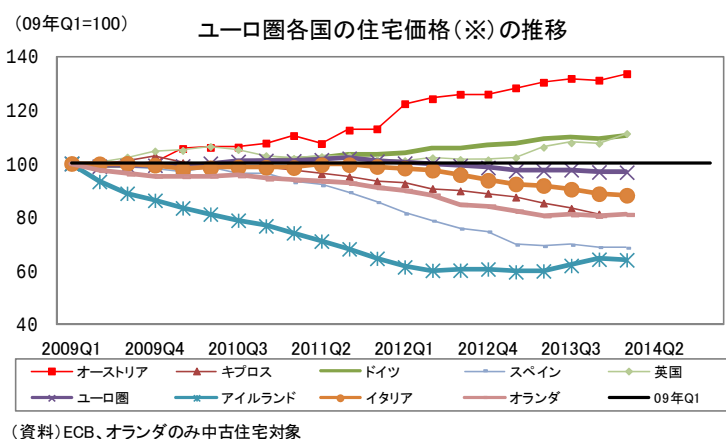
～格差が拡がりはじめたユーロ圏の住宅市況～

ところで、3 週間ほど前の 6 月 29 日に国際決済銀行(BIS)が年次報告書(84th Annual Report, 2013/2014)を公表している。一部で報じられているように、「資産価格上昇を回避するために金融政策を早期に正常化すべき」と謳う内容で、BIS ビュー(「物価の安定」と共に「金融の安定」を重視し、将来のバブルの芽を摘むべくタカ派的な政策運営を志向するスタンス)¹の本領発揮といった趣であった。総じて、日米欧の主要中銀の現状路線を牽制する内容であったが、特に今後、各種緩和策を繰り出していこうという ECB にとっては真っ向から対立するものだったと言える。

「物価の安定」だけを見ていれば良いのか、それとも「金融の安定」にも着目し、資産価格もケアしなければならないのか。この問題に関し、例えば、目下、量的・質的金融緩和(QQE)によって「2 年で 2%」を追求中の黒田日銀に迷いはなく、資産価格上昇はむしろ望むところといったスタンスと思われる。だが、ユーロ圏ではやや難しい事態が生じつつあるのも確かである。元より、ドイツとそれ以外のファンダメンタルズに格差が生じつつあり、それが ECB の政策運営を難しくしていることは周知の通りだが、例えば、最近の域内住宅価格の動きには明らかに格差が出始めている。次頁図に

¹ これに対し、あくまで「物価の安定」を重視し、資産価格上昇などの「金融の安定」にはさほど神経質にはならないのが FED ビュー。現状、FRB、ECB そして日銀は基本的に FED ビューに近いと思われる。

示されるように、ユーロ圏ではオーストリア、ドイツの上昇が目立ち、その他の国々は未だ危機前の水準を復元できていない。この結果、ユーロ圏全体としては、徐々に低下する格好となっており、この点で緩和路線の継続が支持される状況にある。だが、加盟国間の格差が鮮明になりつつあるという構図は看過できるものではなく、諸々の緩和策をスタンバイさせている ECB にとっては悩ましい事実だろう。特にドイツは、ショイブレ独財務相自らが「不動産部門の価格動向には、現在危険な兆候が見られる」と述べているくらいであり、今後ドイツのタカ派姿勢が円滑な緩和政策の障害となる恐れはある。9 月以降に予定されるターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) が住宅ローンを対象外にしているとはいえ、供給資金の用途をどの程度グリッできるのかは定かではなく、ドイツの本音としては複雑なものがあるかもしれない。



こうした現状を見るにつけ、2000 年代前半に「不調のドイツ」を助ける格好で低金利を据え置いたことが「好調な周縁国」におけるバブルを誘発し、その後の危機に繋がってしまったことを思い返さずにはいられない。現状は「不調の周縁国」を助ける格好での低金利据え置き(ないし非伝統的政策の継続)であり、「好調なドイツ」へのケアは見過ごされている。これまで ECB にとっては「緩和カードの少なさ」が心配されることが多く、その問題も完全に解消したとは言えないが、そこへ「非対称的な域内資産価格」という攪乱項が混じってきそうな兆候があることは留意しておきたい。

～ドラギ総裁「最初の防御手段はマクロプルーデンシャルな手段」～

BIS 年次報告書が提示した問題意識に関しては 7 月 3 日 (木) の ECB 理事会後の記者会見でも質問が出ている。具体的には、「実体経済の進展と整合的ではない楽観的な金融市場を形成するため、中央銀行は金融政策を早期に引き締めるべき」と BIS は述べました。この BIS 年次報告書についてご意見を頂けますか」といった質問が出ているが、これに対するドラギ総裁のスタンスははっきりとしており、「金融政策は我々のスタンスに完璧に合致している。我々は物価安定の責務を担っており、現状の金融政策スタンスはその責務を達成するために行われている」と述べ、あくまで「金融の安定」ではなく「物価の安定」を重視し、緩和策を継続することを主張している。

その上で、「金融の安定」に関しては、「非常に重要なポイント」と意義を認めつつも、「最初の防御手段はマクロプルーデンシャルな手段となる」とし、利上げなどの金融”政策”ではなく金融”規制”での対応を優先する立場を示している。こうした点はイエレン FRB 議長も、恐らくは黒田総裁も同様であり、将来のバブルの芽を摘むために緩和策を棚上げし、不況に逆戻りするリスクを負うという選択肢は忌避されるのが普通である。ユーロ圏においては欧州システミックリスク理事会 (ESRB) たるマクロプルーデンス²を司る機関が存在するものの、ESRB の勧告に従って各国の政策当局が融資

² 「金融システム全体のリスクの状況を分析・評価し、それに基づいて制度設計・政策対応を図ることを通じて、金融システム全体の安定を確保する考え方」日本銀行 HP の解説より抜粋。

の総量規制や銀行への自己資本規制を機動的に発動させることが出来るのかは定かではない。2009～2012 年のように、債務危機対応という大義の下、政策の方向感が自明であった頃はある意味で共通の金融政策を司る「ECB 特有の悩み」は露呈し難かった。しかしドイツを筆頭として一部加盟国で資産価格が盛り上がってくるような事態になると、ECB はこれまでよりも難しい状況判断を迫られながら、政策を運営する必要がある。迅速かつ大胆な緩和が求められるデイスインフレとの戦いを巡る ECB の状況は、今後一段と複雑化してきそうである。

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7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～「さくらレポート」などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に奇立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
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～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～ブ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	ECBI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預いた日本株～
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～