

みずほマーケット・トピック(2014 年 8 月 6 日)

ECB 理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～

明日 7 日(木)の ECB 理事会は現状維持を予想。ユーロ圏 7 月消費者物価指数(HICP)は約 5 年ぶりの低い伸びにとどまったものの、ターゲット型長期流動性供給(TLRO)を含む政策効果の発揮が「これから(3～4 四半期後)」という建前になっている以上、現段階でアクションを起こす筋合いにはない。また、「影の政策目標」である為替相場については、好調な米経済や地政学的リスクなどの他力本願でユーロ相場が軟化するという ECB にとって「最良の地合い」が進行中であり、この点からも現状維持が支持されるだろう。今後は地政学的リスクが予測の障害になる。今のところ、ロシア・ウクライナ問題は単なるユーロ売り材料にとどまっており、ECB にとってはむしろ望むところである。しかし、報復制裁が高じて域内経済を下押しするようなことになれば、結局緩和に追い込まれる展開も有り得る。その際はデysinフレとの戦いも一段と苦しくなっていそう。

～ECB にとっては「最良の地合い」～

昨日の為替相場はドル相場が上昇する展開。米 7 月 ISM 非製造業景気指数が 58.7 と市場予想を上回り、特に項目別で見ると新規受注が 2005 年 8 月以来の高水準をつけるなど、先行きにも期待を抱かせる内容となった。また、昨日はそうした好調な米経済指標に加え、ロシアが EU に対して報復制裁を示唆したことで地政学的リスクを意識したドル買い・ユーロ売りが強まるという面もあって、ユーロ/ドルは一時 1.3358 と 9 か月ぶりの安値をつけている。このように自身が金融緩和で無理をすることなく、他力本願でユーロが下落するというのが ECB にとって「最良の地合い」である。

～ドラギ総裁は余裕を持って会見に臨める状況～

ところで明日 7 日(木)には ECB 理事会があるが、今回は現状維持を決定するだろう。懸案のユーロ圏 7 月消費者物価指数(HICP)は前年比 0.4% 上昇と約 5 年ぶりの低い伸びにとどまり、市場予想を下回ったが、以下で述べるように、政策効果の発揮はこれからというのが建前となっている以上、現段階でシナリオが変更されるには及ばない。声明文では「長期間の低インフレのリスクに一段と対応するために、理事会は責務の範囲内で、非伝統的な政策手段も活用することを全会一致でコミットする」との決まり文句が据え置かれ、緩和期待の維持にも配慮するだろうが、具体的な政策やタイミングに関して言質が与えられることは期待できない。

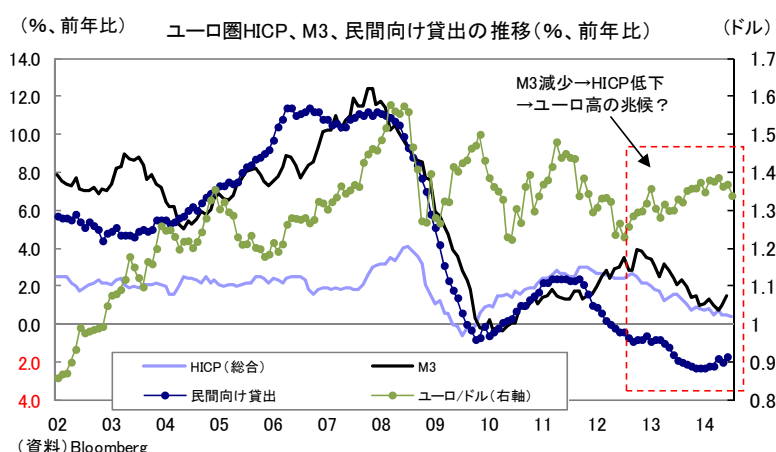
なお、物価が「表向きの政策目標」とすれば、「影の政策目標」は為替相場だが、上述したように、現状では他力本願でユーロ相場が軟化するという ECB にとって「最良の地合い」が進行中である。「ユーロ安はラグを伴って HICP の押し上げに効く」という ECB の想定に立てば、ドラギ ECB 総裁としては久しぶりに余裕を持って会見に臨めるだろう。

～効果発現まで3～4か月、TLTROは始まってもおらず～

ドラギ総裁自身が6月理事会後の会見で述べたように、6月に決定した一連の緩和策(以下、包括緩和)は効果発現までに3～4四半期掛かるというのが建前であり、まだ2か月しか経っていない今の段階でアクションを起こす筋合いにはない。そもそもマイナス預金金利に次ぐ目玉であるターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の実施が9月以降に温存されている以上、その動静を見極めるまではECBとしても動くわけにはいかないはずである。なお、TLTROに関しては、具体的には、8月8日(金)までに「グループとしてTLTROを利用するか否か(group treatment)」を各行が申請し、遅くとも9月11日までには各国中銀から各行へTLTRO利用可能上限額が通達され、9月17日には各行が各国中銀に対して希望額を提出することになっている(日程は全て9月18日入札の第1回分に関するもの)。つまり、明日(7日)の段階ではまだTLTRO実施にあたっての「最初の締め切り」も到来しておらず、何かアクションを期待するような段階では全くない。また、来月の9月理事会でスタッフ見通しが改定されることも踏まえれば、8月は様子見の時間帯と割り切るだろう。

～与信機能には薄日も・・・～

なお、ユーロ圏6月民間向け貸出は25か月連続で前年割れとなり、「貸出停滞→M3停滞→HICP低下→ユーロ高」という大きな流れはまだ続いている(図)。だが、貸出の停滞にはここにきて底打ちの兆しも見られ、M3も伸び率が加速している。7月30日(水)に公表されたユーロ圏銀行貸出調査(対象:137行、期間:6月26日～7月11日)でも、約7年ぶりにユーロ圏銀行における企業向け



貸出の基準が緩和されるという結果が発表された。長い冬の時代が続いているユーロシステムの与信機能に薄日が差し込みつつある可能性もあろう。しかしながら、日本の経験に照らせば、経済・金融状況の改善に応じて貸出供給側の態度が改善してきたとしても、それに応じるだけの借入需要が存在するか否かが問題になる。この点、フランスやオランダといったセミア国で借入需要の減退が報告されていることはやはり不安を感じる。

～地政学的リスクが追加緩和に発展する可能性も～

当面を見通す上では物価や貸出といった重要指標をウォッチすることも欠かせないが、やはり地政学的リスクが予測の障害となってくることは否めない。上述したように、それが単なるユーロ安要因でとどまっている間はECBにとってはむしろ歓迎されるだろう。だが、EUに対するロシアからの報復措置がエスカレートし、例えばエネルギー供給の抑制などから域内経済が下押しされるような局面に至った場合、ユーロ安は元より、実体経済の悪化やそれに伴うデysinフレ傾向が併存するという状況も十分あり得る。そうなった場合は為替水準に拘わらず、追加緩和を決断せざるを得ない

事態も想定されよう(というか、それが普通の「金融」政策であり、為替睨みの場合は「通貨」政策である)。その時、採り得る選択肢はもう量的緩和(QE)しかない。ロシア・ウクライナ問題は為替にとってはユーロ下落要因となり、表面的にはHICPを押し上げる話に思えるが、实体经济への影響に鑑みれば、デysinフレとの戦いを一段と苦しくするものになる可能性も秘める。

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8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP))などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
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～
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	巨額和解金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～市場期待に苛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?～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	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率制～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	相次ぐユーロ高率制の読み方～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える円相場～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」～