

みずほマーケット・トピック(2014年9月1日)

## ECB 理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～

今週4日(木)のECB理事会は現状維持を予想。リスクシナリオとして何らかの政策変更を想定した場合、①資産担保証券(ABS)購入プログラムの導入、②ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)のコスト引き下げ、③預金準備率の引き下げ、④主要リファイナンスオペ(MRO)金利の引き下げなどが挙げられる。今回、想定するとすれば①～③の中で考えるべきであり、特に②と③は組み合わせることは理論的に有り得る。なお、筆者が今回の理事会で最も注目したいのは声明文冒頭の修正である。これまで聖域視していた「ユーロ圏のインフレ期待安定」に関し、修正が入るとすれば、これに伴う将来的な政策方針の変更は想定すべきである。なお、ドラギ総裁はMRO金利の下限到達は宣言しているものの、コリドーの両側について調整する可能性は否定していない。つまり、将来的なマイナス金利幅拡大は排除されるものではない。

### ～9月ECB理事会:最大の注目は声明文の冒頭～

今週4日(木)のECB理事会は現状維持を予想するが、リスクシナリオとして何らかの政策変更(既存プログラムの修正を含む)を想定した場合、幾つかの選択肢が考えられる。具体的には①資産担保証券(ABS)購入プログラムの導入、②ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)のコスト引き下げ、③預金準備率の引き下げ、④主要リファイナンスオペ(MRO)金利の引き下げが挙げられる。後述するように、①はその可能性が宣言されてから久しく、導入の確度は最も高い。だが、導入されたとしてもABSだけを対象とするものであれば、相場への影響は軽微だろう。なお、俄かに注目を集める④は、6月理事会でドラギECB総裁が「本日をもって金利は下限に達した」と断言していること、既にユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)のマイナス転化が実現していること、ユーロ相場は十分下がっていることなどに鑑み、可能性は限りなく低い。但し、下限到達が宣言されているのはあくまでMRO金利と見られ、限界ファシリティ金利と預金ファシリティ金利が微修正される可能性は示唆されていることから、将来的にマイナス預金金利の幅が拡大する展開は考えられる。今回、追加緩和を想定するとすれば①～③の中で考えるべきであり、後述するように、②と③は組み合わせることは理論的には考え得る。

なお、筆者が今回の理事会で最も注目したいのは、声明文冒頭の修正である。具体的には、ドラギ総裁就任以降、常に声明文の冒頭に置かれてきたインフレ期待の安定を示す文言「ユーロ圏のインフレ期待は、2%以下だがそれに近い水準を維持するという我々の目標に沿って、中長期に亘り着実に安定している」が維持されるかどうかは注目である。先週の本欄<sup>1</sup>でも議論したように、ドラギ総裁はこれまで聖域視していた「ユーロ圏のインフレ期待安定」が崩れ始めていることを初めて公に認めた。真っ当に考えれば、声明文の当該部分は修正され、これに伴う政策方針の変更は想

<sup>1</sup> 本欄2014年8月26日号『ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～』をご参照下さい。

定すべきである。これに付随して①～④がどう処理されるかが今回のポイントだろう。

～①ABS 購入プログラム: 国債を対象とする可能性も示唆～

緩和の各選択肢に関し考察を与えておくと、①ABS 購入プログラムの導入が決定される可能性は確かである。先週 27 日(水)には同プログラム導入にあたっての助言役として米大手資産運用会社が採用された旨が ECB より公表されており、8 月記者会見でもドラギ総裁は導入への熱意を示していた。そもそも 6 月の包括緩和以前より検討が進められている論点であり、導入自体はいつ決定されても不思議ではない代物である。但し、ユーロ圏 ABS 市場の現在のステータスは「育成中」のほずであり、先週 27 日(水)にはクーレ ECB 理事が「米市場と同様の深みと流動性のある ABS 市場を育てたいならば、欧州は極めて根本的な選択に直面する(27 日、ブルームバーグ)」などと述べていた。普通に考えれば、まだ実行に移す時ではないというのが現状だろう。

また、実行にするにしても、購入対象が a).ABS だけになるのか、b).国債も含むのか、という論点がある。この点、8 月記者会見でドラギ総裁が「もし QE を幅広い資産購入と定義するのであれば、ABS は含まれるでしょうが、それに限定されることもないでしょう。公的資産である国債も含まれますし、民間資産も含まれます。ABS は民間資産の一例ですが、国債を対象とした QE も依然として検討事項にあがっています」と述べていたことが思い返される。b).の可能性が排除されないことを明言しており、仮にそうなった場合、ユーロ相場は一段安を迫られるだろう。但し、常々本欄でも述べているように、マイナス預金金利と QE は基本的に相容れないものであり、「量」で圧倒するような黒田日銀型の対応が難しいという問題は根本的に残る。

～②TLTRO のコスト引き下げ: 効果は薄い～

恐らく、②TLTRO のコスト引き下げは最も有り得る一手である。現状、TLTRO の貸出金利は「MRO 金利+10bp」で設定されており、満期は最長で 2018 年 9 月 26 日と設定されている(第 1 回入札の 2014 年 9 月であろうと、第 8 回入札の 2016 年 6 月であろうと最長満期は変わらない)。今回考えられる対応としては 10bp のスプレッドを放棄し、TLTRO のコストを MRO に引き下げる修正だろう。つまり、TLTRO 金利の 0.25%から 0.15%への引き下げである。

だが、▲0.10%のマイナス金利が課される現状にも拘わらず、依然として過剰流動性(当座預金+預金ファシリティー-法定準備)は豊富であるし、ドイツやフランス等のコア国金融機関は貸出を増やしてはいない。こうした状況下、0.25%はもちろんのこと、0.15%であっても TLTRO を利用するインセンティブは大きくないだろう。先週 28 日(木)に発表されたユーロ圏 7 月民間向け貸出は前年比▲1.6%と 27 か月連続で

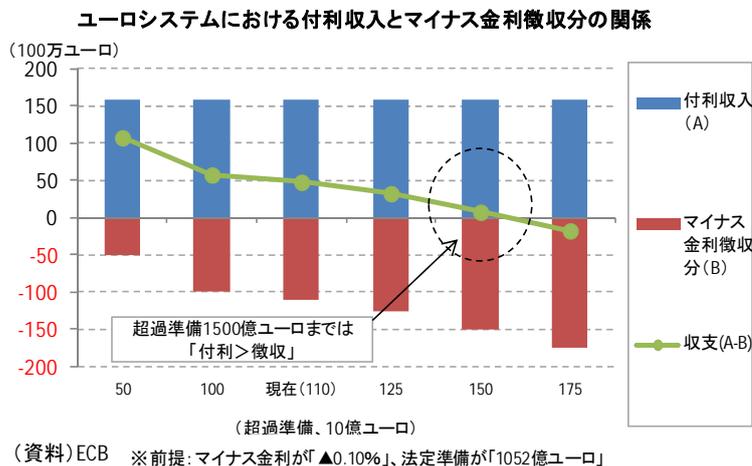


前年実績を割り込んだが(図)、この状況で貸出にしか使えない TLTRO が旺盛な需要を惹きつける合理的な理由があるとは思えない。先週は EONIA が遂にマイナス転化する場面も見られており、

もはや銀行がマイナス金利のコストを貸出金利に乗せ、貸出が滞る経路を心配する段階と見受けられる。なお、抜け道として国債投資を黙認すれば、少しでも「量」は稼げるかもしれない。だが、これだけ周縁国金利が低下する中で、その余地も大分狭まってきた印象は否めない。

～③預金準備率の引き下げ:②との合わせ技か?～

なお、マイナス預金金利の導入には貸出促進という意図があったわけだが、上述したように結果はまだ出ていない。こうした状況下、③預金準備率の引き下げとマイナス預金金利を組み合わせることによって、ECBは貸出刺激の効果を期待するかもしれない。現状(8月28日時点)、ユーロ圏の当座預金(預金ファシリティ含む)は法定準備が1052億ユーロ、超過準備が1097億ユーロとなっており、前者



には0.15%の付利が、後者に▲0.10%のマイナス金利が科される状況にある。これを相殺すると4800万ユーロ(1.58億ユーロ-1.10億ユーロ)で、今のところはまだプラスが出る状況である。図は法定準備が足許の1052億ユーロで横這いと仮定した場合の、超過準備(横軸)と「付利-徴収分」の収支(縦軸)の関係を簡単に示したものである。超過準備が1500~1600億ユーロに達するタイミングで収支がマイナスになり、超過準備の保有が忌避されそうな状況が想定される。貸出を後押しするという観点から、このような状況はECBにとって望ましいものと解釈される可能性はある(実際は一段と国債利回りの低下を招くだけのように思われるが・・・)。

例えば、預金準備率を現在の1.00%から0.75%に引き下げれば、結果的に法定準備が790億ユーロ弱へ減少し、超過準備が1360億ユーロへ増加することになり、収支がマイナス化する状況を作り出すことができる。②のTLTROのコスト引き下げと併用されることは論理的には有り得る。

～④MRO金利引き下げ～

一部で囁かれている④MRO金利引き下げの可能性は限りなく低い。包括緩和を決定した6月理事会後会見でドラギ総裁は「金利は下限に達した」と述べており、MRO金利が操作される余地は基本的にないと考えるべきである。但し、それはMRO金利に限った話であり、「コリドーの片側ないし両側を引き下げ得る幾分か調整は排除しない」とも述べていることを踏まえると、限界ファシリティ金利や預金ファシリティ金利が現状水準のままという保証はない。要するに預金ファシリティ金利のマイナス幅が▲0.10%から▲0.15%や▲0.20%に広がる可能性はゼロではない。

しかしながら、通貨安誘導と呼ばれるマイナス金利政策をこれ以上強化する道義的問題はあろうし、上述したように、EONIAがマイナス化している以上、さらなる金利低下は銀行が貸出金利を引き上げる要因にも成りかねない。真つ当な思考に立てば、今理事会で④は選択肢に入らないだろう。

## ～声明文冒頭の修正～

冒頭の繰り返しになるが、①～④の具体策に着手されるかどうか重要ながら、最も大きな注目点は「インフレ期待の安定」に関し、声明文冒頭の修正が見られるかどうかである。8月22日(金)に行われたジャクソンホール・シンポジウムにおける講演でドラギ総裁は5年先5年物ブレイク・イーブン・フォワードレート(5年5年BEI)の2%割れに言及し(図)、インフレ期待の低下を初めて公に認めた。これまで



で ECB が日本化現象を否定するロジックの拠り所がインフレ期待の安定であっただけに、その修正は否応なしに政策変更の必要性を高めるものと考えられる。仮にインフレ期待の不安定化を示唆するような文言修正が行われた場合、今回政策変更に至らなかったとしても、年内に何らかの一手を打たなければならない状況になることは必至だろう。その際、ユーロ相場への含意は明確に売りと思われるが、IMM 通貨先物取引に現れる投機筋のユーロ売り持ちが約2年ぶりの高水準まで積み上がる等<sup>2</sup>、下値を攻め込むことも徐々に難しくなりつつあることは常に頭に入れておく必要がある<sup>3</sup>。

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。

<sup>2</sup> 本日発行の『IMM 通貨先物のポジション動向 (2014年8月26日時点)』をご参照下さい。

<sup>3</sup> 本欄2014年8月18日号『ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～』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.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～積み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
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～
2014年8月5日	BIS国際と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読み出る過熱感
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	格差が開始し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	ECBにまつわる3つの「分り難さ」
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～裏は投げられた。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～読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～