

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 27 日)

欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～

ユーロ圏 130 行を査定対象とする ECB のストレステストの結果が公表された。25 行に関し総額 246 億ユーロの資本不足が指摘されているものの、既に 12 行が増資を完了しており、結果的に 13 行 95 億ユーロの資本不足が残ったことになる。事前予想とほぼ合致する内容を受けてユーロ相場はやや買われている。ストレステストは事無きを得て終わったものの、本当の勝負はこれからだろう。コンスタンシオ ECB 副総裁が「これにより欧州での融資拡大が促進される」といった旨を述べているように、テストを経て、バランスシート問題がクリアになった後は貸出がいよいよ伸びてくるというのが ECB の想定。だが、貸す原資があっても借りる意欲がなければどうしようもない、というのが日本の教訓。ストレステストを実施したことで得られる果実はこれから確認することになる。

～手放して喜ぶのは尚早～

昨晚は ECB による資産査定(AQR)及びストレステストの結果が公表されている。ECB が査定対象としたユーロ圏 130 行のうち、25 行が 2013 年末時点で不合格となり、総額 246 億ユーロの資本不足が指摘されている。だが、このうち 12 行が今年 9 月 30 日までに 151 億ユーロの増資に成功しており、結果的に 13 行 95 億ユーロの資本不足が残っていることになる。資本不足を指摘された銀行は今後 2 週間以内にこれを解消するための資本増強策の提出を求められており、9 か月以内に実施することになる。事前予想とほぼ合致する内容を受けて、ユーロ相場はショートカバーからやや買い優勢の反応となっている。

後述するように、ECB は「貸出鈍化や物価低迷はストレステスト対応に引きずられたもの」と思っている節があり、そうだとすれば本当の勝負はこのテスト結果を経て、貸出が加速するかどうかである。但し、日本を例に取れば、貸出鈍化の初期段階こそ貸出供給側(銀行のバランスシート)の問題であったものの、その後は借入需要側の問題が幅を利かせた感が強く、現に 2002 年 10 月に竹中平蔵・金融担当大臣(当時)が断行した金融再生プログラム(通称:竹中プラン)の後も日本の貸出は極めて緩やかな伸びしか実現されなかった。今回のテスト結果だけをもって、手放して喜ぶのは尚早だろう。先週の本欄¹でも議論したように、現状のユーロ圏経済においてはスラック(弛み、要するに供給過剰)の存在が無視できないものとなっており、果たして供給側の問題を解決することが、根本的な解決に結びつくのかどうかは怪しいものがある。

～悪条件シナリオはインフレ率見通しが気掛かり～

また、テストの前提となった悪条件シナリオについても、やや議論が必要な部分もあろう。報告書に

¹ 2014 年 10 月 24 日号『ユーロ圏 PMI や域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～』をご参照下さい。

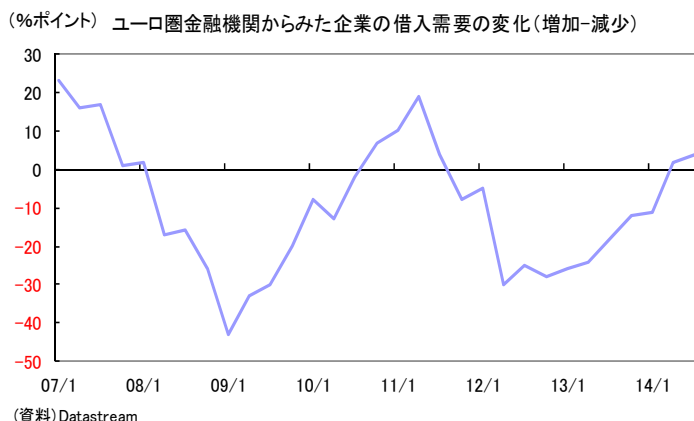
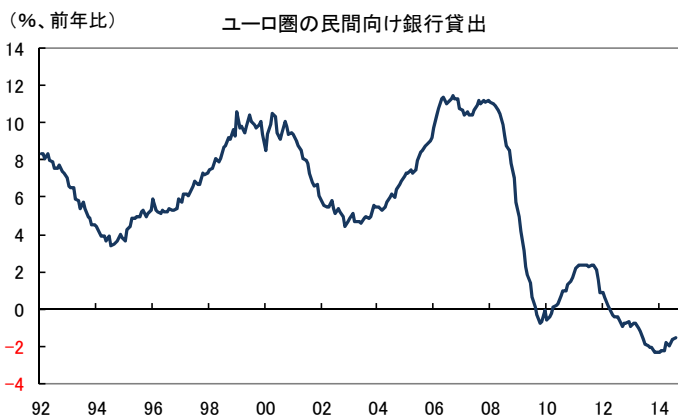
よれば、悪条件シナリオとは具体的に、ユーロ圏の GDP が(欧州委員会の示す)ベースシナリオと比べて2014年は▲1.9%、2015年は▲5.1%そして2016年は▲6.6%下振れ、失業率についてはそれぞれ0.3ポイント、1.2ポイント、2.2ポイントの上振れとなることが指摘されている。この辺りはかなり踏み込んだ想定になっているという印象を受ける。

問題は最も注目されるインフレ率の想定であり、報告書ではベースシナリオに比べて、2014年が0.1ポイント、2015年が0.6ポイントそして2016年が1.3ポイント下振れるとされており、これは具体的には1.0%、0.6%、0.3%を意味する。今年9月に公表されたECBスタッフ見通しが、それぞれ0.6%、1.1%、1.4%だったことを思えば、ECBとしては思い切った想定ということになる。だが、現実問題として過去半年のユーロ圏消費者物価指数(HICP)が0.5%以下で推移していることを踏まれば、物価についてはやや想定が甘いように感じられる。要するに、今回の悪条件シナリオではデフレンシナリオが除外されている訳だが、これだけ日本化リスクという論点が注目を集めている最中であることを踏まえると、やや物足りなさはある。

報告書では悪条件シナリオから取って外した論点として訴訟リスクや不法行為に係るオペレーショナルリスク、年金債務に係る諸条件などが言及されているものの、インフレ率の下落はそうした言及すらなく想定外とされている。報告書で述べられているように、「ストレステストは将来の出来事の予想ではなく、あくまで健全性検査」であるため、未だ予想の域を出ないデフレンシナリオは採用できなかったのかもしれない。しかしながら、デフレは間違いなくユーロ圏の直面し得る最も大きなリスクシナリオであり、その結果を知りたい向きは多かったのではないか。

～本当の勝負はこれから～

言うまでもなく本当の勝負はこれからである。テスト結果公表に際し、コンスタンシオ ECB 副総裁が「今回の前例のない徹底的な大手銀行の状況の調査で銀行業界への信任が高まるだろう」、「これにより欧州での融資拡大が促進され、経済成長の助けになろう(共に26日、ブルームバーグ)」と述べているように、ECBはこのテストを契機に2年以上に亘る貸出減少が反転することを期待している。ユーロ圏の民間向け貸出は今年8月時点で28か月連続の前年比割れであり(図)、結局これがマネーサプライの伸びを押さえ、物価の伸びも抑制してきたことは否めない。冒頭述べたように、「テストを経てバランスシートが健全な状態に戻ったのだから、銀行は再び貸出というリスクを取り始めるはずだ」というのが ECB の想定だが、それは現在の貸



出鈍化があくまで貸出供給側だけの問題であればという前提である。貸す原資があっても借りる意欲がなければどうしようもない。現に、コンスタンシオ副総裁は上述の発言に続けて「欧州には需要が不足している」とも述べている。この点、ECB が四半期に 1 度行っている『ECB 貸出態度調査』によれば、4 月及び 7 月調査で借入需要は復調傾向にあり、民間向け貸出もこれと平仄が合うように徐々にマイナス幅が縮小している。今回のテストがこうした動きを確固たるものにするかどうかが目されるところである。

なお、本当に借入需要が復活してくるのであれば、未だ真価を発揮できていないターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) の利用も促されるだろう。ECB は、9 月 18 日に実施された第 1 回入札への需要が低迷した背景として、テストを実施している最中のためリスク回避的な姿勢が優先した可能性を指摘している。こうした言い分が正しければ、テストを順調にこなした今、12 月 11 日に行われる第 2 回入札は旺盛な需要を集めるはずである。なお、今回の査定やテストを反映し、値洗いが行われたバランスシートが来月以降の決算で順次公表されてくるため、本当の安心感はそれを見てから、という声も聞かれる。要するに、ストレステストを実施したことで得られる果実はこれから確認することになるのである。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
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?～
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～量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?～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	ECB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～