

みずほマーケット・トピック(2015 年 4 月 16 日)

ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～

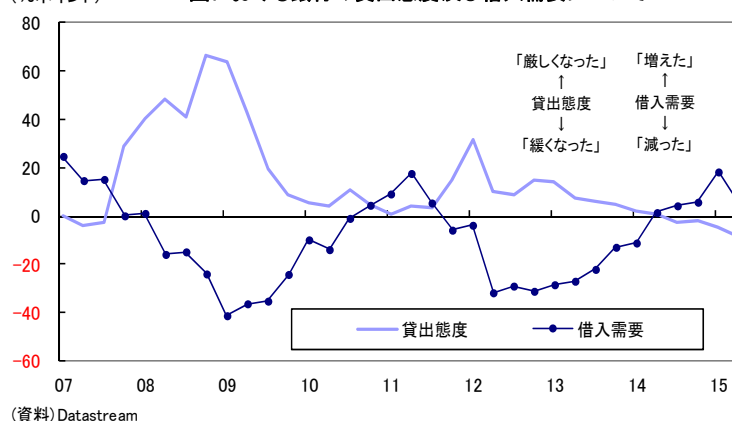
昨日の ECB 理事会は予想通りの現状維持。総裁会見は概して最近のユーロ圏経済・金融情勢の改善を指摘しつつ、既存政策の効果を称賛する内容に止まった。特に与信環境の改善が強調されており、直近の「ユーロ圏銀行貸出調査」の結果などが声明でも引用された。tapering もしくは預金ファシリティ金利の更なる引き下げの可能性に関し、やはり質問は出たが、ドラギ総裁はこれを一蹴している。なお、会見冒頭で女性が会見壇上に飛び乗り ECB の独裁を非難するという事件があった影響からか、Q&A セッションの公表が遅れており、本稿執筆時点(日本時間午前 11 時半)でも公表がない。それゆえ、いつものような仔細な会見分析は本日の本欄では見送る。

～乱入者以外は材料なし～

昨日の ECB 理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ(MRO)金利を 0.05%、市場の上限金利となる限界貸出金利を 0.30%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は▲0.20%で据え置いた。この結果、ECB が操作対象とする上限金利と下限金利の差であるコリドーも変わらず 0.50%ポイントで据え置かれている。スタッフ見通し改定と共に拡大資産購入プログラム(APP)の詳細を公表した 3 月 5 日の理事会後ということもあり、特筆すべき論点はやはりなかった。ただ、会見冒頭で女性が会見壇上に飛び乗り ECB の独裁を非難するという事件¹があった影響からか、Q&A セッションの公表が非常に遅れている。本稿執筆時点(日本時間午前 11 時半)でも公表が行われていないため、いつものような仔細な会見分析は本日の本欄では見送る。

筆者が視聴した記憶及び報道ベースの情報を元にする限り、総裁会見は概して最近のユーロ圏経済・金融情勢の改善を指摘しつつ、既存政策の効果を称賛する内容に止まった。特に与信動向の改善については一昨日に公表された「ユーロ圏銀行貸出調査」の結果などを交えつつ(図)、満足そうな語り口が見られた。声明でも「2015 年 4 月調査の銀行貸出態度調査は、貸出環境の改善が特に企業向け貸出の更なる回復をサポートすることを確認した」と記されている。だが、図に示され

(%ポイント) ユーロ圏における銀行の貸出態度及び借入需要について



¹ ECBは3月18日に新本部ビルの落成式があり、この際、本部ビル前で反緊縮への抗議デモがあった。今回の事件はその延長線上で起きたものという推測もある。今回の事件に関し、ECBは「Statement on incident at ECB press conference」として声明文を出しており、女性は偽の身分を装いIDチェックを通過したこと、ドラギ総裁に怪我がなかったことなどが示されている。

るように、借入需要に関しては前期(1月調査)から減退が見られており、必ずしも盤石とは言えないのも事実かと思われる。また、声明文では「金融政策手段が完全に導入されることが我々の焦点」、「全ての金融政策手段の完全なる導入がユーロ圏の回復に必要なサポートを与え、インフレ率を中期的に2%以下だがそれに近い水準まで引き上げる」と謳われ、「完全な導入(full implementation)」が繰り返し強調された。

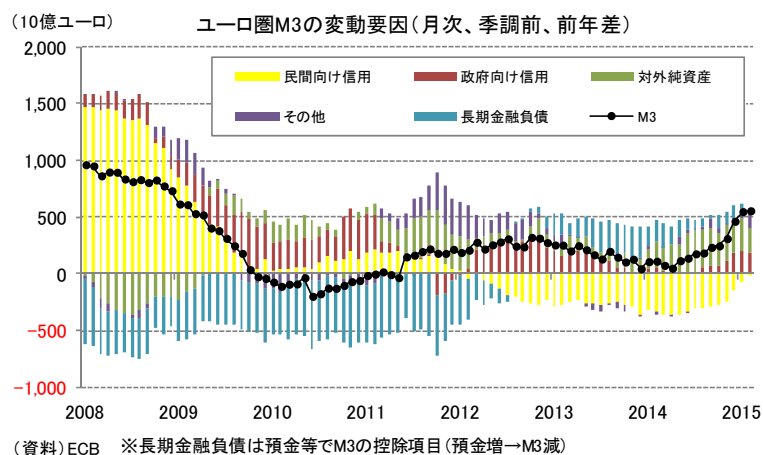
～taperingも、預金ファシリティ金利引き下げも全否定～

「完全な導入(full implementation)」の強調は、一部で生じていた tapering 懸念へ配慮したものかもしれない。本欄 2015 年 4 月 14 日号『ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めた tapering～』でも指摘したように、やはり QE の tapering については質問が出た。これに対しドラギ総裁は「プログラム開始から1か月しかたたないうちに、早期の出口政策の可能性に注目が集まったことには、率直に言って非常に驚いている」と述べ、その可能性を一蹴している。だが、そもそも注目が集まったのは複数の ECB 高官がその可能性を仄めかしたからである。今回、具体的な tapering 議論に踏み込みがなかったとしても、理事会内部において QE の持続可能性やそれが孕む諸問題について懸念が存在することは否めないだろう。

なお、こうした tapering の論点は元々「ECB の QE において購入対象資産が枯渇する恐れがある」という問題意識に端を発しているが、この点に関しドラギ総裁は「債券の不足について質問するのは全くの時期尚早。そのような現象は全く見られない」とこちらも懸念を一蹴している。しかし、多くの域内金利が歴史的な低位で推移し、最大ボリュームを担うドイツ国債においては既に4年物まで▲0.20%を超えるマイナスとなっている。下限を▲0.20%で設定する現スキームが原因で購入対象資産が枯渇するような事態を念頭に「預金ファシリティ金利のさらなる引き下げはあるのか」といった質問も出ているが、これに関してもドラギ総裁は「No」と明言している。とはいえ、「状況が変われば調整が可能」とも述べられている以上、今後、スキームの微調整は十分想定される動きである。

～シンプルな貨幣数量関係が成立してくるか～

なお、四半期に一度公表される銀行貸出態度調査を待つまでもなく、月次公表のマネーサプライ(M3)は明確に与信環境の改善を示している。最新となるユーロ圏2月M3は前年比+4.0%と2009年4月以来の高い伸びであった。そこで最近のユーロ圏 M3 の高い伸びに関し、要因分解を行ってみると右図のようなイメージになる。第一に對外純資産の増加、第二に政府向け信用の増加、第三に民間向け信用の減少幅縮小が効いていることが分かる。



対外純資産の増加は非金融部門が輸出などによって外貨を稼ぎ、これを金融部門と取引した場合などに対外資産要因でマネーサプライが供給されるという動きを表していそうである。この点はユーロ圏が巨額の経常黒字を蓄積し続けている現状と整合的である。政府向け信用の増加に関しては、単純にユーロ圏における反緊縮ムードが峠を超えたことの表れと見るべきだろう²(IS バランスの恒等式に照らせば政府部門の投資拡大は民間部門の貯蓄拡大に繋がり得る。貯蓄拡大はマネーサプライの増加に繋がる)。なお、肝心要となる民間向け信用は依然増加が見られていないものの、ここにきて減少幅は急縮小しており、今後は下支え役に転じるかどうか注目される。今後 ECB の予想通りに実体経済が回復するのであれば、民間向け信用主導で M3 も堅調な伸びが続き、これと平仄が合うように最終目的である消費者物価指数(HICP)も浮揚してくるだろう。今のように、政府向け信用や対外純資産主導の M3 拡大よりも、民間向け信用を通じての M3 拡大の方が HICP への寄与も大きいであろうことは想像に難くない。当面のユーロ圏の経済・金融情勢は、そのようなシンプルな貨幣数量関係が成立してくるのかどうかに着目し、分析していきたい。

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。

² 本欄 2015 年 2 月 17 日号『ユーロ圏 GDP や欧州委員会冬季経済予測を受けて』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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～」)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマन्दートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活？～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか？
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12 月4 日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】「中期為替相場見直し」の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)