みずほマーケット･トピック（2018 年 9 月 5 日）

ECB 利上げを巡り政治的な動き？～ECOFIN のテーマに～

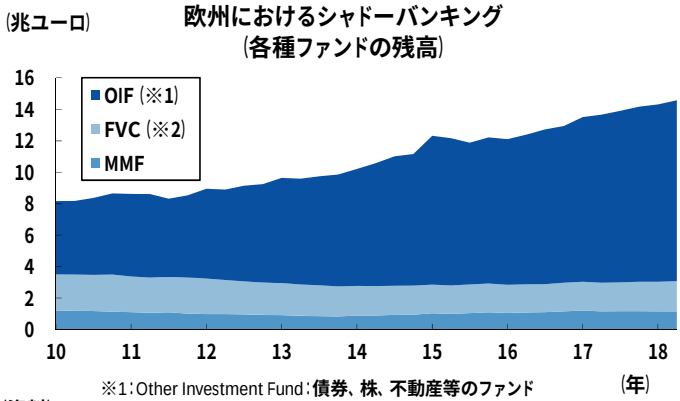
今週 7 日の EU 経済･財務相会議（ECOFIN）でユーロ圏経済が ECB の利上げに耐えられるかどうかが議論されるという。会議には欧州政策研究所（CEPS）のダニエル･グロス氏によるタカ派的な論文が提出される模様で ECOFIN の受け止めは注目。近年の欧州では規制が厳格化された既存の銀行システムの枠外における金融活動（いわゆるシャドーバンキング）の盛り上がりが警戒されている。警戒されているからこそ引き締めが必要という考え方もあるが、シャドーバンキングの実情は監督当局が完全に把握しているものではない。その実情が分からずに引き締めに踏み込む危うさはあろう。また、資産価格の過熱も論文で指摘されそうだが、住宅価格にせよ株価にせよドイツの突出した状況を ECB が管理する難しさは残る。そもそも ECOFIN のような政治的な場所で利上げの影響をテーマにすることが適切なのかという視点も持ちたいところ。

～利上げ耐性がECOFINのテーマに～

今週7日に開催されるEU経済･財務相会議（ECOFIN）ではユーロ圏経済がECBの利上げに耐えられるかどうかが議論されるとの報道が見られている。昨日のブルームバーグによれば、会議には欧州政策研究所（CEPS）のダニエル･グロス氏による論文が提出され、その内容は「金利上昇は必ずしも一段と広範な金融市場の不安定性の前触れではない」ことを主張するものだという。要するに「利上げをしても問題は無い」という趣旨である。記事の中では騰勢を強める資産価格への懸念などに言及も見られている。同論文はブルームバーグが先んじて入手したものだとあり、その全容は明らかではないが、記事中でグロス氏は「（長期にわたる低金利は）やがて脆弱性の高まりにつながる可能性がある」などと述べており、基本的にはBISビュー[1]に傾斜していることが良く分かる。

～シャドーバンキング問題と利上げ～

近年の欧州では規制が厳格化された既存の銀行システムの枠外における金融活動（いわゆるシャドーバンキング）の盛り上がりが警戒されており、ECBも折に触れて新たな規制の必要性を唱えてきた。この点、そのような動きが資産価格の過熱に繋がっているのではないかとの懸念が大きければ、利上げを急かす胸中も分からなくは



（資料）ECB

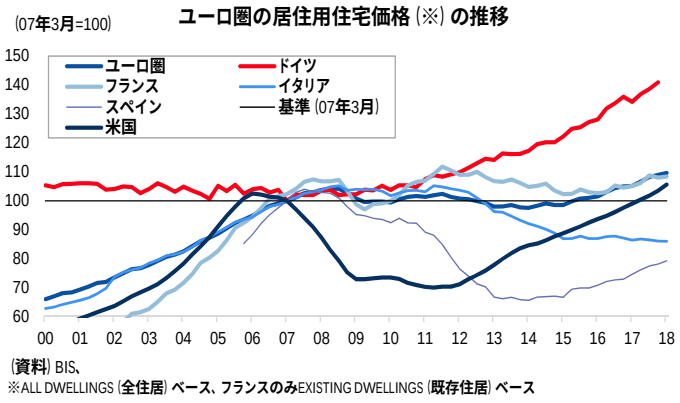
1 「バブルは事前に予知できないため、資産価格に対する中銀の関与は限定すべき。バブルが破裂したら果敢な緩和で応戦する」という Fed ビューに対し、BIS ビューでは「バブルが発生する前段階で中銀が予防的な政策運営を行い、資産価格の騰勢を止める」ことを企図している。現状では FRB も BIS に傾斜している雰囲気が強い。

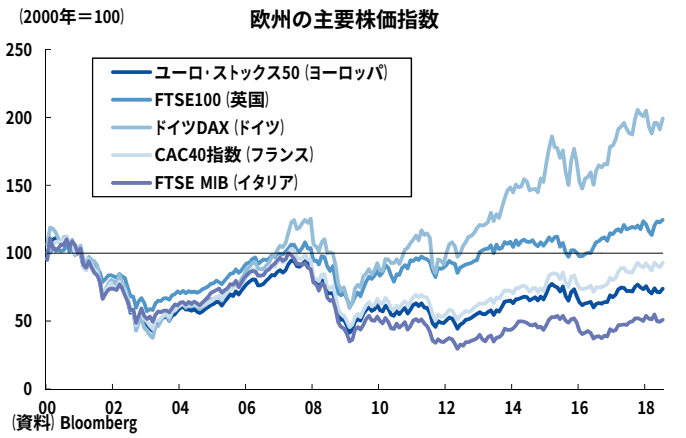
ない。前頁図に示されるように、金融危機後、FVC（投資ビークル会社、証券化商品を扱う特別目的会社（SPC））が取り扱う残高は減少傾向にある一方、OIF（その他投資ファンド、いわゆる債券や株、不動産等を対象とするファンド）の残高は顕著に増えている。自己資本比率規制の厳格化は銀行の抱えるバランスシートの規模抑制を促し、貸出などは抑制せざるを得なくなる。例えば貸出債権を証券化し、市場で売却する行為などはシャドーバンキング拡大の一助となってきたと考えられる。こうした活動の隆盛が資産価格の騰勢に寄与しており、だからこそ将来の金融システム安定のために金融環境の引き締めが必要なのだという発想は一見もっともに見える。

だが、シャドーバンキングの実情は監視の目が行き届いている銀行部門と比べればその全容に曖昧な部分も残されている。例えば投資ファンドに類する主体に関しては資金の出し手が銀行や証券会社などのいわゆる「金融のプロ」とは限らず、事業法人であったり特定の基金であったりすることもある。その上で運用内容が明確とは限らないという実情もある。仮にシャドーバンキングによる信用膨張が金融政策運営上、看過でいないほど大きくなっているとした場合、その実情が分からずに引き締めに踏み切ることにも相応のリスクはあるだろう。

～「ドイツは特殊」という認識を～

また、ECOFIN へ提出される論文でも恐らく言及があるだろう資産価格の上昇についても注意点がある。かねてから本欄でも指摘するように、ドイツにおいては資産価格の行き過ぎた上昇が見受けられ、利上げペースを見誤れば急激な調整に見舞われる可能性もある[2]。かといって放置するわけにも行かないため、ドイツだけを見れば早期利上げの要求は妥当と言わざるを得ない。しかし、右図（上）に示されるようにユーロ圏においてドイツの動きは特殊である。ここに照準を合わせた ECB の利上げが周縁国にどのような影響をもたらすのか。やはり不安はある。上述のシャドーバンキングの事例と共通するが、やはり利上げの影響を厳密に図りかねる中での一手となるため、ECB の正常化は一段と難易度が増すように思われる。なお、こうした構図は株価にも表れており、ドイツ株の上昇ペースは他国の比ではない（右図・下）。少なくとも資産価格の騰勢に危機感を覚えて ECB が政策調整を試みるにしても、その基準としてドイツを取り上げることは他国にとってリスクでしかないだろう。

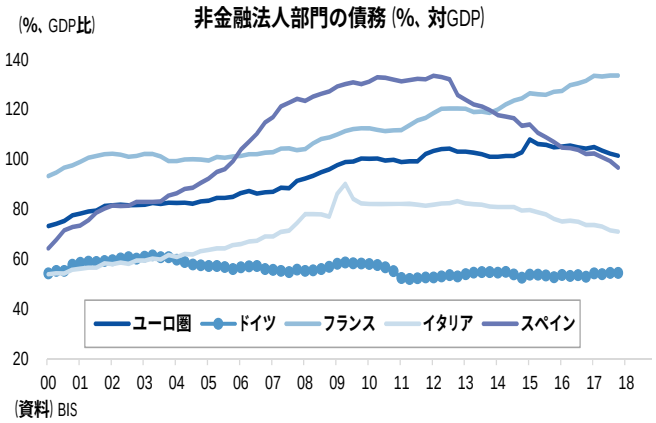




[2] 本欄 2018 年 7 月 12 日号『ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～』のほか、東洋経済オンライン 2018 年 8 月 10 日配信『ドイツの「バブルの芽」はどうして問題なのか』をご参照下さい。

～堂々と政治介入？～

そもそも論となるが、ECOFINでユーロ圏の利上げ耐性を議論するという事実に違和感を覚える。ECOFIN は中銀総裁も参加するが、各国政府の閣僚（財務相）も列席する正真正銘の政治的な会議である。そこで「利上げが域内経済へ与える影響」というつとめて中銀が所管すべき論点を議論することの妥当性はもう少し検討されても良いようにも感じられる。上述したように「ドイツに合わせた金融引き締め」が他国にとって打撃になり得る状況だからこそ、ECOFIN でこれを議論すれば拙速な利上げの危うさを指摘する加盟国も出てくる可能性がある。例えばブルームバーグの記事中にも言及されていたように、フランスはユーロ圏の中でも特に企業の債務が大きく、金融引き締め局面における脆弱性が不安視されている（図）。フランスのように比較的、域内でも声が大きいであろう加盟国が政治的な場で ECB の政策運営に口を出すようなことがあった場合、それは市場にとって小さくないノイズになる。債務危機収束以降、さほど注目されることのなかった ECOFIN だが、ここにきてその挙動は注目した方が良さそうである。



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に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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html　(Archives)　http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～皺寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年7月分）
2018年8月17日	週末版（2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～）
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ポンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版（BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～）
2018年8月2日	FOMCを終えて～粛々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版（ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～）
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議（FFR）の関係性
2018年7月20日	週末版（「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～）
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年6月分）
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版（「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～）
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中開戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年5月分）
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～）
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版（外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～）
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版（イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～）
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年4月分）
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版（続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～）
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～）
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年3月分）
2018年4月20日	週末版（日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～）
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版（ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～）
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版（保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～）
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について