

みずほマーケット・トピック(2019 年 4 月 15 日)

ECB 政策理事会～階層化と TLTRO3 の取り扱い～

先週 10 日には ECB 政策理事会が開催されている。事前報道やドラギ ECB 総裁の講演なども踏まえて マイナス金利適用残高の階層化(tiering)、ターゲット型長期流動性供給第 3 弾(TLTRO3)の詳細、フォワードガイダンス修正の必要性などが論点として注目されていた。結論から言えば、これらについて具体的な決定も言質も見られなかったが、会見では や に関連する質問が多く、ECB が金融仲介機能への配慮を今後どのように見せていくかが関心事となっていた。なお、今回で最後の会合となるチーフエコノミストであるプラート理事は IMF・世銀年次総会の会合でマイナス金利の副作用に対する緩和策に関し「再考に異論はない」と発言。同氏が政策理事会の議論をリードする存在であることを踏まえれば、やはり近いうちに何らかの一手は考えられる。全会一致で採択する声明文もこれを示唆する表現に修正済み。あとはそれが「階層化」という手段になるのかどうか。今のところ、言質は全く与えられていない。

～中国主導の心理改善～

先週末から本日にかけての金融市場では市場心理の改善が進む中、ドルや円が手放される地合いとなっている。12 日公表の中国 3 月貿易統計で輸出が予想以上に拡大したこと(ドルベースで前年比+14.2%)で米中貿易摩擦を理由とする同国の景気減速懸念が和らいだことが大きそうだが、同日に発表された 3 月の与信関連統計の改善も安堵感をもたらしているものと思われる。中国経済の不具合がドイツの純輸出を通じてユーロ圏全体に波及しており、この 2 地域の減速が世界経済のリスクと言われている状況を踏まえれば、これらの指標改善は材料視されて然るべきではある。問題はこれを反転の契機と見るべきか、それとも一過性の動きと見るべきかであろう。こうした状況下、ドル/円相場は 112 円台を突破し、年初来高値付近で推移している。

～ECB 政策理事会、金融仲介機能に注目集まる～

ところで先週 10 日には ECB 政策理事会が開催されているのでレビューを行っておきたい。ECB は政策金利である主要リファイナンスオペ(MRO)金利を 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持としている。今回の会合に関しては、事前報道やドラギ ECB 総裁の講演(3 月 27 日の ECB ウォッチャー会議)なども踏まえて ①マイナス金利適用残高の階層化(tiering)、②ターゲット型長期流動性供給第 3 弾(TLTRO3)の詳細、③フォワードガイダンス修正の必要性などが論点として注目されていた。結論から言えば、これらについて具体的な決定も言質も見られなかったが、会見では①や②に関連する質問は多く、金融仲介機能への配慮を今後どのように見せていくかが関心事となっていた。③については 3 月

27 日の講演でドラギ総裁が「(3 月にそうしたように)新しい物価見通しを反映するようにフォワードガイダンスを調整することで、金融政策は経済に寄り添い続ける」と述べたことで、足許の脆弱性を理由に程なくフォワードガイダンスが修正されるのではないかと観測が出ていた。だが、さすがに修正したばかりのフォワードガイダンスは前回から据え置かれ、近い将来における変更が示唆されるような情報発信もなされていない。

なお、今回はチーフエコノミストであるプラート理事にとって最後の会合だった。ドラギ総裁会見の最後に「私が会見で述べることや私が読み上げている声明文の殆どは彼や彼のスタッフ、チームの作業によるところが大きかった」として謝辞を述べるシーンが見られた。後述するように、プラート理事在任中に TLTRO3 の準備を固めるつもりなのか否かを尋ねる記者も現れており、同理事の存在感の大きさを感じさせる会合でもあった。ちなみにプラート理事は IMF・世銀年次総会における会合でマイナス金利の副作用に対する緩和策に関し「再考に異論はない」と述べており、同氏が政策理事会の議論をリードする存在であることを踏まえれば、やはり近いうちに何らかの一手は考えられるだろう。プラート理事退任後、次回会合からはアイルランド中央銀行総裁のフィリップ・レーン氏が着任する。学者としても高名な同氏の着任については異論も少なく、下馬評は高い。

～マイナス金利の階層化について～

個別論点の中では、やはりマイナス金利適用残高の階層化への関心が高く、関連質問が相次いだ。この点、今回から声明文に「In the context of our regular assessment, we will also consider whether the preservation of the favorable implications of negative interest rates for the economy requires the mitigation of their possible side effects, if any, on bank intermediation」との一文が挿入されていることは見逃せない。要約すれば「金融仲介機能への副作用があれば、これを緩和する一手を検討する」という話である。全会一致で採択する声明文がこうした格好になっている以上、マイナス金利の副作用が憂慮され、それを緩和する一手が検討されている事実は疑いようがない。

1 番目の記者からはこうした声明文の修正などを捉え、現在が「階層化システムへの変わり目 (on the cusp of introducing a tiering system)」なのかどうかを尋ねる質問が見られた。これに対しドラギ総裁は「次回会合までの間に経済見通しがどのように変わっていくかを見定める必要がある。次回には新しい経済予測も確認できる」と言質を与えることを避けている。その後の質問者においても「階層化システムについてメリットやデメリットを議論したのか。(ドラギ総裁の)任期中にこれが実現するのか」といった踏み込んだ質問が見られたが、「議論はしていないし、特定のワード(※階層化を指していると思われる)で特定化するようなことはしたくないし、これまでも決してしていない」と返している。現状、マイナス金利の軽減策と階層化システムの導入をほぼ同一視する風潮が強いが、そうとは限らないことを言外に滲ませたい様子が窺える。ちなみに ECB は 3 年前にも階層化システムの導入が噂されたことがあったが、結局は単一通貨圏においては事務的な難しさを伴うといった理由から断念した経緯がある。そうした技術的な障壁は今も残っている可能性があり、安易に「次の一手」としての階層化システムを断言しにくい台所事情もあると推測する。

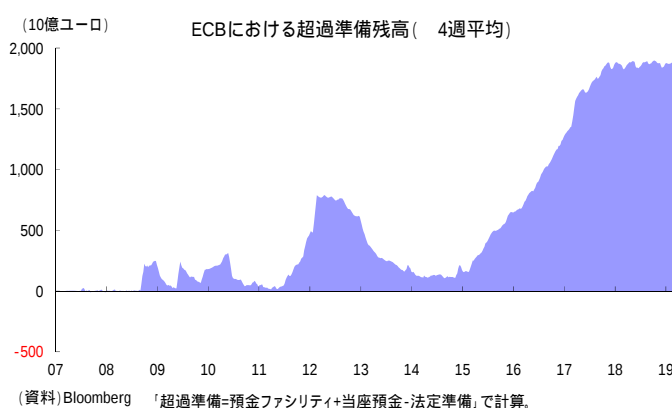
～銀行経営に対する見解～

階層化の議論は金融機関収益への配慮に端を発するものだが、この点、4 月に入ってからド

イッ銀行協会から「ECBが今年中にマイナス金利を終了できないのであれば、少なくともスイス中銀や日銀を手本とすべきだ(4月8日、ロイター)」との声明が出され、表立ってマイナス金利政策への批判が示されたことが話題となった。会見ではこうした批判に対するドラギ総裁の見解を求める質問も見られた。これに対しドラギ総裁は「マイナス金利が個々の銀行に与える影響の経路は非常に異なっており、収益モデルも大いに異なる」、「ユーロ圏の銀行の収益性は日本並みであり、米国よりは低い、マイナス金利を採用していない英国よりも高い」などと反論している。また、別の質問者に対する回答の中でも「欧州の銀行システムの問題は過当競争(overcrowded)にあることであり、合併の必要性は極めて重要(very, very, significant)だ」と語気を強めるシーンがあった。これに続けて人員、店舗、費用といった点で供給過剰に陥っており、マイナス金利に不平を言う前にそういった収益性の欠如にも目を向けるべきといった趣旨の発言をしている。

これらの反論は事実を含んでいるのであ

ろうが、マイナス金利の副作用に懸念を示してきた従前のドラギ総裁講演や今回の声明文と比べると平仄が合っておらず、分かりにくさを感じた。ドラギ総裁個人と政策理事会の間で「マイナス金利の副作用」に対する温度差がややあるのかもしれない。とはいえ、約2兆ユーロに及ぶ超過準備残高(預金ファシリティと当座預金双方を対象にした広義の残高)に▲0.40%のペナルティがかかっている状況が銀行業の収益を不当に圧迫しているという事実は覆いがたいものがあるだろう。



～TLTRO3の仕様は6月に～

次に注目された論点はやはりTLTRO3である。階層化システムについて尋ねた1番目の記者は同時にもう1つの質問としてTLTRO3の仕様(the pricing)に関しても尋ねている。これに対しドラギ総裁は階層化もTLTRO3も「銀行チャネルを通じた金融政策の波及経路に対する徹底した評価」と「経済見通しのさらなる進展(≒6月の改訂)」を踏まえた上で決定すると返している。TLTRO3については3月会合で9月開始を宣言している以上、その詳細は6月ないし7月に公表する必要がある、見直し改訂と重ねるならば6月という可能性が元々高かったことは周知の通りである。また、別の記者からは5月末に経済分析の要であるプラート理事が退任してしまうことを踏まえ「TLTRO3に係る準備作業はそれまでに済ませておいた方が良く、本日の会合で(TLTRO3の準備に関する)議論が進んだという理解で良いか」と人事に絡めた質問も見られた。この点、ドラギ総裁は「誰が政策理事会に加わるのかといったことに応じて意思決定を行うことはない。その2つは分けて考えたい<中略>本日はTLTRO3について議論していない」と一蹴している。

～あと4回:LTROに始まり、LTROに終わるドラギ総裁～

冒頭述べたように今回は記者会見の最後にドラギ総裁がプラート理事に別れの謝辞を述べるシーンがあった。しかし、当のドラギ総裁に残された会合もあと4回(経済見直し改訂はあと2回)であ

る。2011 年 11 月、欧州債務危機の最悪期にバトンを渡されたドラギ総裁だが、2017 年以降は遅々たる歩みながら正常化プロセスへ舵を切り始めた。しかし、ここ 1 年の景気悪化により、どうやら利上げをできないまま退任を迫られそうである。いや、このままいけば利上げどころか追加緩和を強いられた状態で任期満了(10 月末)を迎える恐れすらあろう。

ちなみに「次の一手」として注目が集まる TLTRO3 の原型は 36 か月物 LTRO だが、これは 2011 年 11 月、ドラギ総裁の初回会合でいきなり打ち出されたものだった。その一手がユーロ圏の崩壊・瓦解を救ったという評もあるくらい鮮烈な登場であった。長期流動性供給の実施は金融システムへの不安があるからこそ実施されるものである。その意味でドラギ総裁は着任・退任双方のタイミングで金融システムに懸念を抱いていた総裁ということになるだろうか。いずれにせよ再来年までに退任が予定されるメルケル独首相と共にドラギ総裁は欧州債務危機を切り抜けたリーダーとして歴史に名を残すことになるだろう。どういった幕引きを図るのか注目である。

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
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由