

みずほマーケット・トピック(2019年4月17日)

相次ぐ ECB の「次の一手」に関するヒント

昨日は ECB の「次の一手」に関する興味深い報道が相次いだ。とりわけマイナス金利階層化についても消極的な姿勢を持つ当局者がいるという報道は興味深い。理由としては「将来の利下げのシグナルと捉えられかねない懸念」が挙げられている。これは「階層化 金融機関の負担軽減 もっと下げられるようになる」という連想を念頭に置いた指摘であり、まさに3年前に ECB が階層化を断念した理由の1つがこれであった。3月の声明文でもドラギ ECB 総裁会見でも階層化というフレーズは使われていないことを思い返すべき。なお、ユーロ圏銀行部門の保有資産に目をやると「潜在成長率の低下 資本収益率の低下 貸出機会の減少 国債運用への傾斜」という典型的な日本化現象が見られており、特にイタリアなどにおいてこの傾向が強まっている。かかる状況下、金利上昇方向の一手(正常化プロセス)は総じて難しい状況であろう。

～ ECB の「次の一手」に係る情報が相次ぐ～

昨日は複数の政策当局者が ECB のスタッフ経済見通しに関して楽観的過ぎると考えているとの事実が報じられユーロが売られる場面があった。関係筋の話に拠れば「少数の理事」が今年後半にかけて復調というメインシナリオに疑問を呈したという(16日、ロイター)。「少数の理事」ということは最低2人くらいを想像するが、ECB 理事は4人しかない。常時投票権を持つ4人のうち2人が現在のメインシナリオに疑問を持っているとしたら、年内据え置きを想定する金利に関するフォワードガイダンスもやはり今後の後ろ倒しを想定すべきだろう。現時点で預金ファシリティ金利の引き上げを完全に織り込むのは2021年半ばといったイメージであり(表)、フォワードガイダンスの想定から推測される最速の時期(2020年3月頃)から相当の距離がある。修正は必至であろう。だが、考えようによっては未だに「次の一手」が利上げとされているともいえ、だからこそユーロ相場が大崩れせずに済んでいるとも考えられる。

また、昨日は部外秘の議論としてマイナス金利の階層化に関し一部当局者(これが ECB 内部の者かは不明)が消極的な姿勢を示しているとの別報道(ブルームバーグ)もあった。その理由の1つに「将来の利下げのシグナルと捉えられかねない懸念」が挙げられていることが目に付いた。これは「階層化 金融機関の負担軽減 もっと下げられるようになる」という連想(懸念)を念頭に置いた指摘である。まさにこれが3年前に ECB が階層化を実行しなかった理由であり、本欄が「階層化を当然視しない方が良い」と予想してきた理由の1つであった(ほかには共通通貨圏ゆへの事務的

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(4月17日時点)

	EONIA	想定される預金 ファシリティ金利	時期
現在	-0.37	-0.40	
6か月先6M	-0.37	-0.40	2020年4月
12か月先3M	-0.35	-0.38	2020年7月
15か月先3M	-0.34	-0.37	2020年10月
18か月先3M	-0.29	-0.32	2021年1月
21か月先3か月	-0.28	-0.31	2021年4月
24か月先3M	-0.23	-0.26	2021年7月
24か月先6M	-0.22	-0.25	2021年10月

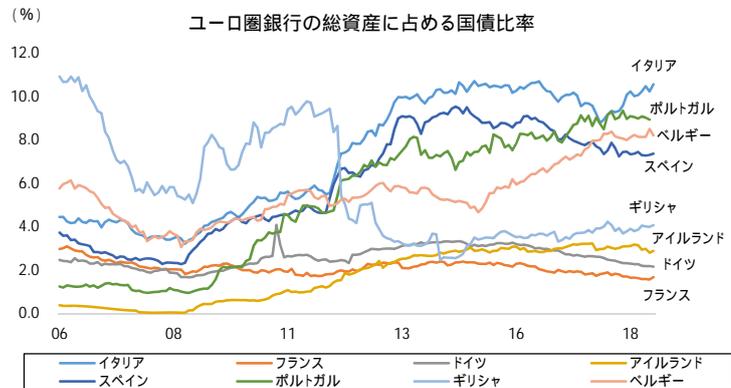
(資料) Bloomberg

色つき部分は完全に10bpsの利上げを織り込むイメージの時期
預金ファシリティ金利とEONIAのスプレッドは3bpsと仮定

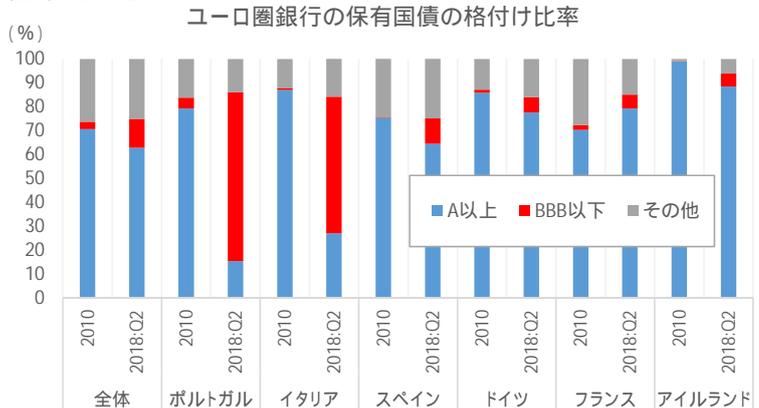
繁雑さなどが考えられる)。過去の本欄でも述べたが、3月の声明文でもドラギ ECB 総裁会見でも階層化というフレーズは使われていない。昨日相次いだ出所不明の(しかし関係筋からの)ECB 関連報道は「次の一手」に関する重要なヒントを含んでいるものと考えられるだろう。

～日本化現象の最中、量的な正常化は難しい～

なお、階層化議論は域内銀行部門の収益性への不安ひいては域内銀行システム全体への不安に端を発しているが、その観点から ECB の「次の一手」を考察すると、保有資産の再投資停止などの選択も極めて難しい状況になっていることが分かる。右図(上)はユーロ圏各国銀行の総資産に占める各国国債の比率について危機後の推移を見たものである。コア国(ドイツ、フランス)と債務リストラを経験したギリシャを除けば、基本的に上昇傾向にあることが分かる。「潜在成長率の低下 資本収益率の低下 貸出機会の減少 国債運用への傾斜」という典型的な日本化現象であり、こうした状況になると中央銀行が金利上昇方向の一手(正常化プロセス)を採ることが難しくなる。ECB について言えば、とりわけイタリアに配



(資料)IMFより筆者作成



(資料)IMFより筆者作成

慮した政策運営をせざるを得ないだろう。元よりイタリアの銀行部門への不安は囁かれているが、これは実体経済の不調もさることながら財政不安から国債金利が跳ねやすくなっていることにも由来している(実体経済が不調なので財政赤字の拡大で対応せざるを得ないと言った方が正確か)。イタリア以外ではポルトガルの比率上昇も顕著であり、この2か国は過去8年間で保有国債の格付けも大きく下がっている。日本の場合、「政府-銀行-中央銀行」といった国債管理政策の中に日銀がしっかり組み込まれてしまっているが、一部加盟国にとっての ECB もその域に差し掛かっているように見受けられる。銀行経営への不安と国家財政への不安、両者は相互連関的な関係にあるが、こうした市場環境の下で ECB が保有国債を市場に放出することが難しいことは確かであろう。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.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16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直直した「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	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	プレジデント情勢を巡る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(プレジデント交渉、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	プレジデント、「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年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそう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	プレジデント交渉を巡る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の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」が勢いづかない理由
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	ノーティールを視野に入れ始めた債券相場
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	円相場の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「70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～)