

みずほマーケット・トピック(2019 年 6 月 4 日)

ECB 政策理事会プレビュー～TLTRO3 詳細発表へ～

今週 6 日の ECB 政策理事会をプレビューしておきたい。ECB の政策運営を展望した場合、大まかに言って、今後の見どころは 2 点ある。1 つは政策金利に関するフォワードガイダンスである「少なくとも 2019 年末まで現状の水準を維持する」を修正するか否か。もう 1 つはターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の詳細を発表するか否かである。前者に関しては今回の会合での修正は見送るだろうが、既にユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)先物市場は利上げではなく利下げを織り込み始めていることが重要。今後、ガイダンスを修正しても緩和効果は限定的だろう。一方、今回は TLTRO3 の詳細が発表されるだろう。利用条件はさほど寛大なものにはならないとの声が多いが、TLTRO3 は景気刺激策ではなく銀行部門の健全性を保全するための一手というのが本質的なコンセプト。大幅なマイナス金利がユーロ圏銀行部門の収益性を蝕んでいるという時世を踏まえれば、ある程度の旨味が残される道理はある。

～現実味を帯びてきた米利下げ～

昨日の為替市場でも米金利低下、ドル安の展開が継続している。米 5 月 ISM 製造業景気指数が改善予想に反し悪化したこと、ブラード・セントレイス連銀総裁が近い将来の利下げ可能性に言及したことなどからドル売りが進んでいる。過去 1 か月だけでもブラード総裁に加え、ボスティック・アトランタ連銀総裁やクラリダ FRB 副議長が利下げを示唆しており、シナリオとして現実味を帯び始めている感がある。かかる状況下、ドルインデックスは過去 2 週間の上昇幅を 2 日間で吐き出し、ドル/円相場も今年 1 月 14 日以来の 108 円割れに直面している。先週(5 月 31 日)に発行した『中期為替相場見通し』では今月中に 107 円、7～9 月期に 105 円までの調整を見込んでいる。

～既に ECB はビハインドザカーブ～

かかる状況下、今週は 7 日の米 5 月雇用統計に注目が集まり、芳しくない内容だった場合は現状のムードに駄目を押すことになりかねないだろう。だが、その前日には ECB 政策理事会もあり、相応に注目される。簡単にプレビューしておきたい。ECB の政策運営を展望した場合、大まかに言って、今後の見どころは 2 点ある。1 つは政策金利に関するフォワードガイダンスである「少なくとも 2019 年末まで(at least through the end of 2019)現状の水準を維持する」を修正するか否か。もう 1 つはターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の詳細を発表するか否かである。先週の本欄¹でも議事要旨のレビューをしたように、基本的に ECB は域内経済の失速への警戒感が強めつつ、基本シナリオは据え置くという体勢を続けている。まだ、年の半分も終わっていないことを考えれば、金利据え置き期間を年内に限定している現状のフォワードガイダンスを大きく修正するようなことはしないだろう。だが、リスクバランスが下方に広がっている以上、市場が「次の一手」を催促する地合

¹ 本欄 2019 年 5 月 27 日号『ECB 政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～』をご参照下さい

いは続きやすいはずであり、後述するように、既に利下げの織り込みが始まっているくらいである。

元々「2019 年夏まで(金利据え置き)」とされ、実質的には最速9月利上げを示唆していたフォワードガイダンスをわずか3か月間の延長に留めたのは、11月1日に就任する新総裁の手足を縛りたくないとの思惑があったからだと考えられる。9月や10月の段階で状況が悪化していた場合、フォワードガイダンスはやはり修正するしかないだろう。しかし、既にユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)先物市場は利上げではなく利下げを織り込み始めており、年内では50%程度というイメージにある。このような状態でフォワードガイダンスを延長させても緩和効果は限定的であり、その意味で既にECBはビハインドザカーブに陥っていると言わざるを得ない。

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ(6月4日時点)

	EONIA	想定される預金ファシリティ金利	時期
現在	-0.36	-0.40	
6か月先6M	-0.42	-0.46	2020年4月
12か月先3M	-0.43	-0.47	2020年7月
15か月先3M	-0.44	-0.48	2020年10月
18か月先3M	-0.40	-0.44	2021年1月
21か月先3か月	-0.40	-0.44	2021年4月
24か月先3M	-0.34	-0.38	2021年7月
24か月先6M	-0.33	-0.37	2021年10月

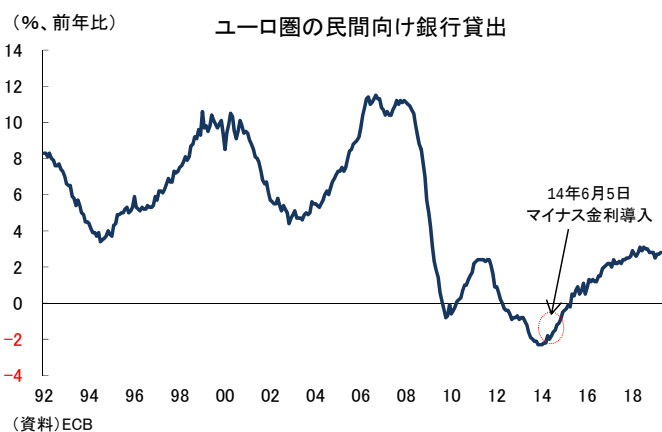
(資料) Bloomberg

※預金ファシリティ金利とEONIAの спреッドは4bpsと仮定

～TLTRO3、注目は金利の取り扱いに～

一方、後者のTLTRO3については詳細が公表されそうである。既に3月7日の政策理事会では今年9月に開始され、2021年3月まで続けられることが宣言されている。その後、4月10日の政策理事会でドラギ総裁は「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述べており、スタッフ見通しの改訂に合わせた今回、決断に踏み切ろう。2020年6月にTLTRO2のまとまった額の償還が行われることを考慮すれば、1年以内の流動性比率を改善する選択肢であるTLTRO3の詳細は6月発表が不可避と考えられる。ここまでは市場予想の範疇であろう。

そのほか前回4月10日の政策理事会ではマイナス金利適用残高の階層化(tiering)について観測報道が盛り上がったという経緯もあったが、議論すらされた跡がないというのが実情である。上記の「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」というドラギ総裁の発言はTLTRO3と同時にマイナス金利適用残高の階層化の可能性を問われた際に出てきた回答だった。但し、4月、ドラギ総裁は「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」との質問に対し、「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。TLTRO3は既定路線だが、マイナス金利適用残高の階層化という決断は一仮にあるとしても-まだ先の話と筆者は受け止めている。



というよりも、「銀行部門の負担を和らげる」という目的に対しては「TLTRO3に使用される金利を

寛大なものにする」という一手で対応可能である。現状分かっていることは①2021 年 3 月まで実施され、②期間は 2 年、③金利は主要リファイナンスオペ(MRO)金利に連動、④適格与信残高の 30%が対象という点である。TLTRO2 は貸出実績に応じて金利が控除される(マイナス金利が適用される)という民間銀行への「ご褒美」があったが、この点はどうなるのかまだ分からない。

マイナス金利政策がもたらす副作用への問題意識が高まっていることを思えば再び「ご褒美」が用意されても不思議ではない。直近のユーロ圏における民間向け貸出の伸びは堅調(前頁図)であることから金利が高めに設定される可能性もあるが、TLTRO3 は景気刺激策ではなく銀行部門の健全性を保全するための一手というのが本質的なコンセプトだったはずだ。▲0.40%という大幅なマイナス金利がユーロ圏銀行部門の収益性を蝕んでいるという時世を踏まえれば、ある程度の旨味が残される道理があるだろう。

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6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄水のドル高相場～贈るべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
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	円相場の基礎的需給環境～「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/円相場は新常態にあるのか？
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、世界経済の動所～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～金利に追従する株価～