

3日発表のユーロ圏1-3月期GDPの強め着地に7日の仏大統領選挙の決選投票で改革中道派マクロン新大統領が誕生、欧州政治リスクの完全払拭となり堅調なユーロ圏の物価統計をベースに6月ECB理事会(8日)のフォワードガイダンス変更が意識されやすい。適切「出口」を模索するECBが米FRBに追随するとの前提に立てば異次元緩和を続ける日本円は独歩安の様相を呈しよう。

英FT紙「マイナス金利修正が政策ミス正す」

英FT紙(4月25日)電子版で銀行アナリストのファン・ステニス氏が『It is time for the ECB to work out an elegant exit from QE (ECBは適切な出口に向かう時が来た)』と題し、「ユーロ圏経済を支えようと4兆ユーロ超にバランスシートを拡大した欧州中銀(ECB)の緩和ほど劇的な中央銀行の介入はほとんどない」(Few interventions in history of central banking have been as dramatic as the European Central Bank's expansion of its balance sheet to over €4tn to support the eurozone)」とし、「強い景気回復とインフレ率の上昇は、そうした緊急措置からの適切な出口を如何に見出すかという議論が重要になりつつあることを意味する」と記した。

市場はすでにECBが量的緩和(QE)からの適切な「出口」を模索しつつ米FRBに追随するという前提に立つ。その手順として、1)資産購入規模を減らし、2)利上げを行い、3)バランスシートを徐々に縮小する(テーパリング)一等が指摘される。

さらにステニス氏は同FT紙で、「米国はマイナス金利という危険な実験を行わなかった。おそらくマイナス金利は金融危機後の中央銀行の政策の中で最大の誤りだろう。さらなる国債購入を停止する前の段階で、欧州金利のマイナス水準からの引き上げに着手することは実行可能だけでなく、実際のところ有益である」と主張する。

事実、マイナス金利は銀行の収益と銀行システムの広範な信頼を大きく損なってきた。欧州では企業向け貸し出しの約80%が銀行経由であることに鑑みれば、そのダメージを無視することは到底できない。

昨年のユーロ圏の銀行収益はマイナス金利が災いとなって15年より悪化した。ステニス氏は「銀行システムの採算が悪ければ、金融安定をリスクにさらし、経済成長を支えることができなくなる(An unprofitable banking system risks financial stability and is unable to support economic growth)」(FT紙)と強調する。

一方、ステニス氏は「条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)が終了するに伴いマイナス金利政策のバラ

ンスが失われる」(FT紙)と説く。TLTROはマイナス金利がユーロ圏の銀行に与え得る損害を改善するよう設計されていたが、このスキームによって銀行融資が増加したという証左はほとんどない。

実際、最終回のTLTROで2330億ユーロが銀行に供給され、これはECBが発表した月間200億ユーロのテーパリングの11ヶ月分に相当する。

さらに、ステニス氏は「米FRBが17年に3回の利上げを実施する可能性が高く、ECBが足並みを揃えて利上げを開始しないと、欧米の短期金利差が拡大し対ドルでユーロに下方圧力がかかり、ユーロ圏のインフレ圧力を生む」と懸念する。

その上でステニス氏は、「マイナス金利を先に反転させる上で最大の脅威となるのは、現在または将来の危機で中銀のフォワードガイダンスの信頼性を脅かしかねないことだが、フォワードガイダンスを損なわずに金利を調整した前例がある」(FT紙)と指摘。

結論として、「ECB自身がQE開始後にデフレへの懸念を強め2度の利下げを実施。明確なコミュニケーションが図られるなら、2度の利上げを実施し得る。実際のところ、ECBは入ってきたドアから出て行くことになろう」と喝破する。

4月ユーロ圏PMI56.7と想定以上の回復

一方、ある欧州系銀行幹部は「3日発表のユーロ圏1-3月期GDP(1次速報)が底堅い着地となり、7日の仏大統領選挙の決選投票でマクロン大統領誕生となって欧州政治リスクの完全払拭に繋がれば6月8日のECB理事会でフォワードガイダンス変更が意識されやすい」と指摘する。

ドラギECB総裁は4月27日理事会後の会見で「基調的なインフレ指標は依然として弱い」と保守的な物言いに終始したが、欧州政治リスクが後退し、良好な欧州の景況感がインフレ圧力を伴い6月8日のECB理事会でフォワードガイダンス修正思惑が強まりつつある。

4月のユーロ圏PMI(購買担当者景況感指数)総合は56.7と予想比上振れて良好な数字となった。すでに米新車販売台数に陰りが見えるが、ユーロ圏の3月新車販売台数は前年比+11.5%、1-3月期の合算でも同+8.0%と好調を維持している。

さらに、消費者物価の伸びは2月に2.0%に達し、3月こそ+1.5%に再び低下したものの、デフレ状態にあった2015年1月のCPI-0.6%から上昇トレンドは明確だ。

一方、ユーロ圏経済の構造問題である高い失業率だが、絶対水準こそ未だ 9.5%となお高水準にあるが、それでも 2013 年 4 月の 12.1%と二桁の高水準に比べれば雇用情勢の改善が進んでいることが理解できる。

こうした堅調な景気回復に連れてコアインフレ率も次第に高まることは火を見るより明らかであり、6 月 8 日の ECB 理事会でフォワードガイダンス変更が意識されやすい。

だが、「問題は市場の ECB フォワードガイダンス変更織り込みの進捗が遅々としており、その分、ユーロ上振れ余地が広がっている」(欧州系銀行幹部)という。

ECB が米 FRB の金利正常化「出口」を追従するとすれば、秋以降の ECB の QE 縮小のテーパリング論議が夏から始まる可能性がある。

むろん、その前にフォワードガイダンス変更、マイナス金利修正が意識されるが、前述した通り、マイナス金利修正は政策の過ちを正すという意味で欧州銀行株にとってポジティブであり、金融株の上昇を牽引されて欧州株が上昇すれば世界の投資家のア

ニマルスピリットに火が付き、世界的なリスク・オン相場を支援すると期待される。

もっとも、シカゴ・マーカント取引所 (CME) FF 金利先物の米 6 月利上げ織り込み度合いは 75%に達したが、直近の米国の経済指標は脆弱な着地が多い。4 月 28 日発表の 17 年 1-3 月期実質 GDP は前期比年率+0.7%と 3 年ぶりの低い伸びにとどまり、5 月 1 日発表の 3 月個人消費支出 (PCE) 物価指数はエネルギー・食品を除くコア指数が前年同月比+1.6%と 2 月の 1.8%から減速、目標の 2%が遠退いた。

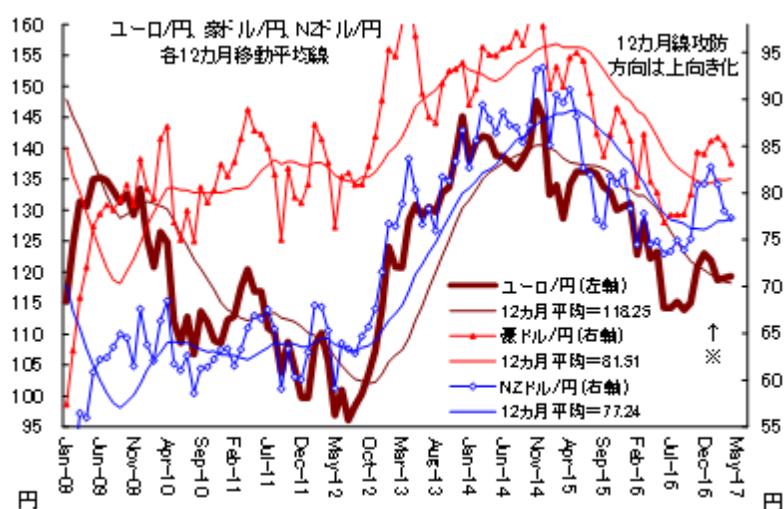
景気減速が続けば FOMC メンバーのシナリオである年内あと 2 回の利上げシナリオに黄色信号が灯りかねないが、「陰の FRB 議長」フィッシャー副議長は「1-3 月期の景気指標の伸び悩みは一時的」と繰り返す。

いずれにせよ、マイナス金利という危険な実験を回避した米 FRB の金融「正常化」利上げとテーパリング論議に、マイナス金利という誤った政策を断行した ECB がフォワードガイダンス変更及び国債購入停止前にマイナス金利の引き上げに着手するかどうかを含め 6 月以降の ECB 理事会の一挙手一投足から目が離せない。

<IMFの実質GDP成長率見通し(4月)>

	2017年	2018年
世界	3.5(0.1)	3.6(0.0)
日本	1.2(0.4)	0.6(0.1)
米国	2.3(0.0)	2.5(0.0)
ユーロ圏	1.7(0.1)	1.6(0.0)
英国	2.0(0.5)	1.5(0.1)
中国	6.6(0.1)	6.2(0.2)
インド	7.2(0.0)	7.7(0.0)

(単位%、カッコ内は1月比修正幅)



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。