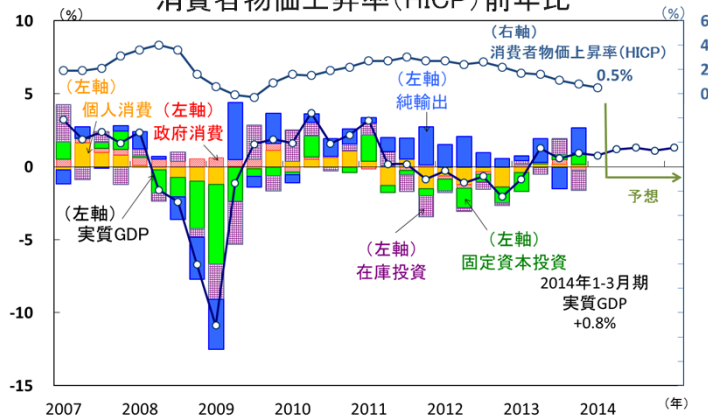


Focus ユーロ圏：低インフレ脱却に向け始動した欧州中央銀行(ECB)

【図1】ユーロ圏消費者物価上昇率は低空飛行が続く
ユーロ圏実質GDP需要項目別寄与度と
消費者物価上昇率(HICP)前年比



注) 実質GDPの2014年4-6月期から2015年1-3月期は当社投資情報部予想。消費者物価上昇率は2014年3月の期末値。発表済の直近値は2014年5月で+0.5% (前年比)。 出所) 欧州統計局より当社投資情報部作成

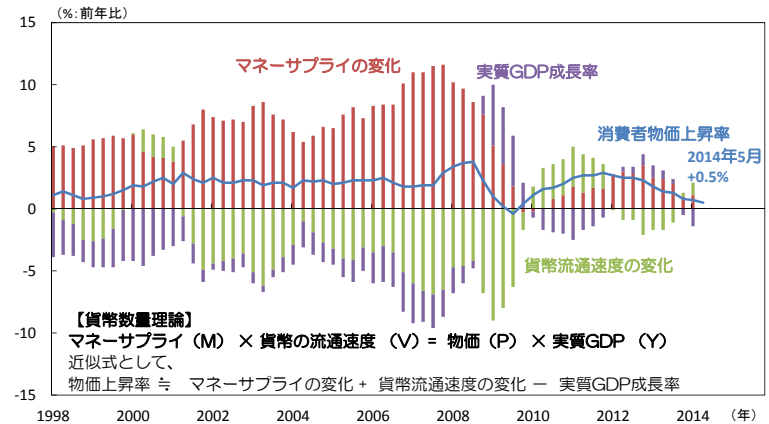
■世界的景気回復の波に乗るユーロ圏。しかし低インフレは悩みの種。

ユーロ圏の低インフレ（物価上昇率の伸び悩み）が市場の注目を集めています。2008年9月のリーマン・ショックで世界の経済、物価は未曾有の下落を経験しました。その後、その震源地である米国では、積極的な財政出動や金融支援等が奏功し負のショックを短期間で克服、足元は景気、物価も緩やかに上向きです。一方、ユーロ圏は各国の財政悪化が金融機関の財務体質悪化に繋がり金融システム不安を招く等、長く負のショックに苦しむも、昨年半ばには長いトンネルを漸く抜け出し景気はプラス成長となりました(図1)。

もっとも、物価は米国のように緩やかな上昇とはいかず、2014年5月のユーロ圏消費者物価上昇率(HICP)は+0.5% (前年比) にまで低下するなど、低インフレに甘んじています。2012年初頭には+2.7% (同) であったHICP (図2) がここまで下がった背景は何か、またこの低インフレから脱却するために企業、金融機関、金融政策当局はどういった取り組みをしているのでしょうか。

【図2】低インフレの原因はマネーサプライが伸びないこと

消費者物価上昇率(HICP)の貨幣数量理論による要因分解



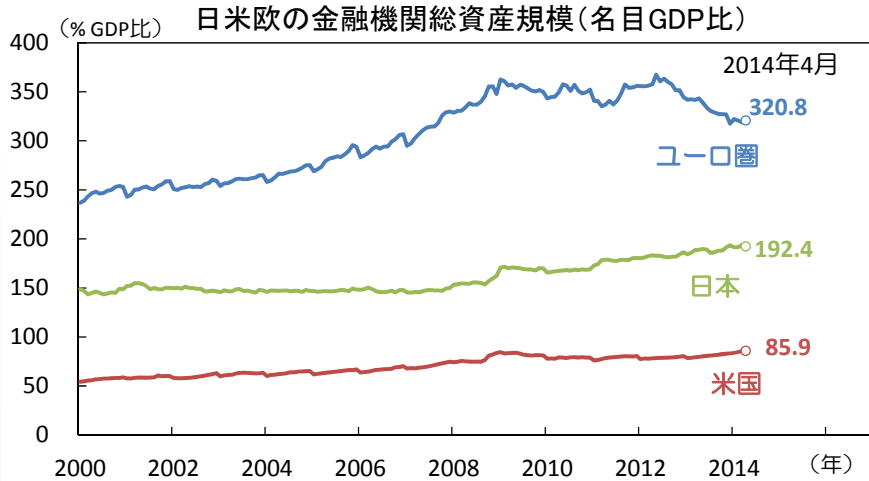
注) 貨幣の流通速度の変化は、消費者物価上昇率(HICP)、マネーサプライ(M3)の変化、実質GDP成長率の残差として当社投資情報部が算出。直近値は、消費者物価上昇率は2014年5月、他は2014年3月。 出所) 欧州統計局、ECBより当社投資情報部作成

■低インフレの本質「マネーサプライの鈍化」

マクロ経済学では「貨幣数量説」という理論がよく知られています。ごく簡単には、世の中のおカネの量（マネーサプライ）がより多く、かつ回転良く動けば（貨幣の流通速度）、経済（物価×実質GDP）は拡大するというものです。この考え方を利用しユーロ圏消費者物価上昇率を要因分解すると低インフレの主犯はマネーサプライの伸び低下であることが分かります(図2)。

世の中のおカネの量を示すマネーサプライは、ベースマネー（中央銀行が供給する現金や準備預金（民間銀行が中央銀行に預ける預金）、政府預金）を、信用創造機能（預金を集めた民間銀行が準備預金分を差し引いた資金を原資に貸出を行い、これを繰り替えし行う）を通じ増幅させることで主に増大します。よってマネーサプライが拡大するには、信用創造を担う民間銀行が十分健全であること（十分信用供与できる体力がある）が必要です。

【図3】ユーロ圏の金融機関の資産規模は大きいだけに規制も厳しい



出所) ECB、FRB、BOJより当社投資情報部作成

■リーマン・ショックの経験から金融機関には厳しい規制

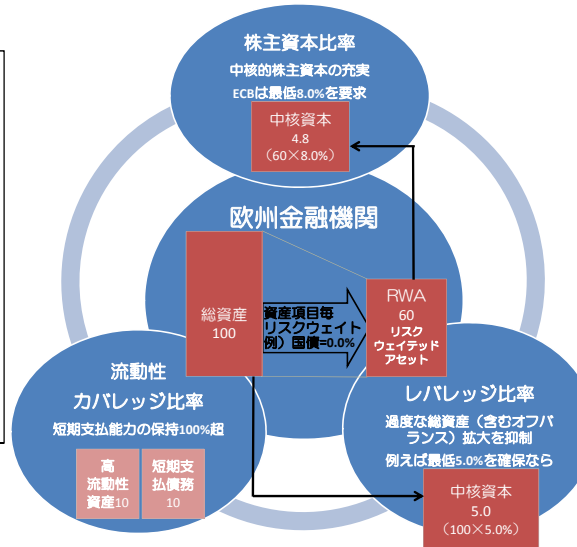
2008年9月のリーマン・ショックは、米銀を凌ぐ資産規模を誇る欧州金融機関の健全性を傷つけました(図3)。さらに南欧諸国等の財政悪化による母国の信用力(格付)低下は、欧州の一部金融機関の信用力低下に繋がり預金が流出するなど、欧州金融システムが大きく揺らぐ事態へと発展しました。

もちろん米銀も深い傷を負いました。米国金融の中心、ニューヨークでは当時、米銀支店の看板数よりカナダ系銀行支店の看板の数の方が多く目に付くほどでした。今日、米銀の健全性は厳しい規制下、回復に向かっています。

一方欧州も金融機関健全化に向けて前進しています。世界で金融機関に対する新規制(バーゼルⅢ)が段階的に導入される中、欧州でも2014年から新規制が段階的に適用開始されています。欧州金融機関は十分な資本蓄積、破綻に備えた準備、高流動性資産の保有等が義務付けられるようになりました。

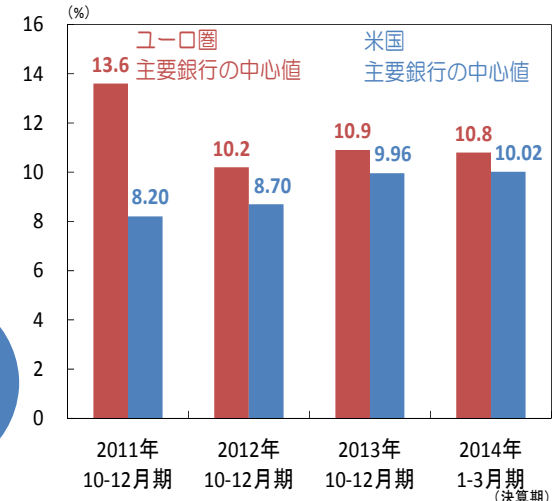
【図4】欧州金融機関は資産健全化を積極化

欧州金融機関規制の概念(一部)



注) 左図中、RWAはリスク・ウェイト・アセットの略。また、図中の数字は、欧州金融機関の株主資本比率や流動性カバレッジ比率、レバレッジ比率を数値を使い例示したもの。例えば総資産100は、資産項目毎にリスクウェイトを乗じると60になり、これが株主資本比率を算出する分母のRWAとなることを示す。規制は他にも安定調達比率等がある。上右図のCET1比率は各行算出のバーゼルⅢベースの中心値。
出所) 各行資料、Bloombergより当社投資情報部作成

欧米主要行のCET I 比率(バーゼルⅢ)



■資産健全化を急ぐ欧州金融機関

この欧州金融機関への新規制CRDIV (Capital Requirement Directive IV) は、簡略化すると主に、①株主資本 (CET1) 充実、②過度な資産拡大抑制 (レバレッジ規制)、③流動性の維持、等を欧州金融機関に求めています(図4左)。

加えてユーロ圏では今年11月よりECB (欧州中央銀行) による金融機関監督が始まります。これに先駆けECBはAQR (アセット・クオリティ・レビュー) という金融機関査定を目下実施しており、資本不足と判断した金融機関には資本充実を求める意向です。こうした環境下、欧州金融機関は資産規模のスリム化に加え、新株発行やCoCo債等の資本性証券発行で資本充実をAQRに先んじて進めるなど、財務体質強化を着実に進めています(図4右)。

こうしたマネー(サプライ)の供給側の努力に呼応する格好で、大規模な金融緩和と政策で側面支援しようと中央銀行も追加の金融緩和に動きました。

【図5】ECBの追加金融緩和は5つのパッケージ

ECBが表明した追加金融緩和策(2014年6月5日)

追加金融緩和手段	内容	効果(副作用等)
利下げ	政策金利の引き下げ (+0.15←+0.25%)	<ul style="list-style-type: none"> ECBの緩和意思表明 実効性薄い
マイナス金利	翌日物預金金利(コリドー下限)のマイナス化 翌日物預金金利(▲0.10←0.0%) 翌日物貸出金利(+0.40←+0.75%) ※民間銀行が中央銀行に預ける準備預金の金利をマイナスにする	<ul style="list-style-type: none"> 流動性が逼迫する可能性 超過準備は急速に萎む ECBは準備預金から貸出へのシフトが進むとの主張
SMP不胎化停止	不胎化オペの停止 (SMP国債残高に見合う資金の吸収を停止) ※SMPとは、2010年5月ユーロ圏金融システムの崩壊を防ぐためにECBが債券市場で加盟国の国債買い取りを実施したプログラム。	<ul style="list-style-type: none"> 即座にベースマネーは増加 1,086億ユーロ(6月11日受渡)
(条件付)長期資金供給(TLTRO)	金融機関に貸出増等の条件をつけ、4年の資金供給を2014年9,12月実施	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関に収益機会 成否は銀行の調達意欲次第 銀行が応札するかは不透明
量的金融緩和(QE)	資産担保証券の買取を検討	<ul style="list-style-type: none"> 実施できればインパクト大 但し実施には市場整備等時間を要する

出所) ECBより当社投資情報部作成

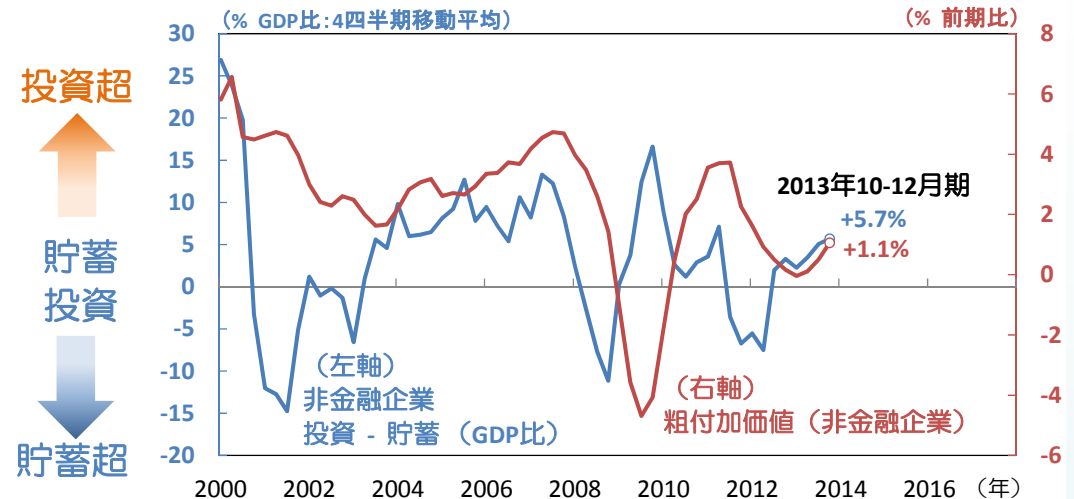
■ECBは追加金融緩和策導入でマネーサプライ増大を狙う

ECB(欧州中央銀行)理事会は6月5日、追加金融緩和策を発表しました。具体的には、①政策金利の引き下げ(+0.15←+0.25%)、②翌日物預金金利のマイナス化(▲0.1←0.0%)及び翌日物貸出金利(+0.4←+0.75%)の引き下げ、③SMP(セキュリティ・マーケット・プログラム:2010年5月以降、市場安定化の目的で実施した国債買取策)の不胎化(資金吸収)停止、④条件付長期資金供給(TLTRO)実施、⑤証券化商品買入検討、が表明されました(図5)。

理事会後の記者会見でドラギECB総裁は、今回の追加金融緩和の目的は3つ、すなわち①金融緩和を維持するとの強い意思や、②ECBは非伝統的金融手段も必要ならば行うことを明示し、かつ③金融緩和の実体経済への波及効果を高める事としました。大掛かりなものとなった今回の追加金融緩和、特にその目的として挙げられた上述③は、欧州金融機関の貸出増加(≒マネーサプライ増)に向け、金融政策当局は本気で取り組むとの決意表明とみられます。

【図6】マネーサプライの需要サイドは投資を活発化

非金融企業投資・貯蓄差額と粗付加価値



注)「非金融企業 投資・貯蓄」は、金融資産と負債の変化(資産変化-負債変化)の前期差を名目GDPで除した数値。「粗付加価値(非金融企業)」は、企業の労務費や人件費、原価償却費等を合算した非金融企業部門の付加価値創出額。

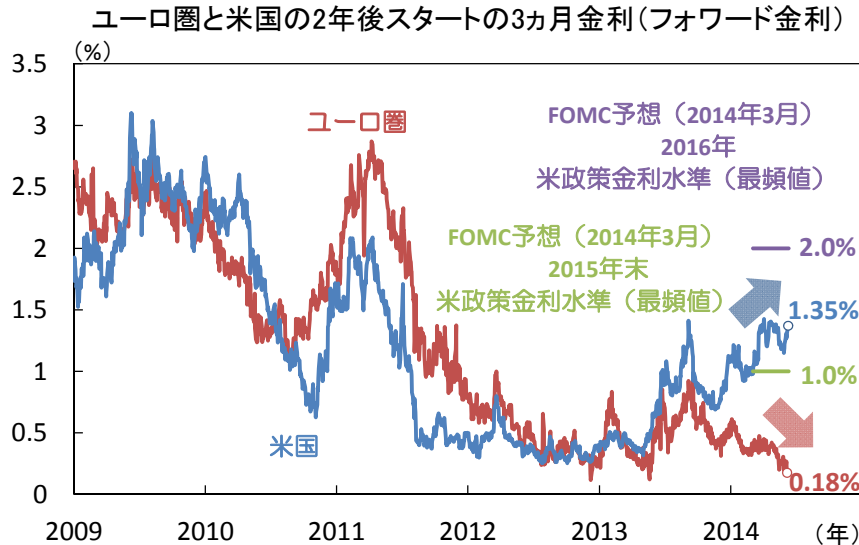
出所) ECB、欧州統計局より当社投資情報部作成

■マネーサプライの需要サイド(非金融企業)は投資活性化に転じる公算

今回の追加金融緩和策では、条件付長期資金供給(TLTRO)と資産担保証券買取検討がマネーサプライ増大へ直接的に寄与するものとして期待されます。このうちTLTROは、各国金融機関が主に非金融企業向けの融資を増加させることができるよう、いわばECBが貸出金のサポートをするという趣旨のものです。

では、設備投資や新規事業拡大等で資金を必要とする企業(非金融企業)、マネーサプライの需要サイドの資金調達意欲は今後高まっていくでしょうか。企業が投資に積極的か、あるいは慎重(貯蓄を増やす)か、その行動と結果(創造した価値)を見てみると、2012年半ば以降企業は投資積極化に転じており、投資に対する期待収益の好転を見込んでいることが窺えます(図6)。目下の企業の投資意欲は過去のピークと比べてもまだ低く、今後一段と積極化する余地がありそうです。企業が投資に積極的であれば、資金需要ニーズは次第に高まり貸出が増加、マネーサプライも増大する方向に向かうとみられます。

【図7】欧米金融政策の方向性は今後正反対の道へ



注) 上図フォワード金利は、2年後にスタートする3か月物金利で、将来の政策金利に対する市場参加者の予想が反映される傾向がある。直近値は2014年6月9日。

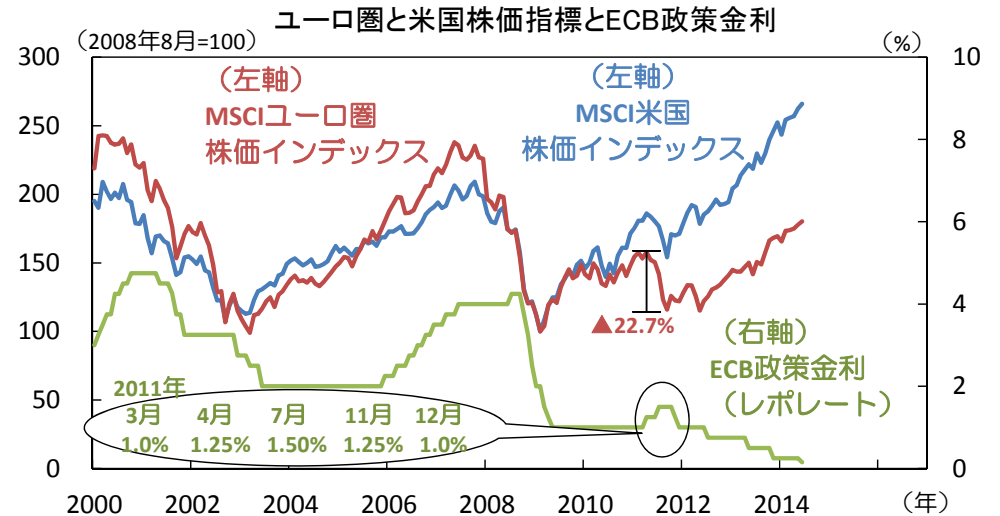
出所) Bloombergより当社投資情報部作成

■欧米金融政策は今後正反対の道を歩む公算

このように、ユーロ圏では低インフレを打開する施策が金融政策を中心に既に動き出しています。もっとも、こうした民間金融機関の資産健全化といったマネー（サプライ）の供給サイド、及び資金需要の増加に動こうとする需要サイド、双方の動きは当面続くとみられます。このため、ECBは資金を必要とする欧州金融機関に対しては2016年末までは無制限に、かつ固定金利で資金供給すると表明しています。つまり、ECBの金融緩和姿勢はあと約2年は続くと、通貨の番人（中央銀行）がお墨付きを与えたこととなります。

一方、米国の金融政策はどうでしょうか。米FRB（連邦準備理事会）は現在の量的金融緩和策（QE3）における国債、住宅ローン担保証券の買取をこの秋にも終了させ、いよいよ壮大な実験とも言える量的金融緩和の出口戦略が行われようとしています。米金融政策は金融緩和姿勢の終焉へ、ユーロ圏は金融緩和姿勢の継続と正反対の道を歩んでいくこととなりましょう（図7）。

【図8】リスク資産上昇の見極めには「2つの期待」が鍵



注) 上図中、1印は2011年3月から2011年12月までのMSCIユーロ圏株価インデックスの騰落率を示す。直近値は2014年6月9日。

出所) MSCI、Bloombergより当社投資情報部作成

■欧州株上昇の見極めは、ECBが「2つの期待」を作り出せるか

中央銀行の金融政策運営スタンス、すなわち金融緩和姿勢を当面維持するか否かの見極めは、株式等のリスク資産投資の中心的判断材料と史料します。

その典型例が2011年にありました。2009年以降、金融緩和策を矢継ぎ早に打ち出した米FRBは、当面金融緩和姿勢は維持との期待を市場に作り出し、企業の投資意欲を刺激し深刻な不況は回避、株価は上昇傾向を辿っています。

一方ユーロ圏では、ECBはそれまでの金融緩和姿勢を2011年4月利上げに転じ株価は失速、欧州債務問題の深刻化もあり同年11月に再利下げに転じるも、足元までユーロ圏株価は米株の後塵を拝しています（図8）。今後ECBは、①HICPIはマネーサプライ増大で緩やかに上昇し、②金融緩和姿勢が長期に渡り継続する、という「2つの期待」を市場に作り出せば、ユーロ圏株価は米株からの出遅れを取り戻すとみられる他、株価との正の相関が強い高利回り債、金利低下が見込まれる長期債等の魅力度は高まると予想されます。（徳岡）

本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問投資情報部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

MSCI ワールド・インデックスおよびそのサブインデックス（出所：MSCI）。ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。この情報はMSCIの営業秘密であり、またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。