

欧州経済ウォッチ (No.11-15)

2011年10月13日  
広告審査番号 MFB156-111013-01  
MSRC 審査番号 06-B-111013-01

## ECB 年内、利下げの可能性とユーロ圏のジレンマ

投資調査部 小原 篤次  
atsuji.ohara@rc.mhsc-g.com

## 口貸し渋りなど信用収縮懸念

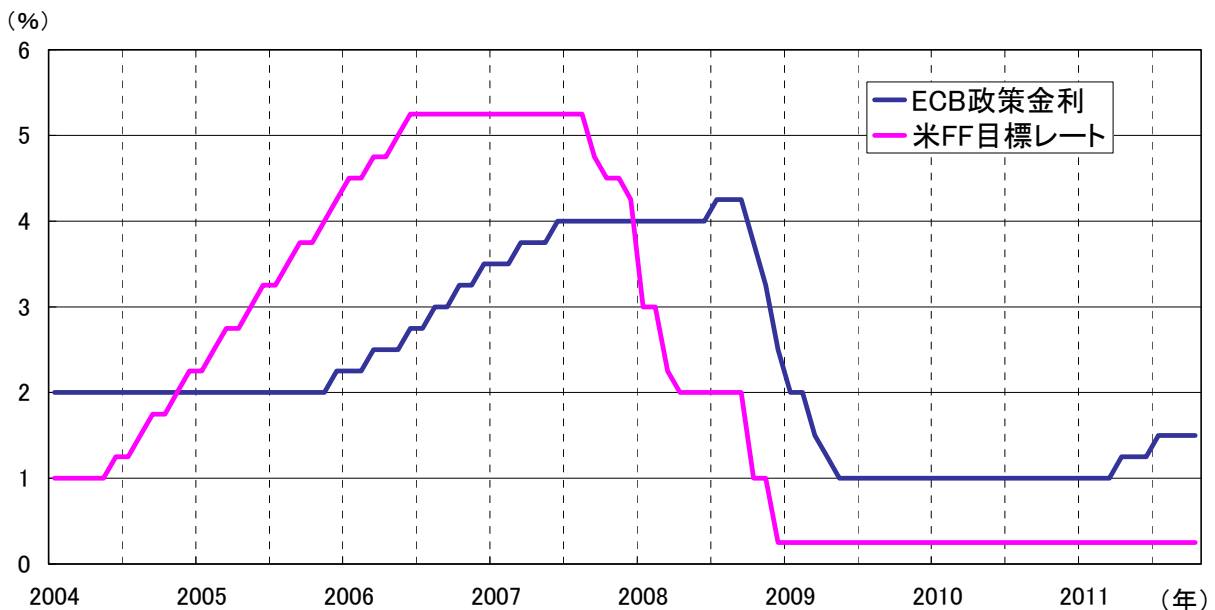
10月月初に発行された弊社MSRCの月刊誌「投資マンスリー10月号」で、ECBが年内に利下げに踏み切るべきとの考えを明らかにした。ギリシャ債務問題への対応の遅れによる金融市場混乱のほか、金融不安への拡大、そのことが貸し渋り、預金流出など信用収縮(credit crunch)を通じて、实体经济に悪影響を与えかねないことに配慮した先読みで、ECBは9月にでも利下げに踏み切つて欲しかったところである。9月には、中国の大手国有銀行が、欧州債務問題への懸念から複数の欧州銀行との為替フォワードおよびスワップ取引を停止したことや、独シーメンスがフランス大手銀行から預金を引き出し、ECBに預け替えられたことなどが報じられている。

フランス出身のトルシェ総裁が10月末で任期を終え、退陣するタイミングではあるが、イタリア出身のドラギ新総裁のもとで、11月にも政策金利を0.25%の利下げに踏み切り、1.25%にする可能性があるとみている(図表1)。

## 口トリシェ総裁は1942年生まれ

トリシェ総裁は9月の理事会後の記者会見で、経済について「かなり高い不透明性と下振れリスクの増大の影響下にあるとみている」とし、中期的な物価動向については、8月までの「上向き」から「おおむね均衡している」に認識を変えた。ECBスタッフによる経済予測でインフレ予想が下

図表1 政策金利の推移(2004年～)



注: 月末値、出所: DatastreamよりMSRC作成

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものとつき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

方修正され、利下げ環境が整いつつある。

トリシェは第二次世界大戦中の 1942 年に生まれている。1993 年からフランスの中央銀行総裁を務めるなどベテランのセントラルバンカーである。そのトリシェが 9 月の記者会見では、ドイツからの ECB 批判に関する質問で、語気を荒げる場面があった。

ECB は 10 月 6 日の理事会では、政策金利を 1.5% で据え置いたものの、1 年物資金供給オペおよびカバードボンド買い入れの再開を決定するなど欧州債務危機に流動性を提供していくとの意思を示した。ドイツで開催された最後の記者会見では、トリシェ総裁の右手にドイツ連邦銀行のバイトマン総裁が座り、司会・進行役を務めた。バイトマンは、メルケル首相の首席経済顧問から抜擢され、今年 4 月末、ドイツ連邦銀行の最年少、総裁となった人物である。バイトマン氏は IMF 勤務経験もあり、G8 や G20 など国際会議でシェルパ（首脳の前補佐役）の役割を果たし、ドイツ連銀総裁は ECB の理事も兼務する。バイトマン総裁は 1968 年生まれでトリシェ総裁とは親子ほどの違いがあるが、「フランス人らしくエレガントな」などと冒頭で、トリシェ総裁に対して賛辞を表明した。ECB 内における独仏の連携をショーアップしたようにも見えた。英語が基本の記者会見で、フランス語の質問にフランス語で答えるなど 9 月に比べると、なごやかな会見となった。

ユーロ圏は筆者が「ユーロ 2.0」と評するように、世界金融危機を経て課題をひとつひとつクリアしている。例えば、ユーロ圏全域をカバーする銀行、証券、保険の監督機関は今年 1 月にスタートしたばかりである。財政的な統合も欧州金融安定基金（EFSF）の機能強化案も含めて拡充の途中にある。数え上げれば課題が多いユーロシステムだけに、ECB やトリシェ総裁への期待や評価は高かった。

図表 2 CPI の推移（2004 年～）



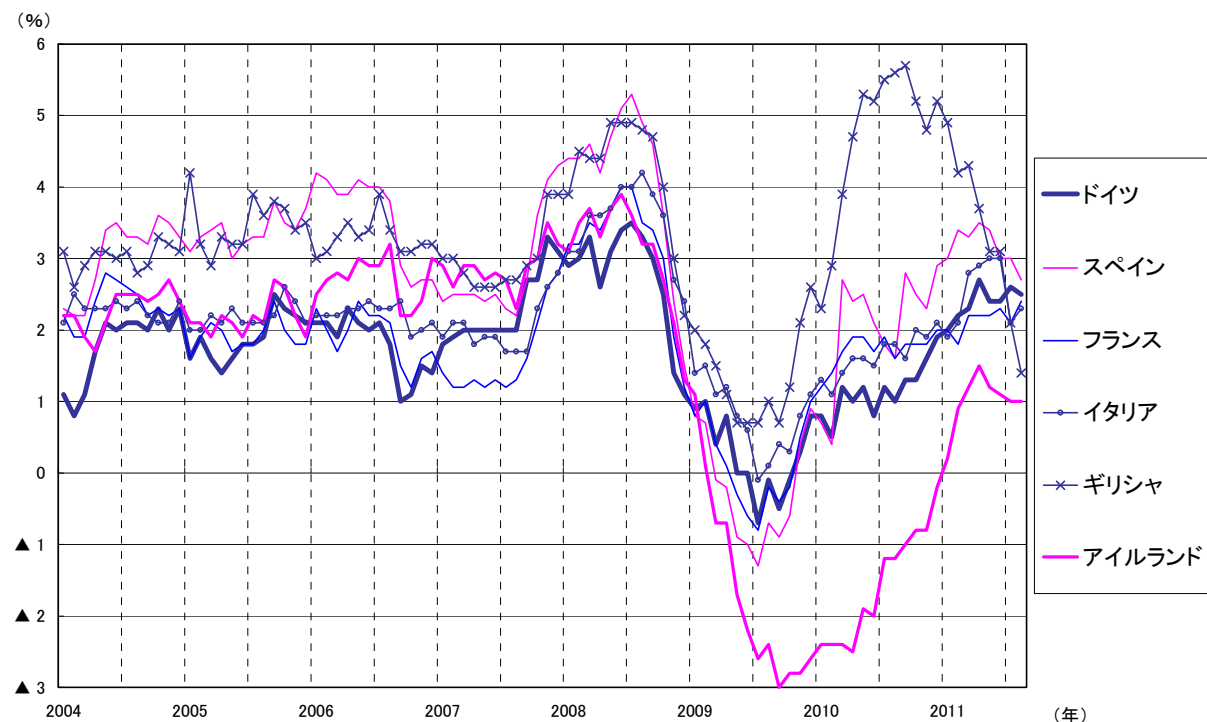
注：月データ、出所：DatastreamよりMSRC作成

ユーロ圏の9月の消費者物価指数（速報値）は8月の+2.5%から+3.0%に上昇した。ECBが金融政策の参照値と表明している「CPIの2%以内」を超えている。比較的安定している生産者物価指数の動向に対して、ユーロ安が輸入価格の上昇を通じて域内物価に与える影響もあるなど、将来のCPIを予測する要因に不確実要素はあるものの、物価上昇を強く懸念する経済環境ではないだろう。

□香港とユーロ圏：政治統合と通貨統合の違い

香港は米ドルペッグで、政策金利の調整による独自の金融政策を放棄している。香港と米国のCPIの推移には違いがある。ヒト、モノ、カネの交流が加速し、物価面でも中国の強い影響を受けている（図表2）。ただ、共通通貨を導入したユーロ圏内各国のCPIのばらつきは、香港と米国の関係と比べてさらに大きい。2010年のギリシャとアイルランドの動きは対照的である（図表3）。税金や景気対策など欧州の財政的な共通基盤が乏しい中で、経済の調整を金融政策に依存するのは過度なものであることがわかる。12日の香港株式市場は中国の政府系ファンドとされる金融株の買いを材料にして堅調だった。香港とマカオの海上橋建設、香港と広州・北京間的高速鉄道建設など、世界金融危機後の香港における大型景気対策は、中国政府の支援が欠かせないものだった。また、香港は新興国取引市場とのクロス上場も検討していくと、英国のFT紙は伝えている。これに対して欧州は株式の空売り規制で対応しているわけだが、一国二制度（政治はひとつ、経済は異なる制度の意味）の中国と香港の関係より、17つの主権国家による緩やかな経済圏の関係は複雑である。◆

図表3 ユーロ圏：国別のCPIの推移（2004年～）



**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750%[税込み]、最低2,625円[税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等)をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>

**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。