

みずほマーケット・トピック(2014 年 4 月 7 日)

ECB 版 QE について～14 年 4 月 3 日は日銀化記念日～

ECB による量的緩和(QE)に関して観測記事が立て続いている。仮に報道通り 1 兆ユーロ規模の QE を導入するのであれば、民間資産(特に ECB の興味を示す ABS)にターゲットを絞るだけでは不十分で、やはり国債も買い取り対象となって来ざるを得ないだろう。その際、リスボン条約 123 条との兼ね合いや、預金ファシリティ金利がゼロとなっていることの難しさをどう整理するのかという問題がある。仮に、国債を買い取り対象にした場合は、ECB 資本金への出資割合(Capital subscription)に応じて、「各国債の買い取り額を按分する」という建付けにすることで、ドイツとフランスが全体の 50%弱、イタリアやスペインで全体の 30%弱という構成になる。僅か 10 か月前、ドラギ ECB 総裁は QE 絡みで日銀や FRB を揶揄するようなコメントを行っていたが、奇しくも QQE から 1 年後の 2014 年 4 月 3 日が日銀化記念日になってしまった格好。今後は為替市場にどれだけ信用して貰えるかが鍵となってくる。

～ドル/円は 7 日ぶりの反落～

先週 4 日(金)に発表された米 3 月雇用統計は農業部門雇用者数(NFP)の変化に関し、前月比 19.2 万人増と市場予想の中心(同 20.0 万人増)には届かなかったものの、底堅い結果となった。とはいえ、予想比上振れを期待する声が根強かったこともあって、一部では失望感を表す向きも散見され、ドルが買われているわけでもない。結局、ドル/円も 7 日ぶりの反落となっており、一時 103.20 円付近まで下落している。ただし、週間では 3 週連続の上昇であり、調整は軽微である。

～ECB 版の QE:1 兆ユーロなら国債買い取りは不可避～

ところで同日には ECB による量的緩和(QE)に関して観測記事が立て続いている。まず、独紙フランクフルター・アルゲマイネが中銀筋の話として ECB の策定している量的緩和(QE)が 1 兆ユーロの規模に及ぶとの記事を報じ、その後ブルームバーグが事情に詳しい関係者の話として「ECB は最大 1 兆ユーロの QE プログラムに付いて物価への影響度を試算している」と報じている。

本欄 2014 年 4 月 4 日号『ECB 理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」』。市場期待は臨界点へ～』でも取り上げたように、3 日(木)の ECB 理事会ではいよいよ ECB が QE への意思表示を行った。現状のところ、その内実はまだ不明な部分が多いため、これからも同様の観測報道が市場を席卷することが予想される。敢えて言えば、4 月理事会後の記者会見を見る限り、国債よりも民間資産を対象としたプログラムを想定したいという意思が見え隠れしている。ECB はかねてより資産担保証券(ABS)市場を育成・拡大することに執心しており、今回の QE でも ABS を買い入れ対象としたい意向を仄めかしているが、デフレ懸念鎮圧のために数年単位の市場育成から着手するというのは如何にも無理がある。少なくともユーロ圏の ABS 市場規模自体が約 1 兆ユーロと言われる中であって、ABS を主体とする QE というのは現実的とは思えない。やはり 1 兆ユーロの QE を実現

するには、国債を全く買わないというわけにはいかないのだろう。国債と民間資産を混合させた格好でプログラムが組まれることになりそうである。

～法的根拠は大丈夫か？～

なお、物価反転を目的として QE を行う場合、ECB による国債購入を禁止しているリスボン条約 123 条に違反する可能性がある。過去、証券市場プログラム(SMP)が 123 条に違反しなかったのはあくまで信用緩和の位置付けであり、市場機能を保全し、金融政策の波及経路を確保するという理由があったからである。景気や物価情勢を念頭に置いて、大量の国債購入に踏み切るのは全く筋の異なる話である。先週 3 日(木)の記者会見のやりとりを見ていると、ECB 理事会には「公的債務の買い取りよりも、民間債務の買い取りの方が問題にならない」と考えているメンバーがいるとのことであるが、恐らくバイトマン独連銀総裁が該当するのだろう。「QE は論外ではない」と述べてハト派傾斜が目立ったバイトマン総裁だが、その実態として「何を購入すべきか」という論点についてのスタンスは明らかになっていない。加盟国の国債をターゲットとする QE を導入した場合、法的解釈がどの辺りに着地するのかは今後の論点に成り得る。

～預金ファシリティ金利はゼロのままで良いのか？～

また、ECB における QE が議論される度に持ち上がる疑問ではあるが、預金ファシリティ金利をゼロにした状態で、それだけの規模の応札を集められるのだろうかという技術的な問題は残る。少なくとも、つい最近まで市場を賑わしたマイナス金利に係る議論は封印されざるを得ないだろう。過去の本欄でも議論したように、マイナス金利は「準備預金を減らす政策」であるのに対し、QE は「準備預金を増やす政策」である。民間銀行からすれば、資産買い入れにより供給された準備預金を運用する「見込み」が必要なのであり、だからこそ日銀は 0.10%、FRB は 0.25%を超過準備預金への付利として残してきた。この点、日米欧で唯一完全なゼロ金利へ移行している ECB がどれだけ QE を円滑運用できるのかは不透明な部分が多いように思う。少なくとも 1 兆ユーロ分の入札に応じさせるだけのインセンティブをどのように与えるつもりなのか、もしかしたら預金ファシリティの金利をプラス圏へ修正するのかなど技術的な疑問点が抱かれる。

～何を、どれだけ買えるのか～

なお、過去にも述べた点ではあるが、伝統的な金利水準ではなく、「量」で勝負するとなった場合、当然「何を、どれだけ買えるか」が重要になる。だが、ユーロ圏において 3 大格付け会社(ムーディーズ・インベスターズ・サービス、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチ・レーティングス)の少なくとも 2 つ以上から最高格付けを得ている加盟国はドイツ、オランダ、ルクセンブルク、フィンランド、オーストリアの 5 か国しかない。仮に、高格付けで安全な国債を買い入れ対象として「量」を稼ぐことに徹するのであれば、必然的にドイツに依存せざるを得ないことが目に見えている。もちろん、イタリアやスペインまで手を伸ばせば「量」は稼げるが、それでは救済色が強まってしまう。

但し、イタリアやスペインまで買い入れ対象に含める方法はある。ECB 資本金への出資割合 (Capital subscription) に応じて、「各国債の買い取り額を按分する」という建付けならばドイツとフランスで全体の 50%弱を占める一方、イタリアやスペインの国債も合わせて 30%弱の買い取り対象にすることができる。同割合は ECB の決算上の利益・損失を配分する時に使用されており、ギリシャ支援に際しては SMP で購入したギリシャ国債の含み益部分に関して、各国中銀への分配を取りやめ、これを放棄するという格好で間接的に支援の原資を確保するという決定があった。QE により利益や損失が出た場合も、同様の方法に拠って分配や負担の議論が仕切られる可能性は高く、そう考えると買い取り対象となる国債も同比率に沿って按分されるのが無難ではないかと思われる。

ECB 資本金出資比率(ユーロ加盟国内だけで調整)

	出資比率
ベルギー	3.5%
ドイツ	25.7%
エストニア	0.3%
アイルランド	1.7%
ギリシャ	2.9%
スペイン	12.6%
フランス	20.3%
イタリア	17.6%
キプロス	0.2%
ラトビア	0.4%
ルクセンブルグ	0.3%
マルタ	0.1%
オランダ	5.7%
オーストリア	2.8%
ポルトガル	2.5%
スロベニア	0.5%
スロバキア	1.1%
フィンランド	1.8%
合計	100.0%

(資料) ECB

～為替市場に信用されないのは問題～

なお、QE 宣言によってユーロは下がったが、目下 FRB が QE からの撤収を行い、利上げまで見据えていることを踏まえると、ユーロ/ドルはもっと下がっても良いようにも思える。この点、為替市場においては未だに「そのようなことを言ってもどうせ口先だけなのではないか」との思いがあるのかもしれない。また、買い取り対象として民間資産への興味を露わにしているので「結局、大した規模にならないのだろう」と思われている可能性もある。結局、ECB の「日頃の行い」に照らして、今後の展開を慎重に見極めたいという向きが強いのではないかと推測する。

ECB は OMT という口先介入が大成功に終わり、これをもって混乱脱出を図ったわけだが、恐らく今度はそうはいかないだろう。口先介入であろうと、実際に QE をやってみせようとユーロ相場が顕著に下がらない限り、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は上向かない。ドラギ総裁自らが「実効ベースで 10%のユーロ高はインフレ率を▲0.4～▲0.5 ポイント下押しする」と数字まで用いて説明していることにも表れるように、ユーロ高はデysinフレの大きな原因の 1 つとして認識されている。現状のユーロ/ドルの水準(1.36～1.37)は ECB のスタッフ経済見通しにおける想定レート(1.36)よりもやや高い水準であり、ここからさらにユーロを下落させ、スタッフ見通しにおける HICP を上向かせるにはもう実際に QE をやって見せるしかない。今回ばかりは株式市場や債券市場の反応も当然にして重要であるが、これらを差し置いても為替市場に最も強く信用して貰う必要がある。

～2014 年 4 月 3 日は ECB の日銀化記念日～

本欄では 1 年前からユーロの円化シナリオを唱えてきた¹。結局、経済の日本化や通貨の円化が進めば、その必然的な結果として中央銀行の日銀化も不可避となるとも述べてきた。特にユーロ圏に関しては、安易な財政出動ができないような仕組み作りが進んでいるため(2013 年 1 月 1 日より財

¹ 例えば本欄 2013 年 6 月 5 日号『どうしてユーロは下がらないのか～ユーロの「円」化を考える～』をご参照下さい。

政赤字の自動是正機能を含む新財政協定が発効している)、慢性的な通貨高に対しては金融政策で応戦するしかない。結果として ECB が少しずつカードを切られていくことは目に見えていた。しかし、利下げ幅を使い切り、フォワードガイダンスも導入して、あらゆる口先介入を行って見たところで、デysinフレや経常黒字などに支えられた構造的な通貨高は簡単に解消していない。

そして結局、最終的には望むと望まざるに拘わらず QE を検討せざるを得なくなる。日銀にとって量的・質的緩和(QQE)を導入した 2013 年 4 月 4 日を歴史的な節目とする向きがあるが、ECB にとっても、あれほど頑なに拒否していた QE を受け入れた日として 2014 年 4 月 3 日は歴史的な節目と言えるかもしれない。それはさしずめ日銀化記念日である。

今から 10 か月前の 2013 年 6 月 6 日の理事会後会見でドラギ総裁は「率直に言って、ECB は市場のボラティリティを高めるようなことは何もしていない。もし ECB が他の中央銀行と同様にそのようなことをしていると考えているのなら、私はその認識に賛成できない」と述べる一幕があった。この「他の中央銀行」とは QQE を展開する日銀、tapering の意思表示をした FRB を指していた。2013 年前半の段階で、ECB は QE の導入や撤退によって混乱を引き起こしている日米の中央銀行を暗に揶揄するような立場にあったのである。

その日銀による QQE 導入の 1 年後である 2014 年 4 月 3 日、自身が QE 導入の意思を宣言する状況に陥るとは恐らく夢にも思っていなかっただろう。少なくとも今後数か月間は ECB の採用する金融政策が市場のボラティリティを高めるような展開が警戒されそうである。

以 上

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。

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.mizuhobank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店動向は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を論める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)