

みずほマーケット・トピック(2014 年 9 月 24 日)

ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～

ドラギ ECB 総裁は、欧州議会の経済金融問題委員会における証言で、改めて緩和政策における「量」の重要性を再強調。ECB が徐々に、しかし確実に国債を対象とする量的緩和(QE)への距離を詰めている様子が読み取れた。「中銀による消極的な流動性供給をベースとする金融政策の枠組み」を否定し、「より積極的かつ管理されたB/Sの運用」へと移行するという表現からは、日銀の量的・質的金融緩和(QQE)のようなマネタリーベースを容赦なく積んでいくスタンスが想像される。今後のECBウォッチの注目点は声明文でも標榜される「3兆ユーロへの道」を順当に歩んでいくかどうかだが、ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)に大きな期待を抱くのは難しい情勢。

～多くの参加者がドル/円の押し目を心待ち～

一昨日から東京休場の昨日にかけてのドル/円相場は、米国がシリア空爆に踏み切ったことを受けて一時 108.25 円まで下押しする場面が見られたものの、地政学リスクが意識される中にあるドル買いが勢いを得ることもなく、結局直ぐに値を戻している。多くの市場参加者がドル/円相場の押し目を心待ちにしているのが現状と見受けられ、下値はやはり相当堅そうに見受けられる。

～ドラギ総裁の議会証言:「量」の再強調～

ところで一昨日にはドラギECB総裁が欧州議会の経済金融問題委員会で証言を行っている。改めて緩和政策における「量」の重要性を強調する証言となっており、ECB が徐々に、しかし確実に国債を対象とする量的緩和(QE)への距離を詰めている様子が読み取れた。この証言を受けてユーロ相場は対ドルで一時 1.2816 まで急落している。

証言において、ドラギ総裁は「今年6月と9月に打ち出された政策はECBのバランスシート(B/S)に大きな影響を与え、2012年初頭と同様の規模へ復元することが期待される」と声明文の趣旨を再度強調した上で、以下のように述べた。なお、「2012年初頭と同様の規模」とは約3兆ユーロであり、現状の約2兆ユーロから1兆ユーロ積み上がるイメージになる:

- 我々は、購入プログラムを採用することによって、中銀による消極的な流動性供給をベースとする金融政策の枠組みから、より積極的かつ管理されたB/Sの運用へと移行しつつある(*With the purchase programmes, we are starting a transition from a monetary policy framework predominantly founded on passive provision of central bank credit to a more active and controlled management of our balance sheet*)

「中銀による消極的な流動性供給をベースとする金融政策の枠組み」を否定し、「より積極的かつ

管理された B/S の運用」へと移行するという主張からは、「必要とされる者に適宜与える」というスタンスではなく、日銀の量的・質的金融緩和(QQE)のようなマネタリーベースを容赦なく積んでいくスタンスが想像される。本質的には中央銀行の B/S の大小と緩和の大小に論理的な関係があるとは限らないものの、こうして総裁自らが「量」への注意を惹きつけた以上、今後の ECB の緩和に関し、市場は資産購入を軸とする政策運営を期待せざるを得ないだろう。

～ドラギ総裁「TLTRO の評価は 9 月と 12 月を合わせて行うべき」～

現状、「量」の拡大という点に着目した場合、メインドライバーとして期待されるのはターゲット型流動性供給(TLTRO)、資産担保証券(ABS)購入プログラム(ABSPP)、第 3 回カバードボンド購入プログラム(CBPP3)の 3 本柱だが、先週の本欄¹でも議論したように、第 1 回 TLTRO 入札は 826 億ユーロと出だして躓いている。だが、今回の議会証言において、ドラギ総裁は第 1 回 TLTRO 入札の低迷に関し「想定範囲内であり、(第 2 回目の)12 月と合わせて評価されるべき」と述べている。

先週の本欄でも指摘したように、現状はストレステストの最中であり民間銀行が資産を積み上げる誘因が乏しいというタイミング的な問題があったことは否めない(もちろん、そうであるがゆえに、このタイミングで応札を設定する必要はなかったという疑問は残る)。また、(今度こそ)政策金利が下限に達したと宣言されている以上、2015 年 2 月に控える 36 か月物 LTRO の満期対策としても、(9 月ではなく)12 月入札で十分間に合うという民間銀行の思いもあった可能性がある。いずれにせよ、ドラギ総裁が言うように、TLTRO の成否を現時点で判断するのは尚早であり、あくまで 12 月の結果やそれ以降 6 回行われる入札を踏まえて、B/S がどの程度の拡大に至るかが重要と考えるのが筋だろう。しかし、12 月の TLTRO 入札が不発に終わった場合、市場は「量」を強調する ECB の挫折を騒ぎ、「緩和しなければユーロ買い」という催促的な動きを見せる可能性が高い。

～「TLTRO でキャリー取引」が難しそうな理由～

また、先週 19 日(金)時点で、36 か月物 LTRO の未返済残高は 3420 億ユーロであり、この分を全て埋め合わせるだけの額(第 1 回目を差し引いても 2500 億ユーロ以上)が第 2 回 TLTRO 入札で需要されるのかどうかは定かではない。一部、「キャリー取引を期待する向きから入札がある」という声も見受けられるが、ここで TLTRO の諸条件を確認することが重要になる。

TLTRO のコストは 0.15% (主要リファイナンスオペ金利 0.05% + 0.10%) であり、2016 年 4 月末までの純貸出額(貸出-返済)が基準値を下回った場合、2016 年 9 月に全額返済する義務が発生する。要するに、今月に TLTRO で資金を調達しても、貸出実績の裏付けを作れなければ、その資金は 2 年物にしかない。そう考えると、仮に TLTRO を悪用(?)してキャリー取引に踏み切るとしても、(途中売却を想定しなければ)対象は満期まで 2 年しかない国債が候補となってくる可能性がある。周知の通り、域内国債金利が歴史的な水準まで低下している状況下、0.15% の TLTRO 資金でキャリーを稼ぐのは容易ではなく、例えば昨日時点で 2 年物国債の金利はポルトガルが 0.511%、イタリアが 0.363%、スペインが 0.334% である。36 か月物 LTRO が実施された 2011 年 12 月ないし 2012 年 2 月には PIIGS を中心として大きなスプレッドがあったことを思うと、現状は大分状

¹ 詳しくは本欄 2014 年 9 月 19 日号『第 1 回ターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) について～厳しくなる「量」の追求路線～』をご参照下さい。

況が異なる。

～ECB ウォッチは「量」が焦点に:3 兆ユーロへの道～

また、ドイツやフランス、オランダ、ベルギーといったコア・セミコア国においては民間銀行が超過準備を保有し、使い道のない流動性を対象にただでさえ罰金が取られているのが現状である。これらの国が TLTRO に積極応札する道理はあまりないように思われる。

結局、「準備預金を減らしたいマイナス金利政策と準備預金を増やしたい QE はベクトルが真逆」という葛藤が「量」を追求する ECB の前に立ちはだかっているのが現状であり、本当にドラギ総裁が「積極的かつ管理された B/S の運用」を志向するのであれば、マイナス金利の撤回が必要になるはずである。だが、足許のユーロ安が相応にマイナス金利を織り込んだものであるとすれば、ユーロ高を回避するためには引き換えとして相当に巨額な QE が必要になるはずである。その政治的な難しさは想像に難くなく、そもそも「QE がダメだからマイナス金利にした」という経緯が思い返される。

いずれにせよ、5 か月後の 2015 年 2 月に 36 か月物 LTRO が満期を迎えた時点で ECB の B/S がどの程度の「量」を維持できているのか、「3 兆ユーロへの道」を順当に歩むことが出来ているのかは、当面の ECB ウォッチで重要な論点になってきそうである。

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/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩み実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レパトリの妥当性や今後の直投収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB 理事会を終えて～畳み掛けのような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型TLTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～ブラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～糞は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～