

みずほマーケット・トピック(2014年10月21日)

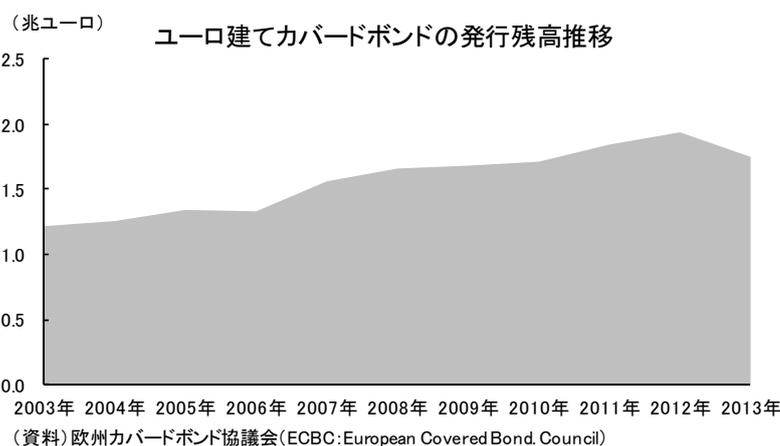
## カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて

昨日は ECB のカバードボンド購入プログラム(CBPP)の稼働がスタートした。現状、ECB が示している「量」のイメージはターゲット型長期流動性供給(TLTRO)、資産担保証券購入プログラム(ABSP)そしてCBPPを合算して「1兆ユーロ」を積み上げるというもので、CBPP単体でバランスシート(B/S)拡大にどの程度貢献するのかが明らかにされていない。だが、CBPPにしても、ABSPにしても、購入対象資産の市場規模を踏まえれば、「1兆ユーロ」達成に貢献するためには、かなり踏み込んだ措置が必要になることは明らか。CBPPやABSPで負担を折半しても市場の10～30%を吸収するくらいの気構えが必要。TLTRO、CBPP、ABSPの3つのツールを活用しても、目標達成が難しいとなれば、やはり4つめのツールとして国債対象の購入プログラムが頭をよぎる。

### ～CBPP3の規模感～

金融市場は先週末のパンニックから漸く立ち直り始めている印象だが、やはり一時のドル全面高ムードが後退している印象は拭えない。先週を経て、米金利の目線は一段切り下がっており、これに対応してドル買いのモメンタムも衰えている。とはいえ、ドル/円は106～107円での推移であり、8月までの100～105円のレンジ相場が過去2か月で一段切り上がったと理解すべきだろう。円安・ドル高を支える需給環境がしっかりしている以上、ドル/円の大崩れは想定する筋合いにない。

問題はユーロ/ドルで、この所、直近高値圏での推移が続いており、昨日はカバードボンド購入プログラム(CBPP)が稼働し始めたとのヘッドラインにも拘わらず、大してユーロは売られなかった。現状、ECBが示している「量」のイメージはターゲット型長期流動性供給(TLTRO)、資産担保証券購入プログラム(ABSP)そして



CBPPを合算して「1兆ユーロ」を積み上げるというもので、CBPP単体でバランスシート(B/S)拡大にどの程度貢献するのかが明らかにされていない。CBPPは2009年7月、2011年11月に次いで3回目となるが(以下CBPP1、CBPP2、CBPP3と呼ぶ)、計画導入時の総枠はCBPP1が600億ユーロ、CBPP2が400億ユーロで、それぞれ購入実績が600億ユーロと164億ユーロだった。CBPPで購入されたカバードボンドは満期保有とされ、今でもB/Sに残存しているが、これが先週17日(金)時点で449億ユーロ(CBPP1で314億ユーロ、CBPP2で135億ユーロ)という状況にある。欧州カバードボンド協議会(ECBC: European

Covered Bond Council)に拠れば、2013年末のユーロ建てカバードボンドの発行残高が約1.7兆ユーロなので、発行残高の約2%をECBが保有している計算になる。

現状、「1兆ユーロ」と設定される積み上げ目標の内、仮にTLTROが利用可能上限である4000億ユーロを供給(現在第1回を終えて826億ユーロ)しても、残る6000億ユーロをCBPP3とABSPでクリアしなければならない。この点、ABSPと折半した場合、CBPP3だけで3000億ユーロの購入が必要になるわけだが、これはユーロ建て発行残高の17~18%を吸収するという運営になる。ラフに言えば、過去の経験則の倍程度の購入であり、ECBにとっては異次元の気構えが必要になるだろう。なお、格付けに固執するのであれば、この規模をクリアするのはさらに難しくなるはずである。

### ～ABSPの規模感～

なお、CBPPとABSPが購入額を折半するというイメージも実は無理がある。

上述したように、2013年末のユーロ建てカバードボンドの発行残高が約1.7兆ユーロであるのに対し、ABSの発行残高は2014年6月末時点において欧州全体で1829億ユーロしかない(表)。そこでECBはABSPに関し、8246億ユーロの発行残

European Outstandings by Country and Collateral (As of Q2 2014)

	ABS	CDO	CMBS	RMBS	SME	WBS/PFI	TOTAL
Austria	0.3		0.2	1.8			2.2
Belgium	0.0		0.2	58.2	18.9		77.2
Finland	0.4					0.5	0.9
France	17.6		0.4	20.0	1.2	0.6	39.8
Germany	36.0	1.5	8.8	14.1	2.3	0.1	62.8
Greece	13.0	1.8		4.2	6.7		25.7
Ireland	0.4	0.1		36.3			36.7
Italy	43.4	1.7	9.8	79.8	25.7	0.3	160.6
Netherlands	2.3	0.6	2.0	243.9	10.4		259.1
Portugal	3.9			25.2	5.3		34.5
Russia	0.0			1.1			1.2
Spain	23.3	0.5	0.3	111.6	26.7	0.0	162.4
Turkey	1.8						1.8
UK	34.3	10.5	54.2	227.9	5.4	71.5	403.9
Other	3.9	0.5		0.3	0.1		4.8
PanEurope	1.9	33.0	9.9	0.2	0.9	0.2	46.0
Multinational	0.5	66.1	1.7		0.4	0.8	69.5
<b>European Total</b>	<b>182.9</b>	<b>116.2</b>	<b>87.5</b>	<b>824.6</b>	<b>104.0</b>	<b>74.0</b>	<b>1389.1</b>

(資料) AFME

高を誇る住宅ローン担保証券(RMBS)も購入対象としており、ここで「量」を稼ぐ工夫を凝らしている。しかし、TLTROが評価対象とする貸出実績に関しては、バブルを助長するとの懸念から住宅ローンを除外する規定になっていることを踏まえると、政策間の整合性が取れていない印象は残る。もっと言えば、上述したカバードボンドは、具体的には債権担保付き社債という定義になるが、その裏付け債権も殆どが住宅ローンである(8割程度が住宅ローン、残りは公共や船舶セクター向け)。こうした論点が蔑ろにされていることが、不動産バブルの芽を恐れるドイツとしては承服しかねるのだろうと推測する。

いずれにせよ、ABSとRMBSの発行残高を合算すれば約1兆ユーロとなるわけだが、これでもカバードボンドの発行残高には届かず、ABSPが3000億ユーロという「量」を稼ぐためには全市場の約30%相当を吸収するというかなり大胆な一手が必要になる。欧州金融市場協会(AFME)のデータに拠れば、ムーディーズ格付けを参照にした場合、欧州の証券化商品発行残高の内、Aa/AA格以上のシェアは50%強である。仮に、3000億ユーロ購入するとなった場合は、上位格付けで発行されるものを殆ど吸収するようなイメージが必要になりそうである。

### ～来年1～3月期には国債を対象に？～

要するに、TLTRO、CBPP3、ABSPの3つのツールを活用したとしても「1兆ユーロ」の積み上げは決して容易な目標ではない(そもそもTLTROが4000億ユーロ利用されるという想定も確度が高いものではない)。だとすると、やはり4つめツールとして国債を対象とする量的緩和(QE)がどうしても頭をよぎる。CBPP3とABSPが各市場の10%を購入し(1700億ユーロ+1000億ユーロ)、TLTROが4000億ユーロを供給した場合、残りは3300億ユーロとなる。ユーロ圏18か国の政府総債務が2013年時点で約9兆ユーロであるから(IMF世界経済見通し)、3300億ユーロは全体の4%程度の購入に止まる。国債購入に関し、ドイツは当然反対するであろうが、ただでさえ財政黒字が批判されている最中であって、この程度ならば譲歩の余地を見せるかもしれない(その代わり財政出動は頑なに拒否する可能性は高まるかもしれない)。

ECBが「1兆ユーロ」という「量」の積み上げに固執すると仮定した場合、第2回TLTRO入札(12月11日)の結果を評価した後、来年1～3月期には国債を対象とする何らかの購入プログラムを導入する可能性が高いのではないか。

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](mailto: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.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について~ドル高容認か?~)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について~ドル/円は適正な水準まで調整へ~
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて~円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」~
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目~均衡水準は20%円安に?~)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16~17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて~迫る期限の弾力化~
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて~経験則に照らせば利上げ?~
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて~需要不足と向き合うECB~)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー~「量」を評価軸とする難しさ~
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
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~
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月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
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~宣明掛ける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	格差が出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を詰めかきつつ現状維持~
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?~プ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	15・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、やらずも地獄」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