

みずほマーケット・トピック(2014年10月23日)

ECB 社債購入を巡る 3つの問題点

ECB による社債購入報道が尾を引き、ユーロ相場が軟調に推移している。同報道に関しては、ECB 報道官などが明確に否定しているものの、過去のドラギ ECB 総裁発言を紐解けば、その可能性は十分考えられる。「量」を稼ぐためのツールは少しでも多い方が良いというのが ECB の現状であり、購入対象資産の追加は「次の一手」として優先順位が高いものである。但し、ECB 社債購入を巡っては問題点も少なくない。具体的には①「量」を稼げると言っても決して大きな期待できないこと、②欧州社債市場は元より好調であること、③既存政策への信認を貶める可能性があること、などの論点は考えられる。また、社債購入はもちろんのこと、カバードボンドや ABS の購入は形を変えた財政出動であり、これらが良くて何故国債がダメなのかという直感的な疑問は残る。

～ECB 社債購入を巡る 3つの問題点～

昨日の為替市場では ECB による社債購入報道が尾を引き、ユーロ相場が軟調に推移している。同報道に関しては、ECB 報道官やクーン・ベルギー中銀総裁など、然るべき筋が明確に否定している。しかし、ドラギ ECB 総裁は 8 月 8 日の理事会後記者会見で「もし QE を幅広い資産購入と定義するのであれば、ABS は含まれるでしょうが、それに限定されることもないでしょう。公的資産である国債も含まれますし、民間資産も含まれます。ABS は民間資産の一例ですが、国債を対象とした QE も依然として検討事項にあがっています」と語った経緯があり、民間資産購入の一環として社債が検討されている可能性は十分考えられる。日銀やイングランド中銀といった前例があることも検討を後押しするだろう。

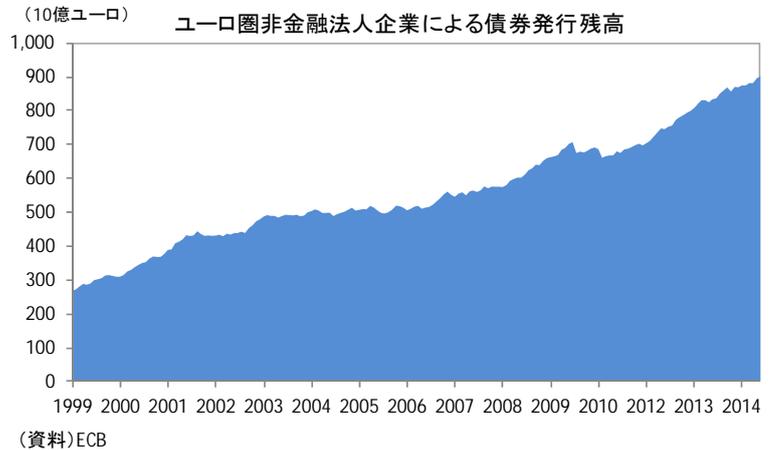
また、リスボン条約上、ECB による国債購入が禁じられていることを踏まえれば¹、そこへ至る前段階として、もうワンクッション入れたいという気持ちはあるだろう。なにより一昨日の本欄でも議論したように、既存政策であるターゲット型長期流動性供給 (TLTRO)、資産担保証券購入プログラム (ABSP)、カバードボンド購入プログラム (CBPP) をフル活用しても目標の「1 兆ユーロ」積み上げは容易ではない。そのため、「量」を稼ぐためのツールは少しでも多い方が良いという現状ゆえ、購入対象資産の追加は「次の一手」として優先順位が高いと言える。こうした論点に関しては、昨日、ノボトニー・オーストリア中銀総裁が「バランスシートの拡大をどのように達成するのかがもちろんポイントで、これはもっともなポイントだと個人的には考える。社債はこの目的で可能性のある市場の 1 つだ(22 日、ブルームバーグ)」と発言していることが物語っている。

¹ 正確にはリスボン条約 123 条は『政府債務の直接的な取得の禁止』を定め、発行市場への介入を禁止している。また、同条項を回避する目的で ECB が流通市場へ介入することも ECB 理事会規則 (Council Regulation (EC) No 3603/93.2) で禁じられている。この点、アウトライト・マネタリー・トランザクション (OMT) の適法性が問われる訳だが、同プログラムを導入した翌月 (2012 年 10 月) の ECB 月報は、政策目的を達成するために ECB が市場性商品をアウトライトで購入することは ECB 定款 18 条 1 項 (Article 18.1 of the Statute of the ESCB) で認められていると整理している。詳しくは <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201210en.pdf> をご参照下さい。

但し、ECB 社債購入を巡っては問題点も少なくない。具体的には①「量」を稼げると言っても決して大きな期待はできないこと、②欧州社債市場は元より好調であること、③既存政策への信認を貶める可能性があること、などの論点が考えられる。

～①「量」を稼ぐ効果は限定的、②社債市場は元より好調～

例えば、①について見ると、ECB データに拠れば、2014 年 8 月時点でユーロ圏の非金融法人企業の債券 (= 社債) 発行残高は 9000 億ユーロとなっている(図)。これはユーロ建てカバードボンドの発行残高(約 1.7 兆ユーロ、2013 年末)より少なく、ABSP 購入対象資産の発行残高 (ABS+RMBS で約 1 兆ユーロ) に近いイメージとなる。過去の ECB のカバードボンド購入が発行残高の 5% 未満に止まっていたこと



を踏まえれば、社債購入は 500 億ユーロにも届かない可能性がある。「1 兆ユーロ」積み上げに向けて、少しでも援軍が欲しい ECB からすれば無いよりはあった方が良いに違いないが、大きな額を期待するのはやはり難しいだろう。また、格付けにどの程度固執するかによっても「量」は変わってきそうだが、後述するように、既に社債利回りが低下していることを踏まえると、購入にあたっては低格付け債に食指を伸ばす必要も出てきそうである。

また、②に関しては、図示されるように、ここもとのユーロ圏における金利低下傾向の最中で欧州社債市場も堅調であり、企業の調達環境が悪いようには見えない。こうした状況に対して敢えて ECB が介入して実体経済の効果を上げたいのだとすれば、それは南欧諸国や中小企業などを念頭においた社債購入ということになるのだろう。要は、「格付けに固執しない社債購入」が求められそうというわけだが、周知の通り、ABSP においてもその資産の質の低さからドイツとの間に衝突が生じていることを踏まえると、そのような運営は再び理事会の亀裂を招く可能性が非常に高い。

～③既存政策への信認に傷～

なお、CBPP を稼働させたばかりで、これから ABSP が始まり、TLTRO の応札も重ねていこうという段階で社債購入も検討するということは、既存政策への自信の無さを示すものになるだろう。元より、9 月や 10 月の理事会で「新たな資産購入プログラムと TLTRO が合わさることで、我々のバランスシートには相当なインパクトがある」と意思表示しているにも拘わらず、さらに新しいツールを持ち出せば「このままではバランスシートが拡大しない」と吐露しているに等しい。最近の ECB は自ら「量」を強調し、却って自分を不利な状況に追い込んでいるように見受けられるが、ここであたふたすることで、その「量」への注目が無意味に高まってしまわないかと懸念される。

さらに言えば、今週 26 日(日)にストレステスト結果が公表され、これにより膿を出し切った状態になればユーロシステムにおける与信機能も回復するとの目論見がある中で、ECB は 12 月 11 日の

第2回 TLTRO 入札は第1回よりも大きな需要が集まると期待している(だからこそ第1回と第2回は合算して評価されるべき、と述べている)。以上のような状況を踏まえれば、少なくとも年内は既存政策で様子を見るというのが筋だろう。無暗に購入対象資産を増やすことは既存政策への自信喪失を露呈させ、信認を貶めることになりかねない。

なお、上記3つの問題点とはやや趣が異なる論点として、社債購入はもちろんのこと、カバードボンドやABSの購入は形を変えた財政出動であるという認識は持つべきである。リスボン条約123条がECBによる加盟国からの国債購入を禁じているにも拘わらず、そうした民間資産への介入は許されるというのは、直感的に理解が難しい。もちろん、後者は財政ファイナンスに直結する発行市場への介入を禁じたものだが、社債購入が信用度の低い企業の資金調達を助けるのだとしたら、両者の間に本質的な違いはないように思われる。

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.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22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
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
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	イェレン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～曇り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LTRO(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を込めつつ現状維持～
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～