

みずほマーケット・トピック(2014 年 10 月 28 日)

カバードボンド購入額をどう読むか？

第3回カバードボンド購入プログラム(以下 CBPP3)に関し、先週の購入額は 17.4 億ユーロと ECB は公表。これは CBPP1(09 年 5 月)や CBPP2(11 年 10 月)と比較すれば大きく、過去最大の規模感を念頭に置いている可能性も。具体的に 17.4 億ユーロは CBPP2 と比較すれば 5 倍程度、リーマンショック後の危機対応として導入された CBPP1 と比較しても 1.6 倍程度のペース。仮に、今後 4 年弱でこのペースが続けば 3000 億ユーロの積み上げも視野に入るが、来年 2 月には 36 か月物 LTRO の満期が到来し、これが現時点で 3000 億ユーロ以上残っているというのは重い事実。

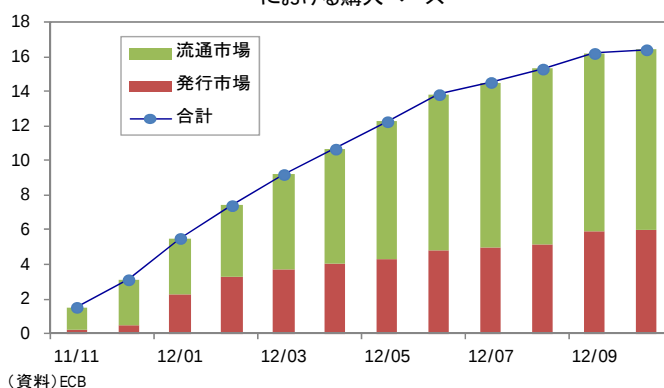
～日米金融政策格差は意識され難い週か～

昨日の為替相場はドル相場がやや下げる展開。米 9 月中古住宅販売成約件数が予想を下回ったことを受けての動きだが、10 月に入って見られた一連の市場混乱を踏まえれば、今週 28～29 日の FOMC では量的緩和(QE)の終了こそ宣言しても、利上げに対するタカ派スタンスを示すことはないだろう。また、最近の原油価格下落を背景にインフレ率が抑制気味に推移するとの見通しが強まっていることも声明文では意識されるかもしれない。この点、今週 31 日(金)に『展望レポート』を公表する日銀も同様であり、一部報道では原油価格下落などを理由に「(2014)年度後半から再び上昇傾向をたどる」との文言が削除されるとの観測が浮上している。それでも現状維持の方針は堅いはずで、今週に限って言えば、日米金融政策格差はさほど意識され難いように思われる。

～CBPP3 の初週購入額が判明～

ところで昨日は ECB が先週からスタートした第3回カバードボンド購入プログラム(以下 CBPP3)について、先週時点の購入額が公表されている。先週 20 日(月)の購入額は 17.4 億ユーロであり、CBPP1(2009 年 5 月)や CBPP2(2011 年 10 月)と同様、今後、週次での公表が期待される。問題はこれが多いのか、少ないのかという論点だが、決して少ないという印象はない。例えば、CBPP2

(10億ユーロ) 第2回カバードボンド購入プログラム(CBPP2)における購入ペース



に関し、ECB は購入に係る詳細を公表しているが、最終的に 1 年で 164 億ユーロの購入を行っている。これは月平均で 13.6 億ユーロ、週では約 3.4 億ユーロの購入ペースということになる。CBPP1 については CBPP2 のような月次ないし市場別データが公表されていないが、2009 年 5 月から 2010 年 6 月までの 14 か月間で 600 億ユーロ購入しており、月平均で約 42.9 億ユーロ、週では約 10.7

億ユーロの購入ペースというイメージであった。CBPP3 の初週として示された 17.4 億ユーロは CBPP2 と比較すれば 5 倍程度のペースであり、リーマンショック後の危機対応として導入された CBPP1 と比較しても 1.6 倍程度のペースとなる。もちろん、週次データゆえ、今後振れを伴うだろうが、出足としては相当踏み込んだというのが ECB の本音かと推測される。

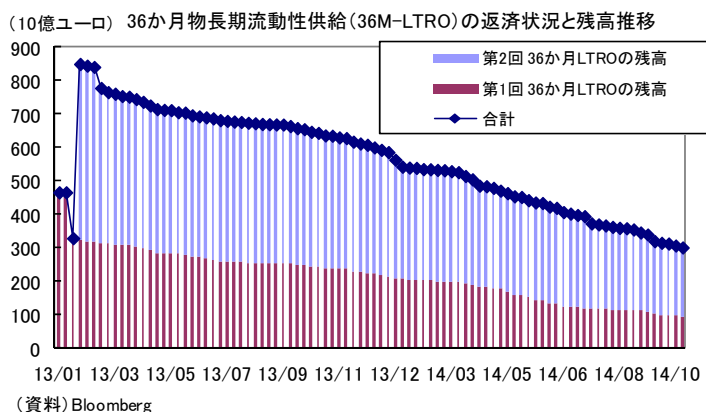
～過去最大の規模感が念頭にある可能性は大きい～

ただ、問題は過去と比較した規模感ではなく、ECB が公言している「1 兆ユーロ」の積み上げに照らして十分かどうかという視点である。本欄 2014 年 10 月 21 日号『カバードボンド購入プログラム (CBPP3) などについて』でも議論したように、資産担保証券購入プログラム (ABSPP) やターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) との役割分担を考えたとしても「1 兆ユーロ」の内、3000 億ユーロ程度の貢献が CBPP3 には期待される。「1 兆ユーロ」の到達期限は明示されていないが、仮に TLTRO が満期を迎える 2018 年 9 月までだとすると、あと 4 年弱の時間が残されていることになる。この 4 年弱で CBPP3 が 3000 億ユーロを買うとすると、年約 750 億ユーロ、月約 62.5 億ユーロ、週約 15.6 億ユーロというイメージになる。こうして考えると、やはり先週の購入額である 17.4 億ユーロは少ないとは言えず、少なくとも過去最大の規模感を念頭に置いている可能性が高い。

コンスタンシオ ECB 副総裁は「買い入れ条件を満たすカバードボンドは約 6000 億ユーロ (※ABS は約 4000 億ユーロ)」と述べているものの、「実際の買い入れが理論上の金額を下回る見込みであることを認識している (共に 10 月 8 日、ロイター)」とも述べており、最終的に半分程度の規模である 3000 億ユーロというのは良い着地だろう。

～押し掛かる 36 か月物 LTRO の満期～

とはいえ、忘れてはならないのは 2011 年 12 月及び 2012 年 2 月に実施された 36 か月物 LTRO の満期が来年 2 月に到来するという事実である。断続的な早期返済を受けて残高は縮小中だが、10 月 24 日時点では依然 3032 億ユーロが残されている。とすれば、「1 兆ユーロ」の積み上げ目標は実質的には「1.3 兆ユーロ」と読み換えることが適切だろう。いずれにせよ、マイナス金利を背負いながら「量」を稼ぐことには元より技術的な限界があり、社債そして国債と購入対象資産を拡張していく展開はそれなりに確度が高いものと考えられる。



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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
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～伸び悩む実質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～量み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読み出る過熱感
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?～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～