

みずほマーケット・トピック(2015 年 1 月 20 日)

ECB 理事会プレビュー～QE、4 つのタイプ～

22 日の ECB 理事会では ECB は国債及び一部の民間資産を対象とする量的緩和政策(QE)の導入をアナウンスし、2 月以降からの購入開始に言及すると予想。25 日のギリシャ総選挙や 2 月の 3 年物長期流動性供給(LTRO)満期到来、理事会内部の軋轢を踏まえれば、導入の意思だけアナウンスして、3 月のスタッフ見通し改定と共に詳細発表という可能性も考えられる。だが、ここにきて制度設計にまで踏み込んだ報道が再三見られていることを踏まえれば、1 月に大枠・詳細を提示してしまう展開は否定できない。もはや予想に関するズレは「詳細を発表するか否か」という一点くらいであり、かつて頑なに否定していた QE 導入を宣言することはほぼ確実な情勢。注目は購入方式とそれに伴う損失負担方法。ドイツへの配慮も踏まえれば、ECB 出資金比率で按分購入する案において、各国中銀が購入し、損失も負担する方式となる可能性が高いと予想。

～ドラギ総裁は多数決で突破～

今週最大の注目は 22 日の ECB 理事会となる。関連報道が錯綜しており、コンセンサスを絞るのが難しくなっているが、ECB は国債及び一部の民間資産を対象とする量的緩和政策(QE)の導入をアナウンスし、2 月以降からの購入開始に言及すると予想したい。25 日のギリシャ総選挙や 2 月の 3 年物長期流動性供給(LTRO)満期到来を踏まえれば、導入の意思だけアナウンスして、3 月のスタッフ見通し改定と共に詳細発表という可能性も考えられる。だが、ここにきて制度設計にまで踏み込んだ報道が再三見られていることを踏まえれば、1 月に大枠・詳細を提示してしまう展開を想定したい。ECB 理事会の実情をどの程度表しているのかは疑問だが、昨日はオランド仏大統領が「(ECB は)22 日に国債購入を決める」と先んじて明言している。もはや予想に関するズレは「詳細を発表するか否か」という一点くらいであり、かつて頑なに否定していた QE 導入を宣言することはほぼ間違いない。もちろん、ドイツを筆頭とする健全国の激しい反対に直面し、制度設計について結論が棚上げされるリスクも残る。但し、その様子は 22 日から 4 週間後には public account (他中銀の議事要旨に相当するもの)で公表され、要らぬ憶測を呼ぶかもしれない、3 月の政策運営にとってはノイズになりうる。既に、12 月の会見で「全会一致である必要はない」と言い切っている以上、ドラギ総裁は多数決で突破する公算が大きいと考えたい。

決定を受けて材料出尽くしからユーロが買われるとの見方もあるが、コンセンサスが絞り切れていない以上、よほど骨抜きにされた案(例えば後述するような最上級格付けのみで按分する案など)にならない限り、ファーストリアクションはユーロ売りを想定したい。通貨としてのファンダメンタルズが強いユーロを押し下げ続けるためには内外の金融政策格差が絶対に必要であり、それを演出し続ける限りにおいてユーロは下げ基調になる¹。

¹ しかし、どこかのタイミングで必ず経常黒字蓄積とデysinフレに応じた通貨高が発生するはずである。中長期のユ

～規模の目安～

規模の目安としては1月9日にブルームバーグがユーロ圏の中銀当局者の話として明かした最大5000億ユーロが市場センチメントの目途と見受けられる(19日に報道されたブルームバーグサーベイのコンセンサスは5500億ユーロとそれより若干大きめ)。同報道によれば、購入対象を最上級格付けに限定する案や投資適格級(BBB-)以上とする案など様々な選択肢が提示された模様だが、具体的な制度設計に関しては決定されなかったと報じられている。なお、5000億ユーロを下回る案も議論されたようだが、1度表に出た数字のうち、最も大きなものを市場は期待する。如何に内容に工夫を凝らそうとも発表を受けたファーストリアクションがユーロ買いなのか、それともユーロ売りなのかを決するのは5000億ユーロより上か下かになるだろう。

～購入方法：4つの考え方～

1月理事会におけるQE

導入の決定と5000億ユーロ程度という規模感に関しては概ね市場コンセンサスが絞り込めていそうだが、問題は購入方法である。具体的には右表に示される4つ、①ECB出資金比率で按分(A)、②ECB出資金比率で按分(B)、③債務発行残高比

想定されるECBのQEタイプ

	購入手法	ドイツの賛意	備考
①	ECB出資金比率で按分(A)	×	ECBが購入し、損失負担も同比率で按分。もっともシンプル且つコンセンサスに近い。ドイツ25%、フランス20%、イタリア18%、スペイン13%...という按分。
②	ECB出資金比率で按分(B)	○	各国中銀が自国国債のみを購入する。損失負担も購入した分を各国中銀が負担。ドイツからすれば最善。しかし、「通貨同盟の終焉」との声も...
③	債務発行残高比率で按分	×	プラート理事が14年末に発言。健全国からすれば完全なモラルハザード。ドイツの賛意から最も遠い。
④	最上級格付けのみで按分	○	プラート理事が14年末に発言。しかし、リスクプレミアムの低い国債ばかりでは何の意味もないが...

(資料)各種報道より筆者作成

率で按分、④最上級格付けのみで按分が候補として想定される。①と②の違いは購入主体の違い及びそれに伴う損失負担の違いである。結論から言えば、①か②の可能性は高い。

最もシンプル且つ筋が通るのが「①ECB出資金比率で按分」である。中央銀行という立場に照らせば、最も安全な資産として国債が対象資産として選択されるのは当然だが、「ドイツの国債は安全なので沢山買うが、ギリシャは危ないのであまり買わない」というロジックは共通通貨を司る中央銀行として主張し難い。対象としてユーロ圏共通債があれば話が早い、それが無い以上、資本金出資比率で按分して買う以外に加盟国国債を分け隔てなく扱う方法は無い。しかし、この方法に沿えば全体のうち、ドイツやフランスといった元々信頼性の高い国債が購入対象の半分(正確には45.7%)を占める。リスクプレミアムが大幅に乗った債券だからこそ緩和効果が発揮されやすいことを思えば、この購入方法は角が立たない代わりに効果を見込みにくいのが欠点である。なお、購入はECBが行い、購入国債から生じる利益・損失はユーロシステム全体で按分負担される。

片や、②もECB出資金比率で按分購入する点は同様だが、購入はECBではなく各国中銀が行う点が①と異なる。これに伴い購入した国債から生じる損失は購入中銀の負担になり、極端な話、独連銀がギリシャ国債の損失を被るリスクはない(ギリシャ国債が購入対象に入るのかという議論は

一相場場を考える上では、その「どこかのタイミング」を特定することが最重要である。例えば円の経験で言えば「2007年の夏」に従前の円安基調が反転し、その後、経常黒字とデフレ傾向を材料とする円高局面が始まった。

別として)。当然にしてドイツからすれば①よりも②が好ましく、もたらす経済効果が①と同じであることは踏まえれば、今のところ②が有力案ではないかと筆者は考えている。本日のブルームバーグでも独連銀が「最後の抵抗」として各国中銀がリスクを負担する方式を希望していると報じている。だが、共通した金融政策から生じる損失を加盟国でシェアせずに特定中銀に寄せるという姿勢はもはや経済・通貨同盟の精神からは程遠いものと言わざるを得ない。

～対照的な 2 つの考え方～

③と④は非常に対照的な案である。まず、「②債務発行残高比率で按分」は昨年 12 月 31 日にプラート ECB 理事が「発行残高に応じて国債を買い入れることが考えられる」と発言したことで知られる。既発債の比率で按分購入するため、「国債 A が相対的に多く買われ上昇し、国債 B が相対的に少なく買われ下落する」といった価格の歪みが押さえられるのがメリットである。しかし、発行残高比率で按分するという事は、要するに国債を沢山発行している政府の国債が沢山購入して貰えるということであり、モラルハザード批判に直結しやすい。ゆえにドイツからも強い反対が出ることだろう。

また、プラート理事や上述の 5000 億ユーロ観測を報じたブルームバーグ報道では「④最上級格付けのみで按分」という案も出ている。③とは裏腹に最もドイツからの反対が小さそうな案だが、同時に最も効果が小さそうな案であることは言うまでもない。既に、欧州の高格付け債券の利回りは限界的に押し潰されており、一部の南欧諸国の長期金利が米国のそれに匹敵する状況である。民間向け貸出の引上げを企図して行われる部分が大きい ECB の QE において「最上級格付けしか買わない」というのはあまりにもナンセンスである。④の可能性は非常に低いと思われる。

～「パッケージ化して金額を大きく見せる」のは EU の常套手段～

まとめると、1 月理事会では QE 導入をアナウンスした上で、規模は 5000～5500 億ユーロ、購入対象は国債・社債・上場投資信託 (ETF)、購入方式は上記②の方式を選択する公算が大きい。恐らく購入をスタートする時期 (例えば 2 月) まで特定しても不思議ではない。先週 13 日には、クーレ ECB 理事が「技術的な詳細を集中協議した。22 日に国債買い入れ開始を決定する用意がある (1 月 13 日、ロイター)」と述べ、25 日のギリシャ総選挙に絡めては「(ECB の) 金融政策の道筋に何の影響も及ぼさない」とまで言い切っており、1 月 22 日に議論した上で、多数決で全てを決めてしまう可能性は十分考えられる。ヘッドラインの金額を極力大きく見せるために国債に限らず、社債や ETF を加える可能性は十分あるだろう。極端な規模を打ち出しにくい EU 政策当局において「パッケージ化して金額を大きく見せる」という手段は債務危機以降、頻繁に見られていた手口である。

～緊縮路線の継ぎ手としての QE～

ただし、本欄では再三述べてきたように、重要なことはこれだけ矢継ぎ早の緩和策を打ち出してユーロを押し下げたにも拘わらず、物価が全く上がっていないということである。筆者は ECB による通貨安誘導は 2013 年 11 月のサプライズ利下げから始まったと考えているが、その時は確かに名目実効ユーロ相場が長期平均を上回っていた。だが、昨年 9 月以降、名目実効ユーロ相場は長期平均を明示的に割り込んでおり、今や 2012 年 8 月以来の安値をつけている (次頁図)。そこまで下げてもユーロ圏の消費者物価指数 (HICP) は上がっていないのである。なお、2012 年 8 月当時の

HICPは総合で2.5%（現在▲0.2%）、コアで1.6%（現在0.7%）あったことを思えば、やはり物価低迷を為替や原油の動きで説明するのは無理がある。コアの伸び幅も半減したことにはもっと深い理由があるはずだ。

金利も通貨も十分下げたのに景気や物価が上向かないのはやはり経済に大きなスラックがあると考える

のが自然だろう。ゆえに、求められるのは財政政策による需要喚起と思われるが、周知の通り、ユーロ圏は緊縮路線を頑なに守っている。そう考えると、ECBは積極的にデフレ退治に乗り出しているというよりも、緊縮路線の緩寄せで緩和させられているというのが実態に近いのではないかと筆者は考えている。もちろん、現状の脆弱なユーロ圏経済を考えれば、通貨は高いよりも安い方が良いが、理事会内部を決裂させ、適法性が疑われるような事態を招いてまで緩和をするのは「今のユーロ圏にはそれしか残されていないから」ではないだろうか。

ベースマネーの積み上げだけで物価が上がらないことは日本が長年かけて実証してきたことであり、QE導入後もHICPはゼロ近傍での推移が続くだろう。物価が上がってこなければ、市場は二の矢、三の矢を求めるはずだ。その際、柔軟に拡大修正できるような枠組みがECBには求められているのである。この点、制度設計を含めて3月まで熟慮する価値はあるように思われるが、一部理事会メンバーの踏み込んだ発言に照らせば、もはや大分議論は煮詰まっている様子が窺える。

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
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未満のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本邦の勝負はこれから～
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～経験則に照らせれば利上げ?～
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