

みずほマーケット・トピック(2015年3月17日)

ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて

昨日はECBの公的部門購入プログラム(PSPP: the public sector purchase programme)の第1週目の結果が公表されている。第1週目の国債・政府機関債購入額は97.51億ユーロ。このペースで購入した場合、国債・政府機関債だけで月600億ユーロを超えてくる計算になるため、恐らく今週以降の購入ペースは鈍る可能性もある。PSPPの月間購入額は予め決められているわけではないが、CBPP3とABSPPの進捗を踏まえれば、月300~400億ユーロというイメージで、予定される19か月間のプログラム期間に目標の1.14兆ユーロに到達することはそれほど難しい話ではなさそう。但し、日米の経験則を踏まえれば、今がQEにとってのハネムーン・ピリオドとなる可能性は否めず、今後、量が積み上がってくる中で本当に物価が力強さを取り戻せるのかが重要。

～ドル相場は嵐の前の静けさ～

昨日の為替市場では米2月鉱工業生産指数や2月ニューヨーク連銀製造業景況指数が市場予想を下回ったことで従前のドル買いが巻き戻される流れとなった。2月末から再加速したユーロ売り・ドル買いの流れを踏まえれば、断続的に利益確定が入ることは自然である。いずれにせよ本日から明日にかけて開催されるFOMCでは利上げに対して「忍耐強くなれる(can be patient)」との文言が削除される公算が大きく、いよいよ次の論点が利上げに向かうことになる。昨日のドル下落は一時的な動きと考えた方が無難であり、嵐の前の静けさのようなものを感じる。

～ECBの国債購入は今週がピークか～

ところで昨日はECBの量的緩和政策(QE)の第1週目の結果が公表されている。なお、ECBのQEといった場合、従前に導入された資産担保証券購入プログラム(ABSPP)と第3回カバードボンド購入プログラム(CBPP3)そして3月5日に決定された公的部門購入プログラム(PSPP: the public sector purchase programme)の3本を含んだ概念であり、正式名称は拡大資産購入プログラム(Expanded asset purchase programme)となる。昨日はABSPP及びCBPP3に加え、新たにPSPPの結果も加えられており、具体的には国債・政府機関債の購入額が明らかになっている。なお、QEに係る公式文書に拠れば、「発行体の居住地別に加重平均した残存年限を月次で公表。この際、国際機関とその他発行体については分けて公表する」とあるため、国や年限については4月に入ってから情報公開を待つことになる。

第1週目の国債・政府機関債購入額は97.51億ユーロで、先週12日の段階で、クレー ECB理事が「3日間でユーロ圏中銀が債券98億ユーロ相当(13日、ブルームバーグ)」と述べていたことと平仄が合う。後述するように、この額は非常に大きいと思われる。この発言を踏まえれば、今回発表された額は9~11日の3日間を対象としたものであり12~13日の分は対象とされていないが、これ

は12～13日に購入していないというわけではなく、購入から決済の間にラグがあるためと考えられる。この3日間のペースで購入が進められたとすれば週間の購入額は160億ユーロ程度(≒97.51億ユーロ×5日間/3日間)となる。このペースで購入した場合、国債・政府機関債だけで月600億ユーロを超えてくる計算になるため、恐らく今週以降の購入ペースは鈍るのではないか。なお、上述した通り、国や年限の詳細は4月に入らなければ分からないが、クーレ理事は上の報道において「購入した債券の期間は平均9年」と述べ、別の報道ではバイトマン独連銀総裁が独国債の購入は21億ユーロだということも明らかにしている。これはドイツのECB資本金出資割合(25.6%)を踏まえれば、概ね妥当な金額という印象である。

～他プログラムに比較して際立つPSPPのインパクト～

一方で、これでCBPP3については21週目、ABSPPについては16週目で現状の残高はそれぞれ569.47億ユーロ、37.54億ユーロとなっている。こうして見ると、1週目で97.51億ユーロを購入するPSPPの量的なインパクトの大きさはやはり目立つ。なお、PSPPの月間購入額は予め決められているわけではないが、直近4週平均(約1か月)で見た時にCBPP3とABSPPで概ね300億ユーロとなっていることから、PSPPが月間に購入できる額は、月間600億ユーロの総枠に対して、300億ユーロ、CBPP3やABSPPが鈍った場合でも400億ユーロというイメージになる。いずれにしても、このペースが続けば、PSPPが継続する19か月間(2015年3月～2016年9月)で目標の1.14兆ユーロに到達することはそれほど難しい話ではなく、結果としてバランスシートの1兆ユーロ拡大も優に実現しそうである(正確にはこうしたQEに加えて、ターゲット型LTROの応札額も乗ってくるのだから)。

ECBのQE実施状況(単位:100万ユーロ)

	プログラム名	現在までの累計	これまでの週平均	直近4週平均	現在
①	CBPP3	56,947	2,712	2,748	21週目
②	ABSPP	3,754	235	221	16週目
③	PSPP	9,751	9,751	9,751	1週目
	QE全体	70,452	-	-	-

(資料)ECB、Bloomberg、※PSPPはまだ1週のみ。

①はカバードボンド、②はABS、③は国債・政府機関債

～今がQEのハネムーンピリオド～

既にQEの効果はユーロ相場下落、欧州株の上昇という形で顕現化しているが、今後については波乱含みではある。上述したように、プログラム全体の規模を逸脱する可能性があるため、先週のペースで毎週購入を続けるのは難しく、今後は減速する可能性が高い。とすれば、先週までに見られたほどの急な金利低下は難しいかもしれない。また、日本にしても、米国にしてもそうであったが、QEの効果は導入当初が最も効果が高く、その後剥落が顕著になっていく傾向が強い。経験則を踏まえれば、今がQEにとってのハネムーンピリオドとなる可能性は否めない。



また、PSPP 導入により、それまで困難と思われた 1 兆ユーロ拡大の量的目標には目途が立ったが、真の問題はその水準に達成しても尚、消費者物価指数(HICP)が戻ってこないという事態に直面した時にやってくるだろう。ユーロ圏民間向け貸出(前頁図)は漸く水面下から顔を出そうとしているが(2015 年1月は前年比▲0.1%で 33 か月連続の前年比割れ)、増勢に復帰した後、どれほどの伸びを実現できるかが持続的な物価上昇との関係では要注目となる。仮に、物価が 2%を大きく割り込んだまま PSPP の期限である 2016 年 9 月が到来した場合、日米が経験したように、ECB は戦力の逐次投入を余儀なくされることになる。その場合、新たな量の上積みを図るために、QE と矛盾するマイナス預金金利政策の処遇を改めて議論せざるを得ない可能性も出てくるだろう。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～私拭ききれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
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月対内対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、輪審制の解説
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)未達の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～