

みずほマーケット・トピック(2015 年 4 月 14 日)

ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めた tapering～

明日 15 日の ECB 理事会は現状維持を予想。前回理事会以降に発表されたユーロ圏に係る計数を見ても、ソフトデータ、ハードデータ共に市場予想を上回るものが散見されており、政策的補助を必要とするような状況ではない。しかし、過去 1 か月間における ECB 高官発言を振り返ってみると、QE が行き過ぎるリスクとそれに伴う買い入れ縮小(いわゆる tapering)の必要性に言及する向きが散見されるのが気掛かり。開始 1 か月も経たない内に腰が引けた情報発信が出ている背景には、今後の運営に対して理事会内部で不安視するムードがあるのだろう。総裁記者会見では tapering に係る質疑やこれに対するドラギ総裁の受け答えなどに注目したい。

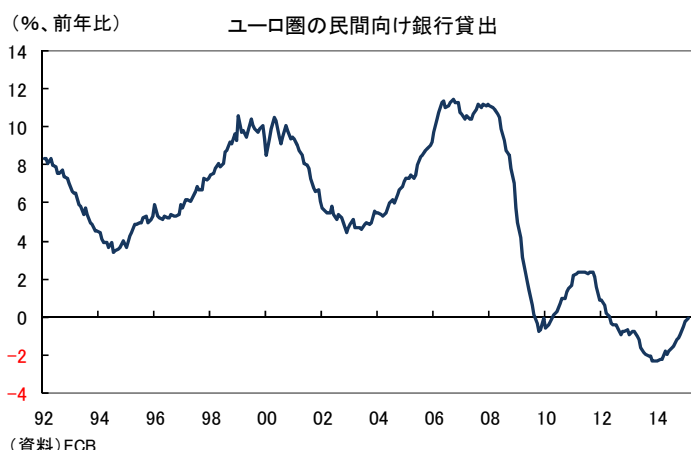
～浜田参与「購買力平価からすると 120 円はかなり円安」～

昨日の円相場では浜田宏一・内閣官房参与の「購買力平価からすると 120 円はかなり円安」、「105 円ぐらいが妥当」、「為替誘導は日本以外みんなやっていた」といったかなり踏み込んだ発言が材料視され一時 120.84 円まで上昇していたドル/円相場が一気 119.68 円まで急落する動きが見られた。米景気回復への期待が根強い最中であって、120 円を挟んだ攻防が続いているが、政府・与党からこのような情報発信が出てくると自体、見通し作成上重視せざるを得ない。購買力平価等に絡めた水準感に関しては、明日以降の本欄で改めて議論の場を設けたい。

～状況改善の中で現状維持～

ところで明日 15 日には ECB 理事会が行われるので、簡単にプレビューしておきたい。結論から言えば、今回の理事会は現状維持だろう。前回 3 月 5 日の理事会で資産担保証券 (ABS)、カバードボンドそして国債・政府機関債を購入対象とする拡大資産購入プログラム (APP: the expanded asset purchase programme、以下単に QE) の詳細を公表し、大きな注目を浴びた後だけに今回は静観するものと思われる。しかも前回理事会以降

に発表されたユーロ圏に係る計数を見ても、ソフトデータ、ハードデータ共に市場予想を上回るものが散見されており、政策的補助を必要とするような状況ではない。例えば 3 月末に公表されたユーロ圏 2 月民間向け貸出は前月比で見れば 4 か月連続の増加となっており、これは 2011 年 10 月



以降では最長の増勢となる。依然、前年比では 34 か月連続で前年比割れとなっているものの、この状況が続けば 2 年以上ぶりに水面下から顔を出してくる公算も大きい。3 月 19 日に入札が行われた第 3 回ターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) が予想以上の需要を集めた¹ことにも現れるように、明らかにユーロ圏の与信機能は改善しており、理論的にはマネーサプライの増勢を通じて消費者物価指数 (HICP) の浮揚も期待される状況である。

～ECB 高官発言: 早くも囁かれる tapering～

なお、前回理事会から足許までに見られている ECB 高官の主だった発言では以下のようなものがあった(全てブルームバーグより抜粋):

- ビスコ伊中銀総裁(同国チェルノブイオでのフォーラムで発言): 為替レートの下落の強度がわれわれの予想を上回っているのは疑いようもなく、ECB の量的緩和のリスクには行き過ぎも含まれる(3 月 14 日)
- ビスコ伊中銀総裁(ローマで講演): 国債購入プログラムはマクロ経済の全体像を改善させ不透明感を減らし信頼感を支えるが、ECB の責務で定義されている物価安定の目標を達成した時点で縮小される性質のものだ(3 月 23 日)
- バイトマン独連銀総裁(ミュンヘンで講演): (量的緩和について)最新のデータや経済予測は金融政策に対する私の懐疑的な姿勢への裏付けを示唆している(3 月 25 日)
- リイカネン・フィンランド中銀総裁(電子メールで配布した声明で): 金融政策の決定や講じた措置が経済見通しに明らかかつポジティブな影響を既に与えている。量的緩和(QE)をマラソンに例えるなら、われわれは1キロ走ったばかりでまだ41キロ残っているため、着実に落ち着いた確固たるペースが極めて重要だ(3 月 25 日)
- ラウテンシュレーガー理事(ドイツ誌ウィルトシャフツウオッチへのインタビューで): ユーロ圏の低金利を考慮すると、購入プログラムが経済に望むような規模の影響を及ぼすかについて疑問に思う(4 月 2 日)
- メルシュ理事(独紙ベルゼン・ツァイトウングとのインタビューで): (月額 600 億ユーロの債券購入について) 行き過ぎればECBはQEを調整するかもしれない。この軌道で目標達成が早まると判断すれば、過去の決定に固執する必要は当然ない。これは目標に到達しない場合にも当てはまる。いずれの場合も、われわれは現実に抵抗しない(4 月 7 日)

バイトマン独連銀総裁やラウテンシュレーガー理事といったドイツ出身者から QE の必要性について疑義が寄せられる状況は当初から変わっていないが、ビスコ伊中銀総裁やメルシュ理事などからも QE が行き過ぎるリスクとそれに伴う買い入れ縮小(いわゆる tapering)の必要性が示唆されている。もちろん、リイカネン・フィンランド中銀総裁が述べるように、まだプログラムは始まったばかりではあり、今後に関して確固たるペースをコミットするのが先決な状況である。しかし、開始 1 か月も経たな

¹ 本欄 2015 年 3 月 20 日号『第 3 回ターゲット型長期流動性供給 (TLTRO) を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～』をご参照下さい。

い内にこれほど腰が引けた情報発信が出るということは、今後の運営に対して理事会内部で不安視するムードがあるということなのだろう。

不安視するムードが出てくるのは当然である。プログラム開始以前からマイナス金利が定着し、最も大きな割り当てを担うドイツ国債は既に4年物までが購入対象外となる▲0.20%に手をかけつつある(マイナス金利という意味では7年物までマイナスである)。その他の国々に関してもユーロ発足以来の低金利が続く中で ECB ないし各国中銀(NCBs)による購入が実行されており、言い方を変えれば極めて割高な国債が独連銀を筆頭とする NCBs に吸収され続けていることになる。当然、各種緩和政策が奏功することによって、これらの NCBs は大きな評価損を被ることになるわけで、その辺りの懸念が上述のような tapering 発言に繋がっている可能性は否定できない。

～当初想定を超える購入ペースが進行中～

なお、昨日は4月10日時点の

ECBによる資産買い入れ状況(決済ベース)が公表されている。3月9日週からスタートした公的部門購入プログラム(PSPP)はちょうど1か月間の稼働を終えたことになり、APP全体における1か月間の仕上がり(購入

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	67,150	2,686	2,551	25週目
②	ABSPP	5,259	263	376	20週目
③	PSPP	61,681	12,336	12,983	5週目
	QE全体	134,090	-	-	-

(資料)ECB、Bloomberg

①はカバードボンド、②はABS、③は国債・政府機関債

ペース)が判明したことになる。3月26日、ドラギECB総裁はイタリア議会における証言の場で、「(3月の債券購入は月間目標額に)達するとわれわれは見込んでいる。市場からのフィードバックの分析で、債券購入の実行に何の困難もないと分かった(ブルームバーグ)」と述べているが、その言葉通り、開始1か月の購入額は事前想定を上回る金額となっている。

直近4週間の購入額を累積して見ると、カバードボンド購入プログラム第三弾(CBPP3)は102億ユーロ、資産担保証券購入プログラム(ABSPP)は15.1億ユーロ、PSPPは519.3億ユーロであり、計636.4億ユーロに達し、当初予定としていた600億ユーロを上回る。このペースで購入を進めた場合、期限として定める来年9月を待たずして(来年6月には)当初目標であった1兆ユーロのバランスシート拡大が実現されるイメージであり、心配されていた購入に係る技術的不安も顕在化していないため、現状は何らかのファインチューニングを要する局面とは考えられない。上述したように、現在の理事会では tapering が1つの問題意識として浮かび上がっている。総裁記者会見では tapering に係る質疑やこれに対するドラギ総裁の受け答えなどが注目されるだろう。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3月雇用統計～6月利上げの芽は潰れたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年2月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
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
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～払拭しきれない可能性～
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～