

みずほマーケット・トピック(2015 年 5 月 21 日)

クーレ発言の真意と QE の実施状況について

ユーロ相場はクーレ ECB 理事の講演を報じたヘッドラインを受けて急落した後、水準を戻せていない。常時投票権を持つメンバーとして、また ECB の情報発信方法として、今回の一件が問題含みであることは確か。特に、政策運営方針に関わる重要な情報が ECB 本体ではなく高官の講演から発信されることには違和感を抱かざるを得ない。とはいえ、この講演をもって追加緩和観測まで踏み込むのは行き過ぎだろう。クーレ発言の真意は「7 月下旬～8 月の夏休み期間中は流動性が低くなるので ECB からの購入は減額するが、その分は 5～6 月の前倒し購入もしくは 9 月の後ろ倒し購入で補完するのでコミットしている月 600 億ユーロペースは不変である」ということであって、あくまで拡大資産購入プログラム(APP)の現状維持を示唆している。6 月 3 日の政策委員会に関し、緩和的な期待を抱く向きも出てきそうだが、現状維持を想定するのが妥当。

～6 月利上げはもはやリスクシナリオ～

昨日の為替相場は FOMC 議事要旨(4 月 28～29 日開催分)において多くの参加者が「6 月に得られるデータが FF 金利誘導目標引き上げの条件を満たす十分な裏付けを与える可能性は低いと考えた」との事実が明らかになり、ドル相場がやや下押しされる展開となっている。もちろん、依然として数人のメンバーが 6 月利上げに固執している模様ではあるが、6 月利上げはもはやリスクシナリオの範疇に入るものである。むしろ、そのような状況にも拘わらずドル/円相場が 121 円台を確保していることが重要であり、IMM 通貨先物取引における円ショートポジションが中立化していることも踏まえると、やはり上値余地を警戒したいところである¹。

～波紋を呼ぶ ECB の情報発信手法～

片や、ユーロ相場は 18 日夜に行われたクーレ ECB 理事の講演を報じたヘッドラインを受けて急落した後、水準を戻せておらず、ユーロ/ドルは 1.10 台、ユーロ/円は 134 円台の直近安値圏で推移している。常時投票権を持つメンバーとして政策運営の機微に関わる重要な情報をこのタイミングで発したことにについてはやはり問題があるように思われ、過去 1 年の為替相場に対する ECB の接し方が露骨な「通貨政策」であったことも手伝って、訝しがりたくなる思いはやはり抱かざるを得ない。また、それ以前の問題として同講演の情報公開方法を問題視する声が上がっており²、これを受け

¹ 同論点に関してはロイター外国為替フォーラム『投機筋の買い戻しに耐えた「円安」シナリオ』をご参照下さい。

² 同講演は 18 日夜に特定の市場関係者に向けて実施された。講演はインペリアル・カレッジ・ロンドン・ビジネススクールとその傘下のブレバン・ハワード・センター・フォー・フィナンシャル・アナリシス及び経済政策研究センター(CEPR)、スイス国立銀行(SNB)の共催で行われているが、この際に中銀や商業銀行、資産運用会社の代表、研究者らが招待された模様。18 日夜の講演にも拘わらず ECB の HP における公表が 19 日朝となったことで、フェアではないのではないかといった声が見られている(『ヘッジファンドを ECB が優遇と疑念-クーレ発言を市場知らず』2015 年 5 月 20 日、Bloomberg)。なお、その他、同講演に限らず、ECB の APP に関しては実務上、一部のディーラーにしか価格の照会が行われないことを問題視する声も出ている(『ECB の透明性リスク、クーレ理事の講演にとどまらず』2015 年 5 月 21 日、Bloomberg)。

て ECB は報道機関に対する講演原稿の事前提供を停止する方針を決めたことも報じられている(5月21日のロイターによれば ECB 報道官は18日の件を受けて「手続きを厳格にする」と説明した模様)。そもそも、拡大資産購入プログラム(APP)の運用方針変更に関わる情報発信が ECB 本体からではなく高官の講演で公表されることに関し直感的に疑問は覚える。

～クレー発言の真意～

なお、市場の一部では当該講演を受けて ECB の追加緩和にまで言及する向きもあるが、それはやや過剰な織り込みではないかと思われる。今回問題となったクレー理事の講演は全体として見れば『ゼロ金利制約にどの程度縛られるのか？(How binding is the zero lower bound?)』の演題が示す通り、金融政策とゼロ金利制約について見解を披露するものであり現行の金融政策運営に関する部分はごくわずかであった。にも拘わらず、市場で尾を引きずっている講演部分は4月下旬以降の**独国債の高ボラティリティ**に言及した後に述べられた以下の部分である(このほか EONIA 先物が預金ファシリティ金利のマイナス幅拡大を示している、という危うい発言もあったが・・・)：

- この背景(※国際金融市場において低流動性の兆候として極端なボラティリティが問題視されること)を踏まえ、低流動性が顕著になる7月下旬から8月の伝統的な休暇期間の**確定利付債市場の行動の季節的パターンにも我々は配慮している。**ユーロシステムは APP 導入にあたってこの点を考慮しており、**休暇時期に(※低流動性を助長しないために)より少ない購入で済ます一方、月平均600億ユーロのペースを確保すべく、5～6月に前倒し購入をやや増やすつもりである。**必要であれば、**市場流動性の改善が再び期待できる9月にも幾分かの後ろ倒しの購入があるかもしれない。**それゆえ市場のアナリストが今後数週間で観測するかもしれない購入額の僅かな増加は最近の市場ボラティリティとは無関係(※つまり金利上昇抑制のために購入額を増やしているわけではない) ※訳は ECB 原稿を元に筆者。

特に材料視されたのが下線部分である。クレー理事の主張を咀嚼すると「7月下旬～8月の夏休み期間中は流動性が低くなるので ECB からの購入は減額するが、その分は5～6月の前倒し購入もしくは9月の後ろ倒し購入で補完するのでコミットしている月600億ユーロペースは不変である」ということだろう。もちろん、目先の購入が膨らむことで平時の購入ペースと比べれば金利が低下しやすいのは確かであり、この発言を受けて債券が買われ、ユーロが売られるという市場反応はあながち間違いとは言えない(だからこそ情報発信の仕方は迂闊だった)。しかし、「均してみれば現状維持」がクレー発言の真意のはずであり、追加緩和観測の如き理解をもってユーロを売り進めることは筋違いである。

～APPの現状と展望～

右表は第3回カバードボンド購入プログラム(CBPP3)、資産担保証券購入プログラム(ABSPP)、そして公的部門購入プログラム

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	80,759	2,692	2,707	30週目
②	ABSPP	6,131	245	142	25週目
③	PSPP	122,405	12,241	11,757	10週目
	QE全体	209,295	-	-	-

(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

(PSPP)に関する、5月15日時点までの実施状況である(なお、これら3本の総称がAPPである)。直近4週平均から週間購入額をイメージするとカバードボンドが27億ユーロ、ABSが1.4億ユーロ、そして国債・政府機関債が117.6億ユーロでAPP全体では146億ユーロ程度、月間換算で580億ユーロ程度の購入となっており、月600億ユーロという建付けに沿った運営が概ね行われている。クレー理事は5～6月及び9月の加速を示唆しているものの、「今後数週間(in the coming weeks)」と述べていることもあって、現在までに確認されている数字に関しては、顕著な変化が見られているわけではない(PSPPに若干の膨らみを感じるが)。

今回のような情報発信が行われた以上、来週26日に公表される5月22日時点の購入状況から当面(6月いっぱい)はこの月間購入イメージが上振れてくるはずである。元よりAPPの規定に拠れば、資産購入に関しては「毎月厳格に資本金出資比率に従った購入が求められるわけではなく、プログラムの円滑な導入を支えるため、月次ベースの柔軟性が認められる」といった旨が明記されており、ある程度の裁量は斟酌される建付けが存在する。クレー理事の今回の発言も、あくまでプログラムの円滑遂行を企図した一種の調整という位置付けと整理すべきなのだろう³。

今回の騒動をもって6月3日の政策委員会に対して追加緩和期待が盛り上がる可能性も否定できないが、インフレ期待が順当に浮揚する状況下、敢えて追加的な一手を打ち込む必要性は薄く、現状維持を想定するのが妥当である(※委員会プレビューは別途行います)。

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。

³ 詳しくは本欄2015年3月18日号『ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A』をご参照下さい。

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5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費＆在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変節と日銀～浜田参与発言を受けて～
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～
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 月利上げの芽は潰えたか～
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～デュアルマンデートの狭間で～)
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