

みずほマーケット・トピック(2015 年 11 月 25 日)

ECB 理事会プレビュー(12 月 3 日開催分)～3 つの緩和メニュー～

12 月 3 日の ECB 理事会は①拡大資産購入プログラム(APP)を 750 億ユーロまで拡大、②APP 期限の 1 年間延長(2017 年 9 月末まで)、③預金ファシリティ金利の▲0.35%への引き下げの 3 本立てで追加緩和に踏み切ると予想。このうち「月額規模をどこまで拡大できるか」は「どこまで期間を延長するか」という論点と密接に結び付くため、①と②はセットで考える必要がある。1 銘柄当たりの ECB 保有比率を縛る「33%ルール」を念頭に置いた場合、最低でも APP の期間延長を 1 年は「見せたい」と考えるならば、月額 750 億ユーロ程度までの拡大が無難。また、③の預金ファシリティ金利の引き下げに関しては、経験則に従い、10bpの引き下げを予想する向きが多い。マイナス金利幅拡大に関する懸念が理事会内部でも漂っていることを踏まえれば、こうした見方は妥当なものである。だが、今や ECB の金融政策が通貨政策化していることを踏まえれば、敢えて市場予想を超える 15bpの引き下げに踏み切り、▲0.35%とする可能性を想定したい。

～地政学リスクの高まりでドル高一服～

昨日の為替市場は、トルコ軍がシリアとの国境付近においてロシアの戦闘機を撃墜したことを受けリスク回避ムードが高まり、従前のドル買いが巻き戻される展開が見られている。本来であれば米 7～9 月期 GDP の 2 次速報値が 1 次速報値から引き上げられたことを受けて(前期比年率+1.5%→+2.1%)、利上げ確度の高まりからドル続伸となる展開も予想されたが、北大西洋条約機構(NATO)加盟国がロシア軍用機を撃ち落とすという衝撃的なヘッドラインを受けて市場心理は相当に冷え込んでいる。とはいえ、これで米国の 12 月利上げシナリオに修正が生じるわけでもなく、年内はドル高、来年はその副作用で(ドル安へ)折り返すとの予想パスは据え置きで良いだろう。

～ECB 理事会、予想される緩和メニュー:3 本立てを予想～

ところで、12 月 3 日の ECB 理事会まで約 1 週間となったところでプレビューを行っておきたい。現状のところ、筆者は、①拡大資産購入プログラム(APP)を月額 750 億ユーロへ拡大、②APP 期限を 1 年間延長(2017 年 9 月末まで)、③預金ファシリティ金利を▲0.35%まで引き下げの 3 本立ての追加緩和を予想する。昨日の本欄でも言及したように、10 月 22 日の ECB 理事会議事要旨では、クレー理事が「市場参加者の緩和予想」に言及する場面があり、そこでは、この①～③に言及があった。既に念頭にある市場予想を下回るような決定を行うとは考え難いことから、12 月 3 日の理事会では最低でもこの 3 点は押さえてくるだろう。

～APP はどこまで、どれくらい拡大できるのか?～

まず、①と②はセットで考える必要がある。市場の注目は現状、月 600 億ユーロに設定されている資産購入額をどの程度拡大するかに集まっているが、これを正確に予想するためには APP を構成

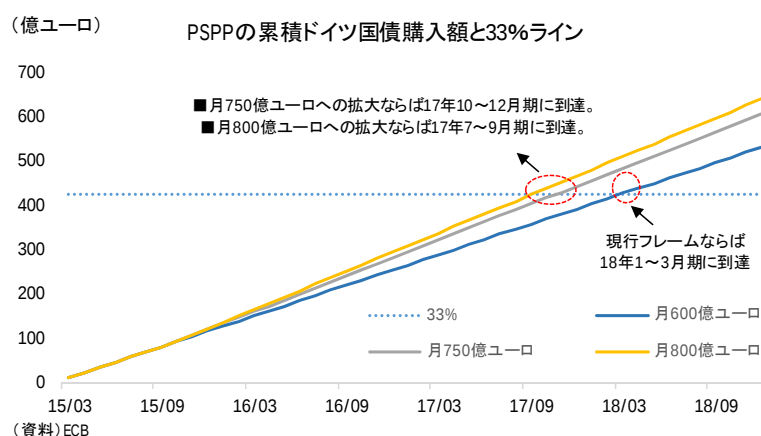
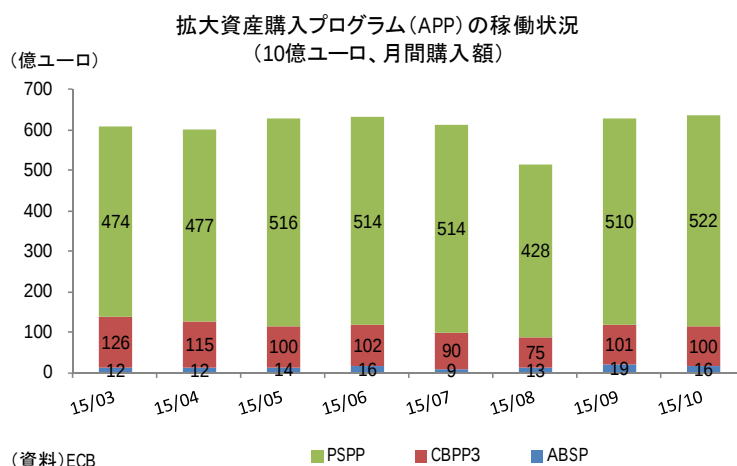
する 3 本のプログラム(公的部門購入プログラム:PSPP、資産担保証券購入プログラム:ABSPP、カバードボンド購入プログラム:CBPP)のうち、どれをどの程度拡大できるのかを考えなければならない。過去の ECB 理事会議事要旨(2015 年 7 月 15~16 日開催分)でカバードボンドの購入が流動性枯渇により困難(challenging)な状況に直面しているとの言及があったことを踏まえると、カバードボンド購入の大幅拡大は

難しいと思われる。また、APP 全体に占める規模が小さい ABS についても大きな貢献は期待し難い。導入以来の過去 8 か月間について APP の月間購入額は平均 609 億ユーロであり、3 本のプログラムについてそれぞれ月額平均を見ると、PSPP が約 490 億ユーロ、ABSPP が約 14 億ユーロ、CBPP が約 100 億ユーロとなっている。ABS を拡大できても APP の押し上げには焼け石に水だろう(図)。結局、APP はその 8 割超を PSPP に依存しているのが実情である。

とすれば、APP 拡大の軸は国債・政府機関債・国際機関債を対象とする PSPP が担うしかない。規定上、PSPP の実施額のうち、12%は国際機関債に分配する必要があり、残る 88%が国債となる¹。つまり、PSPP による約 490 億ユーロの月間購入額のうち、国債が貢献するのは約 430 億ユーロというのが現在の大まかな建付けである。12 月 3 日の理事会では

この部分を如何に拡大できるのかが注目される。ここで重要なことは、上述したように、「月額規模をどこまで拡大できるか」は「どこまで期間を延長するか」という論点と密接に結び付いているということである。何故ならば APP には「1 銘柄当たりの ECB 保有比率は 33%まで」という天井があるためだ。月額規模を拡大した場合、当然、この天井に到達するタイミングは早くなる。

例えば、ドイツ国債は 10 月末時点で 923 億ユーロ購入されているが、これは 2015 年 9 月末時点のドイツ長期政府債務(1 兆 2825 億ユーロ)の 7%程度に相当する²。仮に現状の月額 600 億ユーロの枠内でドイツ国債が購入された場合(この場合、ドイツ国債は月 115 億ユーロ購入されると仮定³)、2018 年 1~3 月期には 33%に到達する見込みである。それゆえ、期間を「2016 年 9 月末」と



¹ なお、3~10 月の 8 か月間で PSPP は計 3955 億ユーロ購入しているが、このうち、481 億ユーロ(約 12.2%相当)が国際機関債であり、「12%:88%」は今のところ守られている。

² もちろん、個別銘柄当たりの「33%」到達時期は前後する可能性がある。あくまでイメージである。

³ 過去 8 か月間の平均購入額から算出。APP 規定上は ECB の資本金出資比率(25.6%)が参考にされるため、本文中の数字を用いれば、「PSPP の国債購入総額 430 億ユーロ $\times$ 0.256 $\div$ 110 億ユーロ」程度のイメージ。但し、規定には「毎月厳格に資本金出資比

している現状のプログラム期限には問題が無い。

では、例えば 600 億ユーロから 750 億ユーロへの拡大となった場合、このイメージはどう変わってくるのか。750 億ユーロのうち 8 割を PSPP が負担し、そのうち 88% が国債に分配され、さらにそのうちの 25.6% (ドイツの ECB への出資金比率) がドイツ国債で構成されると仮定した場合、「 $750 \times 0.8 \times 0.88 \times 0.256$ 」でドイツ国債の購入は現状の月額 115 億ユーロから 135 億ユーロ程度まで膨らむ可能性がある。この場合、33% への到達時期のイメージは 2017 年 10～12 月期まで短縮される(前頁図)。同様の試算を月 800 億ユーロで行った場合、2017 年 7～9 月期といったイメージである。

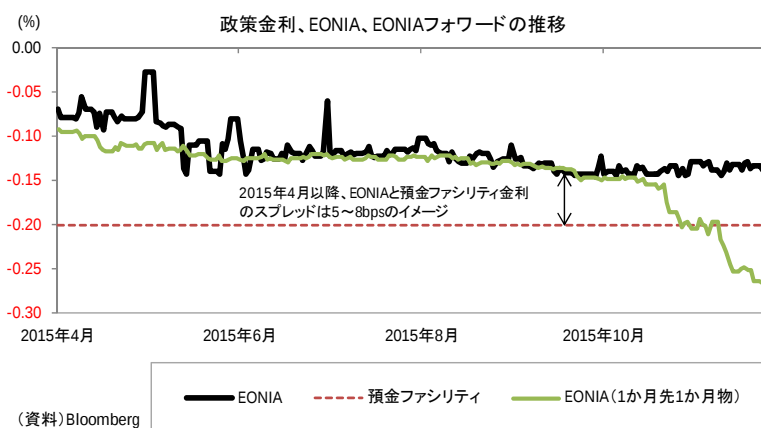
こうした試算に基づき、仮に ECB が APP の期間延長を最低でも 1 年(2017 年 9 月末まで)は「見せたい」と考えるならば、月額 750 億ユーロ程度までの拡大が無難と思われる(月額 800 億ユーロで 2017 年 9 月末までという延長も可能だが、技術的にはギリギリという印象)。もちろん、「33%ルール」を撤廃すれば期間は無限に設定できるが、元々 25% であった 1 銘柄当たりの ECB 保有比率を 33% へ引き上げたのは今年 9 月である。12 月に撤廃というのは余りにも朝令暮改に過ぎる。

～預金ファシリティ金利は通貨安効果を重視～

なお、③の預金ファシリティ金利の引き下げに関しては、経験則に従い、10bp の引き下げを予想する向きが多い。昨日の本欄でも見たように、10 月 22 日の理事会では預金ファシリティ金利幅のさらなる拡大を「未知の領域(uncharted territory)」への挑戦とし、市場機能や銀行行動等への悪影響(repercussion)を懸念する声が見られている。こうした状況下、(与信環境

は改善しているのだから)本来は不要と思われる預金ファシリティ金利の引き下げに踏み切るにしても、せいぜい 10bp 程度の引き下げに止まるだろうとの見方は合理的である。

だが、現行の ECB の金融政策はもはや物価安定を最優先の命題として動く「本来的な金融政策」ではなく、ユーロ安によりインフレ期待を押し上げようとする「通貨政策化した金融政策」と考えた方が良い。だとすれば、市場が見込んでいるような $\Delta 0.30\%$ への引き下げを超えるような決断を下す可能性はあり、 $\Delta 0.35\%$ までの引き下げは有り得ると考えたい。なお、現状、12 月 3 日の理事会を越えて、さらに年明け後までを見通した 1 か月先 1 か月物 EONIA フォワードは $\Delta 0.27\%$ まで下がっている。過去半年程度のユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)と預金ファシリティ金利のスプレッド(約 5～8bps)を踏まえれば、市場も徐々に「 $\Delta 0.30\%$ では済まないかもしれない」と予想し始めている節がある。また、マイナス金利幅の拡大がユーロ安を狙ったものであるとするならば、昨年 6 月や 9 月のような政策金利の下限到達宣言は避けるだろう。最初は $\Delta 15\text{bp}$ 引き下げた上で、「当面は現状かそれ以下で推移する」といったようなフォワードガイダンス文言を絡めてくる可能性もあ



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」と書かれているため、厳密に一致する必要は無い。

る。そもそもドラギ総裁は過去 2 回、下限到達宣言を行い、2 回とも反故にしている。3 回目の下限到達宣言をして恥をかく必要はないし、短期金融市場に副作用が見られていないにも拘わらず、わざわざ自身の手足を縛る発言をする必要もないだろう。

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11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	週末版(米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～)
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファンシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測定に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半年を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について