

みずほマーケット・トピック(2015 年 12 月 1 日)

ECB 理事会プレビューの補足～超日銀化現象～

本欄 2015 年 11 月 25 日号でも示した通り、今週 3 日の ECB 理事会に対する筆者の予想は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。しかし、その後、ECB への預金金利(以下中銀預金金利)を 2 段階に分割する案や APP の対象資産を拡大する案が報じられているため、この点に関し、筆者の所感を示しておきたい。前者の中銀預金金利の 2 分割案は、マイナス金利がもたらす弊害に目が向き始めたことを意味するだろうが、当座預金の上限額をどこで設定するのかという点が課題になりそう。一方、後者は APP における地方債購入案を指すが、仮にこれが採用されれば、延長期間は 2018 年まで踏み込むことが可能になるだろう。しかし、与信環境が改善する中でのこれらの追加緩和はユーロ安誘導以外の何物でもない。もはや ECB は日銀化を超え、あからさまな通貨安誘導を行う中央銀行になった感がある。

～ECB、12 月 3 日は形振り構わない決断へ～

昨日の為替市場でもユーロ相場が続落する展開で、ユーロ/ドルは一時 1.0558 まで値を下げている。今週 3 日の ECB 理事会の追加緩和を当て込んでユーロ売り一辺倒の地合いが続いているが、IMM 通貨先物取引に見られるユーロショートを持ち高は 233.5 億ドルと約半年ぶりの水準まで達している¹。年末が差し掛かる中、これほどの投機的な持ち高を保つことは難しいと思われ、結果次第では急激な買い戻しも予想される。とはいえ、ドラギ ECB 総裁もこの点は十分承知しているはずである。後述するように、今回の緩和は経済状況が堅調な中での一手であり、もはや通貨安以外の明示的な目的は思い当たらない。市場期待を超えるべく形振り構わない決断をしてくるだろう。

～中銀預金金利 2 分割案と購入対象資産拡大案～

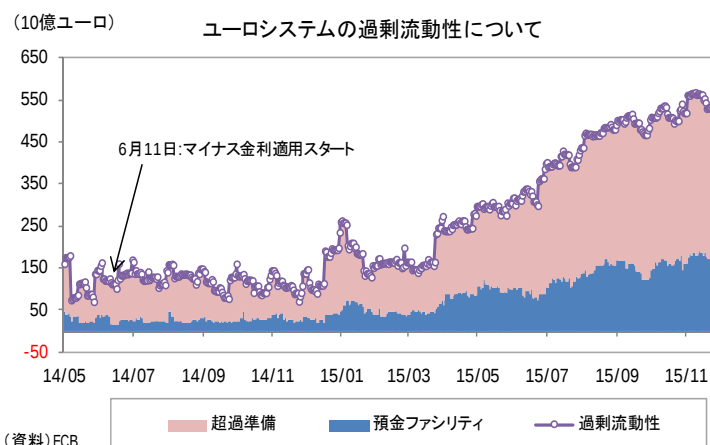
本欄 2015 年 11 月 25 日号『ECB 理事会プレビュー(12 月 3 日開催分)～3 つの緩和メニュー～』でも示した通り、今週 3 日の ECB 理事会に対する筆者の予想は①拡大資産購入プログラム(APP)を月額 750 億ユーロへ拡大、②APP 期限を 1 年間延長(2017 年 9 月末まで)、③預金ファシリティ金利を▲0.35%まで引き下げの 3 本立てである。しかし、その後、ECB への預金金利(以下中銀預金金利)を 2 段階に分割する案や APP の対象資産を拡大する案が報じられているため、この点に関し、筆者の所感を示しておきたい。

まず、前者の中銀預金金利を 2 分割する案については、11 月 25 日のロイターが関係者の話として「預金の額がある一定の水準を超えると、それ以降はより大きなマイナス金利が課せられる、という仕組みだ」と報じている。詳細は不明だが、これはマイナス金利に関し、所要準備を超える部分(いわゆる超過準備部分)と預金ファシリティの部分で利率を分けるということを意味していると推測

¹ 本日発行の『IMM 通貨先物のポジション動向(2015 年 11 月 24 日時点)』をご参照下さい。

される。同案が採用された場合、所用準備の保有上限が設定され、これを超える部分が預金ファシリティへ強制移管されることになりそうである（現状は民間金融機関の任意で利用されている）。

通常、一国の金融システムにおける過剰流動性は当座預金に関し、所要準備を超えて預けられる分、いわゆる超過準備を見る。だが、ユーロ圏の金融システム（以下ユーロシステム）では当座預金と同種の中銀預金として預金ファシリティが存在する²（但し、預金ファシリティは翌日物預金である）。先週11月27日時点の所要準備は1131億ユーロ、超過準備は3860億ユーロ、預金ファシリティは1590億ユーロとなっ



ている。斯かる状況下、現時点におけるユーロシステムの広義の過剰流動性は超過準備と預金ファシリティの合計である5450億ユーロというイメージになる（図）。なお、今年3月以降に急増しているのはAPPが実際に稼働したのが3月9日だったからである（導入決定は1月22日）。

現状、検討されている2段階金利案では当座預金の保有上限を定めることで結果的に超過準備にシーリングをかけ、そこからあふれたものを預金ファシリティへ強制移管し、超過準備用のマイナス金利、預金ファシリティ用のマイナス金利を設定することになる。例えば、超過準備用のマイナス金利は▲0.20%で据え置くが、次回理事会で引き下げられる預金ファシリティ用のマイナス金利は▲0.35%などに設定される可能性がある。ここで注目されるのが、どこに両者の仕切りを設定するのかという点である。あまりにも低い水準で当座預金の上限を設定すれば（預金ファシリティへの強制預金部分を大きくすれば）金融システムへの負荷が大きくなるし、高い水準で設定してしまえば預金ファシリティ金利を下げた意味が問われてしまう。しかし、そもそも2段階分割案が議論されているとしたら、それは金融システムへの負荷に配慮したものであろうから、あまりにも低い水準で当座預金の上限を設定するわけにはいかないはずである。

～2018年までの延長を可能にする地方債購入案～

なお、もう1つの案として報じられているのが資産買い入れの対象を拡大して都市・州発行債などの地方債を含めるという案である。具体的には11月11日のロイターが「パリやマドリッドなどの都市や独バイエルンなどの州が発行する債券を買い入れる方向」と報じている。この背景には、ドイツを中心とする購入規模の多い国債が「弾数」として不足するという懸念がある。この点、前出の本欄で筆者が600億ユーロから750億ユーロの増額を予想したのはECBが自身で定める「33%ルール」とのバランスを考えれば、ドイツ国債がルールに抵触するのが2017年末であり、最低でも1年の期

² 現状では超過準備、預金ファシリティ共に▲0.20%のマイナス金利が課せられているが、かつては超過準備への付利はゼロ%だった。この際、預金ファシリティにはプラスの金利（主要リファイナンスオペ金利から50～100bp低い金利）が設定され、短期金融市場の下限金利を形成する機能を担っていた。マイナス金利導入に伴って超過準備に預金ファシリティと同様のマイナス金利を設定したのは、預金ファシリティを回避し超過準備に資金を「逃がす」という行為を防ぐためであった。利率が揃ったことで現時点で両者に本質的な差はないが、過去に設定されたプログラムなどに従って、預金ファシリティをロールオーバーする金融機関などが存在し、預金ファシリティも使用される状況が続いている模様。

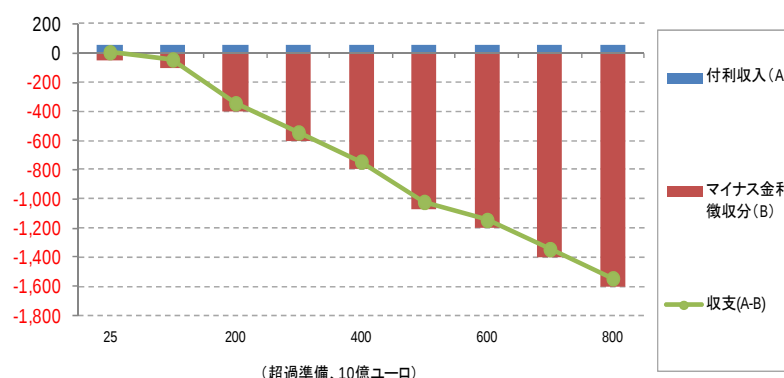
間延長(2016年9月末→2017年9月末)を実現したいならば、その程度の増額が限界と考えたからであった。しかし、仮に公的部門購入プログラム(PSPP)の対象を国債に限定しないのであれば、この試算の限りではない。現状、ECBの保有シェアがゼロ%の地方債を加えれば、その分、ドイツ国債を購入することなく月次購入額を増加させることが可能になる。尚且つ33%ルール of 制約も緩くなる。この案が本当に採用されるならば、2018年まで期間を伸ばすことができるだろう。

～そもそも何がしたいのか？～

前回プレビュー以降、明らかになった2つの案に所感を与えるとすれば、上述のようなものになる。しかし、見れば見るほど「何がしたいのか」との思いを禁じ得ない。マイナス金利幅を拡大させることによって既にユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)はマイナス圏での推移が常態化しており、最近のECBが誇るように与信環境も改善している(もともと低金利環境がどの程度寄与しているのかどうかは不明だが)。今後、マイナス金利幅を拡大していくのだとすれば、どこかで大口預金に対する手数料(という名の罰金)などが導入されるなど、民間銀行による決済機能を使用する主体に負担が転嫁されてくるだろう。その場合、マイナス金利は「緩和」ではなく「引き締め」になる。なぜ与信改善の下でそこまでリスクの高い政策をやらなければならないのか。

元より言われていたことではあるが、政策効果の波及経路も曖昧である。量的緩和と中銀預金金利引き下げという矛盾する政策を採用していることで、「量」で勝負したいのか、「金利」で勝負したいのかという点が分からなくなっており、傍から見ていてメインとなる効果の波及経路が分かり難くなっている。この点、インフレ期待の押し上げという観点からは効果が削がれるのではない

(100万ユーロ) ユーロシステムにおける付利収入とマイナス金利徴収分の関係



(資料) ECB ※前提: マイナス金利が「▲0.20%」、法定準備が「1130億ユーロ」

か。なお、ECBの例を捉えて「QEとマイナス金利の両立は可能ということが判明した」との指摘は一理あるが、それは現在可能だけであって、将来に亘って可能ということを意味しない。現時点の過剰流動性からマイナス金利による徴収分を試算すると、ユーロシステムには常時10億ユーロ程度の負担が押し掛かっているイメージになる(図)。ECBは明言しないが、これが本来矛盾する政策を両立させるためのコストである。そのコストによるデメリットは現状、表出していないが、上述したように、マイナス金利幅を拡大していけばどこかで問題になるだろう。

もちろん、ユーロシステムの全てを知悉しているECBならば、そのようなコストが問題化しないぎりぎりのところにマイナス金利を設定できるかもしれない。しかし、たとえても、与信環境が改善しているのに何故そのようなコストをかける必要があるのかという根本的な疑問がある。かつてドラギ総裁は実質金利をマイナス化させることを主目的として言及したことがあるが、それとて与信環境が改善しているのなら不要である。10月22日開催の理事会議事要旨でも記述されていたように、これ以上

のマイナス幅は「未知の領域」への挑戦³であり、なぜ経済指標が大して悪化していない今、そのような決断が必要なのかというタカ派の意見はもつともである。さらに言えば、本当にマイナス金利がストレートにメリットの大きい政策であればわざわざ 2 分割案など出す必要が無い。預金ファシリティと当座預金の超過準備に係る罰金に差異を設け、「緩い罰金」への逃げ道を作ってやるということは、マイナス金利がユーロシステムに与える影響を心配し始めたから以外の何物でもない。

では、そこまでして何がしたいのか。むしろ、ユーロ安以外に有り得ない。筆者は過去 2 年間、ECB の金融政策は半ば通貨政策化しており、これは日銀化現象であると主張してきた。しかし、日銀とてここまで露骨に通貨安誘導をしてきたことはない。さしずめ ECB の超・日銀化現象が始まっているのではないか。

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 本欄 2015 年 11 月 24 号『ECB 理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～』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11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
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～
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	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～待ちくたびれる雇用回復～
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～上値と下値の目途の考え方～)
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～購買力平價(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