みずほマーケット・トピック（2016 年 3 月 2 日）

ECB 理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～

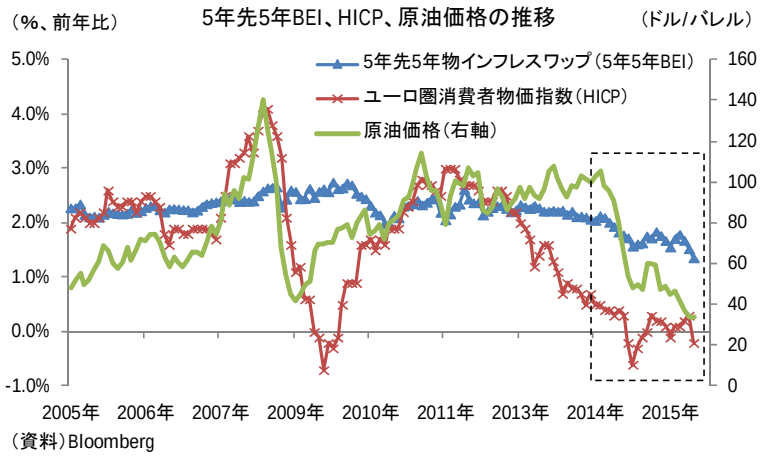
3 月 10 日の ECB 理事会をプレビューしておきたい。既に 1 月 21 日会合で緩和予告されているように、追加緩和は既定路線。また、5 年先 5 年物インフレスワップは遂に 1.40%を割り込み、過去最低水準に達している。日米欧三極の中央銀行の中でも殊更、物価の安定に執着する ECB にとって、ここまでインフレ期待が崩れる事態は異例中の異例と言える。現状、考え得る選択肢は①預金ファシリティ金利の引き下げ（▲0.30％→▲0.40％）、②ターゲット型長期流動性供給（TLTRO）の期間延長（2016 年 6 月末→2017 年 6 月末）、③拡大資産購入プログラム（APP）の月間購入額引き上げ（600 億ユーロ→700 億ユーロ）の 3 点であり、筆者は全て行われると予想。なお、要人発言を踏まえると、マイナス金利幅の拡大に伴って日銀型の階層化された準備預金が検討される可能性もありそう。その他、月間購入増額を可能にする技術的な修正も想定。為替市場で大幅な失望を買うという 12 月の二の舞にならないためには最低限①と③が必要と思われる。

～円安の動き。問題は「どの程度戻せるのか」～

昨日の為替市場ではドル/円相場が大幅上昇する動きが見られている。2 月 29 日に実施された中国人民銀行（PBoC）による預金準備率引き下げを受けてリスク回避ムードが和らいでおり、逃避的な円買い需要が巻き戻された格好である。IMM 通貨先物取引の状況などから判断される投機筋の円買い持ち高は約 4 年ぶりの高水準に達しており、この解消に伴う円安は元より想定された動きである。問題はこの解消に伴って「どの程度（円安に）戻せるのか」だろう。結局は FRB の正常化プロセス次第ではあるが、中国経済減速というテーマがあっさり収束に向かうとは今のところ思えず、必然的に米利上げ観測は漸次的に後退し、円買いが進むことを引き続き警戒しておきたい。

～インフレ期待の崩落は「歴史的且つ火急の課題」～

ところで 3 月 10 日には ECB 理事会があり、既にここへ向けた期待先行でユーロが売られる展開となっている。1 月 21 日の会合で「2018 年までをカバーするスタッフ見通しが明らかになる次回 3 月初旬の会合で、我々の金融政策スタンスを再審査・再検討することが必要」と緩和予告していることに表れるように、追加緩和は既定路線である。ドラギ ECB 総裁が会見でも言及したように、足許では現実のインフレ率（ユーロ圏消費者物価指数、以下 HICP）と原油価格の相



関だけではなく、原油価格とインフレ期待の相関まで強まっており、5年先5年物インフレスワップ(5年5年BEI)は遂に1.40%を割り込み、過去最低水準に達している(前頁図)。もはや緩和予告があろうとなかろうと、追加緩和は必至の状況と考えるべきだろう。日米欧三極の中央銀行の中でも殊更、物価の安定に執着する ECB にとって、ここまでインフレ期待が崩れることは「歴史的且つ火急の課題」と捉えられても不思議ではない。前頁図に示されるように、原油価格の下落とこれに伴うHICP の低迷を受けて、あきらかにインフレ期待はアンカー(anchor)されていない状態にシフトしつつあり、何らかの手を打たなければ粘着性の高いデフレ状況に陥る懸念を意識せざるを得ない状況である。

～考えられる「次の一手」～

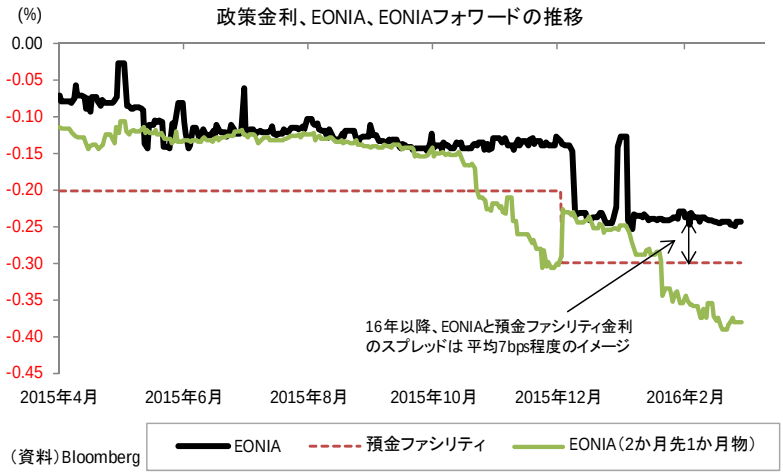
毎度のことだが、事前に予告してしまった以上、市場の関心はそうした追加緩和に至る仔細な背景ではなく、具体策は何かということに集中する。 現状、考え得る選択肢は大まかに言って①預金ファシリティ金利の引き下げ(▲0.30%→▲0.40%)、②ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)の期間延長(2016年6月末→2017年6月末)、③拡大資産購入プログラム(APP)の月間購入額引き上げ(600億ユーロ→700億ユーロ)の3点であり、筆者は全て行われると考えている(以下表)。為替市場で大幅な失望を買うという12月の二の舞にならないためには最低限①と③が必要だろう。

ECB、考えられる「次の一手」について

	手段	目的	具体的手段・関連発言等	問題点	可能性
①	**金利調整**	(a)EONIA押し下げ、(b)貸出増、(c)ユーロ安誘導	・預金ファシリティ金利を▲0.30%から▲0.40%へ10bps引き下げ。	・これ以上、金融機関収益を毀損することに関しては反対論も根強いはず。 ・そもそも貸出は増えているではないか？やる必要ある？ ・MRO金利引き下げという可能性もあるが、付利収入減少は回避されよう。	○
②	**ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)**	(a)貸出増、(b)ユーロ安誘導	・16年6月の期限を1年程度(17年6月まで)延長か？。	・利用する金融機関は既に少ない。市場金利が低位安定にも拘わらず使途制限付きでECBから借りるか？	○
③	**拡大資産購入プログラム(APP)**	(a)貸出増、(c)ユーロ安誘導	・月額600億ユーロを700億ユーロへ拡大。 ・問題はこうした「量」的拡大を可能にするための制度修正。購入下限金利規定の撤廃、30年超債券の購入解禁、社債の購入解禁など	・現状、スプレッドが拡大気味なのは南欧諸国だが、月額の拡大はどうしてもECB資本金出資比率に比例するため、ドイツやフランスの資産を「無駄に」購入することになる。	○～△

(資料)ECBなどから筆者作成、なお「目的」における「ユーロ高是正」はECBの建前上、「ディスインフレ是正(またはデフレ防止)」と表現される筋合いにある。

まず、①は、大義はどうあれ、ECB の本音がユーロ相場の低め誘導にある以上、日銀がマイナス金利を導入した直後の会合でマイナス金利を据え置き、日欧金利差が縮小することでユーロ/円が上昇するような展開は回避したいところだろう。金融機関収益への影響を気にしながらも、今回は10bps 引き下げに踏み切ると予想し



たい。現状、6 月までが視野に入る 2 か月先 1 か月物 EONIA フォワードは▲0.40%弱までの低下が見込まれている。年初来の預金ファシリティ金利と EONIA のスプレッドが平均約 7bps であることを踏まえれば、「次の次のスタッフ見通し」が更新される今年 6 月にかけて、市場は預金ファシリティ金利が▲0.50%程度まで引き下げられることを織り込みつつあるということになる。少なくとも今会合で預金ファシリティ金利を 10bp引き下げ▲0.40%とすることは確実視されているのが現状である。

しかし、ECB タカ派メンバーは明らかにマイナス金利幅の拡大を快く思っていない。これは 2 月 24 日、バイトマン独連銀総裁が「重要なのはわれわれが逆効果を生み出さないことだ。政策が例えば銀行の安定に対してわれわれが望むのと逆の結果をもたらすなら、そもそもその政策を採用することは賢明ではないだろう」などと述べていることからも明らかである。このほか 2 月 19 日には、コンスタンシオ ECB 副総裁が「追加緩和を決定した場合に何ができるかを考える中で、他国がしてきたように銀行に与える影響を和らげる必要がある」と述べていることも目につく。この点、日銀型の階層化された準備預金制度などを検討している可能性も感じられる。今回、マイナス金利幅を拡大するにしても、準備預金を多層化することで「罰金」の影響を和らげる配慮を見せるかもしれない。

～TLTRO 延長は「賑やかし」～

なお、②に関しては率直に言って、大した決定ではない。直近の TLTRO 第 6 回入札（2015年12月16日実施）の供給額は 183 億ユーロ、参加行数は55行と共に過去最低を更新している。市場金利が広範囲に亘って引き下げられる状況下、わざわざ用途制限がかけられる資金を+0.05%支払ってECBから調達する誘因は決して大きくないものと思われる。それでもTLTROを継続したからと言ってECBにデメリットがあるわけでもなく、包括的な緩和策の一環として盛り込むことで見栄えを良くしたいという思いはあるかもしれない。実際、昨年 12 月 3 日の理事会では一見して数多くの緩和策を同時決定したかのように見られたが、よく見れば「無制限・固定金利の主要リファイナンスオペ及び 3 か月物長期流動性供給（LTRO）の延長」や「APP で購入した資産は満期償還せず、必要な限り長く（for as long as necessary）再投資すること」など、そもそも市場では自明の前提と考えられていた延長措置を含んでいた。TLTRO 延長も多くの緩和策のワンオブゼム（one of them）、悪く言えば「賑やかし」として公表される可能性が高いと考えたい。

TLTROの実施状況

	開始日（年/月/日）	償還日（年/月/日）	供給日数（日）	適用金利（%）	供給額（億ユーロ）	利用行数（行）
第1回	2014/9/24	2018/9/26	1463	0.15	826	255
第2回	2014/12/17	2018/9/26	1379	0.15	1298.4	306
第3回	2015/3/25	2018/9/26	1281	0.05	978.5	143
第4回	2015/6/24	2018/9/26	1190	0.05	737.9	128
第5回	2015/9/30	2018/9/26	1092	0.05	155.5	88
第6回	2015/12/16	2018/9/26	1015	0.05	183	55
現時点の合計額					4,179.3	

（資料）ECB、※第3回以降の適用金利は+10bpの上乗せ金利撤廃

～月間増額のためには技術的パラメーターの緩和が必要～

昨年 12 月 3 日の追加緩和が失望を買った最大の理由は③の決定が見送られたことにあった。それゆえ、ここは是が非でも手をつけてくると思われる。だが、本欄 2016 年 1 月 19 日号『ECB 理事会プレビュー～ECB 版の補完措置へ向けて～』でも述べたように、APP の月間購入額を増額するに

は、制度上の技術的な制約を緩和する必要があるかもしれない。具体的に現状で APP の量的拡大を縛っているのは(1)対象債券の金利は預金ファシリティ金利以上であること、(2)対象年限は「2年以上30年以下」であること(※より正確には「1年364日未満」は不可、「30年364日まで」は可)、(3)1銘柄当たりの ECB 保有シェアは 33%が上限であること、である[1]。

このうち(3)については昨年9月3日の理事会で25%から引き上げられたばかりであり、しかもその撤廃や引き上げが財政ファイナンス懸念に直結しやすいことから、安易に緩和ないし撤廃されることはないと思われる。一方、(1)及び(2)を修正する可能性は十分考えられる。特に、(1)の制約を残していることが「量を拡大するためには、マイナス金利幅を拡大させなければならない」という状況を生み、結果として追加緩和のハードルを高くしてしまっている現状がある。マイナス金利幅の拡大が金融機関収益を毀損することが懸念されている以上、まずはこの自縄自縛のような制度的建付けは修正が検討されて然るべきだろう。なお、(1)を撤廃すれば購入できる量は必然的に増えるため、とりあえず(2)は温存される可能性もある。例えば、コア国の国債はドイツならば 6 年物まで、フランスならば 4 年物まで、預金ファシリティ金利である▲0.30%を割り込んでいるため、対象年限を修正して購入可能額を引き上げるよりも、まずは(1)の制約を解くことが先決に見受けられる。

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に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。

[1] 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
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版プラザ合意へ燻る期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≒「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
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	物価測度に照らしたドル/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