

みずほマーケット・トピック(2016年5月17日)

ECB のバランスシートとユーロ相場の関係などについて

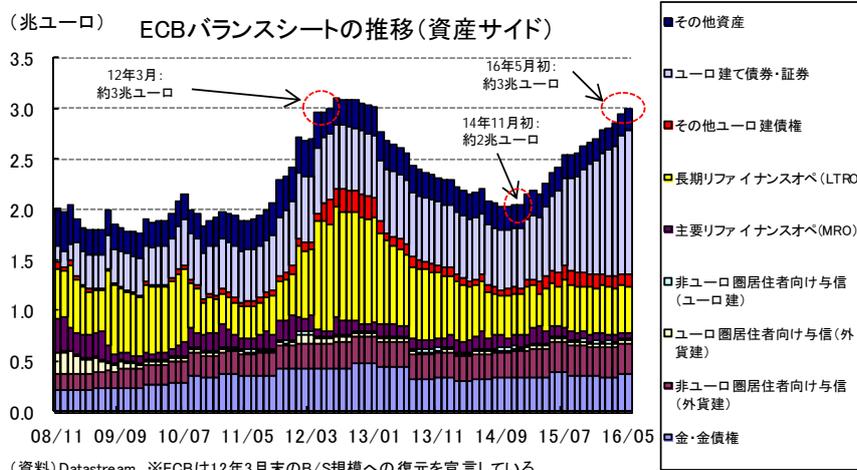
ECBのバランスシートが順当に拡大し続けた結果、遂に4月末に総資産が3兆ユーロに到達している。この3兆ユーロという数字には意味がある。今から1年半前となる2014年11月6日のECB理事会は2016年6月までに3兆ユーロを目指すことを宣言していた経緯があり、期限まで1か月を残して目標が実現された格好。ひとえに国債購入を主軸とする公的部門購入プログラム(PSPP)が寄与した結果である。ECBが「量」に拘った理由はユーロ相場の低め誘導にあったと思われるが、2014年6月以降の相場つきを見れば、ある程度はその目論見が成功したと言えそう。とはいえ、ドル/円相場同様、ソロスチャートのような議論は相当な慎重さを持って評価することが必要。今後、ユーロ/ドル版ソロスチャートはユーロ/ドル相場の上昇を示唆する公算が大きそうだが、現実にかかることはFRBのハト派化に応じたユーロ/ドル相場の上昇と筆者は予想。

～原油急伸に合わせてドル堅調～

昨日の為替相場はドル相場が堅調な展開。原油価格が急伸したことを受けて新興・資源国通貨が上昇する中、金融市場全体でもリスク許容度が改善しており、主要国通貨においてはドルを買い進める動きが優勢となっている。ドル/円相場は108～109円で堅調推移しており、早々に105円にトライするムードは今のところ感じない。為替市場における投机ポジションは引き続きドル売りに傾斜したままの状況と見受けられ、軽々にこれを加速する動きは出にくいだろう。米経済指標が堅調で、英国のEU離脱を賭けた国民投票への懸念が高まる中、ドルを手放す動きは限定的となりそうであり、ドル/円相場も目先に限っては総じて堅調な地合いが続くだろう。

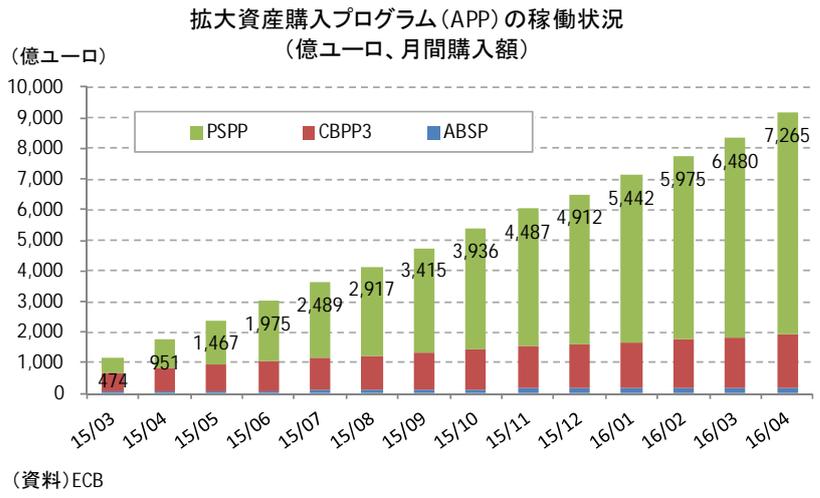
～目標に到達したECBのバランスシート～

ところで米通貨・金融政策に焦点が当たる中、あまり話題にはなっていないが、ECBのバランスシートが順当に拡大し続けた結果、遂に4月末に総資産が3兆ユーロに達している。この3兆ユーロという数字には意味がある。今から1年半前となる2014年11月6日のECB理事会後の声明文には「ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)が継続する2016年6月までに、バランスシート規模を2012年初頭に戻す」と



明記され、同会合の記者会見ではドラギ ECB 総裁自ら「2012 年初期とは第 2 回(36 か月物) LTRO が行われた直後の 2012 年 3 月を指す」と明言した経緯がある。つまり、2014 年 11 月 6 日の理事会以降、「2016 年 6 月までにバランスシートを 2012 年 3 月の水準に戻す」という一種の量的なターゲットが設定されたことになる。日本銀行の量的・質的金融緩和政策(QQE)のように明示的に年間の増額目標が提示されている訳ではなく、ドラギ総裁自身も「規模は重要ではない」と折に触れて述べているため(「2012 年初頭に戻す」という表現も 2015 年 1 月以降は削除されている)、市場での注目度は決して高いものにはなっていないが、ECB が「3 兆ユーロ」というバランスシート水準に拘ってきたのは間違いない。

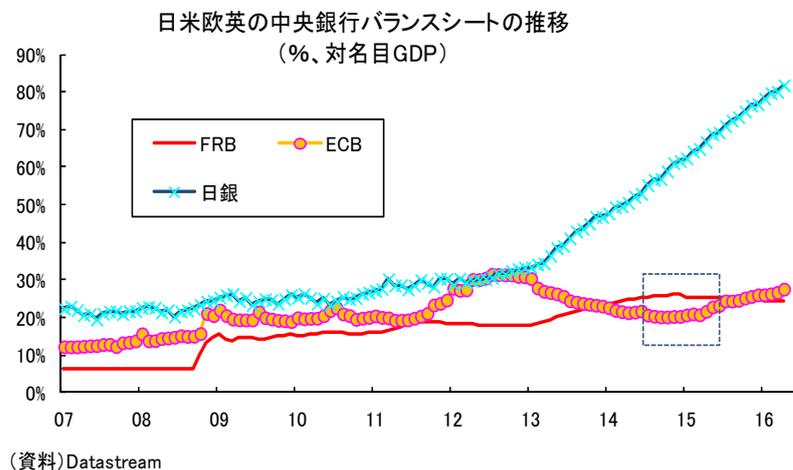
期限としてきた 2016 年 6 月まで 1 か月を残したところで当初の「量」的な目標を実現したことになるが、2014 年 11 月にこの目標を宣言した時には現在の拡大資産購入プログラム(APP)の中核を成す公的部門購入プログラム(PSPP)は存在しなかった。PSPP は 2015 年 3 月から稼働し、今年 4 月末時点の残高は 7265 億ユーロである(図)。こうした事実を踏まえれば、2014



年 11 月時点に想定していた手段だけでは到底、3 兆ユーロの到達が難しかったことが分かる(2014 年 11 月時点では約 2 兆ユーロであり、約 1 兆ユーロの拡大が必要であった)。2014 年 11 月時点で想定されていた手段は具体的にターゲット型長期流動性供給(TLTRO)、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第三段(CBPP3)の 3 つと思われるが、現時点で判明している数値を基にすれば、TLTRO は入札 7 回で計 4253 億ユーロ、4 月末時点の残高に関し ABSPP が 190 億ユーロ、CBPP3 が 1723 億ユーロである。これら 3 つの政策を合計して積み上げられた「量」が 6200 億ユーロ弱であるため、追加緩和(≒PSPP)がなければ今日の水準に達していなかったことは明らかである。望む望まないに拘わらず、「3 兆ユーロ」の旗を掲げた時点で、ECB は国債を対象とする量的緩和(QE)に手をつけざるを得なかったとも言える。

～「量」と為替の無関係は～

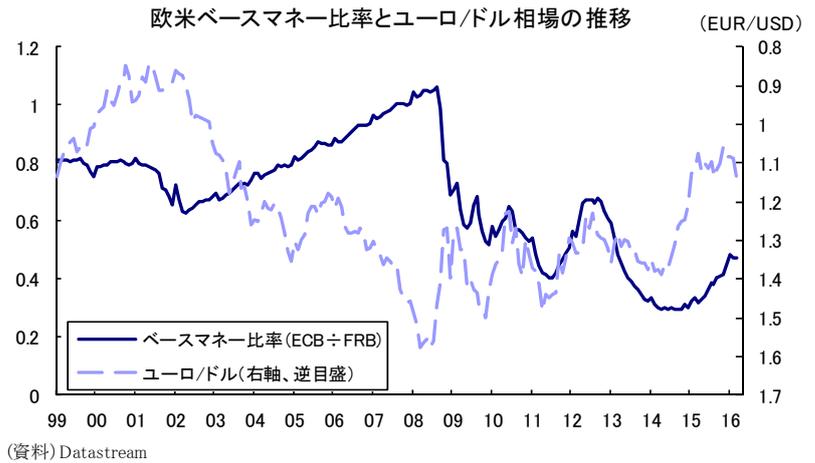
当時、マイナス金利を採用していた ECB が「量」に拘った理由はひとえにユーロ相場の低め誘導にあったと思われる。実際、足許のユーロ/ドル相場(1.1320 付近)は、マイナス金利を採用した 2014 年 6 月対比で▲17%、「量」的目標を宣言した 2014 年 11 月対比で▲



10%も下落した水準にあり、当初の目的は相応に達成したのではないかと思われる。だが、実際はFRBの正常化路線に助けられた部分が相当大きいと考えるべきだろう。過去の本欄でも強く主張した点であるが、中央銀行のバランスシート規模と為替相場の推移を結びつける、いわゆるソロスチャートの議論は理論的に何の根拠もなく、正視に堪えかねるというのが筆者の立場である(そもそも Soros Chart とインターネット検索して見れば、出てくるのはドル/円相場の話ばかりであり、円相場解説に絡んだ恣意的な理屈という印象が強い)。例えば、前頁図に示されるように、経済規模対比で見た場合、ECBのバランスシート規模はFRBのそれと比べて特に大きいわけではない。むしろ、上述したようなユーロ/ドル相場が急落していた期間(前頁図中、点線四角部分)ではFRBの「量」的な緩和度合いの方が勝っていた。今年に入ってからでは漸く、ECBの緩和度合いが勝り始めているが、年初来のユーロ/ドル相場は騰勢を強めているのが実情である。そもそも経済規模対比で見た緩和の「量」が為替に幅を利かせるのならば圧倒的な緩和規模を誇る日銀が苦勞することはない。基本的にバランスシートの規模それ自体が為替相場に与える影響というのは相当不確実な代物であると考えざるを得ない。

～ユーロ/ドル版ソロスチャートも無駄～

右図はベースマネー比率(ECB ÷ FRB)とユーロ/ドル相場の推移を見たものであり、いわゆるドル/円の解説に用いられるソロスチャートのユーロ/ドル版である。確かに、金融危機後はある程度相関があるように見受けられるが、裏を返せばそれ以前は殆ど安定的な関係が無かった。また、ベースマネーの増加が必ずしもマネーサプライの増加に直結せず、実体経済の貨幣量が増えない状況が定着していることを踏まえれば、相関があるからと言って、それが理論的に支持される議論を意味するとも限らない。結局、金融危機後の動きもFRBの量的緩和(QE)が拡大・縮小される動きに応じて振らされてきた側面が大きいのだろう。



今後、月額600億ユーロから800億ユーロへ拡大されたAPPや6月からスタートするTLTRO2を主軸として欧米ベースマネー比率はユーロ/ドル相場の下落を示唆する公算が大きい。しかし、現実にはFRBのハト派化に応じたユーロ/ドル相場の上昇になると筆者は予想している。

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
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続々～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は…～ 週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分) 「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデスティンプレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常赤字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
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～
2016年3月1日	上海G20、為替見直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備える期待について
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～静観する勇氣～
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年の為替見直しポイント～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】中期為替相場見直し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見直し～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/円見直しに影響なし～
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	イェ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