

みずほマーケット・トピック(2020年3月17日)

ECB 政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～

レビューすべきことが山積みだが、本日の本欄では ECB 政策理事会に関する所感をまとめた。決定事項は流動性供給策と資産購入策の強化。一方、マイナス金利の深掘りは見送られた。この見送りが失望を招いたというのが一般的な理解となっている。本欄プレビューでも①マイナス金利深掘り、②ターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)利用規制緩和、③拡大資産購入プログラム(APP)拡大、は全て出てくると予想していた。しかし、筆者は予想していたとはいえ、ECB が利下げすべきだったとは思っていない。金融仲介機能が最重要となる局面でマイナス金利政策深掘りは愚策である。とはいえ、主要中銀がこぞって利下げする中、流れには抗えないという意味での予想であった。むしろこれだけの重圧が吹き荒れる中で深掘りを退けたラガルド総裁の胆力は評価に値するだろう。しかし、イタリア国債を巡る失言など、迂闊な言動もあった。「“第二のなんでもやる(whatever-it-takes number two)”」とのフレーズが印象的だった

～万策尽きた感を出したパウエル FRB 議長の失策～

先週末から今週初にかけての日米欧中銀動向についてはレビューすることが非常に多い。この間、筆者は出張および休暇中であったため、まず本日の本欄では時間軸の最も古い(とはいえ3営業日前なのだが…)ECB 政策理事会に関する所感からまとめておきたい。昨日に関して言えば、FRBによる2度目の緊急利下げについて①初回(3月3日)の失敗から全く学んでいない、②本当にクレジット市場に不味い問題を抱えている、のどちらかを疑わざるを得ないが、市場は①の思いを抱く向きが多そうである。2日間前倒してまで糊代をつぎ込んだことの真意は定かではないが、政治的圧力に屈したこと、従前からマイナス金利の可能性を否定しているので万策尽きた感を出してしまったことの2点について、市場はパウエル FRB 議長に強い疑念を抱いた状態にある。

～失望の中に見せた胆力～

混乱の最中だが、決定された事項を1つ1つレビューしておきたい。ECBは3月12日に開催された政策理事会で流動性供給策と資産購入策の2点を強化した。一方、マイナス金利の深掘りは見送る格好となった。この見送りが失望を招いたというのが一般的な理解となっている。

今回はラガルド ECB 総裁にとって3回目の会合だが、危機対応という意味ではこれがデビュー戦だった。気候変動対策やデジタルユーロなど壮大な話を悠然と語る余裕のあった過去2回と異なり、突然の危機局面に面食らった部分もあったのではないかと察する(それが後に紹介する失言に繋がったのかもしれない)。繰り返しになるが、「マイナス金利深掘りがなかった」ことへの失望が先行した会合となっており、この点だけを取り上げて失敗の烙印を押し向く向きもある。本欄プレビューでも①マイナス金利深掘り、②ターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)利用規制緩和、③拡大資産購入プログラム(APP)拡大は全て出てくると予想していた。

しかし、最初に断っておくと筆者は予想していたとはいえ、ECB が利下げすべきだったとは思っていない。マイナス金利政策の深掘りは「百害あって一理なし」が筆者の基本認識だが、FRB、カナダ銀行、イングランド銀行(BOE)がこぞって 50bps を(FRB と BOE にいたっては臨時会合で)引き下げている中、さすがにこの流れには抗えないという意味での予想であった。むしろこれだけの重圧が吹き荒れる中で不要不急の利下げを蹴ったラガルド総裁および政策理事会の判断は評価に値するというのが率直な印象である。市場期待が必ずしも正しい政策運営を求めているわけではない。恐らく利下げしていても、今度はそれを理由に金融株を中心とした株売りが進んでいたはずだ。ドラギ元総裁であれば、ほぼ間違いなく利下げも含めた「全部出し」で回答したであろうが、ラガルド総裁はこれを曲げなかった。折り目正しい IMF トップとして、また弁護士として立身出世した彼女のキャラクターが出たところなのだろう。もちろん、「緊急事態なのだから市場期待に沿うべきだった」という見方も一理あるが、マイナス金利深掘りは金融システムの健全性を毀損する一手なのだから、現状のような危機的状況で打つべきではない。これから与信環境の悪化で金融機関の収益は悪化が予想される。マイナス金利深掘りはその収益を奪う愚策であり、だからこそ日銀も 16 日の前倒し会合で深掘りだけは避けたのだろう。

市場の悲観的なリアクションを問い質した記者もいたが、「市場が分析し、消化するまではもう少しの時間を要する」とラガルド総裁は述べており、最優遇されるケースでは▲75bps までの金利減免が与えられる貸出について、現時点では並ぶものはないだろう (I'm not sure that you can actually so much rival with that at the moment)と自信を見せている。誰がどう見ても、▲10bps の利下げよりもこうした金利減免付きの流動性供給の方が金融機関のリスク許容度を改善する可能性が高い。

～TLTRO3 の大盤振る舞い～

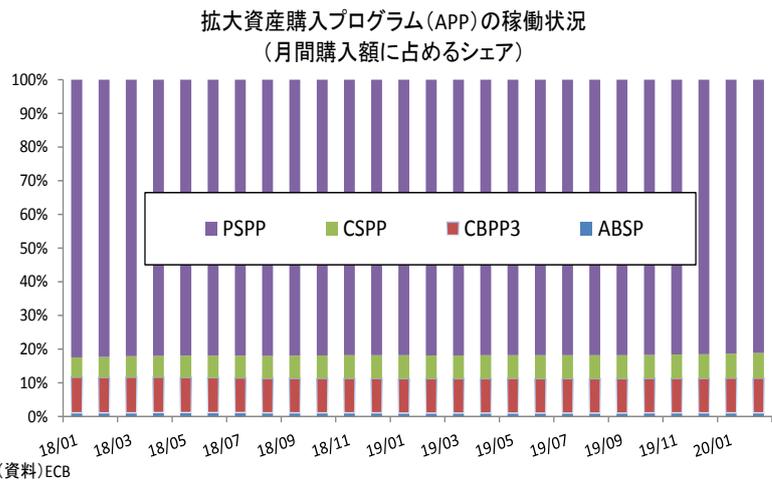
今回の決定事項は具体的には①つなぎ融資(オペ)の追加実施、②ターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の利用条件緩和、③拡大資産購入プログラム(APP)における裁量的な増枠(1200 億ユーロ)が決定された。以下、簡単に解説を付しておきたい。

まず、①は次回の TLTRO3 入札日(6 月 24 日)までの資金繰りをサポートする措置であり明日(3 月 18 日)から毎週実施される(どの入札に参加しても満期は 6 月 24 日)。ここでの適用金利は主要リファイナンスオペ(MRO)金利で現在はゼロ%となる。これは文字通り「つなぎ」であり、流動性供給の本丸は②である。既存枠組みの利用が奮わないことも、こちらの利用条件は大盤振る舞いされている。適用金利はこれまでの MRO 金利から「MRO 金利-▲25bps」となり、▲25bps の減免が必ず享受できる。また、貸出実績を積み上げた際に得られる優遇措置(いわゆるご褒美)はこれまで最大で預金ファシリティ金利(▲0.50%)であったが、「預金ファシリティ金利-▲25bps」となり、最大で▲75bps までの金利減免が与えられることになった。要するに、ここまでをまとめると「形を変えた利下げ」と見ることも出来るかもしれない。なお、金利減免幅に目が行きがちだが、TLTRO3 として拠出できる最大利用額は TLTRO3 に限らず第一弾から常に「企業向けと家計向け(モーゲージを除く)ローン残高の合計額の 30%」であったが、この係数が 50%まで引き上げられている。「流動性は出す」という強いメッセージ性を感じる。

～資産購入プログラムの拡充について～

景気刺激という意味では③の APP 拡大が目玉となる。1200 億ユーロは 4 月からの 9 か月間の稼働を想定した場合、月間 133 億ユーロなので驚くほどの額ではない。しかし、月単位で使用されるわけではないため、相応の影響をもたらす可能性がある。極端な話、緊張が高まっている足許からの 1～2 か月で全力投下してくる可能性も考えられ、だとすれば 2 か月で各 600 億ユーロずつ、現行の 200 億ユーロが 800 億ユーロへ 4 倍になる計算だ。実際、ウィルスとの闘いは時間軸はわからずとも自然と収束していくのだから、こうした一手は最終的に使わないで済むという意味も込めてみれば、上策だったのかもしれない。

今回付加される年間 1200 億ユーロの純資産購入の内訳は不明だ。現時点では民間資産(社債・カバードボンド・資産担保証券)が主軸になるとしか言われていない。元より APP には社債を対象とする企業部門購入プログラム(CSPP)、カバードボンド購入プログラム(CBPP)、資産担保証券購入プログラム(ABSPP)と民間資産を対象とするプログラムが多数揃っている。例え



ば、現在、CSPP は APP の 7% 前後を占めている。国債とは比較にならないがシェアで言えば準主役という位置付けにあり、ここを膨らませていくのは現行路線の延長としてあり得る話だ。

ちなみに、ラガルド総裁が就任総裁以前から気候変動問題への貢献を常々謳ってきたことを思えば、グリーンボンドを購入対象として含むことで自身の「色」を付けてくる可能性はある。但し、これは戦略見直しにおける重要争点の 1 つとなっているはずであり足許の政策運営に取り込むことについてはドイツを筆頭に反対があると察する。もちろん、戦略見直し自体が棚上げにされそうな雰囲気もあるため、確実に新戦略で重用されそうな論点だけに取り込まれる可能性は残るだろう。会見中でも認められている通り、戦略見直しは当面遅延の見込みであり、4 月 1 日に予定されていたパブリックヒアリングも 6 週間ほど後ずれさせるという。見直し完了も後ずれするはずだ。

なお、記者会見では国債を主軸とする PSPP が今回の 1200 億ユーロ拡大にどれほど寄与するのかを尋ねる向きもあった。この点については明言が避けられている。ラガルド総裁はこの質問に「trust me, we will do that」と自信ありげに回答しているが、後述するように各種制約に関しては現行ルールを拡大解釈することで乗り切ろうという腹積もりと思われる。

～資産購入に係る各種制約について～

資産購入プログラムの拡充にあたっては、既に限界が意識される出資金比率 (capital key) や issue and issuer limits の取り扱いが気になるところであり、実際に質疑は多く見られた(※銘柄毎にみて発行残高の 33% の制約が「issue limit」、発行体毎にみて発行残高の 33% の制約が「issuer limit」)。この点、ラガルド総裁は資産購入に関する質問への回答において、しばしば柔軟性

(flexibility)を強調している。例えばドイツなどでは issuer limits が早晚問題になるのではないかと
の質問も見られているが、「all I have to say at this moment, again, is that we will use all flexibilities
embedded in the framework of our asset purchase programme, and bear in mind that we are likely
to see increased debt issuance on the part of a few countries」などとして、元々APPとして柔軟性を
容認していることのほか、今後は政府債務の発行が増え、結果的に(分母が増えるので) issuer
limits に抵触しないで済む可能性等が指摘されている。要は「これから財政出動が増えるので ECB
が購入できる国債も増える」という理屈である。また、出資金比率についても、当面は制約から外れ
ることがあるとしても、APP が手仕舞いされる頃には制約の定めるところに収束する(at the end of
the asset purchase programme we will converge towards the capital keys)と述べており、「長い目で
見ればセーフ」という立場を示唆している。一步踏み込んだ理解をすれば、戦略見直しをし
ている最中に出資金比率や issue and issuer limits のような比較的重要な制約をいじることは避け
たいという思いも見え隠れしたように感じられる。

～痛い失言と火消しインタビュー～

総じて、ラガルド総裁の頑張りが見られた包括パッケージであり、十分合格点を与えられる会合
であったように筆者は感じているが、残念なシーンもあった。それは以下の質疑に伴う失言である：

- **【記者】**現時点ではイタリアのように激しいアタックを受けている国(の国債)もあります。もし国債利回りが上昇した場合、ECB は何ができるのでしょうか？ 特定国を救済するために OMT プログラム(無制限の国債購入プログラム)を稼働させる可能性も選択肢に入るのでしょうか？
- **【ラガルド総裁】**(前略、※柔軟性を持って対応はするという趣旨の後)我々は国債利回りを抑制するためにやるわけではない。それは ECB の機能や使命ではない。そうした問題を処理するための別の政策や別の役者がいる (we are not here to close spreads[1]. This is not the function or the mission of the ECB. There are other tools for that, and there are other actors to actually deal with those issues)

ドラギ前体制ではいくつか記憶に残る発言が知られているが、残念ながらこの発言がラガルド体制において最初に記憶される発言となった感は強い。ラガルド総裁に悪気があったわけではないだろう。そもそも言っていることは正しい。しかし、このような局面では「言って良いこと」と「言って悪いこと」がある。危機時に「べき論」や「筋論」を前面に押し出してしまうと、悲観や失望、時に恨みしか買わないことは白川元日銀総裁時の日本銀行を思い返せばよく分かる。繰り返すが、金融市場は常に教科書などに照らして「正しいこと」を期待しているとは限らない。当然、この発言後、イタリア国債の利回りは急騰した。イタリアの政治・経済・社会の現状を踏まえれば、この発言はしくったとしか言いようがない。会見後の原稿には注釈がつけられ、CNBC とのインタビューにおける発言が掲載されている。わざわざ国債を購入対象とする PSPP を柔軟に利用するというメッセージが示唆されており、どう考えても火消しと見られる。以下、参考までに紹介する：

- この苦境において、ユーロ圏が抱えるあらゆる分断(fragmentation)を回避するように尽くし

ます。国債利回りの上昇(≒スプレッドの拡大)は新型コロナウイルスの感染拡大が金融政策の波及経路を害していることによるものです。我々は公的部門購入プログラム(PSPP)を含めた拡大資産購入プログラム(APP)の中で柔軟性を活用していくつもりである。本日承認されたパッケージは国債市場の混乱を回避すべく柔軟に活用されるものであり、必要とされる決断や力を行行使する用意があります。

- ※原文:[Statement in CNBC interview after press conference:] I am fully committed to avoid any fragmentation in a difficult moment for the euro area. High spreads due to the coronavirus impair the transmission of monetary policy. We will use the flexibility embedded in the asset purchase programme, including within the public sector purchase programme. The package approved today can be used flexibly to avoid dislocations in bond markets, and we are ready to use the necessary determination and strength.

～早速の「なんでもやる(do-whatever-it-takes)」～

今回、筆者が個人的に最も印象に残ったのはある記者が「これはラガルド総裁にとっての“your do-whatever-it-takes moment”ですか？これほど早くやってくると思っていましたか？」と尋ねた場面だ。言うまでもなくドラギ元総裁の名言「なんでもやる(do-whatever-it-takes)」を引用した質問である。これに対し、ラガルド総裁は就任前にドラギ元総裁と話した際、「なんでもやるという状況にならないことを祈る(I would hope that I would never have to do whatever it takes)」と自身が述べたことを述懐している。ラガルド総裁は「“第二のなんでもやる(whatever-it-takes number two)”となったことについて言いたいことはない」と述べた上で、財政局も含めた一致協力体制の重要性を強調している。これはドラギ元体制において拡張財政路線が各国で取られないことによって、結果的にECBに皺寄せが来たことへの苦言を暗に呈しているのだと思われる。恐らく、それがドラギ元総裁からの伝達事項であり教訓でもあったのではないかと察する。幸いにも欧州債務危機時と比べればドイツを筆頭に各国が拡張財政路線への理解を示し始めており、ECBと欧州委員会を筆頭とする各国行政の政策協調は円滑なものになりそうな気配はある。

市場営業部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュ～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと…～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレジデントQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という連～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュ～戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか？～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の虜」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？