

みずほマーケット・トピック(2020 年 4 月 1 日)

過去最大のスタートダッシュを切った ECB

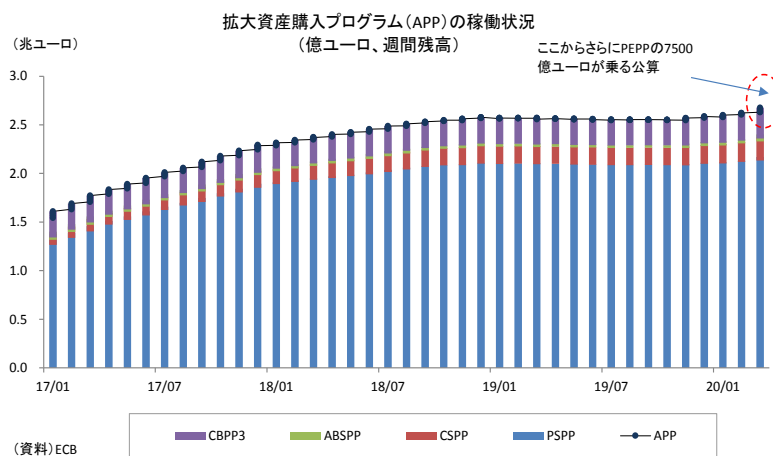
ECB から 3 月 27 日時点の拡大資産購入プログラム(APP)の残高が公表されている。週次データから計算すると 3 月 20 日から 27 日の 1 週間で APP 残高は 236 億ユーロ増えている。これは過去最大の増加である。ECB が発表済みの資産購入プログラムは総額 1 兆ユーロ規模であり、このペースの購入には耐え得るだろう。目玉となるパンデミック緊急資産購入プログラム(PEPP)はまだ稼働しておらず、最終的に未曾有の規模になることは既定路線。とはいえ、現在、域内金利情勢は落ち着きを見せているため、「不必要に浪費しない」という視点も必要である。まして欧州の政治方面で議論されている欧州安定メカニズム(ESM)の活用やこれを条件とする無制限の短中期国債購入プログラムである OMT の初稼働など、持てる手段を全て吐き出そうという風潮にはやはり疑問を覚える。疫病ショックを背景にこれからどのような展開に辿るのかも分からず、マーケットの飽きっぽい気質も考慮すれば、「既存の手段(APP や PEPP など)が飽きられ、悲観が始まった時のカード」は温存しておいた方が賢明だろう。

～ECB の購入総枠は約 1 兆ユーロ～

一昨日には ECB から 3 月 27 日時点の拡大資産購入プログラム(APP)の残高が公表されている。ここでは APP を構成する公的部門購入プログラム(PSPP)、企業部門購入プログラム(CSPP)、カバード債券購入プログラム第三弾(CBPP3)、資産担保証券購入プログラム(ABSPP)の残高と前週比での購入ペースを確認することができる。注目される PSPP の国別内訳や平均年限などは月末値に改めて発表される。各種の政策決定が入り混じっているゆえ、購入額を分析する前に簡単におさらいをしておくことが必要だろう。

まず、民間資産を中心として 1200 億ユーロの資産購入を APP に追加すると決定したのが 3 月 12 日、その後臨時会合でパンデミック緊急資産購入プログラム(PEPP)として 7500 億ユーロの緊急対策を打ち出したのが 3 月 18 日であった。ECB が週次で公表する公開市場操作(Open market operations)の状況では「Euro outright operations」の項において過去から現在にわたる資産購入

プログラムの残高を一覧することができる。これを見ると、新しいプログラムとして PEPP が追加されており、まだ残高はゼロとされている。つまり、PEPP は既存の APP とは別の資産購入枠組みであ



ることである。この点については ECB から直近公表された PEPP に関する Q&A の中でも言明されており、「PEPP による 7500 億ユーロ規模の一時的増分は APP による純資産購入とは別物であり、それに追加されるものである (The additional temporary envelope of €750 billion under the PEPP is separate from and in addition to the net purchases under the APP)」とされている。

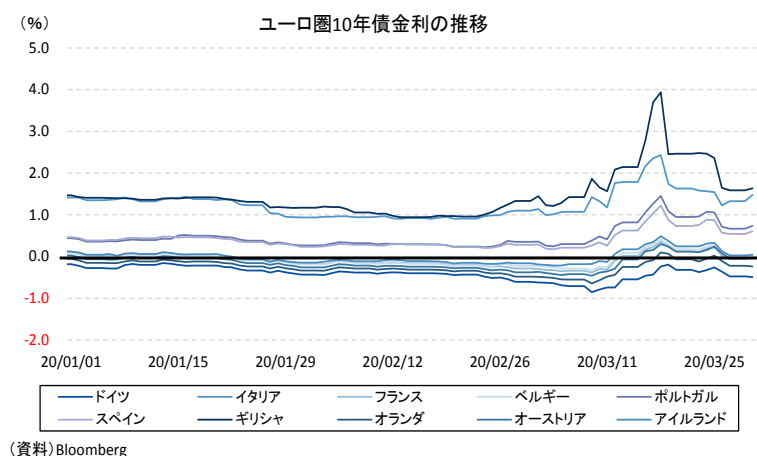
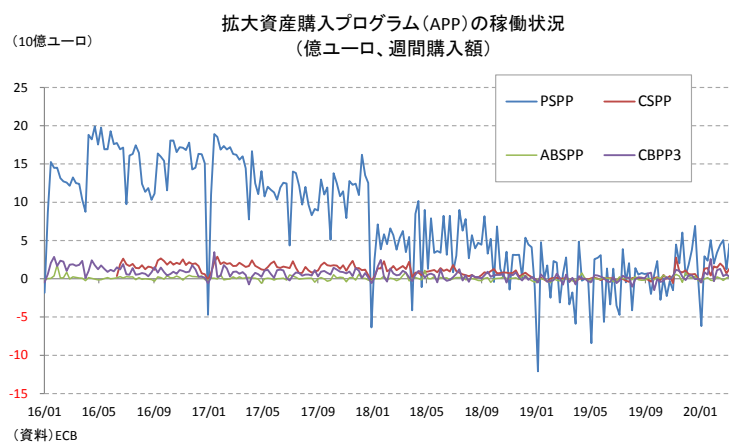
即ち、ECB は 3 月の一連の決定を経て、「既存の月間 200 億ユーロ」に加え、「総額 8700 億ユーロ (1200 億ユーロ+7500 億ユーロ)」のプログラムを付加したことになる。月間 200 億ユーロは 3 月から数えて 10 か月で 2000 億ユーロあることを踏まえれば、総額 1 兆ユーロの枠が存在することになる。丁寧に積み上げて見ると、ヘッドラインで報じられるよりも遥かに巨額という印象を受ける

～過去最大のスタートダッシュ～

週次データから計算すると 3 月 20 日から 27 日の 1 週間で APP 残高は 236 億ユーロ増えている。この内訳は PSPP が 200 億ユーロ、CSPP が 13 億ユーロ、ABSPP が 7 億ユーロ、CBPP3 が 17 億ユーロである (小数点以下は四捨五入)。APP の支柱をなすのは当然 PSPP だが、週間 200 億ユーロの購入は過去最大であり、文字通り、スタートダッシュを切った格好である

(図)。PSPP が最も酷使されていたのは 2016 年 4～6 月期であり、これまでは 4 月 15 日から 22 日の間に実施された 199 億ユーロの購入が最高額であった。ちなみに同年 4～6 月期合計では 2255 億ユーロ、週平均にして 173 億ユーロの購入が実施されており、APP 全体としては月間 800 億ユーロの購入が掲げられていた時期であった。周知の通り、これは英国の EU 離脱が懸念されていた時期と重なり、この不安を抑制するために ECB が尽力した局面であった。まずはこのペースとの比較が「ECB にとって過去最大の資産購入」となるかどうかの分水嶺になるが、これからは総額 7500 億ユーロを誇る PEPP を通じた購入も乗ってくるのだとすれば過去最大は既定路線である。

むしろ、現在落ち着きを見せている域内金利情勢を踏まえれば(図)、当面は不必要に浪費しないことが重要だろう。まして欧州の政治方面で議論されている欧州安定メカニズム (ESM) の活用やこれを条件とする無制限の短中期国債購入プログラムである OMT の初稼働など、持てる手段を全て吐き出そうという風潮にはやはり疑問を覚える。未知の疫病によるショックを背景にこれからどのような展



開に迫るのかも分からず、マーケットの飽きっぽい気質も考慮すれば、「既存の手段 (APP や PEPP など) が飽きられ、悲観が始まった時のカード」は温存しておいた方が良い。これだけのスタートダッシュを切っても、域内金利情勢は反転したとはいえ、平時に比べればまだ高めではある。今後のショックについては未だ脆弱な状態と言わざるを得ないだろう。ここから PEPP も加わることでどこまで金利を押し下げることができるのかを一通り見てから、ESM や OMT を議論すべきであり、あまり市場期待に織り込むような EU 政策当局の言動は慎んだ方が良い状況と見受けられる。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.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30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会レビュー～実質的なデビュー戦～
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	最強通貨に振り返った円～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?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
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	ブレグジット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リスクと減速軌道の米国～
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～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合レビュー
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政策理事会レビュー～デビュー戦、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	「株価の嵐」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～