

みずほマーケット・トピック(2020年4月15日)

## ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～

ECBは怒涛の資産購入の最中にあるが、「量」が限界近くなり、マイナス金利深掘りも難しい中、果たして「次の一手」はどうか。3月に2回行われた政策理事会の議事要旨を見る限り、利下げやOMTが検討された跡が窺えるが、前向きに検討が進んでいるようには見えず。「量」も「金利」も手を尽くした後に何が残るのか。日銀を例に取れば、「次の一手」はイールドカーブ・コントロール(YCC)である。16年9月に導入されたYCCは約3年半、途中で持続可能性が危ぶまれるシーンがありながらも致命的な問題もなく続いており、持続性に優れた枠組みであることは実証済み。恐らくECBとしても関心が及ぶのではないかとはいえ、19種類の国債利回りが存在するユーロ圏においてYCCの運用は単純ではない。そこで発想の転換だが、「水準」にペッグするのが難しければ、「可動域」で足並みを揃えるという考え方も。日銀は10年金利について「ゼロ±20bps」という可動域を定めているが、こうしたアプローチならばユーロ圏でも適用可能。クリアすべき課題はあるが、「量」や「金利」の一段の強化よりは現実的だろう。

### ～ECBの「次の一手」はどこに～

先週の本欄<sup>1</sup>でも議論したように、ECBは3月に怒涛の資産購入に踏み切っており、少なくともこのペースが続けば緊急対応策で設定した枠も半年程度で使い切る見通しである。約1兆ユーロに上る資産購入を主軸とする一連の対応でも事態が収拾できなかった場合、ECBの手札としては何が残るのか。もちろん、まだ資産購入は始まったばかりであり切迫した事態にはないが、有事に備えて頭の体操はしておきたい。何と云っても1月までECBは気候変動やデジタルユーロといった理想を雄弁と語ることに終始し、だからこそ17年ぶりの金融政策戦略見通しという大所高所に立った議論を進めようという方針を打ち出してもいた。そうした議論が全て吹き飛んだわけではないが、たった2か月でそれらが棚上げされ、緊急策の名の下に未曾有の資産購入に舵を切ることになったことを忘れてはならない。こうした危機進行のスピード感を思えば、「次の一手」に対して施策を巡らせておくことについて早過ぎるということはない。ECB内部でも検討が進んでいよう。

### ～現状では「量」>「金利」の構図は明らか～

先週9日には3月のECB政策理事会議事要旨が定例の11～12日開催分と臨時の18日開催分の2回分について一括公表されている。ここから「次の一手」に係るヒントが複数得られたので論点を抽出してみたい。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を決定した18日の臨時会合においてチーフエコノミストであるレーン理事は「大胆かつ協調的で緊急的な政策アクション(an ambitious, coordinated and urgent policy reaction)」が必要だと主張している。PEPPがこの提案に適う回答であったことは間違いない。とはいえ、PEPPまでの議論が一直線であったようにも見えず、「次の一手」

<sup>1</sup> 本欄2020年4月10日号『明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～』をご参照下さい。

としては少なくとも2つの選択肢が議論の俎上に上がっていた形跡がある。1つが利下げ、もう1つが OMT (Outright Monetary Transaction) だ。どちらも市場がその可能性を探っているものである。

まず、利下げに関しては3月11～12日の会合で多くの言及が見られている。この時点では危機の性質が一時的であることなどを理由に利下げが適切ではないことで合意したとある。同会合では2～3名(a few)のメンバーが預金ファシリティ金利の引き下げを検討していたことも明らかにされているが、殆どのメンバーが APP の規模拡大がより効果的と考えたとある。例えば「APPによる純資産購入の柔軟な拡大が部分的には利下げ見送りを相殺するとみなせる」といった旨の記述があり、「国債購入を強化して多くの金融商品の価格形成でベンチマークとなる無リスク金利を維持(preserve)すること」の重要性が説かれている。論理的な指摘ではあるが、こうした重要性が預金ファシリティ金利の引き下げで実現できないわけではないため、やや分かりにくい印象もある。

現状の ECB の基本スタンスは「金利」より「量」だとは思われるものの、掲げられているフォワードガイダンスが「インフレ目標に対して見通しがしっかりと収斂(robustly converge)していくまで現行またはそれ以下の水準にとどまる」となっていることもあり、適切だと思われる時点では利下げするという含みも議事要旨では示されていた。表向きの公式見解として利下げは排除されていない。また、3月11日の議事要旨では「金融環境の引き締めや中期的なインフレ目標が脅威に晒された時のために、将来の利下げオプションは保持しておくことが肝要」とあるが、もはやそれは現状に等しいように思われ、市場参加者としても「利下げはいつでもあり得る」という心構えが必要と思われる。

ちなみに3月18日の臨時会合でも「国債金利の上昇により部分的に金融環境が引き締まっていることから、政策パッケージの一環として利下げも検討された」との記述が見られるものの、恐らく大規模資産購入(PEPP)の決定ありきだったのか、利下げに係る議論はこれくらいであった。色々な理屈付けはされているものの、元よりマイナス金利の現行水準自体がリバーサルレートではないのかという疑いもあった中、深掘りという意思決定の優先順位はかなり低いものと考えられる。

なお、両会合を通じて「大規模で普及しているが一時的な性質のショック(the large-scale and common, but temporary, nature of the shock)」という認識が政策選択において重要な理由付けになった印象が抱かれる。これは論理的に腹落ちするものだが、今後、「一時的」とは言えないくらい停滞が長引いた場合、新しい一手が検討される必要があるということでもある。

### ～OMTも検討対象に～

次に OMT だ。短中期国債の無制限購入を可能にする OMT は文字通り、最後の手段と考えられている。2012年9月の導入以降、これまでに使われたことは1度もないため「抜かすの宝刀」と呼ばれて久しい。3月18日の臨時会合では全く新しいプログラムで対応するのか、それとも APP や OMT のような既存プログラムの強化で乗り切るのかという議論があり、結果的には「大規模で普及しているが一時的な性質のショック」という認識の下、PEPP の採用に至った模様である。だが、一歩間違えれば OMT の採用ということもあり得たというのも事実だ。検討された以上、採用に至らなかった理由も示されており、例えば APP の拡大については、利下げ見送りと同様、やはり一時的な危機という性質に照らして「あまり相応しくない(less suitable)」という言及があった。既存の常設スキームで対応するには足許の危機が非常に大きく、時間軸も読めないため、事前に用意された運営ルール(33%ルールや出資比率に応じた購入など)が邪魔になることが懸念されたのではないかと。

一方、OMT が採用に至らなかった理由としては「根本的に異なった緊急事態に対応するためのスキームだから」という見解が示されている。これは具体的に OMT とは「ユーロ圏瓦解に関する無根拠な恐怖 (unfounded fears) によって加盟国の国債市場に緊張感が走っている際、金融政策の一体感 (singleness) を守るために設計されたもの」であるため、疫病の感染拡大を理由に割り当てるものではないという理由付けが示されている。だが、これは今一つ腹落ちしない。周知の通り、ユーロ圏財務相会合 (ユーログループ) は欧州安定メカニズム (ESM) の稼働に踏み切っており、ラガルド ECB 総裁が新型コロナウイルス対策で欧州がさらに団結する必要があるとの認識を披露したことも報じられた。事態はユーロ圏崩壊を懸念するような事態では確かにはないが、一体感 (singleness) を守る局面であることには変わりあるまい。そもそも、疫病の拡大を理由としてヒトやモノの往来が差し止められている状況は欧州統合の理念が棄損されている事態ではないか。既に ESM 稼働によって、(まだその利用申請はないものの) OMT の稼働条件が満たされているという状況でもある。今後、OMT を求める市場期待は断続的に浮上してくる可能性は否めないだろう。議事要旨上でその議論が確認された以上、尚の事、その思いは強まる。

### ～ECB 版 YCC が視野に～

上でも述べた通り、両会合の議事要旨を見ていると無リスク金利の曲線 (the risk-free yield curve) に影響を与えることで金融商品の価格形成を適切な方向に誘導しようという政策意図が見え隠れする。3 月中には世界的に安全資産を含めて金融資産全般を現金化しようという動きが加速し、ドイツや米国や日本などの国債利回りまでもが上昇した。そうした症状に対して大規模資産購入という処方箋は緊急かつ適切な政策であったと言えるし、実際に効果も出ている。

だが、本欄では繰り返し議論してきた論点だが、現在の資産購入の勢いは長く続けられるものではない。リバーサルレート懸念が燦る中、マイナス金利の深掘りも簡単ではない (少なくとも繰り返しできるものではあるまい)。では「量」も「金利」も手を尽くした後に何が残るか。日銀を例に取れば、それはイールドカーブ・コントロール (YCC) だった。2016 年 9 月に導入された YCC は約 3 年半、途中で持続可能性が危ぶまれるシーンがありながらも致命的な問題はなく続いており、これによって日銀は上手く「表舞台から消える」ということができた。持続性に優れた枠組みであることは実証済みとも言えるため、恐らく ECB としても関心が及ぶのではないか。なお、FRB は現状、無制限国債購入の下で長期金利の安定化を図っており、ペッグする金利水準こそ明示していないものの、実態としては YCC に類似する運営の最中と言える。

とはいえ、19 種類の国債利回りが存在するユーロ圏で YCC を運用するのは簡単ではない。少なくとも単一通貨を司る中央銀行として特定国の国債利回りをターゲットにした政策運営を明示的に行うわけにはいかない。現時点で最も不安が大きいのはイタリア国債だが、同国の利回り抑制のためにペッグ水準を指定するわけにはいかない。ただでさえ現行の資産購入プログラムはイタリアやスペインに傾斜し過ぎている疑いが強く、出口まで含めた政策運営という意味ではかなり無理している。何より特定国の金利抑制を大々的に打ち上げるのはモラルハザードも甚だしい。

そこで発想の転換だが、「水準」にペッグするのが難しいのであれば、「可動域」で足並みを揃えるという考え方はあり得るかもしれない。日銀は 10 年金利について「ゼロ±20bps」という可動域を定めているが、こうしたアプローチならばユーロ圏でも適用可能だろう。もちろん、日銀のように「ゼロ」

という特定の「水準」を固定化するのは難しいので、月初や月末の各国利回りから「±〇〇bps」という方法は可能かもしれない。もしくは、年8回ある政策理事会から可動域を設けても良い。「水準」にタッチしなければ健全国や重債務国といった齟齬を気にする必要もなくなる。1つの可能性として十分あり得る「次の一手」ではないかと推測する。

### ～課題はもちろん残る～

もちろん、こうした方法を取った場合でも課題は残る。例えば、上述のような方法で YCC を実施しても、恐らくイタリア国債の購入量は相対的に多くなる可能性が高い。結局は市場の思惑を押さえ込むように取引される国債ほど、沢山の購入量が必要になる。端的には「不安から売られやすい国債」は可動域に収める為に「最も買われやすい国債」に成り下がるだろう。また、直感的には各国中銀(National Central Bank)の市場調節技術が発揮される余地が大きくなるという意味で ECB から NCB への権限移譲という論点も絡んでくるように感じられる。ゆえに、PEPP 同様、あくまで非常時対応の枠組みであることを強調せざるを得ないが、果たして ECB がこれを認めるのか不透明だ。

ECB 版 YCC は思考実験としてクリアすべき課題は少なくない。とはいえ、ここから一段と購入量を増やしたり、マイナス金利を深掘りしたりするよりは現実的な策であるように思われる。

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](mailto: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](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4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
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、難民そして疫病へ～)
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)
	リスクシナリオも練り直し～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政策理事会プレビュー～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?
	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～「政熱経済」という運～
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～政治も金融も債券の足枷～
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～「タ力派的利下げ」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～輸出拠点が裏目にとドイツ～
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