

みずほマーケット・トピック(2020 年 9 月 29 日)

日米欧で最大になった ECB バランスシート

少なくない市場参加者は春先に導入された「無制限買い入れ」の印象から FRB のバランスシートが世界最大と考えているのではない。実際、FRB の総資産が史上初めて 7 兆ドルを突破した 5 月、それは大きく取り上げられた。しかし、6 月に入ってから ECB のバランスシート規模は FRB のそれと並び、7 月以降は FRB との差を拡げている。ECB のバランスシートはいつの間にか世界最大になっている。こうした事実は中銀のバランスシート規模と為替レートとの間に理論的な意味はないことを示している。というのも、6 月以降、為替市場ではユーロが対ドルで大きく買われている。中銀バランスシートと為替の関係性はソロスチャートというフレーズと共に日本では頻繁に争点化してきたが、6 月以降、ECB が世界最大のバランスシートを備えるようになった傍らでユーロ/ドル相場が急騰した事実は、ソロスチャートという考え方が根本的に使い物にならないことをはっきりと示唆したと言える。もっとも、直情的な反応を示すことの多い為替市場において「世界最大のバランスシートを誇る ECB」という論点が注目される展開には注意も必要。

～欧州議会公聴会でもユーロ高けん制～

昨日の金融市場は穏やかな値動きで引けた。依然として金融市場を取り巻く材料に新しいものは見られず、米大統領選挙と冬場における新型コロナウイルスの感染拡大状況という 2 つのテーマを巡って神経質な時間帯が続かざるを得ないだろう。現状ではドル高を見込む材料は多くないが、トランプ米大統領の劣勢がそこかしこで伝えられる中、仮に予想を覆して大勝するようなことがあれば大きくドル高に振れるリスクはある。こうした「トランプ勝利によるリフレトレード」は 4 年前の再現であり、完全否定されるものではない。しかし、金利が消滅し、拡張財政政策も既に出し尽くしていることを思えば、そのリフレトレードもそれほど糊代があるものではないというのが筆者の基本認識だ。

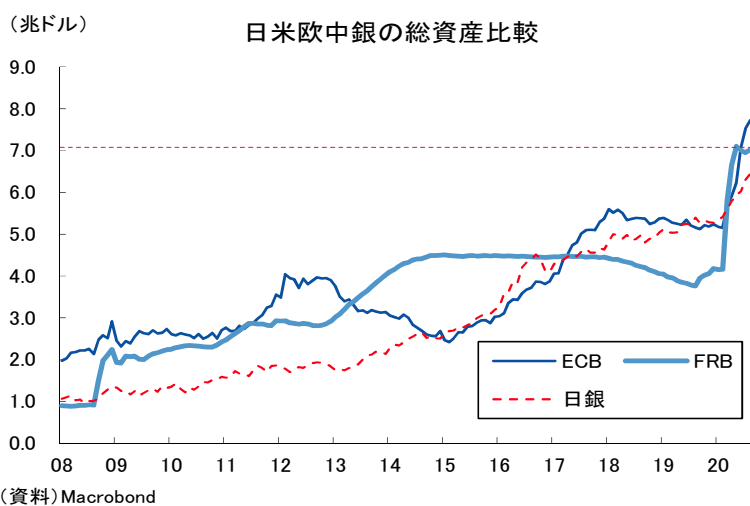
ところで、全体的に材料難の中、昨日はラガルド ECB 総裁が欧州議会の経済金融委員会 (the Committee on Economic and Monetary Affairs、通称 ECON) の公聴会で証言を行っている。一連のユーロ高けん制から容易に想像されたように、やはり同様の趣旨の発言が見られた。具体的には「8 月のインフレ率は▲0.2%となり、当面はマイナス圏で推移する見込みである。これはエネルギー価格の下落、強いユーロ、ドイツの付加価値税一時引き下げを受けた動きである」と述べている。これは 9 月 10 日の政策理事会後に述べていた「実際のところ大部分はユーロ高に起因している (largely attributable actually)」との発言と比べれば、若干控えめな表現に変わっている印象を受けた。やはり身内である独連邦銀行 (ブンデスバンク) からも苦言が呈されるほど露骨な通貨高けん制は自重する方針に変わってきたのかもしれない。そのほか「中期的なインフレ見通しに対する影響という観点から、為替動向を含めて今後明らかになる全ての情報を注意深く評価する」とも述べていたが、これは 9 月声明文に追加された表現を繰り返しているだけである (もっともその表現がやや踏み込んでいるわけだが)。公聴会全体を通じてサプライズは無かったものの、9 月下旬に入って

から比較的まとまった幅でユーロが調整していることを思えば、「ユーロ高の調整はまだ足りない」というラガルド総裁の、ひいては ECB の本音を読み取るべきなのかもしれない。

～人目に触れない中で ECB バランスシートは世界最大に～

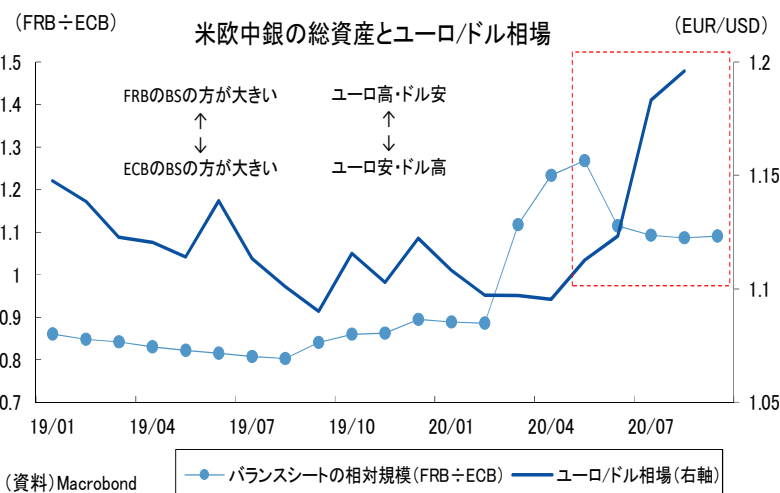
なお、激動の 4～6 月期こそ主要国の金融政策動向が注目されたが、それ以降は市場変動も小康状態となり、市場のテーマから中銀動向が外れつつある。しかし、新しい手は打たれなくとも異例の緩和措置は現在進行形で運営されている。こうした中、注目すべき変化もある。それはバランスシートの規模だ。恐らく、少なくない市場参加者は春先に打ち出された「無制限買い入れ」の強烈な印象から FRB のバランスシートが圧倒的な規模を誇ると考えているのではないか。実際、FRB の総資産が史上初めて 7 兆ドルを突破した 5 月、それは大きく取り上げられた。例えば 5 月 22 日付のロイターは『FRB のバランスシート、7 兆ドル突破 過去最高更新』と題した記事を配信している。その後、7 月 9 日付でロイターは『FRB のバランスシート、7 兆ドル割り込む レポ利用ゼロに』と報じているくらいであるから、7 兆ドルという節目が相応に注目されていたことが分かる。

しかし、7 兆ドルという水準に拘るのではあれば ECB も 6 月に突破していた。右図は日米欧のバランスシート規模(ドル建て)を比較したものである。バランスシート規模に関し、6 月に入ってから ECB は FRB と並び(厳密にはやや上回り)、7 月以降は FRB との差を拡げる状況にある。本稿執筆時点で最新の数字を比較すると(ECB は 9 月 18 日時点、FRB は 9 月 23 日時点)、ECB が 7.56 兆ドル、FRB が 7.09 兆ドルと相応に大きな差がある。人目に触れない中で ECB のバランスシートはいつの間にか世界最大となっていたのである。6 月以降、ユーロが対ドルで大幅上昇していたことを踏まえれば、ECB のバランスシートはこれでもドル建てで目減りしていることは留意しておきたい。



～中銀バランスシートと為替の関係～

こうした事実から読み取るべき論点とは何だろうか。複数考えられるが、最も強調すべきは中銀のバランスシート規模と為替レートの間に理論的な意味はないという事実である。上述したように、6 月以降、ECB のバランスシートは FRB のそれを凌駕し始めたが、為替市場ではちょうどその頃からユーロが対ドルで急騰し始めた。右図に示

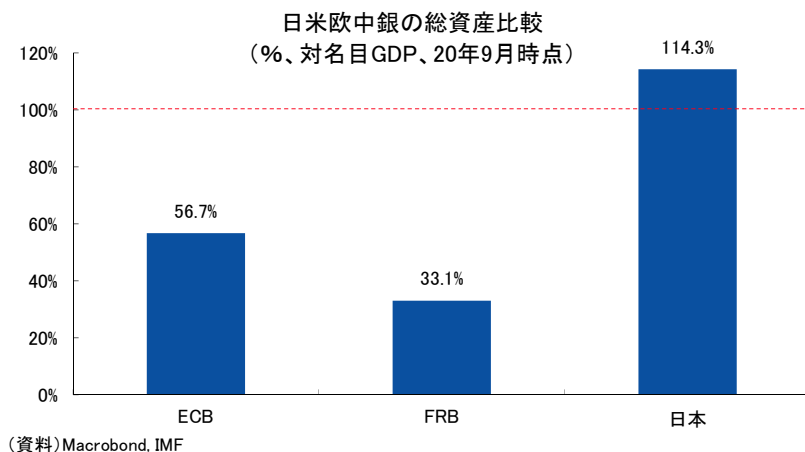


されるように、6 月以降はより大きなバランスシート規模である ECB の司るユーロが、より小さなバランスシートである FRB のドルに対して大幅に買われてきた。「量的緩和が通貨を押し下げる」という直感的な理解とは齟齬がある動きだろう。

こうした中銀バランスシートと為替の関係性は頻繁に日本で争点化してきたものである。ドル/円の世界では日銀と FRB のバランスシート(厳密にはベースマネーだが、ここではほぼ同義なので無視する)比率とドル/円の相関に注目し、「円安・ドル高が進まないのは日銀の緩和努力が足りないから」というロジックが断続的に浮上する。前頁図(上)を取り上げて、

「日銀の緩和不足」を指摘する向きも絶えない。俗にソロスチャートとして知られるこの考え方は、そのシンプルさから未だに信奉者が多いが、そもそも理論的な理解を欠いた考え方である。ベースマネーを主体として中銀のバランスシートが拡大しても、実体経済における貨幣量(いわゆるマネーサプライ)が増えなければ物価に影響を及ぼす筋合いはないし、物価に影響を与えられなければ為替に影響を与える筋合いも無い。ベースマネーを急増させてもマネーサプライ(ここでは端的に貸出と考えても良い)が急増してこなかったことは日米欧中銀の歴史が明示する通りだ。とりわけ、ソロスチャートへの関心が日本で高まるのは、先進国の中でも為替に対する執着が異様に強いのが日本くらいだからだろう。その証拠に「soros chart」と英語で検索しても上位に挙がってくるのは日本語サイトばかりである。最新時点の数字を使えば、経済規模対比で日銀ほど緩和している中銀は未だ世界には存在しないが(図)、そのような事実はソロスチャート信奉者に届かないことが多い。

6 月以降、ECB が世界最大のバランスシートを備えるようになった傍らで、ユーロ/ドル相場が急騰した事実はソロスチャートという考え方が根本的に使い物にならないことをはっきりと示唆したように思える。とはいえ、直情的な反応を示す参加者の多い為替市場において「世界最大のバランスシートを誇る ECB」という論点が注目を浴びた場合、それが理論的に正しいとは言えないにもかかわらず、ユーロ相場の上値を重くする時間帯は出てくる可能性も無視はできない。



市場営業部・金融市場部
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9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分) 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～ 二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月17日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月15日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月12日	FOMCを終えて～当分失われそうなるドル/円のボラティリティ～
2020年6月11日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月9日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月5日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月4日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年6月3日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月29日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月27日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月26日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？ アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月20日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～) 不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音 独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月19日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月17日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年5月12日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年5月8日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年5月7日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年5月6日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年5月4日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年5月3日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年5月2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5月1日	週末版(明らかにされたECB資産購入の実情～このベースではあと半年が限度～)