

# 今週のトピック – 2015年10月19日

グローバル経済状況の軟化に加え、通貨ユーロの上昇、ゼロ近辺のインフレ率は、今年末までの欧州中央銀行（ECB）による量的緩和（QE）拡大の可能性を高めていると見ています。

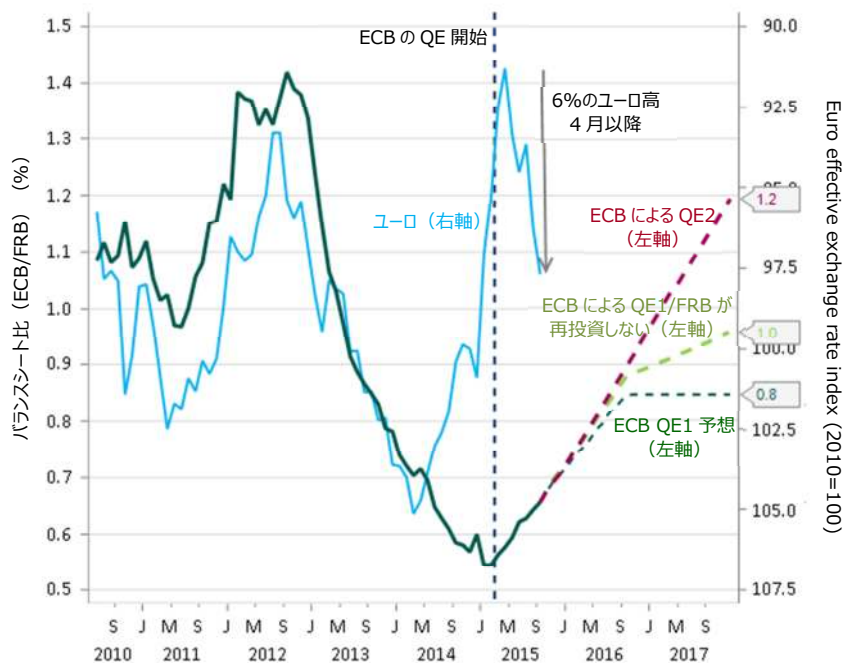
## 【QE2の可能性】

直近では FRB が利上げを行うことをためらい、バランスシートのサイズを削減していることも、望まざる通貨ユーロの上昇やインフレ目標を達成に対する確固たる姿勢を示すため、ECB が更なる努力をすることを促していると考えます。



**デビッド・ライリー**  
パートナー兼クレジット戦略ヘッド

図1. バランスシートの戦い：ECB 対 FRB



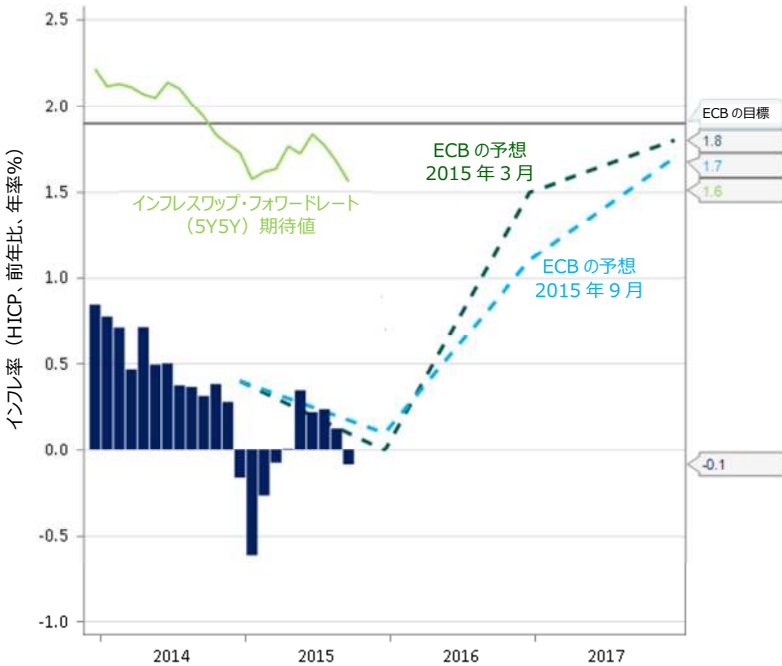
注意：「ECBによるQE1予想」は、2016年9月までの月次の600億ユーロの買入を前提としており、この間FRBの資産は一定としています。「ECBによるQE1/FRBが再投資しない」は、ECBが2016年9月まで月次で600億ユーロの買入を行い、FRBが保有する債券が償還以降再投資を行わないことによってFRBのバランスシートが縮小していくことを示しています。「ECBによるQE2」は、ECBが2016年1月から2017年12月まで月次で800億ユーロの買入を行い、FRBの総資産が一定であることを想定しています。

出所：Macrobond, Bluebay, 2015年9月末

直近の通貨ユーロの上昇は、バランスシートの規模（QEのストック効果）を含めた米金融政策見通しに関する期待の転換を少なくとも部分的に反映していると考えます。ECBによる「QE2」の発動は、FRBの金融政策が緩和的であることがユーロの為替レートに与える影響を一部緩和すると見られます。今週のチャートでは、通貨ユーロの為替レート（名目実効為替レート）の推移と、ECBとFRBのバランスシートの規模の定型化した予測値を示しています。今年3月にECBが月額600億ユーロの資産買入プログラムである「QE1」を開始したとき、投資家及び欧州の政治家はFRBが6月または9月に利上げを開始し、償還を迎える米国債及び資産担保証券を再投資に回さないことで自身のバランスシートを徐々に縮小していくことを予想していました。この予想は、上図の「ECBによるQE1/FRBが再投資しない」というシナリオ（黄緑色の点線）によって示されており、これら2つの中央銀行の資産規模が2017年末までに同等になることを意味しています。しかしながら、2015年にFRBが利上げを行わない可能性が強まるにつれて、FRBのバランスシートが縮小するとの見方も後退しています。FRBのバランスシートの規模が今後2年間一定であったと仮定し、ECBのQE1が2016年6月に終了した場合、ECBのバランスシートはFRBと比較して非常に小さい規模に留まります（濃い緑色の線）。「ECBによるQE2」のシナリオ（赤の点線）は、ECBが12月3日に開かれる会合で、資産購入額を月額800億ユーロに増額し、2016年9月以降も行うことを発表すると仮定したものです。

ECB が 10 月 22 日に開かれる予定の会合で QE2 を発動するとの見方は、先週オーストリア中銀総裁であるノボトニー氏が、「インフレ率は、2%をやや下回るがそれに近い水準という ECB の目標を明らかに下回っており、(中略)目標達成には追加措置が必要になるだろう」と発言したことによって加速しました。ノボトニー氏の発言の直後にユーロの下落及びドイツ国債金利の低下を招いた通貨及び債券のトレーダーの行動は、ノボトニー氏の発言が ECB の現状の資産買入プログラムの早期の拡大を示唆するものであるとの過剰な期待を反映したものであると見ています。いずれにせよ、ECB は外需の悪化、インフレ見通しの引き下げ、また今年 4 月からの 6%以上もの通貨ユーロの上昇(貿易加重ベース)への対応として、最終的に QE の延長または拡大に迫られることと見ています。

図 2. インフレ見通しは低下基調



出所：ECB, Macrobond, 2015 年 10 月 16 日

ドラギ ECB 総裁は、ECB が 2016 年 9 月末まで、またインフレが目標達成に向け持続可能な道筋にあることを ECB が確認できるまで、月額 600 億ユーロの資産買入を行うと発表しています。今年 3 月には国債の買入も含む包括的な QE が開始され、ECB は足元で 3,420 億ユーロの国債(及び国際機関債)、1,210 億ユーロのカバード・ボンド、130 億ユーロの資産担保証券を保有しています。QE2 は、現在の 2016 年 9 月という明確な期限をなくすことで、インフレを目標に近づけるための巨額の資産購入に対する ECB のより強い意志を意味します。

ただし、ECB の資産購入にあたっては事務的な障壁も存在します。購入対象となる債券において ECB の保有上限が定められていること、利回りが中銀預金金利である -0.2%をさらに下回る債券を購入してはいけないこと、国債の購入額は各国中央銀行の ECB への出資比率に応じて決定するなどの制約です。ECB は既にこれらの制約を緩和させ始めており、直近では購入対象となる債券のリストに、国有企業が発行する債券を加えました。ブルーベイでは、ECB が購入対象に民間企業や銀行の債券(及び銀行ローン)を含めることは想定していません。これに伴う信用リスクと、銀行の規制機関としての ECB の役割を踏まえれば想定しづらいためです。ただし一方で、ECB は、選択すれば柔軟に対応できる余地を示しており、ブルーベイでは、QE2 において購入対象を拡大する可能性を完全に排除してはいません。最後に、ドラギ総裁は以前、金利は実質的な下限に達しているとの見解を示したものの、ECB は(現在 -0.2%である)中銀預金金利をさらにマイナス圏に引き下げること可能です。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
 関東財務局長(金商)第 1029 号  
 加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点(2015年10月19日)のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。