

みずほマーケット・トピック(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～

今週 16 日の ECB 政策理事会は現状維持を予想。拡大資産購入プログラム(APP)の再増枠は直ぐにでも必要な状況と見受けられるが、直近のラガルド ECB 総裁のインタビューは明らかに現状維持の意図を示している。同総裁は「これまでの実施した政策によって、経済データを注意深く評価する十分な時間(quite a bit of time)がある」と発言。さらに今週末の臨時 EU 首脳会議を念頭に復興基金を「本当のゲームチェンジャー(a real game-changer)」と表現しており、言外に「中央銀行(金融政策)よりも政治(財政政策)の出番」というメッセージを発している。なお、インタビューではしばらく控えられていた気候変動対策についても言及も見られた。APP 再増枠との関連で言えば、「再増枠分についてはグリーンボンドを盛り込む」などの話が出てくる可能性はあるだろう。それが正しい措置とは思わないが、今の欧州ではそれがまかり通りそうだ。

### ～示唆に富んだラガルド ECB 総裁インタビュー～

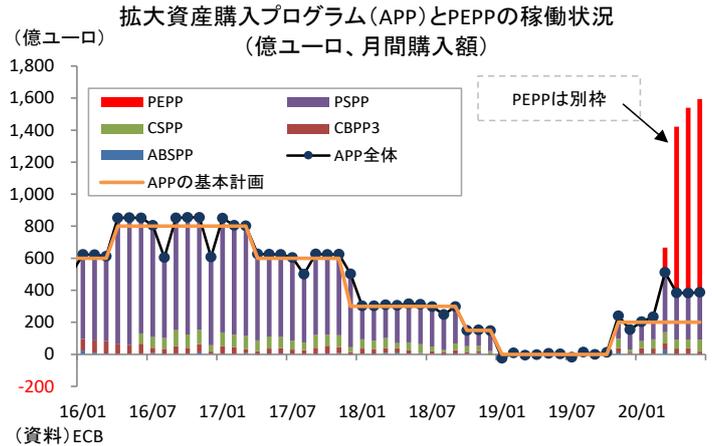
今週 16 日には ECB 政策理事会があるのでプレビューしておきたい。今回は現状維持を見込む。追加緩和の可能性および必要性について思うところがないわけではないが、7月8日付の英フィナンシャルタイムズ紙に掲載されたラガルド ECB 総裁のインタビュー<sup>1</sup>からは現状維持の意図が見て取れた。確かに、インタビュー中、ラガルド総裁は「ユーロを守る ECB の努力に際限は無い(“no limits”)」と述べ、かつてのドラギ元総裁の名言“whatever it takes”を彷彿とさせる積極性を垣間見せているが、従前の ECB の対応について「効率的に効果をあげており、状況に上手く適応している。これにより金融市場は劇的に(enormously)に落ち着いている」と述べ、政策運営の現状に満足しているように見受けられる。極めつけに「これまでの実施した政策によって、経済データを注意深く評価する十分な時間(quite a bit of time)がある」とも述べていることから、ほぼ現状維持で決まりだろう。なお、ラガルド総裁は今週末の臨時 EU 首脳会議を念頭に復興基金について「本当のゲームチェンジャー(a real game-changer)」と述べているが、これは言外に「中央銀行(金融政策)よりも政治(財政政策)の出番」というメッセージなのだろう。

### ～APPの再増枠は時間の問題～

とはいえ、先週の本欄でも議論したように、追加緩和の可能性がないわけではない。6月末時点でパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)は計 1.35 兆ユーロ、現在の購入実績は 3550 億ユーロであるため、残枠は 9950 億ユーロと余裕がある。しかし、もう 1 つの購入プログラムである拡大資産購入プログラム(APP)は定例の「月額 200 億ユーロ」はさておき、3月に設定された「2020年中に使えるコロナ対応枠としての 1200 億ユーロ」が既に 865 億ユーロを使っており、残りは 335 億ユーロ

<sup>1</sup> Financial Times, “Christine Lagarde’s learning curve: ECB boss on ‘brutal’ coronavirus crisis” July 8 2020

である。このペースが続けば、9月以降、APPは概ね定例の200億ユーロ分に戻ることが予想される。もちろん、ラガルド総裁の言う通り、「既存対応が効果を上げているので静観」で通すこともできる。また、残り335億ユーロを極めて広く薄く使って行けば増枠分は9月以降も残る。いや、現状が落ち着いているのならば335億ユーロは使わないまま温存（APPは月額200億ユーロのみ）で割り切ることも可能だろう。全体の



仕上がりは PEPP 次第なのだからそれでも市場は大して騒がない。今週、現状維持の決定になるとすれば、恐らくはそのような基本認識が働いた結果になると思われる。しかし、APP の増枠分が枯渇寸前にあるという事実が変わるわけではないため、第二波ありきで展望を描くのならば、再増枠は時間の問題とも言える。9月のスタッフ見直し改定で決断を下してくる可能性は十分考えられる。

### ～APP 再増枠はグリーンボンド購入？～

なお、冒頭紹介したインタビューでラガルド総裁は「気候変動と戦うために考え得るあらゆる方法を探りたい (explore every avenue available)」と述べている。かねてから高い関心を見せていた環境問題への言及であり、主張自体に意外感はない。とはいえ、危機を背景としてこの種の大きな話（ほかにはデジタルユーロなど）は控えられてきた印象があった。記事中でも「全ての危機のベテラン (a veteran of all crises)」との異名が紹介されているが、豊富な経験から既に現状に見切りをつけており、「次の局面」に目を向けているという心境なのだろうか。

実際のところ、このようなラガルド発言は将来的なグリーンボンド購入や環境に配慮している企業の社債に対する掛け目優遇などと言った施策に繋がってくる可能性がある。記事中ではこのコメントを「ECB が世界で最初にグリーンボンドを資産購入プログラムの対象に盛り込む中央銀行になることを示唆したもの」として紹介している。過去の本欄でも主張したように、筆者は中央銀行が気候変動と戦う必要があるとは全く思わないが、欧州では違和感なく話が進みそうである。例えば、上述の APP 再増枠との関連で言えば、「再増枠分についてはグリーンボンドを盛り込む」などの話は出てくる可能性はあるだろう。しかしながら、現在進んでいる政策戦略の包括見直し完了前（終了は2021年以降）に環境問題を念頭に置いた政策運営がどれほど可能なのかは疑義が残る。

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](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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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「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～
2020年6月17日	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15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12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11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9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8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5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4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3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5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPIに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26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22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20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？
2020年5月19日	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15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？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7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1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4月28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4月24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4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21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4月17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4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
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～
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～)
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返す～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～「抜かざるの宝刀」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」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	プレグジット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～)