みずほマーケット・トピック(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～

足許のユーロ売りは単純に過去 2 か月間で傾斜したポジションが清算されているだけであり、悪化した PMI はその口実に過ぎない。域内の経済・金融情勢が予断を許さないものであることを ECB は自覚している。先週 20 日に公表された ECB 政策理事会の議事要旨(7月15～16日開催分)を踏まえれば、総額 1.35 兆ユーロにのぼるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)は物価情勢の不安定さを踏まえ、「全部使う」が公式見解と見受けられる。アップサイドのサプライズがよほど無い限り、途中で打ち切られることはなさそう。また、過去最大の規模に及んだターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の流動性が如何に実体経済に流し込まれるのか(貸出に回るのか)という論点は、当面の ECB が抱く大きな問題意識になっている模様。議事要旨中には議論が見られなかったものの、域内の感染再拡大が不安視される中、拡大資産購入プログラム(APP)の再増枠が 9 月 10 日の会合で検討される可能性は否定できず。

～PMI はユーロ売りの口実～

8 月も最終週に差し掛かった。7 月から加速してきたドル全面安は 8 月に入り小康を得たものの、反転とまで評価して良いのかは疑問も残る。ドル相場が値を戻しているのは先週 21 日に発表されたユーロ圏 8 月総合 PMI が 51.6 と上昇を見込んでいた市場予想の中心(55.0)から大きく乖離したことでユーロ売りが加速したことの裏返しだろう。この PMI の動きは主にサービス業 PMI が 50.1 と前月比▲4 ポイントも下落したことの影響である。8 月に入ってから新型コロナウイルス感染の再拡大を受け、一部加盟国で営業時間短縮などの行動制限が再び導入されたことの影響である。サービス業 PMI とは対照的に、製造業 PMI が 51.7 と前月比▲0.1 ポイントの低下にとどまったことからその事実は窺い知れる。製造業に関しては、中国や新興国向けに輸出の伸びが復調にあるため、落ち込みは軽減されているのだろう。とはいえ、新型コロナウイルスの感染が押さえ込めていないのは米国や日本も同様であり、ユーロだけが大きく売られる理由にはなるまい。単純に過去 2 か月間で傾斜したポジションが清算されているだけであり、PMI はその口実に過ぎないと考えたい。

～極めて底堅いユーロ相場～

ところでユーロと言えば、先週 20 日には、ECB から政策理事会の議事要旨(7月15～16日開催分)が公表されている。同会合自体は「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を使い切るべきか否か」および「域内与信環境をどう評価すべきか」といった論点が注目された会合であったが、市場の関心がそれほど大きい会合ではなかった。しかし、「次の一手」を検討する上では相応に参考になる情報も多数含まれていたため整理しておきたい。

会合全体として、経済・金融情勢が「悲観の極み」から脱却していることに焦点が当てられた印象が強く、冒頭、シュナーベル ECB 理事も市場安定の背景として 3 つの論点を指摘している。それ

は①感染再拡大があったとしても、よりの絞った行動制限 (more targeted restrictions on economic activity) になると市場参加者が考えていること、②域内投資家は依然、流動性が高く、現金を厚めに保有していること(≒域内投資家にリスク許容度の改善がさらに見込めること)、③金融政策によるリスクプレミアム抑制が続くこと(6月会合のPEPP拡大・延長および再投資方針決定でその期待が一段と強まっていること)を指摘している。ECB が強調したいのは当然③であり、PEPP や TLTRO3 が効果を上げているという記述は議事要旨のそこかしこに見て取れた。

～PEPPの使用ペースについて～

会合時点で話題となったPEPPの使用枠に関する議論を振り返っておきたい。この点、議事要旨中には「PEPPの備える柔軟性を踏まえれば、ネット購入額の枠(the net purchase envelope)は天井(a ceiling)と見なすべきであって、目標(a target)と見なすべきではない」という記述があった。これに続けて、「今後明らかになってくるデータがアップサイドのサプライズをもたらすものであったり、6月見通しにまつわるダウンサイドリスクが後退したりした場合、PEPPの(1.35兆ドルという)総枠を全て使わない可能性が高まる」という議論の跡が見られている。

一方、PEPPが①域内の政策波及経路を円滑なものにすることのほか、②パンデミック危機に起因する中期的な物価安定にまつわるリスクを軽減することといった2つの目的(the dual objective)を念頭に置いた設計である以上、現行シナリオ(≒6月見通し)を踏まえれば、全額使用されるべきという反論も見られている。この論点に関しては会合後の会見でも「PEPPは全額使われる必要はなく、幾分か残しておくことが可能という提案をどう思うか」との質問があり、ラガルド ECB 総裁が「著しいアップサイドサプライズ(significant upside surprises)がない限り、我々のベースシナリオではPEPPの残枠全て(the entire envelope of the PEPP)を使う見込み」と断言し、「COVID-19以前のインフレ軌道(the trajectory of inflation pace pre-COVID-19)」に復帰するためには、PEPPを使い続ける必要があるとも強調している。基本的には「全額使う」がECBの現時点の公式見解である。

ECBの胸中を要約すると、PEPPにはシステミックリスクの抑制という機能のほか、景気刺激策としての機能もあるという解釈であり、前者の機能は効果をあげているものの、後者の機能は道半ばという整理なのだろう。ここからは邪推だが、PEPPを「システミックリスクだけではなく景気刺激策(≒物価浮揚策)でもある」という整理にしておかなければ、ドイツやオランダなどから「システミックリスクはもう落ち着いたのでPEPPは打ち切るべき」という声が上がってきかねないのだと思われる。

なお、今回の議事要旨ではチーフエコノミストであるレーン理事の分析において物価(HICP)について「原油価格の上昇もあってヘッドラインのインフレ率は戻しているものの、依然として概ね(前年比で)ゼロ%であるし、構成品目の30%が依然として下落している」との指摘が見られた。これはドイツの付加価値税(VAT)引き下げといった特殊要因も寄与しているものの、サービスや非エネルギー財に下落圧力がかかったことで基調的なインフレ率が低下するという、より本質的な事実も指摘されている。物価情勢が予断を許さない以上、PEPPの全額利用は当然導き出される結論になる。

～注目される貸出～

もう1つの注目論点がターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)にまつわる議論だ。過去

の本欄¹でも議論したように、6月18日に実施されたTLTRO3(第4回入札分)はグロスで約1兆3084億ユーロ、借り換え分を差し引いたネットでも5415億ユーロと過去最大の引き合いを集めた。これは入札額について少なくとも▲0.50%(貸出実績を積んだ場合で最大▲1.00%)の金利減免が受けられるという破格の条件の賜物だが、結果として「実体経済への貸出波及効果については厳密な監視が必要となる(the pass-through to lending to the real economy was seen as calling for close monitoring)」という問題意識が浮上している。

こうした議論からは、かつてドラギバズーカと呼ばれた36か月物LTROで供給された1兆187億ユーロ(それぞれ2011年12月22日の第1回分が4892億ユーロ、2012年3月1日の第2回分が5295億ユーロ)が殆ど貸出に繋がらなかったという批判が思い返される。その批判から生まれた枠組みこそが貸出実績連動型のTLTROというスキームだが、危機対応を繰り返し、仕様を刷新していくうちに用途制限が緩くなってきた経緯があり、今では利用するだけで金利減免が得られるようになった。7月会合時点では政府保証の存在が銀行貸出を支えており、TLTRO3で得られた原資がどのように利用されるのかに関してはさらなる分析が必要との指摘も見られている。TLTRO3の流動性が如何に実体経済に流し込まれるのかという論点は、当面のECBが抱く大きな問題意識の1つになっているものと考えられる。

～APPの再増枠は9月のテーマになるか～

なお、過去の本欄でも議論したが、拡大資産購入プログラム(APP)に付されている年間の増枠分(1200億ユーロ)は早ければ10月にも使い果たす見通しだ。スタッフ見直し改定が行われる9月のタイミングで再増枠が検討されても不思議ではないが、今回の議事要旨で直接の言及は見られなかった。金融・経済情勢の持ち直しがテーマとなった7月会合時点では意識が向かなかったのかもしれない。だが、冒頭述べたように、8月に入り、米国に比べて押さえ込みが奏功していたと言われる欧州各国の新型コロナウイルスの感染対策に綻びも指摘され始めており、それが景況感にも影響を与え始めている。9月10日の政策理事会時の状況次第では、APPの再増枠という可能性は十分予想される展開ではないだろうか。

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。

¹ 本欄 2020年6月22日号『ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」』をご参照下さい。

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
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～
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～当分失われそうなるドル/円のポラリティ～
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～PEPP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～立ち足はかかる「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」～