

みずほマーケット・トピック(2020年9月8日)

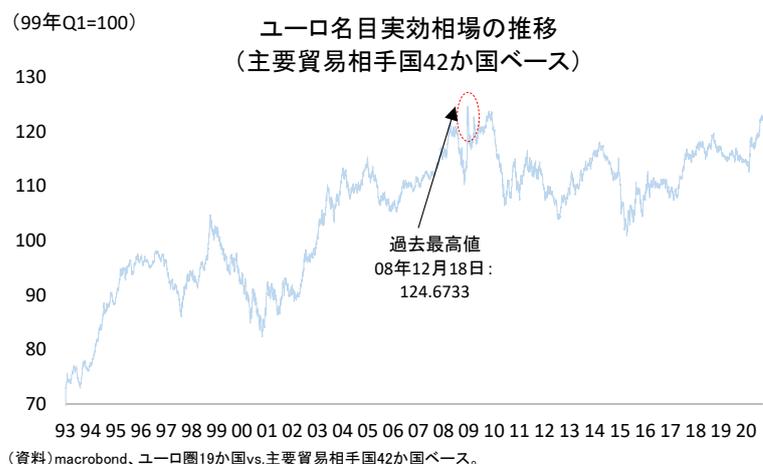
ECB 政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～

今週 10 日の ECB 政策理事会をプレビュー。現状維持を予想するが、10 月以降の伏線が張られる可能性は十分ある。注目したい論点は 3 つ。①ユーロ高への見解、②パンデミック緊急購入プログラムの使用ペース、③拡大資産購入プログラムの再増枠可否だ。②は使い切りを、③は将来的な増枠の可能性を示唆するに今回はとどめるだろう。今回、最も注目したいのは③の論点。過去の ECB 論文を元にすれば、1%のユーロ高は 1 年後に関し、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)を▲0.07%ポイント、実質 GDP 成長率を▲0.11%ポイント押し下げるとされている。現状、ユーロの名目実効相場は過去最高水準に迫っており、通貨高がユーロ圏経済そしてインフレ率に与える影響は当然、問題意識として浮上してくる可能性がある。なお、一部報道によれば、ECB 政策理事会の一部メンバーがユーロ高を懸念し始めており、とりわけ FRB のアベレージ・ターゲットの存在がユーロ相場を押し上げているとの見解も出ている模様。率直に無理がある印象だが、FRB の新戦略が ECB の戦略見直しに影響する可能性まで取り沙汰されている。

～遂に見えてきたユーロの最高値(名目実効ベース)～

今週 10 日には ECB 政策理事会があるので簡単にプレビューをしておきたい。結論から言えば、今回は現状維持が見込まれる。だが、10 月以降の伏線が張られる可能性は十分あるだろう。注目したい論点は 3 つある。それは①ユーロ高への見解、②パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の使用ペース、③拡大資産購入プログラム(APP)の再増枠可否である。このうち②や③については過去の本欄でも繰り返し議論してきたことなので今回は割愛する。②は使い切りを、③は将来的な増枠の可能性を示唆するに今回はとどめるというのが筆者の予想である。

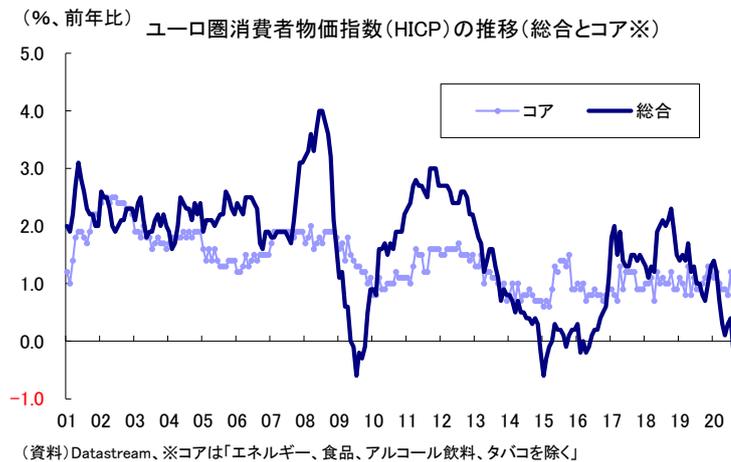
今回、最も注目したいのは③の論点であり、ECB 政策理事会が最近のユーロ高をどう考えているかはやはり気がかりである。過去、ECB は自身のワーキングペーパー『The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the Euro area (Aug.2007)』の中で 1%のユーロ高がもたらす影響を試算したことがある。これによれば 1 年後(4 四半期後)に関し、ユーロ圏消費者物価指



数(HICP)を▲0.07%ポイント、実質 GDP 成長率を▲0.11%ポイント押し下げるとされている。ちなみに 2 年後(8 四半期後)ならばそれぞれ▲0.14%ポイント、▲0.14%ポイントだ。例えばユーロ/ド

ル相場は 3 月の安値から+12%以上上昇しており、ECB が発表する日次の名目実効為替相場 (NEER、ECB 公表の主要貿易相手国 42 か国ベース) では+4.3%上昇している。NEER の上昇幅を元にすれば、1 年後の HICP は▲0.28%ポイント、実質 GDP 成長率は 0.44%ポイント押し下げられる恐れがある。なお、前頁図に示される通りだが、NEER に関しては、伸び率もさることながら、水準としても 2008 年 12 月に記録した過去最高が目前に迫っている。通貨高がユーロ圏経済そしてインフレ率に与える影響は当然、問題意識として浮上してきていても不思議ではない。

7 月政策理事会の議事要旨を見る限り¹、そうした問題意識はまだ大きくなさそうだが、9 月 1 日に公表された HICP は前年同月比▲0.2%と約 4 年ぶりのマイナスを記録している(図)。これはエネルギー価格の下落(同▲7.8%)によるところが大きいですが、食品、アルコール飲料・タバコを除いたコアベースでも同+0.4%と過去最低を記録している。こうした HICP の低迷と足許のユーロ高との因果関係は明らかではないが、中央銀行としては理論的な見地に立ち、物価下振れへの懸念を表明する流れになっても不思議ではない。



～欧米の金融政策戦略、比較論～

今のところ、イタリアやフランスなど、ユーロ高となれば積極的に意見表明する加盟国の高官が実名で懸念表明するには至っていない。しかし、9 月 3 日の英フィナンシャル・タイムズ電子版は『Rising euro stokes ECB worries over falling prices』と題し、複数の政策理事会メンバーが「ユーロ高で景気回復が妨げられる可能性を懸念している」と報じている。この一報でユーロ売りが膨らんだのは周知の通りだ。記事中では匿名の政策理事会メンバーの発言として「大きくなりつつある懸念であって、巨大(な懸念)とは言えない。しかし、この流れが続けば大きな懸念になるため、我々は注視しなければならない」との発言が紹介されている。

ユーロ圏経済は輸出依存型の経済構造であることから、このような懸念は極めて自然であり、定番の反応とも言える。だが、同記事中には FRB の政策運営との対比に言及があったことも明らかにされており、これは興味深いものであった。周知の通り、ジャクソンホール経済シンポジウムのタイミングに合わせ、FRB は臨時 FOMC を開催し、物価目標について「平均で 2%」を実現すれば構わないというアベレージ・ターゲットと称した政策運営方針を決定している。要するに、「インフレ率が 2%を超えていても期間平均で 2%を超えるまでは緩和を継続させる」というオーバーシュートを約束したものである。記事によれば、この FRB の決定を受けて、一部の政策理事会メンバーは「ユーロ圏の金利が構造的に高いと市場から解釈されているかもしれず、それによってさらなるユーロ高が促されている」との懸念を抱いているようである。過去の本欄でも議論したが²、FRB の新戦略であ

¹ 本欄 2020 年 8 月 24 日号『ECB 政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解』をご参照下さい

² 本欄 2020 年 8 月 28 日号『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

るアベレージ・ターゲットは現状追認の方便であって、インフレ期待が非線形に上振れするような事態ではあっさり反故にされる口約束に過ぎないと筆者は考えている。ユーロの対ドル相場が3月の安値から+12%以上も上昇していることを思えば、やはりECBとしては無視できない論点なのかもしれないが、そもそも6月から始まったユーロ高が、8月下旬に決定されたアベレージ・ターゲットとそれほど関係があるとは思えないというのが筆者の基本認識である。

ちなみに記事中ではこうしたFRBの新たな政策運営方針が「来年中に金融政策の戦略見直しを完了するECBにとって圧力になる」との記述が見られている。率直に言って、目先のユーロ高をけん制するために中央銀行の骨格とも言える戦略見直しのあるべき姿を修正するのは不適切だと筆者は考えるが、それほどまでに切迫感を持ってユーロ高を受け止めているメンバーが存在することなのだろう。今回の政策理事会では、ユーロ高や資産購入プログラムなどに限らず、戦略見直しのような大きな論点についても何らかの情報発信が行われるのか注目した方が良さそうである。

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

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。

～』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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) 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	「ユーロにあつて円に無いもの」～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?
2020年5月20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19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15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14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12日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月8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7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世界経済見直し～)
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」