

みずほマーケット・トピック(2020年10月29日)

## ECB 政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～

域内各国でロックダウンの再導入が決断され始めている中、ECB はどう動くだろうか。既に「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の規模が4000億ユーロ拡大され、期限も2021年末まで6か月間延長される可能性」が報じられているが、これは妥当な線。PEPPの総枠にはまだ余裕があり、2021年6月末まで余裕を持った運営が可能である。よってその拡大は差し迫った選択肢とは言えないが、①新型コロナウイルスの感染第2波、そして②収まる気配の無いユーロ高を踏まえれば、緩和の意思くらいは今回示すべきだろう。周知の通り、①は無視できない動きに発展しており、今後、ハードデータが崩れてくる展開は不可避。こうした状況だからこそ②のユーロ高が無視できないという事情もある。域内物価情勢が深刻な状況にあることを踏まえれば、ユーロ高はいつでも追加緩和の理由になり得る。例えばPEPPを半年間延長して5000億ユーロ拡大する案などはさほど難しい選択肢ではない。しかし、ユーロ高の機運は変わらないだろう。

### ～日米欧、金融政策決定会合へ：一番手はECB～

新型コロナウイルスの感染拡大に関し、欧米での本格的な第2波が到来する中、為替市場ではじわじわとリスク回避先として円に資金が流れる雰囲気を感じられ、昨日のドル/円相場は104.10円付近まで値を下げている。今のところ、欧米株価の下げに比べて円高は抑制されている印象だが、104円を割り込むと一気に年初来安値の101.18円が見えてくる。日本経済にとっては不可抗力の流れであり、にわかに政府・日銀にとっては臨戦態勢と言えるムードになってきたと言えるだろう。こうした中、今週から来週にかけては日米欧三極で金融政策決定会合が開催される。結果は日銀、ECBそしてFRBの順で公表され、政策を後出しできない分、日銀は難しい判断が迫られる。

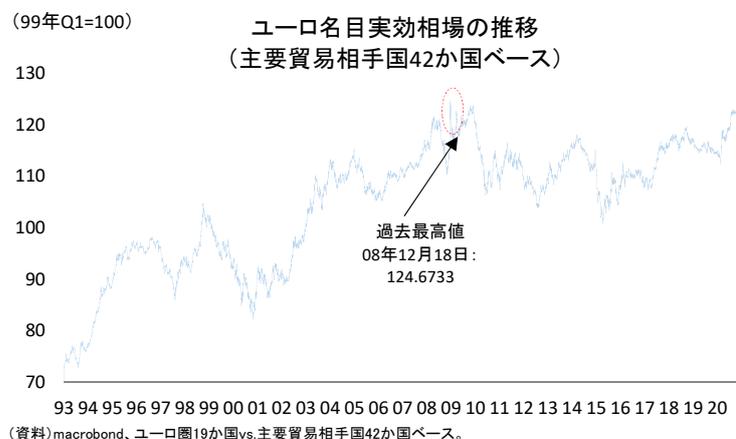
また、域内各国でロックダウンの再導入が決断され始めている中、今晚のECBの挙動も注目である。10月はECBの政策変更に関していくつか気になる報道が見られた。特に10月初めには一部金融機関の予想として12月にもパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の規模が4000億ユーロ拡大され、期限も2021年末まで6か月間延長される可能性が報じられたことが話題となった。PEPPは「悲観の極み」であった3月の臨時会合を経て総額7500億ユーロ規模で導入された後、6月の定例会合で6000億ユーロが上乘せされ、現在は総枠1.35兆ユーロを誇っている。

結論から言えば、この総枠にはまだ余裕がある。PEPPの使用実績は10月23日時点で6169億ユーロだ。現在のECBの運営方針では「2021年6月末までに残額(7331億ユーロ)全て使い切る」が既定路線であるため、今後6か月間で7331億ユーロ、1か月当たり1222億ユーロの枠が残されているイメージになる。導入以来の過去7か月間の月平均使用額(約810億ユーロ)と照らし合わせれば、十分な残額と言える。ちなみにこれまで最も使われたのが6月の1203億ユーロであるが、このペースで毎月買い続けても2021年6月末まで継続可能であるから、PEPP拡大は全く持って差し迫った選択肢とは言えない。市場期待に催促されて貴重なカードを切るならば今ではないように思う。

## ～追加緩和が検討される2つの理由～

だが、今回の会合で決断は見送るにしても、確かに12月の追加緩和を予告するような情報発信はあり得る。理由は①新型コロナウイルスの感染第2波、そして②収まる気配の無いユーロ高、である。周知の通り、①はいよいよ無視できない動きに発展している。昨日はドイツおよびフランスでも1か月間の行動制限が発表され、第2波がまさに到来している最中と言える。既に景況感指数などのソフトデータは崩れ始めており、生産や消費といったハードデータへの波及は必至の醸成である。もっとも、春先のような厳格な経済活動停止ではないため影響も限定的なものになるはずだが、ECBがこれを見過ごすのも難しい状況と見受けられる。この①の要因に関しては、「本格的な冬場が到来する今後3か月程度で悪化することはあっても改善することはない」というのが巷の想定だろう。とすれば、フォワードルッキングな政策運営という意味では次会合における追加緩和を示唆するくらいの仕草は必要と考えられる。会見でも行動制限に絡めた質問は多く出ると思われる。

また、このような状況だからこそ②のユーロ高が無視できないという事情もある。10月下旬に入っても、ユーロの名目実効相場(主要貿易相手国42か国ベース、図)は高止まりしたままであり、過去最高値を窺う状況が続いている。実体経済が弱まっているところに、こうしたユーロ相場の高止まりが重なれば、外需依存型のユーロ圏経済は浮揚のきっかけを失



う。また、過去の本欄<sup>1</sup>でも詳しく議論したように、既に物価情勢はサービス物価を含めて腰折れの兆候も見られる。デフレの粘着性の強さは周知の通りであり、日本化回避という観点から「毎会合が正念場」という認識になっていても不思議ではない(気候変動抑制に熱心なラガルド総裁の言動を見る限り、そこまで切羽詰まっていなくても見えるが)。既に全員一致が必要な声明文においてユーロ高がけん制されている以上、これを理由に「次の一手」が模索される可能性は低くない。

## ～期間延長とセットならばハードルは高くない～

追加緩和はマイナス金利引き下げではなく、やはりPEPP拡大となる公算が大きい。実際のところ、そのハードルも大して高くないからだ。というのも、上述した資産購入ペースの現状と展望はあくまで「2021年6月末まで」を前提とした場合の議論である。仮に、これを「2021年12月末まで」とするならば、期間に応じた増額が必要になる。「2021年6月末まで」を変えずに総枠を増やすことは難しいが、6か月間の期間延長に合わせた増額などは無理のない判断である。先ほど見た通り、これまでの実績が月平均810億ユーロなのだから、その6か月分で4860億ユーロだ。例えば5000億ユーロを増枠して総枠を1.85兆ユーロにする判断などは十分考えられる。2021年末まで引っ張っておけば、途中で使う必要がなくなる可能性もある。結果として「見せ金」になることに関して市場が気にかけることもないだろう。現状においてECBがやってはならない情報発信は「春先の状況とは異なり、

<sup>1</sup> 本欄 2020年10月8日号『深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢』をご参照下さい。

必要な措置は全て講じている」と突っぱねてしまうことだろう。こうなると失望から株や債券は売られる可能性はある。上述した通り、ここから①の要因(新型コロナウイルスの感染第2波)が改善する可能性が低い以上、有事に対して果敢に動くという姿勢を見せておかねばならない。但し、現状では追加緩和をしても「ドルの過剰感」が払しょくされない以上、ユーロ高は続くであろうし、追加緩和を見送ってもそれを理由にユーロが買われることが予想される。かつて日銀や日本円が通った道であり、このような時間帯で考えるべきは無駄にカードを消費せず、上手くやり過ごすことである。

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](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10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・フレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	フレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
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～立ちほだかる「新ハンザ同盟」の壁～)