

みずほマーケット・トピック(2020 年 11 月 12 日)

結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～

昨日はラガルド ECB 総裁にとって初となる ECB 年次フォーラムが開催された。ラガルド総裁は講演の中で「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)とターゲット型長期流動性供給(TLTRO)は現在の環境で効果が証明されており、新型コロナウイルスの感染拡大状況に合わせて精力的(dynamically)に調整可能」と発言。12 月の追加緩和が既定路線であり、その中身が PEPP と TLTRO の調整であることが半ば発表された格好。しかし、感染第 2 波が到来し、実体経済の弱含みが懸念される状況とは裏腹に、5 月以降続くユーロ高は収束の気配がない。名目実効為替相場(NEER)ベースで史上最高値を窺う展開が続いている。声明文でも懸念されているユーロ高に対し、12 月緩和はその抑制に寄与する効果が期待されるが、これまでの経緯に鑑みれば「量」は通貨高抑制に無力だったと言わざるを得ない。6 月以降、ECB が FRB の BS 規模を凌駕し、世界最大の BS を擁する中央銀行になった後もユーロは対ドルで上昇し続けている。

～ラガルド総裁にとっては初の ECB 年次フォーラム～

昨日は ECB 年次フォーラムがオンライン開催されている。毎年 6 月にポルトガルのシントラで開催される年次フォーラムは FRB のジャクソンホール経済シンポジウムと並んで注目されるようになっていた。これは 2017 年 6 月の「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」というドラギ元 ECB 総裁の発言がユーロ相場の急騰をもたらして以来、ECB 総裁のシントラ講演が取引材料として市民権を得始めていた。しかし、今年は 6 月の実施が難しく、しかもオンラインというイレギュラー開催となり、昨日開催のスケジュールを認識していない参加者も多かったのではないかと思われる。

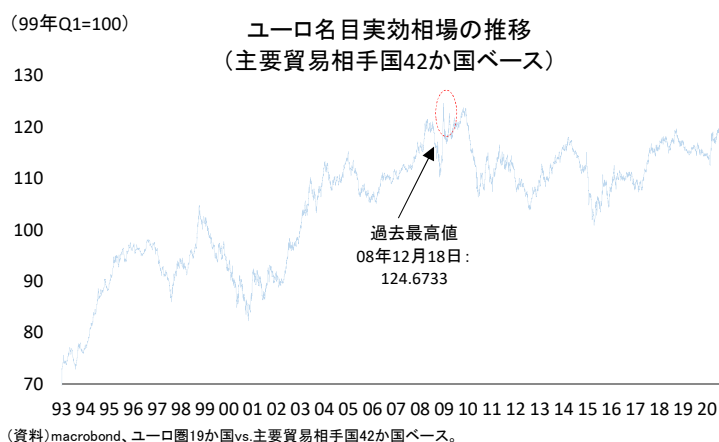
ラガルド ECB 総裁にとっては初の年次フォーラムとなり、その講演内容は筆者も注目していた。内容は概ね予想通りで、元々 10 月会合で予告されていた 12 月会合の追加緩和の可能性を改めて強調したという風情であった。具体的にラガルド総裁は「全ての選択肢が協議の対象ではあるが、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)とターゲット型長期流動性供給(TLTRO)は現在の環境で効果が証明されており、新型コロナウイルスの感染拡大状況に合わせて精力的(dynamically)に調整可能である」と述べている。「それゆえ、金融政策を調整する際、これらが引き続き主要なツールとなりそうだ」と述べている。12 月の追加緩和が既定路線であり、その中身が PEPP と TLTRO の調整であることまでが半ば発表された格好である。

こうした率直な情報発信はその瞬間は好意的に評価されるものだが、実際に決定された場合、失望を招きやすいという問題もある。後述するように、現状の ECB は経済・物価情勢の低迷もさることながら、ユーロ高とも戦っている最中だ。為替市場は期待未満の回答に対して容赦なく迅速に動く。為替市場に限らず、金融市場は得てして「最も極端なシナリオ」を織り込むものであることを踏まえれば、本来、追加緩和は予告せずに黙って、急に決定する方が効果的と考えられる。現状、PEPP については「6 か月延長で 5000 億ユーロ」が市場期待の中心と見られ、これを超えてくるか

が1つの注目点だろう。

～第2波にも揺るがないユーロ高～

欧州では本格的な感染第2波が到来しており、経済活動制限もこれから徐々に厳格なものになっていく気配が漂っている。もはや10～12月期の実質GDP成長率が再び前期比マイナスに転落するシナリオも非現実的ではないという状況だ。だが、弱まる実体経済に対し、5月以降続いているユーロ高は収束する気配がなく、名目実効為替相場(NEER)ベースで

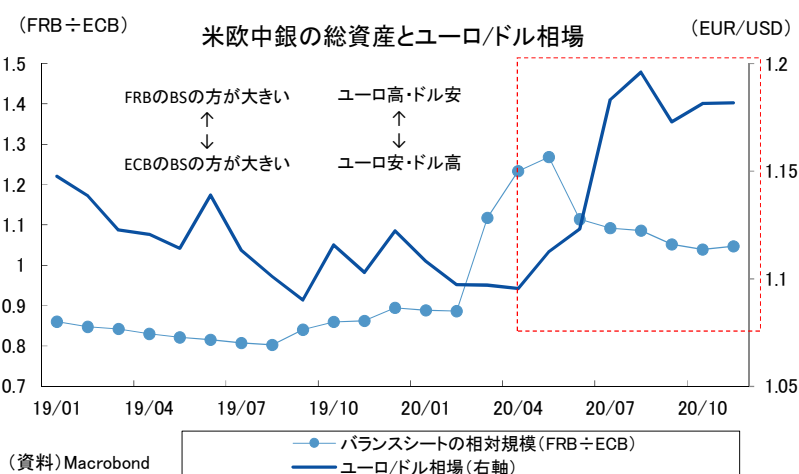


史上最高値(124.6733、2008年12月18日に記録)を窺う展開にある。実効ベースの通貨高は輸出減速を通じて外需依存型のユーロ圏経済の成長率をさらに下押しする懸念が強い動きである。

10月下旬以降、欧州における感染第2波が取り沙汰されるようになり、ユーロ相場も一時的に軟化したが、結局そこから切り返しており、NEERの高止まりが修正される雰囲気は感じられない。9月のECB政策理事会議事要旨ではユーロ高に関し「水準ではなくペースが重要」と記述されていたものの、そもそも「急騰後の高止まり」であるため、現下のユーロ高は「水準の問題であり、ペースの問題」であるというのが実情ではないか。何より9月の声明文から挿入された「the Governing Council will carefully assess incoming information, including developments in the exchange rate」が10月時点でも残されている以上(10月は為替に加え、ワクチン開発状況も追記されているが)、ユーロ高が経済・物価見通しにおいて「終わった材料」ではないだろう。12月10日会合の緩和予告の背後には間違いなく、ECBの抱くユーロ高懸念が存在する。

～通貨高に無力な「量」～

ラガルド総裁本人が半ば宣言しているように、12月のPEPP延長・拡大は既定路線である。TLTROの修正もあるだろう。さらに言えば、ほぼ枯渇している拡大資産購入プログラム(APP)の増枠分(1200億ユーロ)も継ぎ足すかもしれない。仮に、PEPPが半年延長で5000億ユーロ、APPも2021年いっぱい使える増枠分として1800億ユーロ(これまでの実績を踏まれば月150億ユーロ程度の増枠があれば十分ゆえ、150億ユーロ×12か月で試算)だとすると、



ヘッドライン上は7000億ユーロ

ロ弱の量的拡大を決定した格好になる。為替市場を威嚇するには十分な額ではないか。その後、ワクチン開発状況に応じて撤収することもあり得るだろうから、「全額使う」と言いつつ「見せ金」として終わっても何の問題も無いだろう。ECBとしては美味しい一手ではないかと推測する。

しかし、それでユーロ高が収束するとは思えない。前頁図は FRB と ECB のバランスシート(BS) 比率とユーロ/ドル相場の関係を示したものだ(いわゆるソロスチャートである)。6 月以降、ECB が FRB の BS 規模を凌駕し、世界最大の BS を擁する中央銀行になった後もユーロは対ドルで上昇し続けた。どう見ても「量」の拡大は通貨高抑制には無力と考えるべきだろう。繰り返し論じてきた点なので詳述は避けるが、ユーロ高の遠因としては世界最大の経常黒字並びに貿易黒字が考えられる。中長期的にはデフインフレ状況も寄与しているのだろう。そうした真っ当な通貨高要因に対して理論的には通貨安に効く理由が無いベースマネーの押し上げを図ったところで、緩和カードを無為に切られるだけである。ベースマネー拡大は「期待に働きかける」効果はあっても、その実は空虚であり、それだけで物価を上げたり、通貨を操ったりすることはできない。そのことは望まぬ通貨高に悩まされ続けてきたかつての貿易黒字大国である日本にいる市場参加者が一番分かっている事実であろう。12 月、ECB は恐らく相当踏み込んだ「量」の拡大を誇示してくるのではないかとと思われるが、残念ながらユーロ高の勢いを止めるには至らないと思われる。

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。

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11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
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～
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・ブレグジット 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	ブレグジット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～
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