

みずほマーケット・トピック(2020 年 11 月 24 日)

ECB の振りかざす「2 段階アプローチ」とは

週末、ECB のチーフエコノミストであるレーン理事が仏紙レゼゴー(Les Echos)と行ったインタビューの様子が公開されている。現在、政策運営の理論的支柱ともされるレーン理事の考えは大いに参考になる。ラガルド ECB 総裁は金融政策に明るい人物ではないため、政策運営の核心はレーン理事が握っているとの声も。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)についてレーン理事は 2021 年 12 月末までの延期を示唆。「6 か月延長で 5000 億ユーロ程度拡大」という「次の一手」は堅そう。なお、レーン理事は今夏のジャクソンホール経済シンポジウムで ECB の政策スタンスを「2 段階アプローチ」として説明している。第一段階でパンデミック以前の物価軌道に復した後、第二段階では(第一段階とは異なった手段で)物価目標に到達させるというロジック。この説明は黒田体制下の日銀が「大胆な金融緩和で期待に働きかけ粘着性の強いデフレイマインドを払拭し、インフレ期待を持ち上げる」という主張に酷似しており、先行きに不安を覚える。

～市場にとっては前向きな政権人事～

バイデン次期政権の閣僚人事が相次いで発表されている。市場で注目される財務長官人事はイエレン元FRB議長の名前が挙がっており、金融業界全体にとって難敵とされるウォーレン上院議員が外れたことが大きい(これが株価上昇の原因との解説もある)。また、日本(円)にとっての難敵ブレナードFRB理事が外れたことも、政府・日銀にとっては朗報である。政治的な軋轢の結果、卓越した政策運営を展開しながら異例の1期で交代させられた経緯を踏まえれば、イエレン元議長の抜擢は十分頷ける。なお、バイデン次期政権人事については経験重視で人選が進められており、事前に懸念された左派色の濃い人事にはならなそうであることも、市場にとっては朗報である。

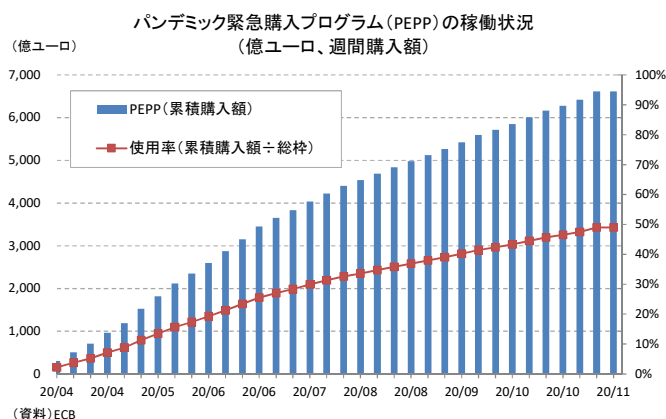
～ECBチーフエコノミストの見解～

ところで、11月もあと1週間となったところで、ECB政策理事会の「次の一手」に関する事前報道、そして照会がにわかに増えている。これは12月会合に関して追加緩和が見込まれるのは日米欧でECBのみであり、金融政策に関する年内最後の注目イベントだからだろうか。この点、一昨日(22日)にECBチーフエコノミストであるレーン理事が仏紙レゼゴー(Les Echos)と行ったインタビューの一问一答がECBサイトで公開されているので、12月政策理事会のプレビューもかねて取り上げてみたい¹。現在、政策運営の理論的支柱でもあるレーン理事の考えは大いに参考になる。そもそもラガルドECB総裁は金融政策に明るい人物ではなく、政策運営の核心はレーン理事が握っているとの声もある。記者からの「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を止める基準をどう考えるのか」との問いに対し、レーン理事は「一定の条件(certain condition)が満たされるまで、PEPPは停止しな

¹ このインタビューの様子は ECB サイトで公開されている。(資料) ECB “Interview with Les Echos” Interview with Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Guillaume Benoit, Elsa Conesa and Sophie Rolland

い」と回答している。市場参加者としては、この「一定の条件」が知りたいわけだが、これに関しては「第一に、パンデミックが経済活動を妨げないこと」と述べ、その上で「景気回復とインフレ動向を判定する基準も設定しなければならない」としつつ、後者の論点は「まだ考えるのは早い」と整理している。こうした2段階論法はレーン理事がジャクソンホール経済シンポジウムで展開したロジックを踏襲している（重要なので後述する）。次回会合のヒントに

なる部分としては「PEPPは2021年6月末まで続くように設計されているが、我々は常に危機局面が終わるまでは続けると述べてきた」と述べたことが見逃せない。これは6月末の期限が最低でも12月末まで延期されることを示唆しているだろう（3か月延長という小出しは考えにくい）。そうなれば6か月分に対応してどの程度の「量」拡大が必要になるのかを考えれば良い。本欄ではこれまでの月間平均使用額から類推するに5000億ユーロが落としどころではないかと踏んでいる。PEPPはまだ半分以上、その余力を残しているのだから十分過ぎる延長・拡大である（図）。



～「普通の政策」になったPEPP～

上述のレーン理事による発言でも示唆され、また最近の政策会合後の記者会見でもラガルド総裁が繰り返すように、PEPPには2つの役割(a dual role)があるとされている。それは①市場を安定化させ政策波及経路を修復すること、および②景気刺激策として物価を引き上げることの2つである。PEPPは普通の資産購入プログラムとは異なり、出資金比率(capital key)や購入対象資産の格付け、月間の購入額など、細かな仕様に配慮せずに購入できる柔軟性(flexibility)が強みだと繰り返し言われてきた。これはあくまで①の役割をこなすにあたっては多くの制約が「大事の前の小事」だったからである。今年2～4月が確かにそういう局面だったことに異論はない。

しかし、イタリア10年金利までもが史上最低を更新する中、①の役割は終えたと言って差し支えない。当初、緊急対応策として生まれたPEPPが今もメインツールとして残されているのは、ひとえに②に論点に依拠している。こうしたロジックは今年6月にPEPPが拡大された際、耳目を集めた。6月会合でラガルド総裁は記者から「PEPPは緊急策で一時的という位置づけではなかったのか」との問いに関し、PEPPには2つの目的(dual keys)があると述べ、上述のロジックを展開して見せた。こうして3月臨時会合で導入されたPEPPは3か月後に、半ば済し崩し的に「普通の政策」として淡々と扱われるようになったのである。ドイツを筆頭とするタカ派メンバーはこうした動きに納得していないと思われるが、緊急事態の最中、目立った反論は避けられているのが現状である。今後、経済・金融情勢の落ち着きと共に政策理事会に亀裂をもたらす種になる懸念はある。

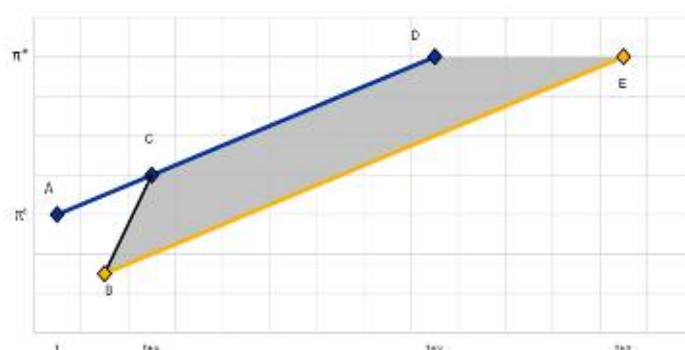
～運営全体を貫く「2段階アプローチ」のロジック～

ちなみにPEPPの運営にまつわる2段階論法は現在のECB政策運営全体に貫かれているロジックでもある。レーン理事は今夏のジャクソンホール経済シンポジウムでECBの政策スタンスについて「2

段階アプローチ (a two-stage approach) 」だと称している²。詳しくは講演を参照頂きたいが、第一段階でパンデミック以前の物価軌道に復した後、第二段階では(第一段階とは異なった手段で)物価目標に到達させるというロジックである。講演でレーン理事は「第一段階の責務を完遂するための手段がPEPP」と述べている。PEPPの継続によってパンデミック以前の物価軌道に戻ったことが確認されて初めて停止が検討されるのであり、この点は上で紹介してきた一連の発言と平仄が合う。PEPPを受けて正常な物価軌道に戻れば、第二段階ではパンデミック後の政策スタンス (the post-pandemic monetary policy stance) として新しい政策運営に切り替えていくという説明である。この第二段階における手段は現時点で不明だが、PEPPほど大がかりな政策ではないという意味で従来型の拡大資産購入プログラム (APP) やフォワードガイダンスなどに軸足が移されていくのだろう。

こうした政策運営のイメージは右図のように表現される。縦軸が物価、横軸が時間だ。ADがパンデミック以前の物価軌道であり、今回のショックで物価の現状がAからBへ下方シフトしたというのがECBの認識である。PEPPのような大胆な手段がなければBEという物価軌道を余儀なくされるので、まずは第一段階でPEPPと共にBからCへ復帰した上で、第二段階でDそしてEに至るような政策運営を行うというの

ECBの運営する「2段階アプローチ」のイメージ



(資料)ECB

が今のECBの考え方である。冒頭で紹介したインタビューにおけるレーン理事の発言を煎じ詰めれば「今はBからCへの復帰」にトライしている最中なのでPEPPは続行という話になる。

総じて、これらのロジックは分かりやすいものであり、「市場との対話」においても今のところ違和感なく受け入れられているように見受けられる。しかし、この説明や図表は黒田日銀発足直後から展開されてきた「大胆な金融緩和で期待に働きかけ粘着性の強いデフレマインドを払拭し、インフレ期待を持ち上げる」という主張に酷似している。最終的に日本の経済・物価情勢が金融政策だけでは変えられないことが概ね実証されたことを思うと、ECBおよびユーロ圏の今後を待ち受ける展開についてはやはり楽観視できないと言わざるを得ない。

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。

² ECB “The pandemic emergency: the three challenges for the ECB” Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City “Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy”

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20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
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えるリスクシナリオ
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「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