

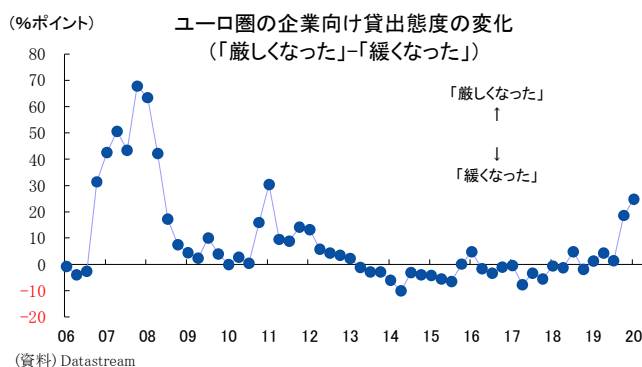
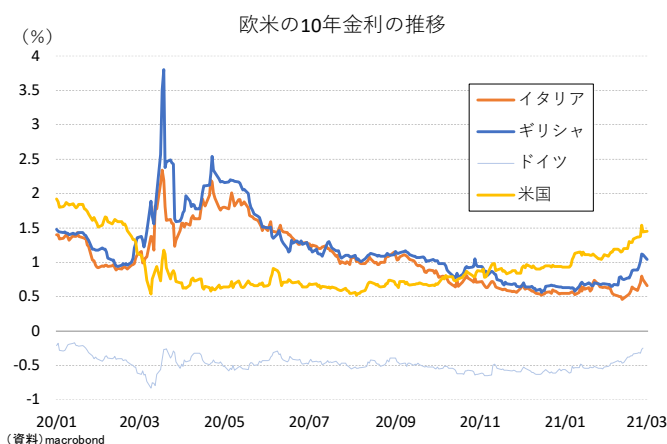
みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 3 日)

米金利に連られたユーロ圏金利～ECB は容認できず～

米金利の上昇に連れて日欧の金利も浮揚し始めている。上がっても超低金利ゆえに、日欧金利の上昇が株や為替の価格形成に大きく影響する様子はない。しかし、金融システムへの不安が慢性的に漂うユーロ圏では「意図せぬ引き締め効果」という視点から金利上昇は問題視される。既にこれをけん制する高官発言も見られ始めており、「次の一手」への観測も高まるが、基本的には「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)のアクセルを踏む」というのが最も可能性が高い一手。マイナス金利深掘りは可能性として残るが、与信環境の悪化が指摘される環境ではリスクの高い一手と考えられる。FRB が金利上昇を容認する構えであることに比べると ECB の動きは対照的であり、結果として欧米金利差は中銀主導で拡大の一途を辿りそう。それ自体はユーロ相場を圧迫するだろうが、所詮は微細な金利差の議論でもあり、「世界最大の経常黒字国」の通貨が大崩れするとは思えず。対円では上昇基調がメインシナリオに。

～日欧金利も上昇中～

金融市場では金利、とりわけ米金利の上昇が耳目を集めているが、これに連れて日欧の金利も浮揚し始めている。元々超が付くほどの低金利ゆえに、日欧金利の上昇が株や為替の価格形成に大きく影響する様子はないが、金融システムへの不安が慢性的に漂い、与信環境の不調が指摘されるユーロ圏では「意図せぬ引き締め効果」という視点から金利上昇は問題視されるだろう。昨年 9 月以降の 10 年金利の動きを見ると、米国が本格的な上昇基調に入る一方、ユーロ圏では旺盛な資産購入の効果もあって低下基調にあった。今年入ってから米 10 年金利の上昇が加速する傍らでユーロ圏金利は横ばいを続けてきたが、米 10 年金利が 1.30% 以上で定着する状況に伴い、これに呼応する動きが見られ始めている。FRB は足許の金利上昇を「景気回復に対する期待の表れ」と容認の構えを見せているが、政策理事会のたびに与信環境の悪化が話題に上っている ECB ではそうはいかないだろう。

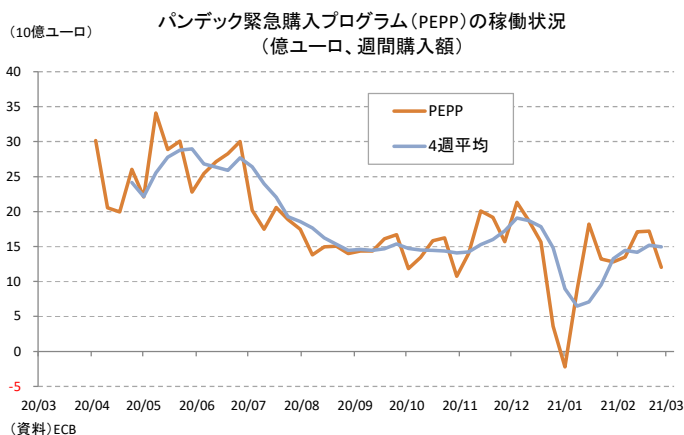


ワクチン接種に伴って感染者数が目に見えて抑制され始め、年内の景気回復が既定路線になってきているにもかかわらず、銀行貸出態度調査などに表れる与信環境の悪化は著しいものがある(前頁図・下)。金利上昇に対し ECB が FRB と同じように達観するのは難しいはずである。

～PEPP のアクセルを踏むだけ～

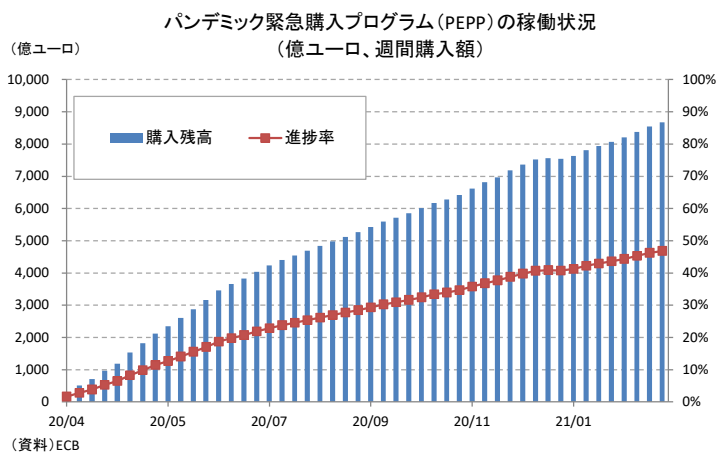
とはいえ、事実として景気が回復基調にある以上、追加的なカードを切るまでには至らないだろう。この点、昨日はビルロッドガロー仏中銀総裁の「このような(金融環境の)タイト化が正当なものでない限り、われわれはそれに対応が可能で、対応する必要がある。まずはパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入を柔軟に活用することからだ」といった発言が報じられている。現在の PEPP は総枠(1.85 兆ユーロ)だけ規定され運用は ECB の裁量に委ねられて

いる。現状の声明文では「状況が好転すれば使い切る必要はなく、悪くなれば再調整する必要がある」と銘打っており、総枠を使い切る義務も課されていない。アクセルもブレーキも ECB が恣意的に踏める以上、「次の一手」は「PEPP のアクセルを踏む」が最有力だろう。最新の週次データでは購入ペースは若干落ち込んでいるものの、基本的に昨年 10～12 月期のペースと大きく変わるものではない。金利上昇に呼応させてアクセルを踏むことは十分考えられる。



～マイナス金利深掘りは慎重なはず～

なお、過去の本欄¹でも議論したが、1 月末には ECB がマイナス金利深掘りを検討しているとの観測報道が見られている。1 月時点の政策理事会では一段の利下げの可能性をほぼ排除している市場参加者の期待に違和感を抱いており、匿名高官が「利下げが実施可能な選択肢だと強調することで合意した」と述べたことが報じられている。国債利回りを押し下げるのにマイナス金利深掘りは取り得る手段として可能性がないわけではない。ラガルド



ECB 総裁が「預金ファシリティ金利はツールボックスの一部(the deposit facility rate, is part of our toolbox)」と述べていることにもそれは表れている。だが、PEPP の期限である 2022 年 3 月まであと 1 年も残されている中、総枠 1.85 兆ユーロに対して進捗率は 50%にも到達していない。国債利回

¹ 本欄 2021 年 1 月 29 日号『マイナス金利深掘りを示唆し始めた ECB～その理由はどこに?～』をご参照下さい。

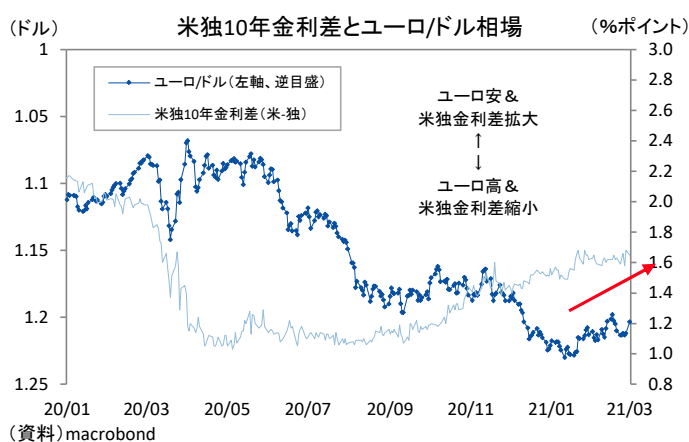
りを押し下げただけならば現行政策のアクセルを踏むだけで対応可能であろう。

ちなみにターゲット型長期流動性供給(TLTRO3)のような流動性供給の強化する可能性もあり得るが、景気が悪化し、企業収益が劣化したことに合わせて銀行部門の貸出態度が厳格化してくるのは当然の話でもあり、ここに中央銀行からの公的資金を供給し続けることが果たして適切なのかという議論はある。1 年前のような危機的な状況であれば、域内金融システムが抱えている問題は流動性(liquidity)であり、TLTRO3 を筆頭とする流動性供給策は「患部」と「処方箋」が合っていたと言える。だが、今や問題は返済可能性(solvency)であり、中銀の流動性供給が将来的な不良債権の蓄積に繋がってこないような配慮も必要になろう。TLTRO3 の拡充には慎重さが必要である。

～中銀が主導する欧米金利差の拡大～

以上で見たように、ECBは金利上昇をけん制し、FRB は金利上昇を容認するわけだから、欧米金利差は両中銀によって拡大方向の調整が図られていることになる。今年に入ってから対ドルでのユーロ高がピークアウトしているのは欧米金利差(図中は米独 10 年金利差)の拡大が顕著になり始めたことに呼応しているのだろう。FRB と ECB の金利に対するスタンスを踏まえる限り、この構図は今後、ますます強まりそうである。

もっとも所詮は微細な金利差の議論であり、それだけをもって「世界最大の経常(貿易)黒字国」の通貨であるユーロがどこまで下がるのかという目線も併せて持つ必要はある。1.20 を安定的に割る地合いを想定するにしても、下限は 1.15 程度で切り返すというのが現時点で筆者が抱く基本認識だ。一方、ユーロ/円に関しては「世界最大の経常黒字国」と「世界第二位の経常黒字国」の組み合わせという話になるが、日本は「世界第二位の経常黒字国」であるものの、貿易収支は概ね均衡しており、為替市場に与えるインパクト(自国通貨高要因)に関してはユーロと比較にならないと考えるべきだろう。互いの金利差が殆ど問題にならない中、需給に勝るユーロが対円で買い優勢となり、早晩 130 円台に乗せ、定着してくる展開に構えたい。



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。

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
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡面という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫逡巡」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
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
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三種の成長率～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？～