

みずほマーケット・トピック(2021 年 3 月 11 日)

ECB 政策理事会プレビュー～PEPP の加速を示唆へ～

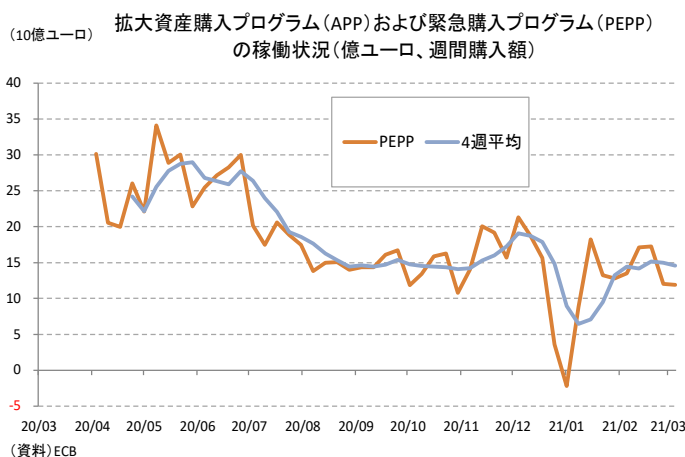
3 月の ECB 政策理事会は新たなカードを切るという形での政策修正はなく、現状維持の体裁を取るだろう。しかし、正副総裁、理事、各国中銀総裁の発言を総合すれば、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペース引き上げが選ばれる可能性は高い。現在の平均購入ペース(過去 4 週平均)は週 150 億ユーロ程度、月にして 600 億ユーロ程度。これが昨年 9 月以来続けられてきた PEPP にとっての巡航速度であり、アクセルを踏む余地が十分ありそう。総裁会見では「域内金利が上昇基調にあるが、ECB としてはどう考えているのか」と質す記者が現れる可能性が高く、それに対してラガルド ECB 総裁がどのような回答を示すのかが 1 つの見所になる。このほかマイナス金利深掘りやターゲット型長期流動性供給(TLTRO3)強化といった他のツールについても関心が及ぶとは思われるが、域内与信環境の悪化が銀行貸出態度調査などから明らかになっている現状を踏まえると、優先的な選択肢にはなりそうにない。

～拙速なドル/円相場の見直し修正は危険～

10 年金利を中心とする米金利の上昇は小康を見ている。昨日はバイデン政権による約 1.9 兆ドルの経済対策が可決しているが、これを受けた米債市場の動きは限定的であり、文字通り織り込み済みという風情である。先週 5 日の強い米 2 月雇用統計を受けた市場反応も限定的だったことを踏まえると、「経済対策→米経済の回復」という展開は市場にとって既定路線ということかもしれない。過去 2 か月の米金利の動きは一部市場参加者がポジションを切らされたという側面もありそうな性急な動きであった。だとすると、米金利はポジションの再構築に伴って反落する可能性も高まっているのではないか。結果、為替に関し、拙速な円安・ドル高方向への見直し修正は危険と考える。

～PEPP の加速を示唆するか否か～

先週の本欄でも議論したが、米国発の金利上昇は日欧市場にも波及している。日銀に関しては来週明らかになる政策点検の結果が待たれるが、ECB では今晚、政策理事会が行われる。簡単にそのプレビューを示しておきたい。結論から言えば、新たなカードを切るという形での政策修正は予想されず、現状維持の体裁を取るだろう。しかし、手が無いわけでもなく、予想される「次の一手」として現在、緩和手段の主砲である



パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペース引き上げが選ばれる可能性は高い。現在、

週の平均購入ペース(過去4週平均)を見ると概ね150億ユーロ程度、月間にして600億ユーロ程度である。これが昨年9月以来続けられてきたPEPPにとっての巡航速度であり、これに拡大資産購入プログラム(APP)の月間200億ユーロを足した「月間800億ユーロ」が現在のECBの基本購入ペースである。もちろん、年末年始や夏季休暇などを睨んだ購入増減はあるので単月でのバラつきはあるが、この月間800億ユーロをはっきりと引き上げてくるかが今後の注目点である。

とはいえ、ECBがPEPPについて開示しているのはPEPPの総枠(1.85兆ユーロ)とその期限(2022年3月)だけだ。PEPPの購入ペースはあくまでECBの裁量に委ねられており、その加速・減速について言明する義務はない。そうした柔軟性こそがPEPPの強みとも言える。

～購入ペース加速は示唆するはず～

しかし、今回の政策理事会後の総裁会見では「域内金利が上昇基調にあるが、ECBとしてはどう考えているのか」と質す記者が現れる可能性が高い。それに対してラガルドECB総裁がどのような回答を示すのかが1つの見所である。恐らく、こうした質問に対しラガルド総裁は「名目金利の上昇が物価安定への道筋を損なうと判断されれば、PEPPの柔軟性を活用することを躊躇しない」といった旨の回答をするはずである。既に過去1か月で見られている要人発言はそれを示唆している。2月10日、ラガルド総裁は「必要ならPEPP増額も可能」と述べている。そのほかにもデギンドス副総裁が「PEPPの購入ペースはいつでも拡大できる」と述べ、シュナーベル理事やパネッタ理事も金利上昇の悪影響に対応の用意があることを示唆している。チーフエコノミストであるレーン理事も「ECBは長期債利回りの推移を注意深く見ている」と述べている。なお、タカ派筆頭格でお馴染みのバイトマン独連銀総裁は「利回りの動きは特に懸念していない」と述べているものの、やはり「PEPPは柔軟である」と言及している。足許のPEPP購入ペース(週150億ユーロ)は穏当なものであり、タカ派メンバーからしてもアクセルの余地はあると受け止められているのではないかと。また、冒頭言及したように、今回の金利上昇が米債市場のポジション調整に絡んだ突発的な値動きも入っているのだとすると、資産購入ペースのアクセルもそれほど深いものにならない公算もある。

このほかマイナス金利深掘りやターゲット型長期流動性供給(TLTRO3)強化といったほかのツールについても関心が及ぶとは思われるが、域内与信環境の悪化が銀行貸出態度調査などから明らかになっている現状を踏まえると、優先的な選択肢にはならないと考える。とりわけTLTRO3による流動性供給がいずれ不良債権に転じるのではないかと懸念は拭いがたいものがあり、この種の流動性政策は当面、温存されるだろう。マイナス金利深掘りはユーロ高が是正されない場合の最終手段だったと考えられるが、足許では名目実効ベースでのユーロ相場も反落が始まっており、金融システムに負荷をかけてまで採る選択肢とは思えない。

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。

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9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
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話れず～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～貿易均衡国という新常态～
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「收穫通減」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～