

みずほマーケット・トピック(2021 年 4 月 1 日)

ラガルド ECB 総裁、「挑発」の真意はどこに？

昨日はラガルド ECB 総裁がブルームバーグテレビとのインタビューで「投資家は好きなだけわれわれを試すことができる(They can test us as much as they want)」と上昇圧力が高まっている域内債券市場をけん制してみせた。発言のトーンは「けん制」というより「挑発」に近いものだ。米国発のリフレトレードに呼応して域内金利に上昇圧力がかかっていることを ECB が快く思っていないのは周知の通り。しかし、現行枠組み(PEPP)が十分な効果や柔軟性を有していることに自信があるからといって、わざわざ市場を「挑発」して中央銀行が得することは何もない。今回は「挑発」に乗って、域内国債が手放され、金利が上振れするような展開には幸いならなかったが、今後、どこかのタイミングでこの発言が蒸し返される可能性も否定できるものではない。世界最大のバランスシートを擁する中央銀行の総裁として慎重な情報発信が求められる。

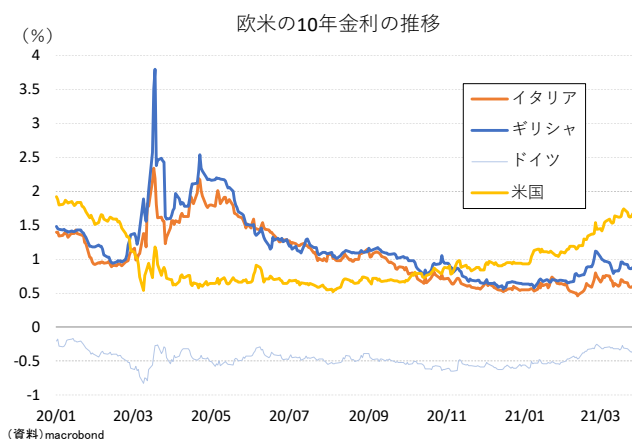
～ワクチン相場は継続中～

金融市場では米金利とドルの相互連関的な上昇が続いており、ドル/円相場は遂に1年ぶりの110 円台に寄せ定着している。対ユーロでもドル買いは進んでおり、1.17 付近とやはり年初来安値圏にある。繰り返し論じているように、現在の為替市場ではドルや英ポンドなどワクチン接種回数で他国に先行する通貨が買われている。一方、円はワクチン接種回数が先進国中で群を抜いて最低の通貨である。ユーロ圏はワクチン接種回数で日本より優れているものの、変異種の猛威が更なるロックダウンを招いており、ユーロは「感染抑制状況に照らして買えない」局面と見受けられる。ワクチン戦略が奏功していない経済に先行き改善は見込めず、市中金利も上がりづらく、したがって手放されやすいという関係性はやはりあるように思う。ワクチン相場は新年度も継続するだろう。

～「けん制」というより「挑発」のラガルド総裁～

ところで、ユーロに関しては昨日、ラガルド ECB 総裁がブルームバーグテレビとのインタビューで「投資家は好きなだけわれわれを試すことができる(They can test us as much as they want)」と上昇圧力が高まっている域内債券市場をけん制してみせた。発言のトーンは「けん制」というより「挑発」に近いものであり、やや前のめりになっている印象を受けた。米国発のリフレトレードに呼応して域内金利に上昇圧力がかかっていることを ECB が快く思

ていないのは周知の通りであり、3 月 11 日の政策理事会ではパンデミック緊急購入プログラム

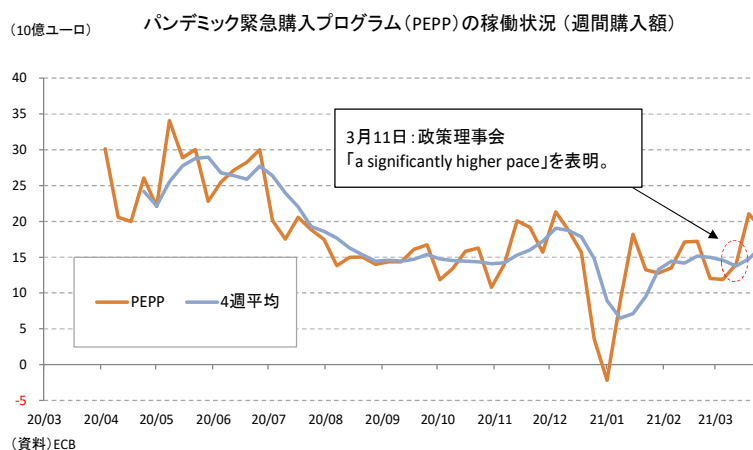


(PEPP)の購入ペース加速を宣言したばかりである。今回のけん制発言はその延長線上で理解すべきだろうが、わざわざ主要中央銀行の総裁がテレビに出て市場の投機を煽るような情報発信を行うことに危うさも覚えた。後述するように、ラガルド総裁は稀にそういった危うさを覗かせることがある。

それだけ PEPP を主砲とする現行の政策枠組みに強い自信を抱いているということなのかもしれない。上記の発言に続けてラガルド総裁は「我々は現時点で例外的な手段を多く持っている。必要に応じて、我々の責務や経済への約束を果たすために使用するつもりだ」と述べているが、これは3月11日の政策理事会で「the Governing Council expects purchases under the PEPP over the next quarter to be conducted at a significantly higher pace than during the first months of this year」との一文を加え、4～6月期以降の域内金利上昇を抑制する方針を鮮明化したことの再確認と見受けられる。ECBは四半期ごとにPEPPの購入ペースを見直すことも示唆しており、「危なくなったらアクセルを踏むだけ」という精神的余裕が上記の「挑発」的な言動に繋がっているのかもしれない。

～「a significantly higher pace」の真相～

声明文で「次の四半期にわたって (over the next quarter)」と宣言された購入ペースの加速は既に会合翌週から実施されている。会合時点では「significantly higher pace」の定義は不明であったが、過去2週間で実情は見えてきている。具体的に数字を見ていくと、3月11日の政策理事会直前の購入ペースは、過去4週間平均で週140～150億ユーロ程度だった。これが会合翌週の3月15～19



日週で211億ユーロ、3月22～26日週で190億ユーロ、平均して週200億ユーロへと加速している(図)。会合前対比で+30～40%の増加は確かに大きな変化だが、これを、「significantly higher pace」と呼ぶかどうかは疑問の声もあるだろう。逆に「この程度の買い入れ増額で金利上昇を抑制できている」という事実があるからこそ、ラガルド総裁のあのような発言が出てくるのだと思われる。

なお、「週200億ユーロ」というペースならば、PEPPの最終期限(2022年3月末)まで継続可能である。3月26日時点でPEPPの利用残高は9326億ユーロであり、総枠1.85兆ユーロに対してちょうど半分を使用した状況にある。現状、PEPPの期限は2022年3月31日なので、ちょうどあと1年で9326億ユーロを使うイメージになる(もちろん、全部使う義務はない)。これは月間にして777億ユーロ、週間にして194億ユーロであり、「significantly higher pace」を宣言した後のペースと概ね一致する。そのように逆算した結果、今のペースに落ち着いた可能性も捨てきれない。

～「市場との対話」に不安を見せるラガルド総裁～

しかし、現行枠組み(PEPP)が十分な効果や柔軟性を有していることに自信があるからといって、わざわざ市場を「挑発」して中央銀行が得することは何もない。政治家出身のラガルド総裁は「市場

との対話」に関して不安を指摘されることがあるが、今回もその点が露呈したように感じられた。思えば、自慢の PEPP もラガルド総裁の失言を遠因として生まれた印象がある。PEPP は 1 年前の 2020 年 3 月 18 日に臨時政策理事会を開催して突如決定した枠組みである。しかし、臨時会合を開催しなかったのは、コロナショックの真っ只中で開催されたその前週(同 3 月 12 日)の定例会合において、ラガルド総裁が「我々は国債利回りを抑制するために政策運営をしているわけではない。それは ECB の機能や使命ではない。そうした問題进行处理のための別の政策や別の役者がいる」と述べ、市場の大きな失望を買ったからである(結果的にイタリア国債を筆頭に域内金利が上昇してしまった)。その火消しとして PEPP が出てきたわけである。今回も同様だが、一見して失言と分かるような情報発信を突発的にしてしまう怖さがラガルド総裁にはあるように思える。

今回は「挑発」に乗って、域内国債が手放され、金利が上振れするような展開には幸いならなかった。しかし、今後、どこかのタイミングでこの発言が蒸し返される可能性も否定できるものではない。その場合、現在の週 200 億ユーロ程度の買い入れペースでは間に合わないかもしれず、昨年 4～6 月期の 300 億ユーロ程度まで引き上げる必要が出てくるかもしれない。そうなれば 2022 年 3 月末を待たずして拡大・延長を議論する必要も出てきてしまう。今や世界最大のバランスシートを擁する中央銀行の総裁には、そこまで考えた上での慎重な情報発信が求められるように思う。

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29日	リスケシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
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)
2021年2月15日	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12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9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8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?～一過性のまやかかし～)
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～
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「収獲通減」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～)