

## みずほマーケット・トピック(2021年5月19日)

## ECB のテーパリングはあるのか？

ECB に関して量的緩和の段階的解除(テーパリング)の可否を尋ねられることが増えている。ECB 高官の各種発言を踏まえる限り、公式にその方針が決定される可能性は今のところ低い。一時的な物価上昇を理由にして ECB がテーパリングを検討することはあり得ないだろう。しかし、「非公式に」その方針を疑われる可能性は残る。というのも、6月には3か月に1度設定されたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペース見直しがある。ワクチン接種やこれに伴う見通し改善を踏まえれば、3月時点で「a significantly higher pace」とアクセラルを踏んだことに對し、6月はブレーキを踏むのが論理的。もちろん、ECB にとって PEPP の購入額は好ましい金利水準を実現するための手段(結果)に過ぎないが、インフレ懸念の高まりをテーマに取引を開拓したい現在の金融市場で PEPP のブレーキを踏めば、「ECB も事実上、テーパリングに關心」と騒ぎ立てられるリスクはある。そのこと自体が、元々堅調なユーロ相場をさらに押し上げる公算は大。テーパリングの本当の決定は金融政策戦略見直し完了と合わせた今秋を予想。

## ～マイナス仲間のユーロ圏も離陸態勢～

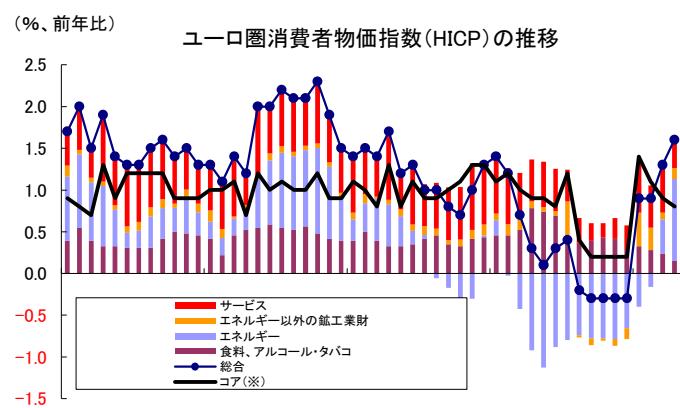
昨日は本邦 1~3 月期実質 GDP が前期比年率▲5.1%と 3 四半期ぶりのマイナスとなり、2020 年度で見ても前年比▲4.6%とリーマンショックを伴った 2008 年度(▲3.6%)を大きく上回り、戦後最悪の落ち込みとなったことが話題になった。先進国における日本経済の劣後やこれに伴う円相場の軟調はこれまで繰り返し論じているため、詳述はしない。重要なことは、1~3 月期はユーロ圏もマイナス成長であるため「米国一人勝ち」というフレーズで現状整理が可能であるものの、4~6 月期は「日本一人負け」というフレーズに切り替わってくる可能性が否めないということだろう。既に期中の 3 分の 2 を緊急事態宣言で過ごしている以上、前期比でプラス成長を維持できるかは微妙な線である。大陸欧州では行動制限の解除が進んでおり、EU としてのワクチン調達戦略も奏功し始めている。出遅れの指摘されていたドイツに至っては 7 月中に希望する国民は全員接種が完了するとの報道も見られている。マイナス成長の仲間であるユーロ圏も離陸態勢に入っている。

## ～ECB テーパリングの考え方～

こうした状況下、ECB に関して量的緩和の段階的解除(テーパリング)の可否を尋ねられることが増えている。足許で報じられる ECB 高官の各種情報発信を踏まえる限り、公式にその方針が決定される可能性は今のところ低いと筆者は考えている(しかし、非公式に疑いを被る可能性はある。後述する)。例えば昨日、ラガルド ECB 総裁は「金融および財政支援を急に解除しないことが不可欠だ。ECB に関して言えば、欧州経済の支援に向けてわれわれのコミットメントを堅持する」と断言している。同じく昨日、ビルロワドガロー仏中銀総裁も「現時点では、ユーロ圏にインフレが持続的に戻ってくるリスクはなく、言うまでもなく、ECB の金融政策が非常に緩和的であり続けることに疑い

の余地はない」と釘を刺している。

確かに、米国で消費者物価指数(CPI)の上振れが話題になったように、ユーロ圏でも域内消費者物価指数(HICP)の上振れが見られている(右図)。しかし、上昇の6割(4月分で言えば前年比+1.6%のうち1.0%ポイント)はエネルギー価格におけるベース効果であり一過性の動きである。概ね賃金と同一視できるサービス物価に関しては同+0.9%と未だ冴えない動きにとどまっており、物価情勢を理由にしてECBがテーパリングを検討することはあり得ないだろう。

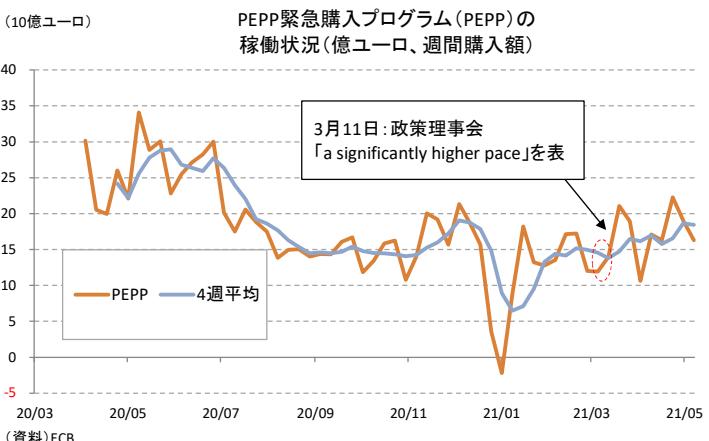


(資料) Datastream※コアは「エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除く」

### ～テーパリング容疑を被る可能性はある～

しかし、「公式に」その方針が決定される可能性は今のところ低い」という話であって、「非公式に」その方針を疑われる可能性は残る。というのも、3月の政策理事会でラガルド総裁は四半期に一度、スタッフ見通しが改訂されるタイミングに合わせてパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ベースを見直す方針に言及している。ECBの現在の思考回路は「無リスクである政策金利の水準を決める→国債利回りが決まる→社債や銀行貸出の利回りが決まる」というものであり、こうした一連の流れを視野に入れて政策運営を holistic(包括的)に点検し、複数の指標を考慮する multifaced(多面的)な視点が重要だとラガルド総裁は再三述べている。PEPP運営にあたっても、まず足許の経済・物価見通しを前提とした上で資金調達環境をチェックし、国債利回りが高過ぎる(低過ぎる)と考えれば PEPP のアクセル(ブレーキ)を踏むという順序で思考を展開することになっている。それを見直すのに最適のタイミングがスタッフ見通しの改訂という位置づけだ。

過去の本欄でも指摘したように、筆者はこうした見直し慣行の導入は「いつでもブレーキ/アクセルを踏める」という裁量の大きかったPEPPの利点を減じるものだと考えていたが、6月会合でECBは早速難しい環境に立たされることになる。3月と比べれば6月に公表されるスタッフ見通しではワクチン接種の進展と行動制限の解除が大幅に織り込まれるはずである。3月時点の状況と見通しを勘案した上で「a significantly higher pace」とアクセルを踏んだのだから、6月は「a bit slower pace」などの文言でブレーキを踏むのが論理的である。



3月政策理事会直前の1か月間でPEPPの週平均購入額は145億ユーロだったが、現時点では167億

ユーロまで増えている。約+15%のペースアップが果たされた格好だが、域内利回りも落ち着きを見せていることを踏まえれば、これをいくぶんか緩めてくる可能性は予想される。

ECB は「あくまで域内金利を抑制し、好ましい資金調達環境を維持するのが目的であって、PEPP の購入額はその手段(結果)に過ぎない」というのが基本認識だろうし、それは正論である。しかし、インフレ懸念の高まりをテーマに取引を展開したい現在の金融市場で PEPP のブレーキを踏めば、「ECB も事実上、テーパリングに关心」と騒ぎ立てられるリスクはある。そのこと自体が、元々堅調なユーロ相場をさらに押し上げる公算が大きい。現在、公式には PEPP の終了期限は 2022 年 3 月末である。それゆえ、そこで終わるためにには少しずつ減速(テーパリング)して、最終的にゼロに軟着陸させる必要が確かにある。しかし、PEPP は従来のような月間購入額が固定された枠組みではなく、週間購入額を自在に調整できる枠組みである。今秋以降に小刻みに毎週ブレーキを踏んでいけば 2022 年 3 月末の着地に十分間に合うだろう。その頃には遅延していた ECB の新たな金融政策戦略見直しも完了しているはずだ。その公表と同時に PEPP 終了方針を示すことが新時代の ECB の在り方を語るにあたっても最適のタイミングとなるように思われる。

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](mailto: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に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](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5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ヨーロッパ&日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーパリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ヨーロッパ銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まつてもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の疑惑は～
2021年4月16日	週末版(長さにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間高値」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧洲で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～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～
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態～
2021年2月5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4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」
2021年1月18日	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15日	金融市場はバイデン新政権はどう見ているのか？
2021年1月13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12日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
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	期待指数に薄目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「収穫遅延」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)