

みずほマーケット・トピック(2021 年 6 月 28 日)

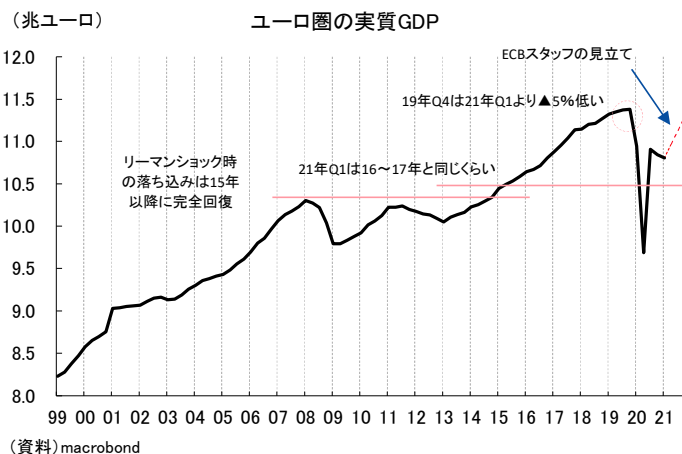
22 年 Q1 に完全回復を見込む ECB。「次の一手」は？

6 月 25 日、ラガルド ECB 総裁は EU 首脳会議に対して「ユーロ圏の GDP は回復しており、2022 年第 1 四半期(Q1)までにパンデミック前の水準に戻る。これは春に示された見通しよりも 1 四半期早い」と述べた。すなわち来年 3 月末までのあと 9 か月間でパンデミック以前の状態に回帰するという見通しである。22 年 Q1 はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の終了期限として設定される時期でもあり、ECB ウォッチの観点からは考察は必要。なお、「2022 年 Q1 までにパンデミック前の水準に戻る」は 6 月政策理事会で公表されたスタッフ経済見通しに沿ったスピード感。予測値を当て嵌めれば、「2022 年 Q1 までにパンデミック前の水準に戻る」はむしろ保守的な言い回しであり、9 か月後の 22 年 Q1 にはパンデミック以前の水準を超えているだろう。問題はその後、文字通り、「パンデミックに緊急対応するためのプログラム」として用意された PEPP の処遇をどうするのか、である。一足飛びにスキームを廃止するのは難しいため、拡大資産購入プログラム(APP)を活用して PEPP の撤廃が検討される可能性はある。

～ユーロ圏経済は 22 年 Q1 にパンデミック以前に回帰～

先週 25 日、ラガルド ECB 総裁は EU 首脳会議に対して「ユーロ圏の GDP は回復しており、2022 年第 1 四半期(Q1)までにパンデミック前の水準に戻る。これは春に示された見通しよりも 1 四半期早い」と述べた。すなわち来年 3 月末までのあと 9 か月間でパンデミック以前の状態に回帰するという見通しである。もちろん、そのための条件として「引き続き財政・金融政策による支援が必要」との考えを示し、正常化期待を焚きつけないように神経を

使っているが、2022 年 Q1 はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の終了期限として設定される時期でもあり、ECB ウォッチの観点からは考察を加えておく必要がある。なお、「2022 年 Q1 までにパンデミック前の水準に戻る」はラガルド総裁の思いつきでは



ECBのスタッフ見通し(2021年6月)

(%)

	2021	2022	2023
消費者物価上昇率(HICP)	1.9	1.5	1.4
(前回:2020年3月)	1.5	1.2	1.4
実質GDP	4.6	4.7	2.1
(前回:2020年3月)	4.0	4.1	2.1

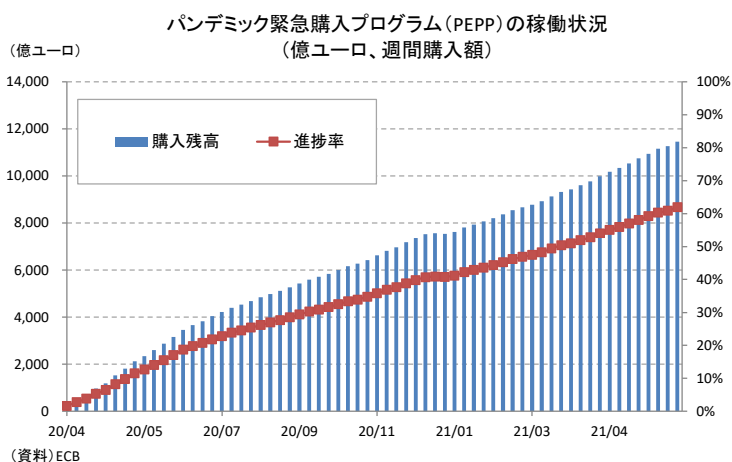
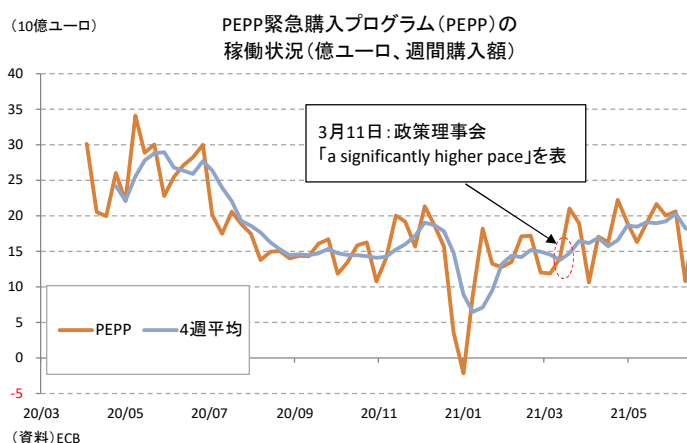
(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2021～23年が1.21。

なく、6 月政策理事会で公表されたスタッフ経済見通しに沿ったスピード感である。同見通しによれ

ば、ユーロ圏の 2021 年実質 GDP 成長率は+4.6%である。試しに今年 1～3 月期実質 GDP を発射台として、この見通しが実現するとした場合、年末には 2019 年 12 月末対比で▲0.5%程度のところまで実質 GDP の水準は回復する。2022 年通年に関してはさらに加速して+4.7%の成長を見込んでいるので、前期比+1.2%程度のスピードで走ることが想定される。ここまで考えるとラガルド総裁の「2022 年 Q1 までにパンデミック前の水準に戻る」はむしろ保守的な言い回しであり、9 か月後の 2022 年 Q1 にはパンデミック以前の水準を取り戻している公算が大きい。

～現行の購入ペースは「ちょうど良いペース」～

問題は実質 GDP の水準がパンデミック以前に回帰するとした場合、文字通り、「パンデミックに緊急対応するためのプログラム」として用意された PEPP の処遇をどうするのかである。一時は減額予想も出た PEPP の週間購入ペースだが、6 月政策理事会では依然として「significantly higher pace」の文言が残された。しかし、これはあくまで「年初の月 (during the first months of the year)」、すなわち今年 1 月時点と比較した場合の話としてのコミットメントである。5 月中旬以降、PEPP は週平均 200 億ユーロで走っており、これは 1～2 月のほぼ倍のペースである。足許から週平均 150 億ユーロに減速させても 1 月時点の 1.5 倍なのだから「significantly higher pace」とは言い張れる。PEPP は 6 月 18 日時点で 1 兆 1456 億ユーロが使われ、残枠は 7044 億ユーロである。これを 9 か月間で使うには月 783 億ユーロ、週 196 億ユーロがイメージされる。つまり、週平均 200 億ユーロとい



うのは「significantly higher pace」と言いつつ、ECB にとっては「使い切るためにちょうど良いペース」であり、特に無理しているわけではない。その当初設定された枠に嵌めるという意図でテーパリングを急ぐ状況ではない。また、前頁表でも示したように、スタッフ見通しでもユーロ圏消費者物価指数 (HICP) は 2021 年が前年比+1.9%、2022 年が同+1.5%ゆえ、目標とする+2.0%を前に失速する見通しでもある。そもそも 2021 年の+1.9%も原油価格の急変動などに起因するベース効果込みの数字であり、物価の実情については「相当弱い」という台所事情が透けて見える。

～PEPP から APP へ一本化する可能性も～

こうした理解に立つと、ECB がテーパリングに踏み切る切迫した理由は今のところない。しかし、

FRB が動いている機に乗じて何らかのステップを踏んでおかねば後々の糊代が確保できないという現実的な理由もある。日銀はそうした思考回路を停止させてしまっている感があるものの、ECB は隙あらば正常化方向の準備はしておきたいものと推測する。こうした理解の下、筆者は早ければ 9 月の政策理事会で「significantly higher pace」を「slightly moderate pace」などに修正した上でテーパリングの既成事実を作り、12 月に PEPP の予定通り終了を示唆する可能性を見込んでいる。一方で、これほどの量的緩和を収束させるには相応の助走期間も必要であろうから、PEPP を 3 月末停止する代わりに定期プログラムである拡大資産購入プログラム (APP) に増枠措置を施した上でソフトランディングを図る可能性は考えられる。形式的にでも PEPP を打ち切らねば、パンデミック後の話もしにくいだろう。APP に一本化することで、とりあえずは体裁上は整うのではないかな。

しかし、これからのシナリオは先週の本欄で述べた通り、気温が下がり、感染症が流行しやすいと考えられる 10～12 月期、1～3 月期に何もなければ、の話ではある。この点は本欄 2021 年 6 月 25 日号『ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～』をご参照頂きたい。

市場営業部兼金融市場部
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6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク〜「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面〜)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化〜その②〜
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化〜その①〜
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて〜前倒しで進む正常化シナリオ〜
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生〜ハミルトン・モーメントか否か〜
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜PEPPのその先を考える〜)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党〜最後の前哨戦〜
2021年6月8日	試され始めた「双循環」〜元高容認に変調〜
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に〜どうあれドル/円相場の行く先は変わらず〜)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場〜細る取引高〜
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク〜試されるワクチンの力〜)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分) FOMC議事要旨〜テーバリングが必要なのは財政政策?〜
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか?
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. ユーロ圏 & 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、テーバリングと曲解されるリスクを警戒〜)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査〜与信環境の厳しさは継続〜
2021年4月20日	調整色が強まっ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〜イエレン長官の思惑は〜
2021年4月16日	週末版(長き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15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
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「年間値幅」をこなしドル/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(欧州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) 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?〜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VCC?〜)
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)