

みずほマーケット・トピック(2021年7月26日)

ECB 政策理事会を終えて～歴史的な修正～

ECB 政策理事会は戦略見直し後では初の政策会合を開催。新戦略が名実ともに政策運営に反映されるタイミングに合わせ政策金利に係るフォワードガイダンスが修正されている。筋金入りのインフレファイターであるドイツ連邦銀行の DNA を汲む中央銀行として生まれた ECB にとって歴史的な一歩。新しいガイダンスでは「2%到達もしくはそれを超える水準」を目指す新戦略への移行を宣言するような表現が用いられている。今後は「well ahead of the end of our projection horizon」との時間軸が注目。とはいえ、新しいガイダンスはあくまで政策金利を対象としたもの。市場が注目する PEPP の購入ペース減速、端的には段階的縮小(テーパリング)の議論は別に検討が進む可能性も。2022年4月以降の PEPP 継続は前提としても、①拡大して延長なのか、②現行規模のまま延長かの2択で言えば、パンデミックが一応は終息に向かって進んでいるという前提で議論する限り、②が自然。①の可能性も残るが、その場合はスタッフ見通しの下方修正が必要だろう。感染状況を見極めるため、12月まで判断保留か。

～ECB、歴史的な修正～

先週 22 日に行われた ECB 政策理事会は戦略見直し後では初の政策会合となった。新戦略が名実ともに政策運営に反映されるタイミングということもあり、政策金利に係るフォワードガイダンスが以下のように修正されている。筋金入りのインフレファイターであるドイツ連邦銀行の DNA を汲む中央銀行として生まれた ECB にとって、この変更は歴史的なものと言える：

- <6月まで> We expect them to remain at their present or lower levels until we have seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2 per cent within our projection horizon
- <7月から> the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until we see inflation reaching two per cent well ahead of the end of our projection horizon and durably for the rest of the projection horizon

「2%未満だがそれに近い水準」を目指していた旧戦略から「2%到達もしくはそれを超える水準」を目指す新戦略への移行を宣言するような表現である。新たに加えられた「well ahead of the end of our projection horizon」との時間軸に関し、ラガルド ECB 総裁は「Well ahead」の意味するところに関して「一義的には政策理事会が決断

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:2021年3月)	1.5	1.2	1.4
実質GDP	4.6	4.7	2.1
(前回:2021年3月)	4.0	4.1	2.1

するものだが、本質的には予測期間の中間地点 (the midpoint in our overall horizon)」の説明している。例えば6月に発表された最新のスタッフ見通しは2023年末までの2年半(30か月間)を指しているのだから、15か月後、すなわち2022年9月が1つの目途ということになるのか。だが、見通しでは2023年末まで待ってもユーロ圏消費者物価指数(HICP)は1.4%までしか到達しないことになっている。「予測期間の中間地点で2%に到達した上で、それが耐久性を持って(≒durablyに)安定する」ことを見込むには政策金利の据え置きは自明としても、果たしてパンデック緊急購入プログラム(PEPP)の現状維持を貫けるかどうか(拡大しなくても良いのか)という状況にあるように見える。

実際、6月見通しとの齟齬を質す記者は現れている。この点、ラガルド総裁は年末に近づけばスタッフ見通しでは新しい年が追加されるので、具体的な期間を定めるわけではなく、それゆえに「the midpoint in our overall horizon」との表現を使っていると述べている。これはかつて黒田体制下が「2年で2%を実現する」と短期決戦を豪語しながら、2年の対象部分が毎年スライドしていったことを彷彿とさせる。もちろん、最初から厳格な時間軸を設定することが必ずしも正義ではないが、そうだとすると「well ahead of the end of our projection horizon」は「精一杯頑張ります」程度の含意しかないということではないか。ラガルド総裁は「予測期間の中間地点から終わりまでに抱く忍耐 (patience that you have between the midpoint and the end of the horizon)」とのフレーズを口にしてはいるが、この言い回しはECBにとって使い勝手が良さそうだけに今後も繰り返されそうである。

～テーパリングの芽が潰えたわけではない～

また、今回のフォワードガイダンス修正は全会一致ではなく、あくまで圧倒的多数(an overwhelming majority)の賛成だったこと、すなわち反対意見があったことも明らかにされている。会合後のブルームバーグ報道ではバイトマン独連銀総裁とウンシュ・ベルギー中銀総裁の反対があったという。ラガルド総裁は反対したメンバーに関して「a very, very small number of Governing Council members」と言っていたが、この2名を指しているのだろう。ちなみに反対意見を尋ねた記者に対し「それが誰なのかは自分の仕事として調べて彼らに聞け」といった趣旨の回答をしていたが、どのような反対意見があったかを尋ねる声は正当なものであり、そのような投げ槍な言い方にいら立ちが見え隠れした。記者が質問したのは「誰が」ではなく、反対意見の「中身」である。

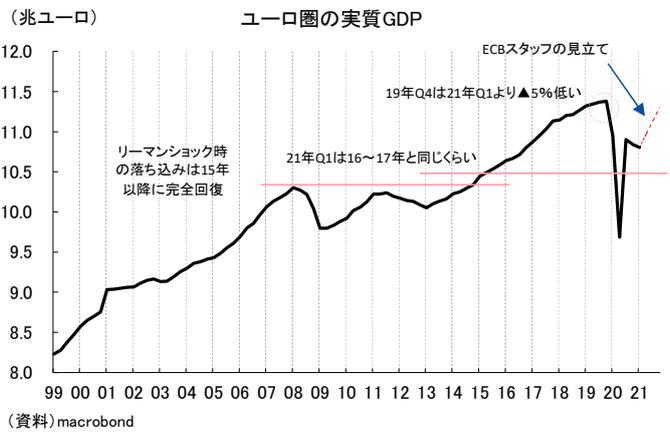
確かに、デルタ株の感染拡大はダウンサイドリスクとして認知されているものの、メインシナリオを覆すほどの状況に至っていない中で、2022年9月以降も緩和継続と理解されかねないメッセージは踏み込み過ぎという感はある。だが、同じブルームバーグ報道では賛成したメンバーもあくまでガイダンスは政策金利を対象とするものであって、資産購入(すなわちPEPP)には影響しないという条件で同意したという関係者発言が報じられている。実際、声明文の冒頭には「the Governing Council today revised its forward guidance on interest rates」と明記されているので、上述のフォワードガイダンスは深読みするまでもなく政策金利を対象としたものである。

とすると、市場が注目するPEPPの購入ペース減速、端的には段階的縮小(テーパリング)の議論は別に検討が進む可能性もある。FRB同様、ECBも「量」の後に「金利」へ進むという正常化プロセスの時間的順序を前提にすれば、「金利」部分の緩和を約束しても「量」の継続可否には影響しないはずである。今や10兆ドルが視野に入る超巨大なバランスシートを前に、将来の出口戦略の難易度を下げるといった観点からテーパリングに踏み切るといった選択肢は十分検討に値する。

～GDP のパンデミック克服は 22 年 Q1 に到来～

もともと、ラガルド総裁は「あらゆる出口議論は絶対的に時期尚早 (any particular exit would be absolutely premature)」と強く否定している。それもそのはずであり、PEPP は一応の終了期限が 2022 年 3 月に設定されているものの、導入当初より「パンデミックが終わるまで継続」という条件が付されている。デルタ株 (やまだ見ぬ変異株) の存在が見通しのリスクとして織り込まれている以上、PEPP は終われないし、実際、実体経済の傷跡は深い。この点、ある記者は「医者でもないのにどうやってパンデミックの終わりを判断するつもりなのか」とやや意地の悪い質問をしているが、この点についてラガルド総裁は医学的な知識はなくとも、雇用、製造業、サービス業、貿易などに照らして「経済分析上の危機」を判別することはできるといった趣旨の回答をしている。現状を踏まえる限り、2022 年 3 月までパンデミックが終了したと言えるかどうかは怪しく、しかもその頃は FRB もテーパリングの最中であろうから、景気で劣後する ECB が先に PEPP を完結させるということは難しいだろう。

とはいえ、ユーロ圏の実体経済は 6 月スタッフ見通し通りにいけば 2022 年初頭には GDP の上ではパンデミック前を完全に回復することになる。ほかならぬラガルド総裁が 6 月の 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」と豪語したばかりである。とすれば、2022 年 4 月以降の PEPP 継続は前提としても、



①拡大して延長なのか、②現行規模のまま延長かの 2 択で言えば、パンデミックが一応は収束に向かって進んでいるという前提で議論する限り、②ではないだろうか。逆に①にする場合、9 月スタッフ見通しの下方修正など現状に対する明確な評価変更が必要である。「戦略修正と符合するように PEPP も拡大」という主張もあり得るが、物価目標における対称性概念の導入は 2 年以上前から声明文に記載されているものだ。政策変更の理由としてはやや言い訳感が過ぎる。

～判断は 12 月見通し改定まで先送りか？～

ラガルド総裁は 9 月スタッフ見通しを踏まえて PEPP の購入ペースは検討されると述べている。6 月から 9 月にかけての変化はデルタ株の蔓延が注目され始めたことくらいであるから、基本は横ばいか下方修正だろうか。その僅かな下方修正を捉えて PEPP の総額を引き上げ、延長を決めてくる可能性もなくなる。一方、筆者は PEPP の購入ペース拡大を決めた 3 月中旬と比較すれば世界的に金利の騰勢が落ち着いているため、現在行



われている週間 200 億ユーロの購入ペースは 100～150 億ユーロ程度へ減速させる価値はあるように思う。そもそも PEPP の目的は「量」を稼ぐことではなく、好ましい資金調達環境を整えることである。購入ペースはあくまでその結果に過ぎない。購入ペースを減速させることで 2022 年 4 月以降に使用する枠を残すことが出来ればメリットも大きい。

デルタ株の実体経済にもたらす影響が読めない現状では拡大・縮小、いずれのシナリオもあり得るため、PEPP の処遇は気温の下がってくる 12 月の見通し改定まで先送りし、9 月は現状維持で切り抜けようとする可能性が今は一番高いように思える。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に要調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
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」～元高容認に要調～
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	運動が戻り始めた米株値と米消費者心理
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」～中長期的に広がる「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	米金利に連られたユーロ圏金利～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)