

みずほマーケット・トピック(2021 年 8 月 23 日)

## ECB 政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～

9 月 9 日、ECB 政策理事会が開催される。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペースはスタッフ見通しが改訂される 3・6・9・12 月の政策理事会で方向感が示される。現状では購入ペースの増加・減少共に意図せざる意味を持ちかねず、「a significantly higher pace」は残されると予想。増加には景気認識の明確な悪化が、減少には景気認識の明確な上方修正が必要。本来ならば減少の決断は十分に肯定される状況だが、足許ではデルタ変異株の影響が読めないという難題がある。9 月に減少させても、12 月が到来する前にまた増額を強いられるかもしれないことを思えば、現状維持で様子見が賢明。もちろん、デルタ変異株の感染拡大はリスクであり、増額を予想する向きもあるかもしれない。しかし、現行の「週間 180～190 億ユーロ」は総枠から逆算して来年 3 月末まで引っ張れる限界値。週間購入額を引き上げれば、来年 3 月末を待たずに枯渇が必至。そうならないための増枠(すなわち追加緩和)を決断するほど現状に材料はない。結局、今は「静観が吉」と考えるしかないのではないのか。

### ～9 月会合は現状維持の公算～

金融市場のテーマは「デルタ変異株が欧米金融政策にどう影響するか」に集約されている。米国に関してはジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル FRB 議長の情報発信を待つことになるが、7 月 FOMC 議事要旨を見る限り、年内のテーパリング着手は揺るぎそうにない。一方、米国の挙動に目が向かいやすい中、9 月 9 日には ECB 政策理事会が迫っている。ECB の金融緩和の主力であるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の購入ペースはスタッフ見通しが改訂される 3・6・9・12 月の政策理事会で方向感が示される。PEPP の終了期限は 2022 年 3 月末であることを考えれば、残された判断機会は 9 月か 12 月しかない。

この点、8 月 4 日にはカザークス・ラトビア中銀総裁から「不確実性を踏まえ、残されている時間の長さを考えると、今決定する必要性がない」と近々の意思決定が否定されている。さらに同総裁は「われわれが 22 年 3 月終盤になって突然、金融当局の責務は果たしたので緊急措置は終了だと宣言するなどということはほぼあり得ない。当局はあらかじめ市場に警告を発しておきたい。しかし、合理的に考えて可能な範囲内で」と続ける。9 月は「合理的に考えて可能な範囲内」を逸脱するという話だ。夏季休暇ゆえに、その他高官の情報発信は乏しいが、8 月 8 日にはバイトマン・ドイツ連銀総裁がドイツ紙のインタビューで PEPP に関し、「最初の『P』はパンデミックの P であり、永遠(パーマナント)の P ではない。信頼性の問題だ」と述べ、パンデミック終了と共に速やかに撤収する必要性を強調している。だが、誰かどう見てもパンデミックは終了しておらず、9 月の判断保留はバイトマン総裁としても賛成するところであろう。真っ当に考えれば 9 月は現状維持の公算が大きい。

## ～PEPP 購入ペースは今が限界値～

しかし、上述の高官発言はあくまで PEPP の存続可否を決断する時期の話である。購入ペースについては何も言及されていない。ゆえに 9 月政策理事会で何らかの修正が入る可能性はまだ検討する必要がある。とはいえ、現状では増加・減少共に意図せざる意味を持ちかねない。「a significantly higher pace」は恐らく残すのが無難だろう。増加させる場合、景気認識の明確な悪化を認める必要があるが、ユーロ圏経済は今のところ順調であり、年内にコロナ以前の水準を回復できる見通しである。7 月改訂の IMF 見通しでも上方修正したばかりである。片や、減少させる場合、景気認識の明確な上方修正を踏まえる必要がある。本来ならば減少の決断は十分に肯定される状況だが、足許ではデルタ変異株の影響が全く読めないという難題がある。9 月に減少させても、12 月が到来する前にまた増額を強いられるかもしれない。現状維持で様子見が賢明だろう。

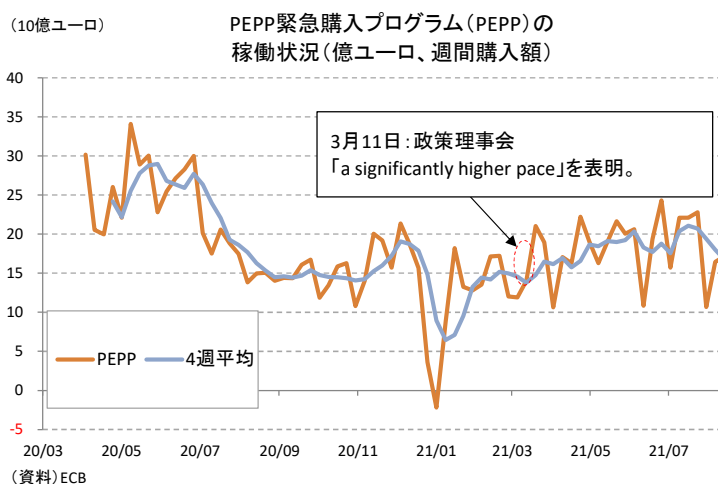
夏季休暇ということもあり、PEPP の週間購入ペースは落ちている。平均週間購入ペースを見ると、4 月は 17.1 億ユーロ、5 月は 19.2 億ユーロ、6 月は 18.8 億ユーロ、7 月は 18.7 億ユーロ、そしてまた 2 週間分しか明らかになっていないが 8 月は 16.8 億ユーロである。夏季休暇ゆえの大幅減速が始まったのは 7 月第 4 週からであり、7 月から 8 月にかけての減速はあくまで技術的なものだと考えられる。購入ペースを加速させる文言である「a significantly higher pace」

が 3 月に挿入されて以降、PEPP の週間購入ペースは従前の 150 億ユーロから 180～190 億ユーロ程度に増額されているが、恐らく 9 月以降はそこへ回帰する予定だろう。そしてこのペース自体、ECB にとって持続可能なものである。

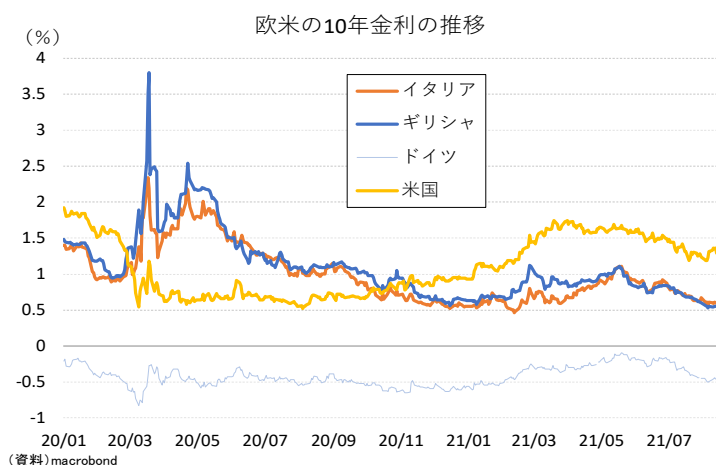
ラフなイメージになるが、現在運営されている週間 190 億ユーロは月間にすれば 760 億ユーロであり、これが 9 月から来年 3 月までの 7 か月間続けられた場合、5320 億ユーロの購入になる。ここで 8 月 13 日時点の状況を整理すると 1.85 兆ユーロのうち約 1.3 兆ユーロが使用されており、残りは約 5500 億ユーロで 5320 億ユーロと非常に近い。恐らく現行の「週間 180～190 億ユーロ」は総枠から逆算して来年 3 月末まで引っ張れる限界値ということで決まったのではないかと。

## ～「静観が吉」の状況～

そのような背景事情を踏まえれば、デルタ変異株の感染拡大に応じて軽々に週間購入ペースを引き上げることはできない。ここから週間購入額を 200～250 億ユーロに引き上げれば、来年 3 月末を待たずに枯渇することになる。そうならないための増枠(すなわち追加緩和)を決断するほど現状に材料は揃っていない。今は「静観が吉」と考えているはずである。また、PEPP の主目的はあくまで域内の資金調達環境の緩和であって、「量」を稼ぎ、バランスシートを膨らませることではない。この点、「a significantly higher pace」を声明文に挿入した今年 3 月とは違い、現在の域内金利は明



らかに抑制傾向にある(右図)。少ない購入額で緩和的な資金調達環境が担保されるのであればそれに越したことは無い。極論すれば、現在の金利環境が9月に入ってから続くのであれば、夏季休暇中の週間購入ペース(150 億ユーロ程度)でも良いはずである。デルタ変異株の感染拡大が欧米経済が下押し圧力に晒される中では金利も下振れしやすくなるだろう。現行の 1.85 兆ユーロという総枠の中で如何に時間を稼ぎ、様子見を続けるかというのが ECB の本音と推測する。だとすれば、ECB 政策理事会は極力、静かに通過したいはずである。



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](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8月20日 | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)                            |
| 2021年8月19日 | 迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～                                       |
| 2021年8月17日 | 本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～                                |
| 2021年8月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)<br>メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～     |
| 2021年8月13日 | 週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)                         |
| 2021年8月11日 | 世界に範を示す英国の金融政策運営                                           |
| 2021年8月10日 | 米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～                                      |
| 2021年8月6日  | 週末版                                                        |
| 2021年8月3日  | 「雇用の最大化」に近づく米国経済                                           |
| 2021年8月2日  | アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP                                     |
| 2021年7月30日 | 週末版                                                        |
| 2021年7月29日 | FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～                                      |
| 2021年7月28日 | 1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢                                    |
| 2021年7月27日 | 「米国買い」をテーマとする金融市場の現状                                       |
| 2021年7月26日 | ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～                                       |
| 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・物価要因に変調～                                   |
| 2021年7月19日 | 気候変動オベを受けて～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<br>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と党～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)<br>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い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「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～                                     |