

みずほマーケット・トピック(2021 年 9 月 1 日)

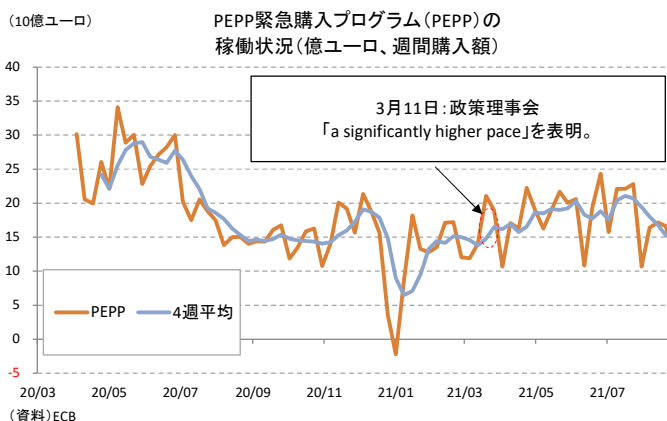
ECB 政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～

市場の注目は FRB の一挙手一投足に注がれるが、9 月 9 日の政策理事会を前に ECB の量的緩和の主軸であるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の縮小を予感させる情報発信が相次いでいる。8 月 30 日にはビルロウドガロー仏中銀総裁、31 日にはクノット・オランダ中銀総裁が PEPP 購入ペースの減速に言及。政策理事会に向けた内部のすり合わせが既に始まっているであろうことを思えば、無風と見られた 9 月会合はユーロ買い材料になる可能性も出てきた。経済見通しは改善傾向にある上、域内の金利環境はかなり安定している。こうした状況下、無理に「量」を追求する理由は無い。インフレ期待もコロナ前を回復しており、PEPP 本来の目的を果たしたと言える情勢。あとは「変異株の感染拡大をどれほど重く見るか」だが、フランスやオランダといった国々からテーパリングを正当化する声が出る中、静観を貫く方が難しくなっている印象。ECB が本当に 3 月の PEPP 終了を図るのであれば、それは FRB よりも早く「量」の撤収が終わることを意味しかねず、ユーロ相場見通しの底上げに繋がる話。

～にわかにテーパリングの機運～

目下、市場の注目は FRB の一挙手一投足に注がれるが、9 月 9 日の政策理事会を前に ECB の量的緩和の主軸であるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の縮小を予感させる情報発信が相次いでいる。一昨日(8 月 30 日)、ビルロウドガロー仏中銀総裁は PEPP の購入ペースに関し「われわれが議論するに当たり、こうした資金調達環境の改善を考慮すべきだ」と発言している。これに続くように昨日(8 月 31 日)、クノット・オランダ中銀総裁が 9 月 9 日の政策理事会の選択肢について「(PEPP の 2022 年 3 月終了と)矛盾しない決定がなされると見込んでいる」と述べ、「つまり、購入ペースの減速を意味する」と明言している。9 月以降、PEPP のテーパリングが開始され、3 月末までの 7 か月間かけて手仕舞いするという話である。ECB 高官からここまではっきり PEPP の終了に言及があったのはこれが初めてである。既に政策理事会に向けた内部のすり合わせは始まっていることを踏まえれば、無風と見られた 9 月会合はユーロ買い材料になる可能性もある。

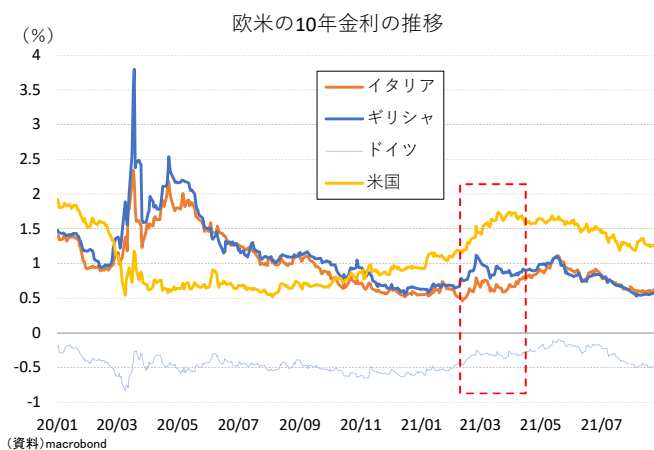
過去の本欄でも議論しているが、デルタ変異株の感染拡大がこれ以上不測の事態を招かないと割り切るならば、ECB も PEPP の撤収を検討し始めるのが妥当である。3 月・6 月と経済見通しは改善傾向にあり、9 日発表のスタッフ見通し改定も上方修正の可能性が高い。だとすれば、3 月に決断された「a significantly higher pace」は撤回が



自然であろう。実態として夏季休暇も挟みつつ、購入ペースは明確に減速しており、9 日の政策理事会で現状追認ということにしておまうというのが本音なのかもしれない。

～もはや「量」を追う必要がなくなっている～

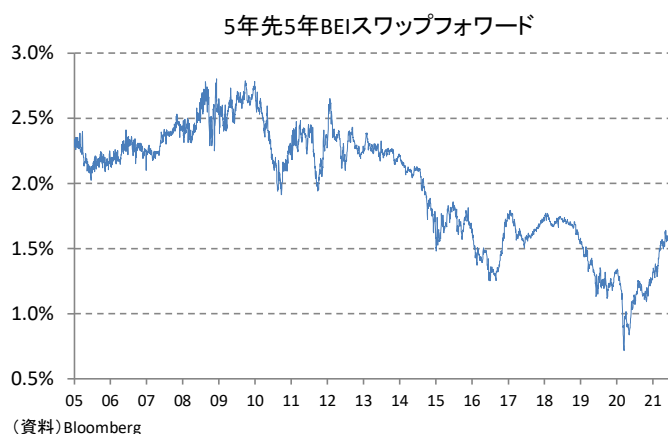
経済見通しが改善していることは元より、そもそも PEPP の購入ペースが「a significantly higher pace」と設定された今年 3 月時点では米 10 年金利を筆頭に世界的な金利上昇圧力があつた。これを抑制するための PEPP であり、あくまで「量」は手段、達成すべきは「安定した資金調達環境 (financial conditions)」という構図にあつた。右図からも分かるように既に足許の域内金利情勢は 3 月以前の水準に戻っている。上述したように、既に PEPP の購入ペースが減速しても金利環境が安定しているのだから、無理に「量」を追求する理由は無い。前述のビルロワド



ガロー仏中銀総裁も「議論するに当たり、こうした資金調達環境の改善を考慮すべきだ」と述べている。片や、米金利は 3 月からピークアウトしているものの、ユーロ圏金利ほど押し下げられているわけではない。結果、ユーロの対ドル相場も軟化傾向にあり、ここでも ECB は通貨高を念頭にした「量」の追求を図る必要がなくなっている。購入ペースの減速を検討できる好機であるのは確かだろう。

～インフレ期待も修復済み～

また、クノット総裁は「PEPP には明確に定義された目的がある。新型コロナウイルス感染拡大がインフレ見通しに与えたダメージの修復だ」とし、その目的の達成が近いとの見解も示している。この点、ECB が伝統的に重視する市場ベースのインフレ期待(5 年先 5 年物インフレスワップフォワード)は完全にコロナ以前を復元している(図)。未曾有の緩和によってインフレ軌道が従来の安定軌道から逸れないようにするという目的は概ね達成されたと言えるだろう。成長率・金利・物価といった基礎的な経済・金融情勢は PEPP の減速を明らかに正当化しており、あとは「変異株の感染拡大をどれほど重く見るか」である。この点、合理的な予想が難しい論点だけに、ラガルド ECB 総裁は保守的な一手で静観するのではないかと筆者は考えていたが、フランスやオランダといった国々からテーパリングを正当化する声が出ている中、静観を貫く方が難しくなっているようにも見受けられる。



『中期為替相場民通し』では欧米金融政策格差を背景としてユーロ/ドルが年度内に 1.15 を割り

込む展開を予想しているが、ECB が本当に 3 月の PEPP 終了を図るのであれば、それは FRB よりも早く「量」の撤収が終わることを意味しかねない。それでも政策金利がマイナス圏にあるユーロが劣勢であることに変わりはないが、9 月 9 日会合の情報発信次第では想定すべきユーロ/ドルの下値を切り上げることも検討が必要かもしれない。

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8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
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～
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)
	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～実現に近づくウォー一想定～
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年上半年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づき」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～テーパリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーパリングはあるのか？
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、テーパ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～