

みずほマーケット・トピック(2021 年 10 月 25 日)

ECB 政策理事会プレビュー～12 月に向けた露払い～

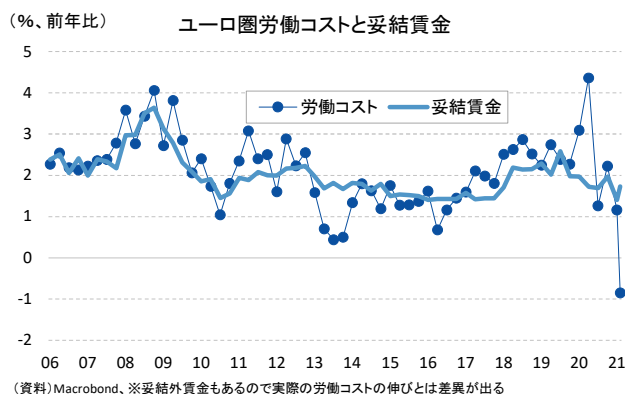
10 月 28 日の ECB 政策理事会は現状維持を予想。当面の注目点はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の処遇、具体的には 2022 年 3 月末を期限とする終了可否が注目される。9 月会合でその減速に踏み込んでおり、次の段階に進めるかどうか注目されるが、9 月会合でラガルド ECB 総裁は「危機はまだ脱しておらず、ゴルフで言えば、まだグリーンに乗っていない」と慎重さを崩していない。12 月改訂のスタッフ見通しに合わせて PEPP の運営方針が議論されると述べており、これを額面通り受け止めれば、10 月会合は静観が既定路線。10～12 月期の感染状況睨みで PEPP の着地点を探る局面という整理であり、英国の感染者数拡大が話題になっていることも横目に今回は現状維持が賢明。会見ではインフレ高進、PEPP 後継プログラム、バイトマン辞任などが話題になるはず。インフレ期待が高止まりする中で「一過性」との説明は徐々に難しくなっているが、ユーロ圏の賃金情勢は確かにノイズもあり、読みづらい。

～10月露払い、12月決定がメインシナリオか～

今週 28 日は ECB 政策理事会があるので簡単にプレビューしておきたい。当面の注目点はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の処遇、具体的には 2022 年 3 月末を期限とする終了可否が注目される。9 月会合でその減速に踏み込んでおり、次の段階に進めるかどうか注目されるが、今回は現状維持であろう。9 月会合でラガルド ECB 総裁は「危機はまだ脱しておらず、ゴルフで言えば、まだグリーンに乗っていない」と慎重さを崩しておらず、12 月改訂のスタッフ見通しに合わせて PEPP の運営方針が議論されると述べている。これを額面通り受け止めれば、10 月会合は静観が既定路線である。10～12 月期の感染状況睨みで PEPP の着地点を探る局面という整理であり、英国の感染者数拡大が話題になっていることも横目に今回は現状維持が賢明と考えられる。

～確かに賃金は読みづらい～

当然、記者会見では物価動向をどのように考えているのかを問われるはずである。この点、10 月 8 日、ラガルド総裁は独誌シュピーゲルのインタビューに対してインフレ期待が 2%で安定するように賃金動向を注視していると述べ、消費者物価指数(HICP)を押し上げている幾つかの要因の影響は今後薄れ、他の幾つかは ECB のコントロールの埒外にあると指摘している。こうした認識の下、「今は過剰反応すべきではない」と述べ、「現時点での尚早な金融政策引き締めは、ユーロ圏の景気回復と雇用に悪影響を



及ぼす恐れがある」とあくまでハト派姿勢を強調している。確かに、HICP の一方的な動きと異なり、域内の賃金動向は読みづらい。直近となる 4～6 月期労働コストは前年比▲0.1%と統計開始以来の最低を記録している。もっとも、これは昨年 4～6 月期がロックダウン明け後の急騰を経験した時期であり、その「裏」が出たという事情もある。域内の妥結賃金(団体交渉における協定賃金)は昨年 4～6 月期、7～9 月期に減速しており、これが数字に影響するのは今年からということを踏まえれば、7～9 月期も軟調な動きが続く恐れはある。こうした状況下で賃金の実情がが見えにくくなっているのは確かであり、ラガルド総裁の慎重な弁には一理ある。

～一過性を疑わしくさせるインフレ期待高止まり～

ラガルド総裁以外の ECB 高官ではチーフエコノミストであるレーン ECB 理事が 9 月会合後に「物価上昇に寄与している要素は比較対象である 1 年前の物価の低水準と、原材料価格の上昇、パンデミックに絡むさまざまな生産ボトルネックだ。これらは総じて、一時的な要素だと考えられる」との基本認識を示している。そのほか 10 月 19 日にはビルロウドガロー・フランス中銀総裁が、HICP はあくまで 2022 年には 2%を下回ってくるため、利上げを検討する理由はないと言明している。

もっとも、こうした「物価上昇は一過性」との

情報発信は中銀として「それしか言えない」

ものであり、ある程度は割り引いて受け止める必要はある。現状において「一過性ではない」と断言すれば、インフレ期待および市中

金利のさらなる騰勢を招く恐れもあり、思っ

ていなくても一過性と述べる事情はある。参考

までに ECB が伝統的に注視する 5 年先 5

年物インフレスワップフォワード(5 年先 5

年物 BEI)は 2014 年 6 月のマイナス金利導入

後、絶望的に遠ざかっていた 2%復帰が目前に迫っている。

インフレ期待がここまではっきり上がっ

ている以上、一過性という説明がどこまで通るのかという難しさもあるだろう。米国でも同様のことが

起きており、実質金利についてが低位安定することから株価が値持ちしやすくなっている。



～その他見どころ:PEPP の後継やバイトマン辞任について～

そのほかの注目点としては PEPP の取り扱いが最重要としても、その先にある定例の枠組みである拡大資産購入 プログラム(APP)をどう扱っていくべきかという議論も残されている。というのも、PEPP はあらゆる例外が認められた枠組みゆえ、国債保有上限など細かな規制が免除されていた。しかし、PEPP がなくなれば規制は復活する。既に購入済みの保有国債が膨大な量に及ぶ中、ECB としてこれをどう考えるのか。例えば PEPP で購入した分だけ分別管理するのか。新たな理屈を検討する必要がある。PEPP の後継プログラムを新たに規制を厳しくして用意するのか、それとも APP に吸収させるのかというポスト PEPP の政策枠組みも議論しなければならない。

なお、記者会見では突如辞任を表明したバイトマン独連銀総裁についてもラガルド総裁は問われるだろう。多数決の政策理事会にとって 1 名のメンバーが辞任したからといって特に影響は考

られない。但し、後任の独連銀総裁が恐らくは(次期連立政権と整合的に)左傾化した候補になると言われている中、会合後のバイトマン総裁から何らかの警鐘が発せられることはあるかもしれない。とはいえ、ラガルド体制下の ECB にそれが響くという気配も感じられず、あくまで警鐘にとどまるだろう。より緩和的な姿勢の下、より気候変動対策に余念がない中銀へ ECB は歩みを続けそうである。

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

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10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分))～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER))の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
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～
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～現実味帯びる「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	「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」でドル安の現実味～)
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