

みずほマーケット・トピック(2021年12月2日)

## 変節し始めた ECB～減らない PEPP、隠れる本音～

昨日、ロイターは12月16日の政策理事会で ECB はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の終了決定を見送りするとの関係者コメントを報じた。11月下旬までの ECB 高官発言はもはや PEPP 終了が既定路線であることを決め打ちするかのようなものが目立っていた。だが、口では PEPP 終了を示唆しつつも、週間購入ペースの減額を決めた9月以降、実態としての購入額は実は減っていない。11月の平均週間購入額は173億ユーロと10月の158億ユーロからむしろ加速している。「感染拡大を前に『量』の撤収(≒金利上昇)は時期尚早」という判断が働いた可能性はある。PEPP 終了は体裁上の問題であり、終了した場合でも拡大資産購入プログラム(APP)などを通じて、代替的な措置を講じるつもりだろう。かかる状況下、12月16日の政策理事会では①PEPP 終了は22年2月3日に再検討すること、②PEPP 終了後も APP(もしくはそれ以外の新プログラム)の活用で緩和状態を維持することが議論されるか。現時点での PEPP 終了は無理筋であり、これまでの情報発信を正当化したいという理由くらいしかない。

### ～風向きが変わり始めた ECB 政策理事会～

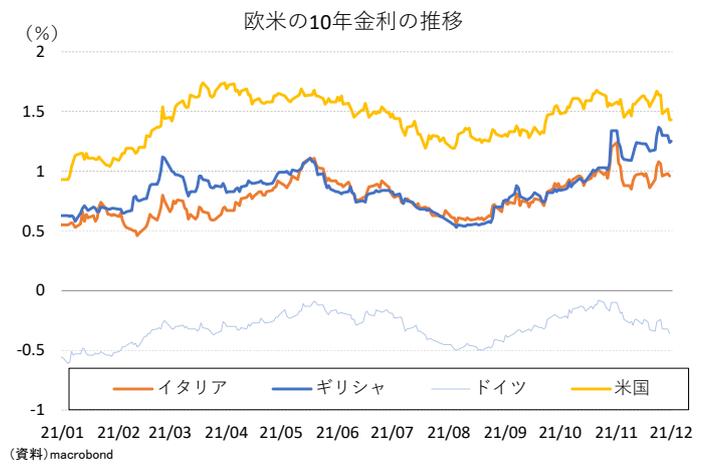
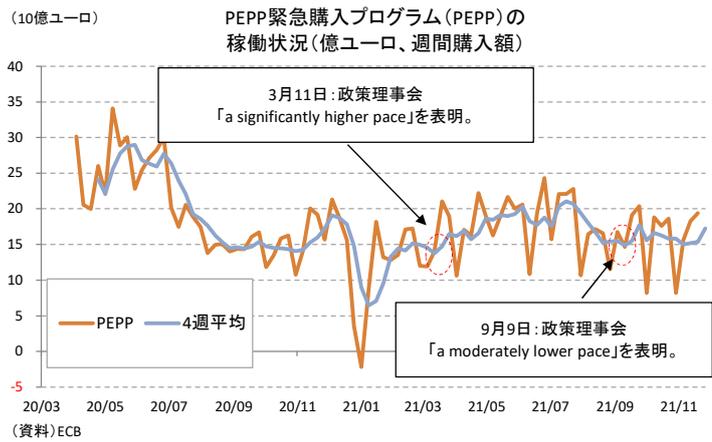
昨日、ロイターは12月16日の政策理事会で ECB はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の終了決定を見送りするとの関係者コメントを報じた。しかし、11月下旬までの ECB 高官発言はもはや PEPP 終了が既定路線であることを決め打ちするかのようなものが目立っていた。例えば1週間前となる11月27日時点ではラガルド ECB 総裁の「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の純購入は来春に終了する見込み」との発言が報じられている。また、その少し前となる11月22日、独紙のインタビューに対し、ビルロワドガロー仏中銀総裁が「PEPP の純購入は来年3月で終了すべきだ。PEPP 後の拡大資産購入プログラム(APP)の純購入拡大は現段階で可能性としてはあるが、まだ必要性はない」とやはり PEPP 終了は当然とした上で、その後の展開を語るに至っている。

一方、オミクロン型変異株の存在を念頭に慎重な意見が出つつあったのも事実である。デギンドス ECB 副総裁は11月30日掲載された仏紙のインタビューに対し「(PEPP が終了したとしても)金融政策は緩和的であり続けなければならない」と述べ、FRB のような正常化プロセスの加速は想定していないとの胸中を吐露している。3月末に PEPP が終了したとしても、「純資産購入は必要なら再開することが可能」と述べるなど、拙速な引き締め期待をけん制している。だが、これも「PEPP は終わるがその後の緩和状態維持は不変」という趣旨であったように見受けられる。もちろん、昨日のロイター報道は匿名当局者の意見であって、実名で報じられてきたこれまでの当局者発言とは確度が異なるが、会合まで2週間というところで雰囲気が変わり始めているのも事実である。

### ～実は減っていない PEPP の購入額～

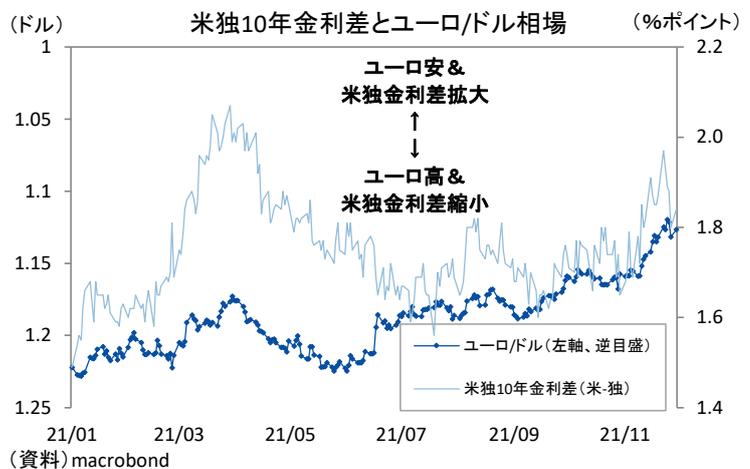
しかし、口では PEPP 終了を示唆しつつも、週間購入ペースの減額を決めた9月以降、実態とし

ての購入額は実は減っていない。周知の通り、ECB は 9 月 9 日の政策理事会で PEPP 購入ペースに係る文言である「a significantly higher pace」を「a moderately lower pace」へ修正しており、その後の段階的な減額が確認されるはずであった。しかし、11 月の平均週間購入額は 173 億ユーロと 10 月の 158 億ユーロからむしろ加速している(図)。ドイツを筆頭として大陸欧州で感染再拡大が騒がれ始めたのが 10 月中旬であり、時を同じくして生じていたインフレ圧力とともに域内金利は上昇する地合いにあった。イタリア 10 年金利で言えば、11 月初頭に 1.20% 付近まで上がっていたものが、現在は 1.00% 割れまで戻しており、ドイツ 10 年金利で言えば、▲0.10% とプラス圏復帰が視野に入っていたものが、こちらは▲0.25% 付近まで押し戻されている(図)。域内のインフレ実績ないしインフレ期待がこれほどはつきり高まっていれば国債利回りの上昇はむしろ自然であったが、これを容認しなかったということは「感染拡大を前に『量』の撤収(≒金利上昇)は時期尚早」という判断が働いた可能性が高い。PEPP 終了を決めるかどうかは体裁上の問題であり、終了した場合は APP を増やすだけの腹積もりだったように思われる。



～12月16日に予想される展開～

かかる状況下、12月16日の政策理事会では①PEPP 終了は 2022年2月3日に再検討すること、②PEPP 終了後も APP(もしくはそれ以外の新プログラム)の活用で緩和状態を維持することが議論されるのではないかと考えられる。普通に考えればパンデミックへの緊急対応を銘打ったプログラムが感染再拡大の最中で打ち切られることは考えにくく、決定の先送りは賢明である。そもそも感染が自然と収まる展開は十分考えられるため、



2月に先送りが奏功する可能性もある。それでも敢えて無理して12月16日に終了を決めたい理

由があるとしたら、総裁以下、複数の ECB 高官が PEPP 終了を既定路線のように語ってしまったという体裁上の問題でしかないだろう。会合までまだ 2 週間あるため、断続的な高官の情報発信などを通じて市場期待を「12 月に PEPP 終了はない」という方針を浸透させようとするのではないか。一方で FRB が遠慮なく引き締めのアクセルを踏んでいることから、欧米金利差の拡大とそれに応じたユーロ/ドル相場の切り下がりが発生しやすくなると予想される(前頁図)。

市場営業部・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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](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11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「含意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
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～
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)
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)
2021年9月14日	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13日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
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～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)
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～