

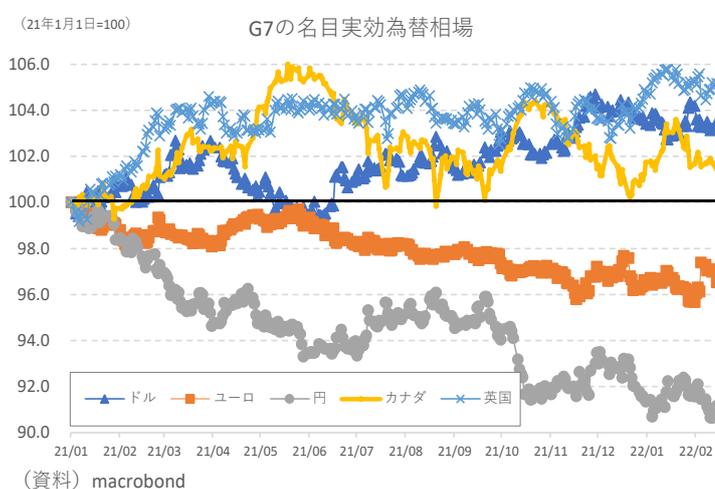
## みずほマーケット・トピック(2022年2月21日)

## ECB 利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～

ECBの年内利上げ可能性について照会が増えている。今週24日にECBは非公式の政策理事会を持つことになっており、にわかに正常化プロセス加速への期待も高まっている。確かに、日銀は埒外としてもECBだけがG7の中央銀行において利上げの先行きが不透明である。過去1年間、先進国中銀の政策姿勢はそのまま通貨の強弱に直結しており、ユーロ相場を展望する上ではECBの「次の一手」が鍵になるのは間違いない。最も無難と思われるシナリオは4～6月期、7～9月期の激変緩和措置を経てAPPを停止させること。この場合、利上げは最短で10月。スタッフ見直し改定に合わせるならば12月となる。「7～9月期にAPP終了・12月利上げ」をメインシナリオ(①)にしつつ、「4～6月期にAPP終了・9月利上げ」がアップサイドシナリオ(②)、「10～12月期以降もAPP継続・利上げ時期不明」がダウンサイドシナリオ(③)といったところか。4～6月期のユーロ/ドル相場に関して言えば、①であれば『中期為替相場見直し』で提示している1.16が上限、②であれば1.20が上限、③であれば1.14が上限といったイメージ。

## ～ECBの利上げはあるのか？～

ECBの年内利上げ可能性について照会が増えている。今週25～26日に開催されるEU経済・財務相理事会(ECOFIN)の非公式会合に合わせた24日、ECBも非公式の政策理事会を持つことになっており、にわかに正常化プロセス加速への期待も高まっていると見受けられる。既に2回の利上げに踏み切っているイングランド銀行(BOE)は元より、FRBは言うまでもなく、カナダ中銀(BOC)も4月の利上げを予想する声が大勢である。正常化議論の埒外にある日



銀を除けば、G7の中央銀行において唯一、利上げ着手の可否がはっきりしないECBに関心が集まるのは必然と言える。本欄では繰り返し論じているように、過去1年間を振り返れば、こうした先進国中銀の政策姿勢はそのまま通貨の強弱に直結しており(図)、当然、ユーロ相場を展望する上ではECBの「次の一手」が鍵になってくる。以下では当面の展開を整理したい。

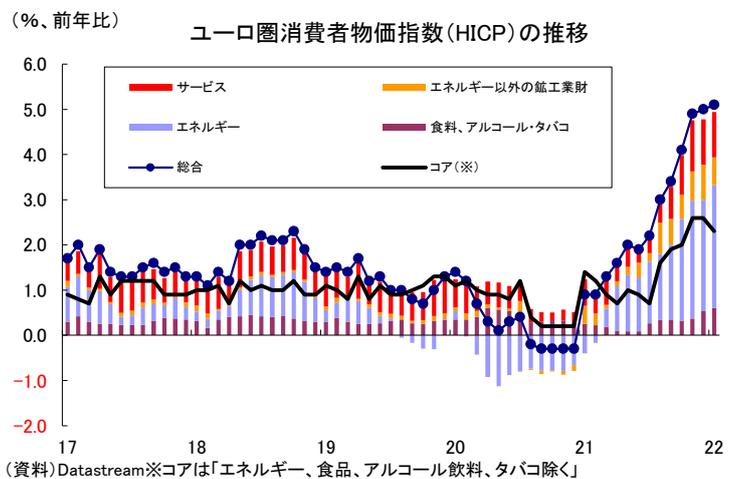
## ～APPは9月終了、利上げは10月 or 12月～

ラガルド ECB 総裁が再三強調している通り、「量的緩和(QE)の終了後に利上げ」という順序

(sequencing)は絶対遵守される方針である。この点、利上げの「直前(shortly before)」に資産購入を終了するガイダンスが提示されており、「直前(shortly before)」が示唆する時期は足許で短くなっていると言質もラガルド総裁からは取れている。かかる状況下、「QE 終了後、1 回目もしくは 2 回目の会合で利上げ」という前提で ECB ウォッチを進めるべきであろう。

とすれば、まずは QE 終了の時期が注目される。過去 1 年で QE の支柱となってきたパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)は 3 月末、ちょうど 2 年の運用期間を経て運用停止が決定している(再びパンデミックが訪れれば復活するだろうから廃止ではなく停止である)。注目はまだ 1 つの QE である拡大資産購入プログラム(APP)の先行きである。APP は 4 月以降、激変緩和措置が用意されている。具体的には現在、月間 200 億ユーロで運用されている APP は PEPP 終了に合わせて 4~6 月期が 400 億ユーロ、7~9 月期が 300 億ユーロ、10 月以降は元の 200 億ユーロに戻り、可能な限りこれを長く(as long as necessary)続ける方針とされている。

当面の ECB ウォッチにおいて重要な点はこの激変緩和措置の修正である。さすがに PEPP と APP を同時に停止するわけにはいかないため、4~6 月期以降も APP は運用されるだろう。最も無難と思われるシナリオは 4~6 月期が 400 億ユーロ、7~9 月期が 300 億ユーロとしている激変緩和措置を経て APP を停止させることである。この場合、利上げは最短で 10 月 27 日の政策理事会となる。スタッフ見通し改定に合わせるならば 12 月 15 日、即ち今年最後の政策理事会で利上げとなる。ラガルド総裁は供給制約に起因するインフレ圧力に対して金融引き締め効果が薄いことを明言しており<sup>1</sup>、それ自体は完全に正論である。既にユーロ圏 1 月消費者物価指数(HICP)はコアベースで反転しており(右図・上)、これは ECB が伝統的に注目するインフレ期待(5 年先 5 年物インフレスワップフォワード)も同様である(右図・下)。現在、対外的に発信している激変緩和措置の金額や時期を大幅に修正するよりも、4~6 月期・7~9 月期は予定通り走らせて 10 月以降は停止という決定は ECB の穏当なタカ派姿勢にも沿うように思う。



実は上記の激変緩和措置が決定された昨年 12 月 16 日会合の議事要旨を見ると、「APP の 4 月以降の増額はインフレ動向次第で規模の縮小や予定より早期での終了などの柔軟性が必要」、「2022 年終了後も購入が継続するとの思惑を避けるべき」などと記述されており、APP を継続するこ

<sup>1</sup> 本欄 2022 年 2 月 16 日号『ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～』をご参照下さい。

と自体への懸念は既にあった。激変緩和措置の修正は政策理事会内で想定されていた話であり、総合ベースで過去最高の HICP が続く中、自然な動きとして受け止められるはずである。

### ～3 つのシナリオとユーロ/ドル相場～

APP およびこれに付随する利上げ時期に関しては、以上のような「7～9 月期に APP 終了・12 月利上げ」をメインシナリオ(①)にしつつ、「4～6 月期に APP 終了・9 月利上げ」がアップサイドシナリオ(②)、「10～12 月期以降も APP 継続・利上げ時期不明」がダウンサイドシナリオ(③)、といったところだろうか。4～6 月期のユーロ/ドル相場に関して言えば、①であれば『中期為替相場見通し』で提示している 1.16 が上限、②であれば 1.20 が上限、③であれば 1.14 が上限といったイメージを持ちたい。今週 24 日の非公式会合に関し、ラガルド総裁は「幅広い論点(a wide range of topics)」を久しぶりに対面で議論すると(ツイッターで)述べるにとどまっており、金融政策がテーマになるかどうかは定かではない。非公式ゆえに ECB としての情報公開も無いのだろう。しかし、漏れ伝わってくる ECB 関連報道では早期利上げを急かすようなものが目立ち始めており、金利先物市場では年内 4 回利上げ(1 回 10bps)という非現実的な織り込みも進んでいる。こうした状況下、週後半の匿名高官発言などでユーロ相場が乱高下する展開は十分警戒すべきものと考えられる。

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.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
2022年2月18日	週末版(150年ぶりの円安)が意味するもの〜「経済より命」路線の結末〜
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化〜変わる基礎収支の姿〜
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて〜認める金融政策の無効性〜
2022年2月15日	本邦10〜12月期GDPを受けて〜依然大きな内外格差〜
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題〜ドイツの自傷行為は止まらないのか〜)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計〜労働参加率上昇にも注目すべき〜
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜利上げは最速7月か?〜)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて〜いつまで株価を無視できるか〜
2022年1月26日	IMF見直し改定について〜リスク満載の世界経済〜
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ〜シュルツ政権の迷走〜
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか〜鳴かないカナリア〜
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢〜ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ〜)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合〜「悪い円安」をどう処理するか〜
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」〜「市場の声」は届くのか〜
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念〜「最後のテーマ」は?〜
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて〜「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」〜)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
2021年12月28日	2022年の為替概観②〜「2つの正常化」と新興国〜
2021年12月27日	2022年の為替概観①〜2つの「正常化」が作る世界観〜
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況〜5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大〜
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜「ラガルド・バズーカ」と利上げ見直し〜)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて〜今度はインフレが「一時的」であるリスク?〜
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰郷報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇〜圧迫される企業収益〜
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権〜北京五輪という「踏み絵」〜)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか〜首相演説を受けて〜
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか〜本邦の正常化プロセスは23年以降に〜)
2021年12月2日	変節し始めたECB〜減らないPEPP、隠れる本音〜
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) 不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月16日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月15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12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11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10日	FOMCと米10月雇用統計を受けて〜今後の見方〜
2021年11月9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秋季世界経済見直し(WEO)を受けて〜世界とは別次元の日本の悩み〜)
2021年10月13日	円安に触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	交易条件の悪化に触まれる日本経済
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〜