

みずほマーケット・トピック(2022 年 3 月 2 日)

ECB 政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～

ウクライナ危機を受けたリスク回避ムードの強まりを受けて、3 月 10 日の ECB 政策理事会について照会が増えている。現在の ECB は FRB と違ってさほどタカ派傾斜しているわけではない。よってウクライナ危機を受けた大幅な予想修正は不要と筆者は考えている。拡大資産購入プログラム(APP)およびこれに付随する利上げ時期に関し「7～9 月期に APP 終了・12 月利上げ」がメインシナリオに。より具体的には「9 月末に APP が終わり、10 月もしくは 12 月の会合で利上げ」が無難な見方に。かかる状況下、3 月 10 日の政策理事会は APP 終了時期として 9 月末を示唆する会合に。足許のウクライナ危機で緊張感が高まっているからといって、半年先の資産購入や利上げのスケジュールに対する予想まで修正する必要は無い。もっとも、SWIFT 遮断にまつわる緊張感を緩和するという点から機動的かつ大規模な長期流動性供給(LTRO)に応じる姿勢は示す可能性はあるかもしれない。なお、足許で意外な堅調を見せるユーロ相場については有事の時こそ分厚い実需が威力を発揮するというかつての円の動きを思い返したい。

～「量」と「金利」にまつわる 3 つのシナリオ～

ウクライナ危機を受けたリスク回避ムードの強まりを受けて、3 月 10 日の ECB 政策理事会について照会が増えている。3 月 15～16 日の FOMC に関しては既に利上げ織り込みが 1 回未満まで後退しており、これまでの情報発信と整合性が問われる状況に陥っている。FRB の胸中は相当複雑なものになっているだろう。一方、ECB はさほど焦りを感じていないのではないかと推測する。

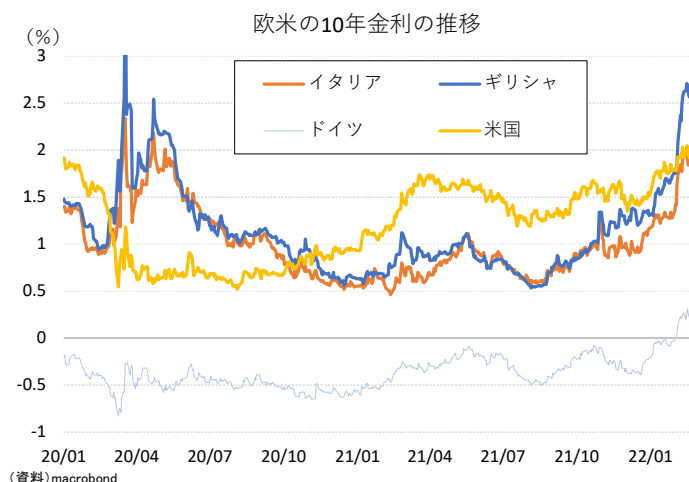
というのも、現在の ECB はそこまでタカ派傾斜しているわけではないので、「揺り戻しの必要がない」ということに尽きる。過去の本欄でも論じたように、拡大資産購入プログラム(APP)およびこれに付随する利上げ時期に関し、筆者は 3 つのシナリオに分けて考えている。それは「7～9 月期に APP 終了・12 月利上げ」をメインシナリオ(①)にしつつ、「4～6 月期に APP 終了・9 月利上げ」がアップサイドシナリオ(②)、「10～12 月期以降も APP 継続・利上げ時期不明」がダウンサイドシナリオ(③)、といった考え方である。これまで可能性が高いと考えられてきた①のシナリオは今も不変である。仮にそうだとすれば、7～9 月期までは資産購入が続き、本丸の利上げは 10～12 月期になる。

従前のラガルド ECB 総裁の言動を踏まえれば、「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。周知の通り、「利上げの『直前(shortly before)』に資産購入を終了する」との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いう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。だとすれば、「9 月末に APP が終わり、10 月もしくは 12 月の会合で利上げ」という動きが視野に入る。つまり、ECB の正常化プロセスは元々差し迫った話ではなく、だからこそ今、修正が必要な部分も小さいというのが筆者の考え方だ。既にユーロ圏消費者物価指数(HICP)、5 年先 5 年物インフレスワップフォ

ワードなど、実績・期待の双方で域内の物価情勢もピークアウトしているため、元より様子見姿勢を貫きたい思いもあるだろう。

～「場合によりハト派になる」をちらつかせる程度～

かかる状況下、3月10日の政策理事会はAPP終了時期として9月末を示唆する会合になると筆者は予想する。それは元々ECBが考えていたメインシナリオに近いものだろう。足許のウクライナ危機で緊張感が高まっているからといって、半年先の資産購入や利上げのスケジュールに対する予想まで修正する必要は無いだろう。既に域内金利は下落しており、ECB自らハト派色をアピールして市場を落ち着かせる必要も感じられない（逆に市場がタカ派色を恐れて金利が上がっていた場合、3月会合でハト派色をアピールする必要はあった）。



金利が上がっていた場合、3月会合でハト派色をアピールする必要はあった。淡々と従前の情報発信を続けるのが賢明に思われる。「場合によりハト派になる」姿勢をちらつかせる程度ではないか。

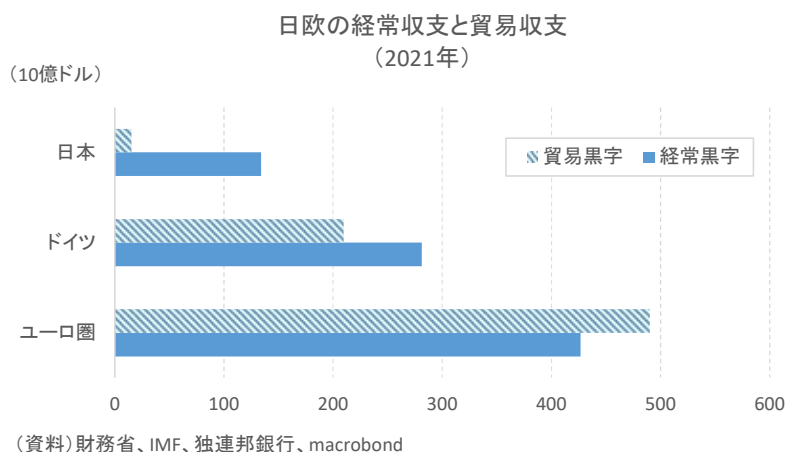
もちろん、記者会見ではウクライナ危機と政策運営の関連についての質問が集中するはずである。この点、ラガルド総裁は「ウクライナ危機が長期化し、エネルギー供給政策から域内景気が下振れてくれば、正常化プロセスの修正を一段と真剣に考える必要も出てくる」など言質を取らせないようにするだろう。いずれにせよ、来週の会合で個別具体的なアクションを起こす必要性は大きくない。もっとも、SWIFT遮断にまつわる緊張感を緩和するという点から機動的かつ大規模な長期流動性供給(LTRO)に応じる姿勢は示す可能性がある。これは金融緩和の度合いというよりも、システミックな不安を鎮静化するための対応である。

～安全資産としてのユーロの地力～

為替市場では地政学リスクの当事者でもあるユーロの急落を予想する声もあったがそうなのではない。これは本欄や『中期為替相場見通し』で議論してきた通りの展開である。

むしろ、現在のような有事でリスク回避ムードが高まる状況では経済の地力に拘わらず巨大な実需を背景とする通貨が好まれやすい。それは曖昧な金融政策見通しよりも重要な論点である。国力と通貨の強さが必ずしも一致しないことはリーマンショック後の円相場を思い返せば理解できるだろう。サブプライムショック、リーマンショック、欧州債務危機と立て続けに危機を経験した2007～2011年、日本はコンスタントに貿易黒字を稼いでいた。だが、現状では概ね消滅してしまっている。経常黒字は依然巨額だが(それでも目減りしつつある)、その中身は貿易黒字ではなく第一次所得収支黒字であり、恐らくは外貨で記帳され、外貨のまま再投資される黒字が大半と考えられる。これでは「リスクオフの円買い」も期待はできない。

片や、ユーロ圏は世界最大の経常黒字圏としての地位を確固たるものにしており、その中身は殆どが貿易黒字である。もちろん、その過半はドイツが稼ぐ黒字だが、ドイツ以外の加盟国も黒字の積み上げに寄与しており、ユーロ圏の経常黒字はドイツのそれの 1.5 倍以上、貿易黒字であれば 2.3 倍以上ある(図)。こうした分厚い実需の存在は有事にこ



そ威力を発揮するものと考えられ、一部にみられるユーロ暴落予想は安直に過ぎるように思う。筆者は上述した①のメインシナリオに基づき、今後 1 年間のユーロ相場に関し、対ドルでは 1.09～1.18、対円では 126～140 円とアップサイドを大きく見ている。

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

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
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
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～
2022年2月18日	週末版(「50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～ドイツの自衛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ヘ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～ショルツ政権の迷走～
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～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」と利上げ見通し～)
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報報道
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～本当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「合意なき離脱」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)
	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～「目先の生活」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～