

みずほマーケット・トピック(2022年6月21日)

タカ・ハト両面を演じる ECB～難しいナローパス～

ECB 高官から7月の利上げ路線を急押しする発言が相次いでいる。7月21日の政策理事会では①25bpsの利上げ、②市場分断に対する新たな枠組みの2点が決定されるのは確実な情勢。②に関しては情報が不足しているが、PEPP 償還資金を前倒して再投資するという可能性や新たな枠組みで南欧国債を集中的に購入する可能性などが考えられる。これらは不胎化しなければ緩和強化になってしまう措置だ。7月以降、拡大資産購入プログラム(APP)が終わり、TLTRO3の繰り上げ返済も始まるため ECB のバランスシートは利上げと整合的に縮小に向かうはずだが、②のような分断化対応は表面的には引き締め路線とはバッティングする政策運営になる。もはや ECB が利上げを諦める可能性はなく、国債利回りの上昇は方向としては許容せねばならない。かかる状況下、ECB は年内にかけて「引き締めをしながら、ファンダメンタルズが異なる域内各国金利の上昇スピードは揃えたい」というナローパスにチャレンジすることになる。

～7月会合の内容は既定済み～

昨日は ECB 高官から7月の利上げ路線を急押しする発言が相次いだ。まず、ラガルド ECB 総裁が欧州議会での証言で「7月の会合で ECB の政策金利を 25bp 引き上げる意向だ」と述べた上で9月の追加利上げの意欲も示した。また、6月15日の臨時会合で示された域内市場分断に対する新たな政策枠組み(a new anti-fragmentation instrument)に関しては「われわれの金融政策スタンスが実際にユーロ圏すべての国に行き渡っていることを明確にする必要がある」と述べ、現在検討が進められていることを確認している。また、昨日はチーフエコノミストであるレーン ECB 理事も7月会合に関し「25bp 利上げを決定するとの方針を再検討することはない」と断言し、マイナス金利はもはや適切ではないとも述べている。マイナス金利解除は2段階で実施され、▲0.50%の預金ファシリティ金利が7月▲0.25%になり、9月にはこれよりも大きな幅をもって引き上げられる可能性があるとの見方を示している。総裁とチーフエコノミストがここまで断言している以上、7月21日の政策理事会では①25bpsの利上げ、②市場分断に対する新たな枠組みの2点が決定されるのは確実と言える。話の勢いに照らせば、もはや①に関しては「本当に25bpか」が話題になりかねない。

～分断化対応は何が考えられるのか～

現状、②に関し照会を受けることが多い。この点は大別して(1)パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の枠内で柔軟に対応するか、(2)全く新しい枠組みで対応するかの2つが考えられる。(2)は現時点で内容不明だが、南欧諸国を対象とする国債購入プログラムなどが考えられる。この場合、利用は当然「タダ」というわけにはいかず、利用にあたっては何らかのコンディショナリティ(財政再建や構造改革)が課されるはずである。その厳格性次第では現行の無制限国債購入プログラム(OMT)のように「抜かすの宝刀」になる可能性もある(そもそも OMT を使えば良いのではないかと

の見方もある)。実際、昨日はビルロワドガロー・フランス中銀総裁が「その手段が信頼できるものであればあるほど、実際に使われることは少なくなる。これがバックストップの機能だ」と述べおり、本心では使いたくない印象を受ける。枠組みを作ったという事実を受けて利回りが押し下げられるというのが ECB の抱く理想のシナリオだが、今回は利上げも並行実施されるわけで、そう簡単に行かない可能性もある。後述するように、ECB は今後タカ・ハト両面を演じる難しさに直面する。

一方、(1)に関しては PEPP 償還資金の再投資に関し、柔軟性を発揮する意向は昨年来言及があった。そのため、「ドイツ国債の償還金をイタリア国債で再投資する」といった措置を通じてバランスシートの規模を維持したまま、南欧国債の利回りを抑制する政策などは考えられる。恐らく、これが最も無難な分断化対応であり、これと(2)を併用することで利回りをどれだけ抑制できるかが勝負だろう。もしくは償還が到来する前に前倒して再投資するという手も考えられる。この場合は意図せずして緩和効果が強化されないように不胎化などの気配りが必要になるが、どの程度までの満期前国債を再投資するのかという難しい問題がある。

～タカ・ハトの両面を演じる必要～

どのような分断化対応に勤しむにせよ、ECB はこれからタカ・ハト両面の情報発信に勤しまなければならないという難しさがある。既に決定されているように、7 月 1 日で拡大資産購入プログラム (APP) を打ち切ることになっている。また、ターゲット型長期流動性供給プログラム (TLTRO3) も 6 月末で終わり、今後は繰り上げ返済で残高は減少に向かう。APP と合わせてバランスシートは縮小する方向になる。バランスシート縮小は利上げ路線と整合的だが、域内分断化対応における国債購入は現状の引き締め路線とバッティングする行為でもある。

もちろん、「金融政策の波及経路を修復する」ことが主目的であるため、ECB の政策姿勢は影響を受けないように制度設計がなされるはずだが、そうであれば TLTRO のように用途を限定させる資金供給の方が「市場との対話」において誤解を招かないようにも感じられる。この場合、「ECB→民間銀行→南欧国債」という経路で利回り抑制を図ったとしても、民間銀行が必要以上に南欧国債を抱え、当該国の銀行部門にソブリンリスクが蓄積してしまうので、この点を域内銀行監督の観点から大目に見る対応も必要になる。インフレ高進が喫緊の課題であることを踏まえれば、こうした迂遠な方法を取るよりも即効性が期待できる ECB の直接購入を選びたいという胸中なのかもしれない。

いずれにせよ、ECB としては利上げを諦めるわけにはいかず、国債利回りの上昇は方向としては許容せねばならない。年内にかけて「引き締めをしながら、ファンダメンタルズが異なる域内各国金利の上昇スピードは揃えたい」というナローパスに ECB はチャレンジすることになる。

市場営業部
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6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲慘指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
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～
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1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)