

みずほマーケット・トピック(2022 年 7 月 5 日)

やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～

6 月 15 日に開催された ECB 臨時政策理事会に関して、ナーゲル独連銀総裁が反対していたとの報道が複数見られている。やはり臨時会合まで開いた割に発信された情報が極めて薄いものだった背景には意見の不一致があった模様。緊急政策理事会におけるナーゲル総裁の反対は匿名関係筋からの談話であるが、昨日は実際にナーゲル総裁自身がフランクフルトで行われた講演で分断化対応を明示的に否定。同総裁は「金融政策でリスクプレミアムを制限することに対し警告する。なぜなら拡大した(対独)スプレッドがファンダメンタルズに照らして正当化されるかどうかを確実に立証するのは事実上不可能だからだ」と必要性を一蹴。基本的に協力する意思は乏しそう。ナーゲル総裁は分断化対応に関し 3 つの条件を提示しているが、特に財政面での意見集約は難航しそうな気配。既に緊急政策理事会を経て域内の対独スプレッドは明らかに収束しているため、7 月 21 日会合は多数決で何らかの策を決めるしかないだろう。しかし、長い目で見れば再び「いつか来た道」辿っており、ドイツ人メンバーの途中退場が頭をよぎる。

～やはり反対が出ていた臨時政策理事会～

昨日は 6 月 15 日に開催された ECB 臨時政策理事会に関して、ナーゲル独連銀総裁が反対していたとの報道が複数見られている。市場分断(market fragmentation)に対する ECB の対応に関し、本欄では繰り返し論じているが、やはり臨時会合まで開いた割に発信された情報が極めて薄いものだった背景には意見の不一致があったと見るのが自然だった。ロイター報道によれば同会合で「分断化対応を強化するのではなくインフレ抑制に焦点を当てるべき」と主張したと報じられている。この点も本欄では懸念を示してきたが、市場分断への対応はラフに言えば「イタリアなど特定国の債券を対象とする緩和の継続」であって、現在の ECB の正常化路線とは正面から部分的ながら矛盾する。結果として「市場との対話」が難しくなることも否めず、ドイツやオランダなどタカ派志向の強い加盟国からは異論が出ることは容易に想像された。

～本人も明確に反対表明～

緊急政策理事会におけるナーゲル総裁の反対は匿名関係筋からの談話であるが、昨日は実際にナーゲル総裁自身がフランクフルトで行われたユーロ金融サミット(Euro Finance Summit)の場で『Where is monetary policy headed?』と題した基調講演を行い、分断化対応をはっきりと否定しており、緊急政策理事会で反意を示したのは事実なのだろう。講演の中でナーゲル総裁は「分断化対応の施策は例外的かつ厳密に定義された状況(exceptional circumstances and under narrowly-defined conditions)でのみ正当化される」と述べた上で「金融政策でリスクプレミアムを制限することに対し警告する。なぜなら拡大した(対独)スプレッドがファンダメンタルズに照らして正当化されるかどうかを確実に立証するのは事実上不可能(virtually impossible)だからだ」と基本的には反対す

る姿勢を明示している。さらに「人は簡単に自分が悲惨な境遇にあると考えるものだ (One can easily find oneself in dire straits)」と述べ、ECB の手助けを待つ加盟国に対してかなり厳しい見解を提示している。基本的に協力する意思はないというのが良く分かる。

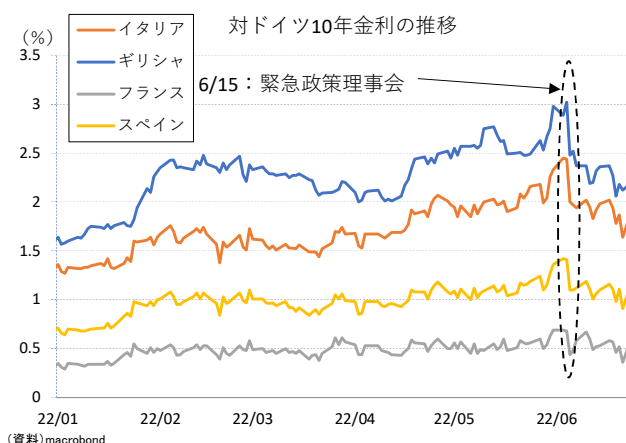
～ナーゲル総裁の3条件～

具体的にナーゲル総裁は分断化対応に関し、3つの条件(①金融政策の方向性に関する条件、②ECBの責務に関する条件、③経済的なインセンティブに関する条件)があると明言している。①に関しては、冒頭でも言及した論点であり、現在ECBとして志向している引き締め路線を阻害しないように、国債の購入代金などは完全に不胎化すべきという主張である。これは当然の話でECB自身も声明文の中でこれを示唆している。②は端的には財政ファイナンスの疑義が生じないように気を遣うべきという話である。その問題意識を保った上で新たに検討・導入される分断化対応が既存の無制限国債購入策であるOMTと何が違うのか説明が必要と指摘されている。この点も本欄では当初から論じてきたことだが、ECBはかつて分断化対応の枠組みとして証券市場プログラム(SMP)を持ち、これがドラギ元ECB総裁の「なんでもやる」発言を通じてOMTに生まれ変わったという経緯がある。なぜ、改めて新しい枠組みを作ろうとするのか。筆者も良く分からないし、ナーゲル総裁もその点に疑問を抱いているように見受けられる。緩和策の焼け太りにも見える。

最後の③が最も大きな問題であり、ナーゲル総裁も3つの中で indispensable (不可欠) だとしている。これは分断化対応に伴い購入対象となる加盟国が持続可能な財政政策を実施し、債務水準を削減できるようなインセンティブ作りをせよという話である。EU/ユーロ圏として南欧絡みの問題を解決しようとするに必ず金目の問題に直面するが、金目の問題をクリアするには最大債権者であるドイツを説得する必要がある。その際の説得材料が「これから財政政策に節度を持たせます」という約束であり、往々にしてその交渉は長期化する。政府財政に係る論点は欧州委員会(すなわち政治)の管轄になるため、欧州委員会の規則や勧告に従って当該国政府が財政政策を運営しているかどうかをECBも共同監視するなどといった規約が入る可能性が高いだろう(恐らく実効性はかなり怪しいものになると予想されるが)。この③に関する意見集約が難しかったために、緊急政策理事会の声明文が空虚なものにとどまったと考えるのが自然である。

～今後の展開は不変も亀裂はいずれ問題に～

いつものパターンではあるが、強く反対するのはドイツだけで、追随するとしてもオランダやオーストリア、フィンランド、エストニアのいずれかの国が加わるくらいだと思われる。政策理事会が多数決を優先する以上、7月21日会合で分断化対応を決定することは既定路線である。既に緊急政策理事会を経て域内の対独スプレッドは明らかに収束しているため、今更「何もしない」ということは許されない状況である(図)。市場期待との乖離か



ら混乱が発生するということは避けられると予想したい。少なくともパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) で購入した国債に関し、再投資方針を柔軟化する(端的には健全国の償還金を南欧に使う)ということは決まるはずだ。

しかし、政策理事会内部の分裂が対外的に周知される状況は ECB にとってはいつか来た道である。リーマンショック以降、ウェーバー総裁、バイトマン総裁と独連銀総裁は 2 代続けて任期満了できずに退場しており、ECB 役員会に籍を置くドイツ人理事にも同様のケースが相次いでいる。金融危機後、独連銀総裁も ECB 理事もドイツ人は任期満了できたケースが無いというのは異様な状態である(ドイツ以外ではそのようなことは起きていないのだから)。その背景にはタカ派を貫いたことによる政策理事会での孤立があったことは公然の秘密のようにになっているが、今年 1 月に就任したばかりのナーゲル総裁も同様の展開に追い込まれてしまうのか。記者会見では政策理事会内での亀裂を質す記者が現れるであろうから、その点も 21 日会合の注目点になりそうである。

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7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(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22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
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～
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	悲惨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～ルーブルにも負ける円～
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デフレー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～「三步進んで二歩下がる」～
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～