

みずほマーケット・トピック(2022年10月27日)

## ECB 政策理事会プレビュー～再投資の行方～

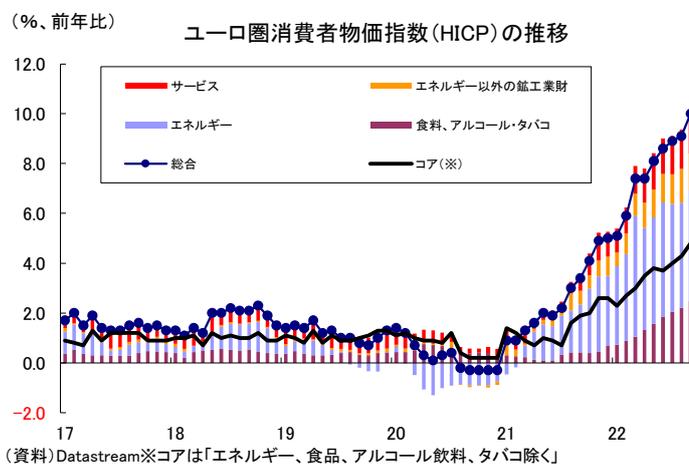
10月のECB政策理事会における注目点は+75bpの利上げはもとより、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)や拡大資産購入プログラム(APP)で購入した有価証券の再投資に係る方針。現状のECBは利上げをしながら、量的な側面での緩和を撤収させる局面には入っておらず、その意味でインフレ抑制に余力を残している。インフレが既往ピークを更新する中、10月会合の焦点は再投資の停止とこれに伴うバランスシート縮小見通しにどれほどの言及が見られるかが注目。だが、実態はそこまで簡単ではない。というのも、現状、PEPPの再投資はイタリアを筆頭とする脆弱国の国債利回りを押さえるための重要なツールと位置付けられている。恐らく再投資停止が決断するとしても、APP、厳密には国債を対象とする公的部門購入プログラム(PSPP)で購入した資産が対象であり、PEPPで購入された資産は対象外となる可能性が高い。今後イタリア政局が荒れた場合、果たしてそうしたポリシーミックスで利回りの十分な抑制が可能なのだろうか。残念ながらイタリア政局がECBの政策運営を規定する部分は相応にあるように思える。

### ～ECBのバランスシート縮小、遂に始まるか～

今晚はECB政策理事会が開催される。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の騰勢は止んでおらず、むしろ加速している(図)。こうした状況下、預金ファシリティ金利を+75bp引き上げるのは既定路線と見られる。注目はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)や拡大資産購入プログラム(APP)で購入した有価証券の再投資に係る方針である。若干おさらいをしてみると、PEPPは今年3月末に、APPは今年7月初めに新規の資産購入を停止した。

再投資に関するフォワードガイダンスを見ると、PEPPは「政策姿勢に干渉しない範囲で少なくとも24年末まで」、APPは「十分な流動性と適切な政策姿勢を維持できる限り、利上げ開始後十分な期間」、継続されることになっている。利上げをしながら、量的な側面での緩和を撤収させる局面には入っておらず、その意味でインフレ抑制に余力を残している状況と言える。

もっとも、9月の会見でラガルド ECB 総裁は再投資に関し、「会合ごとの分析に基づいて(on the basis of our analysis meeting-by-meeting)」、その運用を検討することも示唆している。表面的に言えば、現状のECBは「利上げをしながらストックベースの緩和効果を温存させる」という状況に立っており、インフレ高進を懸念する中央銀行としてやや分かりにくい状況にある。10月会合の焦点は

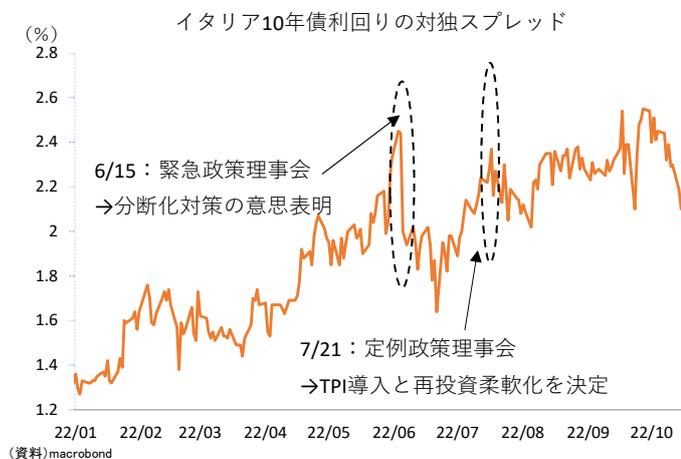


再投資の停止とこれに伴うバランスシート縮小見通しにどれほどの言及が見られるかである。

～再投資停止、あるとしても PSPP のみ～

実際、再投資停止にまつわる要人発言は始めている。例えば、10月14日、ナゲル独連銀総裁はブルームバーグテレビジョンのインタビューに対して「(ECBの)バランスシートの規模は大き過ぎ、バランスシート縮小は、金利面でわれわれがしなければならないことを多かれ少なかれ補完する」、「これについて内部で議論すべきで、来年にはバランスシートを縮小し始める可能性がある」とコメントしている。ECBのバランスシートは金額としては世界最大(GDP比では日銀が世界最大)であり、インフレ抑制のために75bpもの利上げを重ねる現状とは一見矛盾している。市場期待に照らしても再投資停止の決断はそれほどサプライズにはならず実行できる公算は大きいように思える。

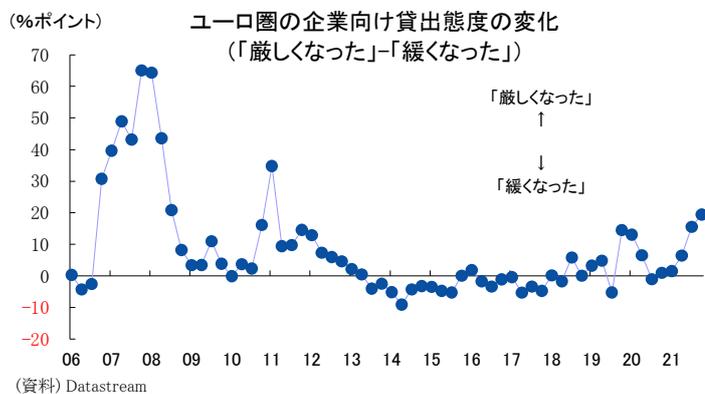
だが、実態としてはそこまで簡単な決断にはならないだろう。というのも、現状、PEPPの再投資はイタリアを筆頭とする脆弱国の国債利回りを押さえるための重要なツールと位置付けられている。端的には「ドイツ国債の償還金をイタリア国債の投資に使う」といった再投資の柔軟化を通じて、7月に導入された新しい枠組みである伝達保護措置(TPI)や無制限購入プログラム(OMT)といった大掛かりな資産購入をせずに済んでいる。こうした



現状を踏まえると、恐らく再投資停止が決断されるとした場合、APP、厳密には国債を対象とする公的部門購入プログラム(PSPP)で購入した資産が対象であり、PEPPで購入された資産は対象外となる可能性が高い。金額で言えば、9月末時点でPSPP残高は2.7兆ユーロ、PEPP残高は1.7兆ユーロであるため、前者(2.7兆ユーロ)部分を再投資停止することになる。現状、イタリア10年債の対独スプレッドはピークアウトしているが、依然としてワイドな印象は否めず、予断は許さない(図)。

～イタリアは本当に大丈夫か？～

英国がトラスショックから立ち直り、FRBの政策転換(いわゆる Fed Pivot)への期待も高まる中、大陸欧州の利回りもだいぶ落ち着いてきてはいる。しかし、例えばイタリアを巡る不安が払しょくされたわけではない。今週25日、イタリアのメローニ新首相は議会で初演説を行い、声高にECBの引き締めを非難している。メローニ首相はECBの利上げについて「多くの人が危険だと考えてい



る決定で、金融機関による一般家庭および企業向け融資に影響を与える危険性がある」と述べている。確かに、銀行貸出態度調査などを踏まえる限り(前頁図)、域内の与信環境は確実に引き締まってきており、家計・企業が痛みを感じ始めても全く不思議ではない。だが、エネルギー高に由来するインフレ高進が金融政策で対応できない以上、ある程度は需要を削りに行くことで縮小均衡を目指すというのは中央銀行として唯一可能な対応である。与信環境の引き締まりは初期の目的が達成されつつあるとも言える。その上で欧州委員会が検討しているようにエネルギー企業からの収益徴収やエネルギー価格の上限設定など、民間経済活動への公的介入も絡めながら対応するしかないのが現状と言える。メローニ首相の批判は感情的であり、対案を示す必要があるだろう。

また、メローニ首相は「われわれのように多額の公的債務を抱える加盟国にさらなる困難をもたらした」とも指摘している。これも的外れとしか言いようがない主張であり、ECB が PEPP 再投資を活用しなければ、確実にイタリアは苦境に陥っているはずである。同首相は現実路線を採り、ECB や欧州委員会からの補助を引き出すことに執心すると思われたが、必ずしもそうではないということだろうか。12月末には復興基金(NGEU)からの3度目の資金拠出(約190億ユーロ)が迫っている。メローニ首相は金目の問題を優先させ、面従腹背が基本と見られたが国民世論を感じ取り路線を変えたのだろうか。イタリア政局が荒れるとECBの再投資停止判断にも影響が及ぶと思われる。再投資停止がPSPPの問題だとしても、「利上げ」、「PEPP再投資柔軟化」、「PSPP再投資停止」という引き締めと緩和のオプションが混在し、政策運営のブレが目立ちやすくなる。

10月会合ではPSPP再投資停止の方法と時期について内部の専門委員会に指示を出すといういつもの方式に落ち着く公算が大きい。だが、イタリア情勢次第では「PEPP再投資柔軟化」だけでは利回りの抑制が難しくなる可能性もある。それでもPSPPで購入した部分の再投資を停止できるだろうか。残念ながらイタリア政局がECBの政策運営を規定する部分は相応にありそうである。

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](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10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常态～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を学ぶか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り越えられるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリテ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロリスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリテ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～
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～
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プ化構想～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(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(円安相場は終わりなのか？～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