

みずほマーケット・トピック(2023 年 6 月 22 日)

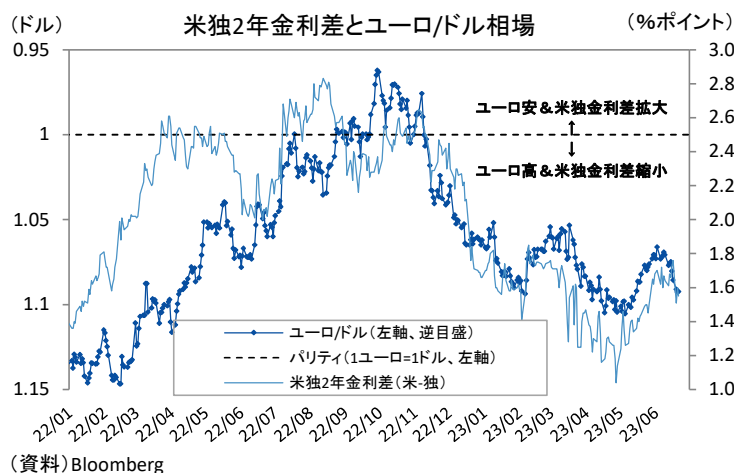
ECB は利上げ停止後に何をするつもりか

本欄の想定した通り、やはりユーロ相場が強含み始めている。ひとえに FRB と比較した ECB のタカ派姿勢が意識されている結果だろう。実際、政策金利の軌道は ECB の当初想定をかなり大きく上回っている。昨年 9 月時点のラガルド ECB 総裁の発言を踏まえれば、利上げは最大でも今年 2 月までのはずだった。既にそこから 3 回(+100bp)利上げされ、さらにあと 2 回(7 月・9 月)が予想される状況。もちろん、利上げの効果がラグを伴って現れる以上、ECB も 9 月利上げを最後に FRB と同じ「タカ派的な現状維持(hawkish hold)」を決め込む可能性は高い。しかし、その頃に消費者物価指数(HICP)の基調が落ち着いている保証はなく、利上げとは別の形でタカ派姿勢をアピールする必要がある。この際、最も焦点になりやすいのはパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を通じて購入した資産の処遇。現状、「少なくとも 2024 年末まで」という方針が示されている PEPP の再投資だが、果たして持続可能なのか。再投資ペースの「停止」もしくは「減速」を検討することが表面的には「利上げ停止の代役」として機能する展開はあり得る。

～当初想定より 1 年以上長引く ECB 利上げ～

本欄や『中期為替相場見通し』で想

定した通り、やはりユーロ相場が強含み始めている。ひとえに FRB と比較した ECB のタカ派姿勢が意識されている結果と言える。米独金利差とユーロ/ドル相場の関係性は日米金利差とドル/円相場の関係性よりも遥かに安定している(図)。実際、政策金利の軌道は ECB の当初想定をかなり大きく上回っている。分かりやすいのが昨年 9 月 8 日の政策理事会におけるラガ



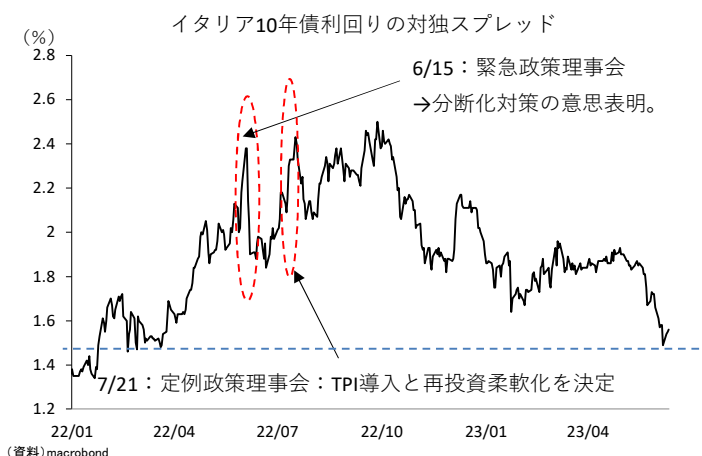
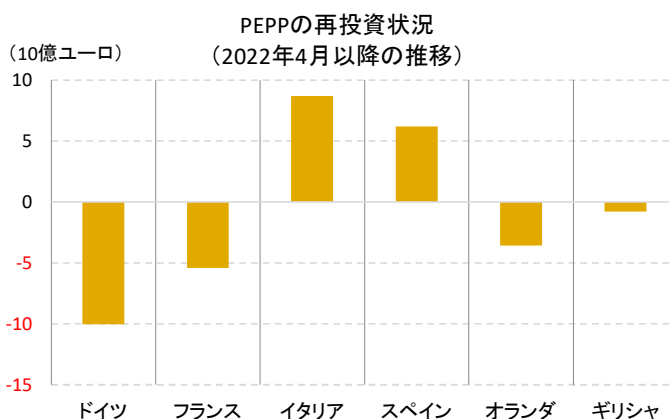
ルド ECB 総裁の発言である。当時、政策金利の見通しについて問われたラガルド総裁は「恐らく 2 回より多いが 5 回より少ない(it's probably more than two, including this one, but it's probably also going to be less than five)」と回答している。仮に「5 回より少ない」ケースの 4 回だとした場合、2022 年 9 月を起点とすれば、2022 年 10 月・12 月、2023 年 1 月・2 月で利上げは収束する予定だったことになる。それが 2023 年 2 月ではとどまらず、3 月・5 月・6 月と既に当時宣言されていた最大回数を 3 回(政策金利にして計+100bp)超えている。その上で次回 7 月の利上げは既定路線で、9 月も利上げを見込む向きが相当多い状況にある。つまり、ECB の当初想定と比較して 1 年近くも利上げが長引いているとも言える。この意味で ECB は完全にインフレ抑制に失敗していると言わざるを

得ない。もともと FRB も同じような状況に陥ってきた経緯はあり、完璧な予知能力を持たない中央銀行が金融政策でインフレを完全に制御することはできないという事実を良く表しているように思う。

～「利上げ停止の代役」として PEPP 再投資縮小～

もちろん、利上げの効果がラグを伴って現れる以上、ECB も 9 月利上げを最後に FRB と同じ「タカ派的な現状維持 (hawkish hold)」を決め込む可能性は高いと思われる。しかし、その頃に消費者物価指数 (HICP) の基調が落ち着いている保証はないため、利上げとは別の形でタカ派姿勢をアピールする必要があるだろう。この際、最も焦点になりやすいのは 2022 年 3 月末に終了したパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) を通じて購入した資産の処遇である。現状、PEPP を通じて購入した資産の再投資は「少なくとも 2024 年末まで」という方針が示されているものの、果たして持続可能なのか。既に 5 月の政策理事会では定例の資産購入プログラム (APP) で購入した資産の再投資が「7 月で打ち切り」となる方針が決定されている。つまり、今夏を境として ECB のバランスシートは縮小過程に入る。しかし、7 月以降も再投資が続けられる PEPP で購入した資産は 5 月末時点で 1.67 兆ユーロ存在し、これは ECB のバランスシート (約 7.7 兆ユーロ) の 2 割以上を占める。本当に量的な引き締めを企図するならば PEPP で抱える資産残高は無視できないほど大きい。当のラガルド総裁も 5 月会合後の会見で APP 再投資停止の影響を問われ「it does not have a massive impact」と述べ、現状での量的引き締め効果はさほど大きくないことを認めている。今後、利上げを停止した後もしくは底堅い HICP に直面するだろう。その際、PEPP 再投資ペースの「停止」もしくは「減速」を検討することが表面的には「利上げ停止の代役」として機能するのではないか。

ECB としても PEPP の再投資を長く続けたくない理由はある。ちょうど 1 年前となる 2022 年 6 月 15 日に ECB は臨時政策理事会を開催し、急騰していたイタリアを筆頭とする南欧諸国の国債利回りを抑制すべく PEPP の再投資を柔軟化する方針を決定した。この措置は端的に「ドイツ国債の償還金でイタリア国債を購入する」というオペレーションに象徴されており、継続するほど ECB の保有国債比率に歪みが生じることが懸念されて今に至っている。事実、右図 (上) に示されるように、昨年から足許までの PEPP 再投資状況を見ると、綺麗に「ドイツとフランスを売って、イタリアとスペインを買う」という構図になっている。この結果、既に 5 月末時点でイタリア国債の保有比率は出資金比率 (capital key) で定められた 17% を超えて 18.7% まで上昇している。これはフランスの 20.7% (capital



key は 20.4%) に接近する水準だ。ECB の使命はあくまで域内の経済・金融情勢を安定させることであるから、そのために必要な政策を実施した結果、capital key から乖離した国債保有状況になってしまうことは本質的な問題にならないというのが筆者の認識である。しかし、政治的な摩擦がたびたびた槍玉に上がりやすい ECB 政策理事会ではそこまで割り切った議論にはなるまい。前頁図(下)にも見るように、域内分断化現象と懸念され、再投資柔軟化の主因となったイタリア国債の相対的な急騰は既に正常化している。もちろん、柔軟化措置の結果として落ち着いている面もあるだろうが、昨年のような大幅利上げがなくなるという市場環境ならば柔軟化の必要性も当然、薄れるはずである。再投資の段階的な縮小を議論する程度であれば、大きな混乱なく合意が得られるのではないかな。

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
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遙か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ペントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まりらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～ 週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分) 先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分) 日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「強い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～