

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 14 日)

再投資柔軟化から 1 年～フランスに並んだイタリア～

先週 9 日、オーストラリアの一部施設で起きたストライキを背景に供給制約への懸念が高まり、欧州で取引される天然ガス価格が 1 日で+40%急騰した。今のところ、こうした動きが「今冬の欧州エネルギー危機」を連想させ、ユーロ売りを誘発するには至っていない。しかし、天然ガス価格の上昇が続けば、為替市場でもユーロが一大テーマとして浮上する可能性。日米欧三極で明らかに実体経済が劣後しつつあるユーロ圏が再びエネルギー価格経由でインフレ高進に見舞われれば、ECB の現在直面する「景気か、インフレか」という問題はより深刻化するだろう。当面、注目したいのは ECB の国債保有比率問題。過去 1 年、ECB では再投資柔軟化政策を通じてドイツ・フランスからイタリア・スペインへの国債保有の入れ替えが進んできた。この結果、23 年 7 月末時点の保有比率はフランス(19.9%)とイタリア(19.5%)がほぼ互角に。こうした保有比率の「歪み」を抑制するにはまず再投資柔軟化を止める必要がある。再投資柔軟化は「脆弱国を利上げから守る」という趣旨があることを思えば、利上げ方針自体の見直しという発想に繋がる可能性も。昨年同様、欧州の命運は天然ガス価格に握られている。

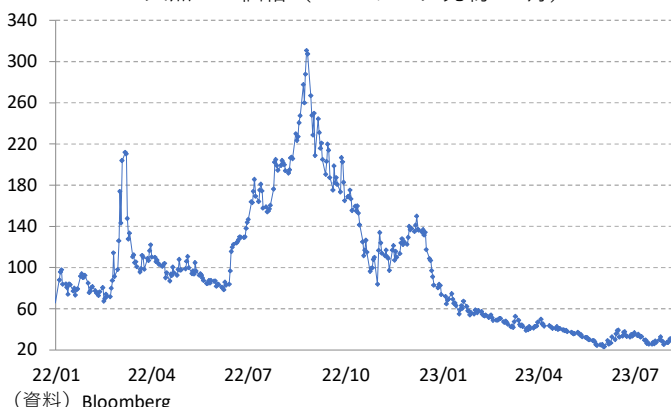
～下半期に入っても結局円安～

ドル/円相場は年初来高値圏での推移が続いている。下半期に入り、日銀の政策修正、FRB のタカ派色後退が早々に重なったものの、円安・ドル高基調は変わっていない。ヘッドラインでは需給環境の改善に着目する向きが多いものの、上半期の貿易赤字で見れば今年と去年で▲1 兆円程度の差しかなく、筆者試算のキャッシュフローベース経常収支で見れば、むしろ今年の方が外貨流出は大きいというイメージすらある。眼前の円安傾向は昨年来の本欄で想定してきた通りのものだ。引き続き、需給環境に関し、「円を売りたい人が多い」という事実がドル/円相場の下支えになっているというのが筆者の基本認識である。

～ECB で進んできた保有国債入れ替え～

一方、ユーロ相場は穏やかな推移が続いているが、気がかりな報道も見られる。先週 9 日、オーストラリアの一部施設で起きたストライキを背景に供給制約への懸念が高まり、欧州で取引される天然ガス価格が 1 日で+40%と急騰するという動きがあった。今のところ、こうした動きが「今冬の欧州エネルギー危機」を連想させ、ユーロ売りを誘発するには至っていない。なにより天然ガス

(ユーロ/MWh) 天然ガス価格 (TTFオランダ先物1か月)

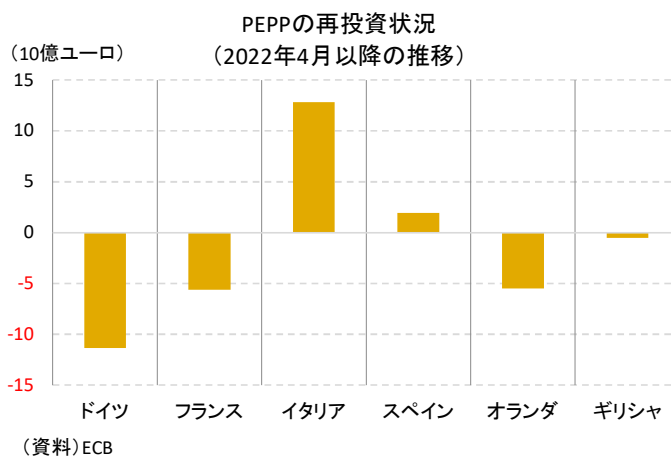


価格の水準は昨年の暴騰と比較すべきも無い(前項図)。しかし、天然ガス価格の上昇が続けば、為替市場でもユーロが一大テーマとして浮上する可能性はある。日米欧三極で明らかに実体経済が劣後しつつあるユーロ圏が再びエネルギー価格経由でインフレ高進に見舞われれば、ECB の現在直面する「景気か、インフレか」という問題はより深刻化する。

ECB の金融政策運営が注目を集める過程では筆者が従前から注目してきた ECB の国債保有比率問題が避けて通れない論点になる。この点、8 月に入り、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入した各国国債の 7 月末時点における保有状況が公表されているため、現状を整理しておきたい。周知の通り、定例の資産購入プログラムである APP で購入した資産に関しては再投資が今年 5 月に停止されている一方、PEPP で購入した資産は再投資が依然として続けられている。しかも、ただの再投資ではなくドイツやフランスの国債償還金をイタリアやスペインの国債へ振り向けるという変則的なオペレーションが取られている。ECB はこれを「再投資の柔軟化」と呼ぶが、言ってみれば金利上昇に対して脆弱性を抱える加盟国に対する債務救済スキームである。

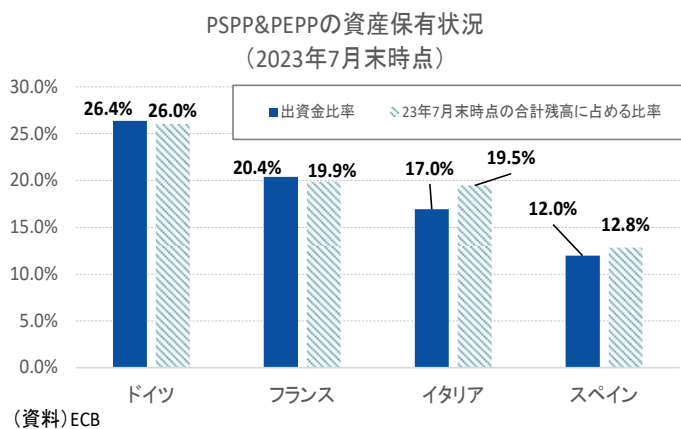
PEPP は 2022 年 3 月末に新規購入が停止され、2022 年 6 月の緊急政策理事会では PEPP で購入した資産を対象とする再投資の柔軟化方針が決定されている。即ち、再投資の柔軟化が決定されてから、丸 1 年が経過していることになる。その結果を端的に示したものが右図だ。2022 年 4 月から 2023 年 7 月までの間、PEPP で購入した国債売買を見ると、ドイツが▲114 億ユーロ、フランスが▲56 億ユーロの売り越しとなる一方、イタリアが+130 億ユーロ、スペインが+20 億ユーロと買い越しされている。

過去 1 年間で起きたことはドイツ・フランスからイタリア・スペインへの国債保有の入れ替えである。少なくともドイツやフランスの国民からすれば、イタリアやスペインに無償で資金を譲渡されたように感じるのではないかな。



～フランスに追いついたイタリア～

結果として、ECB の国債保有比率に関しても、同じような動きが起きることになる。厳密には ECB の保有する国債は PEPP だけではなく公的部門購入プログラム(PSPP、※APP の一部である)で購入した国債もある。PEPP、PSPP の双方で購入した国債を総合した上で保有比率を計算したものが右図だ。目途となる出資金比率(capital key)に対してドイツは▲0.4%ポイント、フランスは▲0.5%ポイント下回っている。これに対



イタリアは+2.5%ポイント、スペインは+0.8%ポイント上回っている。この結果、2023年7月末時点の保有比率に関し、フランス(19.9%)とイタリア(19.5%)がほぼ並んでしまっている。ちなみにPEPPで購入した資産だけに限れば、両者の差はさらに小さい(フランス19.7%、イタリア19.5%)。

上述した通り、これは再投資の名を借りた債務救済であるため、続けるほどその「歪み」が大きくなり、政策理事会の摩擦を生むはずである。イタリアがフランスを明示的に逆転するのも時間の問題だろう。本質論で言えば、ECBが域内の経済・金融情勢にとって最適な政策運営をすることが重要であり、結果として出てくる国債保有比率は特別な意味を持たないだろう。だが、少なくともフランスはこの状況が極まっていくことを愉快に思わないのも事実である。ドイツからも反意が示されるはずだ。こうした保有比率の「歪み」を抑制するにはまず再投資柔軟化を止める必要がある。

再投資柔軟化は「脆弱国を利上げから守る」という趣旨があることを思えば、結局、实体经济の悪化が注目され始めている状況も踏まえれば、利上げ方針自体の見直しという発想に至るかもしれない。天然ガス価格の騰勢も落ち着き、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)も緩やかな鈍化が続き、域内経済も鈍化が続くということになれば気持ちよく利上げ停止を決断できる状況にあるため、現状ではその可能性が高まっていると考えるべきだろう。果たしてそう単純に行くのかどうか。昨年同様、ECB ひいてはユーロ圏全体の先行きは天然ガス価格の動きに委ねられている。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年8月10日	週末版(アマゾンプライム)値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質資金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECB/ハト派を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEDOLインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするとするか
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～遅か遅のく年内利下げ～
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～ベ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/円相場見直しへの影響
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～)