

みずほマーケット・トピック(2022年1月11日)

信じて貰えない ECB のハト派姿勢

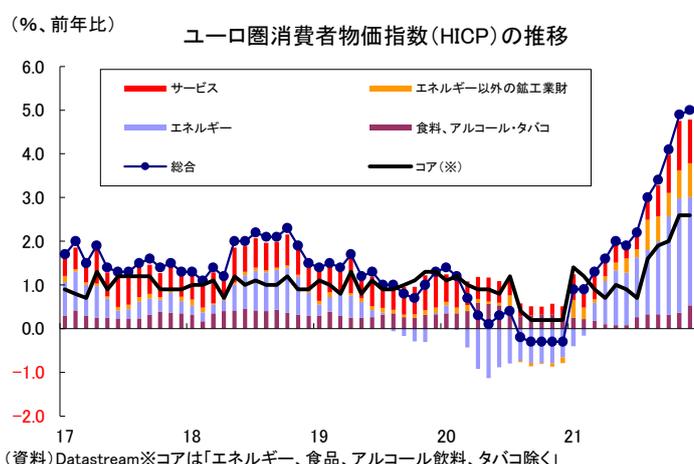
米 12 月雇用統計を受けて労働供給不足(伸びない雇用者と急騰する賃金)が一段と露わになったことで米利上げ見通しは年内 3 回から 4 回へさらに織り込みが進んでいる。こうしたインフレ圧力の波はユーロ圏にも及んでおり、同じく 7 日公表のユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP)は前年比+5.0%と過去最高を更新。概ね賃金と連動すると考えられるサービスも加速し、エネルギー要因とは割り切れない部分もある。こうした中、ECB による「利上げは急がない」という公式見解は今一つ信じられておらず、市場では年内利上げが織り込まれている。域内金利も上昇し、欧米金利差が縮小しないことからユーロ/ドル相場も堅調。名目実効為替相場(NEER)ベースでもユーロ高止まりが続いており、世界最大の経常(貿易)黒字という需給要因は元より、利上げ期待という金利要因も寄与していそう。市場参加者にとってもはや「量」は決着済みの論点であり、ECB についても「いつ利上げするか」が関心事項。ファンダメンタルズが大崩れしない限り、ECB についても「2023 年初頭には利上げ」を前提に取引が進む。

～利上げ織り込みは年 3 回から 4 回へ～

FOMC 議事要旨以降、FRB の利上げ予想は既に 3 回から 4 回へ織り込みが進んでおり、米 10 年金利は再び 1.80%を突破している。もっとも、正常化プロセスが株価に調整を強いることは元より、先週 7 日に公表された米 12 月雇用統計で労働供給不足(伸びない雇用者と急騰する賃金)が一段と露わになったことで米景気への懸念が先に立っており、正常化期待が単純に米金利上昇・ドル買いという展開には繋がっていない。とはいえ、当面は労働供給不足が続き、雇用統計に芳しくない結果が出てくることはパウエル FRB 議長から予め警告されていた論点でもある。ドル高・円安見通しを反転させるほどの材料は未だ出てきていないと考えるべきである。

～ユーロ圏も避けられない正常化圧力～

一方、インフレ圧力の波はユーロ圏にも及んでおり、これが金融政策の運営を難しくなる雰囲気が出てきている。雇用統計と同じく先週 7 日に公表されたユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP、速報値)は前年比+5.0%と減速を見込んでいた市場予想の中心(+4.8%)を上回り、過去最高だった 11 月(+4.9%)からも加速した。12 月もエネルギー(同+26.0%)がけん引した格好であり、5.0%のうち 2.5%ポ

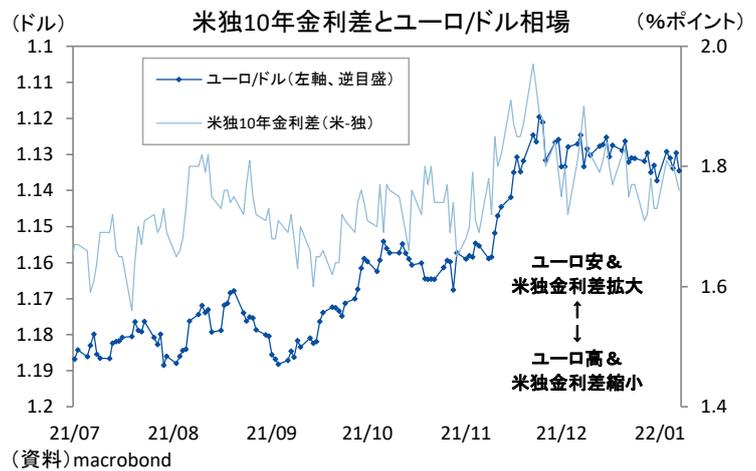


イントとちょうど半分を説明できる。しかし、概ね賃金と連動すると考えられるサービスも同+2.4%で寄与度が+1.0%ポイント、エネルギー以外の鉱工業財が同+2.9%で寄与度が+0.8%ポイントと相応の伸びを示している。結果、食料、アルコール&タバコ除くコアベースでも同+3.2%と ECB が目標とする+2%を優に突破しており、後述するように、この辺りが「利上げは急がない」という公式見解が信じられていない一因になっていそうである。

もともと、2020 年下半期に実施されたドイツの時限的な付加価値税減税の反動で 2021 年下半期の HICP が押し上げられてきた部分もある。2022 年以降はこれが剥落してくるため、必然的に HICP のヘッドラインは押し下げられる。また、エネルギー価格は高止まりしているもののこのまま上離れせずに足許の水準でピークアウトするとの見方も多い。とすれば、HICP は ECB の目論見通り、+2%に向けて調整が進んでくる可能性もある(ドイツの CPI は 12 月に減速している)。後述するように、実効ベースでユーロ相場が堅調であることも輸入物価を通じて HICP を抑制するはずである。

～ECB の争点もはや金利に～

もともと、それで ECB への引き締め期待が緩むとも思えない。12 月に改定された ECB スタッフ見通しでは HICP に関し、2022 年は+3.2%、2023 年および 2024 年は+1.8%とされ、今後 3 年平均で優に+2%を突破する見込みである。収束方向だとしても、▲0.5%という深いマイナス金利を放置するほどの物価情勢とは言えない。2022 年の為替市場は今のところ、ドル/円相場だけを見ればドル高・円安が進んでいるが、ユーロ/ドル相場が同じように軟化しているわけではない。これは米金利と共にユーロ圏の域内金利も相応に上がっており、対米金利差が昨秋以降、均して見れば概ね横ばいになっていることと整合的である。



金融政策の正常化プロセスの進捗に関し、FRB と ECB では比較すべくもないが、債券・為替市場ではそれが綺麗に反映されているとは言い難い。ひとえに ECB の「正常化は急がない」という姿勢があまり信じられていないという印象が抱かれる。実際、金利先物市場などを見る限り、今後 1 年で預金ファシリティ金利に関し 25bps 程度の引き上げが織り込まれている。過去の本欄でも繰り返し論じているが、3 月末に緊急パンデミック購入プログラム(PEPP)を廃止し、4~6 月期以降は一時増額を挟みつつも、段階的に拡大資産購入プログラム(APP)を縮退させていく方針は既に見せているため、市場参加者にとってもはや「量」は決着済みの論点と言える。現在、ECB のフォワードガイダンスでは「量」の終了直後に「金利」を引き上げることになっているため、ラガルド ECB 総裁を含めた ECB 高官がいくら否定したところで市場の注目は「いつ利上げするか」にしか向かわないと考えられる。

～ECB 不信を映すユーロ高～

ユーロ圏のファンダメンタルズが大崩れしない限り、「2023 年初頭には利上げ」を前提に取引が進むだろう。図示されるように名目実効為替相場 (NEER) ベースでユーロは高止まりが続いているが、背景には世界最大の経常 (貿易) 黒字という需給要因は元より、利上げ期待という金利要因も寄与していると考えられる。ユーロ安への反転があるとすれば、このユーロ高が外需抑制を通じて域内経済の回復を鈍化させる経路だろうか。「下がらない通貨」を前に ECB が正常化プロセスを進んで遅延させるという可能性も否定はできない。オミクロン変異株など感染拡大で脆弱な加盟国の立ち遅れが顕著になれば、やはりユーロ高は重荷になる。ECB がユーロ高をリスクと評価する展開は 2022 年、注目したい論点の 1 つである。



市場営業部・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/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1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試験に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン連立銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に陥まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に陥まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染症主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分) メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラール想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢