

みずほマーケット・トピック(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～

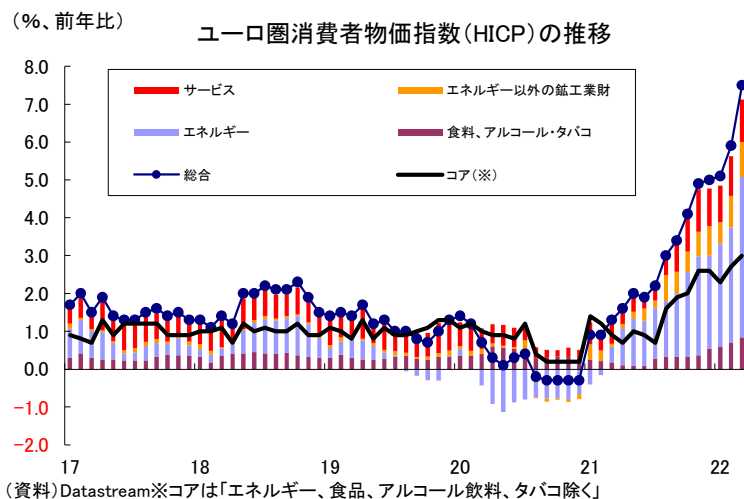
今週 14 日の ECB 政策理事会のプレビューをしておきたい。ECB は 3 月会合で正常化プロセスの道程を修正したばかりであり、4 月会合はこれを静観する構えを見せるだろう。敢えて言えば、現時点で APP 終了は「7～9 月期のどこか」ということしか分かっておらず、この点はスケジュールの具体化が行われる可能性がある。実際、3 月会合の議事要旨を見ても、何人かのメンバーが APP 終了時期について「確かな終了時期(a firm end date)」を設定すべきと主張している。なお、市場では ECB が一刻も早く利上げを望んでいるのではないかと期待も漂う。その期待通りならば、APP 終了時期を 7～9 月期ではなく 4～6 月期に前倒して、最短 7 月 21 日会合での利上げに動くというシナリオも。だが、3 月会合の議事要旨を見ても「APP 終了」と「利上げ開始」は別の話であり、両者の距離感を相応に大きく取ろうとする主張は根強い。チーフエコノミストであるレーン理事自らが「インフレに対して過剰な反応をしないことが重要」と述べており、あくまで静観を主張。政策理事会も基本的に同理事の主張に沿う方針と見受けられる。

～ECB、4 月会合の注目は APP 終了時期の具体化？～

今週 14 日の ECB 政策理事会について照会が増えているため、プレビューをしておきたい。ECB は 3 月会合で正常化プロセスの道程を修正したばかりであり、4 月会合はこれを静観する構えを見せるだろう。3 月会合では年内継続が見込まれていた拡大資産購入プログラム(APP)を 7～9 月期で終了させる方針が示され、結果的に APP 終了後に予見されていた利上げ時期も予想が早まることになった。具体的には「4 月 400

億ユーロ→5 月 300 億ユーロ→6 月 200 億ユーロ」と段階的な縮小(テーパリング)を経た後、7～9 月期以降は①APP 終了が中期的なインフレ見通しを押し下げないと判断されれば終了、②そうではない(2%見通しと矛盾する)場合は規模と期間を再検討するという 2 つの道筋が示された。もっとも、「2 つの道筋」とはいつても、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)が毎月、過去最高を更新している現状を踏まえれば(図)、基本的には①の路線をメインシナリオと考えるのが妥当である。

しかし、現時点で APP 終了は「7～9 月期のどこか」ということしか分からず、この点に関してはスケジュールの具体化が気になる状況である。実際、先週 8 日に公表された 3 月会合の議事要旨を



見ても、何人かのメンバーからは7～9月期中の利上げに道筋をつけるべく、APP終了時期について「確かな終了時期(a firm end date)」を設定すべきだという意見が出ていた。APPの終了は7月なのか、8月なのか、9月なのか。通常、8月は夏季休暇で資産購入のオペレーションは停滞する季節性があるため、それに乗じてフェードアウトするというのが無難に思われる。8月に終了できれば、最短で9月8日会合での利上げが可能になる。

～政策理事会はレーン理事の見解に沿う方針～

金融市場ではECBが一刻も早く利上げを望んでいるのではないかと期待も漂う。その期待通りならば、APP終了時期を7～9月期ではなく4～6月期に前倒して、最短7月21日会合での利上げに動くというシナリオも考えられる。現時点でECBに対する最もタカ派的な見方がこれだろう。だが、既に4～6月期が始まる中、前回会合で修正したばかりの正常化プロセスをまた見直すだろうか。確かに、HICPは加速しているがあくまで単月の結果であり、それだけを理由に枠組み修正を図るのは無理筋だろう。また、3月会合の議事要旨を見ても「APP終了」と「利上げ開始」は別の話であり、両者の距離感を相応に大きく取ろうとする主張は強い。先週6日にもチーフエコノミストであるレーン理事自らが「インフレに対して過剰な反応をしないことが重要」などと述べており、3月に決めたばかりの枠組みを急いで修正するような雰囲気はない。議事要旨の中では、計量モデルや市場データによる推計に基づけば「2024年にインフレ率が2%を超える可能性を50%以下」であり、ECBによるアナリスト調査でも長期のインフレ期待が2%付近で落ち着いていることが指摘されている。経済・金融分析に基づき、インフレに大騒ぎするつもりはない姿勢が窺える。

ちなみに3月会合ではラガルドECB総裁自ら「今は見えていないが、我々が非常に、非常に注視している計数」として賃金上昇圧力を挙げ、本欄も気にかけていた。この点、レーン理事は足許で上昇の加速は見られないと指摘しつつ、賃金交渉のラグを考慮し、2023年の1人当たり雇用者報酬は前年比+3.4%まで高まると推計を示している。ECBの想定する最悪シナリオでは賃金高止まりに起因する二次的波及効果(stronger second-round effects from higher wages)の存在を重く見ており、この点は引き続き注意されていくだろう。

こうした状況認識に基づき、レーン理事は過度なインフレに迅速な対応を行う一方、現状の危機が深刻化するリスクにも備えるべく柔軟なスタンスの維持が重要とも主張しており、この点で有無を言わず引き締め執心するFRBとは一線を画している。議事要旨の結論部分を見ても、こうしたレーン理事によるバランスの取れた妥協案(a balanced compromise and a proportionate course of action)に基づいて政策の調整を進めることでメンバーは合意したとある。やはり、4月会合におけるECBの基本姿勢は「既存枠組みの下で静観する」が最も無難であろう。

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	経常赤字は新常態なのか？～「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～ドイツの自衛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～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
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」を体現するアバ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(いきなり外交的試練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～)