みずほマーケット・トピック（2022 年 4 月 27 日）

ECB、7月利上げ説は本当なのか？

過去 1 か月で ECB の早期利上げ期待がにわかに盛り上がっており、照会も増えている。既に短期金融市場では 7 月の利上げ着手を織り込んでおり、9 月もこれに続くと見込まれている。果たしてそうした FRB のような急旋回が可能なのか。市場の織り込みは根拠のない話ではない。デギンドス ECB 副総は 7 月利上げに含みを見せている。しかし、現在公表されているガイダンスに従えば、7 月利上げは理屈上こそ不可能と言えないものの、漸進主義（gradualism）を標榜してきた経緯を踏まえるとかなり無理筋に感じられる。筆者は 7 月利上げの可能性は低いと考える。今月発表された IMF 世界経済見通しを踏まえても、ユーロ圏経済の痛み方はかなり大きく、ECB が FRB のような政策運営に勤しむのは困難と見受けられる。6 月政策理事会で 7 月中の APP 終了を宣言し、9 月のスタッフ見通し改定と共に初回利上げに着手というのがもっとも無難な意思決定ではないか。追加利上げは 12 月を予想する。年末にはマイナス金利脱却か。

～ECB、早期利上げ観測の読み方～

猛烈な円安相場の陰に隠れているが、過去 1 か月で ECB の早期利上げ期待がにわかに盛り上がっており、照会も増えている。既に短期金融市場では 7 月の利上げ着手を織り込んでおり、9 月もこれに続くと見込まれている。しかも、1 回の利上げ幅は 25bps と見込まれており、3 か月で+50bps の引上げが予想されている。預金ファシリティ金利は 2014 年 6 月のマイナス金利導入以降、約 7 年かかって▲0.50%まで引き下げられてきたわけだが、市場の織り込みが正しければ 3 か月でマイナス金利が解除されることになる。なお、市場期待はさらに進んでおり、2023 年末には 1.50%まで引き上げられる織り込みとなっている。果たしてそうした FRB のような急旋回が可能なのか。

～7 月利上げは理屈上、可能なのか？～

市場の織り込みは根拠のない話ではない。4 月 21 日、デギンドス ECB 副総が 6 月会合では 7 月利上げへの道筋が開かれるといった趣旨の発言をしたことが報じられている。現在公表されているガイダンスに従えば、7 月利上げは理屈上、確かに不可能ではない。現在、ECB は 7～9 月期中の拡大資産購入プログラム（APP）の終了を既定路線としつつ、7・8・9 月のどこで終了するのかは明示していない。一方、利上げ着手は APP が終わって「しばらくしてから（some time after）」とされている。この「しばらく」はラガルド ECB 総裁によれば「1 週間から数か月の間（anywhere between a week to several months）」であり、何も言質は与えられていない。つまり、「7 月中に APP を終了して、その後直ぐに（7 月などに？）利上げをする」という政策運営はガイダンスと矛盾するものではない。しかし、それはラガルド総裁が APP と利上げを別次元の政策決定として強調してきた経緯とあまりにも異なり、やや屁理屈に近いという印象も抱かれる。ECB の正常化プロセスはあくまで漸進主義（gradualism）と言ってきた経緯もある。「APP 終了→利上げ」の時間的順序が守られるからと言っ

て、7 月に両方とも押し切ろうとするのはいかにも駆け込み的である。また、デギンドス副総裁においても「APP を 7 月に終了しない理由は見当たらない」とは断言しているものの、利上げに関しては「現在の視点からは 7 月も可能だし、9 月かそれ以降もあり得る。データを見てから決定する」と述べており、決して 7 月利上げを決め打ちしているわけではない。こうしたデギンドス副総裁の言い回しはラガルド総裁の「1 週間から数か月の間」という表現と似ている。本当に 6 月の ECB スタッフ見通し改定までは何も決まっていないというのが実情と推測する。

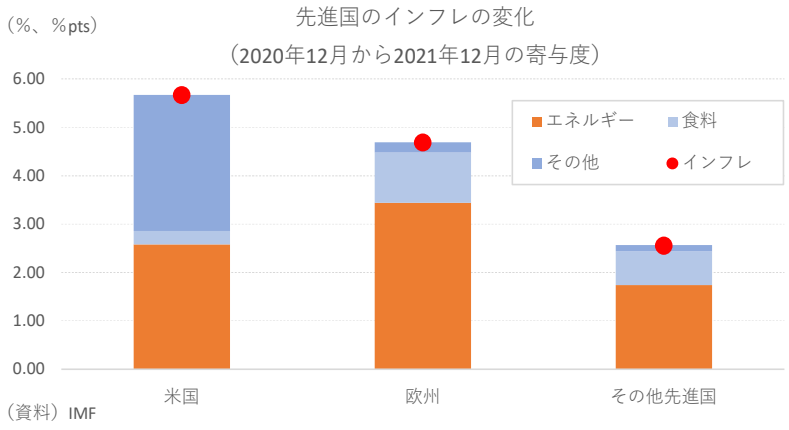
～ファンダメンタルズが 7 月利上げ正当化せず～

今のところ、筆者は 7 月利上げの可能性は低いと考えている。従前の情報発信に照らせばあまりにも距離があるという事情もさることながら、やはりユーロ圏経済の現状と展望を踏まえるとそれほど急激なタカ派傾斜は違和感がある。もちろん、FRB はそのような政策姿勢に転換しているものの、ラガルド総裁はユーロ圏と米国の実体経済は著しくなっており、比較すること自体が「リンゴとオレンジを比較するようなものだ（comparing apples and oranges）」と一蹴した経緯がある。よって FRB と類似のペースで引き締める意図は全くないはずである。また、今月発表された IMF 世界経済見通しでもドイツを筆頭にユーロ圏主要国の成長率は大幅に引き下げられている（図・上）。米国やカナダは地理的にロシア・ウクライナから遠いばかりではなく資源国の顔も持ち合わせており、単純に現下のインフレ高進に対して耐性があるという事情もある。そもそも米国とユーロ圏も含めた欧州諸国ではインフレの中身がかなり異なる。米国のインフレは既にエネルギーや食糧以外の要因にドライブされており、エネルギーが過半を占める欧州とは事情が異なる（図・下）。「一過性ではないインフレ」は米国に色濃く出ており、欧州は同じ悩みを共有しているわけではない。ユーロ相場が軟調推移を強いられているのは、短期金融市場の織り込みほど、為替市場における ECB へのタカ派期待が強くないからではないか。

20～23年にかけてのG7および中国の成長率軌道（前年比%）

	2022年		2023年		修正幅（1月→4月）	
	1月時点	4月時点	1月時点	4月時点	2022年	2023年
米国	4.0	3.7	2.6	2.3	−0.3	−0.3
ユーロ圏	3.9	2.8	2.5	2.3	−1.1	−0.2
ドイツ	3.8	2.1	2.5	2.7	−1.7	0.2
フランス	3.5	2.9	1.8	1.4	−0.6	−0.4
イタリア	3.8	2.3	2.2	1.7	−1.5	−0.5
日本	3.3	2.4	1.8	2.3	−0.9	0.5
カナダ	4.1	3.9	2.8	2.8	−0.2	0.0
英国	4.7	3.7	2.3	1.2	−1.0	−1.1

（資料）IMF、「World Economic Outlook」（22年4月）



～9 月利上げ着手がメインシナリオ～

これまでの情報発信や市場期待との距離感を合わせ見れば、6 月政策理事会で 7 月中の APP

終了を宣言し、9 月のスタッフ見通し改定と共に初回利上げに着手というのがもっとも無難な意思決定ではないか。ECB の資産購入は通常、夏季休暇で稼働が停止するので、8 月の購入は元々殆ど予定されてない。だとすれば、9 月ではなく 7 月に APP を終了させても購入額が大きく減るわけではなく、早めに手仕舞いしたいという気持ちは大きいだろう。9 月に+25bps 利上げした後、10 月会合は様子見、12 月のスタッフ見通し改定に合わせ+25bps の追加利上げをして、年内にゼロ金利復帰というのが関の山ではないかと察する。少なくとも漸進主義(gradualism)を標榜するならば 7 月利上げはあまりにも性急な印象を拭えない。ユーロ相場が ECB の利上げ着手を見据えて買われるのは 7～9 月期以降になるというのが筆者の基本認識である。

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

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に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25日	円安にまつわるQ&A：よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年3月分）
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版（ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～）
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
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～
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～ルーブルにも負ける円～
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～「三歩進んで二歩下がる」～
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～ドイツの自傷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見通し改定について～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～ショルツ政権の迷走～
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？