

みずほマーケット・トピック(2022 年 5 月 17 日)

ECB、「行動の夏」が意味するところ

ビルロウドガロー・フランス銀行総裁が 6 月 9 日の会合に関して「決定的なものになる」と語り、「決定的な 6 月会合と行動の夏」というフレーズを使って正常化への強い意思を表明。「夏」とは 7 月 21 日の会合、「行動」とは拡大資産購入プログラム(APP)終了を示唆すると読むのが自然だろうか。当面のメインシナリオは 6 月 9 日会合で「7 月 21 日会合での APP 終了と 9 月 8 日の利上げ着手」を予告するという展開。7 月に APP 終了と利上げが同時に到来するというタカ派シナリオも否定はできないが、それを漸次的とは言うまい。利上げは最大でも 9 月、10 月、12 月の 3 回と予想。なお、ビルロウドガロー総裁は ECB として輸入インフレを押し上げるユーロの実効レートを注視しており「弱過ぎるユーロは物価安定の目標に反する」と言及。実効相場はさほど下がっているわけではないが、対ドルでは最高値から▲15%程度下落しており、確かに域内の資源価格に影響しそうな印象。ECB ウォッチにおいて為替レートが重要な変数として浮上か。

～「行動の夏」の意味するところ～

昨日、パリの会議でビルロウドガロー・フランス銀行総裁が 6 月 9 日の会合に関して「決定的なものになる」と語ったことが報じられている。同総裁は「政策委員会のコンセンサスは<中略>インフレと闘うために今、金融政策を正常化する必要があるというものだ」と述べた上で「決定的な 6 月会合と行動の夏」というフレーズを使って正常化への強い意思を表明している。さらに、「その後の政策措置のペースは一定の選択性と漸進主義を念頭に実際の活動とインフレデータを考慮することになるが、少なくとも中立金利に向かって進む必要がある」と主張している。中立金利である 1～2% 程度までの利上げを宣言した格好である。「行動の夏」をどう解釈すべきかは議論の余地があるものの、欧州の夏季休暇である 7 月および 8 月を念頭に置いた場合、9 月は入らないだろう。とすれば、「夏」とは 7 月 21 日の会合、「行動」とは拡大資産購入プログラム(APP)終了を示唆すると読むのが自然である。もちろん、7 月会合で APP の即時終了を決断した後、月内に各種政策金利が引き上げられるという実務的順序を経ても「量を止めてから金利」という現行のガイダンスとは矛盾しない。だが、1 会合で APP 終了と利上げを同時決定することは漸進主義に反するように思える。

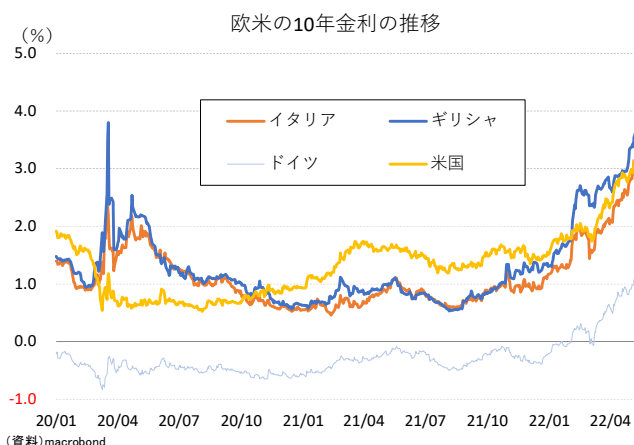
もっとも、リスクシナリオとして 7 月に両方決めてしまう可能性も無いとは言えない。というのも、ラガルド ECB 総裁は APP 終了から利上げ着手までの期間である「しばらくしてから(some time after)」は「1 週間から数か月の間(anywhere between a week to several months)」と述べているため、買入れが停止してから 1 週間後に政策金利を上げればガイダンスに矛盾はしない。金融市場がそこまでの展開に構えているとは思えず、そうなれば域内金利とユーロは共に押し上げられるだろう。

～当面のスケジュールイメージ～

当面のメインシナリオは 6 月 9 日会合で「7 月 21 日会合での APP 終了と 9 月 8 日の利上げ着

手」を予告するという展開であり、その意味で 6 月会合は「決定的」なのだと思います。6 月会合で併せて公表されるスタッフ見通しは恐らく相当な下方修正になるはずであり、APP 終了と利上げを同時に決断するには難しい数字になることが予想される。昨日は欧州委員会が春季経済予測を先んじて公表しているが、メインシナリオにおける実質 GDP 成長率に関し 2022 年を+2.7%、2023 年を+2.3%とし、2 月公表の+4.0%と+2.7%から下方修正されている。同時に公表された最悪シナリオ（ロシアからのガス供給が途絶するシナリオ）では 2022 年が+0.2%、2023 年が+1.3%まで押し下げられる可能性にも言及がある。ECB の認識も欧州委員会と大差ないはずであり、にわかにタカ派色を強めるのは難しい状況と見受けられる。

既に、域内金利は騰勢を強めており（図）、それ自体が内需引き締めに寄与し、懸案の物価上昇圧力を抑制する展開も期待できる。利上げは最大でも 9 月、10 月、12 月の 3 回と予想したい。25bps ずつの引き上げとすれば、預金ファシリティ金利は▲0.50%から0.25%へ、約 8 年ぶりのプラス圏に復帰するイメージとなる。その頃でも日銀は何も動けていないことを踏まえれば、マイナス金利に取り残される円とのコントラストが取りざたされるのではないかな。



～ECB はユーロ相場も重視～

なお、冒頭で紹介した講演においてビルロッドガロー総裁は ECB として輸入インフレを押し上げるユーロの実効レートに注視しており、「弱過ぎるユーロは物価安定の目標に反する」と述べている。ユーロの名目実効為替相場は年初来で▲2.6%、前年比で▲5.4%下落している。ECB は 1%のユーロ高が 1 年後のユーロ圏消費者物価指数(HICP)を▲0.04～0.07%ポイント押し下げると試算した経緯がある¹。過去 1 年のユーロ下落(▲5.4%)を踏まえれば、HICP は +0.2～+0.4%ポイント程度の押し上げというイメージである。もっとも、パンデミックが発生した 2020 年、ユーロ相場は急騰しており、その後緩やかに下落してきたという経緯がある。2020 年初頭と足許を比較すれば「概ね横ばいまたは若干上昇」であり、まだ大騒ぎするような変動とは言えない。し



¹ ECB が 2007 年 8 月に発表したワーキングペーパー『The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the Euro area』では、1%のユーロ高が 1 年後(4 四半期後)の HICP を▲0.07%ポイント押し下げると試算している。また、2014 年 3 月 6 日の理事会後の記者会見においてドラギ元 ECB 総裁が「実効ベースで 10%のユーロ高はインフレ率を 0.4～0.5 ポイント下押しする」と述べたこともあった。

かし、対ドル相場に限って言えば、2021 年初頭の 1.24 から足許(1.04)まで▲15%近く下落している。原油を筆頭とする資源価格がドル建てで取引されることを踏まえれば、輸入インフレを念頭に置くならば+0.6%ポイント～+1.1%ポイントほど HICP が押し上げられる話になり、その影響は小さいとは言えない。わざわざ名目実効為替相場を ECB として注視していると述べたのは「対ドル相場を注視している」と述べるのが中央銀行としては御法度だからなのではないか。いずれにせよ、ユーロ相場下落傾向が ECB の政策反応関数にとして重視され始めていることが分かったこと自体、ECB ウォッチにおいては興味深い材料である。

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5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
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	経常赤字は新常态なのか？～「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)
	円相場の変遷～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ヘ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・原子カグリーン認定
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①～2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帰報報道
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」～)