

みずほマーケット・トピック(2022年5月25日)

ブログで政策修正を図った ECB の真意

5月23日、ECBはラガルド ECB 総裁の名前で突如「Monetary policy normalisation in the euro area」と題したブログを発表。ここでは3つの情報が示された。1つはAPPが7～9月期の非常に早い時期に終わること。もう1つは7月に利上げをすること。最後は7～9月期中にはマイナス金利が終了していること、だ。これらの情報はいずれも政策理事会ではまだ発表されていない重要情報である。先週、金融政策を対象としない政策会合が開催されているので、恐らくそこで意見集約を図ったのだろう。市場の利上げ織り込みを踏まえればブログで地均しの必要性は無かったはずだが、それほどまでに ECB のインフレ警戒がにわかに高まっているということだろうか。当面の注目点は利上げ幅に。今回のブログの内容に従えば、7月と9月に行われる2回の利上げで現在▲0.50%の預金ファシリティ金利がマイナス圏を脱することになる。均等に行けば+25bps ずつの利上げだが、+50bps ずつ利上げしても「マイナス圏を脱する」ことになる。とはいえ、ユーロ圏経済は米国経済ほど盤石ではなくオーバーキル懸念も否めない。

～「力業」で突破する ECB～

5月23日、ECBはラガルド ECB 総裁の名前で突如「Monetary policy normalisation in the euro area」と題したブログを発表した。その中の一節で拡大資産購入プログラム(APP)の早期終了とこれに伴う7月中の利上げ、さらには7～9月期中のマイナス金利脱却まで宣言されるという動きが見られた。2週間後(6月9日)に政策理事会があるにもかかわらず、ブログという形でこれほど重要な見通しを総裁名義で情報発信することは前例がない。それほどまでに物価上昇に危機感を覚え、「正常化を急ぎたい」ということだろうか。しかし、以下で議論するように、一連の情報発信は漸進主義を標榜してきた ECB からすればかなり無理筋であり、一言で言えば「力業」と言わざるを得ない。

この点、ラガルド総裁は予想される利上げ時期が接近するに伴い、複雑化する政策環境を踏まえれば、正常化の道のりを明確にする重要性は増しており、この点を明確にすることがブログの目的(the purpose of my blog)だと銘打っている。しかし、後述するように日付入りで重要な政策決定事項も放り込んでくると、公式会合の位置づけが曖昧化、言い換えれば「軽く」なるように思える。元々市場は7月利上げを織り込んでいたのだから、ショックを和らげるためとも言いづらいだろう。繰り返しになるが、物価上昇への危機感がにわかに高まったとしか考えようがない。それほどまでに不味いデータがこれから出てくるということだろうか。

～漸進性を返上～

問題となったブログの一説は以下である。時期を表す部分に下線を付けた:

- I expect net purchases under the APP to end very early in the third quarter. This would allow us a rate

lift-off at our meeting in July, in line with our forward guidance. Based on the current outlook, we are likely to be in a position to exit negative interest rates by the end of the third quarter.

重要な情報は3つある。1つはAPPが7~9月期の非常に早い時期に終わること。もう1つは7月に利上げをすること。最後は7~9月期中にはマイナス金利が終了していること、だ。これらの情報はいずれも政策理事会ではまだ発表されていない重要情報である。先週、金融政策を対象としない政策会合が開催されているので、恐らくそこで意見集約を図ったのだろう。前任のドラギ元総裁ならまだしも、調整能力に定評のあるラガルド総裁が何の調整もなしに、ここまで踏み込んだ内容をブログにアップするとは思えない(この点は詳しく後述する)。

ECBとしては踏み込んだつもりはない、という胸中もあるかもしれない。元々、金利先物では7月利上げは織り込まれていたし、ECBはあくまで7~9月期中にAPPを終えた後、「しばらくしてから(some time after)」、利上げを検討するという姿勢を謳ってきた。この「しばらく」はラガルド総裁によれば「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かった。よって、今回宣言された「7月初旬にAPPを終了し、7月中旬以降に利上げをする」という運営は確かに既存ガイダンスとは矛盾しない。ブログでわざわざ「我々のガイダンスに沿って(in line with our forward guidance)」と記載されているのは、「嘘はついていない」という弁明にも見受けられる。時間的順序に関し、「量の終了→利上げ」が守られる以上、確かに嘘ではない。

だが、これまでラガルド総裁はAPPと利上げはあくまで別次元の政策決定として強調してきたし、それと共にECBの正常化プロセスはあくまで漸進性(gradualism)が基本だという点も繰り返し強調してきた。「7~9月期中に終了して、その後に利上げを考える」としてきた大枠の方針が突如ブログで「7月中にAPPを終了して、利上げも初めて、9月にはプラス金利にする」と具体化される運営は漸進主義の返上と言っても良いだろう。ちなみに今回のブログでも従前通り、金融政策調整に際しては漸進性(gradualism)、選択性(optionality)、柔軟性(flexibility)が強調されている。今回は漸進性よりも柔軟性を発揮したのだ、というのがECBの基本姿勢なのかもしれない。

~毎会合、修正をしているECB~

ちなみに、2月の政策理事会ではAPPの臨時増枠とその漸減見通し(現状200億ユーロ→4月以降400億ユーロ→7月以降300億ユーロ→10月以降200億ユーロ)が発表されていた。それが4月の政策理事会では「4月400億ユーロ→5月300億ユーロ→6月200億ユーロ」と臨時増枠の規模が縮小され、7~9月期中のAPP終了が示唆された。4月の段階では10~12月期以降もAPP継続と謳っていたので、2月から4月にかけてギアが一段上がっている。そして、6月会合を待たずして5月、今回のブログが発表され、APPの7月終了ばかりか、利上げも同月中に行い、9月もプラス金利に復帰することが宣言されている。6月会合はブログを追認する決定になるのだろう。要するに、2月、4月、6月(≒5月ブログ)と会合ごとに前回会合で決めた方針を変え続け、4月の方針に至っては公式会合ではなくブログで修正が図られている。

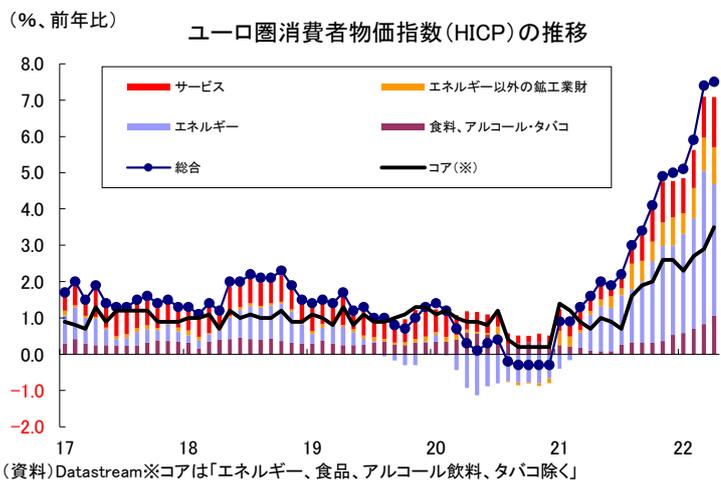
上でも言及したが、今回のブログ騒動の背景にメンバーの総意が無かったとは思えない。仮になれば今後の政策運営に支障をきたすだろう。思い返されるのはドラギ時代の分裂だ。2019年6月、退任間近のドラギ元ECB総裁はポルトガルのシントラで開催されたECB年次総会の冒頭演説

で、フォワードガイダンス修正や利下げ、資産購入の再開の可能性を独断で示唆し、その後の緩和路線復帰への道筋を作った。この発言を端緒として ECB は同年 10 月、APP 再開を決断することになる。これにドイツ、フランス、オランダ、オーストリア、エストニアなど複数のメンバーが公然と反対を表明し、ドイツ出身のラウテンシュレーガー理事(当時)が任期半分以上を残して抗議辞任するという事態に発展した。ドラギ元総裁は機動性を重視し、多数決で局面を打開する反面、亀裂を厭わないところがあった(2014 年 11 月には分裂を理由に政策理事会前に晩餐会が開催され、今後の運営方式が話し合われるということも報じられたことがある)。

下馬評が決して高くなかったラガルド総裁が選ばれた背景にはこうした軋轢を生みず政策運営する能力が買われたという声もあった。このような過去の経緯を踏まえる限り、今回の「ブログによる政策修正」は政策理事会の総意であり、本当にインフレへの危機感が高まっているということなのだと推測する。それは FRB が過去半年で見せてきた変節とも概ね被るものである。

～当面の注目点は利上げ幅に～

もともと、過去の本欄では繰り返し議論し、ラガルド総裁も「リンゴとオレンジを比較するようなもの」と述べるように、米国とユーロ圏の経済・金融情勢は全く違う。米国のインフレ率は今やその半分がサービス価格主導であり、賃金への波及を通じて持続性を伴うことが懸念される段階に入っている。片や、ユーロ圏のインフレ率は未だにエネルギー主導であり、拙速な引き締めがそのままオーバーキル懸念に直結しやすいように思われる。ECB が伝統的に注視するインフレ期待(5 年先 5 年物インフレスワップフォワード)も足許ではピークアウトしており、短時間で大幅な利上げを行ったとして、それが実体経済を過剰に制約するものにならないのか懸念は残る。当面の注目点は利上げ幅である。今回のブログの内容に従えば、7 月と 9 月に行われる 2 回の利上げで現在▲0.50%の預金ファシリティ金利がマイナス圏を脱することになる。均等に行けば



+25bps ずつの利上げだが、+50bps ずつ利上げしても「マイナス圏を脱する」ことになる。ECB の基本姿勢に則り漸進的に柔軟に選択するというのであれば、7 月に+50bps 引き上げて、9 月に+25bps ということもあり得るだろう。筆者は決して盤石ではないユーロ圏経済の現状と展望を踏まえ

れば、+25bps ずつの利上げを予想するが、今後公表される消費者物価指数 (HICP) 次第では市場の織り込みが急変し、ECB がこれに追随するリスクも否めない。

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20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりののか?~先行きは夏場以降の政治次第~)
2022年5月19日	本邦1~3月期GDPを受けて~「成長を諦めた国」~
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
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」のブレーキが重要~)
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~レールン理事に同調~
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ムリスクになるのか?
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」と利上げ見直し~)
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)