

みずほマーケット・トピック(2022 年 6 月 6 日)

ECB 政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～

今週最大の注目点である ECB 政策理事会に関しプレビューしておきたい。今回の政策理事会は 5 月 23 日に ECB から突如発表されたラガルドブログの内容を追認するものになるだろう。ブログの内容を最高意思決定機関である政策理事会が追認するという構図は本来あってはならないものと言えるが、ブログ内で提示された 3 つの論点(①拡大資産購入プログラム(APP)は 7 月に終了、初回も 7 月に実施、9 月末にはマイナス金利も終了)はいずれも前回の政策理事会では明らかにされていなかったものであり、正式な場所で正式な決定を経る必要がある。今回、まだ金融市場に浮上しておらず、サプライズになり得る論点があるとすれば 2 つある。それは①利上げの幅と②再投資停止の時期。とりわけ②に関しては APP の終了時期とその後の利上げ時期に市場の注目が集まってきたこともあり、予想形成が進んでいない。「最短でも 2024 年末まで(until at least the end of 2024)」の表現に修正が加えられる可能性に警戒したい。

～ブログを追認する会合～

今週最大の注目点は 9 日の ECB 政策理事会となる。既に先週、先々週の本欄では物議を醸したラガルドブログを筆頭に議論を展開しているが、ここでプレビューをかねて論点整理をしておきたい。今回の政策理事会は 5 月 23 日に ECB から突如発表されたブログ『Monetary policy normalisation in the euro area』の内容を追認するものになるはずである。ブログの内容を最高意思決定機関である政策理事会が追認するという構図は本来あってはならないものと言えるが、ブログ内で提示された 3 つの論点(①拡大資産購入プログラム(APP)は 7 月に終了、初回も 7 月に実施、9 月末にはマイナス金利も終了)はいずれも前回の政策理事会(4 月 13～14 日開催)では明らかにされていなかったものであり、正式な場所で正式な決定を経る必要がある。併せて発表されるスタッフ見通しはインフレ率の上振れを警戒するリスクシナリオも提示しつつ、3 月のそれよりも厳しい予測値になっていることを強調することが予想される。そうでなければ 7 月に APP 終了と利上げ着手を同時に実現するという踏み込んだ対応は正当化できないはずだ。

～サプライズになり得る論点は 2 つ～

今回、まだ金融市場に浮上しておらず、サプライズになり得る論点があるとすれば 2 つある。それは①利上げの幅と②再投資停止の時期である。①に関しては先週の本欄でも議論した通りだが、既に少なくない政策理事会メンバーから利上げ幅に関し+25bps ではなく+50bps を推す声が出ている。現在▲0.50%の預金ファシリティ金利を 2 会合(7 月と 9 月)でゼロ%以上に持っていくためには+25bps ずつの利上げが最もオーソドックスであり、今回の記者会見でも恐らくその点を尋ねる記者は現れるだろう。仮に、ラガルド ECB 総裁の口から+50bps を否定しない発言が出れば域内金利およびユーロは騰勢を強めることになる。もっとも、ラガルド総裁の従前の発言傾向を踏まえれば

「+25bps もあれば、必要に応じて+100bps ということもあるかもしれない」といったような全く言質を取らせない抽象的な語り口でお茶を濁す可能性が非常に高いだろう。しかし、ブログというカジュアルな形式で突然重要情報を発信した経緯を思えば、もはやあり得ないことはあり得ない。

もう 1 つの注目点は再投資停止の時期である。APP の終了時期とその後の利上げ時期に市場の注目が集まってきたこともあり、ECB のバランスシートについては予想形成が進んでいないように見受けられる。昨年 12 月の政策理事会でパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)による保有資産の再投資を「最短でも 2024 年末まで(until at least the end of 2024)」という表現と共に 1 年間延長した経緯がある。わざわざ「最短でも」と言いながら、これを 2023 年末や 2022 年末に前倒しするのは普通に考えれば朝令暮改の誹りを免れない。しかし、そもそも「7～9 月期中に APP を停止して、しばらくしてから利上げに着手する」といったコミットメントがブログ 1 つで全て 7 月に行われることになった。「事情が変わったので再投資停止も早めて良い」と割り切った対応に出る可能性はある。

～ブログの適否は当然問われることに～

もう 1 つ、具体的な金融政策運営とは直接関わらないものの、やはりラガルドブログの一件についてはその適否を追及しようとする記者は現れる可能性がある。本欄では繰り返し論じているが、ECB がなぜブログという異例の形式を使ってまでタカ派へ急旋回を試みたのか理由は判然としない。ブログ公表後に明らかになった 1～3 月期のユーロ圏の妥結賃金統計や 5 月消費者物価指数(HICP)の跳ね方を見て焦燥感を覚えたという可能性はなくはない(いずれの統計も事前に ECB が結果を知っていたとして、の話だが)。しかしそうだとすると、正式な最高意思決定機関である政策理事会が存在する以上、臨時会合を開催すれば良かった話だ。パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)は定例会合(2020 年 3 月 12 日)のわずか 1 週間後(3 月 18 日)に臨時会合を開催して決定している。緊急的に必要だというのであれば、そうした方法も前例はあった。将来的に「ブログという方法もあるかも」という疑念を市場に埋め込んでしまったという点で要らぬ不透明感を招く行為だったと筆者は考えている。その情報発信の不味さを批判する記者質問に期待したいところである。

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6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
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(円安相場は終わりなのか?～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REERI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」のブレイクが重要～)
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	本邦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～ショルト政権の迷走～
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～2つの「正常化」が作る世界観～