

みずほマーケット・トピック(2022 年 7 月 20 日)

ECB は 7 月+50bp 利上げに舵を切るのか

7 月 ECB 政策理事会における利上げ幅が既に宣言されている+25bp ではなく+50bp になるとの観測報道。ここまでのコミュニケーションを踏まえ市場では「7 月に+25bp、9 月に+50bp」が既定路線。普通に考えて、5 月、6 月と織り込ませた(本来ならば言う必要はない)利上げ幅を会合 2 日前に修正しようとはしない。だが、この報道の信ぴょう性は相応に高いのも事実。情報が錯綜するノルドストリーム 1 の再稼働が仮に実現せず、ロシアからドイツへの天然ガス供給が途絶するという展開は欧州委員会や ECB が最悪シナリオとして描くものである。この場合、22 年の成長率はベースラインシナリオ対比で半分になり、23 年はリセッションとなる。一方、元々上振れていた HICP は引き上げられる。最悪シナリオが実現するならば、必要となる政策調整も変わってくるというのは筋が通る。また、分断化対応に反対するドイツへの配慮、9 月まで待っていたら利上げ期待自体が消えてしまう可能性、もはや+50bp がグローバルスタンダードであるという点などが意識された結果、利上げ幅が+50bp に落ち着く可能性は否めない情勢と言える。

～急遽浮上する ECB の+50bp 利上げ～

昨日、ロイターは 7 月 21 日の ECB 政策理事会における利上げ幅が既に宣言されている+25bp ではなく+50bp になる可能性を事情に詳しい関係者の話として報じている。物議を醸した 5 月 23 日のラガルド ECB 総裁によるブログ、その後の 6 月会合では「7 月政策理事会で 25bp の利上げを行う」と明記された経緯がある。また、9 月会合の利上げについても「改定される中期物価見通しに依存する」と書かれていた。つまり、9 月スタッフ見通し次第では利上げ幅が修正される可能性が示唆されており、この点は「仮に物価見通しが不変もしくは悪化した場合、より大きな利上げ幅が 9 月、適切になる」と踏み込んだ記述がなされていた。こうした表現は+50bp 利上げの宣言であると金融市場では理解されていた。要するに、ここまでの ECB のコミュニケーションを踏まえ「7 月に+25bp、9 月に+50bp」が既定路線となっているわけだが、会合 2 日前になって匿名関係者の発言を使って+50bp を織り込ませにきているのだろうか。

～最悪シナリオに応じた調整？～

普通に考えて、5 月、6 月と織り込ませた(本来ならば言う必要はない)利上げ幅を会合 2 日前に修正しようとはしない。基本的に今週 21 日は+25bp と考えるのが正攻法ではある。

しかし、この報道の信ぴょう性は相応に高いようにも思える。大きく報じられなかったものの、6 月 28 日の ECB 年次総会(ECB 版ジャクソンホール経済シンポジウム)においてラガルド総裁は「漸進主義が明らかに適切ではない状況もある(Indeed, there are clearly conditions in which gradualism would not be appropriate)」と述べ、「インフレ期待の上離れを招き、経済の潜在的な力を削ぐ恐れがあるケースでは自己実現的なインフレリスクを鎮圧すべく素早く緩和策を撤回する必要がある」と

述べている。では、そう感じるだけのリスクが6月の政策理事会やECB年次総会の後にあったのかと言えば、「なかった」とは言えない。それはノルドストリーム1を巡る定期検査とその検査終了にかかる不透明感だ。定期検査自体は予定されたものだが、検査入りと同時に「もう稼働しないかもしれない」という悲観的報道が相次いでいる。本稿執筆時点では匿名関係者の話として再稼働見通しも報じられているが、この数時間前にはハーン欧州委員の「われわれは運転が再開されないことを前提としている」と欧州委員会が再稼働を期待していないという報道があり、情報が交錯している。

仮にノルドストリーム1が再稼働されず、ロシアからドイツへの天然ガス供給が途絶するという展開は欧州委員会やECBが最悪シナリオとして描くものである。この場合、2022年の成長率はベースラインシナリオ対比で半分になり、2023年はリセッションとなる。一方、元々上振れていたHICPは引き上げられることになる(図)。前月に出した最悪シナリオが実現すると考えられるならば、必要となる政策調整も変わってくるというのは筋が通っている。上述の通り、元々ECBは「仮に物価見通しが不変もしくは悪化した場合」において利上げ幅を拡大すると宣言していた。ノルドストリーム1の再稼働にまつわる天然ガス供給問題は、このケースに相当する話だろう。

ECBスタッフ見通し(2022年6月)

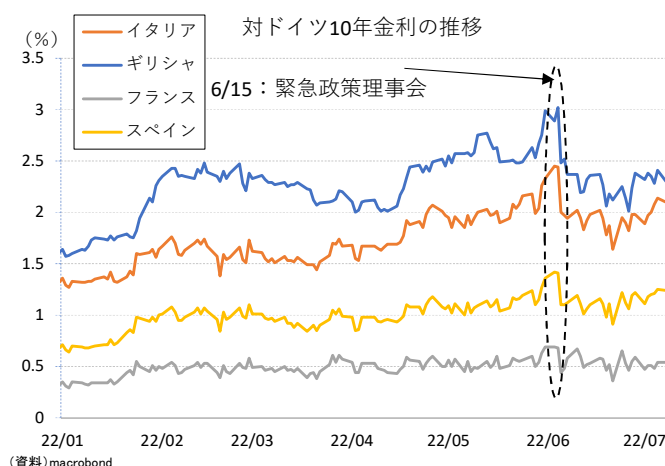
	2022年6月見通し			悪化シナリオ		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
実質GDP	2.8	2.1	2.1	1.3	-1.7	3.0
ユーロ圏消費者物価指数(HICP)	6.8	3.5	2.1	8.0	6.4	1.9

(資料)ECB、2022年6月

～分断化対応に対する譲歩案～

もう1つの考え方としては「ドイツへの譲歩」としての+50bpという決断はあり得る。+50bpの可能性を伝えた昨日の報道では「イタリアなど南欧の高水準の債務を抱えた国への債券市場での支援措置について合意を目指す」ともあった。これは分断化対応を指しているが、過去の本欄でも論じたように、具体的には2つの決定事項が考えられる。1つは①パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入した健全国債の償還金を脆弱国の再投資に使用すること、もう1つは②全く新しい脆弱国向けの購入プログラムを用意することである。いずれもドイツは快く思っていない。ナール独連銀総裁は7月4日の講演で「金融政策でリスクプレミアムを制限することに対し警告する。なぜなら拡大した(対独)スプレッドがファンダメンタルズに照らして正当化されるかどうかを確実に立証するのは事実上不可能(virtually impossible)だからだ」と分断化対応の必要性自体を認めていない。

とはいえ、既に南欧債市場の対独スプレッドは明日(21日)の会合で何らかの分断化対応が決断されることを織り込んでおり、無策が許される状況にはない(図)。ドイツ(やこれに追随しやすいオランダなどの健全国)は反対するだろうが、政策理事会は多数決で決定するだろう。大義がどうあれ新たに特定国の国債を買い進めるといふ政策決定は、ナール独連銀総裁のように「今は何よりインフレ抑制に注力すべき」と



いうメンバーにとって不愉快な状況でしかない。こうした反対論陣への配慮として+25bp ではなく+50bp という譲歩案という意味合いはあり得る。

～できるうちに+50bp を、という考え方も～

また、今のユーロ圏経済の現状と展望を踏まえれば、7 月に+25bp を引き上げたとしても 9 月の+50bp までたどり着ける保証はない。利上げ期待が残っているうちに+50bp を引き上げてマイナス金利との決別を図ろうという現実的な発想もあるのかもしれない。さらに言えば、もはや利上げ幅は+25bp ではなく+50bp がグローバルスタンダードであり、+25bp の利上げを図ったところで実績および期待も含めたインフレ抑制の効果は見込めないという判断もあるかもしれない。いずれにせよ金融市場は利上げ幅に関し、+25bp ではなく+50bp に構えておいた方が良さそうである。

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7月19日	パリテ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～))
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
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～
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～