みずほマーケット・トピック（2022 年 11 月 29 日）

ECB 議事要旨を受けて～開き始めた FRB との差～

ECB 政策理事会議事要旨（10 月 27 日開催分）では今後 2 四半期のマイナス成長について言及があり、テクニカル・リセッションの可能性が認められている。ロシアからのエネルギー供給が途絶したわけではない中、元々想定されていた悪化シナリオよりはましな現状と言えるものの、基本シナリオから悪化シナリオに接近しているという事実も謙虚に受け止められている。また、名目賃金が急騰するような状況には至っていないが、二次的波及効果（second-round effects）を伴う賃金-物価スパイラル（wage-price spiral）の恐れは依然消えておらず、インフレ評価は上方向にあると明言されている。注目される利上げ幅に関しては大多数（vast majority）が+75bp に賛意を示しており、利上げ幅縮小（+50bp）は 2～3 名（a few）しか主張していない。既に+50bp への縮小が実質的に対外発信されている FRB との距離感が開きつつあるように思える。これが 11 月に入ってからユーロ/ドル相場が上昇していることの主因と考えて差し支えない。今後は保有資産の再投資停止を巡って ECB は難しい情報発信を強いられることになりそう。

～悪化シナリオに接近中のユーロ圏～

ユーロ相場の堅調が続いている。11 月には ECB 政策理事会が無いため、先週 24 日に公表された政策理事会議事要旨（10 月 27 日開催分）を元に現状を整理しておきたい。冒頭で行われるチーフエコノミストであるレーン ECB 理事の経済・金融情勢の総括では今後 2 四半期（7～9 月期および 10～12 月期）のマイナス成長に言及があり、テクニカル・リセッションの可能性が認められている。もっとも、これはスタッフ見通しで懸念されるような悪化シナリオを意味するのではなく、長期停滞を意味するものではないと強調もされている。本欄では繰り返し言及している点だが、やはり資源価格の騰勢が落ち着いていることが事態の悪化を未然に防いでいると言えそうである。「ロシアからのエネルギー供給が完全に遮断される」という極端な想定はまだ実現しておらず、予断は許さないが「まだ最悪ではない」と言い張れる状況がまだ残されてはいる。議事要旨を見る限り、12 月会合で改定されるスタッフ見通しでは、9 月と大差ない悪化シナリオが公表されるものと思われる。

ECBスタッフ見通し（2022年9月）

	2022年9月見通し			悪化シナリオ		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
実質GDP	3.1	0.9	1.9	2.8	-0.9	1.9
ユーロ圏消費者物価指数（HICP）	8.1	5.5	2.3	8.4	6.9	2.7

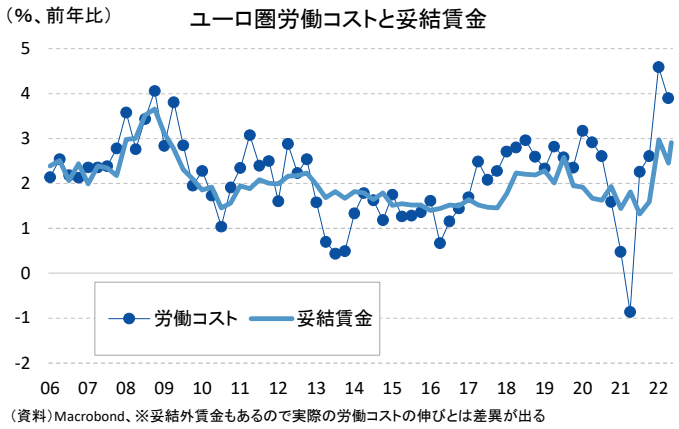
（資料）ECB、2022年9月

もっとも、「the economy was now closer to the downside scenario than to the baseline scenario depicted in the September ECB staff projections」といった懸念も表明されており、基本シナリオが悪化シナリオに接近しているという事実も謙虚に受け止められている。

～払拭できない賃金インフレ～

肝心の物価情勢に関しては「the rise in both headline and core inflation had come with an increase in demand-driven factors」との指摘もあり、供給要因から需要要因へインフレ圧力の起源がシフトしているのではないかとの懸念が呈されている。先週の本欄[1]では民間調査による名目賃金上昇の状況に着目したが、まさに議事要旨でも「There was a risk that future wage growth was being underestimated, as also suggested by more timely information on wages from job postings on private digital platforms, which were increasing faster than data on negotiated wages」との指摘がある。調査名こそ明記されていないが、これは恐らくアイルランド中央銀行と民間の求人検索企業(Indeed Hiring Lab)の作成した月次データを指しているのであろう。資源価格の騰勢が収束し始めている状況下、こうした分析には注目する価値がある。なお、現在のユーロ圏にとって数少ない朗報である天然ガス価格下落に関しては「まだ予断を許さないこと」と「元々のシナリオが悲観過ぎたこと」で議論が割れており、再度上昇に転じる懸念が指摘されていることには目を引いた。

なお、供給要因に関しても資源価格に関して「ピークアウトしたが影響の波及にはラグがある」という問題意識が共有されており、従前のユーロ安傾向も相まってインフレ圧力が残存しそうなことは認められている。こうした総合評価の結果、インフレに関するリスクは「risks to the inflation outlook were primarily on the upside」と明記されている。資源価格と名目賃金の先行きに不透明感があり、とりわけ後者に関しては二次的波及効果(second-round effects)を伴う賃金-物価スパイラル(wage-price spiral)の恐れが消えない以上、インフレに関しては上方リスクを警戒する姿勢が当面続くのだろう。ECB 調査の妥結賃金は 7～9 月期に前期比+2.9%と同+2.5%から加速しており、引き締めを解除するわけにはいかないという胸中はよくわかる。



(資料)Macrobond、※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る

～今後の利上げは・・・～

以上のような現状認識に立てば、今後の利上げ軌道は簡単には修正されないことが想像される。例えば+75bp の利上げ幅に関しては 10 月下旬時点で大多数(vast majority)が賛意を示している。2～3 名(a few)のメンバーはターゲット型長期流動性供給第三弾(TLTRO3)の仕様厳格化を組み合わせることで+50bp への縮小が可能と主張しているようだが、少数派である。「ハト派の方が少数派」は ECB において珍しい事態であり、それだけインフレ高進に対する懸念が歴史的に経験のないところまで高まっているということだろう。もちろん、今後の利上げは情勢次第とされているものの、既に+50bp への縮小が実質的に対外発信されている FRB との距離感が開きつつあるように思える。これが 11 月に入ってからユーロ/ドル相場が上昇していることの主因と考えて差し支えあるまい。

なお、「次の一手」として注目されるバランスシート削減、具体的には拡大資産購入プログラム

[1] 本欄 2022 年 11 月 21 日号『最高難度の局面に挑む ECB～多様な「不況下の物価高」～』をご参照ください。

（APP）で購入した資産の再投資停止に関しては TLTRO3 の仕様厳格化に伴う早期返済の影響評価と合わせて議論する方針が言及されている。パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）で購入した資産の再投資がイタリアを筆頭とする脆弱国に対して活用される中、APP で購入した資産の再投資は停止するという入り乱れた政策構成は従前の利上げも相まって市場とのコミュニケーションを難しくする可能性がある。ECB はラガルド流の情報発信が試される局面に入る。

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11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版（本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～）
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年10月分）
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版（2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～）
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版（ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～）
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版（半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～）
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年9月分）
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版（国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～）
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版（FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～）
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年8月分）
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版（ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～）
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版（ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～）
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版（劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～）
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数（PPI）と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年7月分）
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版（ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～）
2022年7月29日	週末版（米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～）
2022年7月27日	IMF世界経済見通し（7月改定）を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版（ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～）
2022年7月20日	ECB は7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～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～ユーロ安でて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プ化構想～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（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