

みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 6 日)

ECB 政策理事会プレビュー～2つの注目点～

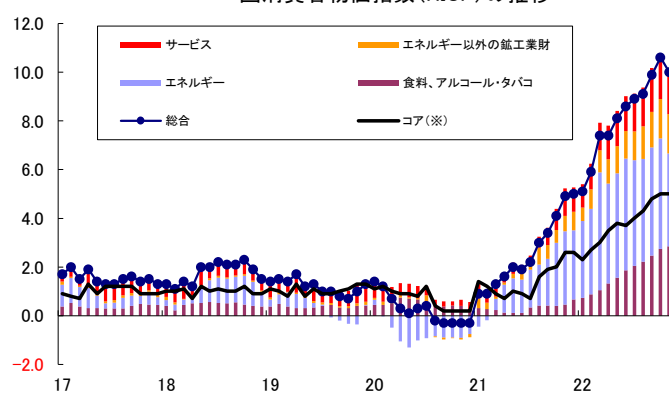
来週以降は立て続けに主要中銀の政策会合を迎えるが、ECB に関しては市場予想があまり固まっていない。注目点は①利上げ幅が+75bp で維持されるかどうか、②有価証券の再投資停止について具体的な指示がでるかどうか、である。①に関しては+75bp の利上げ幅を基本線としながらも、足許のインフレ率が予想以上に減速したことで+50bp という観測も。だが、HICP の減速はエネルギー項目限定であり、全く盤石ではない。与信や賃金情勢も依然力強い中、利上げ幅の減速は誤ったメッセージを与えかねないだろう。また、②については既に 10 月政策理事会の議事要旨で議論が出ており、1 月以降の着手が意思表示されるはず。名目 GDP 比で見た各中銀のバランスシート規模に関してコロナ前(20 年 1 月)と比較すると ECB は FRB よりも増加幅が大きく、それだけ過剰流動性は域内経済に蓄積している状況。今や日米欧三極でユーロ圏のインフレ状況が最も厳しいことを思えば、バランスシート縮小は優先順位の高い政策のはず。

～ECB、利上げは+75bp or +50bp?～

昨日のドル/円相場は米 11 月 ISM 非製造業景気指数の予想を超える改善から米金利が上昇したことに合わせて急騰している。本欄では常々述べている点だが、利上げの「幅(水準)」に関する議論よりも、利上げの長期化という「期間」の議論の方が今後は重要である。「期間」については短期で収束するとの見通しが全く立っておらず、それ自体が円売り材料と言える。

来週以降は 13～14 日に FOMC、15 日に ECB 政策理事会、19～20 日に日銀政策決定会合と立て続く。この中で市場予想があまり固まっていないのが ECB であるため、プレビューを行っておきたい。注目点は①利上げ幅が 75bp で維持されるかどうか、②有価証券の再投資停止について具体的な指示がでるかどうか、である。①に関しては+75bp の利上げ幅を基本線としながらも、ユーロ圏 11 月消費者物価指数

(%, 前年比) ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移



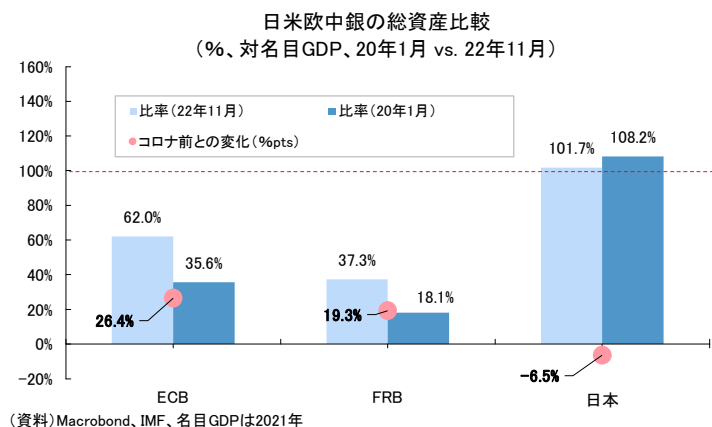
(資料)Datastream※コアは「エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除く」

(HICP)が市場予想以上に減速したことで+50bp という観測も出てきているのは事実である。例えばビルロワドガロー仏中銀総裁は 12 月 4 日、フランスのテレビのインタビューにおいて 12 月 15 日会合で+50bp にすべきだと主張している。しかし、過去の本欄で詳述したように、HICP の減速はエネルギー項目限定であり、それ以外の項目に関しては一部加速も見られており、全く予断を許さない(図)。11 月 28 日、欧州議会においてラガルド ECB 総裁は「インフレが実際にピークに達したと考えるにはあまりにも不確実性が高い。そうだったのなら驚き」などと述べ、11 月 HICP の発表前か

ら市場期待が楽観に傾斜することをけん制していた。減速したと言ってもまだ二ケタのインフレ率であることを踏まえれば、基本的には今回までは+75bpの引き上げが従前の情報発信と整合的であり、それと同時に次会合以降のペース減速を会見で示唆するというのが穏当な措置に思える。FRB 同様、利上げの「幅(水準)」の縮小を示唆しつつ、今後は「利上げ自体がいつまで続くか」という「期間」の議論に焦点がシフトしていくというのが年明け以降で最も予想される展開だろう。

～バランスシート政策縮小は既定路線～

また、②については 10 月政策理事会の議事要旨において、「拡大資産購入プログラム(APP)で購入した資産の再投資停止に関してはターゲット型長期流動性供給第三弾(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」との方針が明記されている。こうした議論を踏まえ、バランスシート縮小に関する方針に関し、12 月政策理事会で何らかの方針が出ることは間違いない。



12 月 2 日、ナゲル独連銀総裁は 2023 年 1～3 月期中に再投資停止を通じた保有国債の削減を主張している。実は日米欧三極の中央銀行で比較した場合、コロナ対応で膨らんだ部分に限って言えば、バランスシートの正常化が完了しているのは日銀だけだ。名目 GDP 比で見た各中銀のバランスシート規模に関してコロナ前(2020 年 1 月)と比較すると ECB は FRB よりも増加幅が大きく、それだけ過剰流動性は域内経済に蓄積していると考えられる。今や日米欧三極でユーロ圏のインフレ状況が最も厳しいことを思えば、バランスシート縮小は優先順位の高い政策と映るだろう。

さらに過去の本欄でも確認したように、ユーロ域内の与信情勢は非常に力強く、民間向け貸出は高い伸びを維持し、銀行貸出態度調査を見ても借入需要は(貸出態度の厳格化にもかかわらず)強い¹。これは端的に「引き締めが足りていない」という状況と言える。さらに言えば、最大の懸案事項である域内の妥結賃金が減速していないという状況もある。これは減速したと話題の HICP においてもサービス物価に関して言えば依然として横ばいになっている現状と平仄が合う。

以上のような現状を踏まえる限り、利上げ幅は+75bp、APP の再投資停止は 1 月からスタートを指示というのが最も 12 月政策理事会で最もありそうな決定ではないかと思われる。

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。

¹ 本欄 2022 年 12 月 1 日号『まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢』をご参照ください。

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12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
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議長総括から何を讀むか～
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	伊メロニニ新政権、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(劣化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という二重煎じ～)
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(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～)