

みずほマーケット・トピック(2023年2月21日)

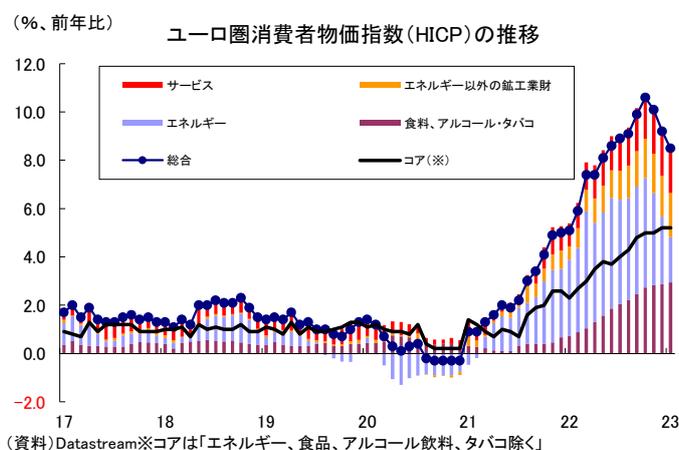
## 利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏

米国のインフレ懸念がにわかに再注目される中、従前から米国より不味いと目されてきたユーロ圏のインフレ懸念も相変わらず予断を許さない状況にある。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は総合ベースのピークアウトとコアベースの加速が併存する状況。制御不能な賃金・物価スパイラルに関しては、ラガルド総裁の言葉を借りれば「明らかに発生する可能性」は認められる。なお、昨年7月以降の利上げ幅が計+250bps 引き上げられたところで、ユーロ圏恒例の南北問題が少しずつ芽を出しつつあるように見受けられる。もっとも、PEPPの再投資柔軟化などを通じて南欧勢に対する配慮は十分認められる状況にあるため、利上げ路線が直ぐに政策理事会における大きな亀裂に発展するとは考えにくい。政策金利の先行きに関しては、5月4日会合の利上げ幅が+50bps から+25bps になるかどうか。市場ではユーロ圏の金利先高観が根強く、既に域内への資本流入が始まっている。対ドルで健闘できそうなユーロ相場の状況と言えそう。

### ～欧州議会証言とユーロ圏インフレ懸念～

米国のインフレ懸念がにわかに再注目される中、従前から米国より不味いと目されてきたユーロ圏のインフレ懸念も相変わらず予断を許さない状況にある。先週15日、ラガルド ECB 総裁は欧州議会で「全体として、物価圧力は依然として強く、基調的なインフレ率はなお高水準」と証言している。これに続けて「高インフレが賃金に転嫁されるリスクは排除できない。現時点では賃金・物価スパイラルの明らかな兆候は出ていないが、明らかに発生する可能性があり、物価上昇

の要因になる」とも述べ、「エネルギーから賃金へ」という最も恐れるべき経路に警戒を隠していない。本欄でも繰り返し議論しているように、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は総合ベースのピークアウトとコアベースの加速が併存する状況にある(図)。制御不能な賃金・物価スパイラルが始まっている証拠はないが、ラガルド総裁の言葉を借りれば「明らかに発生する可能性」は認められる。



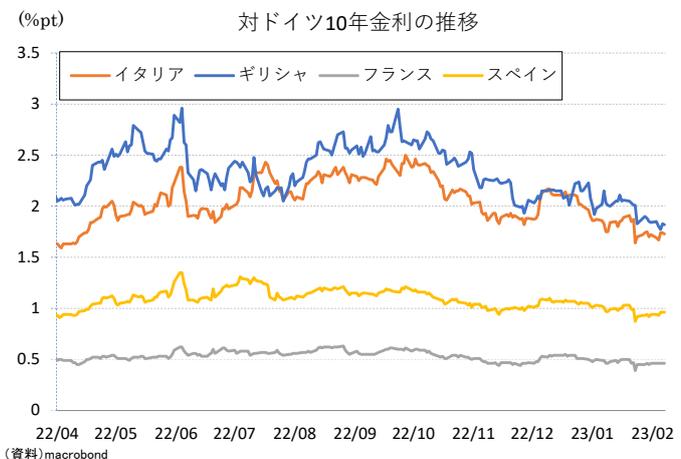
### ～disinflation を明示的に否定する ECB 高官～

かかる状況下、政策金利の先行きに注目が集まるが、3月16日会合については既に+50bps 利上げが予告済みであるため、争点は5月4日会合で+25bps になるかどうかである。先週17日にはシュナーベル ECB 理事(ドイツ出身)がブルームバーグとのインタビューにおいて「我々は勝利宣

言にまだ程遠い」と述べ、利上げに対する経済の感応度が過去の例よりも弱まっていく可能性を指摘し、仮にそうした状況に至れば「一層強く行動せざるを得ないかもしれない」とまで述べている。2月 FOMC ではパウエル FRB 議長がインフレ収束 (disinflation) に言及したことが市場のハト派観測を焚きつけたが (結局、それは報われていないが)、シュナーベル理事は「広範なデysinflationのプロセスは始まってさえない。ECB の政策が既に景気抑制的かどうかは判断し難い」と断じている。最近の市場でキーフレーズとなった disinflation を用いて、これを否定することで現状への警戒を強めるあたり、誤ったハト派観測の台頭を許さない強い姿勢が感じられる。もちろん、3月会合の +50bps 利上げについても確実視している胸中を吐露している。

### ～恒例の南北問題の兆しも～

一方、16日にはパネッタ理事 (イタリア出身) が「政策金利の引き上げを滑らかにする、つまり小さなステップで動くことで、入ってくる情報とわれわれの反応機能に照らして、両方の要素をより正確に調整することができる」と述べ、暗に +50bps から +25bps への利上げ幅縮小を求めている。また、同日にはストゥルナラス・ギリシャ中央銀行総裁も既に利上げ効果が出ており、インフレ圧力の緩和と共に経済活動が適度に拡大していることを指摘し、利上げ



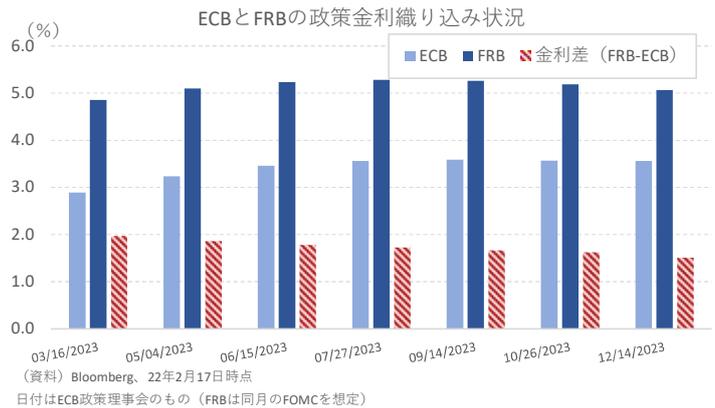
ペースの減速 (あるいは停止) を催促するかなのような発言をしている。昨年7月以降、政策金利が計 +250bps 引き上げられたところで、ユーロ圏恒例の南北問題が少しずつ芽を出しつつあるように見受けられる。現状ではイタリアやギリシャの国債利回りに関して対独スプレッドは顕著に縮小しているため (図)、正当化できない引き締め状況が生まれているとは言えない。

今後利上げを重ねる結果として南北問題が尖鋭化する可能性は否定できないが、そもそもイタリア国債はパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の再投資柔軟化の恩恵を受けている。ドイツ国債の償還金でイタリア国債の利回りが抑制されている現状はインフレを懸念しつつも部分的には量的緩和政策 (QE) を残存させるという奇妙な構図である。イタリアを筆頭とする南欧勢が ECB のタカ派路線を咎め、南北問題が台頭する恐れは否めないものの、既に十分配慮されている現状があるため、直ぐに政策理事会に大きな亀裂が生じるとは考えにくい。むしろ、PEPP 柔軟化の継続可否が問われる局面に至った時に南欧勢がこれをどう受け入れるかの方が注目点になるのではないかと

### ～相対的にも域内金利に投資妙味～

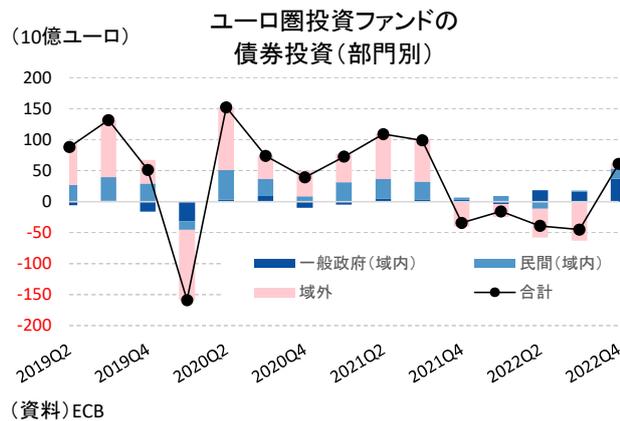
なお、ECB および FRB の年内の政策金利に関する織り込み状況を比較すると年央に利上げ停止とそれ以降の利下げ可能性まで意識される FRB に対し、ECB は当面の利上げとその維持が確信される構図にある。ドル/円相場同様、ユーロ/ドル相場は対米金利差と安定した関係があるため、市場期待通りになるならば、ユーロ相場の堅調を予想することが報われそうではある。また、もう1つ

の注目点として3月からはいよいよ利上げと並行して月間150億ユーロずつのバランスシート縮小政策(QT)が始まる。150億ユーロは「想定償還額の半分」であり、それが市場参加者などから助言を得た「適切な数字(an appropriate number)」というのがECBの見解だが、量的な側面からも域内金利が押し上げられる局面に入るのは事実である。あくまで政策金利が「主要な手段(the key tool)」であって、バランスシ



シート縮小は補完的手段というのがECBの基本的見解だが、このペースはスタッフ見直し改定の時期(3・6・9・12月)に合わせて見直される公算が大きい。今後のインフレ次第ではペース加速が当然検討されるはずである。その際に域内金利がどれほど押し上げられるのか。それに南欧勢が耐えられるのかという視点も重要になる。「利上げ+QT」の重さは脆弱国こそ強く体感するだろう。

なお、四半期に一度、ECBから公表される『ユーロ圏投資ファンド調査』によると10~12月期から全ての経済主体が買い越しに回っている(図)。特に域外から域内への債券投資が買い越しになるのは2021年7~9月期以来の動きである。昨年10~12月期はインフレ情勢に関しユーロ圏は米国よりも懸念を要するという思惑が浮上し始めた頃であり、それに伴って「相対的にタカ派となりそうなECB」にも視線が向かい始めた頃だ。過去の



本欄ではドイツ貿易収支改善に伴うユーロ買いという論点に着目してきたが、域外からの証券投資フローもユーロ相場を支えていそうなことをデータで確認することはできる。2022年と打って変わって金利・需給の両面からユーロ相場は対ドルで健闘できそうな条件が揃っているように思える。

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](mailto: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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分) 日銀・植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀・植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見直しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
2023年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月16日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
2022年12月14日	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
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～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～
2022年10月18日	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17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)
2022年9月13日	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月12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～)