

みずほマーケット・トピック(2023 年 3 月 7 日)

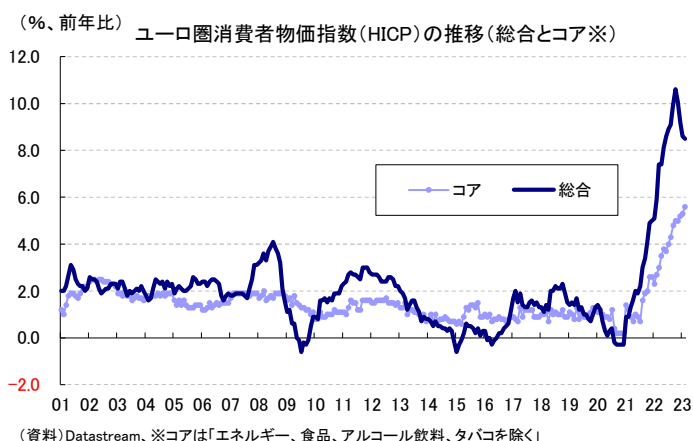
FRB より長引く ECB の利上げ～ホルツマン発言について～

日経新聞とのインタビューでホルツマン・オーストリア中銀総裁が繰り返したタカ派発言は興味深いものであった。5 月以降も+50bp 利上げが必要になりそうなこと、FRB よりも利上げ路線が続くようなことなどが示唆された。現状のユーロ圏消費者物価指数(HICP)についてコアベースの加速が止まっていないことを踏まえれば、少なくとも 3 月や 4 月の時点で「安定的に 2%の軌道に乗った」と言える状況になることはない。5 月 4 日の ECB 政策理事会での追加利上げは既定路線であり、その利上げ幅も+50bp で据え置かれる可能性は排除できないだろう。ホルツマン総裁は 5 月の利上げ幅縮小は「インフレに打ち勝ったとのシグナル」になってしまうと警鐘を鳴らしている。筆者も同じ認識。ユーロ圏は予想外の暖冬もあって実体経済の減速が抑えられており利上げに耐えられる余地がある。なお、年央以降は QT(量的引き締め)の加速とそれに伴う再投資柔軟化措置の打ち切りが話題になるかに注目したい。それは経済・物価情勢にとどまらない政治的な論点であり、ラガルド総裁の調整能力に期待がかかる。

～ECB は年後半も利上げか～

昨日、日経新聞に掲載されたホルツマン・オーストリア中銀総裁のインタビューが興味深いものであった。インタビューでは 5 月までにインフレ基調が落ち着かなければ追加利上げが支持されることに言及があり、「(過去の利上げが)まだインフレ抑制に効いていない」、「金融政策で引き続きブレーキをかけないといけない」と述べた上、FRB の利上げ終了時期に関し「我々より早い」などかなり踏み込んだタカ派発言が見られている。もちろん、多数決の政策理事会においてオーストリア中銀総裁 1 人の意見が大勢を決することはないし、オーストリアはドイツやオランダ、北欧勢と並んでタカ派筆頭格であるため意見が極端になりやすい。だが、かねて本欄では ECB の利上げは FRB のそれより長引く可能性があり、それ自体がユーロの対ドル相場を押し上げる展開を予想していた。事実、こうした発言もあって金利先物市場の織り込みは「FRB の利下げ転換を横目に ECB は利上げ継続」という構図が固まりつつある。現状、FRB の利上げ停止が 6 月ないし 7 月との見方が多いことを踏まえれば、ECB の利上げは年後半も持続する可能性がある。

先週の本欄でも議論した通り、ユーロ圏 2 月消費者物価指数(HICP)でもコアベースの加速は止まらず、少なくとも 3 月や 4 月の時点で「安定的に 2%の軌道に乗った」と言える状況になるとは考えられない。5 月 4 日の ECB 政策理事会での追加利上げは既



定路線であり、その利上げ幅も+50bp で据え置かれる可能性が排除できないだろう。ホルツマン総裁は 5 月に利上げ幅を 0.25% に縮小すれば、それは「インフレに打ち勝ったとのシグナル」と受け止められると警鐘を鳴らしている。筆者も同じ認識だ。特にユーロ圏は予想外の暖冬もあって実体経済の減速を回避することができた経緯がある。利上げに耐え得るという意味で当面の利上げが持続される公算は大きい。

～年央以降の南北対立、ラガルド総裁はさばけるか～

ちなみに今月から始まる拡大資産購入プログラム(APP)の再投資停止に関しても、ホルツマン総裁は今夏以降に「最高で月 210 億ユーロ」と現行(月 150 億ユーロ)から 40% 程度のペースアップを予見している。つまり、夏以降に想定される政策環境としては「FRB の利下げ転換を横目に ECB は利上げ継続」という構図に加えて、「ECB の QT(量的引き締め)は加速」も重なることが予想される。この段階に至れば域内金利の押し上げはほぼ確実と考えられる。その際は現在実施されている部分的な量的緩和(QE)とも言えるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の再投資柔軟化政策(端的にはドイツ国債売り・南欧国債買い)を打ち切るかどうか争点になる。過去の本欄でも論じたように、この決断は多分に政治的な調整を孕むため経済・物価情勢だけでは決まらない可能性があるものの、南欧国債保有比率を引き上げ続ける(≒ドイツ国債保有比率を引き下げ続ける)という無理筋なオペレーションをインフレ下の ECB が正当化できる理由はない。

こうした認識に立てば、夏場以降の ECB ウォッチにおいて域内市場分断化 (market segmentation) が再びキーフレーズになる可能性が高い。ドイツが従前から主張するように南欧国債の対独スプレッドは、どの水準以上に拡大すれば「不当」と言えるのか判断が難しく、軽々に ECB が介入すべきなのかという論調が常にある。これまでは雰囲気によって済し崩し的に南欧救済色の強い政策が打たれてきたが、それは域内のインフレ率について今ほど大きな懸念がなかったから可能な決断でもあった。しかし、現状ではラガルド ECB 総裁自らが賃金・物価スパイラルの方向に関して「明らかに発生する可能性がある」と述べるほど切迫したインフレ警戒が漂っている。昨年 7 月には分断化対応のための新たな方策として「伝達保護措置 (TPI: Transmission Protection Instrument)」も導入されており、PEPP の再投資柔軟化を「最初の防御壁 (the first line of defence)」とすれば、TPI が次善策だと明言された。考え方を変えれば、再投資柔軟化を止めても TPI の抑止力があれば事態を乗り切れる可能性もある。

いつまでも ECB のバランスシートに南欧加盟国の資産を貯め込み続ける現行路線は持続可能ではなく、いつかは修正に踏み切る必要がある。それは域内でインフレ警戒が高まっている今こそ好機ではあろう。その際に生じる政治的な摩擦、言い換えれば恒例の南北問題を調整型と評されるラガルド総裁がうまくさばけるのか。夏以降の ECB ウォッチの見どころである。

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
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
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
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見通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/円見通しに影響なし～
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～
	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18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)
	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～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	水際対策完全撤廃の前に論点整理
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～)