

みずほマーケット・トピック(2023年3月14日)

先陣を切る ECB～アフターSVB の金融政策動向～

アフターSVB とも言えるほど市場の雰囲気が変わった状況を踏まえ、主要中銀の政策運営はどう変わっていくのか。先陣を切るのは今週 16 日に政策理事会を開催する ECB。実際のところ、ECB の挙動は主要中銀の中でも要注目である。というのも、2 月会合で ECB は「3 月会合は +50bp の利上げ」と宣言している経緯がある。この明確なコミットメントを覆すほどの危機感を ECB が示した場合、少なからず FRB の政策決定にも影響を与える可能性はある。既に域内金利は著しく下がっており、予告された +50bp 利上げが取り下げられる方への期待が膨らんでいる。だが、SVB 破綻がラガルド ECB 総裁の言う「極端な (quite extreme) 場合」に相当すると言えるだろうか。域内規制当局者が健全性をアピールしている以上、むしろコミットメント通りに利上げしなければ整合性が取れないようにも思える。筆者は予定通りの利上げを予想。もっともコミットメントの制約から解放される 5 月以降の展開は予想の修正が必要になる可能性はある。

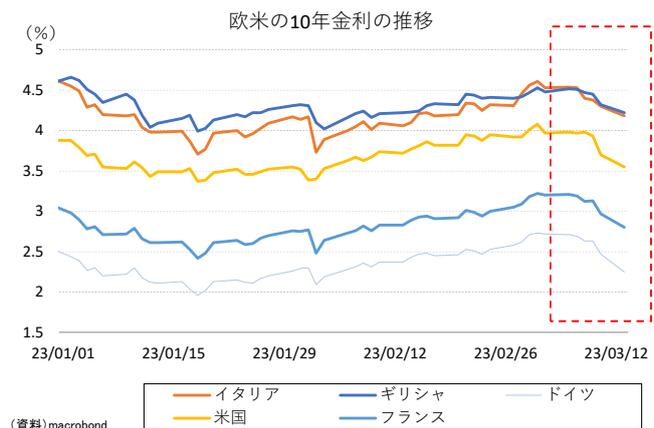
～当日を迎えるまで FOMC の予想は困難～

金融市場では引き続きシリコンバレー銀行 (SVB) に端を発する米金融システムへの不安が主要テーマとなっている。昨日はシグネチャー銀行破綻も報じられる中、連鎖破綻への恐怖は高まっており、3 月 FOMC での利上げ見送り観測まで浮上している。必然的にドル/円相場も米金利低下に合わせて一時 132 円台前半まで下落している。確かに今は不安を沈静化させることが最優先であるため 3 月に限って利上げを見送り、5 月以降に再開するという線はあり得るかもしれない。しかし、1 週間前まで +50bp への拡大を示唆していた物価情勢がそこまで根本的に変わったと判断することが妥当なのか。極めて難しい予想だが、インフレ第二波の到来で利上げ路線が半永久的になる展開も避けたいはずであり、筆者は 3 月に +25bp の利上げに踏み切る可能性はまだ残っていると考え。しかし、SVB 破綻が一過性の混乱で終わるのか、それとも持続的な混乱の起点となるのか。それを判断するための材料は時々刻々と変わっている。FOMC 当日を迎えるまで確たる予想は述べにくいというのが実情だろう。現時点では全額預金保護をアピールしても不安が沈静化しない状況であり、想定よりも悪い方向へ向かっているという読み方も残念ながら否定はできない。

～アフターSVB、先陣は ECB～

アフターSVB とも言えるほど市場の雰囲気が変わった状況を踏まえ、インフレ抑制に尽くしてきた主要中銀の政策運営はどう変わっていくのか。先陣を切るのは今週 16 日に政策理事会を開催する ECB だ。実際のところ、主要 3 中銀 (FRB、ECB、日銀) の中でもとりわけ注目されるのが ECB ではないかと思われる。というのも、2 月会合で ECB は「3 月会合は +50bp の利上げ」と宣言している経緯がある。この明確なコミットメントを覆すほどの危機感を ECB が示した場合、少なからず FRB の政策決定にも影響を与える可能性はある。既に域内金利は著しく下がっており、予告された +50bp

利上げが取り下げられる方へ期待が傾斜している(図)。この点、昨日はブルームバーグが「事情を知る複数の当局者」の「政策委員会のハト派らは経済環境が変わったとし、いっそう慎重になることが正当化されると主張する公算が大きい」といったコメントを報じている。元より政策理事会は完全な一枚岩ではなくなりつつあったことから、少なくとも3月の+50bp利上げが全会一致で決定される望みは薄い。だが一方、既に表明された+50bp 利上げのコミットメントを撤回することについて上記報道



に登場する当局者は「政策委員会の過半数が納得すると現時点で信じる理由は何もなく、議論は最終的に将来の利上げを示唆する知恵になお集約されることになるかもしれない」とも述べており、多数決に拠れば利上げ続行という可能性も十分残されていそうに見える。

2月会合後の記者会見でラガルド ECB 総裁は3月の+50bpについて「100%のコミットメントではないものの、極めて強い決定(a pretty strong determination)である。よほど極端な場合でない限り、意図した展開にならないというシナリオは考えられない(I can't think of scenarios, unless they were quite extreme, where that would not happen)」とまで言い切っている。SVB 破綻が「極端な(quite extreme)場合」に相当するのかどうか。域内金融機関の破綻にまでは至っていない以上、そこまでは言い切れないように筆者は感じている。なお、昨日はユーロ圏の金融規制当局の見解も報じられている。この点に関しては、影響の波及リスクを注視する必要があるとしつつも、域内銀行は総じて十分な資金があるほか、リスクの高いハイテク新興企業への融資が多かった SVB に比べて資産構成が保守的であるといった現状認識も報じられている。むしろ、予定通り利上げのコミットメントを遵守しなければ、こうした規制当局者とのコメントと整合性が取れないようにも感じられる。

もともとコミットメントの制約から解放される5月以降の展開は予想の修正が必要になる可能性もある。本欄でも繰り返し論じてきたように、元々ECBの利上げ路線はFRBのそれよりも持続性が期待されてきた経緯があり、だからこそユーロが買われてきた側面はある。現時点では域内金融機関への具体的な懸念は報じられていないものの、米国同様、時々刻々と状況は変わるだろう。具体的な金融機関のネームが出るようなことになれば、「ターミナルレートは4%」とまで見通されていたECBの政策金利に関し、直ぐに下方修正が必要になるはずである。基本的には域内の雇用・賃金環境が逼迫している状況に異変は見られていないため、物価情勢に応じた金融引き締め傾向が持続する公算が大きいと見る。しかし、想定外のユーロ安リスクが浮上している事実は知っておきたい。

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.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13日	SVB破綻、ドル/円相場見直しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
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～
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見直し上昇修正と為替見直しの関係について
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～
	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～とはいえず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