

みずほマーケット・トピック(2023 年 3 月 16 日)

ECB は「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～

スイスの大手金融グループ、クレディ・スイス(CS)の経営不安が取りざたされ、米国発の金融システム不安が欧州にも飛び火するという構図に至っている。CS 問題は以前からあった漠然とした不安が SVB 問題で増幅された結果であり、利上げとの関連性は薄い。しかし、同じ欧州大陸で起きる混乱を横目に、ECB が宣言通り+50bp 利上げに踏み切るのだろうか。結論から言えば、「今は不安沈静化が最優先」という判断に至る可能性は増した。現状のオプションは①予定通り+50bp 利上げ、②予定の半分の+25bp 利上げ、③見送りの 3 択。筆者は②の可能性が高いと予想。問題発生後、24 時間程度で政策理事会が開催されるため、その影響を正確に把握するのは難しい。しかし、分からないからこそ安全第一でコミットメントを踏襲しない可能性はある。ECB は「世紀の失策」を思い返す必要がある。不安沈静化が最優先であれば、「今回の利上げはスキップ」として落ち着いたら再開するという整理の方が賢明だろう。だが、それでは理事会の意見を集約できない可能性もあり、折衷案として+25bp 利上げが落としどころか。

～CS 問題と SVB 問題の違い～

昨日は業績不振が続くスイスの大手金融グループ、クレディ・スイス(CS)の経営不安が取りざたされ、米国発の金融システム不安が欧州にも飛び火するという構図に至っている。中央銀行であるスイス国立銀行(SNB)およびスイス金融市場監査局(FINMA)は共同声明を発表し、「(CS は)システム上重要とされる銀行に課される資本と流動性の要件を満たしている」と強調した上で必要に応じた流動性供給を行う意思を表明している。その上で「米国の銀行市場における混乱の影響が、スイス金融機関に直接的に波及しているリスクの兆候はない」とシリコンバレー銀行(SVB)問題との関連性を否定している。もっとも、輸血(流動性供給)を続けても、真偽はさておき金融市場の不安がある以上、出血(預金流出や株売り)は続く。共同声明で強調されるように、CS 問題と SVB 問題は本質的に違う話だろう。SVB 破綻はあくまで「同行の稚拙なリスク管理」と「米国の杜撰な金融監督」、そして「大幅な利上げ」という 3 つの要素が重なった結果だ。しかし、CS 問題はかねて指摘される脆弱なビジネスモデルに伴う「収益性の弱さ」に起因している。言い換えれば CS 問題は以前からあった漠然とした不安が SVB 問題で増幅された結果であり、利上げとの関連性は薄い。

～欧州大陸の問題を ECB はどう受け止めるか～

そうした状況認識に立ち、今晚の ECB が宣言通り+50bp 利上げに踏み切るかどうかは改めて注目される。一昨日の本欄では SVB 問題による域内金融機関への影響が否定されている以上、利上げは続行だろうと論じた。ラガルド ECB 総裁は「極端な(quite extreme)場合」が発生すれば、+50bp のコミットメントを履行しない可能性を示唆している。大西洋を隔てた中堅銀行の問題はこれに相当しないと筆者は思っていた。しかし、CS はユーロ圏の金融機関ではないが、欧州大陸の大

手金融機関で、しかも決済機能を持つ銀行である。上述した通り、CS 問題と利上げの間に関連性は無いとしても、「今は不安沈静化が最優先」という判断に至る可能性は増したように思える。昨日のブルームバーグはビニスマギ元 ECB 理事やコンスタンシオ元 ECB 副総裁が利上げの見送りや利上げ幅の縮小を提言していると報じた。現状のオプションは①予定通り+50bp 利上げ、②予定の半分の+25bp 利上げ、③見送りの 3 択が浮上している。筆者は②の可能性が高いように感じている。

～「世紀の失策」は繰り返されるか？～

なお、今回の ECB は過去の失敗を繰り返すのではないかと目線もある。

ECB の歴史上、「世紀の失策」と呼ばれる経験が 2 回ある。1 つはパリバショックから 1 年後で金融不安が燦っていた 2008 年 7 月に+25bp の利上げに踏み切り、その 2 か月後の 9 月にリーマンショックが発生、翌 10 月には▲50bp の利下げへ追い込まれた経験。もう 1 つが 2011 年 4 月、欧州債務危機の真っ只中でポ

ルトガルが国際金融支援を要請した直後に+25bp の利上げを行い、3 か月後の 7 月にも+25bp の追加利上げに踏み切った経験だ。その後、欧州債務危機をめぐる緊張がさらに高まり、イタリアへの金融支援も取りざたされる中、2011 年 11 月に▲25bp の利下げへ引き戻されることになる。ちなみに、この 2011 年 7 月の利上げを最後に 2022 年 7 月まで、ECB は利上げを封印することになる(図)。「あの利上げは何だったのか」と未だに言われる政策決定である。

もちろん、2008 年や 2011 年と比べれば足許のインフレ状況は深刻であり、賃金・物価スパイラルの恐れも残る。制御不能なインフレに至る前に金融状況の引き締めを優先すべきという主張には正当性がある。だが、現在の「金融市場に充満する漠然とした不安」は金融環境の引き締めに寄与するものであり、予定されていた引き締め措置を修正する理由になるのも確かだ。不幸なことに CS 問題が発生して 24 時間程度で政策理事会が開催されるため、その影響を正確に把握するのは難しそうである。しかし、分からないからこそ安全第一でコミットメントを踏襲しない可能性はやはりある。率直に言って、不安沈静化が最優先であれば利上げ幅を半分(+50bp ではなく+25bp)にするといった中途半端な措置ではなく「今回の利上げはスキップ」にして落ち着いたら再開するという整理の方が賢明だろう。しかし、それでは政策理事会の意見を集約できない可能性もあるため、折衷案としての+25bp 利上げが最も欧州らしい解決策になるのではないだろうか。

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15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分) 先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
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(貴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貴金に～)
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、何を考えているのか？～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	製造業の国内回報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～