

みずほマーケット・トピック(2023年3月17日)

退路を断った ECB～自信の誇示を優先～

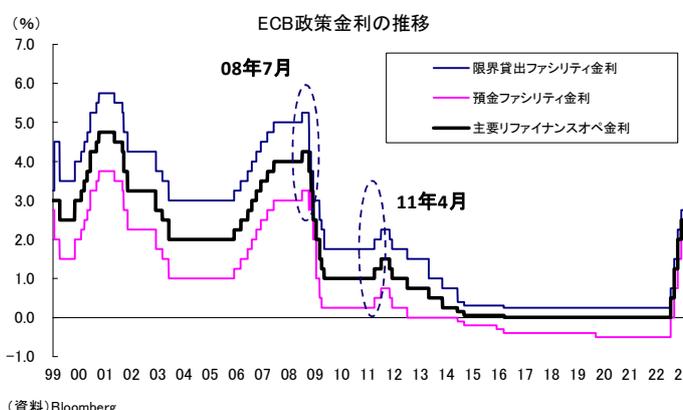
注目された ECB 政策理事会は予告通り、3 会合連続となる+50bp の大幅利上げを決定。会見では再三、域内金融システムが頑健である旨が強調され、CS 問題に配慮しつつも、従前のガイダンスを遵守する重要性が示された。域内金融システムの頑健性を誇示するためには従前のガイダンスを修正するわけにはいかなかったという事情もありそう。2 月会合で「極端な (quite extreme) 場合」でなければ+50bp 引き上げると述べた以上、これを修正することにもリスクはあった。ある意味で退路を断った意思決定であり、今後、域内金融機関へ類似の疑惑が出れば ECB は強い非難に晒されるはずである。実際、08 年 7 月の失敗を持ち出す記者もいた。当面の ECB ウォッチは何を置いてもコア HICP を注視することが最優先事項になる。この加速が続く限り、利上げを止める意思がないことをラガルド総裁ははっきり認めている。なお、目下注目される金融政策と銀行監督政策のトレードオフについては正面から否定して見せている。

～退路を断った ECB～

注目された ECB 政策理事会は予告通り、3 会合連続となる+50bp の大幅利上げを決めた。声明文の書き出しは「あまりに高く、あまりに長くインフレが見込まれるため (Inflation is projected to remain too high for too long)、+50bp の利上げを決めた」という一文から始まっている。インフレ抑制が依然として政策理事会の最大の関心事であることの表れなのだろう。政策決定は 3～4 名のメンバーが反対したことが示されつつ、そうしたメンバーも利上げ路線に根本的な反意を示したわけではなく、追加的なデータ収集を行い、状況が明らかになるまでわずかな時間 (a bit more time) を取るべきではないかという様子見ゆえの反対だったとラガルド ECB 総裁は説明している。筆者はどちらかと言えば、そういった立場で、それゆえに今回は+25bp 利上げ、できれば見送りが適切ではないかと予想していた。そのように考えるメンバーも相応に存在したということは興味深い。

スイスの大手金融グループ、クレディ・スイス (CS) の経営不安には目を配りつつ、「2008 年のようなシステミックな危機の淵に立たされているリスクがあるか (Did you see any risks that we are on the verge of a systemic crisis like in 2008?)」と質した最初の記者に対しては市場の緊張を注意深く監視していると述べ、銀行部門は厳格な規制導入を背景として 2008 年当時と比較

すれば頑健であると強調されている。その上で「ユーロ圏の金融システムが必要とすれば、流動性供給を行うツールキットを完璧に備えている (ECB's policy toolkit is fully equipped to provide



liquidity support to the euro area financial system if needed)」とも述べている。具体策こそ明らかにされていないが、金融危機を経て ECB の抱える長期流動性供給 (LTRO) は様々な期間・仕様が揃っている。この点に関しては FRB よりも充実しているとラガルド総裁は強調しているが、あながちブラフ (はったり) とは言えない。2008 年から始まるショックは ECB の歴史上で「初めての危機」であり、あらゆる方策に前例がなかった。「走りながら考える」という状況にあった当時と比べれば今は大分落ち着いた対応が可能はずである。

もつとも、こうした域内金融システムの頑健性を誇示するためには従前のコミットメントを修正するわけにはいかなかったという事情もあるのだろう。2 月会合で「極端な (quite extreme) 場合」でなければ +50bp 引き上げると述べた以上、これを修正すれば「極端な (quite extreme) 場合」が実現したと認めることになる。ある意味で退路を断った意思決定であり、今後万が一、域内金融機関へ (それがたとえ真偽不明で根拠薄弱なものであっても) 類似の疑惑が出ることは許されない。そうなれば「世紀の失策」と呼ばれる 2011 年 4 月や 2008 年 7 月に続く 3 度目の失敗として強い非難を浴びることになるはずである。実際、会見では、ある記者が「2008 年 7 月と同じミスをしているのではないか」と投げかけており、当時を記憶する向きほどこの懸念を抱くのは当然である。だが、上述した通り、厳格な銀行規制によりショック耐性は強まっているし、CS 問題に限って言えば、デギンドス副総裁も会見中に「域内金融システムの CS へのエクスポージャーに関し、極めて限定的であり、集中している様子もない」と断言する場面もあった。あくまで CS 問題が域内金融システムに波及することはなく、だからこそ +50bp 引き上げても何の問題もないというのが ECB のロジックと見受けられる。

～今後の利上げの軌道とスタッフ見通し～

過去の本欄でも論じたが、本当に注目されるのはガイダンスの制約から解放される 5 月以降の挙動だ。この点、記者からは「今後の利上げ軌道を説明して欲しい。2～3 日前までは 3 月会合後もさらなる利上げがほぼ確実に見えたが、今回の声明文ではガイダンスが示されなかった。これはもう利上げはピークを打ったということの意味するのか」との質問が見られた。これに対してラガルド総裁は不透明感が強いことを認めつつ、今後はデータ次第である旨を強調している。

なお、データについては今月改定されたばかりの ECB スタッフ見通しがあり、ここではユーロ圏のインフレ率が 2023 年に +5.3%、2024 年に +2.9% と年内の利上げ継続が支持される仕上がりとなっている。しかし、技術的な問題として海外経済見通しは 2 月 15 日、域内経済見通しは 3 月 1 日にカットオフ日付が設定されている関係で CS 問題はもちろん、シリコンバレー銀行 (SVB) やシグニチャー銀行の破綻にまつわる混乱が予測に織り込まれていない。ゆえに予測値に不透明感が残ることは不可抗力であり、2 月時点のようなコミットメントが出せないのは理解できる。なお、ラガルド総裁は会合直前の数日、特に直前 2～3 時間で作業を詰めたスタッフに対し感謝の意を表している。

～コア HICP の加速がやはりキーポイントに～

政策金利にまつわるガイダンスが削除されたことで、今後は一段とインフレ見通しの分析が重要になる。この点、特に注目する要素として、3 つの変数が重要であると述べており、それが①経済・金融情勢にまつわるデータ、②基調的なインフレ動向、③政策効果の波及経路だとしている。本欄ではユーロ圏消費者物価指数 (HICP) がコアベースで加速し続けていることが利上げ路線の正当

性を担保していると考えてきたが、これが②の論点となる。会見でもこれが減速しない限り、利上げを停めないつもりなのかという質問が見られている。この点、ラガルド総裁は「インフレの基調的な要素が上がり続ける限り、インフレとの戦いを止めることは無い (as long as we see underlying components of inflation going up, this is not going to stop our fight against inflation)」と断言している。当面の ECB ウォッチは何を置いてもコア HICP を注視することが最優先事項になっていると考えるべきだろう。その上でサービス物価や賃金動向などの挙動もチェックすることが ECB の認識する「基調的な要素」を掴むことになりそうである(会見中、コア指数以外で注目すべき other dissections of inflation として service があることをラガルド総裁は言及している)。

ちなみに上述の①や②は従前から言及されていた論点だが、③は今回加えられたものだ。この点、昨年7月に導入されたばかりの TPI (Transmission Protection Instrument: 伝達保護措置) は文字通り、政策の波及経路確保のための措置であり、SVB 問題や CS 問題が今後、ファンダメンタルズでは正当化されない混乱を域内市場にもたらした場合、使用可能だと明言している。しかし、現時点ではそのような事態に陥っておらず、3月1日から始まった拡大資産購入プログラム (APP) の再投資停止 (月 150 億ユーロ) を修正することは考えていないとの見解も述べられている。

～金融政策と銀行監督の利益相反について～

目下、FRB も同じ葛藤に直面しているが、「金融システム安定のために金融政策を修正するのか。そのトレードオフをどう考えるか」という論点はやはり複数の記者が質している。過去の本欄でも論じたように、金融政策と銀行監督政策は本質的に相矛盾する目的を備えており、インフレ下の銀行破綻を受け、欧米中銀はこの葛藤に直面している。この点、ラガルド総裁は「トレードオフはそもそも存在しない」という見方を表明している。これは利上げで「物価安定」を目指しつつ、「金融システム安定」は流動性供給で実現できるという思惑があるためであり、各々異なる政策手段によって共に同時達成できる目標だという認識に立っている。

結局、繰り返しになるが、CS 問題は域内のシステミックリスクには発展しないという大前提の下、コア HICP がはっきりとピークアウトして安定軌道に乗ってくるまでは利上げの手を緩めるつもりはないというのが ECB の立場なのだと思います。あくまで本稿執筆時点の状況を踏まえる限り、今後1年を見通した場合、金利先高観がユーロ相場の支えになるという本欄や『中期為替相場見通し』の予測に関し、現時点では大きな修正は不要と考えておきたい。

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.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17日	週末版
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～
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～ 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「バス」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ビ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