

みずほマーケット・トピック(2023 年 4 月 24 日)

ECB 政策理事会議事要旨と 5 月会合プレビュー

3 月の ECB 政策理事会議事要旨によれば、国際金融不安が高まる中でも「非常に大多数(a very large majority)」のメンバーが+50bp の利上げを支持した模様。「何人かのメンバー(some members)」は利上げ見送りを主張したようだが、域内の雇用・賃金情勢に対する懸念は根強く、これが 3 月声明文の冒頭「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」という一文に繋がったと見られる。今後重要になるのは貸出態度調査。議事要旨にも特に重要な情報として言及されている。既に明らかになっている貸出態度調査を見ると、昨年 10～12 月期時点で貸出態度の厳格化(貸出供給の縮小)および借入需要の減退が確認できる。事実、民間向け貸出もピークアウトが鮮明である。こうした状況下、マネーサプライの抑制からインフレ抑制を予見し、ECB がハト派色を強める可能性が出てきている。先般、ECB 自身がシステミックリスクを強調した商業用不動産(CRE)市場の状況も踏まえれば+25bp への減速は早ければ 5 月に実現される可能性。

～一貫性が重んじられた 3 月会合～

先週 20 日には ECB 政策理事会議事要旨(3 月 15～16 日開催分)が公表されている。4 月に政策理事会が無い以上、ECB の挙動を占う貴重な材料となる。同会合はシリコンバレー銀行(SVB)破綻に次いで大陸欧州では大手金融機関の再編が起きるなど、金融システム不安が極度に高まっている中で行われた。当時を振り返れば、不透明感が色濃くなる真っ只中で先陣を切ったのが ECB であり、その挙動が FRB や日銀などに何らかの影響を与えるのではないかという意味でも注目されていた。結果は 2 月会合で予告された通り、預金ファシリティ金利の+50bp への利上げが決定された。片や、2 月会合から挿入された+50bp 利上げを約束するフォワードガイダンスが撤廃されたため、次回(5 月 4 日)会合以降の見通しについて不透明感が増す会合でもあった。

その意味で今回の議事要旨からどのような情報を読み取るかが重要になる。議事要旨によれば+50bp の利上げは「非常に大多数(a very large majority)」のメンバーに指示されたとあり、満場一致ではない。「何人かのメンバー(some members)」は金融市場の緊張が和らぎ、5 月会合で包括的な評価を行うまで利上げの見送りを主張しており、金融システム不安への動揺も垣間見られている。また、3 月の政策理事会時点で確かに金融市場は落ち着きを取り戻していたが、それ自体を金融安定の証左と受け止めるべきではないという強い警戒感を示す意見も見られている。

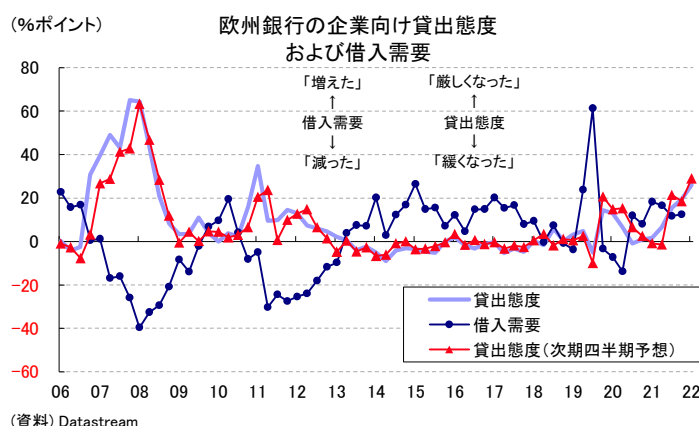
しかし、懸念されるインフレ情勢に関しては「ピークアウトしているが高止まり」という実態について問題意識はやはり高かった模様である。この点は 3 月声明文の冒頭が「あまりに高く、あまりに長くインフレが見込まれるため(Inflation is projected to remain too high for too long)、+50bp の利上げを決めた」という一文から始まっていることからよくわかる。インフレ期待が概ね安定(anchor)しているとは言っても、市場ベースのインフレ期待が 2 月会合以降で加速している以上、高インフレが

常態化することのリスクも明らかに増している。また、コアベース(基調)で見たユーロ圏消費者物価指数(HICP)も加速している以上、「利上げを見送る」ことが市場に誤ったメッセージを送ってしまうことになる可能性は高かった。なお、3月に改定されたスタッフ見通しについても一部メンバーが「予測値で示されるほど迅速に低水準に戻る可能性は低い」と強いインフレ懸念を示しており、政策理事会のタカ派姿勢は基本的に変わっていないと見える。インフレの粘着性が増しているのだから、中央銀行の政策も一貫している必要がある。3月会合ではこうした発想が重視されたのだろう。

～貸出態度調査が重要に～

3月会合の決定に関し、チーフエコノミストであるレーンECB理事は強い不透明感の中、「不完全な情報(imperfect information)」で意思決定しなければならないと述べている。とすれば、「次の一手」を検討する上では、3月会合以降で追加された情報がどれだけその不完全さの解消に寄与するのかが重要になる。この点、本欄でも定期的にチェックしている貸出態度調査はカギになってきそう

だ。議事要旨にも金融引き締め効果がラグを伴ってどれほど企業向け貸し出しに影響を及ぼしてくるかという点について議論が交わされた跡がある。図の貸出態度調査の最新時点は昨年10～12月期を対象とするが、既にその時点で貸出態度の厳格化(貸出供給の縮小)および借入需要の減退が確認され始めている。



次回の貸出態度調査は政策理事会の2日前の5月2日に更新される。1～3月期を対象とする次回調査、および次回調査で示される4～6月期の予想は一連の金融不安に乗じて厳格化の兆候を示す可能性が高く、それ自体はECBのハト派を促す材料になってくるだろう。事実、域内の民間向け貸出は失速が鮮明である(図)。こうした状況は実体経済に流れ込むマネーサプライの抑制、ひいてはインフレの抑制に繋がるため、ECBがハト派色を強める雰囲気は強まって



いるように思える。議事要旨でも今後政策判断の根拠として入手可能になる情報(newly available information)の代表例として貸出態度調査(the bank lending survey)と具体的に言及がある。

～5月は+25bpへのペース鈍化も視野に～

以上のような状況を踏まえ、5月4日の政策理事会をどう読むか。結論から言えば、筆者は+50bp

の利上げが今次利上げ局面では最小となる+25bp へ縮小される可能性は高いと感じている。これは上述したような、与信環境の引き締まりに応じて利上げ幅が狭くなるのは必然という理論的な事実もさることながら、過去の本欄でも論じたように、ECB 自らが商業用不動産(CRE)市場への警鐘を4月初頭に鳴らしたばかりであることも考慮している。あれほどシステミックなリスクを指摘しながら従前の金融政策スタンスが全く変わらないというのも違和感を覚える。

もちろん、雇用・賃金情勢のひっ迫が依然として認められることから利上げを停止するという判断には至らないだろう。+25bp とした上で利上げ期間を極力長く確保するような戦略に変えてくるのではないだろうか。なお、5月2日には貸出態度調査に加えて、4月HICPの速報値も公表される。市場参加者が予想を形成する上で決定的に重要な情報が直前まで入手できないため、市場予想もぎりぎりまで固めることが難しい会合となりそうである。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか?～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバリゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か?～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	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(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～聞き始めた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