

みずほマーケット・トピック(2023 年 5 月 9 日)

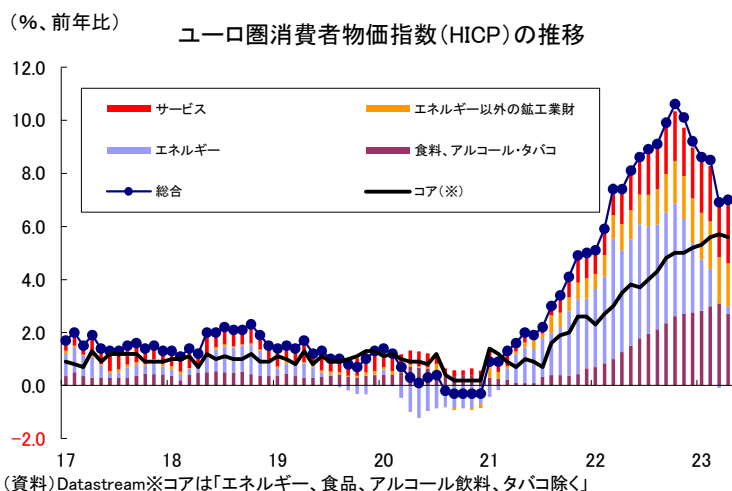
ECB 政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～

FOMC の翌日に行われた ECB 政策理事会は預金ファシリティ金利を筆頭とする政策金利に関し、+25bp の利上げを決定。3 会合ぶりの利上げ幅縮小の背景はいくつか考えられるものの、やはり 3 月議事要旨でその重要性が予告されていた銀行貸出態度調査が影響した模様。銀行の貸出態度が厳格化していることは元より、ラガルド ECB 総裁は「企業からの借入需要は本当に、本当に減少(really, really down)している。この点が非常に興味深い点(illustrative)だ」と述べ、企業行動の変化を指摘している。もっとも、賃金や企業収益が高止まりする環境が高インフレの背景というのが ECB の理解であり、半ば賃金・物価スパイラルを認めているような状況。「我々はやるべきことを沢山抱えているし、利上げは止まらない。それは極めて明らか」というラガルド総裁の発言が今の ECB の胸中を最もよく言い表している。FRB が利上げを停止しそうな一方、ECB の利上げは持続するという構図は当面、分かりやすいユーロ買いの理由となる。

～依然として+50bp を支持するメンバーも～

FOMC の翌日に行われた ECB 政策理事会は預金ファシリティ金利を筆頭とする政策金利に関し、+25bp の利上げを決定した(預金ファシリティ金利は 3.00%から 3.25%へ利上げ)。政策金利水準は 2008 年 11 月以来、約 14 年半ぶりの高さとなる。3 会合ぶりの利上げ幅縮小(+50bp→+25bp)は予想通りの展開であり、声明文やラガルド ECB 総裁会見などを踏まえる限り「小さく、長く」利上げを持続させるのが今後の基本方針になってくると思われる。FRB 同様、金融市場は「次の一手」としての利下げを期待しがちだが、ラガルド総裁は「インフレの見通しはあまりにも長く、高すぎる状態が続いている」、「利上げは止めない」とその可能性を一蹴している。

会見の中でも「+50bp を主張したメンバーもいれば、+25bp を主張したメンバーもいたが、ゼロと主張したメンバーはいなかった。これは利上げの旅路がまだ続いていることを意味している」とラガルド総裁は述べ、政策理事会内で利上げ路線自体に迷いが無いことを強調している。利上げ路線が維持される理由は様々だが、ひとえに「まだインフレが高い」ということに尽きる。図示されるように、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)はコアベースの鈍化がようやく確認されたばかりであり、これが潮流として根付くのかどうかは予断を許さない。ECB は自身



の HP において「Our monetary policy statement at a glance」といったコンテンツを用意しており、現在の政策運営について一問一答形式で論点を整理している。これを読めば現状把握が殆ど済んでしまう利便性の高い作りとなっているが、この中の「What is going on in the economy?」という欄で「Inflation has come down from its peak but is still too high」、「Rising wages and higher profits are behind high inflation」といった見解を示しており、インフレ率が依然高く、その背景として「上がる賃金と高い企業収益」が言及されている。半ば賃金・物価スパイラルを認めるような記述でもあり、直ぐには利上げが終わらないことを予感させる。

～「十分に制約的な水準」はどこか？～

もともと、既に利上げ幅が+300bp に達している状況を踏まえれば、「どこまでやるつもりか」という疑問は抱かれる。この点、声明文には+2%の中期的な物価目標への回帰を達成すべく政策金利が「十分に制約的な水準(levels sufficiently restrictive)」まで引き上げられるとの言及がある。この点、記者からは 3.75%が IMF や金融市場の想定するターミナルレートだと前置きをした上で「十分に制約的な水準」について概算(ballpark)を教えて欲しいという質問も出ている。この点、ラガルド総裁は「I don't have a magic number of what constitutes "sufficiently restrictive"」と言質を与えていない。さらにラガルド総裁は「It is not the destination so much as the journey」とアメリカの思想家(ラルフ・ウォルドー・エマーソン)の名言を引用し、「利上げの到達点ではなくそこに至るまでの過程が重要である」という点を強調している。適当な政策金利水準は賃金・物価から判断されるものであり、現状では何も言えないという主張であり、説得力は感じられる。しかし、3.75%と言えば、+25bp があと 2 回分であり、現状から察するに十分あり得る水準と考えられる。

なお、今回は金利だけではなく量的な縮小についても進展が見られた。2 月会合では拡大資産購入プログラム(APP)で購入した資産の再投資停止に関し「3 月から月間 150 億ユーロずつ実施」と決められ、その運用が始まっていた。今回の会合では再投資に関し「7 月で打ち切り」となる方針が加えられた。つまり、今夏を境として ECB のバランスシートはいよいよ縮小過程に入ることになる。記者からは「+50bp を主張したメンバーに対するディール(取引)として APP 保有分の再投資停止が決定されたのか」というやや意地の悪い質問も見られたが、ラガルド総裁はこれを否定している。上述の通り、APP の削減方針自体は 2 月から決定されており、3 月から着手されていた「150 億ユーロずつ停止」は再投資の半分程度というイメージだった。7 月見直しのタイミングでもう半分についても着手され、完全停止に至るというのは全く不自然ではないだろう。しかも、ラガルド総裁は別の記者から量的な引き締めの影響について問われた際、「I don't want to commit a number, but it does not have a massive impact suffice to say, but we can give you separately the exact amount that has been calculated, but it's not material」と述べており、「大した影響はない」と整理している。引き締めめ的な手段として見ているというよりも、「不要なので止める」という趣旨が大きいと言える。

利上げや再投資停止を経て、引き締めツールが一通り出揃ったように見えるが、ECB にはもう 1 枚カードがある。それはパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入された資産の再投資が 2024 年末まで約束されていることであり、この処遇をどうするかはインフレ動向次第で議論されるはずである。その残高は 4 月 28 時点で約 1.7 兆ユーロと約 7.7 兆ユーロに対して 2 割以上を占めている。仮に今後、域内のインフレ率が抑制されないと判断された場合、PEPPで購入された資産も再

投資停止が前倒しで決定されてくる可能性はある。もしくは利上げ停止のタイミングで代替案としてそのような選択肢が検討される可能性もあるだろう。その意味で今回記者が指摘する「ディール」のような観測はまた浮上する可能性はある。

～貸出態度調査に表れる明確な利上げ効果～

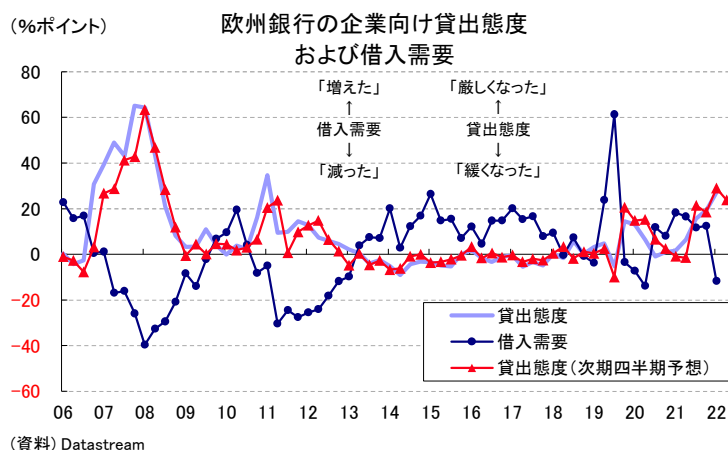
会合全体を通じてラガルド総裁は「利上げ幅を縮小した理由」よりも「利上げを続ける理由」の説明に多くの時間を割いていた。しかし、1 番目の記者の「なぜ+25bp にしたのか」という質問に対して、ラガルド総裁ははっきりと銀行貸出態度調査の存在に言及している。3 月 15～16 日開催分の政策理事会議事要旨でもその重要性は予告されていたが、今回の声明文においても「Financial and monetary conditions」の評価項目においては以下のような記述が見られている：

- Our latest bank lending survey reported a tightening of overall credit standards, which was stronger than banks had expected in the previous round and suggests that lending may weaken further. Weak lending has meant that money growth has also continued to decline

ひとえに貸出態度調査が映し出す利上げ効果を確認する記述と言える。与信環境の引き締まりが確認される以上、いずれ貨幣数量説的にも物価の押し下げが期待されるという事実が指摘されている。記者会見では「具体的にどの指標を見ているのか。銀行危機はあると言えるのか。銀行システムに起きていることについてどう考えているのか。」というシステミックリスクを意識した質問が見られた。この点、ラガルド総裁は「企業からの借入需要は本当に、本当に減少 (really, really down) している。この点が非常に興味深い点 (illustrative) だ」と回答している。さらにラガルド総裁は域内企業が調査に際して「投資をしたくないわけではなく、金利が高いから借入をしたくないのだと回答している」という実態を挙げ、利上げ効果の喧伝に努めている。

図にも表れる通り、貸出態度調査は貸出態度が厳格化していることは元より、借入需要に関して「増えた」の回答割合よりも「減った」の回答割合の方が大きくなっていることがかなり目立つ。これは 2021 年 6 月調査以来、約 2 年ぶりの結果だが、当時はパンデミックを受けて経済活動自体が停滞しており資金需要自体が生まれようもない状況にあった。平時においてこうした構図になることは稀である。今回、

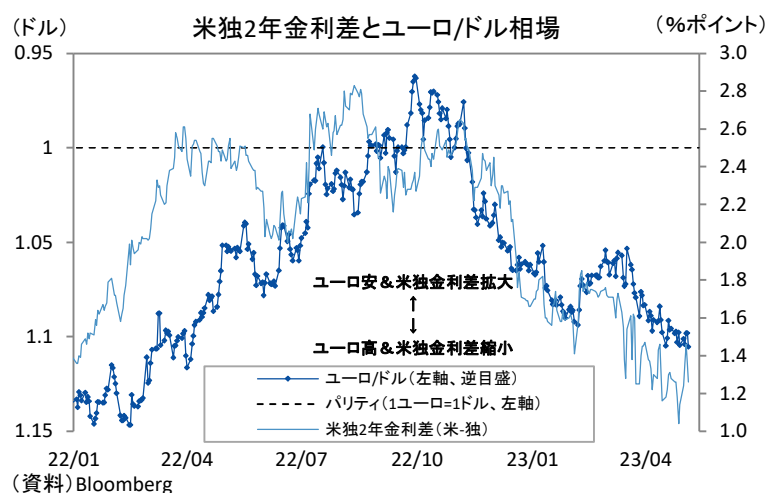
ECB が抱える「利上げ幅を縮小した理由」は 1 つではないだろうが、企業周りの与信環境について「利上げ効果の浸透が明らかに認められるから」というのが大きなものと考えられる。会見では over-tightening の議論はしたのかという点に質問が入るような現状でもあり、+50bp を躊躇する心境は理解できる。このタイミングで+50bp から+25bp に縮小するのは中銀として合理的な判断だろう。



～ユーロ相場への影響～

ユーロ相場にとっては当面、追い風の時間帯が続くそうではある。昨年来の『中期為替相場見通し』でも論じてきたように、FRB が利上げを停止しそうな一方、ECB の利上げは持続するという構図は分かりやすいユーロ買いの理由となる。ある記者からは「Can the ECB continue hiking if the Federal Reserve stops, is that a baseline scenario you are working on?」といった質問も見られているが、ラガルド総裁は「we are not Fed-dependent」と一蹴している。実際のところ、FRB は昨年3月に、ECB は昨年7月に利上げをスタートしているのだから、「ECB の利上げが長引いている」という解釈自体、適切とは言えないが、ユーロ/ドル相場が欧米金利差と安定した関係にある以上、両者のコントラストが方向感を規定するのはやむを得ないだろう(図)。

兎にも角にも、今回の ECB 政策理事会はラガルド総裁が会見で言い放った「We have more ground to cover and we are not pausing, that is extremely clear(我々はやるべきことを沢山抱えているし、利上げは止まらない。それは極めて明らかである)」というフレーズに尽きる。こうした情報発信は従前の利上げ累積効果と向き合うことを声明文で宣言した FRB とのコントラストが非常に大きい。少なくとも夏前までのユーロ/ドル相場について背中を押すものと予想したい。だが一方、ロシアからの天然ガス供給を代替する目途が全く立っていないのも事実であり、昨年同様、夏場以降は「エネルギー危機と隣り合わせの冬」を意識したユーロ売りが勢いづく可能性にも警戒したい。



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5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
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
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ライゼーション(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)