

みずほマーケット・トピック(2023 年 9 月 13 日)

ECB 政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～

今週の ECB 政策理事会に対する予想は割れている。きわどい判断だが、筆者は現状維持を予想している。同時にタカ派的な情報発信を抱き合わせるだろう。声明文が修正されたことにも表れるように 7 月以降、ECB のハト派傾斜は明らかである。与信環境を筆頭として、ECB が「いったん様子を見たい」という姿勢に転換する理由はかなり豊富に揃い始めている状況。利上げを見送ったとしても、あくまで「見送り」と「停止」は違うことが強調されるだろう。この際、筆者は「2024 年末まで」とされているパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入した資産の再投資について、前倒しでの打ち切りがセットで示唆される展開を警戒する。PEPP 再投資が ECB の国債保有比率に歪みをもたらしているのは周知の通りであり、利上げ停止が決してハト派路線への転換ではないことを主張する意味でも PEPP 再投資停止の前倒しは渡りに船。もっとも、これからますます状況が悪くなることを念頭に利上げするなら 9 月がラストチャンスという発想も。

～ECB、見送りか、背水の利上げか～

今週 14 日の ECB 政策理事会について簡単にプレビューをしておきたい。今会合に対する予想は割れている。素直に経済・金融情勢の軟化を受けて見送りを決断するか、それとも背水の利上げに踏み込むのか。かなりきわどい判断だが、筆者は現状維持を予想している。同時にタカ派的な情報発信を抱き合わせるだろう。FRB が 6 月 FOMC で利上げを見送った時と類似の対応を見せられると思われる。7 月の声明文では政策金利に関して従前の「十分に引き締めの水準に引き上げる」から「十分に引き締めの水準に設定する」へ表現が修正された。その後、8 月のジャクソンホール経済シンポジウムの講演でもラガルド ECB 総裁は「必要な限り金利を十分景気抑制的な水準に設定する」と声明文と同じ趣旨のコメントを繰り返していた。7 月以降、ECB のハト派傾斜は明らかである。

こうした変化はひとえにユーロ圏の経済・金融情勢が軟化していることに起因する。8 月のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は総合ベース、コアベースともに前年比+5.3%と依然高止まりしているが、今後も少しずつ下がっていく見通しだ。特に、昨年 9 月にコアベースが急伸した経緯を踏まえれば、次に発表される 9 月 HICP はその減速がクローズアップされる可能性が高い。成長率に関して言えば、域内経済の盟主であるドイツは昨年



10～12 月期以降、軽微のリセッションを経てゼロ成長という超低空飛行が続いており、中国経済の

低迷も相まって先行き減速はほぼ既定路線である。当然、これは域内経済全体の足枷になるだろう。実際、域内の与信環境は顕著に引き締まっており、7 月は+1.1%と 10 か月連続で前年比伸び率が縮小している(前頁図)。利上げによって域内需要が着実に縮小している証左である。このままだと、民間向け銀行貸出が前年比を割り込んでくる状況も容易に想像できる。ECB として「いったん様子を見たい」という姿勢に転換する理由はかなり豊富に揃い始めている状況である。

～PEPP 再投資停止は渡りに船～

なお、利上げを見送ったとしても、あくまで「見送り」と「停止」は違うことが強調されるだろう。この点、ドイツを筆頭とするタカ派の思惑を斟酌すれば、利上げ以外のタカ派的な政策調整が検討される可能性もある。筆者は「2024 年末まで」とされているパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入した資産の再投資について、前倒しでの打ち切りがセットで示唆される展開を警戒している。「金利」の引き締めブレーキをかける代わりに「量」の引き締めでアクセルを踏むという構図だ。

周知の通り、現在、ECB は PEPP で購入した資産の再投資について、柔軟化措置という大義の下、ドイツやフランスの国債償還金をイタリアを筆頭とする脆弱国の国債購入に投下している。類似の利上げにもかかわらず脆弱国において金利上昇が問題になっていないのは PEPP 再投資の柔軟化が奏功しているからだ。しかし、利上げペースが緩やかになってくれば、当然、PEPP 再投資の必要性も薄れてくるはずであり、「2024 年末を待たずに再投資は打ち切り」という可能性はある。過去の本欄でも議論したように、既に再投資の柔軟化措置によって ECB が保有するイタリア国債の比率はフランス国債の比率に肉薄している。現状路線を続ければ、理論上はドイツの比率にも迫ってくるはずであり、元より打ち切り時期を模索する必要がある。利上げ停止が決してハト派路線への転換ではないことを主張する意味でも PEPP 再投資停止の前倒しは渡りに船ではないだろうか。

～「利上げするならば 9 月がラストチャンス」という発想も～

仮に、上記予想に反して利上げに踏み切る場合の理由としては、やはり雇用・賃金情勢が逼迫していることや原油価格が上昇し始めていることが持ち出されるだろう。特に、去年は暖冬という幸運によって乗り越えることができたエネルギー危機は、今年どうなるか分からない状況にある。原油価格に連れて天然ガス価格も押し上げられるというのはユーロ圏の経済・物価情勢にとって最悪のシナリオである。そうしたリスクを踏まえれば、「利上げするならば 9 月がラストチャンス」という発想もあり得る。基本的に 9 月会合はスタッフ見通しでインフレ見通しが下方修正されるのに合わせて、利上げ見送りというのが最も綺麗な展開だろうが、そのインフレ見通しも結局は資源価格に依存している。あくまでインフレのアップサイドリスクを重く見た上で予防的に利上げするという可能性も完全に排除はできないだろう。これまでになく予想が難しい政策理事会である。

金融市場部

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9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・資金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・～)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEDルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とボジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・資金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどちらが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の資金・物価情勢～資金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
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～
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～円安見直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