

みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 26 日)

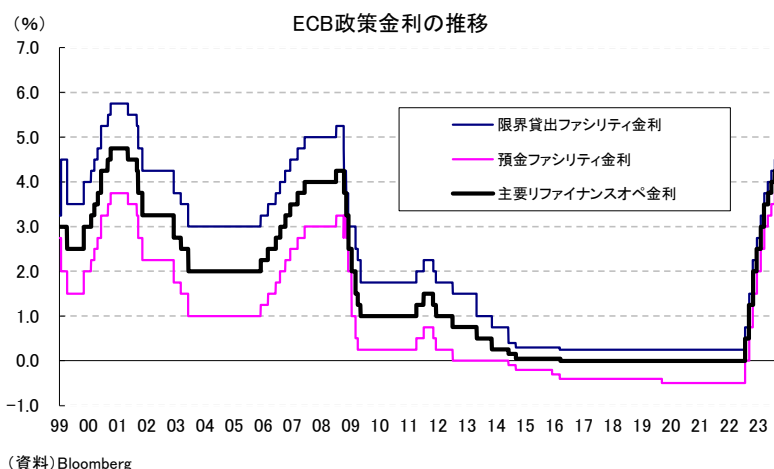
ECB プレビュー～利上げ代替としての MRR 引き上げ～

10 月の ECB 政策理事会は昨年 7 月以降、1 年 2 か月にわたる利上げが停止を迎えるという意味では節目の会合になる。既に中立金利到達を半ば宣言している以上、10 月利上げのハードルは相応に高い。もっとも、あくまで「停止」であって「終了」ではないことは強調されるだろう。域内のインフレ収束傾向は確かに認められるが、事実として目標(2%)の倍以上のインフレ率が維持されている以上、タカ派色のアピールは必要。ラガルド ECB 総裁は中東リスクの高まりがエネルギー価格上昇などを通じてインフレリスクになる展開も気にしている。今回、ECB は利上げ見送りと同時に何らかの手段でタカ派色をアピールすると予想。想定される手段としては①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停止、②所要準備率(MRR)の引き上げ、③フォワードガイダンスの修正など。注目は②。民間銀行部門からの流動性吸収も兼ねるため「利上げの代わりに引き締め」として ECB が選びやすい代替手段。会見を通じて、ラガルド総裁は「あくまで主たる手段(the key tool)は金利操作」と強調するだろうが、利上げ以外の引き締め手段について何らかの問題提起があるかに注目したい。

～ECB、利上げは「終了」ではなく「停止」を強調～

昨日はラガルド ECB 総裁がギリシャ国営テレビなどに対するインタビューで中東リスクを特に注視しているという発言をしたことが報じられている。これは中東情勢の悪化が原油価格変動などを通じて金融政策運営に影響を持つ経路を念頭に置いた発言であり、今晚の ECB 政策理事会を前にした発言としては注目される。ギリシャメディアへの情報発信が取りざたされているのは、今回はフランクフルトではなくアテネ開催だからだ。ここで今晚の政策理事会に関しプレビューを行いたい。

政策金利の修正に関しては 11 会合ぶりの現状維持が予想される。昨年 7 月以降、1 年 2 か月(預金ファシリティ金利にして+450bp)にわたる利上げが停止を迎えるという意味では節目の会合になると言える。9 月政策理事会の声明文は事実上の中立金利到達を宣言するものであり、10 月利上げのハードルは相応に高いと考えられる。もっとも、あくまで「停止」であって「終了」ではない



ことは強調されるはずだ。ユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP)は前年同月比+4.3%と 2021 年 10 月以来の低水準を記録し、コアベースでも同+4.5%と約 1 年ぶりに+5%台を切った。しかし、域内

のインフレ収束は確かだとしても、事実として目標(2%)の倍以上のインフレ率が維持されている以上、利上げは「停止」であって「終了」ではないことが強調されるだろう。ラガルド総裁も注視しているように、中東リスクがエネルギー価格の再浮上に繋がり、ヘッドラインのHICPも今後押し上げられる恐れがある。過去の本欄でも見たように、既に天然ガス価格は上昇が始まっており予断を許さない。

～利上げ代替手段としての MRR 引き上げ～

とすれば、ECBは利上げ見送りと同時に何らかの手段でタカ派色をアピールする必要がある。今回想定される手段としては①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停止、②所要準備率(MRR)の引き上げ、③フォワードガイダンスの修正などが考えられる。③については、9月会合で中立金利到達を概ね宣言したばかりであり、7月に続く連続的なフォワードガイダンス修正でもあった。3会合連続でガイダンスをいじるという行為は流石に予想が難しい。一方、①はこれまで断続的に注目されている論点であり、現状では「2024 年末まで」とされている再投資が前倒しされるかどうか争点になる。総裁会見では頻繁にその可能性について質疑が見られているが、例えば9月会合後の総裁会見でラガルド総裁は「PEPP 再投資に関する議論は全くなかった」ことを明言している。なお、9月の会見では再投資に限らず、満期前の売却(outright sales)を検討しないのかという質問も見られたが、これもラガルド総裁により否定されている。いずれにせよ PEPP を通じて ECB が抱えることになった資産の処遇は ECB ウォッチにおいて継続的な争点として上がりながらスルーされているものであり、利上げ停止とバーターで議論着手があっても驚きはない。

利上げの代替手段という意味では②も注目される。この点は既に7月頃から観測報道も見られており、昨日も「MRR が 1%から 2%へ引き上げられる」とブルームバーグが観測報道を伝えている。既に、7月政策理事会では民間銀行が ECB に持つ準備預金の付利について、所要準備部分は預金ファシリティ金利(7月会合直前では 3.50%)からゼロにするという決定があった。これにより ECB が多額の利払い費用を節約することが可能になっている。仮に、10月会合で所要準備残高を増加させる MRR 引き上げが決断されれば同様の経済効果を期待できる。同時に、民間銀行部門からの流動性吸収も兼ねるため、ECB が利上げの代替手段として選びやすいだろう。

もっとも、その先の展開まで見据えれば逆効果になるという懸念もある。民間銀行部門にとっては「MRR 引き上げにより拘束される資金(付利ゼロ%)が増える→収益性が悪化する→低利でも短期金融市場に資金を放出して収益改善を目指す」という運用行動の可能性も指摘されており、仮にそうなった場合は短期金融市場の金利は逆に低下する可能性もあり、インフレ抑制の途上にある ECB の意に反する。恐らく会見を通じて、ラガルド総裁は「あくまで主たる手段(the key tool)は金利操作」と強調するだろうが、利上げ以外の引き締め手段について何らかの問題提起があるかどうか今回の政策理事会における注目点になるのではないかと。

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10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
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・賃金情勢
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	ICEドルインデックスの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～日本株下落とポジションの偏り～)
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・賃金情勢の逼迫～
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～遅く遠くの年内利下げ～
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	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、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～