

みずほマーケット・トピック(2023年12月7日)

ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～

シュナーベル ECB 理事のハト派的な発言が注目を集めている。「ドイツ人ゆえタカ派」との印象が先行するシュナーベル理事がハト派転向かという点で騒ぎが大きくなっているようだが、事実は若干異なる。同理事は任期途中辞任を繰り返す過去のドイツ高官への反省から、「対立しない」ことを期待されて政策理事会に入ってきた人物。それゆえバランス感覚に優れており、ドイツ人にありがちな極端なタカ派思想を振りかざすタイプではない。同理事に一方的なタカ派イメージを抱き、そのハト派発言に驚きを抱くのはミスリーディング。インタビューを読んでも利上げ停止に言及はあるが、利下げ観測まで浮上するのは明らかに行き過ぎ。「利下げを否定しなかった」という解釈も流布しているが、よく読めば肯定しているわけでもなく、極めてバランスの取れた内容。シュナーベル理事の一連の発言は「ドイツ出身理事が追加利上げを否定した」という事実が針小棒大に解釈されている。今、ECBに関して言えることは「利上げ路線は停止」ということだけであり、当面は雇用・賃金情勢の息切れが確実に確認されるまで現状維持を続ける公算が大きそうに見える。この点で他の ECB 高官と差異はない。少なくとも 24 年上期は現状維持か。

～シュナーベル発言に動揺する市場～

シュナーベル ECB 理事がハト派へ転向したのではないかと注目を集めている。これまで「ドイツ人ゆえタカ派」との印象が先行してきたシュナーベル理事の姿勢変化は金融市場で重く受け止める向きが多いようだ。インタビュー最初の質問ではユーロ圏 11 月消費者物価指数(HICP、速報)の予想外の下振れに絡めて「インフレ軌道に対して考え方は変わったか」と問われ、シュナーベル理事は「事実が変われば、考えは変わる。貴方は違うのか(When the facts change, I change my mind. What do you do, sir?)」とケインズの名言を引用して返している。冒頭から「ハト派方向へ気が変わった」と読める発言である。その上で「最新のインフレ指標は追加利上げをさらに有り得ないものになっている」などと述べ、追加利上げ可能性の排除を確認している。為替市場では顕著にユーロ売りが進んでおり、ECB pivot が完了したような雰囲気すら感じる。

～シュナーベル理事は元々「対立しない」人選～

しかし、筆者はやや過大な反応ではないかと警戒する。そもそもシュナーベル理事はかつてのドイツ出身の ECB 理事と比較して極端なタカ派ではない。これは就任の経緯を踏まえ当初から言われていた話だ。まず過去の経緯を知っておく必要がある。シュナーベル理事の前任は同じドイツ出身の女性でラウテンシュレーガー氏であった。ラウテンシュレーガー氏の前職はドイツ連邦銀行副総裁であり、筋金入りのタカ派と言って差し支えない人物である。そのラウテンシュレーガー氏は 2019 年 9 月、2 年以上の任期を残して辞任している。ドラギ前 ECB 総裁の緩和的な政策運営に対する抗議辞任という理解がもっぱらであった。ちなみに、そのラウテンシュレーガー氏の前任である

ドイツ出身のアスムセン氏も 2013 年 12 月に 6 年の任期を残して途中辞任している。アスムセン氏のケースは抗議辞任ではなく「家族の問題」と言われているが、アスムセン氏の前任であるシュタルク氏も 2011 年 9 月に任期途中で辞任しており、これはドラギ体制に対する抗議辞任だったと言われる。ちなみに 2011 年にはウェーバー前独連銀総裁も抗議辞任しており、近年ではその後任であるバイトマン前独連銀総裁も 2021 年 10 月にやはり任期を 5 年以上残して抗議辞任に踏み切っている。「ハト派な ECB vs. タカ派なドイツ」という二項対立は政策理事会の日常風景だが、数年に 1 回、堪忍袋の緒が切れたドイツ高官が離脱するということが繰り返されてきた。

2006 年以降、ドイツ出身の ECB 専務理事 3 名、独連銀総裁 2 名が続けて任期を全うできないという事実は「ドイツの孤立」を浮き彫りにする事実である。見方を変えれば、共通通貨圏の一員としていつまでも協調性を発揮できないドイツの特異さがこうした連続途中辞任に表れているという批判はあった。そこでラウテンシュレーガー氏の後任としては極端なタカ派思想を持たないバランス感覚を持った学者であるシュナーベル理事が選ばれたと言われていた。例えば、シュナーベル理事は就任当初の講演において抗議辞任で去ったラウテンシュレーガー理事との対比を滲ませながら「これらの(緩和的な)金融政策措置がなければユーロ圏は今よりもはるかに脆弱な状況になっていた」と述べ、緩和路線継続を支持して見せている。

要するに、シュナーベル理事は「対立しない」ことを期待されて政策理事会に入ってきた人物であり、同理事に一方的なタカ派イメージを抱き、そのハト派発言に驚きを抱くのはやや滑稽に思える。確かに、直近 9 月には「インフレに対する時期尚早な勝利宣言をしてはならない。順調だが、引き続き警戒が必要だ」と言ったコメントが報じられるなど、タカ派と目される発言が取り上げられたが、「まだ油断するな」は今次局面において ECB 高官が繰り返している一般的な発言だろう。これをもってタカ派と思われてしまうのはドイツ出身理事の宿命と言わざるを得ない。

～よく見ればさほどハト派的でもない～

また、今回のロイターとのインタビューを読んでも利上げ停止は確かに言及されているが、一足飛びに利下げ観測まで浮上するのは行き過ぎだろう。例えば「(ラガルド総裁のように)貴方も数四半期の現状維持を考えていますか」との質問に対しては、「よりデータが必要である。＜中略＞最近のインフレ下落傾向は恐らくしばらくは続かない」と述べており、現時点での利下げを支持するような発言は見られていない。その上で「最も重要なことは、インフレ基調において何が起きるかだ。それは(実質賃金に影響する)賃金、生産性、単位労働コストと言った論点である」と念押ししている。あくまで雇用・賃金環境で落ち着きを確認しない限り、利下げ方向へ急旋回はないだろう。

なお、インタビューでは「2024 年前半の利下げ可能性は排除しないということで良いでしょうか」とより直接的な質問も見られたが、「データ次第であり、それが一番重要だ。我々は上下双方向についてサプライズを経験してきている。今後 6 か月、声明文作成にあたっては注意深くならなければならない」と返している。これが「利下げを否定しなかった」と解釈されているわけだが、肯定しているわけでもあるまい。むしろ急なハト派傾斜をけん制するバランスある姿勢と見受けられる。

また、バランスシート政策についても踏み込んだ質問が見られている。しばしば話題となるパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の再投資停止に関してもシュナーベル理事は「ラガルド総裁が述べたように、近い将来に議論することにはなると思います。それをどう解釈するかは任せます」と総

裁会見以上の言質を与えていない。その上で「再投資停止が市場に与える影響は大きなものではなく、大騒ぎする話ではない」と述べ、争点化すること自体、避けている。これに対し記者は「再投資停止の影響が軽微ということことは、保有資産の途中売却も考えていたりするか」とやや飛躍にも思える質問を出しているが、「議論していない」と取り合う姿勢を見せていない。

シュナーベル理事の一連の発言は「ドイツ出身理事が追加利上げを否定した」という事実が針小棒大に解釈されている可能性も感じる。今、ECB に関して言えることは「利上げ路線は停止」ということだけであり、当面は雇用・賃金情勢の息切れが確実に確認されるまで現状維持を続ける公算が大きく、それは 2024 年上期いっぱいまで続きそうな展開であることを留意しておきたい。

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12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
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～
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スのリスク～ユーロ圏安考察～
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	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広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、動くのはどっちが先か
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