

みずほマーケット・トピック(2024年1月23日)

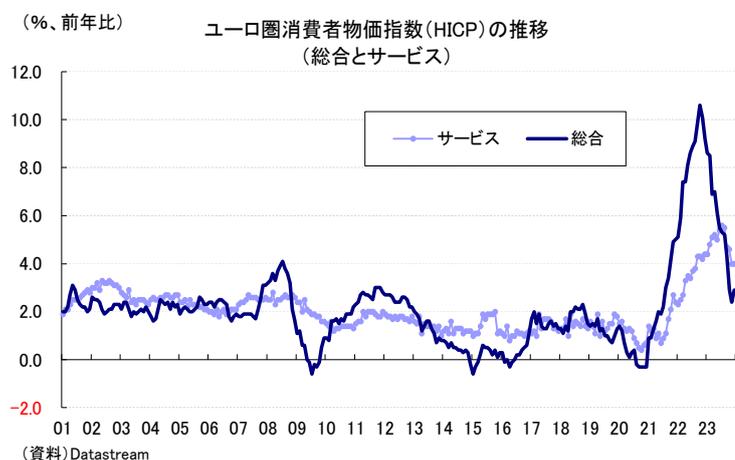
ECB 政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～

今週 25 日の ECB 政策理事会についてプレビューする。今回、ECB が「将来の金利軌道 (the future rate trajectory)」について何らか踏み込んだヒント(具体的にはハト派的な情報発信)を出してくるという期待も一部あるようだが、筆者はそう考えていない。政策運営は現状維持で、近々に利下げを検討しているような素振りを示すこともないだろう。昨年 12 月会合の議事要旨や近々のラガルド発言を踏まえる限り、域内におけるインフレ圧力に対し、ECB が勝利宣言を出せるほどの状況とは思えず。昨年 12 月以降に注目されている紅海の治安悪化に伴う海上輸送停滞も上方リスクとして警戒される。筆者は、イースター休暇明けの 4 月に雇用・賃金情勢の落ち着きが確認されるということ为前提にした上で、ECB の利下げは最速でも 6 月、順当に考えれば 9 月以降と想定。なお、FRB よりも利上げ着手が遅かった ECB の方が早く利下げに転じてしまう展開になった場合、予想レンジ(1.05～1.13)を下抜けてしまうリスクも警戒される。

～情報も与えず現状維持～

今週 25 日の ECB 政策理事会について簡単にプレビューしておきたい。今回、ECB が「将来の金利軌道 (the future rate trajectory)」について何らか踏み込んだヒント(具体的にはハト派的な情報発信)を出してくるという期待も一部あるようだが、筆者はそう考えていない。政策運営は現状維持で、近々に利下げを検討しているような素振りを示すことも考えにくいだろう。昨年 12 月 14 日の政策理事会後、ラガルド ECB 総裁は会見で金融政策に関し、「固体、液体そして気体のようなもので、固体から液体を経ずに気体になることはない。だから今回議論はしていない」と物質の三態を用いて現状説明を試みた。固体が「利上げ」、液体が「現状維持」、気体が「利下げ」とすれば、固体から液体への変化が進んでいる今、一気に気体の話が出てこないのは当然という訴えであった。恐らく今回も固体から液体への変化を見守る段階にあることを強調しつつ、無風での通過を試みると予想する。市場が待ち望む気体(≒「利下げ」)への変化は春先以降の本題だろう。

これは最近の情報発信からもはっきりしている。先週 18 日に公表された 12 月の政策理事会議事要旨では「市場の急激なリプライシングが金融環境を過度に緩める恐れがあり、インフレ抑制のプロセスを頓挫させかねない」との懸念が表明された。現状、金融市場では預金ファシリティ金利に関して 4 月からの利下げ開始を織り込んでいるが(▲10bp ならば 1 月や 3 月も視野に入る)、政策

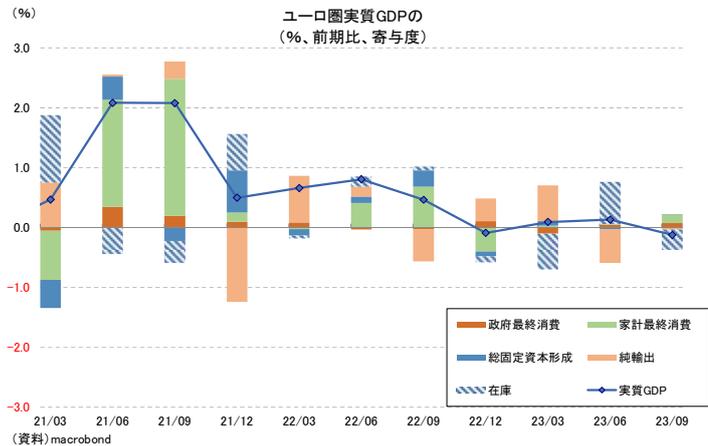


理事会の胸中とはかなり距離がありそうな状況だ。過去の本欄でも何度か紹介したように、ECB が重視する雇用・賃金市場に対する最終的な評価は 3 月末のイースター明けが 1 つの目途になり、これを受けて実際の政策運営が修正に至るのは年央(恐らくは 6 月のスタッフ見直し改定時)ではないかと思われる。議事要旨で「基調的インフレ圧力についてのシグナルは明瞭ではない」と記述されていたのは、イースター明けまではまだ時間があることを言外に含んでいる。足許のユーロ圏消費者物価指数(HICP)がコアベースで依然+4%(前年比)にある以上、妥当な判断と言える。

また、議事要旨では金融市場の金利見直しについても「かなりの楽観を反映しており、専門的な仮定に採用されている金利軌道およびインフレ見通しの両方に関して、ECB のスタッフ見直しとは食い違っているとの感触を多くの当局者が抱いている」とハト派期待を退けるような記述がみられている。その上で先週 17 日にはラガルド総裁が「インフレは ECB が望む水準にない」、「過度に楽観的な市場は ECB のインフレとの闘いを支援しない」などと述べている。こうした現状を踏まえる限り、ECB が 12 月政策理事会以上の情報を与えてくれるとは思えない。

～ハードランディング回避と紅海トラブル～

なお、実体経済に関し、議事要旨では「利上げの影響の重要な部分はまだ浸透していない。経済活動への全体的な影響は 2024 年序盤にピークを迎える」と記述され、「インフレを除くユーロ圏のマクロ経済データは予想を上回り、経済の『ハードランディング』懸念は緩和された」との評価が下されている。実際、直近データとなる 7～9 月期実質 GDP 成長率は僅かなマイナス成長に陥ったもの



の、家計消費はプラス寄与を維持しており、ここに雇用・賃金環境の堅調さを見出せる。「ハードランディング無し」を前提に据える以上、雇用・賃金情勢が再び熱を持ってくる展開には余計、警戒感が抱かれる。当然、利下げを決め打ちするような情報発信は難しいはずである。

ちなみにインフレに関して言えば、上振れリスクはまだある。それは紅海における治安悪化を理由として海上輸送に障害が出ていることをどう評価するかという点だ。既報の通り、紅海ではイエメンの反政府勢力・フーシ派がイスラム組織ハマスとの連帯を掲げた上で航行する船舶への攻撃を繰り返している。国際貿易における海上輸送の要衝が機能不全を起こす中、世界の石油供給に支障が出るとの論点がある。このテーマ自体はちょうど前回の政策理事会辺りで浮上したもので、少なくとも 12 月改定のスタッフ見直しに織り込まれているものではない。最短航路が使えない以上、海上輸送の運賃の値上げや輸送時間の延長は必然的に起きる。例えば海上輸送のルートをアフリカの喜望峯経由に切り替えると輸送にかかる時間は最大で 3 週間伸びるという見方もある。現状、原油価格が跳ね上がるような展開にはなっていないものの、この話があるからこそ欧米そして中国の経済失速が重なっても下げ止まっているという見方もある。

以上を踏まえる限り、域内におけるインフレ圧力は ECB が勝利宣言を出せるほどの状況にはな

っていない。筆者は、イースター休暇明けの4月に雇用・賃金情勢の落ち着きが確認されるということ为前提にした上で、ECBの利下げは最速でも6月、順当に考えれば9月以降と考えている。市場予想通り、FRBの利下げが年央に始まるとすれば、ユーロ相場への下げ圧力も限定されると思われる。だが、FRBよりも利上げ着手が遅かったECBの方が早く利下げに転じてしまうという展開になった場合、『中期為替相場見通し』のレンジ(1.05~1.13)を下抜けてしまうリスクも払しょくできない。

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/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
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、待つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナール発言の読み方～拡大解釈を警戒～
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目玉実効相場(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～)