

みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 20 日)

垣間見えた ECB の「次の一手」～ECB 理事インタビュー～

先週 17 日には、日経新聞によるシュナーベル ECB 理事へのインタビューが公開されている。「次の一手」を推し量る上で重要な示唆に富んでいるため、取り上げておきたい。インタビューや同時期の ECB 高官発言を総合すると、利下げは「6 月確実、7 月以降未定」というのが現時点の政策理事会の総意に近そう。利下げペースはスタッフ見通しが改定される 6・9・12 月と言った節目が有力候補か。インタビューでは為替に対する質問も見られている。過去の本欄でも論じたように、今後のユーロ相場は FRB に先んじて ECB が利下げを行うという事実を受けて、押し下げが予想される。この点、インタビューでは「弱いユーロが物価や実体経済に与える影響」についても問われている。回答の中で明言されていたわけではないが、「ユーロ安→一般物価上昇→賃金上昇」という経路について意識はあるようにも感じられた。当面の状況について言えば、欧米金利差の拡大がユーロ/ドル相場を押し下げ、これがユーロ圏消費者物価指数(HICP)を底上げするような展開が ECB ウォッチの上で争点になってくる可能性は高いだろう。

～ECB 利下げ、6 月確実、7 月以降未定～

先週 17 日には日経新聞によるシュナーベル ECB 理事へのインタビューが公開されている。「次の一手」を推し量る上で重要な示唆に富んでいるため、取り上げておきたい¹。学者出身のシュナーベル氏は歴代のドイツ人高官と比べればタカ派色が抑えられていることで知られている。政府や中銀を出自とするドイツ出身の ECB 高官が政策理事会内で孤立し、結局は任期満了に至らず辞任するケースが歴史的に繰り返されてきたため、学者出身者が選ばれてきた経緯で知られている。今回のインタビューでは「多くの利下げが難しそうな ECB」という実情が透けており、どちらかと言えばタカ派色が滲み出ていたが、これはドイツゆえではなく ECB の総意と考えられる。

最初の質問では「市場は 6 月利下げを確実視しているが、6 月以降の利下げペースをどう考えているか」と問われている。これに対し、シュナーベル理事は「入手可能な情報およびスタッフ見通しを踏まえれば、6 月利下げは恐らく適切」と述べており、市場予想に沿った回答を示している。同時に「しかし、6 月以降のパスはより不透明であり、最近のデータからはデイスインフレのラストワンマイルが極めて困難であることを確認している」とも答えており、7 月以降に関し言質を与えていない。

ちなみに同日にはカザークス・ラトビア中銀総裁が、同じように 6 月利下げの可能性を認めつつも 7 月の利下げに反対する意を表明しており、スタッフ見通しが改定される 6・9・12 月の政策理事会であれば「(利下げの)決断を下すのはずっと容易になる」と述べている(ロイター)。こうした直近の高官発言に加え、ECB が今年 1 月会合から常に「物価・賃金指標が十分把握できるようになる 5 月末までは基本的に動かない」という方針をフォワードガイダンスのように織り込ませてきた経緯を思えば、利下げは「6 月確実、7 月以降未定」というのが現時点の政策理事会の総意に近いと見受

¹ ECB, Interview with Nikkei, “Interview with Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, conducted by Shogo Akagawa and Takerou Minami on 13 May 2024

けられる。なお、2 つ目の質問では「何人かのメンバーは 7 月利下げを主張しているようだが、どう思うか」と説いているが、「緩和プロセスの前倒しはリスクがある」と一蹴している。

～「3 か月に 1 回」が理想的な利下げか～

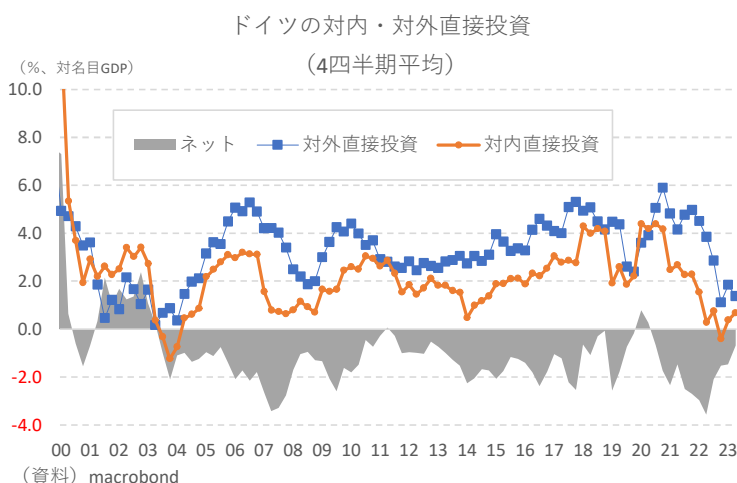
3 つ目の質問では「では、ECB はどのようにして夏場以降の政策金利のペースをコントロールするつもりか」と利下げペースに関する質問をぶつけている。この点、シュナーベル理事は年初は 6 回利下げが織り込まれていたが、それが今や 3 回になっているという事例に言及した上で、市場期待に沿って予断を持つことの危うさを強調している。その上で今後考えられる 2 つのシナリオとして賃金の騰勢が抑えられ、インフレが鎮静化に向かい、緩和に転じることができるシナリオと、その逆でインフレが再浮上してくるシナリオ（賃金の強さだけではなく、何らかの新しい供給ショックが発生するケースを含む）に言及している。望ましい前者のシナリオは「the one underlying our staff projections」と表現されており、冒頭で紹介したカザークス総裁もスタッフ見通しの頻度に合わせることの有用性に言及していたも考えると「スタッフ見通しに合わせて 3 か月に 1 回」が ECB の抱く理想的な利下げペースとして議論の俎上に上っている可能性が推測される。

ちなみに、4 つ目の質問として「要するに、貴方としてはスローなペースを望んでおり、夏以降のデータは警戒を持って見ているということか」と念押ししているが、これについて「拙速な緩和のリスクがある」、「我々は今後起きることについて十分な時間が必要」と重ねている。やはり少なくとも現時点では 7 月利下げの可能性は非常に低いと言えそうである。

～ドイツ経済が示す経済転換～

インタビュー中盤ではドイツ経済が再び「欧州の病人」と呼ばれつつある状況を踏まえ、今後 5 年間のユーロ圏経済をどう見るかという中長期的な質問も見られた。この点、シュナーベル理事は「ユーロ圏は巨大な構造変化 (massive structural change) に直面している」と回答した上で、それはエネルギー価格の問題だけではなく、「エネルギー供給の信頼性 (the reliability of energy supply)」の話でもあると述べていたことは印象的であった。ロシア・ウクライナ戦争を契機としてエネルギー事情が激変した以上、これを前提とした「新しく、改善されたモデル」を検討すべきだと強調している。こうしたシュナーベル理事の発言は暗に脱原発政策を完了させたいうえで不安定且つ高価なエネルギーに依存せざるを得なくなっている自国 (ドイツ) への意趣返しではないかと思われる。

過去の本欄でも議論したように、現在のドイツにおける対内・対外・直接投資状況を踏まれば、同国における産業空洞化への懸念は強まっている (図)。単一通貨と関税同盟のメリットがある以上、日本のように製造拠点が枯渇し、貿易収支赤字を定着させるような状況に至るとは思えないが、メルケル政権の 16 年間が経済成長という点だけに照らせば黄金時代だったことを踏まれば、当面は病人と揶揄されても仕方がない状況は予見される。そうしたドイツ経済の長期停滞は ECB

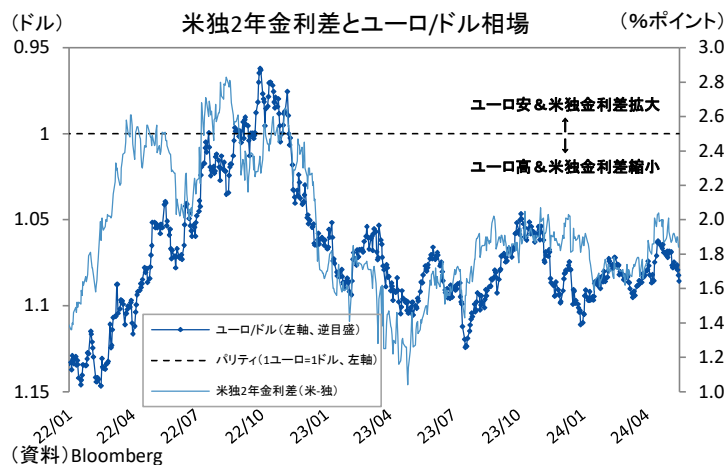


の中立金利が下方シフトする論点になるはずだが、今回はそこまで踏み込んだ発言は見られなかった。

～ユーロ相場について～

インタビューでは為替に関するパートもあり、日本の為替介入(と思しき動き)についても問われてはいた(当然、コメントできないと一蹴されている)。過去の本欄でも論じたように、今後のユーロ相場はFRBに先んじてECBが利下げを行うという事実を受けて押し下げが予想される。この点もインタビューでは問われており、歴史的に両行の政策運営が並行して動いてきたこと、これに従ってユーロ/ドル相場も変動してきた事実が

認められている。象徴的にはドイツと米国の金利差は明らかにユーロ/ドル相場の動きを規定しており(図)、為替見通し上、重要な指針となる。なお、「弱いユーロが物価や実体経済に与える影響」についても問われているが、これに対しては世界中で二次的波及効果(second-round effects)が顕現化しており、「依然としてユーロ圏でもサービス物価の押し上げがインフレの3分の2を支えている」といった現状を紹介することで返している。明言こそしていないが、「ユーロ安→一般物価上昇→賃金上昇」という経路があるという話を含んでいるように読めた。当面の状況について言えば、欧米金利差の拡大がユーロ/ドル相場を押し下げ、これがユーロ圏消費者物価指数(HICP)を底上げするような展開がECBウォッチの上で争点になってくる可能性は高いだろう。



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
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分) 円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない?～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分) 週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか?～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキープレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
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、持つべきイメージは「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～チャレンジングの真意～)
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