

みずほマーケット・トピック(2024年11月19日)

ECB 政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～

10月 ECB 政策理事会の議事要旨を見ると、短期的には9月スタッフ予測を下回る状況に配慮が示されつつ、予防的なリスク管理の観点から▲25bp の利下げが実施された実情が透ける。ECB の実施するアナリスト調査(SMA)でも25年中にインフレ率がコアベースで安定的に+2%を割り込んでくるとの見通しが示されており、ECB が「次の一手」としての利下げを主張するのは合理的な状況ではあった。もっとも、堅調な雇用・賃金環境への注視も続いており、この失速を確信するには25年前半の数字まで待つ必要があることも併記されている。こうした議論を踏まえる限り、12月会合の利下げは確実視できないようにも感じられるが、現状では利下げを既定路線として▲25bp か▲50bp という幅が争点化している。弱い域内景気を意識して▲25bp の利下げを織り込むことはまだしも、▲50bp まで織り込もうとしている背景には第二次ランプ政権誕生を見越して「追加関税の下押し効果を相殺する利下げが必要」との思惑がある模様。しかし、政権発足前で挙動が分からない段階からそのようなリアクションは過剰過ぎる。

～12月利下げに援軍か?～

11月も下旬に入り、徐々に12月に控えた日米欧の金融政策決定会合に対する見方が注目される時間帯に入っていく。最も早くやってくるのが12月12日のECB 政策理事会だ。この点、先週14日にはECB 政策理事会の議事要旨(10月17日開催分)が公表されているので、プレビューをする

ECB金融アナリスト調査(SMA)による当面の予測値

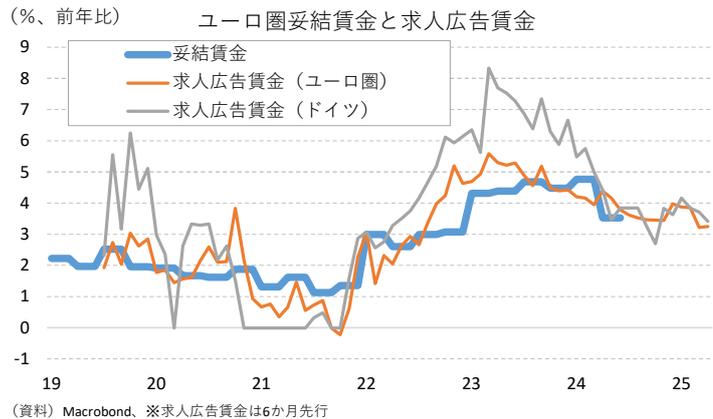
調査時点	実質GDP			HICP (コア)		
	7月	9月	10月	7月	9月	10月
2024年7月	2.8	2.8	2.8	3.0	2.2	1.9
2024年10月	2.7	2.7	2.7	2.6	2.3	2.1
2025年1月	2.6	2.5	2.4	2.5	2.1	2.0
2025年4月	2.4	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9
2025年7月	2.2	2.1	2.1	2.1	1.8	1.9
2025年10月	2.1	2.1	2.0	2.1	1.9	1.8
2026年1月	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8

(資料) ECB

上での現状整理をしておきたい。順当に▲25bp 利下げが決断された会合であり、ラガルド ECB 総裁会見では域内景気の弱さが強調された。公表された議事要旨からも域内経済への懸念が透けており、例えばPMIに象徴される最新のソフトデータに関し「短期的には9月スタッフ予測を下回る状況を示唆している」と明記されている。また、ECB が月次で実施するアナリスト調査(SMA: The ECB Survey of Monetary Analysts (SMA))も、9月見通しからの下方修正が報告されたことについて言及が見られている。図表に示されるように、現状のアナリスト調査においては2025年中にユーロ圏消費者物価指数(HICP)がコアベースで安定的に+2%を割り込んでくるとの見通しが強まっている。ECB が「次の一手」としての利下げを主張するのは合理的な状況は作られつつあった。

～インフレ下振れ(undershooting)はありそうにない～

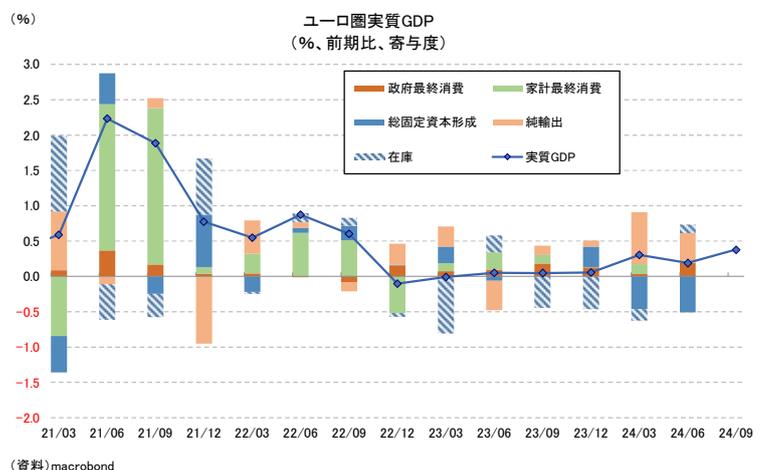
もともと、域内景気の弱含みは夏場以降でにわかには争点化している材料であり、短期筋を中心に利下げ材料としてクローズアップされ過ぎているリスクもある。政策理事会では相変わらず、名目賃金上昇率が域内インフレの主たる関心事項(a key concern)と明記され、注意深く監視する必要性が謳われている。名目賃金の騰勢は明らかにピークアウト感が生じているものの、一時金や労働協約の数字はラグを伴うため、年内に確認できる数字はボラタイルであるとの意見も見られている。実際、HICP におけるサービス価格が高い伸びを維持しているのは事実であり、だからこそ政策理事会が明確な判断に至るためにはさらなる数字が必要との記述も見られている。さらに、その数字は 2025 年前半にならないと分からないとの言及もあった。求人広告から予見される名目賃金動向は妥結賃金が上がらないまでも下がることもないという近未来を示唆している。



こうした名目賃金の動静も踏まえたインフレ全体の先行き評価に関しては、「安定的に 2%目標を割り込むことはありそうにない。それは地政学的リスクや気候変動リスクが供給ショックに繋がっているという構造的なインフレ基調があるためである」とも明記されている。「scenario of undershooting」については現時点で考える必要がないことが繰り返し説かれている。

～政策金利の軌道は・・・～

10月会合をプレビューした本欄において筆者は12月会合までのインターバルが通常よりも長く、米大統領選挙も挟むため「10月17日会合で利下げを見送ることの『ツケ』は非常に大きく、12月会合では▲50bpという可能性も浮上する」と考えた上で、そうした非連続的な政策運営を嫌うラガルド体制では10月時点で▲25bpの予防的な利下げが行われる可能性を予想した。今回の議事要旨からはそのような趣旨が実際に確認できる。数名のメンバー(a few members)からは「より多くの情報を収集し、中期的なインフレ見通しについて包括的な評価が得られる12月まで待つことが望ましい」との見方が提示されているが、そうしたメンバーも 10月利下げは「予防的なリスク管理(the precautionary risk management)」の観点から同意が得られたと記述されている。結果的に、▲25bp利下げは全会一致であった。



議事要旨から確認できる10月政策理事会の議論を踏まえる限り、年内最後となる12月12日会合の利下げは確実視できないようにも感じられる。しか

し、現状の金融市場では利下げは既定路線として▲25bp か▲50bp という幅が争点化している。10月利下げ観測を高める契機となった PMI に関し、11月速報値は本稿執筆時点ではまだ公表されていないが(11月22日公表予定)、7~9月期GDPは前期比+0.4%と堅調な結果に着地している。また、10月末公表の10月HICPも+2%台に復帰している。弱い域内景気を意識して▲25bpの利下げを織り込むことはまだしも、▲50bp まで織り込もうとしているのは若干解せない情勢と言えるが、これはひとえに第二次トランプ政権誕生を見越した上で「追加関税の下押し効果を相殺する利下げが必要」との思惑が影響しているようだ。一応の筋は通っているものの、政権発足前で挙動が分からない段階からそのようなリアクションは過剰過ぎるし、そもそも対外的な説明は構築しづらいだろう。現状では賃金・物価情勢が著しく悪化しているとは言えない中、▲50bp の織り込みは性急過ぎるように感じている。また、次回政策理事会までに確認すべき指標が多いため、プレビューの機会は別途設けるが、現時点では▲25bp 利下げをメインシナリオとしたい。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」 vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイメージな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分) 不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される翻代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分) 週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分) ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていないかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「資金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分) 週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分) 週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見直し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)