

みずほマーケット・トピック(2025年1月23日)

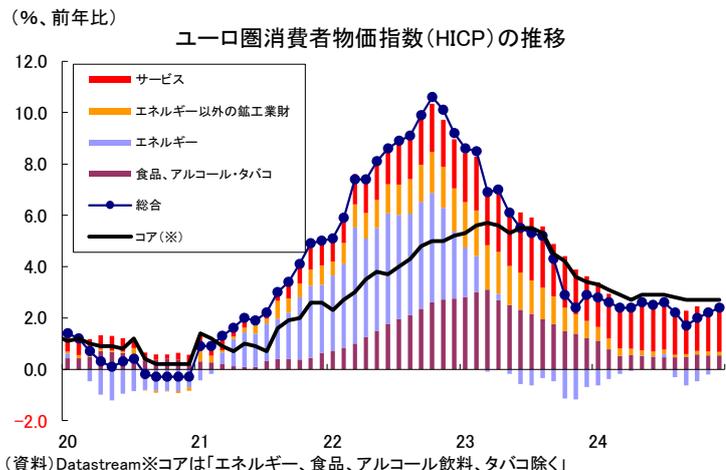
ユーロ安の影響に言及したラガルド ECB 総裁

来週 30 日の ECB 政策理事会では政策金利の変更(▲25bp の利下げ)が予想されている。この点、昨日はダボス会議におけるラガルド ECB 総裁を含めた ECB 高官の言動が複数報じられているので整理しておきたい。ラガルド総裁は政策金利について「方向性は非常に明確」と利下げ局面の持続を認め、「今後のペースはデータ次第だが、現段階で想定されるのは穏やかな動きだ」と発言。25 年を通じて ECB の利下げが持続するという点に同調しつつ、そのペースについては留保した格好。ラガルド総裁はその理由として「例えば注目は為替レートで何らかの結果をもたらす及ぼす可能性がある」と述べている。これは「利下げ→ユーロ安→輸入物価上昇→域内インフレ押し上げ」という経路への懸念が示されたものと考えられる。域内インフレ率が高止まりする中、通貨安経由でインフレを輸入する余裕はないという基本認識が透ける。現在、ECB と日銀は通貨安に政策運営を拘束されているという意味で酷似する。しかし、年 4 回の利下げは今のユーロ圏にとって十分なのか。さらなる織り込みはパリティ割れの常態化を招きかねない

～ECB 利下げを阻む通貨安懸念～

為替市場の関心は明日の日銀金融政策決定会合における利上げ有無に集中しているが、来週 30 日には ECB 政策理事会も開催され、ここでも政策金利の変更(▲25bp の利下げ)が予想されている。この点、昨日は世界経済フォーラム年次総会(ダボス会議)におけるラガルド ECB 総裁を含めた ECB 高官の言動が複数報じられているので整理しておきたい。ラガルド総裁は政策金利について「方向性は非常に明確」と利下げ局面の持続を認め、「今後のペースはデータ次第だが、現段階で想定されるのは穏やかな動きだ」と CNBC に対するインタビューで語っている。2025 年を通じて ECB の利下げが持続するという点に同調しつつ、そのペースについては留保した格好である。

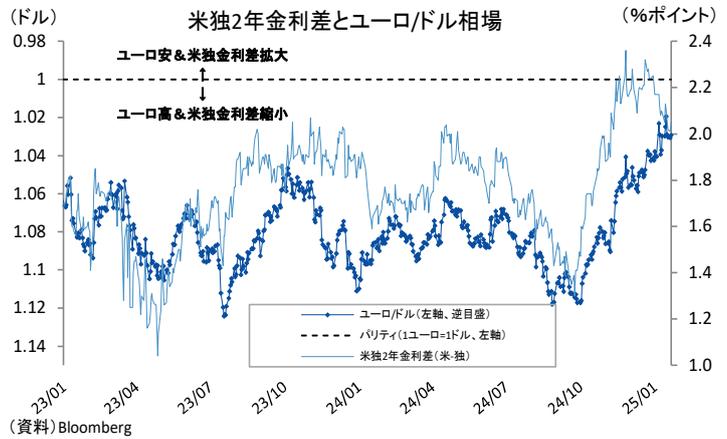
現状、金融市場では年 4 回の利下げが織り込まれているが、ドイツの 2 年連続マイナス成長などが注目される中、「それで十分なのか」という懸念は燻る。この点、実体経済の弱さを理由とした大幅利下げの可能性を問われたラガルド総裁はその可能性を否定した上で、その理由として「例えば注目は為替レートで何らかの結果をもたらす及ぼす可能性がある」と述べている。これは具体的には「利下げ→ユーロ安→輸入物価上昇→域内インフレ押し上げ」という経路への懸念が示されたものと考えられる。



事実、域内のインフレ率は一進一退を繰り返しており、特にサービス価格については依然高止まり

している。ここから通貨安経由でインフレを輸入する余裕はないというのがラガルド総裁の認識と見受けられる。過去の本欄でも議論したが、現在、ECB と日銀は通貨安に政策運営を拘束されているという意味で酷似する。 ECB は通貨安を恐れて利下げを躊躇する一方、日銀は通貨安を恐れて利上げを催促される状況にある。共に機動的な金利調整が阻害される状況と言える。

年 4 回という利下げはユーロ圏にとってどの程度の緩和状況を意味するのか。ECB の中立金利に関し、ラガルド総裁は「1.75%～2.25%」のどこかにあると述べているが、これは過去の ECB によるスタフ分析で試算された「1.75%～2.50%」とほぼ近似する。年 4 回(▲25bp×4 回)の利下げが実現した場合、2025 年 12 月末時点の預金ファンリシティ金利は 2.00%程度まで下がることになる。つまり、ドイツを



筆頭として域内経済の著しい失速が認められているにもかかわらず、明確に中立金利を割り込むような織り込みには至っていない。この背景は 1 つではないが、やはりラガルド総裁が示唆したように対米金利差に反応するユーロ/ドル相場の下値リスクを考えれば、安易な利下げは通貨安経由のインフレ輸入を招来しかねないという懸念があるからではないか。4 回利下げを織り込んだ状態で 1.00～1.05 を主戦場とする取引になっているとすれば、それ以上の織り込みにしたがってパリティ割れが常態化する可能性も視野に入る。現在織り込まれている 4 回分(1 月、3 月、6 月、12 月)の利下げは上半期に集中しており、市場期待との齟齬が生じるとすれば下半期に関してである。

～欧米金利差拡大は夏前まで～

ECB と FRB の政策金利に関し、その織り込みを比較しておきたい。右図に示されるように今年 6 月まで顕著に格差は広がっており、その後は横ばいである。現状、1.02～1.03 の安値圏で推移する足許のユーロ/ドル相場はここまでの展開を織り込んだ数字だということになる。この点は最近の ECB 高官発言とも整合的であり、例えば 1 月 22 日、クノット・オランダ中銀総裁はブルームバーグ TV に対し「私は今後 2 回(1 月・3 月)の会



合に関する市場の予想にかなり満足している」と述べた上で、それ以降についてのコメントを避け、「刺激的なモードに進む必要があるとは、まだ確信していない」と述べている。タカ派寄りのクノット総裁からすれば、4 月以降の利下げすら同意しかねるという状況である。類似のコメントはストゥルナラス・ギリシャ中銀総裁からも見られている、同総裁は 2%までの利下げに言及していた。

これら高官発言が「域内景気の弱さはそこまで深刻視すべきではない」と考えているからなのか、「利下げによるユーロ安がインフレ輸入を促してしまう」と考えているからなのか、定かではない。しかし、盟主ドイツが2年連続でマイナス成長に陥る状況を中立金利水準で乗り切れるのか。生半可な金利据え置きによって物価も思うほど下がらず、ユーロ安もさほど解消されないという「不況下の物価高(スタグフレーション)」に似た症状に陥ることはないのか。いずれにせよドルー強状態が強まる中、通貨安に葛藤を覚える先進国中銀は日銀だけではない。

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.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
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見直しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
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～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	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「仮面の黒字圏」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～最もイージーな一手～
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～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～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～)
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」～
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～