

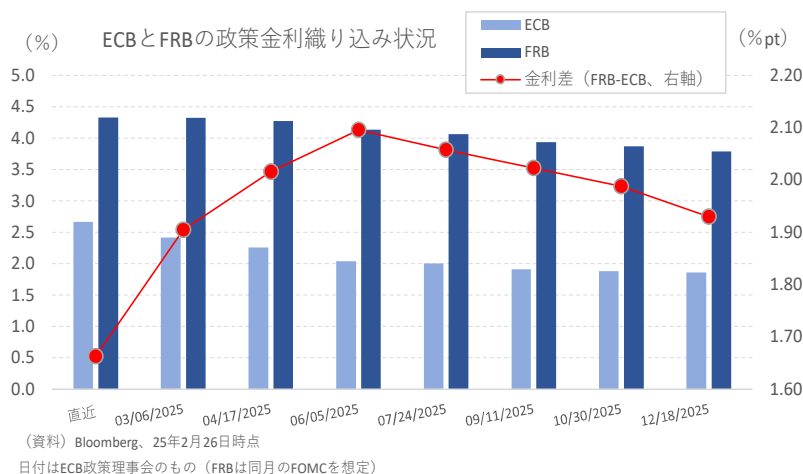
みずほマーケット・トピック(2025 年 2 月 27 日)

欧米デカップリングに対する ECB の見解

欧米景気格差が FRB と ECB の金融政策格差、ひいては欧米金利差の拡大につながるの見通しは根強い。本欄でもその見通しを基本としてユーロ/ドル相場がパリティ割れに至るとのメインシナリオを堅持している。こうした見方は金融市場で珍しいものではない。この点、ECB は「米国とユーロ圏の金融政策がデカップリングされると何が起こるのか」と題したコラムを公表。その中で ECB は「米国の政策金利の動きを単に模倣(Simply mimicking)することで短期的なインフレ率の変動などへの波及効果を回避できるかもしれない」と利下げ回避の可能性を示唆した上で、「中期的には米国からの引き締め効果が波及してくるため、(利下げ回避が)より域内への下押し圧力として作用する恐れがある」との旨も強調。つまり、比較的堅調な米国経済に合わせ、ユーロ安回避を目的として高金利で付き合っても、いずれ米金利上昇の圧力も域内に波及するため、域内経済は一段と引き締め圧力に苦しむことになるというのが ECB の本音と見受けられる。通貨安を恐れて利下げできないという市場期待に対し一石を投じた格好に。

～FRB と ECB のデカップリング～

米国経済についてスタグフレーション懸念が強まる中、FRB の利下げに対する期待は 2 回前後で方向感が定まらない状況にある。少なくとも大幅な利下げが連続的に求められるようにはなっていない。現時点で FRB に関しては 9 月までに約 1.6 回の利下げ、12 月までに約 2.2 回の利下げを織り込む状況にある。米経済への懸念が強まっているとはいえ、大幅な利下げに舵が



切られるとの期待は決して大きいものではない。片や、ECB は 9 月までに約 3 回の利下げ、12 月まで見込んでも約 3.2 回の利下げを織り込む状況になる。年後半へ向かうにしたがって欧米金利差は縮小傾向が見込まれるものの、やはり彼我の差は相応に残る状況が予見されている。

この点、2 月 5 日に ECB がブログという形で公表した「What happens when US and euro area monetary policy decouple? (米国とユーロ圏の金融政策がデカップリングされると何が起こるのか)」とのコラムが注目される。昨年来、本欄では欧米景気格差が欧米金融政策格差に直結し、まとまった幅のユーロ安を招くことで域内にインフレが輸入される展開を議論してきた。その展開を忌避したい ECB は本来、実体経済にとって必要とされる積極的な利下げに踏み切ることができず、域内の内需は衰退し、インフレ率も低下、結果的に年後半の利下げが可能になり、対ドルではパリティ割

れに至るといった展開が「中期為替相場見通し」のメインシナリオである。現時点でも筆者はこの見通しを大きく変えてはいない。

～長期的にはデカップリング効果は消失～

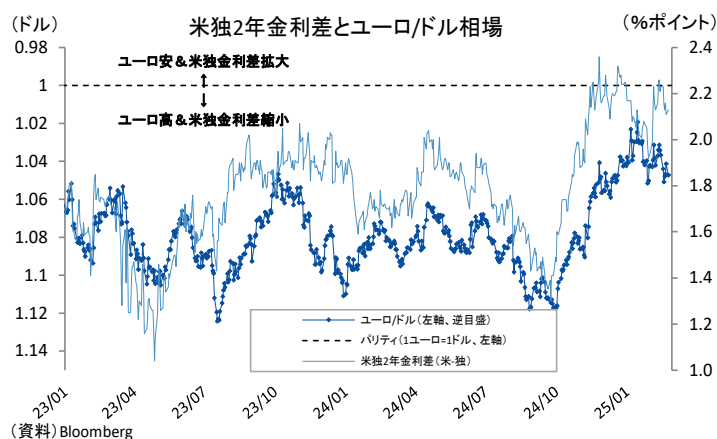
この点、ECB のブログは「米国の金融政策からユーロ圏経済の波及効果は、当初は ECB の金融政策と逆方向に作用するが、後に同じ方向に作用する」と結論めいたことを示す部分から始まっている。これは短い時間軸で見れば、「米国の金融政策が引き締められる（≡米金利が上がる）→ユーロが安くなる→ユーロ圏のインフレが上がる」といった展開が予想されることを指している。最初と最後だけを見れば、米国の利上げがユーロ圏のインフレを押し上げるという意味で「当初は逆方向に作用する」というわけだ。また、ユーロ安によって域内から域外への輸出も拡大するため、この点からも米国の利上げがユーロ圏経済を押し上げるという意味で「当初は逆方向に作用する」という指摘が成り立つ。ブログでは計量分析を用いてその時間軸にも言及があり、米国の利上げは「平均 3 か月間にわたって（ユーロ安経由で）ユーロ圏のインフレ率を押し上げる」と分析されている。ECB ウォッチに際し、参考になるだろう。

だが、長い時間軸で見れば、「米国の利上げによる短期的な域内へのインフレ効果は、より広範なデフレーション圧力によって相殺される」とブログは述べる。米金利上昇は国際金融市場を介してユーロ圏に当然波及するはずであり、結果として域内の消費・投資活動も抑制されるという意図である。当然、引き締めを行った米国経済の内需も抑制されるため、ユーロ圏から米国への輸出もいずれ減速に至る。よって、「当初は逆方向に作用する」と評価された米国の金融政策（ここでは利上げ）は中長期的には ECB の利上げと同様、域内需要に対して抑制的な効果を発揮することになる。

～ECB の本音を探ると・・・～

これらの分析は一見して当然のことを主張しているだけに見える。しかし、現状に対して含みのあるメッセージにも感じられる。昨年来、ECB には「FRB との見合いで相対的に高めの金利水準を維持しなければユーロ安経由でインフレが輸入されてしまう」、「だから ECB は軽々に利下げできないのではないか」との思惑が付きまとってきた。冒頭述べた通り、本欄もそのような考えに立っている。過去の本欄でも繰り返し論じているように、欧米金利差

とユーロ/ドル相場は非常に安定した関係がある（図）。このような理解を元に極論を述べれば、「FRB と ECB の政策軌道を合わせることでインフレ率を安定させることが可能になる」という主張に行きつく。「軽々に利下げできない」という本欄のような見通しは、これより穏当な主張だが、似たようなものだろう。しかし、ブログにおいて ECB は「米国の政策金利の動きを単に模倣（Simply mimicking）することで短期的なインフレ率の変動などへの波及効果を回避できるかもしれない」と利



下げ回避の可能性を一部認めた上で、「中期的には米国からの引き締め効果が波及してくるため、(利下げ回避が)より域内への下押し圧力として作用する恐れがある」といった旨も指摘している。

つまり、比較的堅調な米国経済に合わせ、やせ我慢するように高金利で付き合った場合、短期的には欧米金利差縮小を回避することでユーロ安経由のインフレ輸入も回避することができるとしても、中長期的には米金利上昇が域内にも波及するため、域内金利の高止まりと合わせて一段と域内経済は引き締め圧力に苦しむことになるというのが ECB の胸中と見受けられる。端的に言えば、「金融市場は利下げできないと思っているかもしれないが、そのようなことはない(中長期的には利下げしておいた方がよい)」というのが ECB の本音ということだろうか。

しかし、金利市場の織り込みを見る限り、市場は中立金利未満への利下げを期待していない。これが ECB の本音と整合的なのが見通し上は重要になるが、筆者は短期的とはいえ、利下げがユーロ安経由でインフレ圧力になることが見えている以上、ECB はやはり積極的な利下げを温存する可能性が高いと考えている。

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
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
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
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、バリエーション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、円相場見通しポイント整理
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/ドルのバリエーション
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～思い出される潮代論と今後～
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～