

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 4 日)

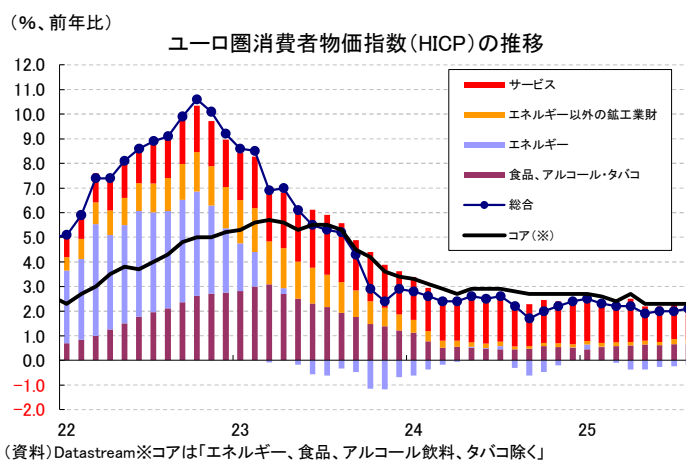
遂に「利上げ再開」の兆しも出始めた ECB

ECB の「次の一手」について気になる雰囲気が出てきている。年初来のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は概ね+2%目標を実現している。不安視された賃金・物価スパイラルも収束に向かっている模様。かかる状況下、利下げ停止に対する期待を定着させるというのが当面の ECB の狙いになる。こうした中、シュナーベル ECB 理事から利上げ再開にまつわる発言も見られており、当面の ECB の政策運営は現状維持を基本とし、経済・金融指標の改善を踏まえつつ、利上げ局面の再開時期を探るという局面に入ったと考えておきたい。なお、「解放の日」以降で拡大していた欧米スプレッド(米国-欧州)はここにきて縮小傾向にあることも留意。前向きに考えた場合、欧州再軍備計画を反映した域内景気の押し上げが期待されているように思えるが、後ろ向きに考えた場合、フランスの政情不安などを契機とした財政リスクの高まりと解釈することも可能。その場合、利下げ停止を超えて財政規律弛緩をけん制する意味での利上げを催促する相場へ変容していく恐れも。シュナーベル発言は 2026 年以降の世界経済を占う上で重要。

～物価目標実現の ECB～

ECB の「次の一手」についてやや気になる雰囲気が出てきている。9 月 2 日に公表されたユーロ圏 8 月消費者物価指数(HICP、速報)は総合ベースで前年比+2.1%(以下全て前年比)と前月の+2.0%からやや加速し、食料・エネルギー・アルコール飲料・タバコ除くコアベースでは+2.3%と前月から横ばいだった。年初来平均で見ると総合ベースは+2.2%、コアベースは+2.5%、3か月平均ではそれぞれ+2.0%と+2.3%であり、今年に入ってからの HICP は概ね+2%目標を実現していると言って差し支えない。

中身を見ても、雇用・賃金情勢と結びつきの強いサービスが+3.1%と依然高めで推移しているものの、6 月の+3.3%、7 月の+3.2%から明らかに鈍化傾向にある。過去の本欄でも確認したように、求人動向から推測される域内妥結賃金は今後も下落が見込まれるため、賃金・物価スパイラルを懸念する状況は収束に向かっていると考えて良さそうである。エネルギーの騰勢が全体感を押し上げるような兆候も見られていないため、外生的にインフレが高まる心配も現状のところはなさそうである。



～遂に示唆された「利上げ再開」～

こうした状況下、ECB 高官の情報発信も必然的に変容しつつある。例えば 9 月 1 日、ラガルド

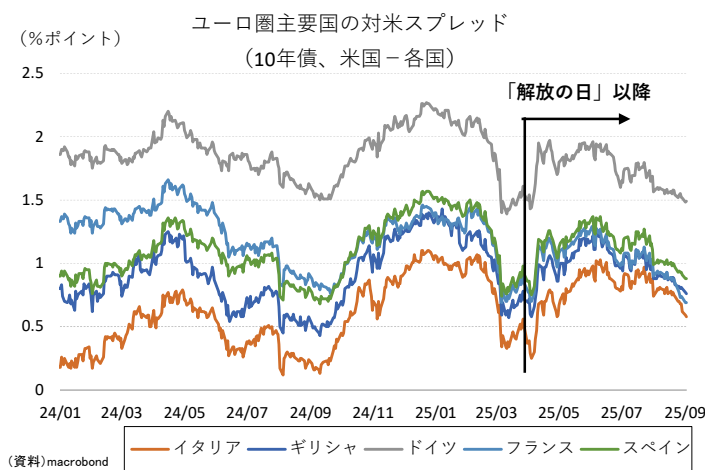
ECB 総裁はラジオでのインタビューにおいて 2% 目標が実現していると明言し、2 日にはロイターとのインタビューにおいてシュナーベル ECB 理事が「金融政策は既にやや緩和的になっている可能性があり、従って現在の状況でこれ以上の利下げを行う理由はない」と利下げ停止に念押ししている。さらにシュナーベル理事は「インフレ期待が下方に乖離(かいり)する可能性は極めて低い」、「世界の中央銀行が再び利上げに踏み切る時期は、多くの人が現在想定しているよりも早まる可能性がある」とも述べ、「次の一手」が利上げである可能性にも言及している。「利上げ再開」を示唆する言動は海外中銀の中では明らかに頭 1 つ抜きん出たものと言える。

なお、1 点留意しておく、ドイツ出身のシュナーベル理事は政策理事会の中では相対的にタカ派寄りだが、現時点では「現状維持が適切」というのが主張の要諦であり、まずは利下げ停止を呼びかけるにとどまっている。今すぐに利上げ転換しろ、という話ではない。タカ派色を前面に押し出し過ぎた結果、政策理事会内に繰り返し亀裂を持ち込み、ブンデスバンク総裁やドイツ出身の理事は任期途中での退任を余儀なくされてきた歴史がある。その反省から選ばれたのが学者として中立的な判断を期待できるシュナーベル理事だった。そのような経緯を踏まえれば、当面、1 人だけ利上げを強弁するような展開は考えにくいはずである。

まず、利下げ停止に対する期待を定着させるというのが ECB の狙いになるだろう。8 月 28 日に公表された ECB 政策理事会議事要旨(7 月 23~24 日開催分)では、インフレの先行きリスクについて大半の委員が「おおむね均衡している」との認識を示したことが明らかにされており、預金ファシリティ金利を 2% で据え置くことが「堅実な対応(a robust approach)」と評価されている。当面の ECB の政策運営は現状維持を基本とし、経済・金融指標の改善を踏まえつつ、利上げ局面の再開時期を探るという局面に入ったと考えられる。これは「何回利下げするか」が当面の争点となりそうな FRB とは大きな違いであり、「ドル離れ」も相まってユーロ相場の下支えに寄与しそうである。

～域内金利上昇の背景～

既報の通り、世界的に債券市場が荒れ始めている。日米欧揃って政治運営に不透明感が漂っており、その上で安易な拡張財政路線への傾倒も懸念されていることが主因と見受けられる。しかし、相対的な話をすれば、「解放の日」以降で拡大していた欧米スプレッド(米国-欧州)はここに来て縮小傾向にある。前向きに考えた場合、欧州再軍備計画などを背景とした国債増発とこれに伴う実体経済押し上げへの期待と解釈できないこともない。そのような理解に立てば、利下げ停止への思惑は一段と強まる。



片や、後ろ向きに考えた場合、フランスの政情不安などを契機とした財政リスクの高まりと解釈することも可能であり、利下げ停止を超えて財政規律弛緩をけん制する意味での利上げを催促する相場へ変容していく恐れもある。第二次トランプ政権の横暴とこれに対抗する EU 政治という構図が

鮮明化する中、暗黙のうちに「米国は悪い金利上昇だが、欧州(≒ユーロ圏)は良い金利上昇」という理解がまかり通っていた雰囲気があるものの、ひとたび政治に綻びが出始めれば欧州の金利上昇にも懐疑的な目線が向けられるはずである。そうなれば ECB の「次の一手」は現状維持のような無難な選択肢ではなく、よりタカ派的な選択肢を要求されても不思議ではない。シュナーベル理事による「世界の中央銀行が再び利上げに踏み切る時期は、多くの人が現在想定しているよりも早まる可能性がある」との発言は 2026 年以降の世界経済を見通すにあたって、重要な示唆を孕んでいるように思える。

国際為替部
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9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか?～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか?～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貰かれなかった「べき」論～優しさの代償は?～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文?～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり?～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる?～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか?
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか?
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か?
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか?
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～