

【ロンドン発！松崎美子のFXマーケットレポート】

2023年3月15日

ECB 金融政策理事会に向けて

今週と来週にかけ、米欧英それぞれの中央銀行金融政策理事会が開催される。一番手は今週木曜日の欧州中銀（以下、ECB）。ご存知のようにアメリカのシリコンバレー銀行（以下、SVB）破綻のニュースを受け、金融市場関係者の間には久しぶりの緊張が走り、皆が皆疑心暗鬼となっている。

そんな中での ECB 会合であるが、マーケットは3月22日の米FOMC予想に時間を費やしており、ECBは「お好きにどうぞ」という雰囲気さえも感じる。

3月16日 ECB 理事会での注意点

今回の会合における注意点を書いてみた。

① 政策金利

SVB 銀行問題が発覚するまでは、3月理事会での50bps利上げは、既成事実化されていた。その理由は、前回2月2日に開催されたECB理事会での声明文に、その旨が明記されていたからに他ならない。

「In view of the underlying inflation pressures, the Governing Council intends to raise interest rates by another 50 basis points at its next monetary policy meeting in March
インフレ上昇圧力を考慮し、ECB理事会は3月の次期会合でも50bpsの利上げを行なうつもりである。」

出典：ECB 声明文

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230202~08a972ac76.en.html>

しかしSVB問題以降、**欧州系銀行の間では、「50bpsは無理かもしれないので、利上げ幅を25bpsにするか、利上げせずに据え置きという選択もあり！」という意見が出てきた。**

今月の利上げ幅を考える上で重要な点は、今まではインフレ上昇が止まらないので、ずっとタカ派の意見が優先されてきた。そこに突如としてSVB銀行問題が発覚したので、ハト派の理事がここぞとばかりに「不安」を盾に粘るつもりであろう。言い換えれば、中央銀行としての責務である「物価安定の維持」を優先すべきか？世界的金融危機にもなりかねない「金融市場の安定」を何より優先するのかわ、利上げ幅を決めるバランスはどちらにも傾く可能性が残る。

ご存知のように ECB の決定は「コンセンサス」である。幸い、ヨーロッパの金融機関は何の影響も受けておらず、これからも受けない可能性が高いはずだ。そうすると、中央銀行としては、自分達の責務である「物価安定の維持」を疎かにする訳にはいかず、後手に廻ることは是が非でも避けたいと考えるのが当然とも言える。故にタカ派は依然として強気で 50bps 利上げを押し通す可能性は高いと私は予想する。

② マクロ経済予想

今月の理事会では、3ヶ月に一度のマクロ経済予想が発表される。

昨年 12 月の前回マクロ経済予想では、2023 年 GDP を +0.5% (青いハイライト) としていた。たぶんこの予想は若干だろうが改善される可能性が高い。

今年のインフレ見通し (ピンクのハイライト) は、下方修正となるだろう。12 月時点と比較するとエネルギー価格が大きく下落しているからだ。問題は 2025 年のインフレ予想 (オレンジのハイライト) かもしれない。この数字が ECB のインフレ目標である 2% を上回っている限り、引き締め継続リスクを意識しなければならない。

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)						
		December 2022				
		2021	2022	2023	2024	2025
Real GDP	GDP 予想	5.2	3.4	0.5	1.9	1.8
Unemployment rate (percentage of labour force)	失業率 予想	7.7	6.7	6.9	6.8	6.6
HICP	インフレ率 予想	2.6	8.4	6.3	3.4	2.3

出典: ECB

https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202212_eurosystemstaff~6c1855c75b.en.html

③ ラガルド総裁記者会見

前回 2 月の理事会でラガルド総裁は 2 つの重要なシグナルを市場に送った。

最初は、インフレ動向。

「ECB としては、**インフレに対する見通しが、より一層バランスの取れたものとなっていると認識している。**」という発言。今までずっと「まだまだインフレの沈静化からは遠く、今後も利上げを継続する」という趣旨の発言であったのが、この時はじめて「バランスが取れた」という表現に変わった。

ただし総裁は、3 月理事会での利上げが「最後ではない」とも繰り返しており、利上げ継続路線も確かにした。たぶんタカ派理事達の強い要望だったのだろう。

2つ目はユーロ加盟各国政府に対する要請。

ラガルド総裁は、過度の財政支援は控えるよう、加盟各国政府に対し異例の要請をしている。ECBとしては、それをやられてしまうと、供給サイドからのインフレがやっとピークを打ったと安心して始めたのに、今度は需要サイドからのインフレが起きてしまうことに危惧を抱いているに違いない。

④ ターミナル・レート

SVB 問題が発覚する直前にパウエル米 FRB 議長の半期に一度の議会証言が行われた。そこで同議長は予想以上にタカ派色を鮮明にしたため、その影響は ECB のターミナルレートにも表われ、3月9日には4.09%まで上昇。しかし SVB 問題以降、急速に下落し、直近の予想は3.4~3.5%と言われている。この点について、ECB の予想はどうなっているのか、楽しみである。

⑤ 議事要旨

3月2日に発表された前回2月のECB理事会議事要旨では、最近の金融環境の引き締め度について言及している。

<https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2023/html/ecb.mg230302~009d06dd5a.en.html>

「The point was made that policy rates were coming closer to a level where caution was needed to ensure that monetary policy was not tightened excessively.

ECB の政策金利は、引き締め過ぎの域に達しないよう細心の注意を払うレベルに近づいてきている。」

私は主要国の中銀総裁が発言をする時、いつも金融環境/情勢をどのように見ているのかに注意を払っている。まだまだ緩和すぎるのか？ニュートラルに近づいてきたのか？引き締めすぎのレベルになってきたのか？それに対する総裁自身の考えを聞き、ここからの政策運営過程を1人で想像するのである。

この議事要旨を読む限り、ECBとしてはそろそろ八合目に近づいてきたという感触を持っているように私は感じた。しかし、タカ派理事の発言を聞く限り、とても八合目という印象は受けないので、この乖離をどう埋めるのかが今後の課題であろう。

理事達の発言

理事会前のブラックアウトピリオドに入る前、SVB 銀行問題が発覚する前の発言である。

3月8日 イタリア中銀ビスコ総裁（ハト派）

ユーロ圏経済を取り巻く環境は、非常に不透明感が高い。そのため、我々は事前に利上げ幅をマーケットに伝えるようなフォワードガイダンスはせずに、会合ごとに話し合いをして決

定すべきである。理事会のメンバーは将来の利上げ幅についてコメントをすることは控えるべきである。

3月6日 レーン主席エコノミスト（ハト派）

3月の理事会で50bpsの利上げとなったとしても、ECBは引き続き利上げを継続することになるだろう。ただし政策金利の引き上げ幅を事前に決めることは、危険な行為だ。

3月6日 オーストリア中銀ホルツマン総裁（最もタカ派）

ユーロ圏のインフレはしつこいため、ECBは今後4回の理事会で50bpsずつ利上げを実施すべきである。

→→→ 私の一言

もしホルツマン総裁が仰る通りに利上げを実施した場合、ECBのターミナルレートは4.50%となります。さすがに4.50%予想はホルツマン総裁以外、ありません。

3月6日 ポルトガル中銀センターノ総裁（ハト派）

利上げ幅を決定する際、インフレ率がECBの予想を下回っていることに留意する必要がある。先日発表された2月のインフレ率は昨年12月時点の予想よりも数ベースポイント低かった。ECBは3月理事会で発表される3ヶ月に一度のマクロ経済予想に細心の注意を払うべき。場合によっては、最新予測は予想対象期間を通じて低くなっている可能性がある。

3月4日 ラガルド総裁（中立？）

3月の理事会で50bps利上げを実施する可能性は、非常に高い。ターミナルレートがどの水準になるかは言えないが、現在のレベルよりは高くなることは確実であろう。3ヶ月に一度のマクロ経済予想では、2023年にユーロ圏がリセッション入りする可能性はないと見ている。

3月1日 ドイツ連銀ナーゲル総裁（かなりタカ派）

ECBは3月以降も大幅な利上げが必要となるかもしれない。インフレと戦うためには、利上げと同時にバランスシートの縮小（QT策）にも力を入れるべきであり、7月からは縮小幅を拡大すべきであろう。

3月1日 フランス中銀ビルロワドガロー総裁（中立/ややハト派）

ECBはターミナルレートの達成を夏までになすべきであり、最悪でも9月までに政策金利のピークを達成すべきであろう。我々の予想では、ユーロ圏のインフレのピークは今年上半期となり、年末までには下落すると考えられる。

まとめ

上述のように、中銀はインフレ・ファイターであり、同時に金融市場の安定を守る番人でもある。タカ派はインフレを、ハト派は安定を求め、意見が飛び交う熱い協議となることは間違いない。

私自身は、今月も ECB 理事会ではタカ派が粘り、50bps 利上げを発表、ユーロが上昇するシナリオを描いている。最悪でも 25bps 利上げとなり、据え置きは予想していない。



ユーロ/ドルについては、当面の目標は直近高値の 1.0800。万が一 木曜日に ECB が 50bps 利上げをしても、「ハト派的な利上げ (Dovish Hike)」となるリスクがあるので、このレベルを超えて上昇するにはまだまだ力不足のように思う。

逆に 25bps 利上げや、ないとは思いますが据え置きが選択されれば、黄色いハイライトで示した 1.05 台が視野に入るだろう。しかしここまで落ちてくれれば、私は 1.0500 割れに損切りを置き、買ってみたいと考えている。

免責事項

- ・この資料は、フィリップ証券株式会社（以下、「フィリップ証券」といいます。）が所定のチェックを行い、お客様向けに公開したものです。
- ・記載の内容は個人の見解に基づくものであり、実際の投資にあたっては、お客様ご自身の責任と判断においてお願いいたします。
- ・この資料に記載する情報は、フィリップ証券が正確且つ信頼しうると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性又は完全性を保証したものではありません。当該情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。この資料に記載する内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。

・この資料を入手された方は、フィリップ証券の事前の同意なく、全体または一部を複製したり、他に配布したりしないようお願いいたします。

・フィリップ証券とレポート執筆者との契約に基づき、有料にて当該レポートを作成しフィリップ証券のお客様向けにのみ公開しております。

・フィリップ証券とレポート執筆者との間に利益相反関係はございません。

本レポートに関する連絡先:marketing@phillip.co.jp

フィリップ証券株式会社

東京都中央区日本橋兜町4番2号 第一種/第二種金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第128号

加入協会：日本証券取引業協会/一般社団法人 金融先物取引業協会/商品先物取引協会/一般社団法人日本STO協会（正会員）