

みずほマーケット・トピック(2014 年 2 月 26 日)

欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～

欧州委員会冬季経済予測は、実質 GDP 成長率見通しを引き上げた一方、消費者物価指数(HICP)見通しは大幅に引き下げており、過去 3 か月の物価下押しが想定以上の大きさだったことが窺い知れる。やはり焦点は物価動向であり、報告書内では最近のデスインフレ傾向のドライバー及びそれが一時的なものか、それともより持続的なものかをテーマに分析が披露されている。結論から言えば、最近のデスインフレ傾向は一時的要因や景気循環的要因のみならず、構造的要因も効いていることが指摘されているが、それでも日本のようなデフレ状況に陥るリスクは低いとの結論。なお、最近になって期待インフレ率が果たす役割が増しているとの分析が見られているが、日本の例を踏まえれば、それは安心材料にならない、との指摘は非常に重要。

～特筆されるべきはデスインフレ圧力の強まり～

昨日は欧州委員会より冬季経済予測が公表されている。2014 年/2015 年に関し、実質 GDP 成長率は 1.2%/1.8%と加速の見込みとなっており、昨年 11 月の秋季予測(1.1%/1.7%)から若干の上方修正となっている。しかし、消費者物価指数(HICP)についてはそれぞれ 1.0%/1.3%となっており、秋季予測(1.5%/1.4%)からは大幅に下方修正されており、過去 3 か月の物価下押しが欧州委員会の想定以上の大きさだったことが窺い知れる。経済見通しの部分に関しては「Recovery gaining ground」の副題が示すように、過去 2 年のマイナス成長から漸く脱却するとのトーンが押し出されている。この点、「A slow recovery has set in」との副題を打っていた秋季経済予測から殆ど変化が無い。やはり特筆されるべきはデスインフレ圧力の強まりだろう。

～3つの要因で読み解くユーロ圏のデスインフレ傾向～

デスインフレ圧力の強まりに関しては、BOX 欄で「Analysing current disinflationary trends in the euro area」と題し、フォーカスされている。最近のデスインフレ傾向のドライバー及びそれが一時的なものか、それともより持続的なものかをテーマに分析が披露されている。結論から言えば、最近のデスインフレ傾向は一時的要因や景気循環的要因のみならず、構造的要因も効いていることが指摘されているが、それでも日本のようなデフレ状況に陥るリスクは低いと結ばれている。しかしながら、一時的要因・景気循環的要因・構造的要因がそれぞれどの程度の寄与度を以て立ち回っていたかどうかは示されておらず、攻め手に欠く分析であるようにも思われた。

まず、一時的な要因とは何か。これは間接税の引き上げの反動や過去の商品価格上昇の反動などが指摘されており、今後は剥落が見込まれる要因である。また、2013 年に実施された間接税引き上げの影響が思ったほど反映されなかったことも、HICP 下振れの一時的要因として言及されている。なお、税変化の影響を除去した 2013 年の HICP は実績である 1.4%から 1.0%へ下方修正されるとあり、既に地力としては通年で 1%割れが目前に迫っていたことになる。

～景気循環的要因:ULCによる下押し圧力は当面続く～

次に景気循環に伴う物価の下押し圧力だが、これは単位労働コスト(ULC:Unit Labor Cost、名目雇用者報酬÷実質 GDP)の動きで殆ど説明がつく、としている。景気回復初期はコスト削減が優先し、少ない労働投入で生産(付加価値、実質 GDP)を維持しようとするため労働生産性(実質 GDP÷雇用者数)が上昇し、1人当たり雇用者報酬(名目雇用者報酬÷雇用者数)も下落する。このフェイズが続く限りにおいて、景気循環的要因に基づく物価下押し圧力は残存する。分析によれば、現状のユーロ圏ではまだ労働生産性の上昇余地があるため、当面はこの初期症状が続く可能性が高い。その後、景気がさらに回復してくれば、企業は雇用を増やすことになり、雇用者報酬も上向きになる中で労働生産性の上昇は抑制され始める。この結果、ULCは上昇し、景気循環的な物価下押し圧力は後退する。今後順当に景気が回復していくと仮定すれば、この景気循環的要因も広い意味で一時的要因に過ぎず、ユーロ圏のデフレリスクにとってはあくまで一過性の話である。

～構造的要因:需給ギャップと期待インフレの影響力が高まる～

なお、そうした一時的要因のほかにも、周縁国における構造改革が物価下落の影響度を大きくしているとの指摘もある。例えば、賃金調整過程が硬直的であった南欧諸国においては、国際支援を受け入れる過程で労働市場改革を強いられ、過去に比べれば価格ないし賃金が柔軟に調整することが可能になったという面もある。しかし、報告書の注釈部分ではこうした構造改革が価格・賃金に与える影響について明確な結論を与えるのは時期尚早とのヘッジクローズも打たれており、この辺りの議論は曖昧な印象は拭えない(該当するグラフや定量データもない)。

むしろ、構造的要因として力点が置かれているのは需給ギャップの縮小が物価に与える影響である。2013年のIMF春季世界経済見通しで話題となった『吠えなかった犬の推理:インフレは口輪をはめられたのか、それともただ眠っているだけなのか』などでも言及されたように、インフレ率と需給ギャップの関係(フィリップス曲線)は危機以前の世界では不安定化(フラット化)していた。だが、需給ギャップが深く、持続的なものであれば、インフレ率の需給ギャップに対する感応度は高まり易いことを報告書は指摘している。雑駁に言えば、景気回復に応じた物価上昇が起き易い現状が指摘されている。これは強いショックを受けた経済においては、上述したような構造改革が強いられ、価格・賃金が柔軟に調整し易くなっていることなどが影響している可能性がある。

具体的に、報告書ではこうした結論に関し、ユーロ圏インフレ率(HICP)を被説明変数、原油価格(為替調整済み)、需給ギャップ(欧州委員会の生産関数より導出)、過去のインフレ率、期待インフレ率(インフレスワップから導出)を説明変数とした推計から得ている。特に直近2年については需給ギャップの動きに対するHICPの感応度は特に周縁国を中心に高まったとされているが、これは構造改革の成果と考えられる。

なお、需給ギャップ以外では期待インフレ率の影響力も強まっているとの指摘もあった。この点、特にインフレスワップから導かれる5年先5年物ブレイク・イーブン・フォワードレートが安定していることなどからインフレ期待がアンカーされ、インフレ率も安定するといったようなECB的なロジックが窺えたが、「日本の経験からすれば、長期のインフレ期待が将来のインフレ動向に関して必ずしも全幅の信頼を与えてくれるわけではない」とも述べられている。具体的には「長期間のマイナスないし超低水準のインフレ率にも拘わらず、日本では6～10年先の長期インフレ期待が1990年代前半

に緩やかにしか落ち込まず、過去 20 年間はプラス圏にあった」と指摘されており、これは本欄 2014 年 2 月 14 日号『ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～』でも示した論点である。日本の期待インフレ率がユーロ圏のそれに比べて極端にデフレを示唆していたという事実は無い。確かに、振れという面では日本の期待インフレは大きかったのかもしれないが、それは「2%」という物価目標を長らく掲げている ECB と最近それを導入した日銀との差とも考えられる。いずれにしても、期待インフレの安定を理由に「ユーロ圏の物価は安定している」というのはやや危うい論理展開であり、この論点に関しては、ECB よりも欧州委員会の方が客観的な分析を与えているように感じた。

～本当に重要なことはHICPの符号ではない～

結論的には、「少なくとも予測期間中は、低成長も反映して、しばらく低いインフレ率が続く」としているものの、「ユーロ圏全体にデフレが広がり、自己実現的に物価が下がっていくようなことは、見通しの前提に対し強いショックが必要である」としてデフレ化のリスクを否定している。だが、「たとえデフレにならなかったとしても、ECB のターゲットである 2%を持続的に割り込むことは加盟国にとってリスクが無いとは言えない」といった指摘もされており、これが極めて重要な指摘である。ユーロ圏の日本化やユーロの円化という主張に対しては、「そうは言ってもユーロ圏の HICP はまだプラス領域であり、マイナスになりそうもない」といった趣旨の反論を頂くことがあるが、本当に大事なことは HICP がプラスか、マイナスか、という符号の問題ではない。物価が上がらない経済状況においては、実質ベースで政府ないし民間の債務への負担感が高まり続けるし、実質金利も思うように下がらない。それは長らくマイナス成長に塩漬けされて立ち上がろうとしているユーロ圏経済にとって重い足枷になり得るだろう(日本がそうだったように)。また、ユーロの円化を考える上では、あくまで「諸外国と比べてユーロ圏のインフレ率が相対的に高いか、低いかが問題なのであり、例えば米国よりもユーロ圏のインフレ率が低い状態が続けば、ユーロの円化シナリオは続き得るはずである。

なお、BOX 欄には他に「The cyclical component of current-account balances」と銘打ち、黒字化傾向が強まっているユーロ圏経常収支について基調的な分析を試みている。結論から言えば、最近の黒字化傾向は一時的なものではなく恒常的な性質を備え、周縁国は危機以前のような赤字には戻らないとされており、ユーロ圏の日本化を分析する上で重要な材料と考えられる。

以 上

国際為替部
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。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出目は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見えるユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか?
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か?
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか?～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～