

みずほマーケット・トピック(2014 年 6 月 4 日)

ユーロ圏 5 月消費者物価指数(HICP)などについて

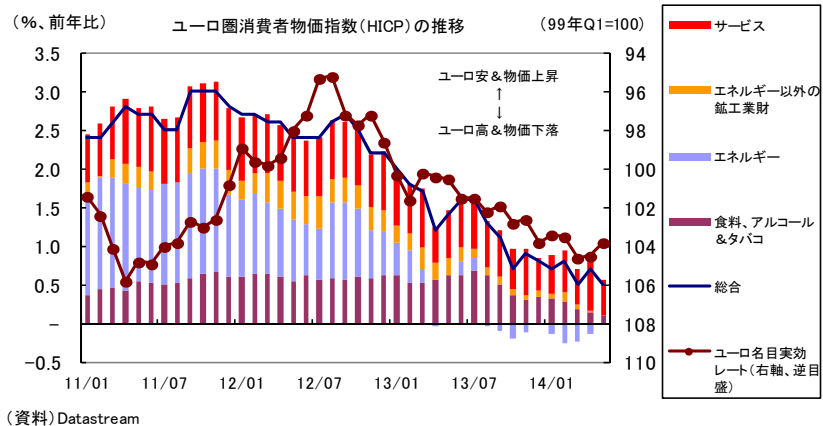
ユーロ圏 5 月消費者物価指数(HICP)は前年比 0.5%上昇となり、季節要因による一時的な伸び悩みと言われた今年 3 月と同じ伸び幅に。足許のユーロ圏の物価停滞はあくまでエネルギー要因と言われることが多いが、前年比変化率に関し、エネルギーは 2 月▲2.3%、3 月▲2.1%、4 月▲1.2%そして 5 月は横這いであり、むしろ物価下落要因としての存在感は徐々に小さくなっている。やはり、過去 1 年に亘る物価停滞の背景には経済全体のスラック(弛み)があると考えるのが自然であり、単なる市況要因と整理するのは危険。また、域内全体への影響を考えると、最近になってドイツの消費者物価指数(CPI)まで沈んできていることは要注目。ドイツのデスインフレ傾向は世界経済に様々な歪(ひずみ)をもたらすリスクイベントと考えられる。

～金利調節は市場の眼中になし～

昨日の為替相場は小動きとなったが、ユーロの上昇が目立った。後述するようにユーロ圏 5 月消費者物価指数(HICP)が前年比 0.5%上昇と市場予想の中心(同 0.6%上昇)を下回ったが、結局ユーロ/ドルは一時 1.3648 と週高値まで買われている。主要リファイナンス金利の引き下げ(0.10% or 0.15%)と預金ファシリティ金利へのマイナス金利適用(▲0.05% or ▲0.10%)はもはや市場にとって既定路線の模様であり、弱い HICP は「事実で買い」を促すきっかけになっている。金利調節の可能性はもはや市場の眼中になく、信用緩和の有無や 7 月以降の緩和示唆に注目が移っていると考えて良いだろう。本欄 6 月 2 日号『ECB 理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～』でも述べたように、本欄では幾つかの理由からマイナス金利の予想には消極的であり、仮に採用されたとしてもそれが「持続可能な緩和策」だとは現時点で考えていない。

～市況要因とは限らない物価停滞～

ユーロ圏 5 月 HICP の前年比 0.5%上昇は今年 3 月と同じ伸び幅だが、3 月に関してはあくまで今年のイースター休暇が 4 月にずれ込んだことによる季節的要因との整理だった。今年 3 月を除けば 0.5%の伸びはリーマンショック直後の 2009 年 10 月以来(同▲0.1%)の低い伸びとなる。なお、ドラギ ECB 総裁が再三指摘するように、足許のユーロ圏の物価停滞はあくまでエネルギー要因と言われることが多い。

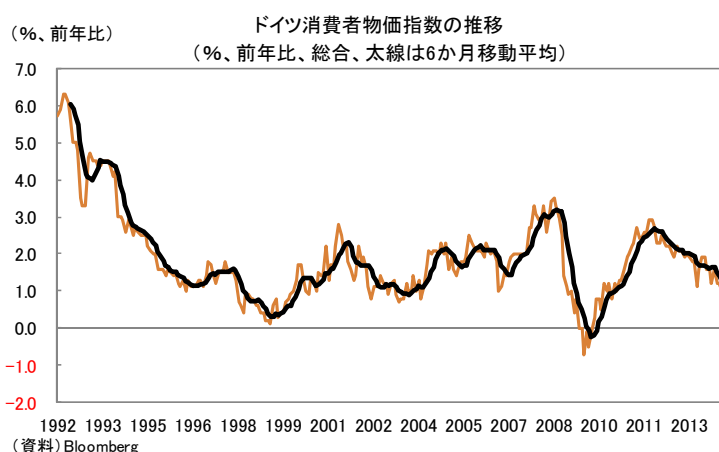


だが、エネルギー・食糧除くコアベースで見ても、5月 HICP は同 0.7% 上昇と過去最低を記録しており、むしろサービス価格や鉱工業財による物価押し下げが顕著になってきていることに着目すべきだろう。項目別に詳しく見ると、前年比変化率に関し、エネルギーは2月▲2.3%、3月▲2.1%、4月▲1.2%そして5月は横這いとなっており、むしろ物価下落要因としての存在感は徐々に小さくなっている。一方、食糧・アルコール・タバコが同 0.7% 上昇から同 0.1% 上昇へ、サービスも同 1.6% 上昇から同 1.1% 上昇へと落ち込んでいる。

もちろん、4月から5月にかけて伸び幅が縮んだ背景には4月のイースター休暇により押し上げられていた部分が剥落したという事実があるだろうが、そもそも4月時点の HICP が市場予想を下回っていたという事実があるし、前頁図にも示されるように、たとえば鉱工業財の寄与度などは過去半年程度で目に見えて縮小している。やはり、過去1年に亘る物価停滞の背景には経済全体のスラック（弛み）があると考えるのが自然であり、物価下落を単にユーロ高やエネルギーや食糧などの市況要因として整理するのは危険だろう。

～ドイツのデysinフレは世界経済のリスクイベント～

なお、2日(月)に公表されたドイツ5月消費者物価指数(CPI)も同0.6%上昇と2010年2月以来の低い伸びに止まっている。これもイースター要因と無関係ではないだろうが、図示されるように趨勢(6か月平均)は明らかに下向きである。ドイツのこうした動きには、今後のユーロ圏全体の動きを規定してくる可能性があるという意味で注目したい。というのも、域内でドイツと伍する必要がある他の加盟国は必然的に「ドイツ以下のコスト」を追求するようになることが予想され、結果として域内全体の物価は押し下げられかねないという事情が想像される。

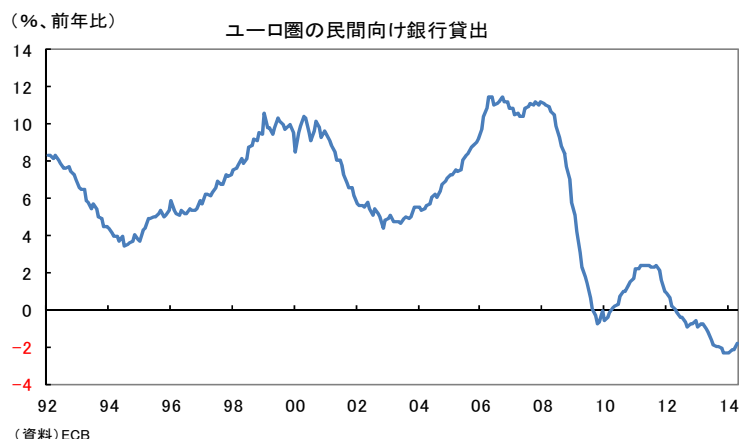


また、事は域内全体に限らず、ドイツ CPI の停滞は世界経済の不均衡を拡大する恐れがある。過去の本欄でも述べたように、ユーロ/ドルが如何に上昇したとしても、共通通貨という特性を踏まえれば、それがドイツのファンダメンタルズに見合った水準まで高くなる道理は無い。つまり、対外的なコストを決する為替レートはドイツにとって「永遠に割安かもしれない」¹という特殊な状況が元々存在する。このうえ、さらに対内的なコストを表す CPI までもが低下してくるとなると、ただでさえ強いドイツ輸出企業のコスト環境は文字通り「最強」になってしまう可能性がある。ドイツのデysinフレ傾向は世界経済に様々な歪(ひずみ)をもたらすリスクイベントであり、これを是正する最も手っ取り早い手段がドイツによる財政出動であることは本欄でも繰り返し述べてきた通りである。

¹ また、ユーロがドイツにとって永遠の割安通貨となり欧米貿易摩擦に至るシナリオに関しては日経ヴェリタス 2014 年 6 月 1 日号『プロが解説：ECB の次の一手とユーロ相場 (下)』やロイター外国為替フォーラム『ユーロ圏の日本化が招く欧米貿易摩擦』などをご参照下さい。

～信用緩和はいずれ導入と思われるが・・・～

なお、物価以外では先週 28 日(水)に公表されたユーロ圏 4 月マネーサプライ(M3)が前年比 0.8%増で市場予想(同 1.1%増)を下回り、併せて公表されたユーロ圏民間向け貸出も同▲1.8%と 24 か月連続で前年実績を割り込むということがあった。一部、明日の ECB 理事会で中小企業向けの貸出促進を企図した信用緩和策が決定されるとの観測があるのは、こうした金融面での停滞状況を勘案してのこと



とである。2015 年 2 月には 36 か月物長期流動性供給(LTRO)の満期が到来し、5 月時点で 4000 億ユーロ以上の未返済残高が存在する以上、少なくともこれに耐え得る資本状況を ECB は作り出したいことが予想され、遅かれ早かれ信用緩和の決定は予想される。だが、「流動性を供給すれば貸出が出るはず」ないし「貸出に使用しなければ流動性は供給しない」といった発想は日本の経験からすれば「まだまだ青い」との印象を抱かざるを得ない。

以 上

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。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～春は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
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～
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	円安と株高の出自は違う～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	「アスメンなき政策理事会」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～