

みずほマーケット・トピック(2014 年 7 月 2 日)

フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化

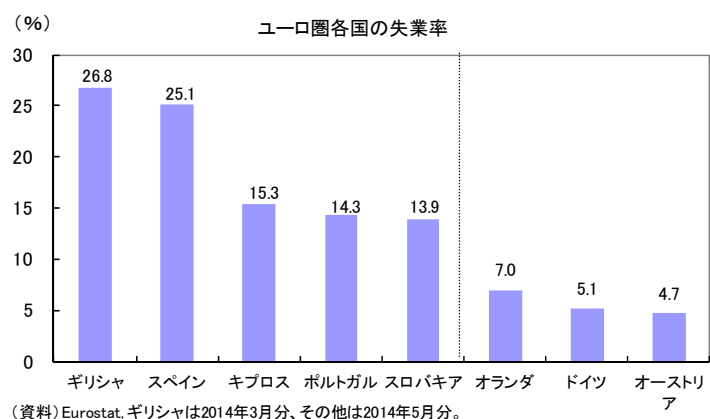
ユーロ圏 5 月失業率は、ユーロ圏 18 か国に関し、11.6%と依然歴史的な高水準となった。国別に見ても、未だユーロ圏 18 か国中 10 か国が二ケタ台にとどまっており、25 歳未満の若年失業率に関して言えば、目を疑うような水準が続いている。今年 3 月の ECB 理事会以降、ドラギ総裁は経済におけるスラック(弛み)の存在を強調するようになっているが、昨年来の域内のデスインフレ傾向の主因が単なるユーロ高を背景とする輸入物価下落ではなく、スラックにありそうなことは殆ど疑いようがない。ユーロ圏のフィリップス曲線は金融危機前に比べ大きく右方シフトしており、今後、日本のようなフラット化が起きる可能性も完全に否定されるものではないだろう。

～日銀緩和観測は無理筋～

昨日の為替相場は円相場が各通貨に対して下落する展開。日銀短観(6 月調査)における企業の景況感悪化が追加緩和観測を促した模様だが、材料不足の中での無理筋な理屈づけに過ぎないだろう。消費増税後の景況感悪化や夏から秋にかけてのインフレ率減速は展望レポートの想定通りであり、既存シナリオ変更の事由には当たらない。むしろ注視すべきはいよいよ17000ドル台が見えてきたNYダウ平均に象徴される米株の騰勢であり、果たしてこれが正当化され得るものなのかは議論があっても良いだろう。あくまで緩和路線の継続を当て込んだ動きだとすれば、tapering が収束を迎える秋にかけて米株が試練の時間帯を迎える可能性も視野に入りたい。

～ユーロ圏 5 月失業率:依然 10 か国が二ケタ台～

ところで昨日はユーロ圏 5 月失業率が公表されている。ユーロ圏 18 か国の 5 月失業率は 11.6%と市場予想(11.7%)よりも若干良好な内容となったものの、水準は依然として高い。国別に見ると、ギリシャの 26.8%を筆頭に、スペインが 25.1%、キプロスが 15.3%、ポルトガルが 14.3%、スロバキアが 13.9%、イタリアが 12.6%と大きく、未だユーロ圏 18 か国中 10 か国が二ケタ台にとどまっている

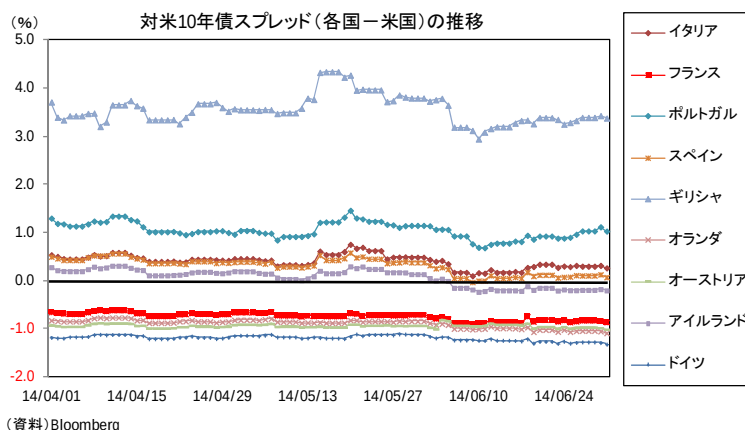


(※ギリシャの最新分だけ 3 月)。一方、オーストリアが 4.7%、ドイツが 5.1%、オランダが 7.0%とほぼ完全雇用に近いと思しき国も併存しており、相変わらず共通通貨の存在にも拘わらず経済が収斂していない状況が浮き彫りになっている(図)。なお、金融危機後に注目されるようになった 25 歳

未満の若年失業率についてはさらに惨憺たる状況が続いており、ギリシャで 57.7%、スペインで 54.0%、イタリアで 43.0%、ポルトガルで 34.8%と目を疑うような数字が並んでいる。

金融市場との関係で注目したいのはこうした国々の長期金利が米国のそれと肉薄する現状が果たして正常と言えるのかどうか、という点である(図)。25歳未満の半分以上が職に就いていない国の長期金利が米国と同等という状況が続くのだとしたら、それはもはやファンダメンタルズに基づいた値付けとは考え難い。当該国債に関し、「信用できるから買っている」というわけではなく「他に買うものがな

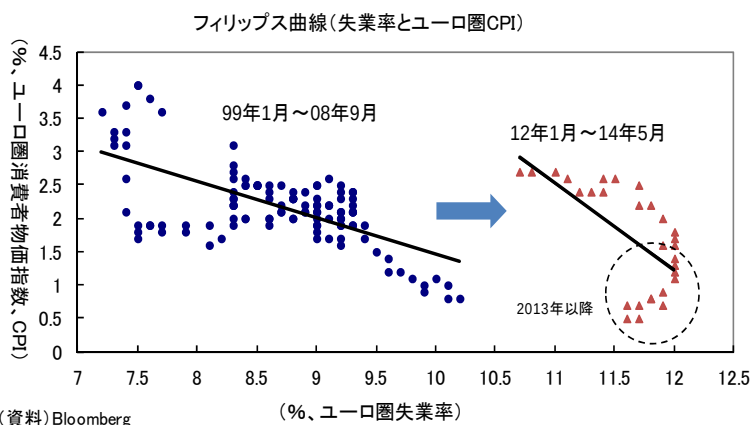
く、買わざるを得ないから買っている」という可能性を考えるべきであり、それは端的にはマイナス金利の余波ということになるだろう。但し、それでも実体経済における資金需要が旺盛ならば国債を買う必要はないわけで、やはり根底には実体経済における消費・投資不足があると考えるのが筋だろう。



～ユーロ圏のフィリップス曲線は右方シフト～

今年3月のECB理事会以降、ドラギ総裁は経済におけるスラック(弛み)の存在に頻繁に言及するようになってきている。そうした総裁の弁を持ち出すまでもなく、失業率の高止まりを見る限り、昨年来のデysinフレ傾向の主因が単なるユーロ高を背景とする輸入物価下落ではなく、スラックにありそうなことは殆ど疑いようがないだろう。

図はユーロ圏のフィリップス曲線に関し、「1999年1月～2008年9月」と「2011年1月～2014年5月」を比較したものである。ここではリーマンショック直後の時期そして欧州債務危機で大混乱だった時期を特殊な時期(2008年10月～2011年12月)として除いている。恐らくユーロ圏に何らかの構造変化が起きたとすれば、この時期に起きた可能性が高いだろう。



図示されるように2012年以降のフィリップス曲線は大きく右方シフトし、傾きも急になっている。これを極めて大雑把に解釈すれば、非常に大きな需給ギャップが存在する中、多少のギャップ改善でもインフレ率が敏感に反応するようになったことを示している。このような構造変化は2013年のIMF春季世界経済見通しで話題になった『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』などでも言及されており、「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」と報告書は指摘している。要す

るに、最悪状況まで追い込まれた経済では、景気回復に応じて物価上昇が起き易いという理解である。この背景には、強いショックを受けた経済では厳しい構造改革が行われるため、価格・賃金の柔軟な調整が可能になることがあると言われる。ユーロ圏にもこうした関係が根付き始めているのであれば、先行きの物価上昇も期待できるだろう。

～今後、フィリップス曲線の形状は崩れてくる可能性も～

だが、サンプル期間をデフレーション傾向が強まった「2013年1月～2014年5月」という時期に限れば、この間に起きたことは「僅かな失業率改善と劇的な物価下落」であり、どちらかと言えば右肩上がりの形状が描かれる(図中、点線丸部分)。こうした事実を踏まえると、2013年以降のユーロ圏のフィリップス曲線は何らかの変化の途上にあるようにも思えてくる。そう思って図を見直せば、12%という過去最悪の失業率が定着したことを経て、物価の底が抜けたようにも見えてこないだろうか。

日本の経験に照らせば、フィリップス曲線は低い物価が定着する中でフラット化(水平化)したまま動かなくなった。少なくとも2013年以降のユーロ圏の失業率と物価の関係は理論的な関係から乖離し始めており、今後、フィリップス曲線の形状が崩れてくる可能性は十分考えられる。その先が日本のようなフラット化ではないと言い切れるだろうか。

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7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
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
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～賽は投げられた。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預いた日本株～
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「円安一輸入インフレ」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