

みずほマーケット・トピック(2015 年 1 月 8 日)

## ユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP)について

ユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP)は前年比▲0.2%と約 5 年ぶりのマイナス。2012 年以降、本欄ではユーロ圏の日本化、その結果としてのユーロの円化、それに対応する ECB の日銀化を主張し、昨年 7 月には同論旨を含む拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』を刊行させて頂いた。ユーロ圏の物価が水面下に沈んだことはこうした仮説が徐々に現実に向かっている兆候として注視。もちろん、足許の物価下落はエネルギーに引きずられたものだが、コアベースとて 2013 年以降で明らかに伸び幅が縮小しており、過去 2 年間でユーロ圏の物価水準が地盤沈下しているのは確か。1 月 ECB 理事会におけるソブリン QE 導入は不可避の情勢。なお、現在のユーロ圏では失業率が改善する一方で物価下落が止まらないという構図が定着しており、フィリップス曲線がフラット化する兆しも。これはデフレ化する日本で盛んに議論されたテーマである。

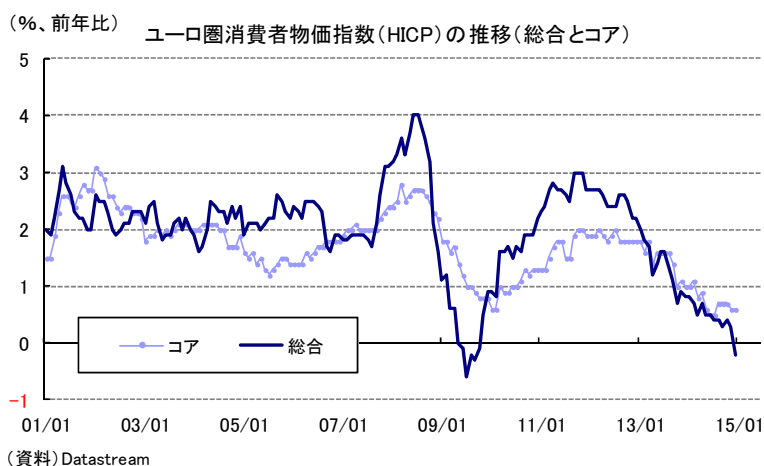
～思えば随分と遠くに連れて来られた・・・～

昨日発表されたユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP、速報値)は前年比▲0.2%と 2009 年 9 月以来、約 5 年ぶりのマイナスとなった。

2012 年以降、本欄ではユーロ圏の日本化、その結果としてのユーロの円化、それに対応する ECB の日銀化を主張し、昨年 7 月には同論旨を含む拙著『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』を刊行させて頂いた。5 年ぶりにユーロ圏の物価

が水面下に沈んだことはいよいよこうした仮説が徐々に現実に向かっている兆候として注視したい。もちろん、足許の物価下落は後述するようにエネルギーに引きずられたものであり、コアベースでは依然としてプラス幅に余裕がある(しかも前月から若干の加速が見られている)。この点、物価下落が常態化する真性のデフレにはまだ距離がある。但し、図示されるように、コアベースとて 2013 年以降で明らかに伸び幅が縮小しており、過去 2 年間でユーロ圏の物価水準は明らかに地盤沈下しているように見受けられる。

この間、ECB は一貫して「日銀と違って早く動いてきたからデフレになることはない」と述べ<sup>1</sup>、インフレ期待の安定が日本化を回避できる証左のように強弁してきた。そのロジックに基づいて政策を



<sup>1</sup> 2014 年 3 月 6 日に行われた ECB 理事会後の会見でドラギ総裁は、ユーロ圏が日本化を回避できる理由として、インフ

小出しにしてきた経緯があるため、初動の遅れが眼前の物価低迷を招いたとの批判はやはり多く、例によって中央銀行が「デフレの犯人」と指差されるところで見た光景に至っている。

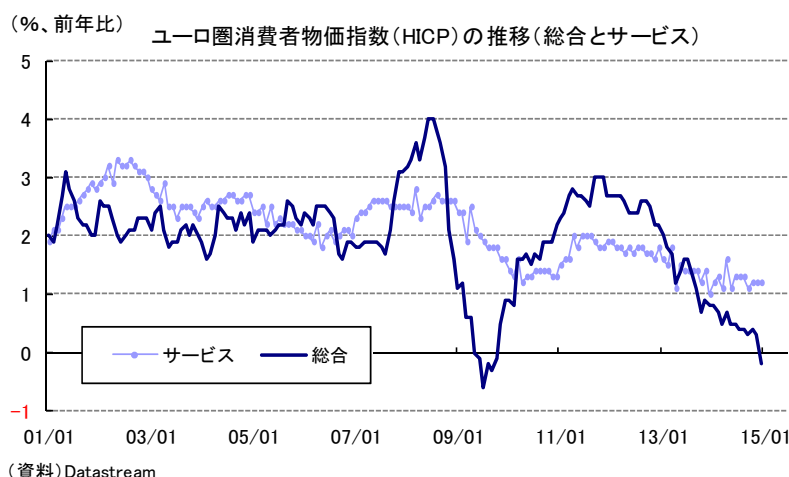
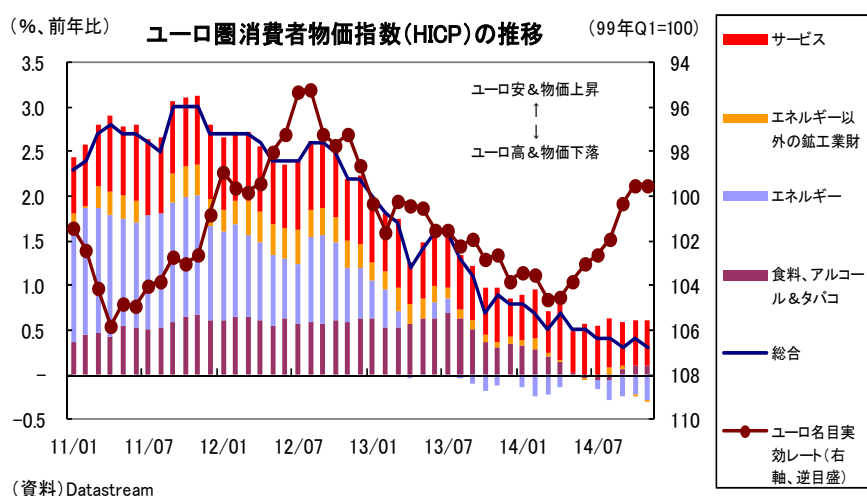
通貨を安くしても物価が下がるという展開は ECB にとって想定外であり、現状が劇的に変わらなければ今後、戦力の逐次投入を迫られるだろう。長い目で見れば、今注目されている 1 月ないし 3 月に想定される国債購入(ソブリン QE)はあくまでその一環でしかない。今から約 3 年前<sup>2</sup>、ドラギ総裁は、QE に関して問われた際、「我々のコミットメントにおいて重要なことは人々(市民も投資家も)の信頼を取り戻すこと。ECB の信認を破壊することによってそれを達成するつもりはない」と一蹴した。また、約 1 年前<sup>3</sup>には 1% 以下の物価を「危険な領域」と形容したこともあった。思えば、随分と遠くに連れて来られたものだと隔世の感を覚える。

## ～エネルギー主導で食料品、そして鉱工業財も低迷～

ユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP、速報値)を詳しく見ていくと、ヘッドラインの同▲0.2%はエネルギーが同▲6.3%と大幅に下がったことに引きずられたものであり、広範な財・サービスに亘って物価が下落したわけではない。しかし、食料品・アルコール・タバコが前年比横這いとなり、特に食料品の中でも非加工食料品は同▲1.0%とエネルギーに次いで大きな下落幅を記録している。原油価格の下落は今後、ラグを伴いつつ食料品の下落に効いてくることが予想されるが、そもそも対ロシアへの輸出規制を敷いていることで本来輸出に分配されるべき食料品が国内需要向けに分配され、供給過剰感が生じていることも見逃せない影響である。

また、下落こそしていないが、エネルギー以外の鉱工業財も前年

比横這いに止まっており、この辺りを見るにつけ、必ずしもエネルギー要因だけで物価が低迷して



レ期待の安定以外に「①早くから決定的なアクションを取ってきたこと(そして今も取り続けていること)、②企業や銀行を巡るバランスシートが 1990 年代後半から 2000 年代初頭の日本のような状況ではないこと(つまり不良債権にまみれていない、ということ)、③物価が下落している品目の比率が日本に比べれば小さいこと」などを挙げていた。

<sup>2</sup> 2011 年 12 月 18 日の英フィナンシャルタイムズのインタビュー。“FT interview transcript: Mario Draghi”, Financial Times, 18 December 2012.

<sup>3</sup> 2013 年 12 月 28 日発行の独誌シュピーゲルのインタビュー記事を同日付のロイターが報じたもの。

いるとは割り切れない面もありそうである。一方、全体の4割強のウェイトを占めるサービスは同1.2%上昇と堅調であり、まだ域内の賃金動向が動揺し、物価に影響するという最も恐ろしい展開には至っていないのは安心材料である。

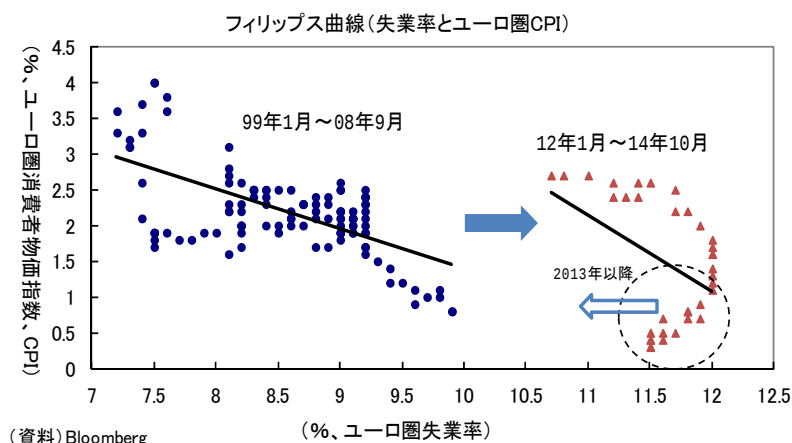
### ～1月理事会でのソブリン QE 導入は不可避に～

斯かる数字を受け、1月 ECB 理事会の行方が注目されるが、もはやソブリン QE を正式に導入することは決定せざるを得ないだろう。しかしながら、具体的な制度設計自体には依然時間が必要という事情も推測され、制度導入は決定しつつも、具体的な数字や仕様については3月に公表という展開は有り得る。ドイツの強硬な反対を踏まえれば、単純な資産購入プログラムとはならず、債券購入プログラム(OMT)がそうであったように、発動に至る様々な付帯条件がセットになって出てくる可能性は高く、この辺りで市場期待が挫かれる懸念はある。

### ～フィリップス曲線のフラット化～

なお、昨日はユーロ圏11月失業率も公表され、11.5%と4か月連続で横這いとなった。物価とは裏腹にユーロ圏失業率は2013年初頭の12%付近から徐々に、しかし確実に改善が進んでおり、失業率が改善(ないしほぼ横這い)となる一方で物価下落が止まらないという構図が定着している。この結果、描かれるユーロ圏のフィリップス曲線は理論的に想定される右肩下

がりの形状ではなくなりつつある(図)。仮にこのまま物価がゼロ近傍で低位安定し、失業率の改善だけ緩やかに進むのだとすれば、フィリップス曲線はフラット化に向かうということになる。フィリップス曲線フラット化の要因分析はデフレ化した日本で盛んに議論されたテーマであり、今後のユーロ圏を俯瞰する上では注視していきたい論点である。



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](mailto: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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                                     |
|-------------|----------------------------------------------------------------|
| 2015年1月7日   | 最近のユーロ相場に対する考え方                                                |
| 2015年1月5日   | 2015年、日米欧の3大コンセンサス                                             |
| 2014年12月26日 | 週末版                                                            |
| 2014年12月25日 | 2015年の円相場～見通しのポイント～                                            |
| 2014年12月24日 | 2015年、最初のテーマはギリシャになるか？                                         |
| 2014年12月22日 | ECB理事会、輪番制の解説                                                  |
| 2014年12月19日 | 週末版                                                            |
| 2014年12月18日 | FOMC(12月17～18日開催分)を終えて                                         |
| 2014年12月17日 | 2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～                                  |
| 2014年12月16日 | 最近の原油安について～混同しがちな因果関係～                                         |
| 2014年12月15日 | 衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性                                          |
| 2014年12月12日 | 週末版                                                            |
| 2014年12月11日 | 健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁                                       |
| 2014年12月10日 | 実質賃金と交易条件そして円安の関係                                              |
| 2014年12月9日  | 今、敢えて考える円高リスク                                                  |
| 2014年12月8日  | 円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～                                       |
| 2014年12月5日  | 週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～) |
| 2014年12月4日  | 最近のユーロ/ドル相場について                                                |
| 2014年12月3日  | 「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～                                         |
| 2014年12月2日  | ECB 理事会(12月4日)プレビュー                                            |
| 2014年12月1日  | 原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について                                      |
| 2014年11月28日 | 週末版                                                            |
| 2014年11月27日 | 最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～                                       |
| 2014年11月26日 | GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて                                      |
| 2014年11月25日 | 解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの                                          |
| 2014年11月21日 | 週末版                                                            |
| 2014年11月20日 | 豪ドル資産の軟調が目立つ                                                   |
| 2014年11月18日 | 過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～                                       |
| 2014年11月17日 | 本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～                                           |
| 2014年11月14日 | 週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)                                   |
| 2014年11月11日 | 本邦9月国際収支統計などについて                                               |
| 2014年11月10日 | 【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂                                          |
| 2014年11月7日  | 週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)                                |
| 2014年11月6日  | 当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス                                       |
| 2014年11月5日  | ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～                                           |
| 2014年11月4日  | 日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)                                          |
| 2014年10月31日 | 週末版                                                            |
| 2014年10月30日 | FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)                                      |
| 2014年10月28日 | カバードボンド購入額をどう読むか？                                              |
| 2014年10月27日 | 欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～                                      |
| 2014年10月24日 | 週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)                 |
| 2014年10月23日 | ECB社債購入を巡る3つの問題点                                               |
| 2014年10月22日 | 現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて                                      |
| 2014年10月21日 | カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて                                    |
| 2014年10月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)                                    |
| 2014年10月17日 | 週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)                                     |
| 2014年10月16日 | 昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～                                   |
| 2014年10月15日 | 原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響                                           |
| 2014年10月14日 | G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～                                   |
| 2014年10月10日 | 週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)                                |
| 2014年10月9日  | FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて                                      |
| 2014年10月8日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～                                       |
| 2014年10月7日  | 経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて                                         |
| 2014年10月6日  | 米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～                                      |
| 2014年10月3日  | 週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)                                  |
| 2014年10月2日  | 短観9月調査に見る円安コストの陰                                               |
| 2014年10月1日  | ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～                                     |
| 2014年9月29日  | ドル高を阻むもの                                                       |
| 2014年9月26日  | 週末版                                                            |
| 2014年9月25日  | 安倍首相発言や最近の株高などについて                                             |
| 2014年9月24日  | ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～                                      |
| 2014年9月22日  | ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて                                       |
| 2014年9月19日  | 週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)                |
| 2014年9月18日  | FOMC(9月16～17日)を終えて                                             |
| 2014年9月17日  | ドル/円相場の水準感に係るヒント                                               |
| 2014年9月16日  | スコットランド独立についての論点整理                                             |
| 2014年9月12日  | 週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)                            |
| 2014年9月10日  | 官製相場となったユーロ相場への考察                                              |
| 2014年9月9日   | 円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～                                     |
| 2014年9月8日   | 本邦7月国際収支統計などについて                                               |
| 2014年9月5日   | 週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)                            |
| 2014年9月4日   | 9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて                                       |
| 2014年9月3日   | 105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～                                     |
| 2014年9月2日   | 再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」                                     |
| 2014年9月1日   | ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～                                       |
| 2014年8月29日  | 週末版                                                            |
| 2014年8月27日  | 止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～                                       |
| 2014年8月26日  | ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～                                 |
| 2014年8月25日  | イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～                                      |
| 2014年8月22日  | 週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)                       |
| 2014年8月21日  | FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～                                     |
| 2014年8月20日  | 本邦7月貿易収支などについて                                                 |
| 2014年8月19日  | 最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～                                    |
| 2014年8月18日  | ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～                                       |
| 2014年8月15日  | 週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)                    |
| 2014年8月13日  | 本邦4～6月期GDP1次速報値などについて                                          |
| 2014年8月12日  | 「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化                                     |
| 2014年8月11日  | 改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ                                          |
| 2014年8月8日   | ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～                               |
| 2014年8月7日   | ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題                                        |
| 2014年8月6日   | ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～                                     |
| 2014年8月5日   | BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて                                    |