

みずほマーケット・トピック(2015 年 2 月 2 日)

ユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP)について

ユーロ圏 1 月消費者物価指数(HICP)は前年比▲0.6%と過去最大の下落率を記録。2009 年 7 月以来の下落だが、今回は当時に比べてエネルギー価格で説明できる部分が小さいことには要注意。当時のコア HICP は低迷したとは言え、1%近傍を維持していたが、足許ではそれも過去最低を記録している。原油急落が主因であることは間違いないが、慢性的な需要減が深いスラックとなり、それが財・サービスの物価を上がり難くしている側面も無視はできず。一方で、サービス価格が安定していることは頼もしい材料だが、過去を振り返れば、HICP はユーロ圏労働コストに僅かに先行してきた印象。本当にユーロ圏が日本化してしまうのかどうかに関しては、HICP(の特にサービス項目)を規定してくるだろう労働コストの動きに注視しつつ、結論を探ることになりそう。

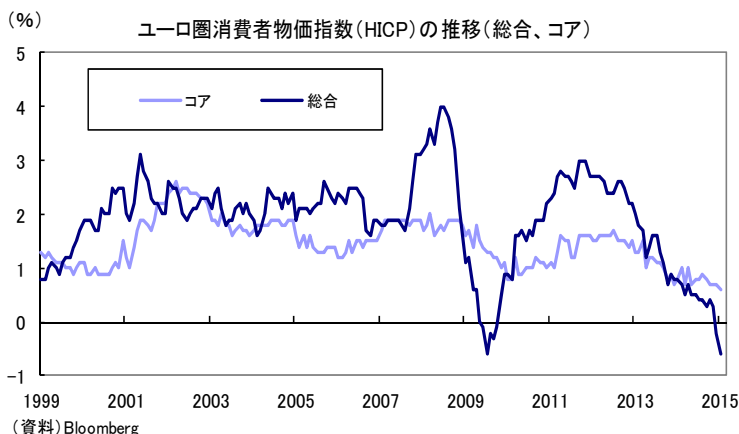
～HICP は過去最大の下げに～

先週 31 日(金)、ユーロスタットが発表

したユーロ圏 1 月消費者物価指数(HICP、速報値)は、前年比▲0.6%と予想(同▲0.5%)を下回り、2009 年 7 月に並ぶ過去最大の下落率を記録した。2009 年当時の物価下落の背景には前年比で見た原油価格の急落に加え、リーマンショック後の需要急減が効いていた。今回の物価下落も原油下落が大きく寄与しているが、リーマンショック直後ほどの急激的な需要減少が

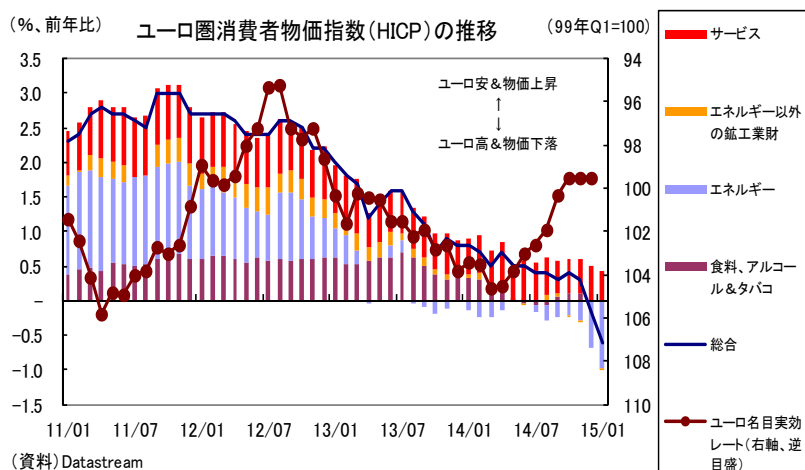
あるとは言えず、むしろ慢性的に継続した需要減少が深いスラックに存在し、それが財・サービスの物価を上がり難くしている側面も無視できない。

なお、HICP は 2009 年 6～10 月の 5 か月連続でマイナス化したが、現局面がこれに匹敵するかどうか今後の注目点になってきそうである。変動の大きいエネルギー、食料品、アルコール・タバコを除いたコア HICP も過去最低となる同 0.6%上昇と極めて弱い伸びとなっている以上、足許の物価低迷が単に原油価格を受けた一過性のものなのかどうかはまだ分からない。図に示されるように、2009 年のケースではコア HICP は下がったとは言え、1%付近を維持していた。今回はコアベースでもゼロ目指す動きになりつつあるという懸念点がある。



～財別分解～

財別に見れば(図)、基本的には今月の物価下落もエネルギー価格の急落が主因ではある。エネルギー価格は同▲8.9%で、全体に対する寄与度も▲1.0ポイントとなっていることから、これがヘッドラインを規定したことは言うまでもない。だが、HICPのマイナスが続いた2009年6～10月を振り返ってみれば、エネルギー価格は前年比で平均▲11%下落しており、寄与

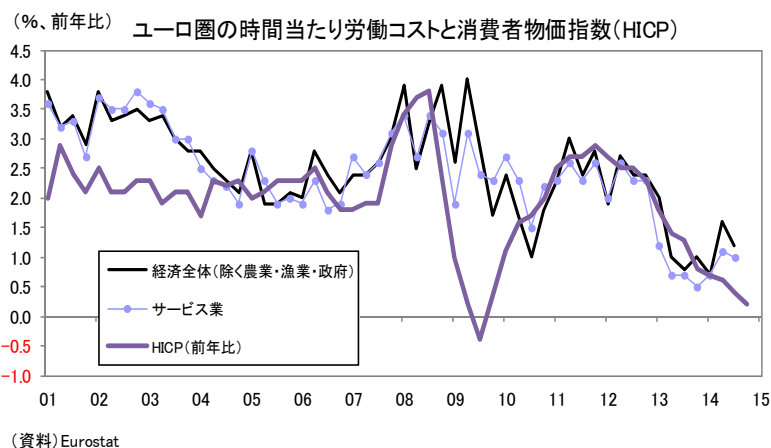


度も平均▲1.2ポイント(最大で2009年7月は▲1.6ポイント)であった。今のユーロ圏の物価下落についてエネルギー要因で説明できる部分は実は当時よりも小さいことは留意しておきたい。だからこそ、上述したように、今回はコアベースでも弱含みが見られているのである。このほか食料品・アルコール・タバコも同▲0.1%となっており、特に非加工食料品が同▲0.9%と前月に続き大幅な下落になったことが目立つ。当面、原油価格の下落がラグを伴いつつ食料品の物価を押し下げる展開が予想される上、対ロシアへの輸出規制を敷いていることで輸出向けの食料品が内需向けに分配され、供給過剰感が生じることも重石となりそうである。

但し、エネルギー価格に直接影響されない非エネルギー鉱工業財も2014年10月以降、断続的にマイナス化している。全体に占めるウェイトで見れば、非エネルギー鉱工業財は食料品・アルコール・タバコよりも大きい項目であるため(全体に対し前者が26.2%であるのに対し、後者は19.7%)、今後のヘッドラインを左右する項目として軽視できない。上述したように、足許の物価下落の大半はエネルギー価格の急落を受けたものだが、非エネルギー鉱工業財にもその影響は波及しており、その上、経済にスラックが存在することで鉱工業財への需給も緩んでしまっている可能性から目を逸らすべきではないだろう。コアCPIもゼロ近傍に向かって落ちつつある以上、全てをエネルギー要因で整理するのは適切とは言えない。

～HICPは労働コストに先行する傾向も～

こうした状況下、全体の43%を占め、賃金動向と深い関係性がありそうなサービス価格が1.0%近傍で推移していることは心強い(今月も同1.0%上昇)。逆に言えば、今後のHICPが更に深いマイナスの世界に常駐しないためには、このようなサービス価格の堅調さが必要条件となってくる。今後、原油の安定と共にHICPが浮揚してくる



ことは十分視野に入るが、それも「サービス価格が崩れていなければ」という前提である。

そこでユーロスタットが四半期に一度公表する時間当たり労働コスト¹の推移が重要になってくる。過去を振り返れば、HICP は労働コストに僅かに先行して推移してきた印象があり、特に足許では労働コストの堅調な推移とHICP の低迷の間に乖離が生じていることが目につく。原油安は基本的に実体経済を上向かせる要因と割り切れば、現在の HICP 急落に労働コストが付き合う筋合いはないのかもしれない。だが、理由はどうあれインフレ期待の腰折れそのものが実際の消費・投資行動に影響し、デフレリスクを高めるという現行の日銀的な思想を是とするならば、いずれ HICP と平仄を合わせるように、労働コストも腰折れしてくる可能性はある。事実、2009 年は HICP 急落後から暫くして労働コストは下落している。本当にユーロ圏が日本化してしまうのかどうかに関しては、HICP (の特にサービス項目)を規定してくるだろう労働コストの動きに注視しつつ、結論を探ることになりそうである。

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

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。

¹ 労働コストは企業が従業員を雇用する際の時間当たりの平均コスト「総所得+間接コスト」で算出される。総所得は給与・特別賞与・所得税および社会保険料。間接コストは、従業員のための社会保障費用および雇用に係る税金から公的な補助金を除外した計数を指す。指数は現地通貨をもとに集計され、為替レートによる影響は受けない。

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
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か？～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか？～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
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～伸び悩み実質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 円高を受けて～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～