

みずほマーケット・トピック(2017年3月30日)

ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～

昨日はロイターが関係筋の話として、足許で強まる ECB の引き締め観測に関して「拡大解釈されている」といった見解を報じ、ユーロが売られている。確かに 9 日以降、ユーロ圏債券市場の金利は軒並み上昇しており、これが ECB の本意を超えた動きである可能性はある。また、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は約 4 年ぶりに前年比+2%に到達しているものの、エネルギー価格の反動に支えられたものであり、基調やインフレ期待を手放して評価出来るほどの勢いはない。また、肝心の賃金情勢も金融危機を境として始まった下落基調から抜け出せておらず、足許の物価上昇があくまでテクニカルなものであることを印象付ける。ECB の政策運営にとって年内最大の見所は今年 12 月に期限を迎える拡大資産購入プログラム(APP)の処遇。昨年 12 月に見られたような現状政策を「広く薄く延ばす」措置でお茶を濁すのが最も無難だろう。

～EU 離脱通知と ECB に係るロイター報道～

昨日の為替相場ではポンドやユーロが売られる展開。ポンドに関しては、いよいよ正式に英国が EU に対し離脱通告を行ったことが嫌気されている。この点については過去の本欄や本配信の外部寄稿¹をご参照頂きたい。一方、ユーロに関しては、今月 9 日の理事会以降で強まっている ECB の引き締め観測に関し「拡大解釈されている」とロイターが関係筋の見解として報じたことが材料視されている。確かに 9 日以降、ユーロ圏債券市場の金利は軒並み上昇しており、これが ECB の本意を超えた動きである可能性はある。ちなみにロイター報道では 6 名の関係筋からそうした趣旨の発言を得たとあり、そのうち 1 名の発言として「われわれはテールリスク(確率は低い但实际上に起これば非常に大きな損失をもたらすリスク)の低減を伝えたかったが、市場は出口への一歩だと受け取った」との内容が伝えられている。以下では最近のユーロ圏の物価情勢などを中心に、ECB が今後取っていくであろう進路を簡単に考察してみたい。

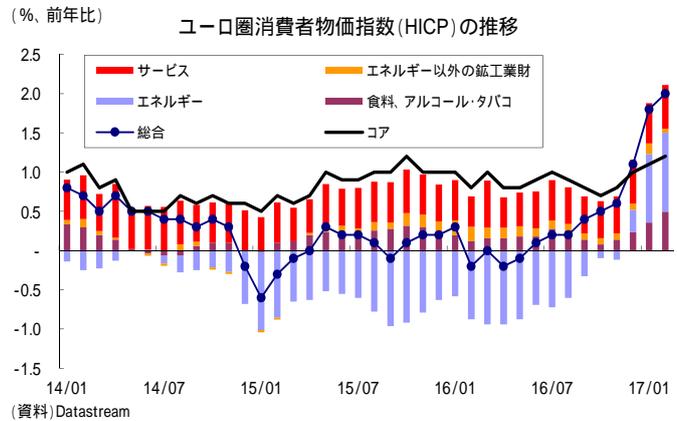
～ユーロ圏のデフレリスクは消え去ったのか?～

周知の通り、3月9日の ECB 理事会は現状維持となったものの、声明文を明確に上方修正し、ドラギ ECB 総裁の会見では「デフレリスクはほぼ消え去った(risks of deflation have largely disappeared)」と一昨年まで燻っていた日本化懸念に対し、勝利宣言とも取れる発言が見られた。具体的に声明文では「目標達成のために必要になれば、理事会は利用可能な全ての手段を行使する(If warranted, to achieve its objective the Governing Council will act by using all the instruments available within its mandate)」との文言が削除された。その上で、フォワードガイダンス文言である「理事会は ECB の主要金利が長期間にわたって現水準もしくはそれを下回る水準

¹ 本配信のロイター外国為替フォーラム『離脱通告後に訪れる英国と EU の不幸』、東洋経済オンライン『英国 EU 離脱で最も影響を受ける国はどこか～EU 離脱通告後の英ポンドは買えるのか』をご参照下さい。

で推移すると考えている(We continue to expect them to remain at present or lower levels for an extended period of time)」から「lower」を削除する議論があったことも明らかにされた。こうした情報発信を通じて「次の一手」は緩和ではなく引き締めではないかとの観測が強まったのである。

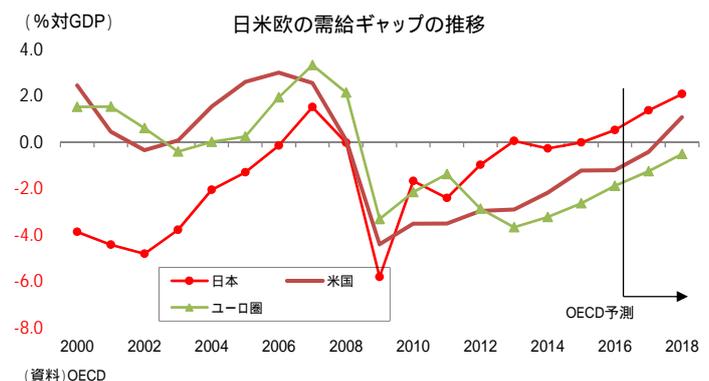
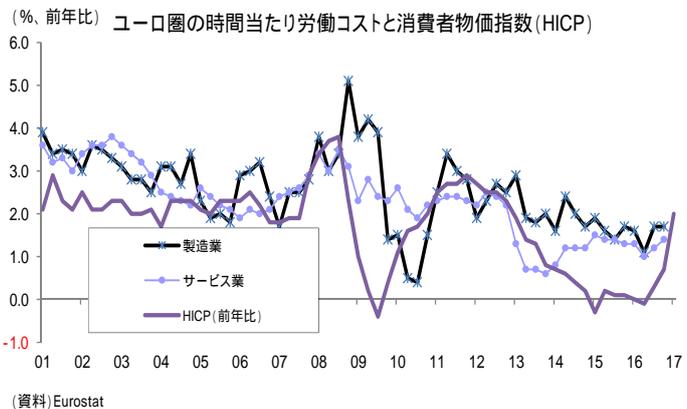
確かに、最新となる2月分のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は約4年ぶりの前年比+2.0%に到達しており、ECBのスタンスの変化に理由が無いわけではない。だが、依然としてコアベースでは同+1.0%付近を推移しており、総合ベースほどの勢いを感じるものではない。図示されるように、総合ベースの伸びの半分がエネルギー価格下落の反動であり、今夏まではこうした動きがHICP全体を押し上げたとしても、その後は



ピークアウトする公算が大きい。現状、ユーロ圏無担保翌日物平均金利(EONIA)フォワードなどから推測される市場織り込みに従えば、今後1年のうちに預金ファシリティ金利の引き上げ(マイナス幅の縮小)を見込む向きが多いが、実際には2017年6月ないし9月のスタフ見通しを踏まえての判断が賢明である。恐らく、今が一番HICPの勢いがある時であり、重要なインフレ期待の指標である5年先5年物ブレイクイーブンインフレ率(BEI)も2017年初には+1.8%付近まで戻したが、それをピークに足許では+1.6%まで下がってきている。物価の現状を手放しで評価するのは危険であり、現在の強気が将来的に続くとは思えない。

～未だ賃金には波及せず～

また、本当に重要なことはHICPそれ自体の動きもさることながら、それが実体経済にどれだけ波及しているかである。ドラギ総裁は今年1月19日の理事会後の記者会見で「今後1～2四半期のヘッドライン(総合)ベースのインフレ率は過去のマクロ経済予測で予想していたものよりも恐らく高いものになるでしょう。しかし、鍵となる疑問点は、その高いインフレ率から来る二次的波及効果(second-round effects)がどの程度なのかということです。我々はそれを大きな注意(great attention)を持って見えています」と述べている。要するに賃金インフレへと直結しているか否かがECBにとっての重要論点であり、ECB総裁の記者会見で「二次的波及効果(second-round effects)」が伝統的に



キープレーズであることは比較的良好に知られた事実である。しかし、製造業にしる、サービス業にしる、金融危機(2008年)を境として始まった下落基調から抜け出せているようには見えず、足許の物価上昇があくまでテクニカルなものであることを印象付ける状況にある(前頁図・上)。そもそも日米欧三極の中で最も需給ギャップ(デフレギャップ)が深いと推計されるユーロ圏で賃金インフレが発生する可能性は理論的に高くない(前頁図・下)。この点、金融緩和の出口を模索するのであれば、ECBは、FRBはもちろん日銀よりも後になっても不思議ではないように見える。

～今後の焦点はAPPの処遇～

とはいえ、上述のような事情は承知しているにせよ、ヘッドラインのインフレ率に勢いがあるうちに正常化できるものはしてしまいたいという中銀特有の正常化願望もあるだろう。この点、ECBの政策運営にとって年内最大の見所は今年12月に期限を迎える拡大資産購入プログラム(APP)の処遇である。具体的には恐らく9月8日の理事会での決定事項になると思われる、速ければ7月20日の理事会で検討事項として注目されることになるだろう。

冒頭のロイター報道なども考慮すれば、一足飛びにAPPの打ち切りにまで至ることは考えにくい。ドイツ出身メンバーの存在や9月理事会の開催タイミング(ドイツ連邦議会選挙の直前)を踏まえれば、満場一致での拡大・延長も難しいというのが実情だろう。こうした状況に対して最もバランスの良い選択肢は、昨年12月に取られたような「月間購入額の縮小+期間延長」という組み合わせと思われる(例えば600億ユーロを400億ユーロへ縮小した上で半年延長など)。

上述した通り、ユーロ圏の物価情勢は見た目ほど勢いのあるものではなく、APPの完全撤退は踏み込み過ぎというのはECBも考えるところではないかと思われる。かといって、ドイツ一強状態の是正を念頭に「為替くらいは引き締めておきたい」という思いも相応にあるのだとすれば、再び昨年12月に取られたような現状政策を「広く薄く延ばす」措置でお茶を濁すのが最も無難だろう。この際、敢えてサプライズを予想するのであれば、預金ファイシリティ金利の引き上げはAPPにおける購入対象資産の拡大にも繋がり得るため、想定する価値はある。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TIC)レポート)～対米資本フローに表れる不信心～
2017年2月15日	イエレンFRB議長証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手?～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか?～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の板軸?～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか?
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)
2016年12月7日	日米金利差から見たドル/円相場の水準感などについて
2016年12月6日	イタリア国民投票レビューとECB理事会プレビュー
2016年12月5日	トランプノミクスのリスクとなる米国の完全雇用状態
2016年12月2日	週末版(トランプノミクスを左右する米製造業マインド～通貨政策のパロメーターに～)
2016年12月1日	イタリア国民投票レビュー
2016年11月28日	ユーロ相場の展望～来年度打ちも政治リスクは重荷～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年10月分)
2016年11月25日	週末版(メインシナリオに対するリスクの整理～円安リスク。「現実味」は帯びたが「現実化」はまだ先～)
2016年11月24日	日米金融政策比較と為替への含意～格差は拡大の一途だが～
2016年11月22日	真空地帯に入るドル/円相場～暫定見通し～
2016年11月21日	チキンレースと化すドル高相場～レーガノミクスとの比較～
2016年11月18日	週末版
2016年11月17日	イタリア国民投票に関するQ&A
2016年11月16日	円の基礎的需給環境の現状と展望
2016年11月15日	トランプノミクスを巡る2つのシナリオ
2016年11月14日	トランプノミクス相場に関するQ&A
2016年11月11日	週末版(トランプ次期大統領のポリシーミクス～随所に見られる矛盾をどう捉えるか～)
2016年11月10日	トランプ大統領誕生と為替相場見直しへの影響
2016年11月8日	実質ドル/円相場の現状～「超異常」から「異常」そして「正常」へ～
2016年11月7日	米10月雇用統計を受けて～「最後の灯火」の可能性も念頭に～
2016年11月4日	週末版(FOMCを終えて～焦点は3回目、4回目の利上げに～)
2016年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～無味無臭の政策運営へ～
2016年10月28日	週末版
2016年10月27日	ドル高相場の調整が進まない背景～実効相場の観点から～
2016年10月26日	円高シナリオにまつわるリスクの整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年9月分)
2016年10月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～もう表舞台に立ちたくない～
2016年10月24日	ECB理事会を終えて～ECB版総括的検証の行方～
2016年10月21日	週末版
2016年10月20日	最近の対内・対外証券投資動向と為替について
2016年10月19日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組②
2016年10月18日	英ポンド急落の読み方～通貨安戦争の勝ち組～
2016年10月17日	米為替政策報告書を受けて～ドル高忌避変わらず～
2016年10月14日	週末版
2016年10月7日	週末版
2016年10月5日	ECBのテーバリング観測～予想すべきは真逆の方向～
2016年10月4日	世界にとってのテールリスクとなる「欧州の潔癖主義」