

みずほマーケット・トピック(2018年7月5日)

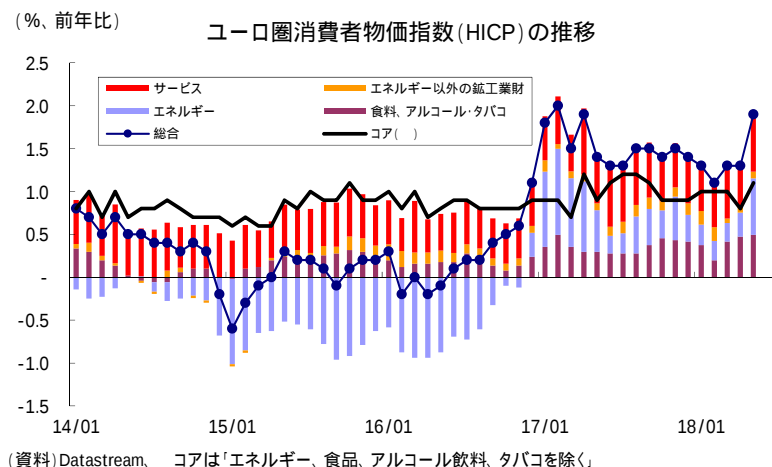
ECB を待ち受ける険路～「試練の秋」～

欧州政治の混迷が断続的に報じられる中であって、ユーロ相場は穏当な動きが続いている。ひとえに ECB の金融政策正常化が順当に進んでいることが意識されているのだろう。昨日はブルームバーグが匿名の内部関係者の発言として「2019 年末の利上げでは遅過ぎる」という見解を報じ、ユーロが買われる場面も見られた。また、今週 3 日にはチーフエコノミストであるプラート理事の強気な見通しもユーロ買いを誘っている。とはいえ、インフレの基調は依然として 1.0% 近傍で横ばいであり、インフレ期待も 1.8% 弱で頭打ち感が強まっているのが実情。ここから雇用・賃金環境が強まっていくことが想定されていそうだが、そもそもユーロ圏の景気拡大は過去最長に差し掛かっており、それほどの勢いを維持できるのか疑義がある。何より各種予定を踏まえる限り、今年の秋は EU にとっては「試練の秋」となっている可能性が高く、ECB の政策運営も険路が予想されるのが実情ではないか。筆者は 2019 年 9 月なのか 12 月なのかという次元ではなく 2019 年中の利上げがそもそも難しいという前提でユーロ相場の見通しを策定している。

～メルケルの譲歩、両党が守った「メンツ」～

欧州政治の混迷が断続的に報じられる中であって、ユーロ相場は穏当な動きが続いている。ひとえに ECB の金融政策正常化が順当に進んでいることが意識されているのだろう。昨日はブルームバーグが匿名の内部関係者の発言として「2019 年末の利上げでは遅過ぎる」という見解を報じ、ユーロが買われる場面も見られた。また、今週 3 日にはチーフエコノミストであるプラート理事が「ユーロ圏経済の基調的な力強さのほか、長期インフレ期待がしっかりと抑制されていることは、純買入れ策の段階的な終了後も、インフレが持続的に(目標に向け)収束していくと確信する根拠となっている」と述べ、拡大資産購入プログラム(APP)終了後の域内物価動向に自信を示している。

確かに最新となる 5 月分のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は前年比で 1.9%と 13 か月ぶりの高い伸びを実現しているが、図示されるようにエネルギーが果たしている部分が大きい(5 月分では、1.9%のうち 0.7%ポイントがエネルギー)。当然にして年初からの原油価格の騰勢にけん引された動きであるため、APP が無くなる 2019 年以降、原油価格が横ばいならば、エネルギーの寄与は剥落が予想される。依然としてコアベースでは 1.0%付近で横ばいという状況が 1 年以上

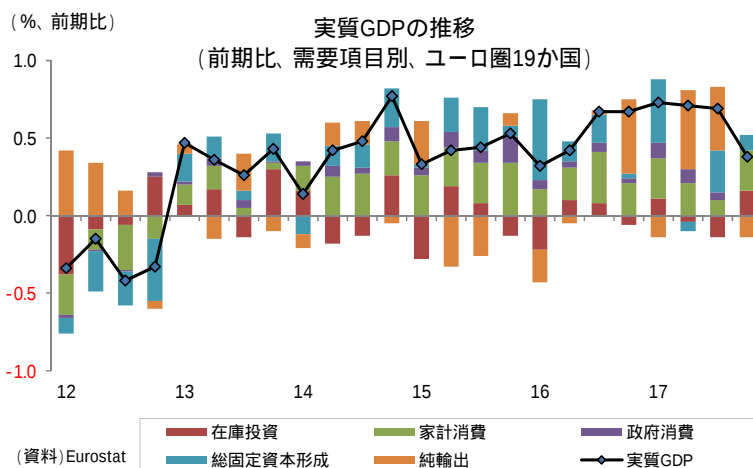


続いており、あまり局面変化を感じさせるものではない。

それでもプラート理事が自信を示しているのは堅調な実体経済が堅調な雇用・賃金情勢を生み出し、自律的なインフレ高進が期待できるという見立てがあるからであろう。ユーロ圏の実質 GDP は現在判明している 2018 年 1～3 月期までで 20 四半期連続のプラスとなっており、これは過去最長に並ぶ記録である。4～6 月期以降の増勢もほぼ確実であることから、少なくとも外形上は「過去

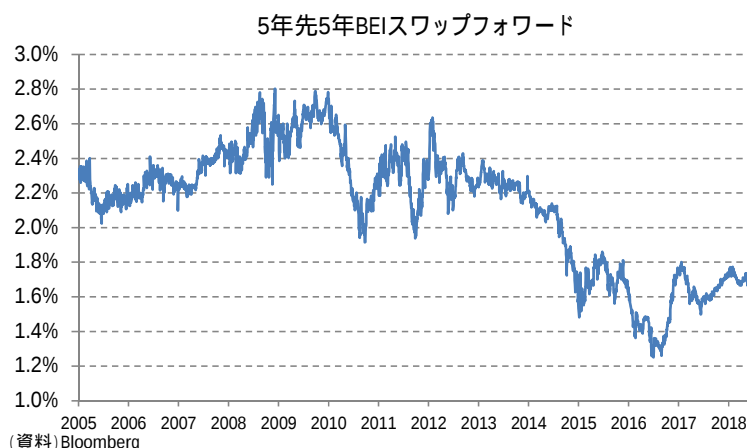
最長の景気拡大」が続いている最中である。好循環に基づいた物価高を期待するのも無理はない。

しかし、周知の通り、これまでのところユーロ圏経済の失速は著しいものがある。多くは一時的要因(寒波、ストライキ、インフルエンザ等)に引きずられたものと考えられているが、4～6 月期を経て 7～9 月期以降、果たして伸びが戻ってくるのかは定かではない。先週の本欄でも紹介したように、独 Ifo 研究所の夏季予測では域外ではトランプ政権の保護主義、域内ではイタリアのポピュリスト政権と挟撃される中でユーロ圏経済は危機 2.0 とも言える局面に差し掛かっているとの分析もある。実際、貿易戦争はトランプ米大統領のブラフ(はったり)だと言われながら、一向に止む気配がない¹。



～インフレ期待はむしろ頭打ち～

また、プラート理事は「長期インフレ期待がしっかりと抑制されている」と言及しているが、元々落ち込んでいたものが加速するか見守る状況にあるため、抑制されているとの表現にはやや違和感も覚える。ECB が伝統的に重視する市場ベースのインフレ期待として 5 年先 5 年物インフレスワップ(以下、5 年先 5 年物 BEI)の動きが注目されるが、確かに 2016 年半ば以降、ボトムアウトしているが、年



初から 1.8%弱で頭打ちとなっている。ECB スタッフ見通しでもユーロ圏消費者物価指数(HICP)は 2020 年にかけて+1.7%までしか上昇しないとの見通しになっているのだから、ある意味で当然と言える。こうした現状や展望を踏まえれば「インフレ期待が抑制されている」というよりも「インフレ期待が頭打ちになっている」という表現の方が適切ではないか。少なくとも物価情勢は正常化プロセスの加速を正当化するものではなく、その意味で「APP 終了後は白紙」という ECB の金利ガイダンス

¹ 本欄 2018 年 7 月 3 日号『米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～』をご参照下さい

は概ね適切と考えたい。2014年6月のマイナス金利導入以前、5年先5年物BEIは常時2%を超えていたので、再びこの軌道に乗ってくる際にその解除が検討されることが合理的ではないか。

～「試練の秋」を想定～

昨日の本欄²でも関連の議論を行ったが、秋のEU首脳会議では全くと言って良いほど着地点が見出せない難民割り当て問題の協議が行われる。そして、そのタイミングではイタリア議会が新年度の予算審議に入る。恐らくポピュリスト政権が示す拡張財政予算案に対し欧州委員会が頭を悩ませるだろうが、そのタイミングで同政権の挙動がEU首脳会議の帰趨を決するという複雑な状況が予想される。しかもAPP減額もそのタイミングから始まるのである。ちなみに英国のEU離脱の實質的な交渉期限も秋だ。このように考えると今年の秋はEUにとっては「試練の秋」となっている可能性が高いように思われる。

かかる状況下、筆者はプラート理事が示すほど楽観的な未来がECBの政策運営を待ち受けているとは思わない。もちろん、既定路線となったAPP終了が覆る可能性は低いだろう。しかし、恐らくはECBが希望している2019年9月ないし10月の利上げ着手はそれまでにユーロ圏のインフレ率およびインフレ期待がしっかりと2%付近まで浮揚かつ安定し、FRBの利上げ路線も順調に進んでいることが必要条件になると考えたい。少なくともFRBが中立金利到達を理由に利上げ路線から撤退しようとしているタイミングでECBが利上げ路線に復帰することはユーロ高を忌避するECBの気質を踏まえれば考えにくい。筆者は2019年9月なのか12月なのかという次元ではなく2019年中の利上げがそもそも難しいという前提でユーロ相場の見通しを策定している。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

² 本欄2018年7月4日号『EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ』をご参照下さい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン経由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名案共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を迎えて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を讀み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)