

みずほマーケット・トピック(2019 年 10 月 3 日)

ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～

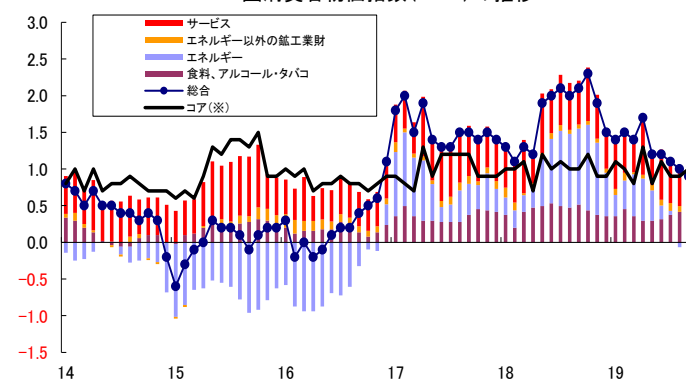
米経済指標が耳目を集める中、欧州からも無視できない計数が続いている。米国同様、製造業マインドの悪化は目を引くものがあるが、物価情勢にも暗雲が垂れ込めている。ユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP)は総合ベースで約 3 年ぶりの低い伸びにとどまった。もっともコアベースでの堅調さもあり、これが拡大資産購入プログラム(APP)の再開を巡って政策理事会が割れる背景にもなっているのだろう(元々APP はデフレ懸念払拭のための枠組み)。一方、インフレ期待の腰折れ感のはっきりしており、この点からは APP 再開の必要性は感じる。ユーロ圏の物価情勢を巡っては「実績」と「期待」の間で「捻じれ」が生じている複雑な状況がある。とはいえ、ECB が目標とする 2%に届かない状況が続いており、しかも英米に対する劣後感が強まっていることを思えば、ユーロ圏の物価情勢は「日本化」の途上にあるという評価になるのではないか。フィリップス曲線の下方シフトなどと合わせて理解したい事実である。

～不安よぎるユーロ圏の物価情勢～

昨日の金融市場では米 9 月 ADP 雇用統計が市場予想を割り込み、さらに前月分も下方修正されたことでリスク回避ムードが強まり、円買いが進んでいる。一昨日の ISM 製造業景気指数が予想外の悪化を示し停滞ムードが蔓延していたところに追い打ちとなった格好である。昨日の本欄でも議論したが、こうなってくると今晚の米 9 月非製造業景気指数の仕上がりが俄然注目されるだろう。

なお、米経済指標が耳目を集める中で欧州からも無視できない計数が発表されている。一昨日に発表された製造業 PMI の悪化は既報の通りだが、同日にはユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP、速報値)が公表されている。総合ベースでは前年比+0.9%、コアベース(除くエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ)では同+1.0%とほぼ市場予想通りではあったが、総合とコアの伸び率が逆転していることからわかるようにやはりエネルギー

(%, 前年比) ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移



(資料)Datastream、※コアは「エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを除く」

価格の反動は大きい。また、総合の伸び率としては 2016 年 11 月以来、約 3 年ぶりの低いものであることに留意する必要がある。とはいえ、日本化というフレーズも交錯していた 2014～16 年と比べると 2017 年以降は物価の切り上げに成功しているようにも見受けられ、しかもこれらの期間を通じてコアベースの物価はほぼ同+1.0%前後で安定しているという特徴も指摘できるだろう。先週の本欄で議論したように、ドイツ出身のラウテンシュレーガー ECB 理事の突然の辞任表明を受けて ECB 分

裂懸念が強まっている。その原因は多数のメンバーの反対を押し切ったの拡大資産購入プログラム(APP)再開だと目されているが、確かに物価情勢だけを勘案すれば APP を再開するような状況とは言えない(元々APPはデフレ懸念払拭を目的として2015年1月に決定した枠組みである)。

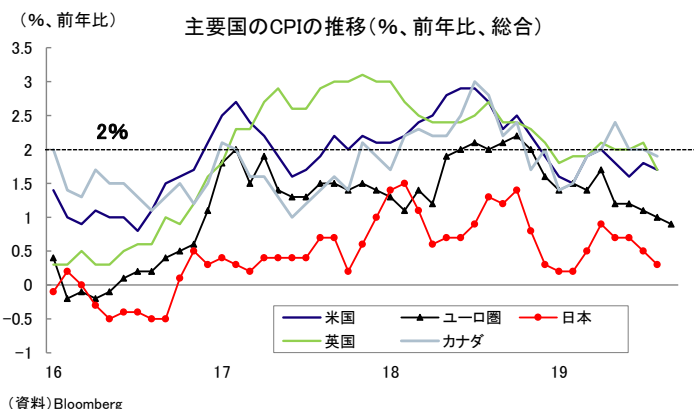
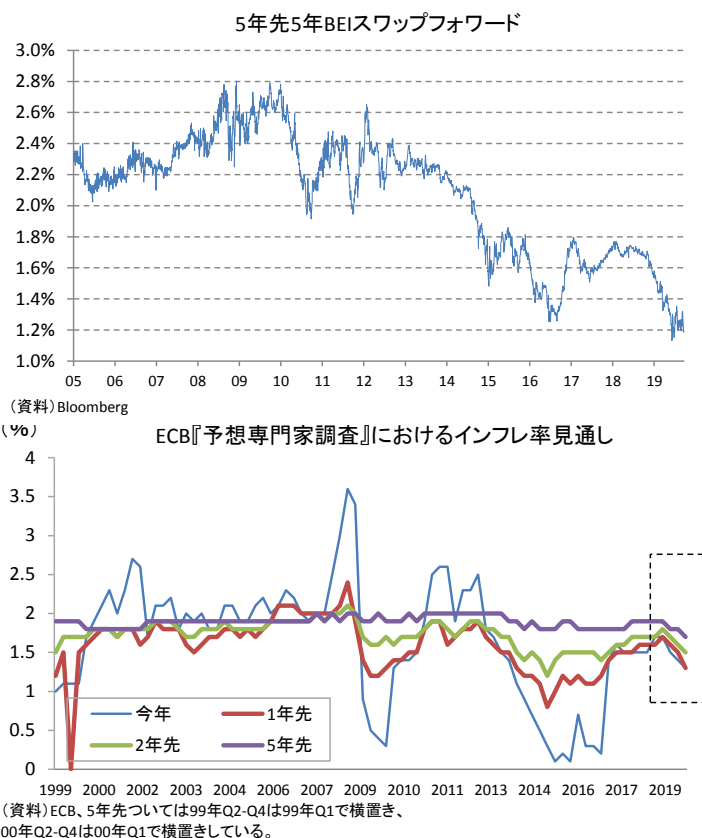
～「実績」と「期待」の捻じれ～

だが一方、日本の経験を踏まえれば、現実の物価情勢もさることながら経済主体が抱くインフレ期待が腰折れした場合の粘着性の強さは相当厄介なことで知られている。この点、ユーロ圏の物価情勢はかなり危うい。ECB が伝統的に重視する5年先5年物インフレスワップフォワード(5年先5年物BEI)は2014年を境に明らかに腰折れており(右図・上)、今年に入ってからでは史上最低水準での推移が続いている。またこうした市場ベースのインフレ期待ではなく、ドラギECB 総裁も7月政策理事会後の記者会見で懸念を表していたように、歴史的に安定してきた(ドラギ総裁の言葉を借りれば「頑健(sturdy)」だった)調査ベースのインフレ期待である「予想専門家調査(SPF:ECB Survey of Professional Forecasters)」でもやや下方屈折の兆しが見られていることも見逃せない(図・下)。このような状況を(将来的なデフレに直結するという意味で)深刻に評価すれば APP を再開する意図も分からなくはない。ユーロ圏の物価情勢を巡っては「実績」と「期待」の間で「捻じれ」が生じていることは確かである。

とはいえ、「実績」はデフレ懸念が薄くなったというだけでデysinフレ状況にあることは間違いない。ECB が目標(正確には参照値)として設定する前年比+2%から見れば伸び率は半分程度であり、追加緩和策が検討されること自体に大きな違和感はない。

～日本化の過渡期か?～

周知の通り、世界的に物価の騰勢は押えられる潮流にあり、例えば消費者物価指数(CPI、総合ベース)が安定的に前年比で+2%を超えている国・地域は稀である。冒頭述べた通り、ユーロ圏 HICP はそれほど大崩れしているというわけではなく、現時点で日本化と断じるような状況とは言えない。



しかし、前頁図に示されるように、大まかに分けて①「2%以下だがその近辺で推移する英国や米国」、②「0.5%未満が続く日本」、そしてその間の③「1%近辺で推移するユーロ圏」という 3 グループに分かれている実情は念頭に置いて良いかもしれない。言うまでもなく危機前は①と②のグループしかなかったことを思えば、ユーロ圏は今、「日本化の過渡期」という評価も可能ではないか。

本欄 2019 年 8 月 15 日号『ドイツに引きずられるユーロ圏経済』ではユーロ圏のフィリップス曲線が徐々に、しかし確実に下方シフトしている(失業率は改善しても物価が停滞する)現状を指摘したが、世界的にユーロ圏の HICP の劣後感が目立ち始めている事実はこちらと相通じるものと考えられる。いずれにせよ、ユーロ圏の物価情勢は実績面で見れば日本ほどの落ち込みにはなっていないものの、期待の腰折れ感は明らかに強まっており、米国や英国に対してははっきりと劣後し始めているという事実は域内経済の先行きを検討する上でも重要な現状認識になると考えたい。

市場営業部
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。

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
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガー-ECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいしたいところ～)
2019年9月5日	ブレイグジットを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオリバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのIS/バランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大きく変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば・・・～)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会レビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレイグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)