

みずほマーケット・トピック(2020 年 10 月 8 日)

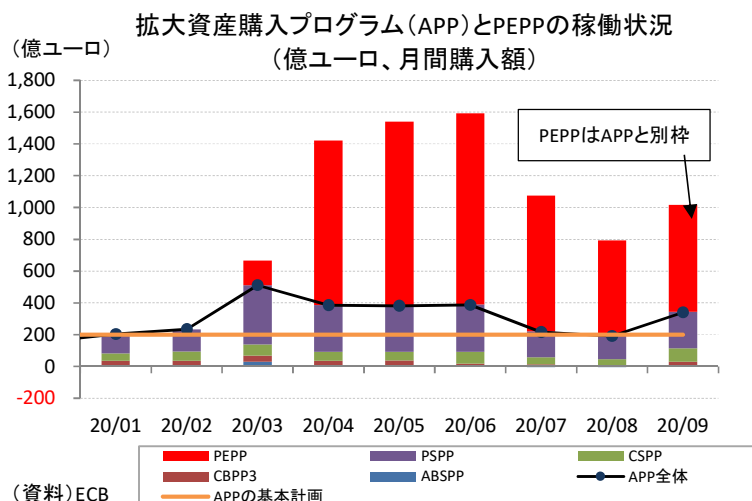
深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢

早くも ECB が 12 月にはパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の規模をさらに 4000 億ユーロ拡大し、期限を 2021 年末まで 6 か月間延長する可能性が報じられている。この予想の妥当性に関して照会を受けたので考察を与えておきたい。結論から言えば、これまでの実績を見る限り、「6 か月間延長で 4000 億ユーロ拡大」は妥当な予想と言える(考えようによってはやや控えめですらある)。より重要な問題はなぜ、来年末までの延期と拡大を視野に入れた追加緩和観測がこのタイミングで浮上してくるのかだ。理由は 2 つ考えられる。1 つは欧州における新型コロナウイルスの感染再拡大、もう 1 つは物価の低迷。前者は当然心配だが、深刻なのは后者である。ユーロ圏の物価低迷は明らかにエネルギー価格下落だけにとどまる問題ではなくなっている。サービス物価が史上最低の伸びで推移している以上、今後の実体経済への影響を懸念せざるを得ない状況だ。ユーロ圏の日本化が懸念されてから 5 年以上が経過したが、ここに来て、いよいよ本丸である物価情勢までもが日本化してくるのかが注目される事態に。

～PEPP に早くも 2 度目の拡大観測～

一昨日、ブルームバーグは外資系金融機関の予想として ECB が 12 月にもパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の規模をさらに 4000 億ユーロ拡大し、期限も 2021 年末まで 6 か月間延長する可能性があるとして報じている。この予想の妥当性に関して照会を受けたので、本欄で考察を与えておきたい。PEPP は「悲観の極み」であった 3 月の臨時会合を経て総額 7500 億ユーロ規模で導入された後、6 月の定例会合で 6000 億ユーロが上乗せされ、現在は総枠 1.35 兆ユーロである。使用実績を見ると、10 月 2 日時点で 5713 億ユーロに達している。現在の ECB の運営方針では「2021 年 6 月末までに残額 7787 億ユーロを使い切る」が既定路線であるため、今後 6 か月間で 7787 億ユーロ、1 か月当たり約 1300 億ユーロの枠が残されているイメージになる。ここで導入以来の過去 7 か月間の月平均使用額を見ると約 810 億ユーロであり、最も使われた 6 月でも約 1200 億ユーロだったことが分かる。とすれば、「1 か月当たり約 1300 億ユーロ」を使う余裕のある現状は十分と言える。

しかし、これは 2021 年 6 月末までの使用を前提とした場合の議論である。記事中にあるように、仮に期間を 6 か月間延長するのであれば、それに応じて枠を拡げる必要が出てくる。これまでの実

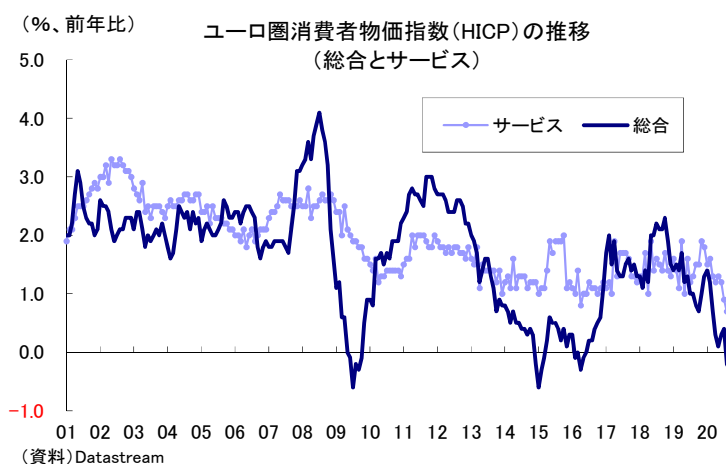
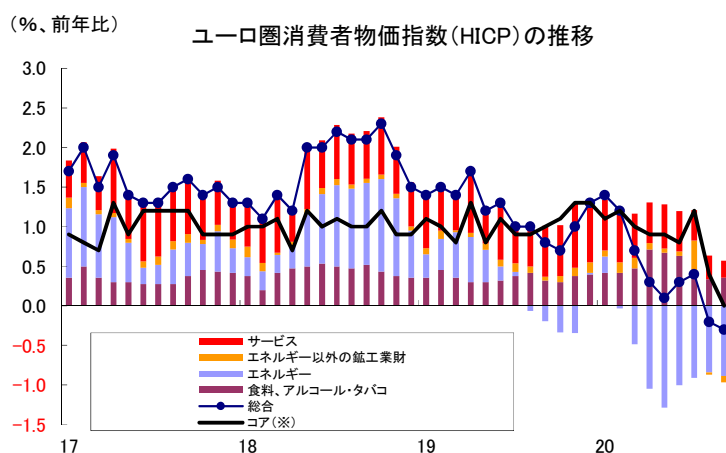


績である月平均 810 億ユーロの 6 か月分は 4860 億ユーロになるため、「6 か月間延長で 4000 億ユーロ拡大」は控えめの予想にも読める。もっとも、新型コロナウイルスの感染拡大状況に照らせば、4～6 月期は「悲観の極み」であったため、使用実績も多少は割り引いて考えても良いだろう。そう考えれば「6 か月間延長で 4000 億ユーロ拡大」は妥当な予想と読むこともできる。

～なぜ緩和観測なのか？：深刻な物価情勢～

より重要な問題はなぜ、来年末までの延期と拡大を視野に入れた追加緩和観測がこのタイミングで浮上してくるかだ。理由は 2 つある。1 つは欧州における新型コロナウイルスの感染再拡大、もう 1 つは物価の低迷である。周知の通り、フランスやスペインといった欧州大陸の主要国では感染再拡大と都市封鎖の再検討が懸念事項として浮上している。PEPP はコロナショックの「申し子」であり、感染拡大に伴って強化が予見されるのは必然とも言える。もう 1 つの物価低迷もより深刻な状況にある。10 月 2 日に公表されたユーロ圏 9 月 HICP は総合ベースで前年比▲0.3%と 2 か月連続のマイナスとなり、コアベースでは同+0.2%と過去最低を更新している(共に市場予想以下の結果だ)。基本的には原油価格下落を受けたエネルギー物価の下落が主因と言えるものの、図示されるようにサービス物価の寄与も明らかに小さくなってきており、9 月は同 +0.5%と史上最低の伸びにとどまっている。サービス物価は基本的には「賃金の塊」であり、労働市場の低迷を受けた実体経済減速を懸念する現状と言えるだろう。また、エネルギー以外の鉱工業財も同▲0.3%と 2 か月連続で下落しており、物価低迷は明らかにエネルギー価格下落だけにとどまる問題ではなくなっている。ちなみにエネルギー以外の鉱工業財が 3 か月連続で下落したことは 1 度もないため、来月以降、その挙動は大いに注目したい。

過去の本欄でも確認した点だが、本来、PEPP は緊急避難的な政策に過ぎず、①ショックで毀損した政策の波及経路修復が主に期待される役割だった。それゆえに「全額使わなくても良いのでは」との意見も当初はあったのである。しかし、現在では 2 つ目の役割として②緩和強化により物価を押し上げるという役割も付加された状況にある。足許では「①の役割は果たしたが、②の役割はまだなので継続・拡大が妥当」というロジックが幅を利かせており、だからこそ上述したような HICP



の悲惨な状況を踏まえ、足早に追加緩和観測が浮上しているという背景がある。兎にも角にも、現在のユーロ圏では財やサービスの別を問わずインフレ圧力がはっきりと衰え始めている。一旦、デフレインドが定着すればその粘着性は極めて強く、払しょくが難しいことは日本の経験からも周知の事実である。ユーロ圏の日本化が懸念されてから5年以上が経過し、これまで金融政策運営、金利、通貨高などあらゆる側面で日本と酷似する現象が見られてきた。ここにきて、いよいよ本丸である物価情勢がはっきりと日本化してくるのかどうか注目の事態となってきた。そのような目線で見れば、PEPP 拡大に限らず、年内の ECB にまつわる緩和観測は強まってくると予想される。

市場営業部・金融市場部
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
2020年10月6日	フレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月2日	週末版(日銀短観(9月調査))を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～
2020年10月1日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月25日	週末版
2020年9月24日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月23日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)
2020年9月18日	週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)
2020年9月17日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月15日	アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～
2020年9月14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
2020年9月3日	アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
2020年9月1日	アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年7月3日	週末版(明らかに「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
	香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちをはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分)
	コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政とドルの信認～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～