

みずほマーケット・トピック(2020 年 12 月 2 日)

過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏

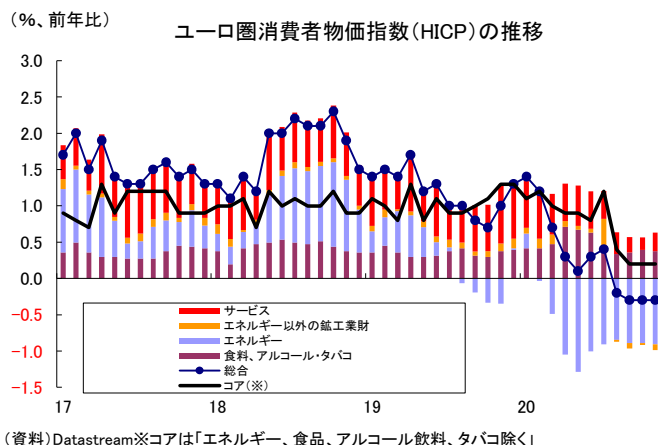
数々のユーロ売り材料を蹴散らし、ユーロ/ドル相場は遂に節目と見られてきた 1.20 台に復帰。その持続性はかなり強そう。ユーロが騰勢を強める一方、域内物価情勢は経験の無い低迷を経験している。昨日、ユーロスタットから発表された 11 月消費者物価指数(HICP)は 4 か月連続で前年比マイナスを記録し、コアベースでも過去最低の伸び率を 3 か月連続で記録。こうした物価情勢は予告緩和が打たれている 12 月会合はもちろん、年明け以降の継続的な緩和の必要性を示唆するものだが、上述した通り、ユーロ買いは収まる気配がない。物価低迷は基本的にエネルギー価格下落を受けたものではある。しかし、「エネルギー以外の鉱工業財」そしてサービス物価の低迷にも波及していることは見逃せない。最終的には賃金に及んでくるか注目する状況。日本が経験した「デフレの粘着性」に鑑みれば、世界経済がアフターコロナを迎えた際、ユーロ圏に押し掛かっている物価低下圧力がすべて取り除かれるのかどうかは予断を許さず。

～売り材料を蹴散らして続くユーロ高～

昨日の為替市場でもドル安相場が継続した。対円での動きはそこまで顕著ではないが、対ユーロでの動きは目を引くものがあり、遂に 1.20 台に復帰している。過去の本欄でも議論したように、「1 ユーロ=1.20 ドル」は概ね購買力平価に近く、2014 年 6 月にマイナス金利が導入されて以降、基本的には上値の目途として機能してきた経緯がある。この地合いがいつまで続くかは注目したい。今回のユーロ上昇は ECB が世界最大のバランスシートを誇り、ブレグジット交渉が遅々として進まず、復興基金の運用も不透明という状況で進行している。数々のユーロ売り材料を蹴散らした上での上昇ゆえ、その持続性はこれまでになく注目されると筆者は考えている。

～悲惨な物価情勢が継続～

しかも、昨日はユーロ圏にとってネガティブな経済指標が発表されている。昨日、ユーロスタットから発表された 11 月消費者物価指数(HICP)は前年比▲0.3%と 4 か月連続で前年比マイナスを記録した。マイナス幅も市場予想(同▲0.2%)を超えるものだ。変動の大きい食料・タバコ・アルコール・エネルギーを除いたコアベースで見ても、同+0.2%と過去最低の伸び率を 3 か月連続で記録している。こうした物価情勢は予告緩和が打たれている 12 月会合はもちろん、年明け以降の



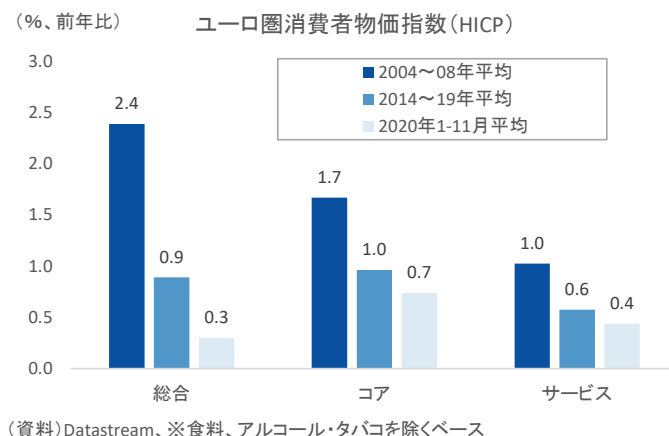
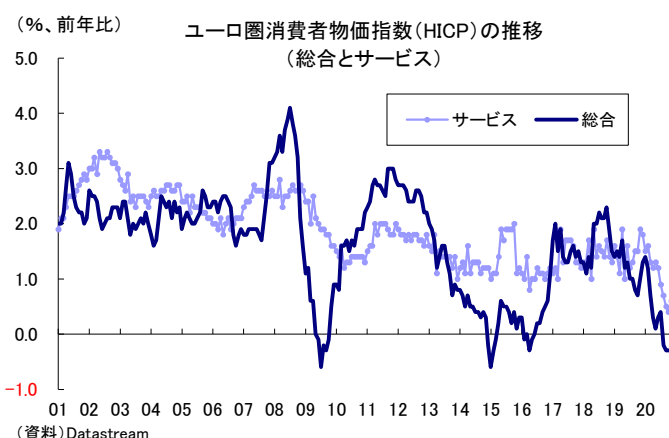
継続的な緩和の必要性を示唆するものだが、上述した通り、ユーロ買いは収まる気配がない。

本欄では繰り返し論じてきたように、やはり「圧倒的な実需」というユーロ上昇の本質に対し、金融緩和は無力なのだろう。「通貨高を阻止できるか」という目線から言えば、来週 10 日会合の雌雄はもはや決してしまっている印象が抱かれる(もちろん、量の面で市場予想を凌駕してくれば一時的なユーロ押し下げは可能だろう)。なお、こうした悲惨な物価情勢の継続は短期的には追加緩和への思惑からユーロ売りを誘発しやすいだろうが、「デフレ通貨は上昇する」という日本円の経験を思い返せば、中長期的にはやはりユーロ買い材料と考えられる。

～サービス物価低迷の波～

物価低迷の中身を見ていくとより深刻さが感じられる。前頁図に示されるように基本的にはエネルギー価格のマイナス寄与が物価低迷をけん引しており、この効果が剥落してくる来年には物価は増勢を取り戻すというのがメインシナリオではある。だが、「エネルギー以外の鉱工業財」だけを見ても 4 か月連続で前年比マイナスを記録している。もちろん史上初めての出来事だ。原油価格の急落はこれまでも経験した事態であり、そのたびに「エネルギー以外の鉱工業財」の物価を下押しするという事は確かに見られてきたが、これほどマイナスが続いたことはない。

今後心配される展開は「エネルギー」および「エネルギー以外の鉱工業財」といった生産活動をするための要素価格が下落し、低位安定するというこうした潮流が人件費にも及んでくる可能性だ。ただでさえ金融危機後の欧米では賃金の伸び率低迷に懸念が高まっていただけに、コロナショックがどのように影響を与えるのかは相当重要なテーマと考えられる。この点、物価統計において人件費の先行きを読むにはサービス物価を見れば良い。サービス業の性質を踏まえれば、およそサービス物価とは賃金の塊と考えて差し支えない。既に ECB 政策理事会ではサービス業ならびにサービス物価の低迷が議論の的となっているが、ユーロ圏のサービス物価は経験の無い低迷に直面している(図・上)。2008 年(すなわちリーマンショック)までの 5 年間、2019 年(すなわちコロナショック直前)までの 5 年間、そして年初来 11 か月間について総合・コア・サービス物価の伸び率平均を比較してみると(図・下)、サービス物価はリーマンショック前と比較して半分以上になっており、それが総合やコアで見た HICP の伸び率鈍化に寄与している構図が見て取れる。もち



ろん、ドイツにおける一時的な消費減税など、コロナ禍に限定した租税政策が広くあまねく物価を押し下げているという特殊事情がサービス物価に影響している部分も多分にある。しかし、日本が経験してきた「デフレの粘着性」に鑑みれば、世界経済がアフターコロナを迎えた際、ユーロ圏に押し掛かっている物価低下圧力がすべて取り除かれるのかどうかは予断を許さない。

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12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫逡巡」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(円高ではなくドル安)という葛藤～日本の政治・経済にとつてのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ&アフタートラブに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和と仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか？
2020年10月9日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	ブレグジット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讀むべきか～「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讀むか～「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～PSPP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