

みずほマーケット・トピック(2021年1月25日)

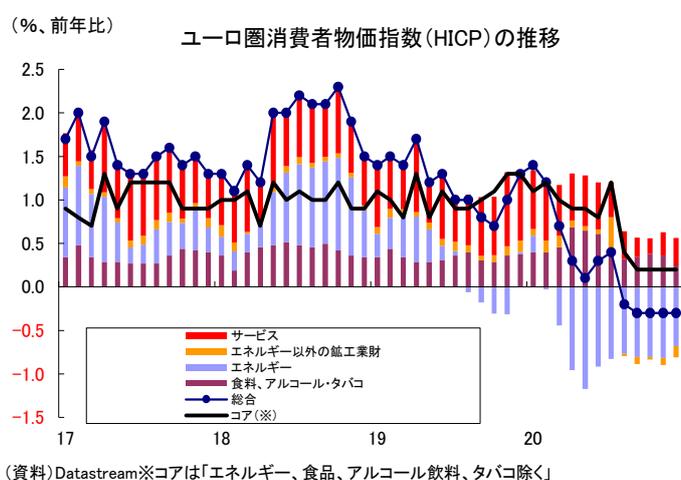
## 最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢

ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP、確報値)は前年比▲0.3%と5か月連続でマイナスに。これで2009年6～10月以来の動きに並んだことになる。1月速報値がマイナスになれば過去最悪の落ち込みに。通年で見れば2020年は▲0.3%であり、過去最悪だった2014年(▲0.2%)を更新。「通年で最悪」は確定した事実。こうした物価低迷が原油価格の落ち込みに引きずられた動きであることは確かだが、エネルギー以外の鉱工業財やサービスの物価も低迷しており、「原油価格急落を受けた一過性の動き」とも言い切れない情勢。インフレ期待も長期にわたって過去に類例のない落ち込みを示しており、コロナ以前から見られていた軟調な動きにとどめを刺した格好。ECBが推計する域内の妥結賃金(賃金交渉の末に実現される協定賃金)は+1.6%と同統計における過去最低(+1.4%)に接近中。失業率は改善傾向だが、フラット化するフィリップス曲線を前提にすれば、賃金上昇が一般物価を押し上げる経路には期待が難しそう。

### ～通年で最悪となったユーロ圏の物価情勢～

先月の本欄12月2日号では『過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏』と題して域内の物価情勢が低迷している実情を議論した。先週20日にはユーロスタットから12月消費者物価指数(HICP)の確報値が発表されており速報値から変わらず前年比▲0.3%となった。これで8月から5か月連続でマイナスであり、リーマンショックの翌年2009年6～10月以来の動きに並んだ。2月3日公表予定の1月速報値がマイナスになれば過去最悪の落ち込みとなる。

なお、通年で見れば2020年は▲0.3%であり、これまで最悪だった2014年の▲0.2%を更新している。「通年で最悪」はもう確定した事実である。こうした物価低迷が原油価格の落ち込みに引きずられた動きであることは確かであり、それだけが原因ならば今年後半以降は安定したプラス軌道に復帰している公算は大きいだろう。

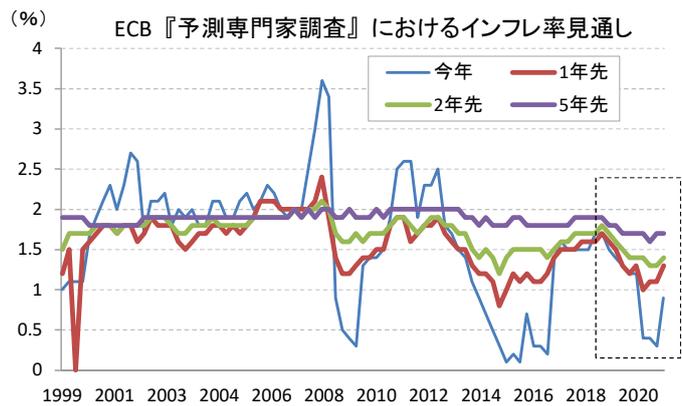


### ～「一過性の動き」とは言い切れない雰囲気～

だが、図示されるように年央からエネルギー以外の鉱工業財もマイナス寄与に転じている。これまでエネルギー以外の鉱工業財がマイナス寄与になることは稀で、あったとしても小幅マイナスが2か月連続見られた後、直ぐにプラスに復帰するのが普通だった。12月時点では小幅ながらも5か

月連続でマイナスが続いている。サービスや食料、アルコール・タバコなども低迷しており、一概に「原油価格急落を受けた一過性の動き」とも言い切れない雰囲気はかなり強い。先週 22 日に開催された ECB 政策理事会の声明文では 2020 年における HICP 低迷は「原油価格急落 (current energy price dynamics)」やドイツにおける「時限的な付加価値税減税」など、一時的な要因による押し下げに寄与された動きであって、その剥落に伴い今後数か月 (in the coming month) でプラスへ転じるとの見通しが示されている。だが、観光・旅行業を中心とする需要の弱さや賃金の低迷、そしてユーロ高を踏まえれば、物価の趨勢自体は抑制された状況が続くとの見通しも示されており、予想される将来にわたって 2% 到達はかなり難しそうなることを認めている。

インフレ期待も不安な動きが続いている。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) で示されるような市場ベースの数字は元より、比較的安定感のある調査ベースのインフレ期待までも低迷していることに ECB は懸念を示している。例えば、ECB が四半期に一度公表する『予測専門家調査 (SPF: Survey of Professional Forecasters)』を見るとインフレ期待はやはり不調をきたしている。厳密にはコロナ以前の

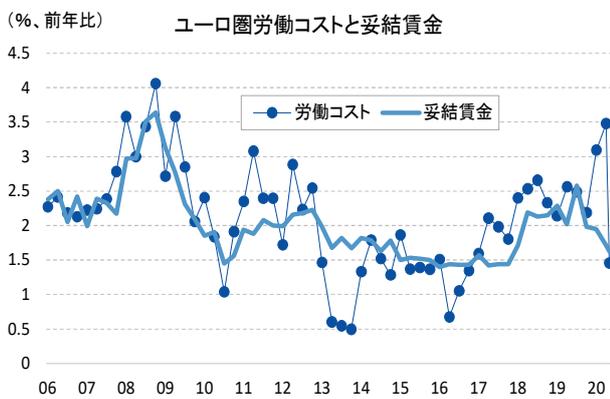


(資料)ECB

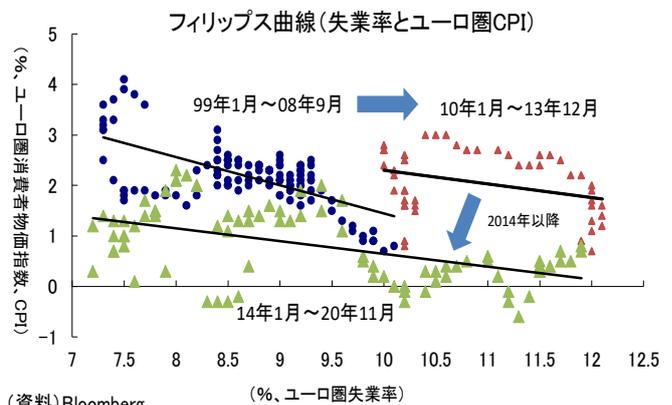
の 2018 年以降、本来、安定感のある 5 年先インフレ期待を含めて全期間にわたって下方屈折しており、コロナショックがとどめを刺したというのが正しい。目先 (今年) に対するインフレ期待は変動が激しく復調が期待できるが、5 年先に対する見通しは果たして 2% 近傍に戻れるのか不安が残る。

### ～フラット化するフィリップス曲線への不安～

上述したように ECB は賃金低迷も物価低迷の背景と分析しているが、こうした懸念は「賃金の塊」でもあるサービス産業を中心に物価を押し下げることが予見される。サービスは HICP のウェイトにおいて 45% を占める項目であり、その継続的な物価下落は趨勢的な変化をもたらす一因となる。リーマンショック直後ですら、サービス物価は安定していただけに今後の変化が気がかりである。下図 (左) に示されるように、賃金の変化率はまだ HICP ほど歴史的な落ち込みを見せているわけではない。しかし、ECB が推計する域内の妥結賃金 (賃金交渉の末に実現される協定賃金) は +1.6%



(資料) Macrobond、※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る



(資料) Bloomberg

と同統計における過去最低(+1.4%)に近づいている。景気に遅行して決まる賃金の性質を踏まえれば予断を許さない状況と考えたいところだ。なお、失業率は2020年7月に8.7%とピークを付けてから緩やかに低下傾向にあるものの、果たして賃金・物価情勢がこれに合わせてビビッドに浮上してくるかどうかは確信が持てない。欧州債務危機後、域内のフィリップス曲線は明らかに下方シフトし、フラット化が進んでいることを思えば(前頁図、右)、失業率低下が賃金を通じて一般物価を押し上げるといった伝統的な経路に期待を寄せるのは危うい想定と言わざるを得ない。欧州債務危機を経て切り下がった物価の伸びがコロナショックでもう一段の押し下げを強いられると筆者は危惧している。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイレレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか?
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか?
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イレレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イレレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
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
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「収穫減」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・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプ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	ワクテ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&アフターランプ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事～
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・プレグジット 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感度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	プレグジット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～株値に連動しない誤算～
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