

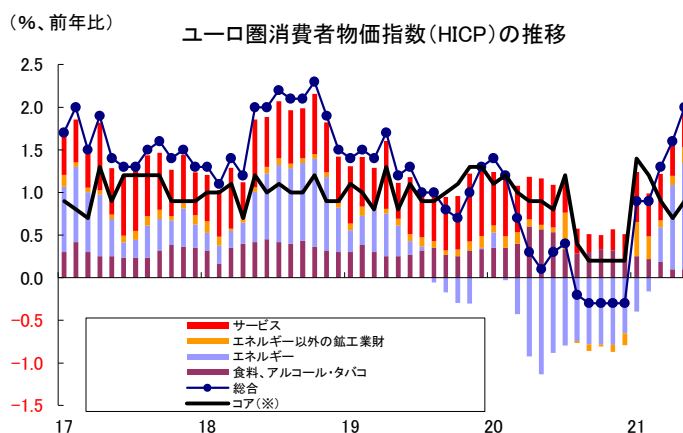
みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 2 日)

着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調

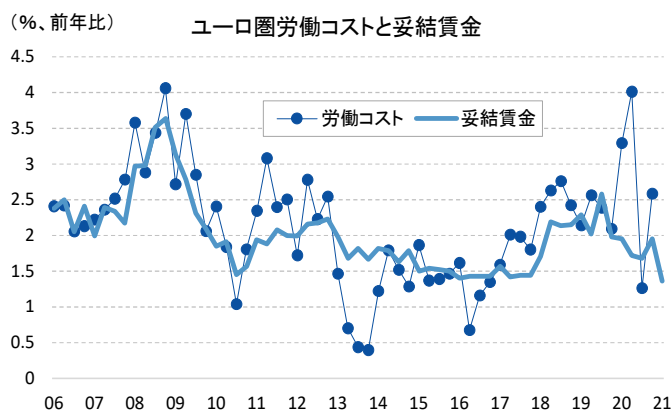
ユーロ圏 5 月消費者物価指数(HICP)は前年比+2.0%と 2018 年 10 月以来、2 年 7 か月ぶりの高水準を記録。しかし、コアベースでは同+0.9%と半減する。総合とコアの動きがかけ離れており、明らかに域内物価の趨勢は弱いままと考えるべき。サービス物価の低迷は依然懸念材料であり、ユーロ圏 1～3 月期の妥結賃金は前年比+1.36%とユーロ圏創設以来、史上最低の伸び幅だった。インフレ期待もコロナ以前を回復しているが、趨勢的には明らかに弱くなっている。ユーロ圏においてデフレの粘着性が相応に確認されており、世界最大のバランスシートを誇る ECB の金融政策運営をもってしても解決できていないという事実は留意すべき。円の歴史が示すように、デフレないしディスインフレの常態化は当該通貨の購買力を高める。実際、ユーロ/ドル相場の購買力平価(PPP)は徐々に切り上がっている。筆者が拙著『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』を敢行し、ユーロ圏のディスインフレ傾向や望まぬユーロ高の可能性を説いたのが 2014 年。あれから 7 年が経過し、当時の懸念は確実に現実のものになっていると感じる。

～妥結賃金は史上最低～

昨日はユーロスタットよりユーロ圏 5 月消費者物価指数(HICP)が公表されている。前年比+2.0%と 2018 年 10 月以来、2 年 7 か月ぶりの高水準を記録しているが、エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを除いたコアベースでは同+0.9%と半減するので、その殆どがエネルギー価格のベース効果を反映したものであることが分かる。もちろん、米国同様、行動制限解除が進んで需要が復調になる一方で、実体経済における供給制約が残る状況が続いていることから、それがサービスやエネルギー以外の鉱工業財など物価全般を押し上げている事実もある。しかし、右図(上)に示されるように、総合とコアの動きがかけ離れており、明らかに域内物価の趨勢は弱いままと考えるべきである。なお、リーマンショック直後で欧州債務危機も併発していた 2009 年 1 月から 2012 年 12 月までの 4



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



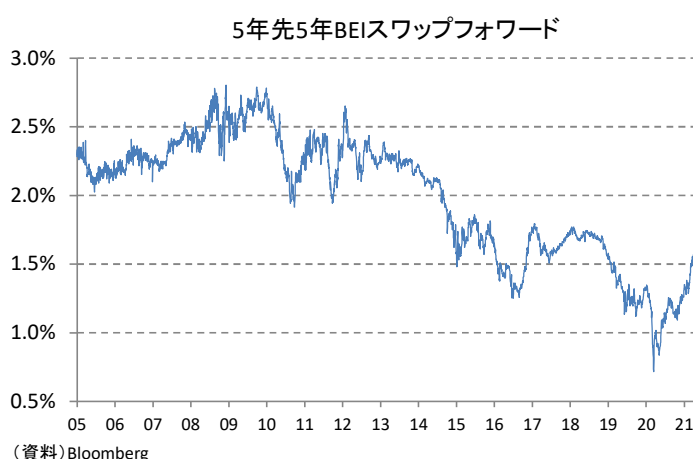
(資料) Macrobond ※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る

年間、「賃金の塊」とも言えるサービス物価は平均+1.7%程度で推移していたが、2020年1月から2021年5月までは平均+1.0%程度まで切り下がっている。厳密には+1.0%台に復帰したのは2021年に入ってからであり、昨年は1.0%未満が常態化していた。サービス物価がここまで低迷したことはユーロ発足以来で初めてである。

ECBは四半期に1度、域内の妥結賃金の動きを調査・分析しているが、2021年1～3月期は前年比+1.36%とユーロ圏創設以来、史上最低の伸び幅だった(前頁図・下)。もちろん、雇用・賃金情勢は景気の遅行系列であり、この数字は「悲観の極み」である2020年を色濃く反映したものである。しかし、一度切り下がった賃金が元の水準を回復するかどうかは日本の経験を踏まえると不安もある。図を見る限り、リーマンショックを契機として域内の妥結賃金は緩やかに伸びが減速しており、それがHICPの4割を占めるサービス物価を規定する部分は小さくないと考えられる。

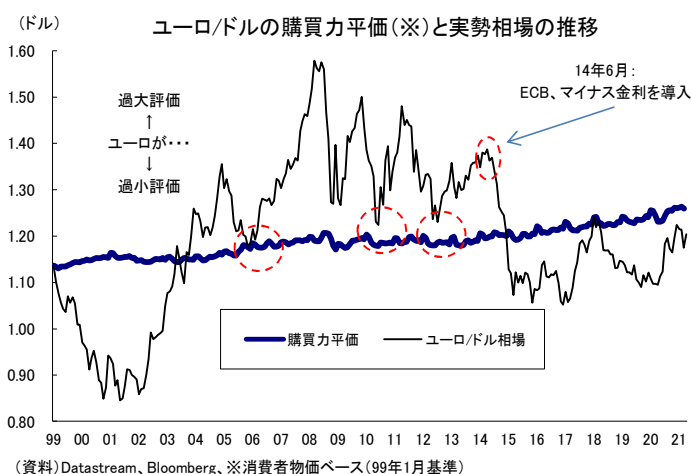
～インフレ期待も確実に切り下がっている～

現実の物価に合わせて、インフレ期待も反転している。ECBの重視する5年先5年物インフレスワップフォワード(BEI)は1%を割り込んでいた1年前から切り返し、完全にコロナ前の水準を回復している。とはいえ、HICPにおけるサービス物価や妥結賃金と同様、リーマンショックや欧州債務危機を契機としてインフレ期待は確実に切り下がっている。現在推移している1.5%から1.7%程度というゾーンはコロナ以前に推移していた水準だが、2%以上が当然であった2014年以前とはだいぶ状況が変わっているのも確かである。来年以降、アフターコロナの機運がはっきりし始めた時に、再び「1.5～1.7%」でインフレ期待が安定するのか、それとも妥結賃金の動きが示唆するように、さらに低いレンジで推移することになるのかは注目したい。その点に判断がつかない状況でECBが明確な正常化プロセスを進めるということもないだろう。



～円高の歴史を彷彿とさせるユーロ～

このようにユーロ圏においてデフレの粘性性が相応に確認されており、世界最大のバランスシートを誇るECBの金融政策運営をもってしても解決できていないという事実は留意しておきたい。これはユーロ相場の展望を検討する上でも大事な視点である。日本経済と円の歴史が証明してきたように、ドル/円の歴史は円高の歴史、円高の歴史はデフレの歴史だった。



もちろん、ユーロ圏は物価下落(デフレ)にまで陥っているわけではないが、物価が上がらなくなるデysinフレが常態化すれば、理論的にユーロの購買力は上がっていくことになる。例えばユーロ/ドル相場を例にとると、その購買力平価(PPP)は徐々に切り上がっていることが分かる(前頁図)。実勢相場が PPP 付近で推移する時間は決して長くないものの、PPP に向けて収斂する傾向は理論的に支持されるものだ。

筆者が拙著『欧州リスク 日本化・円化・日銀化』を敢行し、ユーロ圏のデysinフレ傾向や望まぬユーロ高の可能性を説いたのが 2014 年だった。あれから 7 年が経過し、当時の懸念は確実に現実のものになっていると感じる。そうした大局観を持って、ユーロ圏の経済・金融情勢並びにユーロ相場を考察していきたい。

市場営業部兼金融市場部
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
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンのカ～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しに示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ競争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常态～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～一過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
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エレン新財務長官
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)