

みずほマーケット・トピック(2021 年 10 月 28 日)

2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後

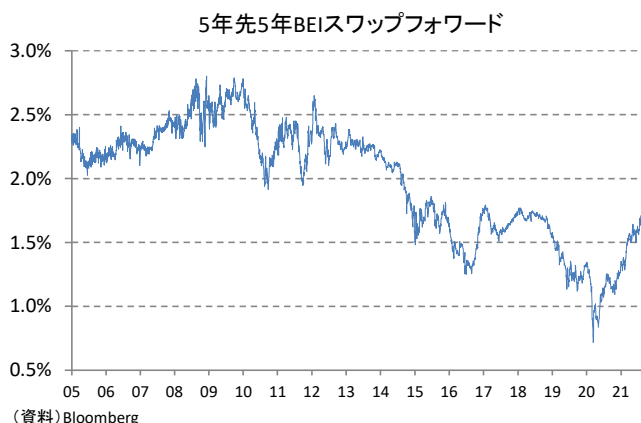
今後の ECB 政策理事会では伝統的なキーフレーズである「二次的波及効果(second-round effect)」に注目。インフレ高進の理由が何であれ、二次的波及効果を懸念するならば引き締めは正当化される。ECB はインフレ期待に関し 5 年先 5 年物ブレイク・イーブン・フォワードレートを伝統的に注目してきた。今週に入り、これが約 7 年ぶりの 2%台に復帰しており二次的波及効果の兆候と受け止められる可能性も。PEPP が縮小過程に入ることは既定路線としても「金利」はどうかという照会も増えている。結論から言えば、12 月スタッフ見通し次第である。7 月に運用が開始された新戦略では見通しの数字が重用されることになっている。9 月見通しで示された数字では利上げは難しいが、当時よりも原油価格は大幅上昇している。ユーロ安も進んでいることを加味すれば、12 月見通しで予測期間中の物価安定が判断される目は十分ある。そうなれば拡大資産購入プログラム(APP)終了、そして利上げへの道が開けることになる。

～キーフレーズは「二次的波及効果」～

今晚には ECB 政策理事会がある。既に今週の本欄でプレビューした通り、現状維持とした上で 12 月のパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)終了への地均しに努めるだろう。物価動向に関して言えば、ユーロ圏も米国同様の状況にある。ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の騰勢の半分はエネルギー関連で説明可能であり、それ自体が一時的との説明に違和感はない。しかし、理由はどうか、高インフレを放置すればそれ自体がインフレ期待を押し上げ、企業の財・サービスに対する価格設定行動に影響を与える懸念がある。場合によってはそれが制御不能な状態に至るかもしれない。この点、ECB は政策変更のキーフレーズとして伝統的に「二次的波及効果(second-round effect)」を用いてきた。供給制約に起因する高インフレを利上げで食い止めようとすることは実体経済の縮小均衡を企図する行為であり望ましいものではない。だが、二次的波及効果を重く見るならば中銀として引き締め措置を講じる正当性はある。10 月および 12 月の ECB 政策理事会が引き締めを検討するならば、二次的波及効果への言及は注目したい。

～インフレ期待は約7年ぶりの水準に～

実際、今週に入ってからインフレ期待は二次的波及効果を懸念すべき動きを示している。ECB はインフレ期待に関し 5 年先 5 年物ブレイク・イーブン・フォワードレート(5 年先 5 年物 BEI)を伝統的に注目してきた。今週に入り、これが 2%を突破している。2%台に復帰したのは 2014 年 9 月以来、約 7 年ぶ



りである(図)。当時はユーロ圏の日本化懸念が強まっており、実績および期待ともに物価が低迷していた。もちろん、昨年 1%を割り込んでいたことの反動込みで評価すべき話であり、2%を額面通り受け止めるべきではないが、二次的波及効果という問題意識に照らせば看過できないものと考えられるだろう。今週の本欄でも議論したように、未だ賃金への波及が判然としないことから評価が難しいものの、定例の拡大資産購入プログラム(APP)に加えて PEPP まで維持する必要性は確実に薄れていると言える。PEPP の期限である 2022 年 3 月末まで、今晚を除けば 3 回(12 月・1 月・3 月)しか会合は無い。3 月の決断は実質不可能であろうから、12 月と 1 月しかないだろう。スタッフ見通しに合わせるならば 12 月しかない。

～利上げは12月スタッフ見通しに委ねられた～

このように「量」に関しては縮小過程に入るとしても、「金利」はどうかという照会も増えている。結論から言えば、ハードルは高いものの 12 月スタッフ見通し次第では注目論点になる。

順を追って理解する必要がある。PEPP はパンデミック終了と共に終わるとしても、まだ ECB には APP という「量」の論点が残されている。この APP に関しては「to end shortly before it starts raising the key ECB interest rates」と記述されており、その終了が利上げのトリガーというガイダンスになっている。現状では APP 終了が議論の俎上にすら上っていないため、利上げの議論は封印されたままである。ここで APP 終了に必要な物価安定の評価をどう見るかが重要になる。7 月以降、ECB は新たな金融政策戦略の下で物価安定の定義を以下のように表現している(キーワードとなりそうな部分だけ英語表記を残している):

- 対称的な 2%のインフレ目標(symmetric two per cent inflation target)と金融政策戦略に従い、インフレ率が予測期間終盤よりも相当前(well ahead of the end of its projection horizon)で 2%に到達し、残りの予測期間もそれを維持する(durably for the rest of the projection horizon)と考えられるまで、そして基調的なインフレ率の実績が「中期的な 2%での安定」と整合的な状況に向かって十分に進捗していると判断されるまで、政策理事会は主要な政策金利が現在と同じかそれ以下の水準にとどまると考える。これはまた、インフレ率が一時的に(2%の)目標を緩やかに上回る期間がある可能性を示唆する。

見ての通り、極めて冗長で分かりにくい。この点、7 月政策理事会でラガルド ECB 総裁はこの物価安定の定義を理解するための 3 つのエッセンスを示しており、それは①インフレ率が予測期間終盤よりも相当前で 2%に到達すること(※「相当前」とは予測期間の中間地点を指すこと)、②残りの予測期間もそれを維持すること、③基調的なインフレ率の実績が「中期的な 2%での安定」と整合的な状況に向かって十分に進捗していること、と説明されている。

ECBのスタッフ見通し(2021年9月)

(%)

	2021	2022	2023
消費者物価上昇率(HICP)	2.2	1.7	1.5
(前回:2021年6月)	1.9	1.2	1.4
実質GDP	5.0	4.6	2.1
(前回:2021年6月)	4.6	4.7	2.1

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2021～23年が1.18。

具体的に見ていくと、①に関しては最新 9 月スタッフ見通しでは中間地点(2022 年)でも 1.7%なので、既にこの時点で物価安定が損なわれているという話になるが、これは 12 月改訂で 2.0%を超えて上方修正が示される可能性もあるだろう。②や③が認められるかどうか、①における上方修正幅に依存するが、2022 年から 2023 年にかけて+0.3~+0.5%ポイント程度の引き上げは足許の原油高などを踏まえればない話ではない(9 月改訂では 2022 年で+0.5%ポイント上方修正されている)。例えば 9 月スタッフ見通しの予測の前提では原油価格(ブレント)に関して 2021 年が 67.8 ドル、2022 年が 67.3 ドル 2023 年が 64.1 ドルと既に足許(82 ドル近辺)と比べて 2 割以上安く置かれている。ユーロ/ドルの想定も 1.18 が維持される前提だが、現状ではそこから 2%程度のユーロ安が進んでおり、輸入物価経由のインフレ圧力も想定されるだろう。その意味で今会合よりも 12 月会合で示されるスタッフ見通し改定の数字が利上げを見通す上で極めて重要という話になる。

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10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われぬ円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツと党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021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
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力～)
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