

みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 7 日)

過去最大のインフレ率を前に ECB はどう動くか

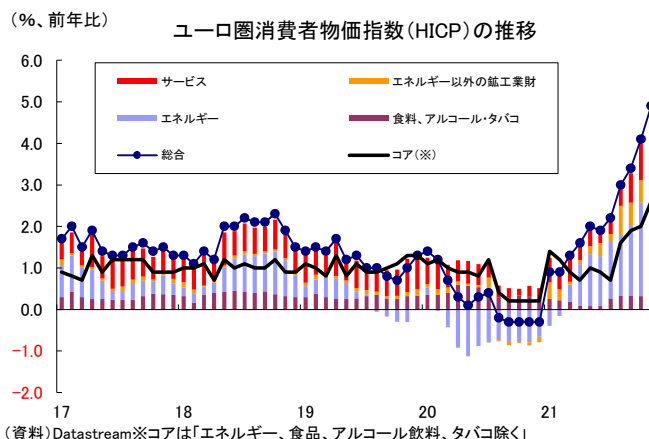
ユーロスタットより公表されたユーロ圏 11 月ユーロ圏消費者物価指数(HICP、速報値)は前年比+4.9%と統計開始以来最大の伸びを記録。伸びの半分近くがエネルギーに起因するが、残り半分はサービスや鉱工業財など広範な物価上昇に起因している。コアベースでも+2.6%と過去最大の伸びであり、感染再拡大を前に正常化プロセスの手を止めようとしている ECB にとって面倒な材料が浮上している。現実のインフレ率だけではなく、インフレ期待も押し上げられており、2022 年中にも ECB が「量」の緩和はもちろん、「金利」についても着手するのではないかとの観測は一部で出始めている。要するに、「FRB と並んで ECB も 2022 年中に利上げ」というシナリオである。ラガルド ECB 総裁は否定するが、市場は今後 1 年での利上げシナリオを諦めていない。恐らくユーロ圏のインフレ高進は今がピークと思われるが、予測期間にわたって利上げ条件を満たす可能性は残されており、ラガルド総裁は苦しい弁明に追い込まれそう。

～2022 年も「日本回避」もテーマ～

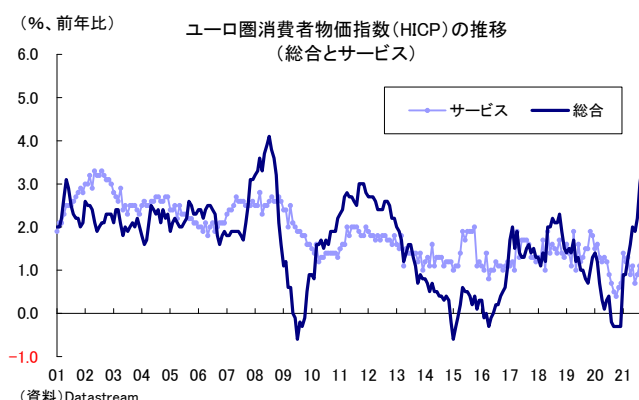
昨日は米大統領首席医療顧問であるファウチ氏の「これまでのところ、重症化の度合いはそれほど高くないようだ。これは勇気づけられる兆候だ」との発言からオミクロン変異株の脅威は想定ほどではないとの思惑が拡がり、リスク許容度の改善から米株・米金利・ドルが揃って値を戻している。片や、日本では昨日行われた岸田首相の所信表明演説において「財政より経済、経済よりも新型コロナウイルス対策」との優先順位が示され、経済正常化に慎重な姿勢が押し出された。今年の本欄では日本の過剰な防疫対策が欧米との著しい格差に繋がり、これが株や為替の動向にも反映されたと論じてきたが、残念ながらこうした「日本回避」は 2022 年もテーマとして存続しそうである。

～過去最大のインフレ率に直面する ECB～

ところで、先週 11 月 30 日にユーロスタットより公表されたユーロ圏 11 月ユーロ圏消費者物価指数(HICP、速報値)は前年比+4.9%と統計開始以来最大の伸びを記録している。FRB 同様、正常化プロセスを検討中の ECB に対し、如何なる影響を持つのか考えてみたい。まず、上昇の中身に目をやると+4.9%のうち+2.6%ポイントがエネルギーと相変わらず伸びの半分近くがエネルギーに起因している。エネルギー自体の伸び率は前年比+27.4%と2か月連続で+20%台で、二桁伸び率は5か月連続となる。しかし、



裏を返せば、残り半分近くはエネルギー以外の上昇で支えられており、サービスが前年比+2.7%と+4.9%のうち+1.1%ポイントを占めている。基本的には「賃金の塊」と考えられるサービス物価が騰勢を強めていることは ECB が正常化プロセスを検討する上で背中を押すものだろう。そのほかエネルギー以外の鉱工業財も前年比+2.4%と過去 2 番目の上昇幅(1 番目は同+2.6%で今年 8 月)を記録するなど、物価上昇圧力が広範に及び始



めている様子が窺える。なお、物価の基調であるコアベース(エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除く総合)も+2.6%と過去最大の伸びであった。いずれにせよ感染再拡大を前に正常化プロセスの手を止めようとしている ECB にとって面倒な材料が浮上していると言わざるを得ない。

～改めて必要になる正しい戦略理解～

現実のインフレ率だけではなく、インフレ期待も押し上げられており、長らく 2%を超えずに問題視されていた 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)も 2%台で定着している。実際のところ、こうした状況を前にして 2022 年中にも ECB が「量」の緩和はもちろん、「金利」についても着手するのではないかと観測は一部で出始めている。要するに、「FRB と並んで ECB も 2022 年中に利上げ」というシナリオである。EONIA フォワードレートを見ても、例えば 2022 年 12 月の政策理事会を跨ぐ 12 か月先 3 か月物は 12 月初頭に▲0.36%程度をつけており、10bps の利上げを 1 回以上織り込む状況にある。しかし、ラガルド ECB 総裁は 12 月 3 日のイベントで条件が満たされれば行動を躊躇うことはないとしながらも、2022 年中の可能性は極めて低いと一蹴している。

ここで今年 7 月から運用されている ECB の新たな金融政策戦略を正しく理解しておく必要がある。新戦略の下では物価安定の条件として 3 つの論点が言及されている(右図)。12 月には 2024 年予測も出てくるため話は変わってくるが、現時点では予測期間の中間地点とは「2022 年半ば」であり、そこまでに 2%到達は確実であるため①の条件は満たす。残り②、③は予測期間後半の議論に関わってくるが、既にエネルギー価格がピークアウトしており、年内いっばいで 2020 年下半期に実施された時限的な付加価値税減税の

ECB新戦略の下での物価安定イメージ

①予測期間終盤よりも相当前で 2%に到達

・「相当前」とは予測期間の中間地点を指す。

②残りの予測期間もそれを維持

・予測期間後半も結局は2%以上に確証が必要。

③インフレ率の基調が『中期的に 2%で安定』と整合的な状況で推移

・コアベースでも上記2つの条件は満たすこと。

(資料)筆者作成

ベース効果も剥落するため、「今がインフレのピーク」である可能性は高い。②、③を満たせないのだから物価の安定とは判断できず、利上げも議論しないというのが ECB の胸中だろう。

～絶対に無いとは言えない利上げシナリオ～

しかし、ここから HICP が失速しても 2022 年後半以降、総合ベースおよびコアベースの伸びが 2% 付近で安定推移すること自体、それほど無理な話ではないのも事実である。少なくとも、12 月 16 日の政策理事会で改訂される ECB スタッフ見通しでは HICP の見通しが相応に引き上げられるはずであり、その程度によっては「2022 年中に利上げ」というのも絶対に無いとは言えないシナリオである。

もちろん、ラガルド総裁はそうした思惑を鎮静化しようと努めるであろうが、「新戦略に明示された条件を満たすのに利上げの議論すらしない」という状況を前に苦しい弁明も予想される。パウエル FRB 議長と異なり、ラガルド総裁はインフレ率について「一時的」との見解を終止崩しておらず、この点がどのように変わってくるか(あるいは変わってこないのか)も注目点になるだろう。

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。

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
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
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
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	「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	気候変動オペを受けて～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ない円。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？