

みずほマーケット・トピック(2022年6月2日)

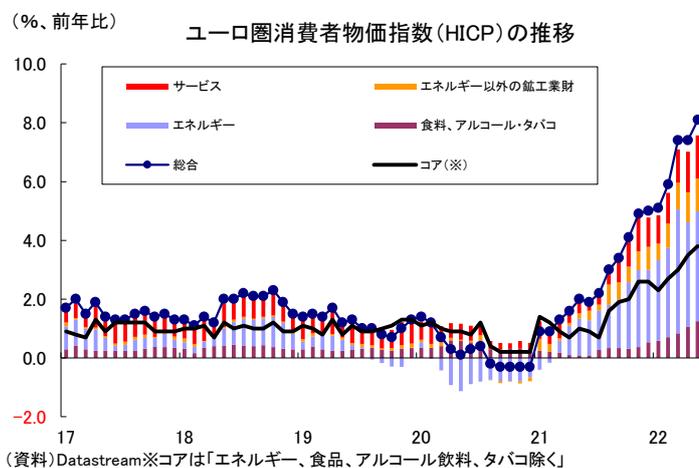
変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望

ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)は前年比+8.1%と統計開始以来、最大の伸び率。項目別に見ても軒並み過去最大の伸びを示しており、既に物価上昇の半分以上がエネルギー以外の項目に起因しているという事実が目撃される。サービス価格も加速している以上、ECBの一部で懸念される「賃金上昇スパイラル(the resulting wage-price spiral)」が実現しており、インフレ高進が長引く可能性を懸念しても不思議ではない情勢に見受けられる。米国同様、物価上昇の範囲が徐々にしかし確実に拡大しており、一過性とは呼べない方向へ物価上昇の「質」が変容しているのではないかと見られる。足許のインフレ動向を受けて、もはや注目は利上げの「有無」から「幅」に移っている。既にECB要人のタカ・ハト両陣営から情報発信が交錯しており、+50bps利上げを推す声も少ないわけではない。しかし、既に漸進主義(gradualism)に反する動きを重ねており、域内経済がウクライナ危機の直接的な影響を被りやすいという特質も踏まえれば、7月と9月ともに+25bpずつの利上げというのが適切な落としどころか。性急な利上げはオーバーキルに。

～物価上昇の「質」が変容しつつある～

5月31日、ユーロスタットが公表したユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)は前年比+8.1%と過去2か月連続の同+7.4%から加速し、市場予想の中心(同+7.8%)を大きく上回った。統計開始以来、最大の伸び率である。エネルギー・食品・アルコール飲料・タバコ除くコアベースも同+3.5%から同+3.8%へ加速し、これも過去最大の伸び率である。項目別に見ればエネルギーが同+39.2%と引き続き非常に大きく伸びており、これだけで全体(+8.1%)に対して+3.7%ポイントの寄与度を持つ。

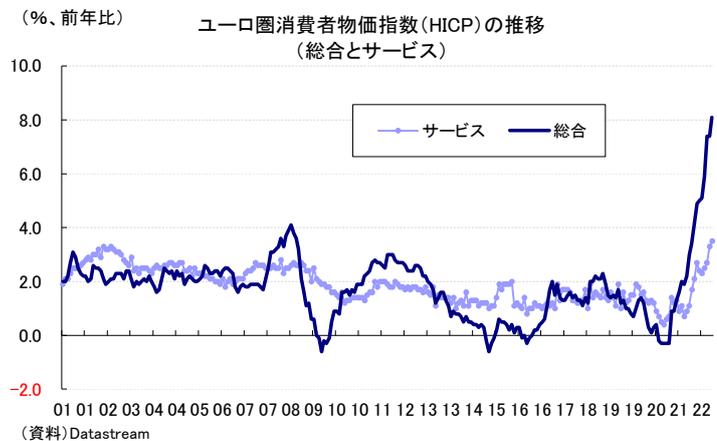
だが、裏を返せばもはや物価上昇の半分以上はエネルギー以外の項目に起因しているという話でもある(エネルギー除くHICPでも+4.4%であり、物価目標の倍以上の伸び率となる)。エネルギーを筆頭とする商品価格上昇は年初来のユーロ安に絡んだ輸入物価上昇も相まって広範な財に及んでいる。例えば、エネルギー以外でコアベースから除外されている食品・アルコール飲料・タバコは同+7.5%とやはり過去最大の伸び率であり、この寄与度が+1.3%ポイントである。また、コアベース物価を構成する「エネルギー以外の鉱工業財」も同+4.2%と過去最大の伸び率で全体に対する寄与度は+1.1%ポイントに及んでいる。米国同様、物価上昇の範囲が徐々にしかし確実に拡大



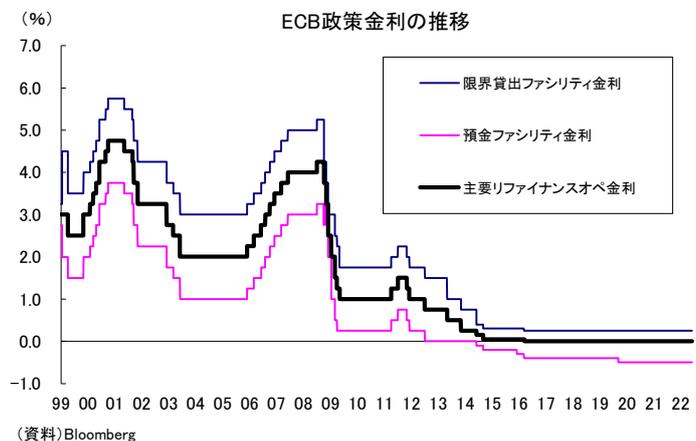
しており、一過性とは呼べない方向へ物価上昇の「質」が変容しているように見受けられる。

～10年前とは異なる利上げ環境～

とりわけ不安視されるのはやはりサービス価格の動きであり、同+3.5%と前月から加速している(しつこいようだが、これも過去最大の伸び率だ)。先週の本欄でも詳しく議論したように、財価格の上昇機運は元々需給がひっ迫していた雇用・賃金市場にも及び始めている。過去、総合ベースの物価が一時的に跳ねても安定的に推移してきたサービス物価だが、今回は明らかに連動性が見られて



おり、この点で過去とは違う雰囲気を感じる(右図・上)。ECB 政策理事会議事要旨(4月13～14日開催分)の中では「年明け以降、賃金上昇スパイラル(the resulting wage-price spiral)に入ってしまうと手遅れになるため早く手を打つべし」と考えるメンバーの意見も紹介されていたが、図を見る限り、その懸念は現実化しているように見える。約10年ぶりとなる利上げに向けて急ぎ始めたのはそのような思いからなのだろう



(右図・下)。ECB が最後に利上げしたのは2011年7月であり、欧州債務危機の最中における利上げはECBの歴史に残る失策として知られている。しかし、逡巡した末に市場予想に反して利上げに踏み込んだ当時と違い、今は明らかな必要性に駆られている。

～注目は利上げの「有無」から「幅」へ～

ECBの想定以上にインフレが高進する地合いを受けて、もはや注目は利上げの「有無」から「幅」に移っている。既報の通り、EUとしては年内にロシア産の原油輸入を9割停止する方針であり、オランダとデンマークなどに向けた天然ガス供給をロシアが停止することも報じられている。世界経済の好不調に従った需給動向にも依存するが、真っ当に考えれば見通せる将来において資源価格は上昇する公算が大きい。結果としてHICPが際立って下がるのも難しいように見える。

利上げの「幅」に関してはECB要人のタカ・ハト両陣営から情報発信が交錯している。例えば最近ではカジミール・スロバキア中銀総裁が「7月に+25bp、9月に+50bpになる可能性がある」と語り、クノット・オランダ中銀総裁も7月に+25bpの利上げを実施すべきだが、大幅利上げの可能性も現時点で排除すべきではないと述べ、やはり+50bpsの可能性を示唆している。そのほかカザークス・ラトビア中銀総裁も+50bps利上げの必要性に言及している。大国であろうと小国であろうと政策理

事会では等しく1票であり、+50bpsを支持する声は無視しかねるものがある。

片や、ビスコ・イタリア中銀総裁は緩やかな利上げを主張し、デコス・スペイン中銀総裁も、7月および9月の利上げを支持しつつも特定の道筋(≒「有無」や「幅」)に事前にコミットするべきではないとの見解を示している。周知の通り、ウクライナ危機の影響を最も被りやすいユーロ圏の経済・金融情勢を踏まえ、性急な引き締め措置は後々の影響が大きくなり過ぎる可能性がある。過去の本欄でも論じたように、政策理事会を待たずに7月の拡大資産購入プログラム(APP)終了と利上げ開始、9月のマイナス金利終了までをブログという異例の形式で宣言してしまったことは従前よりECBが強調してきた漸進主義(gradualism)に反する動きだった。その上で利上げの「幅」までも+50bpsを常態とする政策運営はさすがに性急な印象が拭えないように思える。これまでのECBの情報発信やユーロ圏の経済・金融情勢を踏まえれば、7月と9月ともに+25bpずつというのが適切な落としどころになってくると考えたい。

市場営業部
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
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりのか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月合会に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レールン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株値に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株値を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～