

みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 1 日)

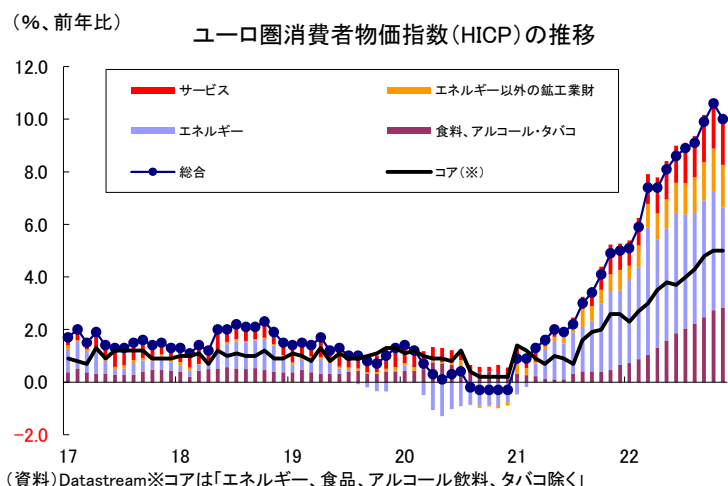
まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢

ユーロ圏 11 月消費者物価指数(HICP)は前月から▲0.6%ポイントも減速したが、これはエネルギーが+41.5%から+34.9%へ減速したことを受けた動きであり、それ以外の項目が顕著に減速したわけではない。事前にラガルド ECB 総裁がけん制していた通り、本当にピークアウトしたかどうかは全く予断を許さない。例えば総合ベースの▲0.6%ポイントという減速幅に対し、懸案のサービス物価は前月の+4.3%から+4.2%へと▲0.1%ポイントしか減速していない。この程度のサービス物価の減速は直近 1 年間で経験している。サービス物価が顕著に減速してこない限り、物価-賃金スパイラルの不安が払しょくされたとは判断できない。また、域内の与信情勢を見ると非常に堅調であり、HICP の軌道と平仄が合う。实体经济におけるマネーサプライが著しく伸びる状況は理論的にはインフレ率の押し上げに繋がる。借入需要も旺盛な状況であり、率直に中央銀行として「引き締めが足りていない」と考えるだろう。12 月会合では利上げ路線継続はもちろん、再投資停止による BS 縮小について何らかの情報発信をすることになると予想。

～本当にピークアウトしたのか？～

昨日発表されたユーロ圏 11 月消費者物価指数(HICP)は前年比+10.0%と前月から▲0.6%ポイントも減速した(以下特に断らない限り前年比で議論する)。減速は1年5か月ぶりの動きだが、これはエネルギーが+41.5%から+34.9%へ減速したことを受けた動きであり、後述するようにそれ以外の項目が顕著に減速したわけではない。資源価格のピークアウトがヘッドラインのインフレ率を押し下げるという展開は事前に想定された方向感でもある。今週 28 日の欧州議会における公聴会でラガルド ECB 総裁は「インフレは 10 月がピークだったことを望むが、残念ながらそこまで見込むつもりはない」、「インフレが実際にピークに達したと考えるにはあまりにも不確実性が高い。そうだったのなら驚き」などと述べ、11 月 HICP の結果を受けて市場期待が楽観に傾斜することを事前にけん制している。ラガルド総裁も同じ場で述べていたように、「エネルギーコストの小売りへの転嫁」に限って言えば、本当にピークに達したのかどうかはまだ分からない。

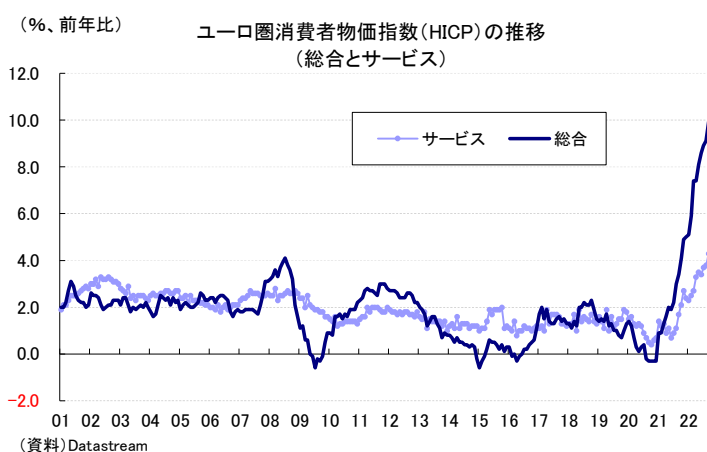
また、ピークアウトが始まっていたとしても未だ 2 ケタのインフレ率であり、今後 12 か月間、毎月▲0.6%ポイントずつ減速しても前年比+3%弱までしか減速しないことになる。その間に資源価格の



騰勢が強まるリスク、物価-賃金スパイラルに至るリスクなどを踏まえれば、ラガルド総裁として甘い発言をするわけにはいかないという胸中は理解できる。利上げ路線を基軸として量的な引き締めも検討していこうという従前路線に大きな修正はないだろう。12月15日の政策理事会に関しても、まだ+50bpよりも+75bpの引き上げがなされる可能性の方が依然高い。

～エネルギー以外に減速は確認できず～

HICPの中身を詳しく見ていくと、決して楽観できない実情が見えてくる。例えば総合ベースの▲0.6%ポイントという減速幅に対し、懸案のサービス物価は前月の+4.3%から+4.2%へと▲0.1%ポイントしか減速していない。この程度のサービス物価の減速は直近1年間で経験している(昨年12月、今年1月、6月には前月比で減速している)。サービス物価が顕著に減速してこない限り、物価-賃金スパイラルの不安が払しょくされた



とは判断できない。この点は ECB 政策理事会議事要旨(10月26日開催分)でも懸念が示されている。それ以外の項目を見ても、エネルギー以外の鉱工業財は+6.1%で前月から横ばい、変動が大きくコア指数からは除かれる食料・アルコール・タバコにいたっては+13.1%から+13.6%へ+0.5%ポイントも加速している。エネルギーが減速しても、各方面への価格転嫁がラグを伴って発生しているのが現状ではないかと思われる。これらの項目すべてで持続的に減速が確認されてこない限り、ECBからの情報発信が大きく変わることは考えにくい。

～与信情勢は過熱気味～

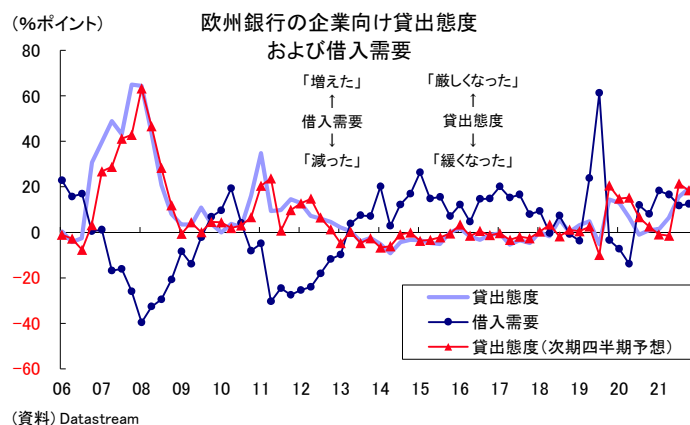
域内の物価情勢を展望するにあたって気になる論点はもう1つある。それは堅調な与信情勢だ。図に示すように、民間向け貸出は9月時点までに加速が続いており、HICPの軌道と平仄が合う。实体经济におけるマネーサプライが著しく伸びる状況は理論的にはインフレ率の押し上げに繋がる。また、今年に入ってから域内銀行の貸出態度は厳格化の傾向にあるものの、借入需要が顕著に減少する状況にはなっていない(次頁図)。こうした与信情勢



から金融政策について指摘できることは「引き締めが足りていない」という事実だろう。利上げや貸出態度の厳格化がまだ借入需要や貸出の減少に結び付いていないのだから、中央銀行としては

より引き締め的な金融環境を用意するしかない。なお、貸出が減っていないという事実は ECB の抱える巨大な流動性（バランスシート、以下 BS）が銀行部門を通じて実体経済へ流れ込むという状況が残っている事実をも意味する。利上げ継続は当然として今後は BS の処遇も議論されていくのは当然の流れと言える。かかる状況下、ECB は 12 月 15 日の政策理事会において既存の利上げ

路線継続はもちろん、再投資停止による BS 縮小について何らかの情報発信をすることになるだろう。ちなみに銀行貸出が減速していないという問題は米国も共有するところではあり、最近の米金利低下・ドル安機運にとってはリスクと言える。市場参加者の耳目を引きやすい物価関連の統計は当然重要ではあるものの、そうした動きを焚きつける原資となり得る銀行貸出の動きが依然、欧米ともに旺盛であることは 2023 年を迎えるにあたって知っておくべき事実の 1 つであるように思う。



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11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロニニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣後する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか?
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか?
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーブ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人