

みずほマーケット・トピック(2023 年 1 月 18 日)

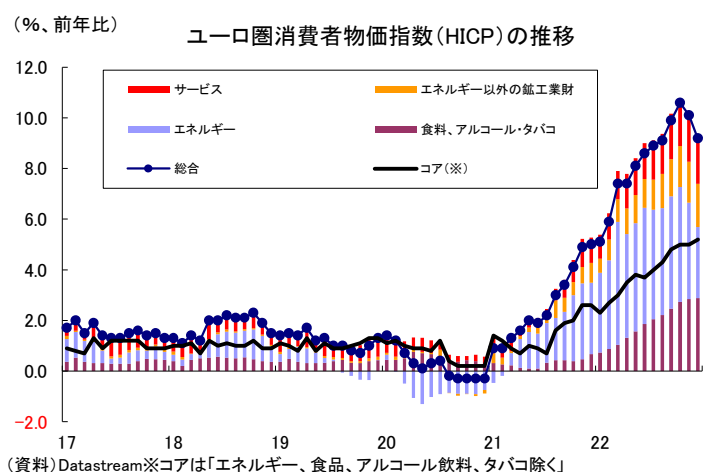
懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～

日米金融政策に焦点が集まる中、ECB も 3 月には利上げ幅を+50bp から+25bp に減速させるのではないかと観測が出始めている。確かにユーロ圏のヘッドラインのインフレ率鈍化はかなり明確になっているため、「3 月に+25bp」は根拠の無い話ではない。しかし、減速はエネルギー「だけ」の話であり、変動の大きい食料・アルコール飲料・たばこ・エネルギーを除いたコアベースでは加速している。特に賃金情勢と密接に関係するサービスが加速していることについて ECB は大きな懸念を抱くはずである。今、ユーロ圏で起きていることはエネルギー価格の急騰を起点とした価格転嫁であり、これがどこまで粘着的なものとして残るのが注目される状況と言える。ECB が多用する重要フレーズで言えば、「second-round effect(二次的波及効果)」を見極める段階。ユーロ圏経済の失速が(暖冬もあって)事前想定ほどではないとも考えれば、コア HICP が加速していることの方が ECB にとって重大な問題になると予想。ハト派期待は尚早。

～ECB、「second-round effect(二次的波及効果)」を見極める状況～

日米金融政策に焦点が集まる中、ECB についても 3 月には利上げ幅を+50bp から+25bp に減速させるのではないかと観測が出始めている。17 日、ブルームバーグが複数の ECB 高官の話を元にその可能性を報じている。2 月 2 日の政策理事会は 2.00%から 2.50%へ 2 会合連続で+50bp の利上げが確実視されるが、確かにヘッドラインのインフレ率鈍化が明確になっているため、「3 月に+25bp」は根拠の無い話ではない。直近となる 12 月分のユーロ圏消費者物価指数(HICP)は今月初に発表されているが、前年同月比+9.2%と漸く一ケタに落ち着いている。しかも、減速幅が 11 月(同+10.1%)から▲0.9%ポイントと大きく、ECB の挙動に注目が集まるのは自然だ。こうしたヘッドラインの動きはエネルギー価格が同+34.9%から同+25.7%へ鈍化していることの影響である。

しかし、図を一瞥しても分かるように、これはエネルギー「だけ」の話であり、変動の大きい食料・アルコール飲料・たばこ・エネルギーを除いたコアベースでは同+5.0%から同+5.2%へ加速している。その内訳を見ると、エネルギーを除く工業製品が同+6.1%から同+6.4%へ、サービスが同+4.2%から同+4.4%へそれぞれ加速している。特に賃金情勢と密接に関係するサービスが加速していることについて ECB は大きな懸念を抱くはずである。今、ユーロ圏で起きていることはエネルギー価格の急騰を起点とした価格転嫁であり、

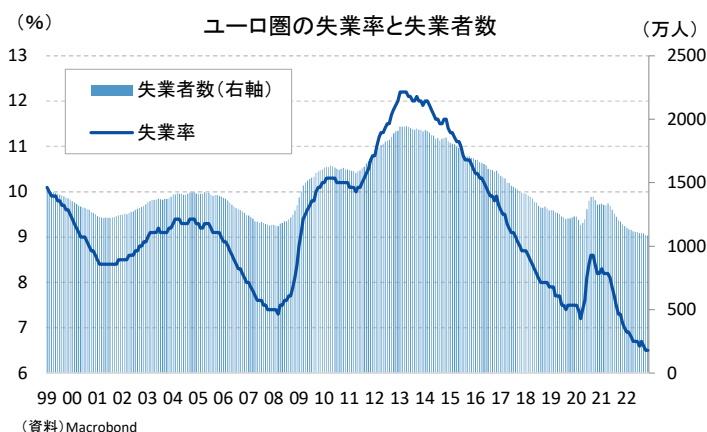


これがどこまで粘着的なものとして残るのが注目される状況と言える。ECB が多用する重要フレーズで言えば、「second-round effect (二次的波及効果)」を見極める段階である。

～コア加速を重く見る公算大～

もともと 12 月の政策理事会でラガルド総裁は+75bp から+50bp の利上げ幅縮小に関して「これを ECB の転換 (pivot) と考えるのは誤りある (Anybody who thinks that this is a pivot for the ECB is wrong)」とハト派期待の高まりをけん制している。また、同会合の声明文では「インフレ率はあまりにも高く、目標を超える状態があまりにも長期化することが予見されるため、まだ著しい利上げが想定される (We decided to raise interest rates today, and expect to raise them significantly further, because inflation remains far too high and is projected to stay above our target for too long)」と明記している。当面に関して「著しい利上げ」を予告しておきながら 1 会合挟んで利上げ幅を+25bp に戻すという動きは違和感がある。上述のサービス物価の動向も合わせ見れば、軽々に利上げ幅の縮小を謳うことには慎重と考えるのが普通ではないか。もちろん、過去 1 年の ECB の政策運営は朝令暮改の連続であるため、利上げ幅が縮小しても利上げ路線が継続することをもって声明文との整合性を主張する可能性はある。しかし、最も避けるべき wage-price spiral (賃金・物価スパイラル) が始まってしまえば、その収束は非常に困難になる以上、オーバーキル覚悟で+50bp を続ける正当性の方がまだ大きいように筆者は感じている。

1 月以降もエネルギー価格のピークアウトや記録的な暖冬などを背景としてヘッドラインの HICP は押し下げが続くはずだが、雇用・賃金情勢が緩和する兆しはない。現状、ユーロ圏の失業率は統計開始以来の最低水準を更新中であり、真っ当に考えれば賃金が下がる理由はない。現状、ユーロ圏経済の失速が(暖冬もあって)事前想定ほどではないため、コア HICP が加速していることの方が ECB にと



って重大な問題になるのではないかな。2 月会合が終わる前から 3 月会合の予想することはナンセンスだが、現時点で 3 月の利上げペース鈍化を囁き立てるのはあまりにも性急であるように思える。むしろ 2 月 2 日の政策理事会では HICP のヘッドライン減速で生じたハト派期待を戒めるような情報発信が出る可能性に構えるべきではないかと予想したい。

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
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
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
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	水際対策完全撤廃を前に論点整理
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	伊メローニ新政権、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(劣化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)