

みずほマーケット・トピック(2023 年 2 月 9 日)

ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivot は支持されず～

ユーロ圏の経済・金融情勢が堅調であることは再三議論している通りだが、目下、ECB がインフレ抑制の真っ最中にあることを思えば、経済の復調がインフレの粘着性に繋がる展開が当然懸念される。現状、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)に目をやると、総合ベースこそピークアウトが始まっているものの、その上昇圧力がコアベースに波及し、持続性を帯び始めている疑いはある。コアベースの高止まりが続けば、必然的にインフレ期待の高止まり(もしくは加速)に繋がる恐れも。では、インフレ期待の現状はどうなっているのか。インフレ期待は大別するとブレイクイーブンインフレ率(BEI)に表れる市場ベース、アンケート調査などによる調査ベースに分かれる。前者に関しては過去 1 年間で 2.0～2.5%と概ね安定しており、制御不能な状況にはない。一方、調査ベースのインフレ期待は依然として高く、ECB の姿勢転換(pivot)を後押しするほどの材料とは言えない。賃金インフレの懸念が消えない以上、ECB は「やり過ぎの方がまし」という姿勢で利上げ路線を堅持する誘因は大きいはずであり、それはユーロ相場見通しの支えになる。

～市場ベースのインフレ期待は安定～

本欄では断続的に取り上げているように、ユーロ圏の経済・金融情勢が相対的に堅調な状況が続いている。実体経済が堅調であることは喜ばしいことだが、目下、ECB がインフレ抑制の真っ最中にあることを思えば、経済の復調がインフレの粘着性に繋がる展開が当然懸念される。昨日もナゲル独連銀総裁が「ECB はもっと大幅な利上げが必要」との認識を強調したことが報じられている。現状、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)に目をやると、総合ベースこそピークアウトが始まっているものの、その上昇圧力がコアベースに波及し、持続性を帯び始めている疑いがある。

コアベースの高止まりが続けば、必然的にインフレ期待の高止まり(もしくは加速)に繋がっていく恐れが抱かれる。インフレ期待は大別するとブレイクイーブンインフレ率(BEI)に表れる市場ベース、アンケート調査などによる調査ベースに分かれる。

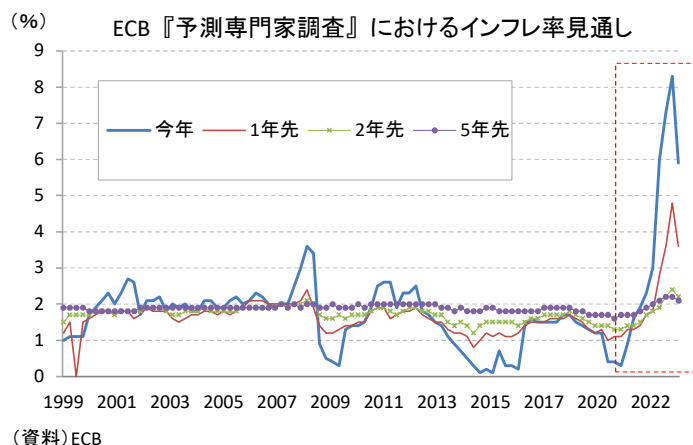
前者に関し、ECB は伝統的に 5 年先 5 年物インフレスワップフォワード(5 年先 5 年物 BEI、図)を着目していることで知られる。この点、過去 1 年間では 2.0～2.5%と概ね安定しており、制御不能な状況には直面していない。むしろ欧州債務危機を経てインフレ期待の腰折れとデフレの粘着性が指摘される事態に陥っていたことを思えば、市場ベースのインフレ期待は正常化を果たしつつあるという評価も可能に思える。ECB としては 5 年先 5 年物 BEI を現



状の動きにとどめつつ、実績ベースのインフレを低め誘導したいはずである。

～調査ベースのインフレ期待は予断許さず～

一方、調査ベースのインフレ期待も歴史的な騰勢から小康を得ているように見えるが、まだ予断を許さないというのが実情である。先週 3 日には四半期に一度公表される予測専門家調査 (SPF: Survey of Professional Forecasters) が公表されており、これが ECB の注目する調査ベースのインフレ期待となる。図示される通り、SPF で示される今年 (≡調査時点から見た今年)、1 年先のインフレ期待は過去に経験がないほど跳ね上がっているが、今回 (2023 年 1～3 月期調査) で漸くピークアウトの兆しを見せ始めている。もっとも、具体的に数字を見ると、今年 (2023 年) に関しては+5.9%、1 年先 (2024 年) に関しては+3.6%と見通され、伸び率自体は依然高い。ECB の姿勢転換 (pivot) を後押しするほどの材料とは言えないだろう。2 年先 (2025 年) で+2.2%、5 年先 (2028 年) で+2.1%とそこまで見通してようやく収束が視野に入る。

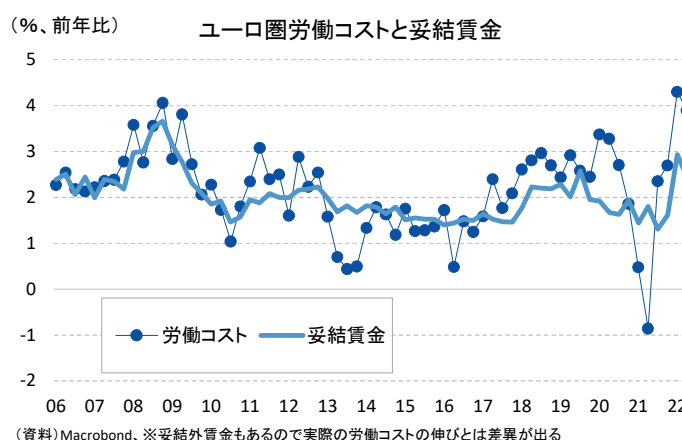


が、今回 (2023 年 1～3 月期調査) で漸くピークアウトの兆しを見せ始めている。もっとも、具体的に数字を見ると、今年 (2023 年) に関しては+5.9%、1 年先 (2024 年) に関しては+3.6%と見通され、伸び率自体は依然高い。ECB の姿勢転換 (pivot) を後押しするほどの材料とは言えないだろう。2 年先 (2025 年) で+2.2%、5 年先 (2028 年) で+2.1%とそこまで見通してようやく収束が視野に入る。

ちなみに前回 (2022 年 10～12 月期調査) と比較すると、2023 年、2024 年ともに上方修正されており、この背景について報告書では「高い賃金の伸びに加え、エネルギー価格上昇の間接的影響が予想以上により強く、幅広いものになっていること (ongoing stronger and broader than expected indirect effects as well as higher forecast wage growth)」との回答があったことを紹介している。やはり「インフレの押し上げ項目がエネルギーからエネルギー以外にバトンタッチしつつある」という事実が現在のユーロ圏経済を語る上で最大の問題意識と言えそうである。

～ECB、当面は「やり過ぎの方がまし」の姿勢～

本稿執筆時点で最新となる 1 月分の HICP は総合ベースで+8.5%、コアベースで+5.2%であり、いずれを参考にしても ECB の pivot を正当化する材料にはならない。フォワードルッキングな政策運営の観点に照らせば、実績ベースの HICP よりも上で見てきたような市場・調査ベースのインフレ期待が重要という話になるが、市場ベースはともかく、調査ベースのインフレ期待はまだ危うい状態にある。インフレ期待を放置すれば、企業の価格設定行動が強硬化し、いずれ賃金インフレへ発展する懸念がある。そうなってしまった場合、これを鎮圧



するためには相当の時間を要する。こうした認識の下、ECB は「やり過ぎの方がまし」という姿勢で利上げ路線を堅持する誘因が依然大きいと筆者は考えている。

今後に関しては、SPF におけるインフレ期待の収束をはっきりと確認した上で、四半期に一度公表される妥結賃金統計でも賃金インフレの芽が完全に摘まれたと判断できるまで、ECB がタカ派姿勢を崩すことは考えにくいだろう。それはヘッドラインの HICP が如何に下落しても決定打にはなり得ないことを意味する。現状、金利先物市場では「FRB が利上げを停めても ECB の利上げは持続する」という織り込みが優勢であり、これが年内のユーロ相場の堅調を予想する理由でもある。

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2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
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～
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、何を考えているのか?～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	伊メロニー新政権、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)