

みずほマーケット・トピック(2023年4月3日)

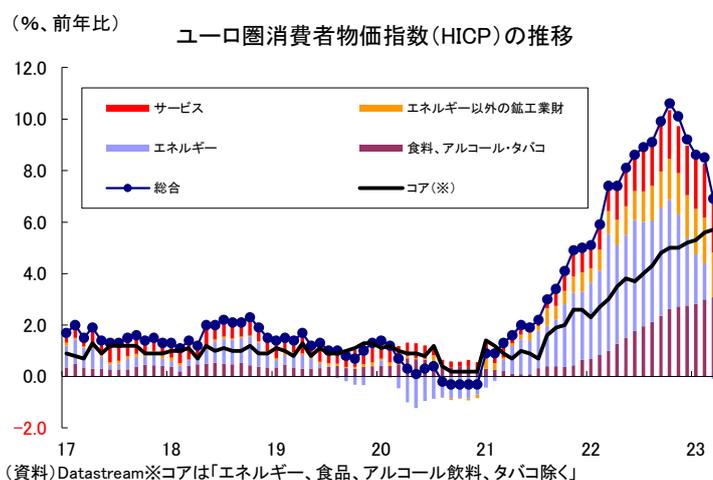
ユーロ圏 3 月消費者物価指数(HICP)の読み方

ユーロ圏 3 月消費者物価指数(HICP)は総合ベースで+6.9%と前月の+8.5%から顕著に鈍化。しかし、変動の大きい項目を除いたコアベースでは+5.6%から+5.7%へ加速し、再び過去最高を更新。項目別にみると今回は象徴的な動きが見られた。それはエネルギー価格が 13.7%から▲0.9%と2021年2月以来、約2年ぶりのマイナスに転じたこと。総合ベースでの伸びは当面、抑制傾向が既定路線。次の注目点はコア指数のピークアウト時期だが、昨年の例を振り返るとコア HICP が加速したのは昨年4月と9月であり、これらの月を境として2023年のコア指数鈍化は期待できるか。仮に4月 HICP でコア指数の鈍化が実現すれば、2022年6月以来、10か月ぶりであり、その直後に開催となる5月会合で+50bp から+25bp へペースダウンを決定するには格好の材料となる。欧州委調査を踏まえても、域内企業部門において利上げ効果はじわじわ現れ始めている。もっとも、賃金情勢は予断を許さず、利上げ停止の判断にまでは至らないだろう。「6月会合まで利上げ、同会合でのスタッフ見通しと共に停止」がメインシナリオか。

～エネルギー価格が約2年ぶりに下落～

市場は国際金融不安を徐々に克服しつつあり、再び主要中銀のインフレ抑制に注視し始めているように見える。ドル/円相場に関しては植田新体制での初会合ならびに利上げ停止を控えたFOMCを織り込みながら130円台で値固めできるかどうかというのが4月の注目点となるのだろう。もちろん、今後、新たな金融機関の名前が経営不安と共に浮上し、FOMCにおいて利上げ停止を飛ばして利下げ転換まで視野に入れる展開に至れば、再び130円割れが争点化する可能性は高まるが、リスクシナリオという位置づけである。いずれにせよ市場参加者は欧米の基礎的経済指標をウォッチしながら政策金利の先行きに右往左往する時間帯に当面は戻っていきそうである。

この点、米国よりもインフレ動向に難を抱えるユーロ圏において3月消費者物価指数(HICP)が先週3月31日に公表されている(以下特に断らない限り変化率は前年比)。3月 HICP は総合ベースで+6.9%と前月の+8.5%から顕著に鈍化しているが、変動の大きいエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースでは+5.6%から+5.7%へ加速しており、再び過去最高を更新している。項目別にみると今回は象徴的な動きが見られた。それはエネルギー価格が



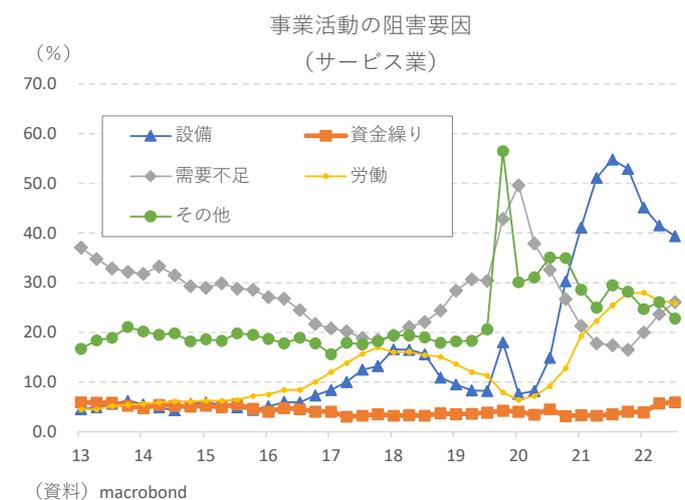
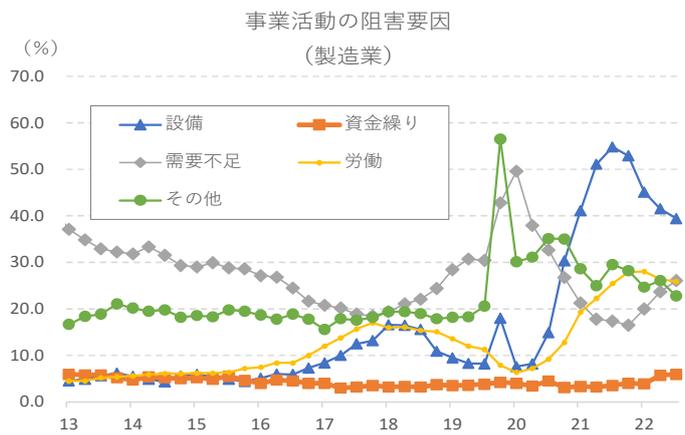
+13.7%から▲0.9%と2021年2月以来、約2年ぶりのマイナスに転じたことだ。後述するように、昨年のHICPを見ると4月と9月に伸び幅が急拡大している。これは同時期にエネルギー価格が急騰したためであり、今回はその影響が剥落したということである。だが一方、食料・アルコール・タバコが+15.0%から+15.4%へ加速している。一部食料に関し、天候不順(暖冬)の影響で価格が押し上げられているという報道が見られている。例えば秋に種を撒いて、冬を越し、春ないし初夏に収穫する冬小麦※の収穫は今季不良に終わるとの懸念が散見され始めている(※これに対し春に種を撒いて、夏に育て、秋に収穫をするものを春小麦と呼ぶ)。

片や、ECBが重視することを宣言済みのコア指数について中身を見ると、好材料と悪材料が混在している。好材料としてはエネルギー以外の鉱工業財が+6.8%から+6.6%へと鈍化していることが挙げられるが、賃金を密接に関係するサービス価格については+4.8%から+5.0%へと加速しており、過去最高の伸びを記録している。これまでエネルギー価格主導で押し上げられてきた一般物価の影響がラグを伴って雇用・賃金市場に浸透し始めている可能性がある。

～5月以降のコア指数鈍化に期待～

こうしたHICPをECBはどう受け止めるのか。次回5月4日の政策理事会までには4月HICP(5月2日公表予定)も確認可能である。現状のようにコア指数が毎月加速して過去最高を記録している状況では利上げ路線の転換を提示することはできないだろう。そこで次の注目点はコア指数のピークアウト時期だが、昨年の例を振り返るとコアHICPが加速したのは昨年4月と9月であり(ともに前月比で+0.5%ポイントの加速)、これらの月を境として2023年のコア指数鈍化は期待できるように思える。仮に4月HICPでコア指数の鈍化が実現すれば、2022年6月以来、10か月ぶりであり、その直後に開催となる5月会合で+50bpから+25bpへペースダウンを決断するには格好の材料となるだろう。また、欧州委員会が四半期に一度実施する『European Business Cycle Indicators』を見ても、今後のコア指数が下振れる可能性は感じる。先週の本欄では製造業やサービス業が「事業活動の阻害要因」と挙げる諸要因のうち、「労働力(Labour)」が過去最高水準に達していることに言及した。それ自体は賃金押し上げ要因であり、コア指数加速を示唆するものである。

一方、「需要不足(Insufficient Demand)」の回答が顕著に増えていることが分かる。需給ギャップの



縮小が示唆される中、物価上昇圧力の減退を ECB としては期待するデータと言える。また、わずかではあるが「資金繰り (Financial Constraints)」との回答もじわじわ増えてきている。これは利上げの効果が着実に事業活動に浸透しているという兆候でもあり、やはり利上げペースダウンを正当化する材料と考えられる。こうした定性データに加え、コア HICP 減速という定量データも確認されてくれば、ECB はより決断しやすくなるはずである。

～それでも夏前までは利上げ継続～

もともと、先週の本欄でも議論したように、域内の賃金情勢は依然として力強いという評価が根本的に変わるものでもないだろう。踏み切れるのは利上げペースの鈍化までであり、その終了時期を探るかのような情報発信はまだ 5 月時点では困難と推測する。過去の本欄でも議論したように、少なくとも 2023 年上半期の最低賃金はいずれの加盟国においても前期比で加速傾向にあり、それ自体が企業の強気な価格設定行動を支える可能性がある。メインシナリオとしては「6 月会合まで利上げ、同会合でのスタッフ見通しと共に停止」、ややアップサイドシナリオとして「7 月まで利上げ、9 月スタッフ見通しと共に停止」が考えられ、確率としてはそれぞれ 60%と 40%と言ったところだろうか。いずれにせよ、巷説で予測される通り、FRB の 5 月利上げ終了を前提とするならば、やはり欧米金利差からユーロの対ドル相場が強含むという可能性は考えられる。

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3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まり～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見直しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
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～
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見直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/円見直しに影響なし～
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「バズ」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議長総括から何を学ぶか～
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