

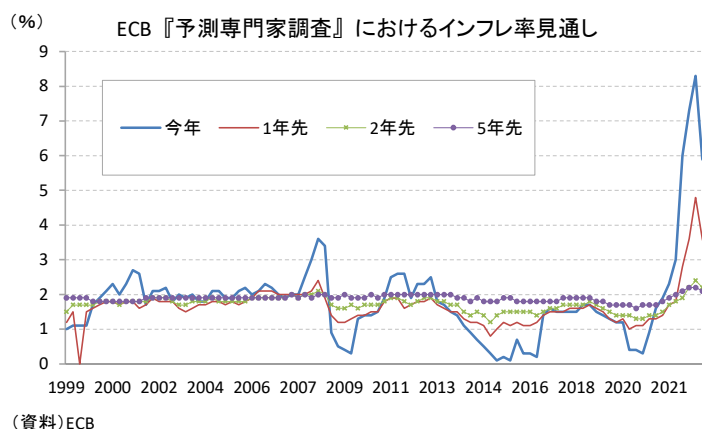
みずほマーケット・トピック(2023 年 6 月 7 日)

ユーロ圏のインフレ期待について～6 月会合プレビュー～

来週以降、日米欧中銀の政策会合が集中する。現状、金融市場では FOMC と日銀で現状維持が見込まれる一方、ECB は+25bp の利上げが予想される状況にある。唯一、政策変更を行うことになりそうな ECB が司るユーロは金利先高観から買い優勢となりやすいというのが今後 1 週間のイメージになる。そのユーロ圏については 5 月会合直後、四半期に一度の予測専門家調査 (SPF) が公表されているので政策理事会プレビューをかねてチェックしておきたい。SPF におけるインフレ率は ECB の注目する調査ベースのインフレ期待として注目されることが多い。ユーロ圏のインフレ期待を総括すれば、目先(短期)に関してはピークアウトが認められるものの、まだ水準として高く、長期に至っては市場ベースの高止まりが続いているという実態が認められる。インフレ期待に関し、ECB の胸中は「アップサイドに傾斜気味」というのが近いのではないかと。6 月会合で夏以降の利上げ路線について棚上げを宣言できるほどの状況は整っていない。

～賃金・物価スパイラル懸念が漂うユーロ圏～

来週以降、FOMC (13～14 日)、ECB (15 日)、日銀 (15～16 日) と日米欧中銀の政策会合が集中することになる。現状、金融市場では FOMC と日銀で現状維持が見込まれる一方、ECB は+25bp の利上げが予想される状況にある。唯一、政策変更を行うことになりそうな ECB が司るユーロは金利先高観から買い優勢となりやすいというのが今後 1 週間のイメージになろうか。なお、ユーロ



圏については 5 月会合直後、四半期に一度の予測専門家調査 (SPF: Survey of Professional Forecasters) が公表されているので政策理事会プレビューをかねてチェックしておきたい。SPF では GDP 成長率や失業率、そしてインフレ率などの展望に関して定性的な調査結果が示される。特にインフレ率は ECB の注目する調査ベースのインフレ期待として注目されることが多い。これを見ると、今後 1 年間 (2023 年) のインフレ予想 (中央値) は前回調査 (2 月) の +5.0% から +4.1% へ低下し、今後 3 年間についても +2.9% から +2.5% へ低下している。これら下方修正の主因はエネルギー価格の落ち着きにあり、とりわけユーロ圏ではロシアのウクライナ侵攻以前の水準まで下がった天然ガス価格の影響が色濃く出ている。

より具体的に回答者のコメントを見ると、最近までは企業の価格設定行動 (≒ 利益率 (profit margins) の引き上げ) による影響が大きいとの声が目立っていたが、先行きに関しては「当面は賃

金がより大きな影響を持ちそう(wages would exert greater influence looking ahead)」とのコメントが紹介されている。従前はエネルギーや食料を扱う企業を中心に値上げが行われてきたものの、賃上げや成長率の停滞、そして資金調達コストの高まりによって値上げの動きも難しくなってくるとの見通しが示されている。その代わりに、これまでは穏やかな影響しか持たなかった賃金がよりダイナミックな上昇を見せる兆し(signs of more dynamic increases)があると指摘されている。もっとも、現時点で多くの回答者はインフレ期待の減速が緩やかなものにとどまると考えつつ、賃金・物価スパイラル(a wage-price spiral)までは見込んでいないというのも調査結果として指摘されている。

総合すれば、不安視される賃金・物価スパイラルは「現時点で断言はできないものの、定量・定性の両面に照らして、その淵に立たされている懸念あり」というのが実態に近そうである。回答者のコメントではエネルギー価格にはアップサイド・ダウンサイド両面のリスクがあるが、賃金についてはアップサイドのリスクがあるとして、やはり賃金が上離れする危険性が意識されているようだった。

～未だ利上げ路線の棚上げは宣言できず～

片や、SPF で確認される 2 年や 5 年といった長期に関するインフレ期待に目をやると、それぞれ+2.2%、+2.1%と前回から横ばいで安定している。もっとも、前頁図に示すように、SPF における長期のインフレ期待に関しては目先の実績が跳ねている時でも相応に落ち着きはあった。調査ベースの長期インフレ期待は「今は高いがいずれ戻る」という思惑がこれまでの常態であり、それが今も続いているというのが実情である。だが一方、



ECB が伝統的に注視する市場ベースのインフレ期待(5 年先 5 年物インフレスワップフォワード、5 年 5 年 BEI)は高止まりが続いている(図)。長期のインフレ期待に懸念が全くないわけではない。

以上のような状況からユーロ圏のインフレ期待を総括すれば、目先(短期)に関してはピークアウトが認められるものの、まだ水準として高く、長期に至っては市場ベースの高止まりが続いているという実態が認められる。調査・市場ベースから得られるインフレ期待については「アップサイドに傾斜気味」というのが ECB の胸中に近いと考えたい。その上で最新のインフレ実績(5 月分)は総合ベースで前年比+6.1%、コアベースで同+5.3%と目標の+2%から見れば相当に距離がある。6 月 15 日の政策理事会において夏以降の利上げ路線について棚上げを宣言できるほどの状況は整っていないと考えるのが妥当だろう。+25bp の利上げと共に従前路線の継続が確認されると予想する。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の資金・物価情勢～資金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
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～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・資金情勢
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/円相場見通しへの影響
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(資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資金に～)
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)