

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 2 日)

ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢は ECB ハト派化を示唆～

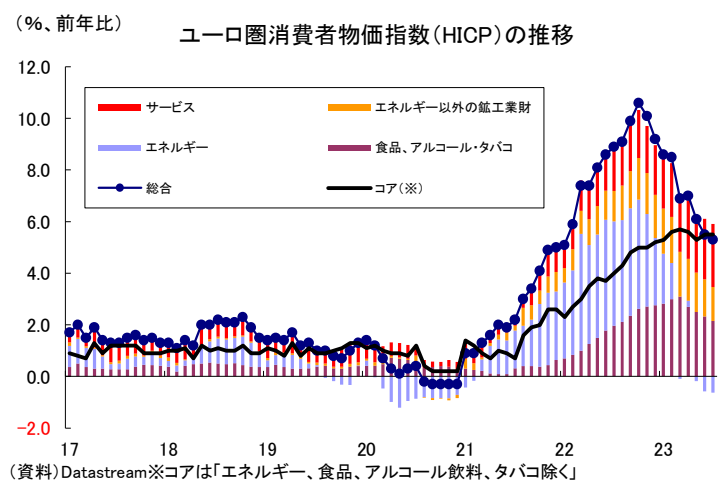
ユーロ圏の経済・物価情勢を占う計数が 7 月 31 日に相次いで発表されている。ヘッドラインのインフレ率は確かにピークアウトが鮮明だがコア指数はむしろ加速しており、人件費にけん引されるサービスの強さが目立った。一方、ユーロ圏 4～6 月期実質 GDP(速報値)はテクニカル・リセッションの淵にあった過去 2 四半期から持ち直しているものの、足許の製造業 PMI 景気指数などを見る限り、その数字を額面通り受け止めて良いのか疑義は残る。前期のストライキ要因が剥落した影響を指摘する声もあり、直近 3 四半期を俯瞰すれば、「停滞している」というのが妥当な評価になりそう。米国との差は大きく、必然的にユーロ相場の軟調にも頷けるものがある。こうした高止まりするインフレ率とそれに伴う景気停滞は直近の貸出態度調査の結果と整合的。とりわけ、域内の設備投資意欲は明確に衰えており、低空飛行が続く GDP の背景にありそう。現時点では 9 月政策理事会の利上げ見送り可能性はにわかに高まっている印象。

～コア指数の加速は収まらず～

ユーロ圏の経済・物価情勢を占う計数が 7 月 31 日に相次いで発表されている。まず、ユーロ圏 7 月消費者物価指数(HICP、速報値)は前年比+5.3%(以下特に明記しない限り前年比)まで鈍化し、ピークだった昨年 10 月(+10.6%)からちょうど伸び幅が半減したことになる。前月の+5.5%から減速傾向が継続しているが、引き続きエネルギーのベース効果を受けた動きであり、前月の▲5.6%から今月は▲6.1%へ下げ幅を拡げ、全

体に対する寄与度も▲0.6%ポイントと相応に大きい(マイナス寄与はエネルギーだけ)。なお、域内の生活水準を大きく切り下げていると言われてきた食品、アルコール・タバコも+12.4%から+11.3%へ顕著に減速しているが、食品などの物価が依然として前年比 2 ケタも上昇しているのはやはり域内の消費・投資意欲を削ぐ一因と考えられる(全体に対する寄与度は+2.2%ポイント)。

片や、食品、アルコール・タバコを除くコア指数は+5.5%と前月比横ばいで減速がみられていない。これは人件費にけん引されるサービスが+5.4%から+5.6%へ加速していることに起因しており、全体に対して+2.4%ポイントのプラス寄与となっている。前月同様、昨夏のドイツで旅行支援を兼ねた公共交通料金の引き下げが行われていたことの反動が効いているようだが、それで全てが説明できるのかは不透明である。なお、7 月はヘッドラインとコア指数の伸び率が 2021 年 2 月以来、約

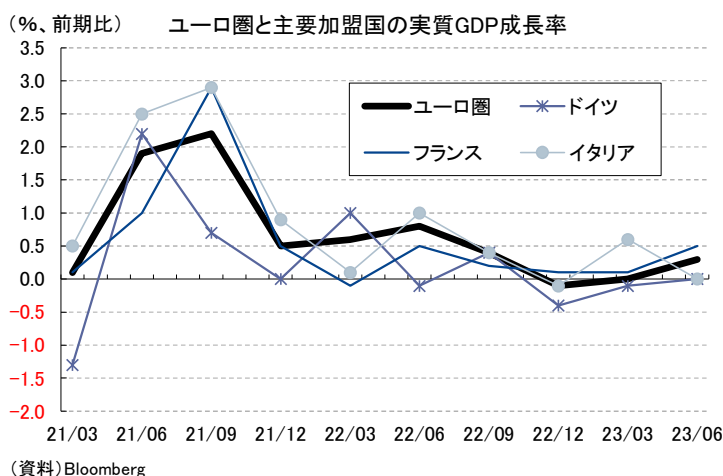
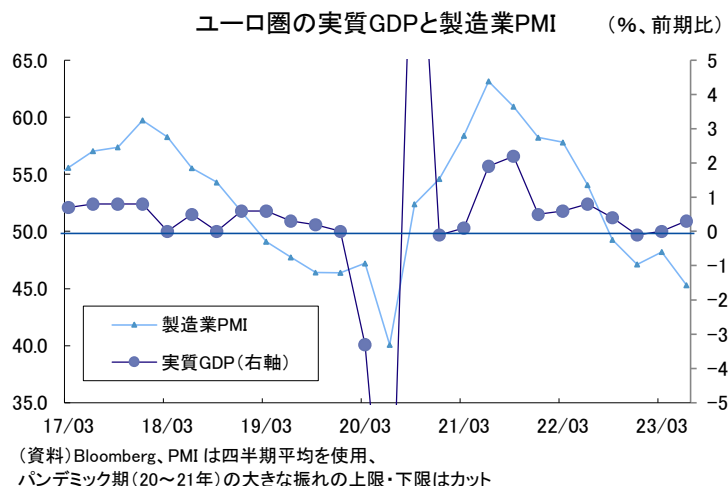


2 年半ぶりに逆転している。これをインフレ減速の象徴的な動きとして取り上げる向きは多いが、実態としては「雇用・賃金環境の逼迫が全く収まっていない(だからサービス物価主導でコア指数が伸びる)」という状況も意味しているはずであり、全く楽観できるものではない。

～GDP の堅調は額面通りには受け取れず～

また、同日に公表されたユーロ圏 4～6 月期実質 GDP(速報値)は前期比+0.3%と(以下特に明記しない限り前年比)、テクニカル・リセッションの淵にあった過去 2 四半期(昨年 10～12 月期が前期比▲0.1%、1～3 月期が横ばい)から持ち直している。ただ、製造業 PMI 景気指数などが象徴するように、ユーロ圏の実体経済活動は明らかに失速している。過去を振り返っても双方の関係は安定しているため(図)、GDP の強さにはやはり疑義が残る。需要項目別の数字は二次速報値を待つ必要があり、実態はまだよく分からない。後述するように、利上げに伴う設備投資意欲の衰えやインフレ高進による実質所得環境の悪化が全体感を規定しつつも、4～6 月期に関しては「1～3 月期に注目されたフランスやドイツにおけるストライキの反動」が押し上げに寄与した可能性がある。いずれにせよ現時点で額面通り解釈するのは危うさがあるだろう。むしろ、前期までは殆ど成長していない事実を踏まえれば「停滞している」という評価が妥当に思える。なお、前期比年率で比較した場合、米国は昨年 10～12 月期から今年 4～6 月期の 3 期について「+2.6%→+2.0%→+2.4%」だったのに対し、ユーロ圏は「▲0.2%→+2.1%→+1.1%」とかなり差が出てきている。ここまで差が出てくると「ECB の方が FRB よりもタカ派色が強いのでユーロ高」としてきた筆者のメインシナリオも危うくなる。事実、ECB のハト派傾斜に合わせてユーロ相場は軟化が目立つようになってきている。

国別に見れば域内経済の足枷は明らかにドイツである。やはりエネルギーのロシア依存度が高かったドイツの傷跡は相対的に深い。既報の通り、ユーロ圏全体では昨年 10～12 月期から今年 1～3 月期のテクニカル・リセッション入りを回避できたものの、ドイツは回避できていない(▲0.4%→▲0.1%)。7 月に IMF が改定した世界経済見通し(WEO)では 2023 年の成長率見通し(前年比)に関し、ユーロ圏全体では+0.9%である一方、ドイツは▲0.3%だった。G7 で唯一、景気後退を強いられる展開がメインシナリオになっているのがドイ



ツであり、これを抱える ECB がどこもまでタカ派を貫けるかが当面の注目点となる。

～ECB のハト派傾斜を支える与信環境～

高止まりするインフレ率やこれに伴う GDP 停滞は域内与信環境の減速と整合的であり、貨幣数量説に照らしても、ECB がハト派傾斜を主張しやすい環境にはなりつつある。現状、ユーロ圏全体の民間向け貸出はいよいよ前年比+2%を割り込んでおり、9月14日の政策理事会が開催される頃には前年比で横ばいも視野に入る(右図・上)。利上げによる借入需要の急減が示唆されていた直近の貸出態度調査を踏まえれば、基本的に貸出減速は銀行の貸出態度が厳格化しているという供給要因よりも、実体経済の衰退を素直に反映した需要要因の方が大きそうである。右図(下)は貸出態度調査で注目された借入需要に関し、用途別の回答状況を見たものだ。一瞥して分かるように、借入需要の減退は域内企業の設備投資意欲が抑制されたことの結果と言えます。こうした動きが域内 GDP の停滞に直結している可能性が高い。こうした

経済・金融情勢を踏まえると、今後、利上げ停止を宣言する上で障害となるのは逼迫が続く雇用・賃金環境ということになる。この点は政策理事会後の会見でも示している「今は協約賃金の上昇率をフォローする段階で、いずれ収束する」という立場で乗り切る方針かもしれない。9月会合での+25bp利上げの見送りは8月HICPの仕上がり次第では十分に可能性がある。

7月31日、仏紙とのインタビューでラガルド ECB 総裁は9月会合に関して「政策金利の追加引き上げがあるかもしれないし、休止することもあり得る」、「9月以降のどこかで利上げを休止した場合でも、必ずしも決定的なものではない」と述べていた。これは利上げ見送りは「停止」を意味しないことを強調したとも読めるが、裏を返せば、近いうちに利上げ見送りが決断される可能性が出てきていることも意味すると考えられる。為替市場がこれに大きく反応する可能性は高い。

金融市場部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)

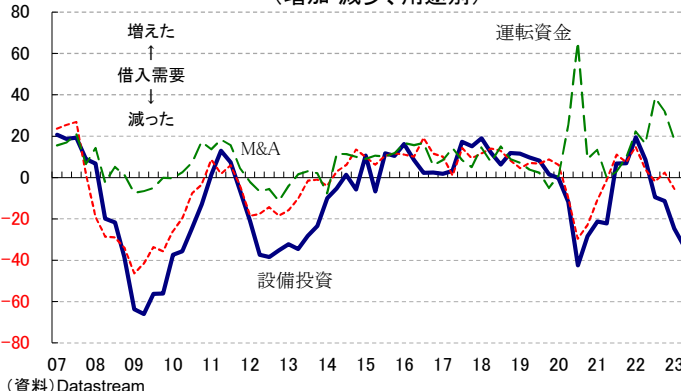
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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。

(%, 前年比) ユーロ圏の民間向け銀行貸出



(%ポイント) ユーロ圏金融機関からみた企業の借入需要の変化 (増加-減少、用途別)



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/escon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/escon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安パブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
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～
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	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、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	「世界中が欲しがらる財・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～円安見直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・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