

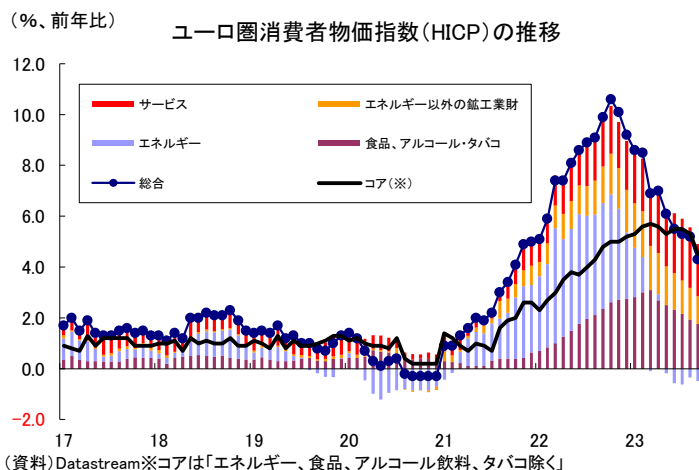
みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 3 日)

ユーロ圏のインフレ情勢と ECB の「次の一手」について

先週 9 月 29 日に発表されたユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP)は前年比+4.3%と前月から▲0.9%ポイントも減速。コア指数でも+4.5%と前月の+5.3%から▲0.8%ポイントも減速した。単月のコア指数の減速幅として▲0.8%ポイントは統計開始以来、最大である。昨年 7~10 月という時期が天然ガス価格高騰などを背景に最も HICP が加速した時期であり、特に昨年 10 月は+10.6%と統計開始来、最高の伸びを示した。前年比の「裏」が出ることで減速感が顕著になる動きは来月にかけてさらに強まるだろう。また、今回は昨夏、ドイツで実施された公共交通料金的大幅引き下げ(一律料金で乗り放題)の影響が剥落したことも大きい。今後もインフレ率の減速は続きそうだが、8 月から 9 月にかけて見られた段差ほど大きなものにはならないと思われる。なお、足許の原油価格上昇が HICP を押し上げる可能性は注視したい。現状、インフレ期待は高止まりしている上、失業率は過去最低を更新、労働コストもわずかに加速が続いている。こうした実情を踏まえる限り、ECB が利上げ停止を半ば宣言してしまった状況には懸念を抱く。

～ユーロ圏インフレ率の実情～

金融市場では米金利高止まりとそれに伴う米経済のハードランディングを不安視する声が強まっている一方、欧州では着々とインフレ率低下が確認されている。先週 9 月 29 日に発表されたユーロ圏 9 月消費者物価指数(HICP、速報値)は前年比+4.3%(以下全て前年比)と前月の+5.2%から▲0.9%ポイントも減速した。域内のインフレ率が+4%台をつけたのは約 2 年ぶりである。昨年 7~10 月という時期



が天然ガス価格高騰などを背景に最も HICP が加速した時期であり、特に昨年 10 月は+10.6%と統計開始来、最高の伸びを示した時期と符合する。前年比の「裏」が出ることで減速感が顕著になる動きは来月にかけてさらに強まるだろう。なお、食品、アルコール・タバコを除くコア指数も+4.5%と前月の+5.3%から▲0.8%ポイントも鈍化している。単月のコア指数の減速幅として▲0.8%ポイントは統計開始以来、最大である。

こうした大幅減速の要因は 1 つではないが、これまで HICP の押し下げ要因として特筆されてきたドイツの公共交通機関の大幅値引きの反動による押し上げ効果が遂に終息したことが大きい。具体的にドイツ政府は 2022 年 6~8 月の 3 か月間に関し、国内の公共交通全てについて 1 か月間で 9 ユーロ乗り放題とする財政政策を実施した。これが 2022 年 6~8 月の HICP 押し下げに大きく

寄与し、今年6～8月には押し上げに寄与してきた。9月以降はこの影響が完全に消失するタイミングであり、段差を伴った伸び率の修正が起きている。よって、インフレの減速傾向は引き続き予想されるものの、これほど大きな段差が生じることは考えにくいように思われる。

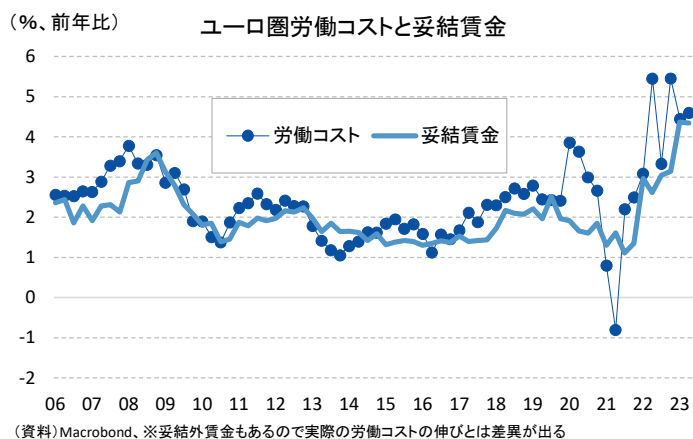
なお、項目別に見ると、変動の大きい食料・アルコール飲料・タバコは+9.7%から+8.8%へ減速が続いており、エネルギーも▲3.3%から▲4.7%へ下落幅を再拡大させている。ちなみに昨年10月のエネルギーは+41.5%と大幅上昇し、11月以降、+34.9%→+25.5%→18.9%…と減速していった。「エネルギー価格上昇の反動」という特殊要因は今後剥落に向かう。このタイミングで現状に目をやれば、原油価格が過去3か月で+30%上昇していることが非常に気がかりだろう。エネルギー価格を主軸としてHICPが押し上げられる目はまた出てくる可能性がある。

それ以外の項目では雇用・賃金情勢との関連で懸念されるサービスが同+5.5%から同+4.7%へ鈍化していることはECBにとって朗報に見えるが、上述したドイツ要因が大きいとすれば、予断を許すまい。また、エネルギー以外の鉱工業財も同+4.7%から同+4.2%へ減速しているが、この点は素直に累次の利上げが需要抑制を通じて値引きに繋がっている可能性を感じさせる。

～本当に利上げはもう無いのか～

こうしたインフレ実績に9月政策理事会の声明文も合わせ見る限り、10月26日の政策理事会も利上げ見送りが既定路線であろう。そのまま現状維持路線が定着し、実体経済減速に合わせて利下げ時期を模索というのがオーソドックスな見方として固まってくる可能性が高い。しかし、市場ベースのインフレ期待(5年先5年物BEIなど)はまだ高止まりしているし、何より逼迫が続く雇用・賃金情勢も減速が確認できているわけではない(図)。先月の政策理事会後のレビューでも議論した通り、ECBの声明文はFRBのそれに比べてかなりはっきりと利上げ打ち止め感を示唆している¹。その内容を吟味する限り、今後、タカ派材料が浮上しても軽々に利上げを示唆することは難しいように感じる。

だが、今年1～3月期から4～6月期にかけて労働組合の妥結賃金はやや減速(前年比+4.4%→同+4.3%)が見られる一方、労働コストは僅かに加速(前年比+4.4%→同+4.6%)している。昨日発表された8月の失業率に至っては7月から▲0.1%ポイント低下した6.4%まで改善し、史上最低水準を更新している。ECBは「雇



¹ 本欄 2023年9月15日号『ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～』をご参照下さい。

用・賃金情勢は今がピーク」と呼んでいるのだろうか。その読み違いが史上初の 10 回連続の利上げに繋がった経緯を踏まえる限り、利上げ再開の芽が完全に摘まれているとは言えないように思える。単月の HICP から「利上げ路線は終了」と言明するほどの材料はまだ揃っていないというのが筆者の見立てであり、目先の欧米金利差に応じてユーロ売りに賭けるのは危ういように思っている。

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。

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10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
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～
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年の円安バブル」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