

みずほマーケット・トピック(2024年1月11日)

ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～

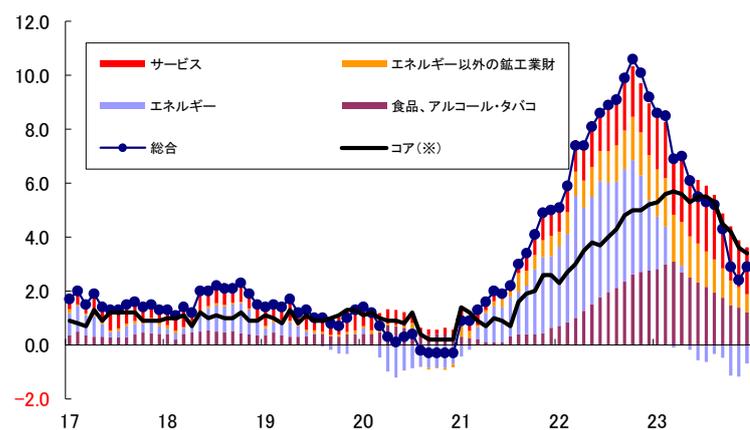
昨日はデギンドス ECB 副総裁が域内インフレ率の一時的な上昇について言及した。年初 5 日に公表されたユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP、速報)は確かに再加速しており、同氏の発言を裏付けている。ただ、これはエネルギーにまつわるプラスのベース効果が作用し始めた影響であり、懸案のサービスが横ばいになるなど、基調的にはインフレが抑制されているのは間違いない。HICP 再浮上は ECB の想定していた動きであり、政策運営上のリスクになるとは思わない。また、1 月 9 日に ECB が公表したワーキングペーパーでは 2020 年以降に見られている経済・物価動向の乱高下に関し、基本的には供給ショックを受けたものであって、永続性を伴う懸念は無いという分析が示されている。ペーパーは ECB の公式見解ではないが、恐らく政策理事会もこうしたストーリーを基本とした上で、1 月 25 日の会合では「足許のインフレ率は上がっているものの、基調は鈍化しており、利上げはもう十分行われた」とのスタンスを強調すると予想。

～再浮揚するユーロ圏インフレ率～

昨日はデギンドス ECB 副総裁がマドリードで行われた講演において 2023 年 10～12 月期のユーロ圏経済がマイナス成長となり、7～9 月期から続けてテクニカル・リセッション(景気後退)に陥っていた可能性に言及している。同時に、注目されるインフレ率に関しては「エネルギーのプラスのベース効果が始まるほか、エネルギー関連の補償措置が失効するため、インフレ率は一時的に上昇するだろう」と述べ、鈍化フェイズが一旦終わり、再浮上する可能性に言及している。

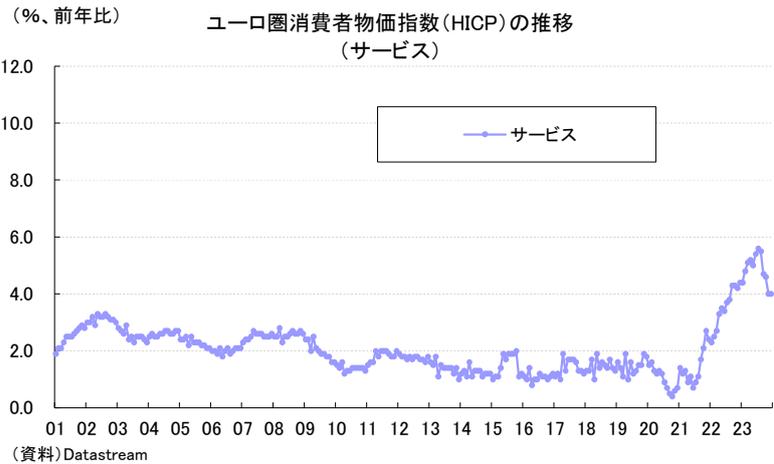
この点、5 日に公表されたユーロ圏 12 月消費者物価指数(HICP、速報)は前年比+2.9%と前月の同+2.4%から+0.5%ポイントも再加速しており、デギンドス副総裁の発言を裏付けている。HICP の伸び幅が前月比で拡大するのは 2023 年 4 月以来、8 か月ぶりだ。インフレ率鈍化を主導してきたエネルギーの下落率が前月の同▲11.5%から今月は同▲6.7%へ大幅に縮小しており、確かに

(%、前年比) ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の推移



エネルギーにまつわるプラスのベース効果が作用し始めている状況が確認できる。しかし、エネルギー以外の鉱工業財は同+2.9%から同+2.5%へ減速が続いており、懸案のサービスも同+4.0%から横ばいとなっている。サービスの騰勢は 2023 年 7 月を頂点に減速傾向にあり、このまま域内の雇

用・賃金情勢が収束に向かうのかどうか注目される。以上の結果、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前月の同+3.6%から今月は同+3.4%へと減速しているため、ヘッドラインのインフレ率こそ跳ね上がっているものの、基調的なインフレ率を重視するECBにとってはそれほど不安な状況とは言えないだろう。デギンドス副総裁を始め多くのECB 高官は元々想定していた動きであり、HICP 再浮上が政策運営上のリスクになるとは思えない。



～ECB ワーキングペーパーの見解～

なお、域内のインフレ情勢を分析するという観点からは、1月9日にECBがワーキングペーパーとして『Supply chain disruption and energy supply shocks: impact on euro area output and prices』を公表している。この中ではパンデミックやロシア・ウクライナ戦争を受けたHICP急騰について計量分析が行われており、「2020年初頭からの大きな供給制約(the great supply shocks)はコアHICP上昇の約55%、インフレ期待(2年)の約60%を説明できる」との見解が示されている。ペーパーの要約(abstract)部分にも「コアインフレ率やインフレ期待の動向に関し、その大部分はサプライチェーン毀損によるショックで説明可能であり、それより多少影響は落ちるが、エネルギーの供給ショックでも説明できる」と論じている。総じて、ペーパーからは今回の経済・物価動向の乱高下は基本的に供給ショックを受けたものであって、永続性を伴う懸念は無いという胸中が透ける。

もちろん、ワーキングペーパーは政策理事会の公式見解を裏付けるものではないが、従前のECB高官らの情報発信と大きな齟齬があるものでもない。あくまで供給要因から発生した一過性のインフレ高進であると割り切れれば、ECBが伝統的に懸念する二次的波及効果(second-round effect)、端的には賃金・物価スパイラルの不安は無いという話になる。次回1月25日の政策理事会では恐らく「足許のインフレ率は上がっているものの、基調は鈍化しており、利上げはもう十分行われた」というスタンスを強調するのだろう。「次の一手」としての利下げに言及するには雇用・賃金市場の減速を示す計数に乏しいが、域内経済がリセッションの淵に立たされているということ自体は政策理事会の公式見解になりそうである。実体経済の弱体化に言及しつつ、利下げに半歩近づくような情報発信は十分予想されるものである。

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/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
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年・持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外貨性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年・円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げー利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の岩」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスのリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
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
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」～