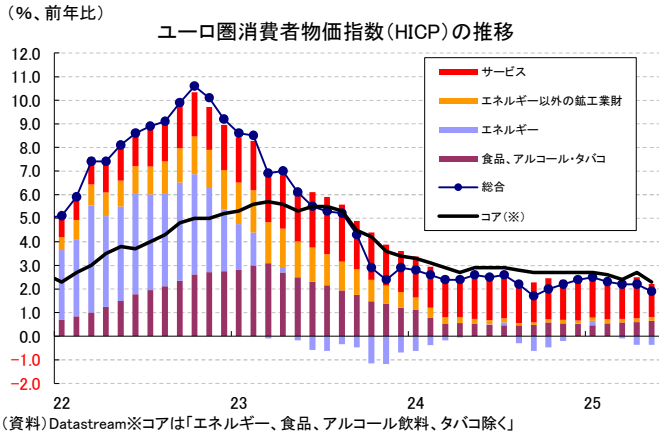
みずほマーケット・トピック（2025 年 6 月 4 日）

ユーロ圏 5 月消費者物価指数（HICP）の読み方

ユーロ圏 5 月消費者物価指数（HICP）は+1.9%と 8 か月ぶりに+2%を割り込んだ。エネルギーの続落とサービスの急減速が重なったことに起因したものだが、イースター休暇時期のずれを反映したものでもあり、趨勢的にコアベースの HICP が鈍化したとまでは言えず。今回の数字は 6 月利下げを支持する材料にはなるだろうが、インフレ期待も安定する中、利下げを急ぐ状況とも言えない。現在の預金ファシリティ金利の水準（2.25%）は既に ECB が推計する中立金利（1.75～2.25%）の上限に位置する。今回利下げした後、あと 1 回までは推計範囲における「中立的な状態」と主張できるが、3 回目以降は緩和的な状態に突入する。それほど域内の経済・物価情勢が軟化しているわけではあるまい。ユーロ高によるディスインフレ効果も喧伝されがちだが、そこまで大きいわけではない。ECB による利下げは今回含め最大であと 2 回、フォワードガイダンスの変更は今回の会合から行われても不思議ではないと考えておきたい。

～一時的な上昇・下落を見極めるべき～

昨日、ユーロスタットが公表したユーロ圏 5 月消費者物価指数（HICP、速報値、前年同月比）は+1.9%と前月の+2.2%から▲0.3%ポイント減速し、昨年 9 月以来、8 か月ぶりに+2%を割り込んだ。エネルギーの続落とサービスの急減速が重なったことに起因しており、市場予想の中心である+2.2%を下回っている。項目別に見ると、エネルギーが 2 か月連続で▲3.6%と続落しており、これが総合ベースを押し下げる姿がこのところ定着している。今月特筆すべきはサービスが+4.0%から+3.2%へ▲0.8%ポイントも鈍化したことであり、これを受けて食品とエネルギーを除いたコアベースも+2.7%から+2.3%へ急低下している。昨日の本欄でも議論したばかりだが、コア HICP の高止まりが利下げの障害の 1 つでもあったため、明日（5 日）の政策理事会における▲25bp 利下げはほぼ既定路線になったと考えられる。



（資料）Datastream※コアは「エネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除く」

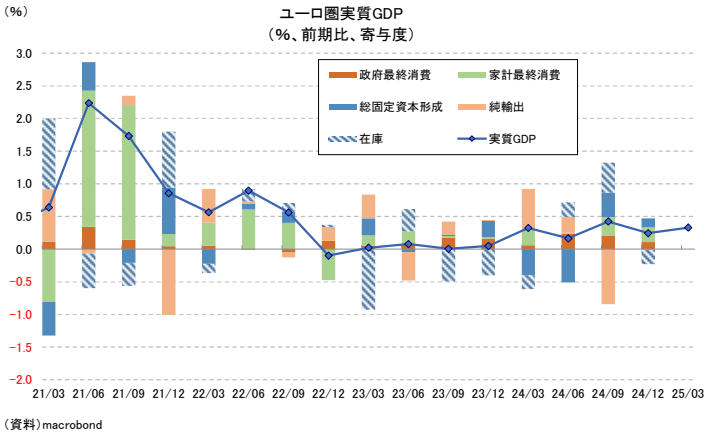
もっとも、前月（4 月）のサービスはイースター休暇の時期が例年とずれており、旅行需要に伴って宿泊価格や航空運賃などが一時的に騰勢を強めていたという事情もある。その意味で前月のサービスの伸び（+4.0%）が特殊であり、4～5 月平均で見た+3.6%がフェアな評価になる。だとすれば、今年 1～3 月平均が+3.7%だったので、実はサービス、ひいてはその背景にある雇用・賃金環境の逼迫度合いは大して変わっていない。昨日の本欄でも強調した通りだが、仮に今回利下げの判断に至ったとしても、その連続性がどこまで保証されるのかは疑義が残る。

～インフレ期待は安定、ユーロ高の効果は限定的～

ECB が伝統的に重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 年先 5 年物 BEI)は+2%で安定しており、ディスインフレ回避のために利下げを迫られるような雰囲気はない(図)。昨日の本欄でも論じた通り、確かにユーロ相場の騰勢が続いていることはディスインフレ的な効果をもたらすだろうが、その効果はさほど大きくないことでも知られている。例えば、ユーロ相場は対ドルで年初来+9%程度、名目実効為替相場(NEER)では年初来+4%程度、上昇している。ECB が 2020 年 4 月に発表したペーパー[1]によれば、ユーロ相場が NEER ベースで 1%変化すると、HICP を 0.04%ポイント変動させると推計されている。+4%であれば、HICP は約▲0.16%ポイントほど押し下げられる計算だ。決して大きな話ではない。

(資料)Bloomberg

そもそも ECB が 4 月会合時点で利下げ停止を検討していたのは、域内経済の堅調が確認されていたからであったはずである。2025 年 1～3 月期のユーロ圏実質 GDP は前期比+0.3%と前期(+0.2%)から加速している。もちろん、関税政策の影響により 4～6 月期以降の成長鈍化は予見されるものの、既に現在の預金ファシリティ金利の水準(2.25%)は ECB が推計する中立金利(1.75～2.25%)の上限に位置している。今回利下げした後、あと 1 回までは推計範囲における「中立的な状態」と主張できるが、3 回目以降は緩和的な状態に突入する。それほど域内の経済・物価情勢が軟化しているわけではあるまい。ECB による利下げは今回含め最大であと 2 回、フォワードガイダンスの変更は今回の会合から行われても不思議ではないと考えておきたい。



(資料)macrobond

国際為替部
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に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。

[1] ECB "Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries" April 2020

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
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版（ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～）
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年4月分）
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版（米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～）
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンデートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版（日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～）
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版（ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～）
2025年4月17日	マールアラーゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年3月分）
	日米通商交渉プレビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版（リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～）
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版（正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～）
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版（世界に拡がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～）
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版（日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～）
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年2月分）
2025年3月14日	週末版（史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～）
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版（ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～）
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版（不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～）
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2025年1月分）
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版（窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～）
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版（円高の背景整理～その持続性を疑う～）
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版（ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～）
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年12月分）
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「プラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版（日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～）
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2024年11月分）
	週末版（ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～）
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～