

## ユーロ圏の慢性的な低インフレに対処するために、欧州中央銀行に残された時間は少ない

キャサリン・ナイス, 欧州チーフ・エコノミスト, グローバル・マクロ経済リサーチ

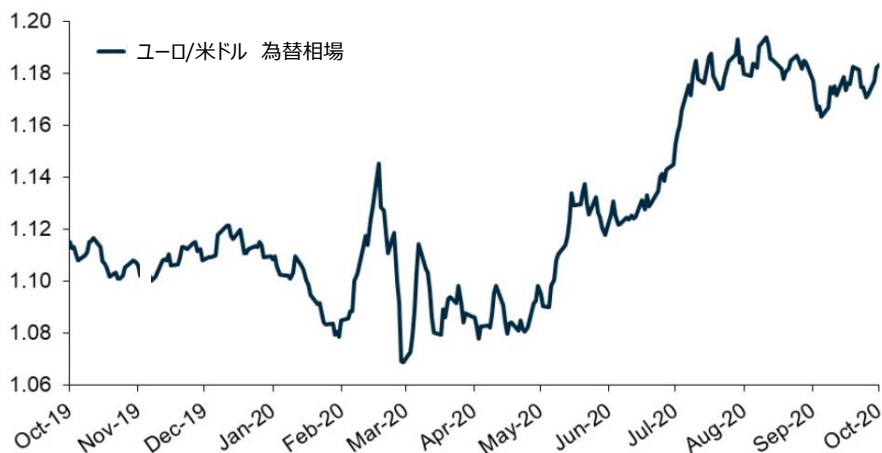
欧州中央銀行（ECB）による大規模な金融緩和政策に加えてユーロ圏では前例のない財政拡大政策が実施されており、こうした政策がコロナ禍を通じて同地域の大きな支援材料になっている。ただ、足元ではユーロ圏のインフレ率のボラティリティが若干高まっており、このような政策対応がインフレ見通しにどのような影響を与えるかについて様々な憶測を呼んでいる。一方で、こうしたボラティリティを検証してみると、インフレ率の長期的な下落基調に変わりはない。このような低インフレ基調がより定着してしまう前に ECB が政策手段に関するコンセンサスを構築し、長期にわたる低インフレに対する懸念を拭い去るために残された時間は少なくなっている。

インフレ率を測定するには物価の全体的な推移を把握する必要があるが、これは通常時においても容易な作業ではない。ましてや、コロナ禍に起因する経済停滞期間中の価格変動を明らかにしようとするのは、もはや推測ゲームの域を出ない。ユーロ圏においては夏場にかけてインフレ率がやや不安定な動きを示したが、足元では短期的な新型コロナウイルスに関連するいくつかの要因が、各種インフレ指標に影響を及ぼしている。

足元でインフレ指標のボラティリティが高まっているのは、一般的には夏場に実施されるセールスの期間が遅れたことや、純粋に多くの商品の価格を把握できていないなど、コロナ禍に関連する指標算出上の問題が部分的に反映されたものであるが、これらはインフレ指標を算定するデータの一部として算入される必要がある。コロナ禍によってクローズアップされたインフレ指標の算定に関する問題は、物価の全体的な上昇率というよりも、相対的な物価の変化に関するものである可能性が高い。

さらに、需要を喚起するために一部の国において一時的に付加価値税が減免されたり、エネルギー価格が下落したりと、足元のインフレ率の重石となっている別の短期的な要因もある。また、大規模で開放された経済地域である欧州が分裂する懸念が軽減する中、足元ではユーロが上昇している。これにより、今後数カ月にわたって引き続き総合インフレ率にマイナスの影響が及ぶと考えられる（図1）。

図1：足元のユーロ高は、短期的にはインフレにマイナスの影響を与えている



出所：ブルームバーグ

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

これらの短期的な要因を検証してみると、一部の人が懸念しているように、インフレに関する懸念が好転するようには思われない。それどころか、根本的に勢いを欠くインフレ基調という従来からの傾向に比較的速やかに逆戻りするだけで、コロナ禍以前からあった懸念は今後も持続することになるだろう（図2）。実際、ユーロ圏にける過去10年間の総合インフレ率は平均1.3%であり、ECBのインフレ目標である「2%を下回るがこれに近い水準」を大きく下回っている。より最近のデータによると、9月のコア・インフレ率は史上最低の0.2%となった。

図2：ユーロ圏の消費者物価指数 - 過去10年にわたりインフレ率は下降傾向にある（対前年比 %）



出所：ハーバー・アナリティクス

人口動態、テクノロジー、グローバル化など、多くの長期的な要因がこうしたインフレ率の下降傾向の原因となっている。足元のコロナ禍によって2020年初めに大幅に需要が低下し、欧州全域にわたって大規模な在庫が積み上がっており、インフレ率の下降傾向の新たな要因となっている。

### 政策対応

新型コロナウイルスに対応するためのECBによる金融政策は、明らかに大きな支援材料となっている。しかし、インフレ率が低下し続ける中での追加金融緩和政策の必要性について、2019年下旬までは政策理事会メンバーの意見は割れていた。量的緩和は政策としての限界を超えたように見受けられ、よって政策当局者はインフレ目標を達成するための更なる量的緩和を実施することが出来なかった、あるいは実施しようと思わなかった。その当時でさえ、インフレ率が更に低下するリスクがあった。ECBスタッフによる最新のインフレ見通しが目標を下回る状況が続く中、こうしたリスクが引き続き燃えている。

### 分岐点に立たされるECB

現在、ECBは（スケジュールに遅れが発生しているものの）金融政策のフレームワークの見直しを実施しているが、これは連邦準備制度理事会（FRB）が最近導入したフレームワークの変更よりも包括的な内容になる見込みである。この見直しによって、政策当局者はECBに課せられた「物価安定の使命」を果たすために新たな政策実施の機会を得ることができ、よって今回の作業がECBにとって大きな分岐点となることを示唆している。これに関して、政策理事会の一部のメンバーは比較的ハト派的な見解を表明してきた。フランス銀行のヴィルロワ・ド・ガロー総裁は「一定期間にわたる2%を超える物価上昇に対して、機械的に金融引き締め政策に転じるのではなく、我々はこれを受け入れる用意がある。」<sup>1</sup>と発言し、スペイン銀行のエルナンデス・デ・コス総裁は「インフレ率が目標を上回って推移することに対する許容度は、目標を下回って推移することに対する許容度と同じ扱いである。」<sup>2</sup>と強調した。

従って、柔軟な政策運営に立脚した2%前後で推移するインフレ目標の導入に賛同し、バランスの取れた成長、完全雇用、さらには気候変動対策といったEU全体の経済政策の支援というECBの「副次的な」使命にこれまで以上に注力するというのが、政策理事会の共通

認識となりつつあるように思われる。今回の見直しの完了期限は 2021 年半ばの予定となっており、それまでの間は、特に政策理事会のタカ派のメンバーとの合意形成に至るために粉骨砕身する必要があるだろう。

どのような政策が実施されるにせよ、ECB 政策当局による発言は、実際の施策によって裏打ちされる必要がある。デイスインフレーションの罠に陥った他国の中央銀行の例を見れば、速やかに行動することが望ましい。ユーロ圏全域にわたる 10 年にも及ぶインフレ率の低下というトレンドがさらに定着してしまう前に、断固とした行動を取ってこれを阻止するために、ECB に残された時間は徐々に少なくなっている。

<sup>1</sup> 2020年10月14日に開催された SUERF オンライン会議でのコメント。

<sup>2</sup> 「コロナ禍における ECB の財政政策の役割」、デウスト大学ビジネススクール卒業生によるミーティング、2020年10月1日。

本資料は 2020 年 10 月 23 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所 (特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム。

## 留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供することに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮していません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反:** PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

## 留意事項 2

資料はPGIMフィクスト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"THE ECB'S NARROWING WINDOW TO TACKLE CHRONICALLY LOW EURO AREA INFLATION"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号  
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会  
PGIMJ76828