

みずほマーケット・トピック(2013 年 12 月 18 日)

ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音

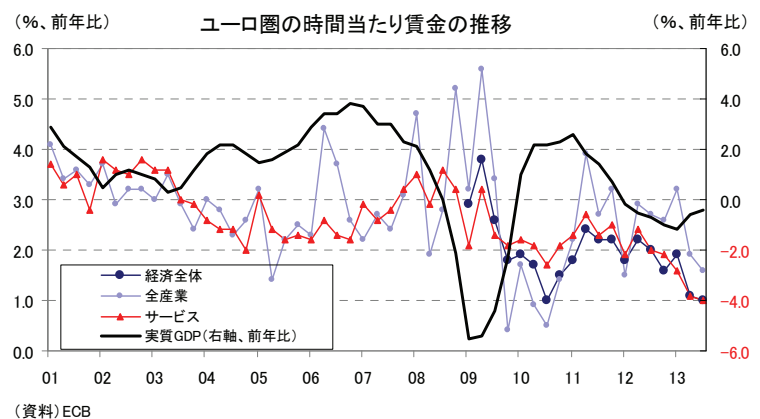
ユーロ圏 7～9 月期労働コストは前年同期比 1.0%上昇に止まり、2010 年 9 月以来の低い伸び率に。1～3 月期が同 1.9%上昇、4～6 月期が同 1.1%上昇、7～9 月期が同 1.0%上昇と目に見えて減速しており、HICP の動きと平仄が合う。HICP との違いとして、労働コストは現地通貨ベースで算出されるため、為替レートの変動による影響は受けないという点がある。ゆえに、HICP のようにユーロ高で数字が下振れるようなことはなく、同統計は純粋に加盟国における人件費抑制を示す。通貨を共有することに伴う痛みが、HICP よりも直接的に現れているのが労働コストであり、ユーロ圏の物価動向を推し量る上で重要。今後の注目はフランスか。

～taperingでもユーロ売りにならない苦痛～

今晚にはtaperingが決定するかという段になってもドル買いは盛り上がっておらず、昨日からはユーロ/ドルなどが上昇している。こうした動きは常に不可解と感じてきたが、結局のところ、taperingがスタートするにしてもフォワードガイダンス強化もセットになることが見えている以上、「taperingはtighteningではない」との理解が市場に浸透しているということなのかもしれない。となれば、ユーロ高に喘ぐECBの苦境は残念ながら当面続くことになる。構造的なユーロ高要因を内包する以上、taperingこそがユーロ押し下げの頼みの綱だったが、今のところはそうなりそうもない。

～労働コストに現れる共通通貨の痛み～

ところで昨日はユーロ圏11月消費者物価指数(HICP、改定値)及びユーロ圏7～9月期労働コストとユーロ圏の物価関連指標が相次いで発表されている。前者については速報値の前年同月比0.9%上昇から据え置きで、引き続き1%未満の鈍い伸びが示された。後者を詳しく見ていくと、ユーロ圏全体の7～9月期における労働コスト(※企業が従業員を雇用する際の時間当たりコスト¹⁾)は前年同期比1.0%上昇に止まり、2010年9月以来の低い伸び率となった。なお、2013年に入ってから1～3月期が同1.9%上昇、4～6月期が同1.1%上昇、7～9月期が同1.0%上昇と目に見えて労働コストが落ちており、HICPの動きと平仄が合う。但し、



¹ 具体的には「総所得」と「総所得以外」を合計したものの。総所得は報酬、ボーナス、所得税、社会保険料等に相当。「総所得以外」は従業員に対する社会保障費用や雇用に係る税金等に相当。

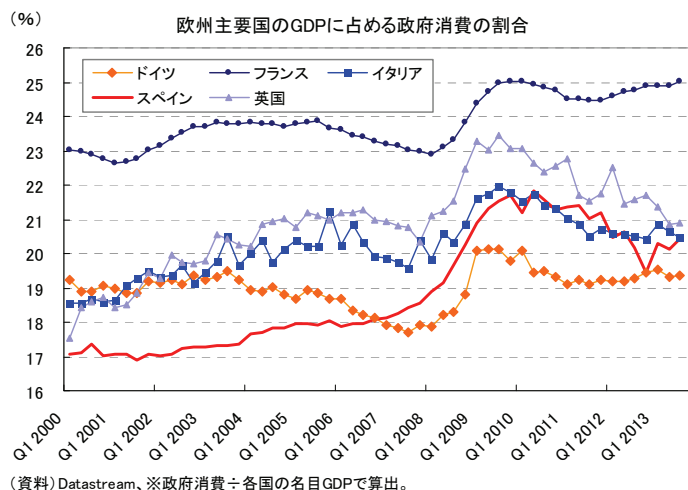
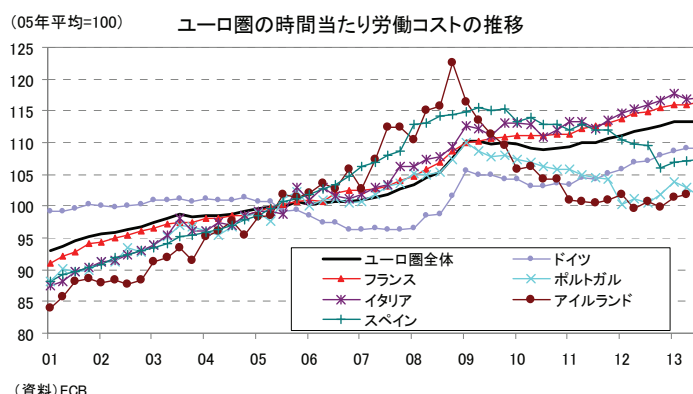
当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

HICPとの違いとして、労働コストは現地通貨ベースで算出されるため、為替レートの変動による影響は受けないという点がある。ゆえに、HICPのようにユーロ高で数字が下振れるようなことはなく、純粹に加盟国における人件費抑制を示している。元より、対外的な競争力改善に対して通貨安という一手が使えない以上、ユーロ圏加盟国は人件費を筆頭とする国内物価を押し下げるしか方法はない。通貨を共有することに伴う痛みが、ある意味でHICPよりも如実に現れているのが四半期に1度公表される労働コストだと考えられる。

前頁図に示されるように特にサービス業の落ち込みが大きく、7～9月期は同1.0%上昇と統計開始以来で最低の伸びを記録している。11月理事会後の会見でドラギECB総裁が利下げの根拠として挙げたように、物価下落の機運は経済の広範囲に亘っている様子が窺える。但し、物価、特に労働コストは景気に遅行することを踏まえれば、今夏に底打ちしたユーロ圏実質GDPの動きに1～2四半期遅れて今後は緩やかに労働コストが上向く局面もあるだろう。

～国別:フランスは大丈夫なのか?～

なお、国別にユーロ圏の労働コスト見ると、ドイツが同1.6%上昇、オランダが同2.3%上昇、オーストリアが同3.9%上昇など堅調な伸びを示しているが、フランス及びイタリアが同0.4%上昇とほぼ横這いになるなど、コア国でも二極化が進んでいる。なお、逆に落ち込みが激しい国はキプロスが同▲7.6%、アイルランドが同▲1.6%、ポルトガルが同▲0.1%となっていて、スペインも落ち込みこそ避けられたものの同0.5%と低い伸びにとどまっている。図を見る限り、スペインやポルトガル、アイルランドなどの国々は低位安定しているようにも見受けられ、ユーロ圏HICPを抑制している一因だろう。今後、注視したいのは政府部門の非効率性が指摘されることの多いフランスが下落に転じる可能性や(図)、明らかに伸び率が減速しつつあるドイツの先行きであり、こうした2大国の労働コストまで底割れするようになってくると、いよいよデフレの足音が聞こえてくることになる。



以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
Daisuke.karakama@mizuho-cb.co.jp

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_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いつく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は…～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年期国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)
2013年7月24日	本邦6月貿易収支について
2013年7月23日	「Believe me」から1年～ドラギ総裁の演技力とはどこまで続くか～
2013年7月22日	週末の各種イベントに対する論点整理～中国、G20、参院選～
2013年7月19日	週末版(直近の対内・対外証券投資動向を受けて～過去最大の対外証券投資の読み方～)
2013年7月18日	参院選後の株・為替市場はどう動くか？
2013年7月17日	最近のユーロ圏貿易収支～「ネガティブなユーロ買い要因」～
2013年7月16日	フランスの格下げについて～取り残される経常赤字～
2013年7月12日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～「2年で2%上昇」の確度が意識される時～)
2013年7月11日	ドル相場の乱高下について～「単なる調整」と割り切るべきか～