

みずほマーケット・トピック(2014年6月24日)

強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～

ユーロ圏 1～3 月期労働コスト(企業が従業員を雇用する際の時間当たりコスト)は前年同期比 0.9%増と昨年 10～12 月期の同 1.6%増から大きく減速し、2009 年 1～3 月期以来の低い伸びに。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が小さいという点で HICP と異なる。通貨を共有することに伴う痛みが、HICP よりも如実に現れているのが労働コストであり、こうした結果は、ユーロ圏の「デフレの足音」として重く受け止める必要。また、単位労働コスト(ULC)を見る限り、フランスやイタリアには未だ調整余地があるように見受けられ、今後、ユーロ圏安誘導が思うように進まない中で、これらの国々が賃金抑制を迫られる公算は大きい。

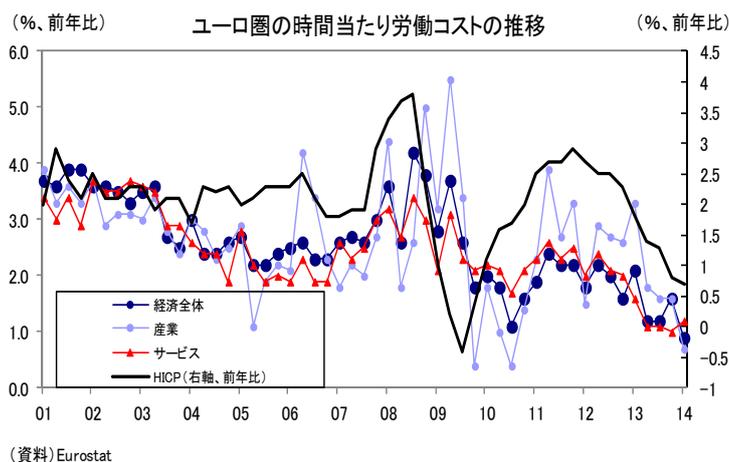
～強まった「デフレの足音」～

昨日の為替相場も動意のない膠着相場が続いた。こうして材料難の局面が続く中では、目を惹く経済指標を掘り下げ、それが相場に対して持つ意味を考察していくしかない。この点、あまり大きく報じられてはいないものの、先週 17 日(火)に公表されたユーロ圏 1～3 月期労働コスト(※企業が従業員を雇用する際の時間当たりコスト¹)は今後のユーロ圏における「デフレの足音」を示すものとして興味深いものだった。ユーロ圏の 1～3 月

期労働コストは前年同期比 0.9%増と昨年 10～12 月期の同 1.6%増から大きく減速し、2009 年 1～3 月期以来の低い伸びに止まった。同統計に関しては、半年以上前の本欄 2013 年 12 月 18 日号『ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音』でも議論しており、その際にもユーロ圏における賃金抑制をデフレの前兆として指摘したが、年明け以降もその懸念が強まった格好である。図示されるように、2012 年以降のユーロ圏消費者物価指数(HICP)と労働コストの動きはほぼ平仄が合うものであり、「鶏が先か、卵が先か」という議論はあるにせよ、経済全体のデフレーション傾向が強まる状況にあって、域内の賃金環境が厳しいものになりつつあることは間違いない。

～HICPよりも意味するものは重い～

上述の本欄でも同様の点を強調したが、労働コストは現地通貨ベースで算出されるため、為替レ



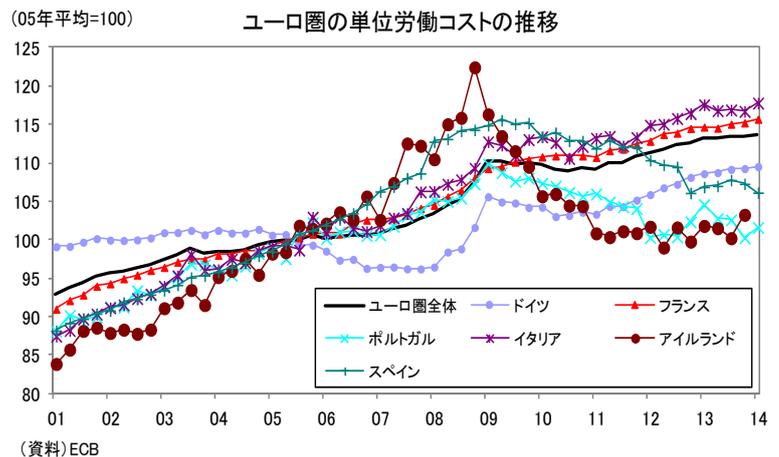
¹ 具体的には「総所得」と「総所得以外」を合計したもの。総所得は報酬、ボーナス、所得税、社会保険料等に相当。「総所得以外」は従業員に対する社会保障費用や雇用に係る税金等に相当。

トの変動による影響が小さいという点でHICPと異なる。ゆえに、HICPのようにユーロ高で数字があらさまに下振れるようなことはなく、その鈍化は加盟国における人件費抑制を直接的に示している。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無い。通貨を共有することに伴う痛みが、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である。

～ULCの調整が不十分なイタリアやフランス～

なお、関連する論点として、1人当たりの名目賃金を付加価値(実質GDP)で割ることにより求められる単位労働コスト(ULC=名目賃金÷実質GDP=1人当たり名目賃金÷労働生産性)の動きも重要である。景気が回復する初期段階ではコスト削減が優先するため、まず1人当たり名目賃金(名目賃金÷雇用者数)を抑制しようというインセンティブが働く。これに加え、より少ない労働投入(雇用者数)で生産(実質GDP)を維持することで労働生産性(実質GDP÷雇用者数)の上昇も図られる。結果、景気回復初期段階ではULCが下押しされることによる「循環的な物価下押し圧力」が発生する。通常、この禊(みそぎ)を済ませてからでないと本格的な物価上昇は期待し得ない。

右図を見る限り、スペインやポルトガル、アイルランドといった国々は確かにULCの調整がかなり進んできた印象を受ける。金融危機以前のバブル的状况に合わせて設定されていた人件費が然るべき調整を受けた結果と推測される。だが一方、フランスやイタリアに関してはこれといって調整が進んでいるように見えない。特にフランスに関しては政府高官がこぞって現状のユーロ高傾向を批判する割に



は、国内的なコスト改善努力はあまり手がつけられていないのではないかと想像してしまう。 ECBが手持ちのカードを使い切った以上、筆者は今後のユーロ安誘導の行く末は結局FRBの「次の一手」次第であり、容易に進まないと考える。そうなった場合、いよいよフランスやイタリアは国内におけるコスト削減努力を進めざるを得なくなるだろう(日本がそうだったように)。その時はユーロ圏に一段のデフレ圧力がかかることになる。本当に日本化を懸念するのはその段階に入った時だろう。

以上

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。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イェレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに類した日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～OPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10～20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店動向は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～プラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～