

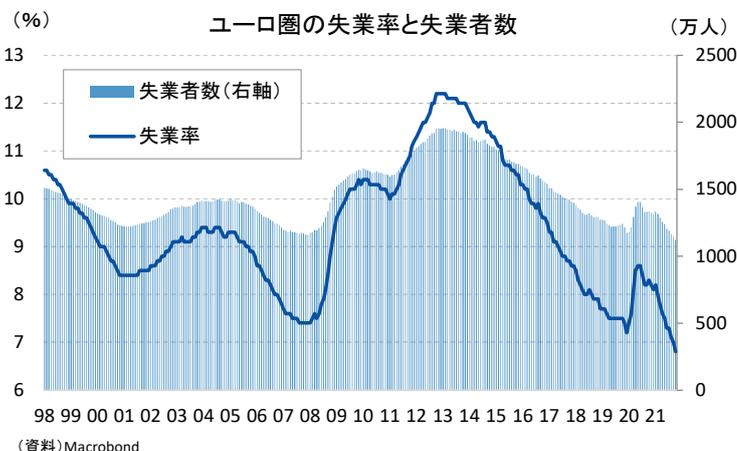
みずほマーケット・トピック(2022年3月8日)

賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？

地政学リスクを背景として大きく値を下げるユーロ相場とは対照的にユーロ圏の実体経済は底堅さを増している。ユーロ圏 1 月失業率は 6.8%と統計開始以来の最低値を更新。失業者数も減少傾向にある。パンデミックを受けた雇用市場の悪化は甚大だが、欧州債務危機ほどではない。ユーロ圏史上、雇用市場の最悪期は 2013 年上半期であり、当時は失業率も失業者数も現在の 2 倍程度あった。本来、現在の勢いで雇用市場の改善が続けば賃金の騰勢に反映されても不思議ではないが、今のユーロ圏は人手不足が深刻視されながらも、それがコストに跳ねてこないという「ねじれ」に直面している。これが ECB と FRB の政策運営に横たわる最大の違いである。パンデミック下で域内の妥結賃金交渉が停滞していたことが一因と思われるが、「人が足りないのに賃金が上がらない」という状況が続くはずがない。ECB は賃金上昇を伴う「second-round effects」が抑制されていると述べ、正常化プロセスを温存する姿勢だが、一部指標からは現在が「嵐の前の静けさ」なのではないかという予感も抱かれる。

～ユーロ圏の雇用・賃金情勢は大幅に改善中～

地政学リスクを背景として大きく値を下げるユーロ相場とは対照的にユーロ圏の実体経済は底堅さを増している。先週 3 日に公表されたユーロ圏 1 月失業率は 6.8%と前月の 7.0%からさらに低下し、統計開始以来の最低値を更新した。また、失業者数も前月比▲21.4 万人の 1123 万人と 9 か月連続で減少している。既に、失業率および失業者数のいずれで見てもパンデミック以前よりも

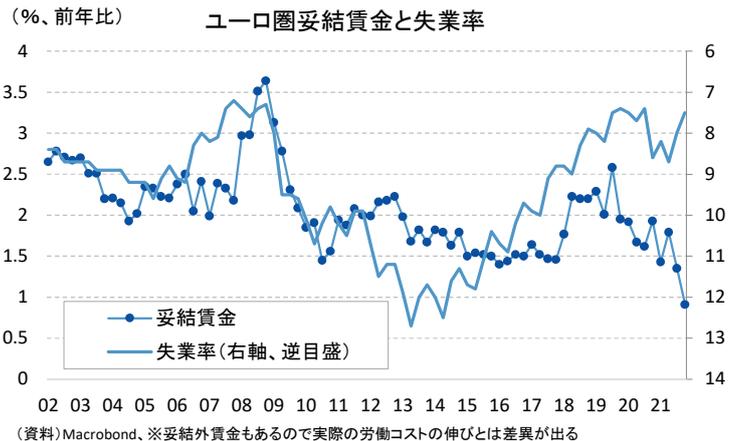


改善が進んでおり、その傾向には勢いも感じる。図示される通り、パンデミックを受けた雇用市場への影響は甚大なものであったが、その水準だけを見れば、欧州債務危機ほどではない。ユーロ圏史上、雇用市場の最悪期は 2013 年上半期であり、当時は失業率が 12.2%、失業者数は 1950 万人超という水準にあった。それは数字だけを見れば現在の 2 倍弱である。

～噛み合わない雇用と賃金～

本来、これほどの勢いで雇用市場の改善が続けば賃金の騰勢に反映されても不思議ではないが、この点は抑制された動きが続いている。金融政策運営に関し、ECB は FRB と何かと比較されやすく、政策理事会でもこれを質す記者が多く現れるが、ECB は住居費の上昇や総需要の強さに

加えて、ユーロ圏における賃金上昇率が顕著に抑制されていることが米国との大きな違いだとしている。2月政策理事会の議事要旨では「Nor did expectations of labour costs point to any evidence so far of significant second-round effects from the current high level of inflation (域内の労働コストを見る限り、現在の高インフレから著しい二次的波及効果が発生している証拠は見当たらない)」との記述も見られている。つまり、経済全体として人手



不足が深刻視されながらも、それがコストに跳ねてこないという「ねじれ」が今のユーロ圏には生じている。図示するように、失業率の上昇は2020年末で頭打ちになり、2021年中盤からは顕著に低下しているものの、ユーロ圏全体の団体交渉における協約賃金(以下妥結賃金)は伸びの鈍化が続いている。一般的にインフレが制御不能になりやすいのは、賃金の持続的な上昇を伴っている場合である。賃金が上昇し、家計部門の購買力も伴って来れば一般物価は失速しにくくなる。ECBは「second-round effects」というフレーズを用いて、賃金への波及効果を注視するが、この点においてまだ深刻なインフレ懸念は見出せず、だからこそ正常化プロセスを急ぐ理由がないと主張している。

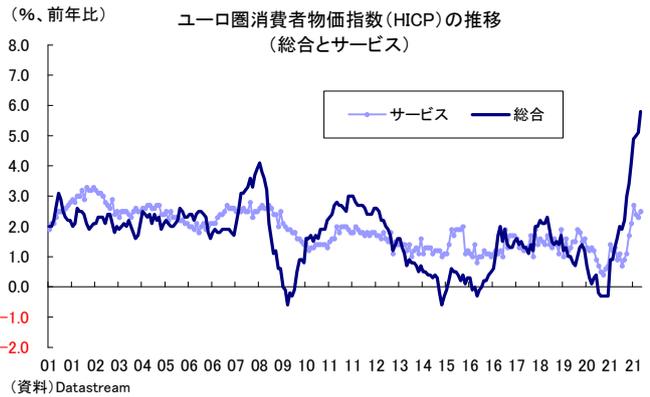
～賃金はこれから上がる公算～

もっとも、雇用と賃金の情勢にこれほど齟齬が出ているのはパンデミックという特殊な状況が背景にあると見られる。前掲図に示すように、歴史的に失業率と妥結賃金の関係は安定しており、これは理論(フィリップス曲線)が想定する通りの事実である。足許に限ってこれが崩れているのはパンデミックゆえに労働者側が団体交渉において賃金交渉の態度を軟化させていたことなどが原因と指摘される。先行き不透明感が経験のないほど大きくなる以上、「賃金よりも雇用」との思惑が働くのは自然であり、ECBが実施している企業電話調査(パンデミックに際してECBが始めた調査。FRBで言えばベージュブック、日銀で言えば短観のようなものに近い)によれば、賃金の伸びよりも「平時よりも雇用保全(job preservation)が強調された」という報告が見られている。

とすれば、両者の不安定な関係はパンデミックを理由とする一過性のものである可能性は高く、社会情勢が正常化に向かう中で非線形に賃金が雇用情勢に追いつくシナリオには身構える必要がある。そもそも「人が足りないのに賃金が上がらない」という状況が続くはずがない。この点はECB政策理事会でも認識されており、2月政策理事会の議事要旨では「過去の賃金上昇率は遅行系列(a lagging indicator)であり、将来のインフレに関するタイムリーなシグナルにはならない」と明記されている。こうした指摘に続け「よりフォワードルッキングな指標に注意を払うべき」であり、例えば聞き取りなどを中心とした調査ベースの数字を重視すべきとの姿勢も示している。この点、ECB企業電話調査では深刻な人手不足や生産コストの販売価格への波及に限らず、著しい賃金上昇への期待も報告されていると言及されている。賃上げの気配は確実に存在する。

こうした情報を総合すれば、域内のフィリップス曲線がECBの想定を超えて急激にステイプ化

する恐れはやはりあるのだろう。なお、スタッフ見通しでは、2%のインフレ率を前提とした場合、予測期間中に 3%程度の賃金上昇率に達することが整合的との指摘がある。上で見たように、現在の妥結賃金は2%を下回っているのだから、やはり「非線形に伸び率が跳ねる」という展開は十分予見されるということだろう。ちなみに、ECBが説明するように、確かに今の 6%弱にまで迫っている HICP の半分はエネルギーで説明

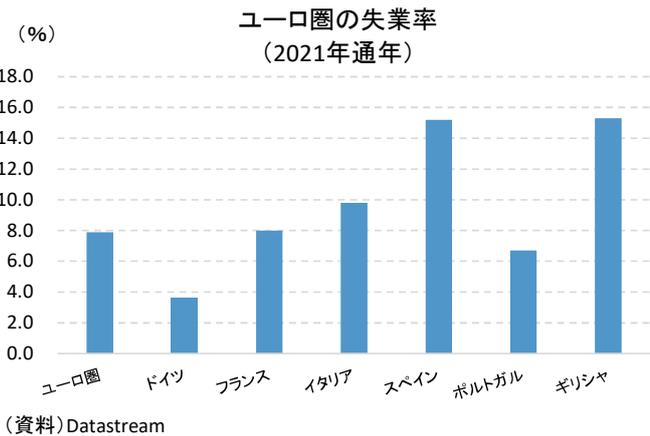


できる。しかし、裏を返せば、半分はエネルギー以外で説明できるということでもある。例えば、1月 HICP(前年比+5.8%)のうち、2割に相当する 1.0%ポイントがサービス物価である。サービス物価は賃金の塊のようなものであろう。米国に比べて賃金の動きが鈍いとはいえ、それは域内の物価情勢押し上げにおいて相応の存在感は既に示していることは留意したい。過去の局面と比較しても、総合ベースの物価が振れてもサービスの物価は安定するのが普通だったが、今回は経験がないほどの押し上げが見られている。二次的波及効果は穏やかながら始まっているのではないか。

現在の ECB はヘッドライン上のインフレ率がそのまま賃金情勢に反映されるという展開をメインシナリオにしていない、だが、ウクライナ危機により各種生産コストが押し上げられ、尚且つパンデミックも終息に向かうのであれば、妥結賃金は幅をもって上がってくるはずである。そうなればサービス物価もより勢いを得るだろう。そのスピードや幅は非連続的に加速する可能性がある。こうした基本認識を踏まえると、現状は「嵐の前の静けさ」とも言える状況かもしれない。

～ドイツは「孤立」に耐えられるか～

今後、正常化プロセスを進める上で難しいのは、ECB にとっては宿命だが、域内格差をどう乗り越えるかである。2021 年通年の域内失業率を国別に比較すると、フランスはドイツの倍の水準にある。スペインやギリシャはそのフランスの倍だ(右図)。もちろん、こうした域内経済格差はパンデミック以前から存在するものではある。だが、「悪い状況」から「良い状況」に事態が改善する過程で加盟国間ではどうしてもそのペースに差が出る。この点、ECB が正常化プロセスを検討する上では必ず「誰に合わせて正常化すべきか」が問題になる。ちなみに 2016 年から 2017 年にかけて正常化ムードが浮上した際、ドイツでは完全雇用が持て囃され、正常化プロセスは遅々として進まず、株や住宅などの資産価格に関してバブルの生成・崩壊の可能性が注目された。今次局面では、まだそこまでの齟齬が指摘されるには至っていない。しかし、時間が経つに連



れ地力の差は可視化されるだろう。もちろん、あらゆる計数に関し、ECB はユーロ圏全体の平均を見るしかないが、「平均」を形成する両端の国々との調整にいつも通り苦しむはずである。

ドイツ連銀総裁が 2 代続けて任期途中辞任という異例の決断を強いられたのは背景には正常化プロセスを巡る「孤立」があったわけだが、今年 1 月に就任したばかりのナーゲル総裁が加わった政策理事会は、今度こそ摩擦を生まずに正常化プロセスを進めることができるのか。気が早い話ではあるが、同総裁の挙動に問題がなければ今度こそ次期 ECB 総裁候補だと言われているのだから、政策運営そのものの行く末と合わせて注目したいポイントである。

市場営業部・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
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰報報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本邦の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版