

みずほマーケット・トピック(2022 年 5 月 26 日)

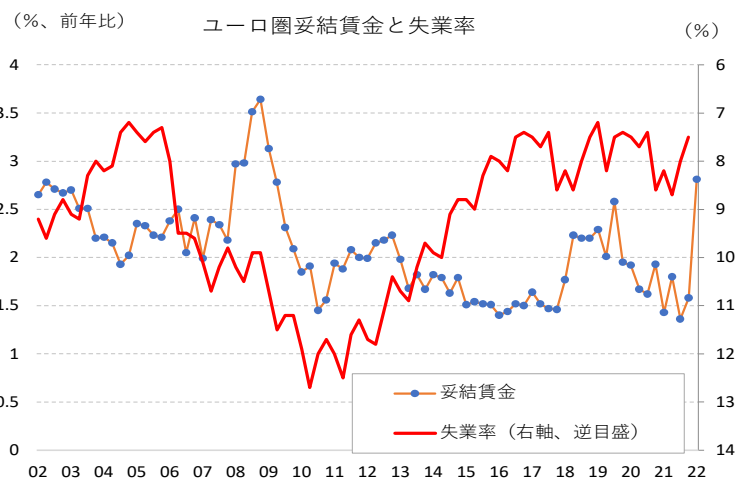
ブログで政策修正を図った ECB の真意～その②～

ラガルドブログの影響もあってユーロ相場は堅調を維持している。ブログ公表の背景にどのような思惑があったのか定かではないが、その翌日にはユーロ圏の賃金動向を占う上で重要な1～3月期妥結賃金が公表されている。これが前期比+2.8%程度と前期の倍程度の伸びに加速しており、23年以降の賃金の急伸が半ば可視化された格好。ブログ公表時点で ECB はこの数字を知っていたであろうから、材料視された可能性はある。4月会合の議事要旨では賃金上昇に関しタカ派・ハト派両面から意見が割れていたが、「今年の妥結賃金の上昇率は労働者が雇用機会の確保を優先する中、+1.5～+2.5%に止まる」という記述があった。1～3月期の上昇率はこの上限を突破しており、政策理事会内で問題視された可能性は否めない。もっとも、インフレ高進のリスクが高いと判断されたとしても、やはりブログという形でアナウンスしたことには疑問が残る。ECB の最高意思決定機関は政策理事会以外にあり得ず、本当に有事だと判断するならば臨時という格好で開催するのが筋だったはず。禍根を残す一手だったように思えてならない。

～ECB を変えたのは賃金動向か？～

昨日は FOMC 議事要旨(5月3～4日開催分)が公表され6月および7月の+50bps 利上げが既定路線であることが確認された。もっとも、この点は市場予想と大きく乖離するものではなく、金利・為替市場を動かすには至っていない。敢えて言えば、「緩和状態を早く取り除くことで、2022 年後半(later this year)には政策効果を見極めやすくなる」という記述は年後半に差し掛かれば利上げ幅が+50bps が+25bps になり、場合によっては利上げが停止するかもしれない可能性も示唆している。タカ派一辺倒であったこれまでの姿勢が柔軟化しているを感じさせる内容であった。

しかし、金融市場への影響度の大きさで言えば昨日の本欄で取り上げたラガルドブログ(5月23日公表)の方がやはり大きそうであり、ユーロ相場は大きく値を上げたまま、その後堅調を維持している。昨日の本欄では政策理事会を待たず突如ブログという形で公表に踏み切った理由は判然とせず、「物価上昇への危機感がにわかに高まった」としか考えようがない。それほどまでに不味いデータがこれから出てくるということだろうか」と論じた。この点、ブログ公表の翌日にはユーロ圏の賃金動向を占う上で重要な1～3月期妥結賃金(団体交渉における協約賃金)



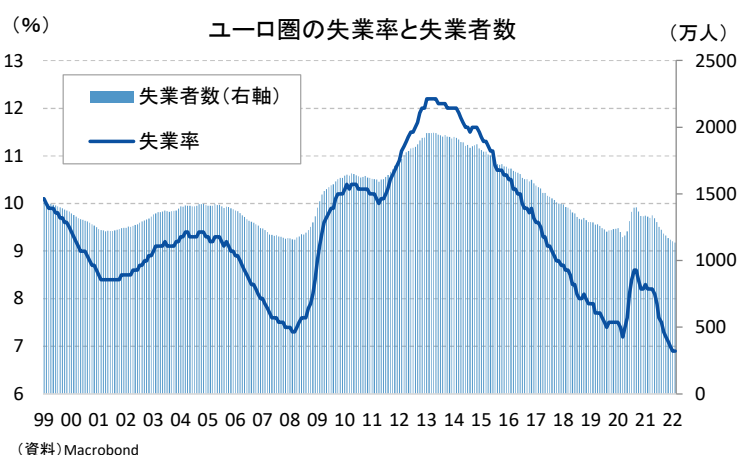
(資料) Macrobond、※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る

が発表されており、昨年 10～12 月期の前期比+1.5%程度から+2.8%程度へ倍程度の伸びに加速していることが目に付く(前頁図)。妥結賃金は翌年の賃金動向を規定するため、2023 年以降の賃金の急伸が半ば可視化された格好である。ブログ公表時点で ECB はこの数字を知っていたであろうし、その数字を見て市場が動揺することを恐れた可能性もある(結果的には何も起きなかったが)。

ECB は「失業率が改善しても賃金が上がってこない」という状況が FRB との違いであり、だからこそ gradualism(漸進性)が重要だと述べ、正常化を躊躇してきた経緯がある。先週 19 日に公表されていた ECB 政策理事会議事要旨(4 月 13～14 日開催分)にはハト派メンバーの意見として「今年の妥結賃金の上昇率は労働者が雇用機会の確保(job security)を優先する中、+1.5～+2.5%に止まる」ため、インフレ率は抑制されとの見方が紹介されている。しかし、1～3 月期の上昇率(+2.8%)はこの上限を突破しており、にわかに政策理事会内で問題意識が高まった可能性はある。

～「賃金を警戒すべき」との意見は 4 月会合にあり～

しかし、議事要旨では、賃金上昇をあまり警戒しない主張に対し、一般物価の動きに対して賃金が反応するには「大きなラグ(a substantial lag)」があり、足許のインフレ率急騰を踏まえれば、「賃金がこれに追従してくるのは単に時間の問題(just a matter of time)」という警戒の声もあった。過去の本欄でも議論したように「人が足りないにもかかわらず賃金が上がらない」という状況が続くはずがない。右図に示すように、3 月失業率は過去最



低の6.8%を更新し、域内の失業者数自体も1127万人とこれも過去最低である。人手不足という点でユーロ圏は米国と同じ問題を抱えている。あとは賃金上がるのを待つだけ、という状況とも言える。議事要旨にはこの点に関する議論も記載されており、「失業率が記録的低水準にあり、労働者が売り手市場にある中においては、賃金見通しは非常に早く変化しかねない」という指摘もあった。前頁図に示す通り、1～3 月期妥結賃金の伸びは確かに急激だが、失業率に照らして異常に低かったものが適切に修正されただけにも見える。だとすれば、調整はまだ途上という見方も可能だろう。

総じて、議事要旨では一般物価上昇が賃金上昇に至る二次的波及効果(second-round effects)のリスクが認められてはいる。しかし、その程度に関しては意見が分かれており、それが政策運営の振れに繋がっていたと見受けられる。例えば、あるメンバーはフィリップス曲線は依然フラット化したままであり、その構造が変わる様子は確認されていないという意見で賃金上昇を重視していない。一方、年明け以降、賃金上昇スパイラル(the resulting wage-price spiral)に入ってしまうと手遅れになるため早く手を打つべしと考えるメンバーの意見も出ている。今までは前者の声が強かったが、ここに来て後者の声が盛り返してきたというのが5月時点の状況なのだろう。そうでなければここまで踏み込んだ情報発信になるはずがない。

～それでもブログという手法は問題～

だが、インフレ高進のリスクが高まっていると判断されたとしても、やはりブログというカジュアルな形でアナウンスすることは問題だと筆者は考える。2020年3月18日、ECBはパンデミックに伴う混乱を沈静化すべく、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の導入を主題として臨時政策理事会を開催した。ユーロ圏金融政策の最高意思決定機関は政策理事会以外にあり得ず、本当に有事だと判断するならば臨時という格好で開催するのが筋である。今後、金融市場は「ブログという方法もある」ことを念頭にECBウォッチをせざるを得なくなる。フォワードガイダンスのように文言だけで期待に働きかけ、政策効果を担保しなければならない局面で「ブログで変えられるかも」という思惑はノイズにしかならない。今は大丈夫でも長期にわたって禍根を残しかねない懸念があるだろう。今回の情報発信にそれほどの緊急性があったように思われないことも踏まえれば、「割に合わない異例の措置」をラガルド総裁は取ってしまったように思えてならない。

市場営業部
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5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりののか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株値に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
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?
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	年初来初の為替市場総括～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～ドイツの自衛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～いつまで株値を無視できるか～
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～シュルツ政権の迷走～
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～)