

みずほマーケット・トピック(2022 年 11 月 21 日)

最高難度の局面に挑む ECB～多様な「不況下の物価高」～

現状のユーロ圏において、インフレの伸びに名目賃金の伸びがついてきているのはドイツとフランスくらい。多くの加盟国は「インフレ>名目賃金」の状況に陥っており、生活水準の切り下げを余儀なくされている。ユーロ圏がスタグフレーションに近い経済と言われる所以である。現状、ドイツやフランス以外は名目賃金の伸びがインフレについていけないため、ECB が最も恐れる wage-price spiral のリスクは小さいと言えるが、ユーロ圏全体としての統計はドイツやフランスの影響が反映されやすいのも事実。そのため ECB が「wage-price spiral のリスクは高まっている」という懸念を捨てるのは難しく、大国に合わせた金融政策により小国がオーバーキルされる可能性が視野に入る。そのリスクを抱えながらの引き締めプロセスを進めるにあたって、ECB 政策理事会は果たして足並みを揃えることができるのか。23 年の ECB は内部分裂のリスクを抱えながら 19 種類の「不況下の物価高」を管理するという最高難度のミッションに挑むことになる。

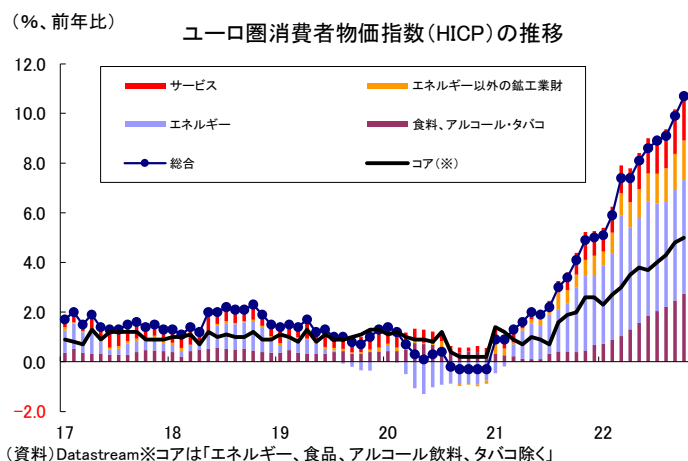
～劣化するユーロ圏の実質賃金情勢～

11 月 9 日、英 FT 紙は『Eurozone wage growth accelerating, job ads show』と題し、ユーロ圏の各国の賃金動向を報じている。ユーロ圏の賃金指数と言えば ECB が四半期に一度公表する妥結賃金(negotiated wage)が定番だが、いかんせん公表が遅いという難点を抱える。この点、アイルランド中央銀行と民間の求人検索企業(Indeed Hiring Lab)がリアルタイムのオンライン求人情報を元に共同開発する賃金指数は月次動向を捕捉することができる。対象とするユーロ加盟国は 6 か国に限られるが、リアルタイムデータに基づく物価情勢の把握はユーロ圏の経済・金融情勢ひいては ECB の政策運営を読むうえで有用な代物と言える。

右図は同データを元にユーロ圏 6 か国と英国の名目賃金および消費者物価指数(CPI)の状況について比較一覧したチャートである(記事中のものを抜粋)。一瞥しても分かるが、現状のユーロ圏において CPI の伸びに名目賃金の伸びがついてきているのはドイツ、フランスくらいである。とりわけドイツは CPI が前年比+10%と 2 ケタに到達しながらも、10 月の名目賃金が同+7.1%と辛うじて食らいつついる様子



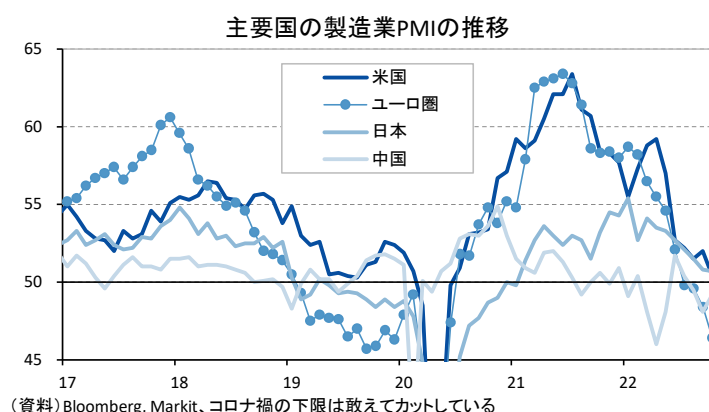
が目につく。それでもインフレに「負けている」状況は残り、ドイツですら実質所得環境の悪化を強いられている。片や、アイルランド、イタリア、オランダなどはそれぞれ名目賃金の伸びが同+4.0%から同+5.0%程度とドイツに劣後しているが、CPI の伸びはドイツと同等の同+10%近くに達している。こうした国は域内に多く存在すると推測され、ユーロ圏がスタグフレーションに近い経済と言われる所以である。実際、域内全体で見ると、10 月の名目賃金は同+5.2%とパンデミック前に比べれば 3 倍程度のペースで加速しているが、10 月の CPI は同+10.7%と 16 か月連続で増勢が続いている(図)。



～最高難度のミッションに挑む ECB～

現状、ドイツやフランス以外は名目賃金の伸びがインフレについていけないため、ECB (に限らず中央銀行全般) が最も恐れる wage-price spiral のリスクは小さい。その代わりに実質所得環境の悪化を通じて景気が失速し、縮小均衡を通じてインフレも鎮圧されるという展開に期待がかかる。政策理事会後の会見でもラガルド ECB 総裁は繰り返し「まだそう (wage-price spiral) はなっていない」と否定はしている。もちろん、仮に企業と労働者の双方が 2 ケタのインフレ率を当然視するような環境に至れば、今は名目賃金の伸びが落ち着いているアイルランドやイタリアのような加盟国でも「物価高騰がそのまま名目賃金に上乗せされる」という社会規範が定着しかねない。そうなればインフレは長引き、中銀にとっての最大の脅威となるため、「まだそうっていない」と言いながら引き締め姿勢を続けるしかないのが ECB の置かれた現状であろう。

元より厄介なことにユーロ圏全体としての統計はドイツやフランスの影響が反映されやすいため ECB が「wage-price spiral のリスクは高まっている」という懸念を捨てるのは難しい。結果、大国に合わせた金融政策により小国がオーバーキルされる可能性が視野に入る。既に製造業 PMI が他国に比しても失速感を強めているあたりに実体経済の不味さを見て取ることはできるが(図)、ユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が 10%を超える勢いを保つ中で小国の不都合は黙殺される公算が大きい。ECB の基本方針を縛るのはあくまで域内全体を平均した計数であり特定加盟国に焦点を当てることはできない。



オーバーキルリスクを抱えながらの引き締めプロセスを進めるにあたって、ECB 政策理事会は果たして足並みを揃えることができるのか。元より「不況下の物価高」は中銀にとって最も難しい局面

の1つだが、2023年のECBは内部分裂のリスクを抱えながら19種類の「不況下の物価高」を管理するという最高難度のミッションに挑むことになる。執拗なインフレを大幅利上げで鎮圧しようとする一方で、イタリア国債利回り抑制のために再投資政策の柔軟化に勤しんでいる現状に象徴されるように、今後もある部分では緩和色を残しつつ、強烈的なインフレを抑制するという複雑な政策運営を強いられる公算が非常に大きいように思える。今のところ欧米の中央銀行はいずれも「不況下の物価高」という点で問題意識を共有しているように見受けられるが、2023年春以降はECBだけが単一通貨固有の難しさに苦しんでいる可能性がある。

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11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃の前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか?
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか?
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという三番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でてこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～