

みずほマーケット・トピック(2023 年 3 月 28 日)

ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢

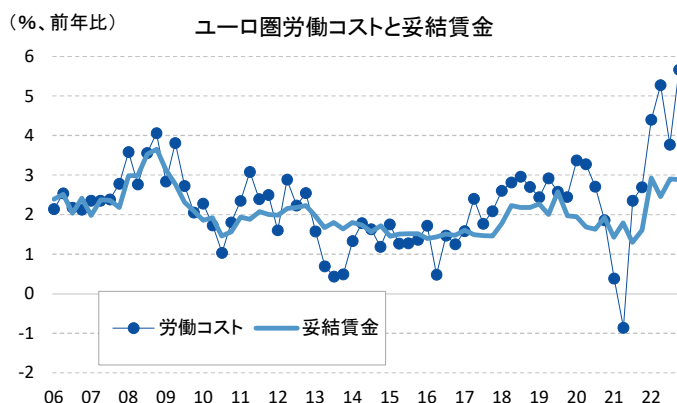
金融市場がシステミックリスクに神経質になる中、インフレ関連の計数チェックがやや疎かになっているように感じられる。とりわけ米国に比べて雇用・賃金情勢がノーマークになりやすいユーロ圏の計数は改めて確認しておく必要がある。例えば先週公表されたユーロ圏 22 年 10～12 月期分の労働コストは統計開始以来最大の伸びを記録。ECB が最も懸念する賃金・物価スパイラルの可能性を示唆している。労組の妥結賃金はまだ歴史的なバンド(+1%～+3%)に辛うじて収まるが、このまま収束を見るのか。欧州委員会調査によれば事業活動の阻害要因として「労働力不足(labor shortages)」と回答する企業が過去最高に達している。失業率は昨年 4 月以降、過去最低水準の 6.6～6.7%で張り付いており、労働市場の需給ひっ迫は長期化している。これにより最低賃金自体も押し上げられており、例えばドイツなどは過去 5 年平均に対し 5 倍程度の伸びに至っている。ECB の重視するコア HICP が減速する兆候は感じられず。

～跳ねるユーロ圏の労働コスト～

金融市場は依然として「次に出てくる悪材料は何か」という雰囲気が漂っており、システミックリスクが完全に払拭されたとは言えない。3 月に入ってから毎週のように金融機関の名前が入れ替わり立ち代わり浮上し、その不安が報じられる中、基礎的経済指標のチェックがやや疎かになっているように感じられる。シリコンバレー銀行(SVB)破綻が報じられる直前まで 3 月 FOMC は+50bp への利上げ幅再拡大が示唆されていたし、欧州大手金融機関が再編される最中でも ECB は宣言通り+50bp の利上げに踏み切った。中央銀行は管轄する金融システムの安定を強調し、それを証明するようにインフレ抑制を念頭に置いた政策を運営している。市場もこれに真摯に向き合う必要がある。

とりわけ米国に比べて雇用・賃金情勢がノーマークになりやすいユーロ圏の計数は改めて確認しておきたいものである。例えば 3 月 17 日にユーロスタットより公表された 2022 年 10～12 月期分の労働コストは ECB が最も懸念する賃金・物価スパイラル(wage-price spiral)の可能性を検討する上で大きな手掛かりになる。労働コストは「雇用主が労働者を維持するための 1 時間当たりの労務費用」を示す。ユーロスタットの説明を借りれば「生産要素の一つとしての『労働』から生じる潜在的なインフレないしデフレ

リスクを監視するのに役立つ」とあり、まさに今の ECB が抱く問題意識と一致する計数と言える。これによると 10～12 月期の労働コストは前年比+5.7%と過去最大の伸びを記録している(図)。ちな

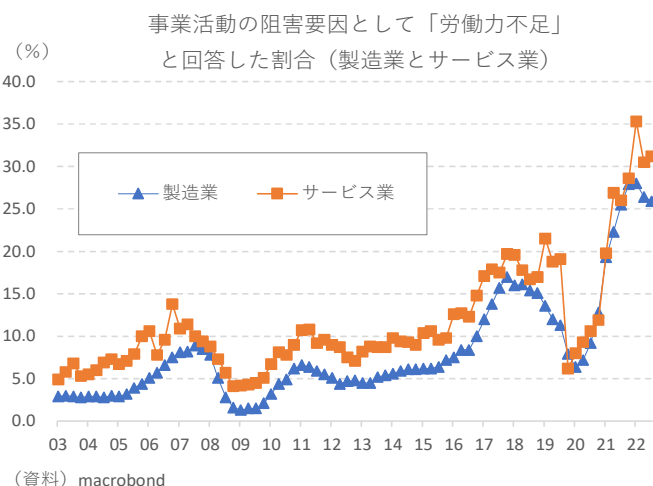


(資料) Macrobond、※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る

みにユーロ圏消費者物価指数(HICP)の10～12月期平均が総合ベースで+10%だったので、賃金の伸びはその半分程度だったことになる。賃金は一般物価に遅行するため予断を許さない状況と言えるが、それだけ実質賃金が悪化している状況でもあり、需要縮小を背景としてインフレ沈静化にも期待がかかる局面と言えるだろう。業種別に見ると、最も賃金上昇率が高かったのは建設業で+6.5%、これにサービス業の+5.7%、製造業の+4.4%が続いている。労働組合の妥結賃金はまだ歴史的なバンド(+1%～+3%)に辛うじて収まっているが、このまま収束を見るのか予断を許さない。

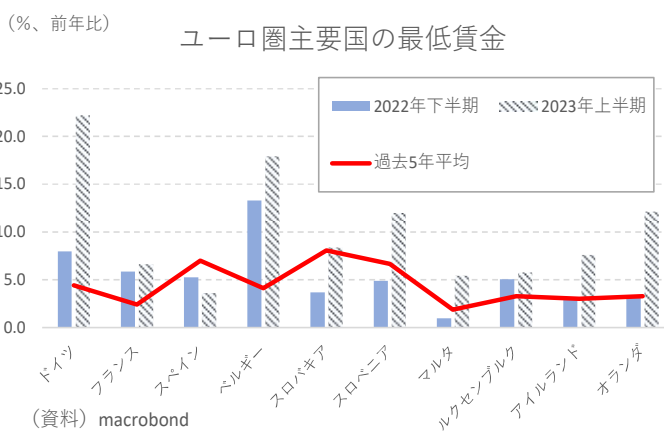
～「労働力不足」を訴えるユーロ圏企業～

ちなみにあまり日本で報じられることは無いが欧州委員会は『European Business Cycle Indicators』と題し、四半期に1度、域内企業の業況に関して定量的・定性的なデータチェックを行っている。そこでは稼働率のほか、景況感に関して様々な角度からの調査が紹介されている。その中で「事業活動の阻害要因(s limiting factor)は何か」と聞く調査があり、この結果が興味深い。最新の2022年10～12月分調査(2023年1月発表)によると、製造業で約25%、サービス業で約30%が「労働力不足(labor shortages)」と回答している。図に示すように、これは調査開始以来で経験のない水準である。実際、失業率は昨年4月以降、6.6～6.7%で張り付いており、労働市場の需給ひっ迫は毎月確認されているところであったが、欧州委員会調査はこうした経済情勢を裏付けている。



ちなみに人手不足が長期化するに伴って最低賃金自体も押し上げられる状況にある。

2月の政策理事会議事要旨では「仕事を変える人(job movers)の方が現職に残る人(job stayers)よりも賃金の伸びは高いとみられることから、それ自体は労働生産性の伸びに寄与する」というマクロ経済的な視点に基づき、必ずしも賃金の伸びがインフレ圧力に直結するわけではないという見方も紹介されていた。しかし同時に、最低賃金が引き上げ



られるような現状は賃金全体の水準(scale)が切り上がる展開に繋がるため、看過できないという警戒感も示されていた。事実、ユーロ圏加盟国の最低賃金は加速傾向にあり、ドイツなどは過去5年平均(前年比+4.4%)に対して2023年上半期は5倍程度の伸び(同+22.2%)になっている。

～ECBの利上げ停止は夏を跨ぐ公算～

現状、金利先物市場の織り込みではECBは6月までに現行の3.00%から3.25%へ+25bp利上

げを行い、9月までの現状維持を経て、年明け以降の利下げを模索するという予想が形成されている。これに対しFRBは7月以降に利下げが織り込まれる予想が形成されており、金利面からはユーロ買いが好感されそうな雰囲気が強い。

しかし、現実問題、ECBについては利下げ可能性の議論よりも、「利上げは+25bpであと1回のみ」という想定が正しいのかという目線を持ちたい。上で見てきたように雇用・賃金情勢を踏まえれば、恐らく賃金の騰勢を背景にサービス物価は当面強く、それゆえにコアHICPの減速も期待しにくい。3月政策理事会でECBは政策金利にまつわるガイダンスを削除する代わりに、分析上で重要になる3つの要素として①経済・金融情勢にまつわるデータ、②基調的なインフレ動向、③政策効果の波及経路を挙げている。コアHICPに関わるのは②であり、ラガルド総裁は会見で「インフレの基調的な要素が上がり続ける限り、インフレとの戦いを止めることは無い」と断言している。当面のECBウォッチでは何を置いてもコアHICPを注視することが最優先事項と考えて差し支えない。最低賃金が顕著に引き上げられる状況は域内における企業の価格設定行動が強気化する前兆とも考えられ、当面は利下げ転換はおろか、利上げ停止の議論も難易度が高いように思える。

為替市場の観点からは、繰り返し論じているように、欧米の政策金利格差がクローズアップされやすい4～6月期後半や7～9月期にユーロの対ドル相場が強含みやすいと考えておきたい。

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基礎的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「バズ」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
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」～
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議長総括から何を讀むか～
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	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する