みずほマーケット・トピック（2023 年 5 月 30 日）

ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～

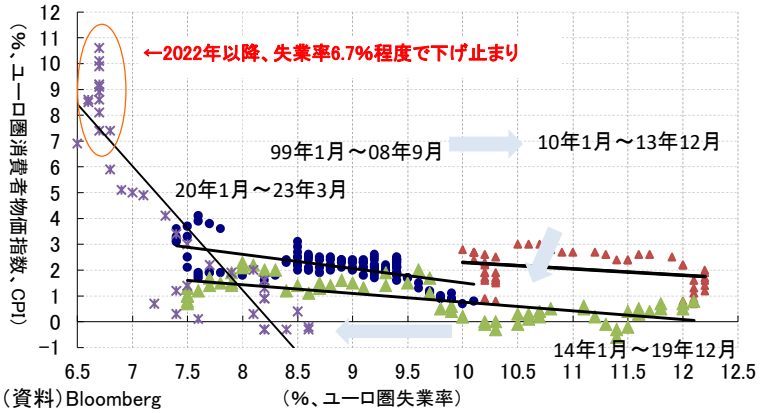
過去 1 年、ユーロ圏の失業率は平均すると 6.7%程度と過去最低水準で張り付いており、完全雇用状態にあると考えられる。その間にユーロ圏のインフレ率は総合ベースでピークアウトしているものの、コアベースではピークの+5.7%から殆ど変わっていない。名目賃金が伸びていることの結果なのだろう。チーフエコノミストであるレーン理事はこの傾向は年内続くと述べており、ECB のタカ派色も相応に持続しそうな雰囲気。また、エネルギー、特に天然ガス価格も予断を許さない。オランダ TTF の翌月渡し物価格は前年比で 9 割以上下落しており、ロシアのウクライナ侵攻以前の水準に戻しているが、今年の冬渡しの先物価格は上昇傾向。LNG をかき集めることでロシアの穴は埋められているものの、受け入れ能力の完備は 23 年中には間に合わない見込み。足許ではドイツ貿易黒字を筆頭に需給環境は盤石だが、エネルギー価格やこの背景にある気候ないし地政学のリスクに依存している。ユーロ相場の堅調は脆弱性を孕んでいる。

～ユーロ圏の雇用・賃金情勢～

先週 26 日、ECB のチーフエコノミストであるレーン理事が「平均すると、賃金は非常に緩やかに上昇している。多くの人はまだ古い契約に縛られている」と賃金の騰勢に警鐘を鳴らしつつも、そうした動きは想定の範囲内であることも強調した。レーン理事は名目賃金のピークが 2023 年であること、実質賃金がパンデミック以前（2019 年）の水準に戻るのは 2025 年以降との見通しも示した。

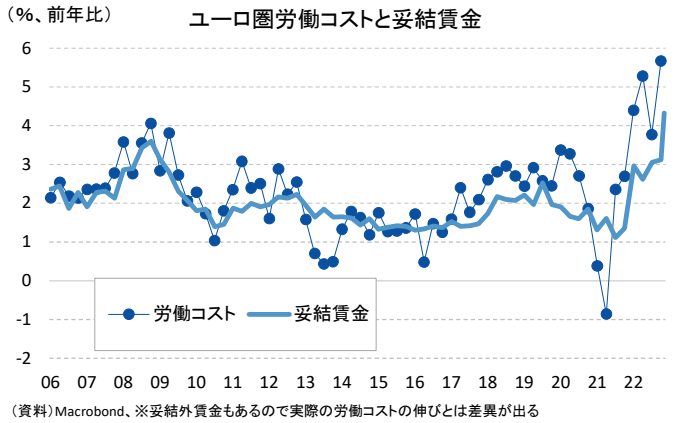
確かに、ユーロ圏の雇用・賃金情勢は今がピークを感じさせる雰囲気がある。過去 1 年間、ユーロ圏の失業率は平均すると 6.7%、直近 3 月分は 6.5%と過去最低水準で張り付いている。完全雇用状態にあると考えるのが自然だろう。その間にユーロ圏消費者物価指数（HICP）は過去最高となる前年比+10.6%（2022 年 10 月）まで押し上げられる局面が見られたものの、直近（2023 年 4 月）では+7%まで落ち着いている。一方、コアベースではピークの+5.7%から直近では+5.6%と殆ど変わっておらず、これが名目賃金の騰勢の結果なのだと考えられる。レーン理事の指摘が事実ならば、この傾向は年内続くことになるし、ECB の利上げ軌道も相応にタカ派色が続くことになるのだろう。コア HICP のはっきりとした鈍化が見えない以上、果たして 6 月と 7 月の 2 回で終了という市場予想通りに着地するのか今の段階では確証が持てない。利上げの効果はラグを伴って現れるため現状

フィリップス曲線（失業率とユーロ圏CPI）



（資料）Bloomberg

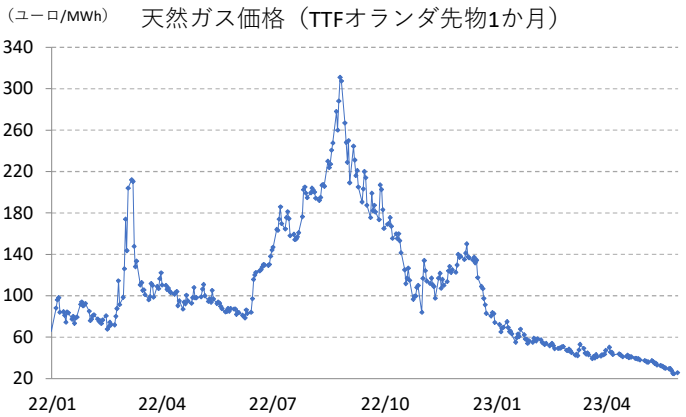
だけから政策運営を決めるべきではないものの、域内の失業率が史上最低水準にあり、労働組合の妥結賃金も既往ピークに達していることを横睨みしながら(図)、利上げを手じまいするというのは若干難易度が高いように思える。現実的にはインフレがはっきりと鈍化まで根気よくタカ派姿勢を大きく緩めずに、しかしオーバーキルに至らないように絶妙な匙加減が要求されることになる。想定される展開としては「利上げをやめても再投資停止のペースを加速させる」、「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)で購入した有価証券の再投資も 2024 年末を待たずに止めてしまう」など、「量」の引き締めをペースアップさせることで「金利」の引き締めから撤退しようとする可能性は考えられる。



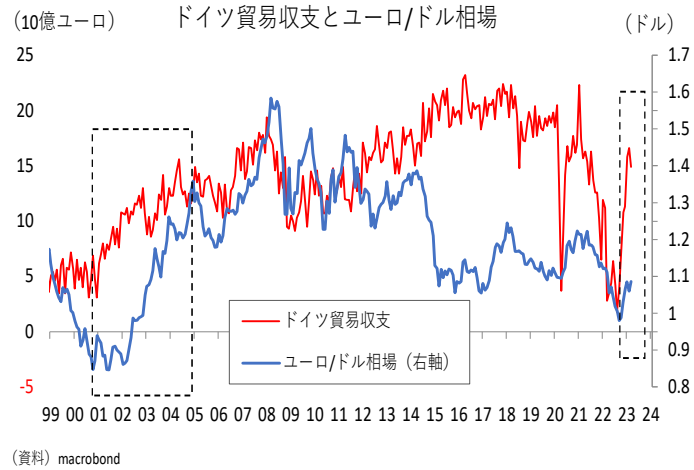
(資料)Macrobond、※妥結外賃金もあるので実際の労働コストの伸びとは差異が出る

～天然ガス価格は依然リスクを帯びる～

ユーロ圏のインフレ見通しや ECB の挙動を考える際、こうした雇用・賃金情勢は当然重要な論点だが、今は落ち着いているエネルギー動向も同等に重要である。特に気がかりなのは天然ガス価格の先行きだ。既報の通り、欧州で取引される天然ガス価格は各国の節電努力に記録的な暖冬も重なったことで着実に値下がりしており、遂にロシアのウクライナ侵攻以前の水準をつけている。欧州における天然ガスの取引指標であるオランダ TTF の翌月渡し物価格は今月下旬に入ってから 1MWh(メガワット時)あたり 30 ユーロを慢性的に割り込んでおり、300 ユーロを超えていた昨年ピーク(2022 年 8 月)と比較すれば 9 割以上の下落となる。これだけエネルギー価格の前提が変われば、昨夏に「最悪の冬」と言われていたものが堅調な結果に終わるのは当然だろう。こうしたエネルギー価格の急落がドイツを筆頭とする域内貿易収支の大幅改善に直結し、需給面でのユーロ買い支えに繋がった面は小さくないと筆者は考えている(図)。もちろん、天然ガス価格上昇の背景は中国のガス調達方針変更なども寄与しており、全てが暖冬や節電努力で説明できるわけではない。だが、例年通りの冬が到来していた場合、乗り切れなかった恐れはかなりある。



(資料) Bloomberg



(資料) macrobond

今後についても不透明感は漂う。目下、ユーロ圏はパイプライン経由でロシアから輸入していた天然ガスが途絶した代わりに世界中から液化天然ガス(LNG)をかき集めることで穴埋めしようとしている。しかし、周知の通り、LNG の輸入にあたっては受け入れと再気化のための基地が必要になる。この点も EU は全速力で構築にあたっており、2023 年は前年比で見れば受入れ能力が増強し、LNG の輸入可能量も増えることが期待される。しかし、2022 年は上半期まではロシアからの天然ガス輸入ができていた。これを踏まえれば、2023 年のガス需給は 2022 年よりも悪いという見方もある。仮に、2023 年が厳冬に見舞われた場合、未完の基地能力を前提とすればやはりエネルギー需給は逼迫し、価格が騰勢を強める公算は大きい。EU は北アフリカや西アフリカのように船賃が押さえられる国との間にパイプラインを整備する計画も進めているが、少なくとも年内に全能力を発揮できるような見込みは立たない。

現状、今年の冬をカバーする半年後渡しは 40 ユーロ、9 か月後渡しは 50 ユーロと期近物より高くなっている。実際この程度の上昇で収まるのであれば大きな問題にはならないが、これも天候次第で一気に景色が変わってしまう可能性は念頭に置くべきだろう。予期せぬインフレに応じて利上げを強いられている場合、需給悪化が強く懸念されてユーロ売りが先行するというのが昨年からの学びである。引き続き今後 1 年間のユーロ相場はエネルギー価格やその背景にある天候および地政学事情がダウンサイドリスクとして残ることになるだろう。

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に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
2023年5月26日	週末版（32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～）
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ペントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年4月分）
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版（米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～）
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版（インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～）
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年3月分）
2023年4月14日	週末版（FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～）
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバリゼーション（slowbalization）
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版（日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～）
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数（HICP）の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
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
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「基調的なインフレ率」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「パス」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