

みずほマーケット・トピック(2023 年 8 月 22 日)

力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢

ジャクソンホール経済シンポジウムの今年のテーマは「世界経済の構造的シフト」とされ、自然利子率のシフトアップなどが焦点になる可能性。足許の米金利上昇やドル高もこうした観測に構えたもの。欧州でもインフレ高止まりが続くが、昨日はドイツ連邦銀行が月報で高インフレ定着を確認するような見解を提示。ドイツに限らず、ユーロ圏全体で雇用・賃金市場の失速が確認できておらず、これがインフレ基調の押し上げに寄与しているのが現状。ECB が重視するインフレ期待である 5 年先 5 年物インフレスワップフォワードも加速している。なお、ユーロ導入以降のフィリップス曲線のシフトイメージを節目ごとに追ってみると、パンデミックを挟んだ過去 3 年間はそれ以前の約 10 年間と比較して大分異なる形状に至っている。これがパンデミックという異常事態を挟んだがゆえの一過性の動きなのか。真実は事後的にしか分からないが、中銀の立場からすれば、軽々に利上げ路線の打ち切りを宣言することが難しい状況にあることは間違いない。ジャクソンホール経済シンポジウムではこうした論点を念頭に議論が展開されるはず。

～ユーロ圏のインフレ期待は加速中～

為替市場は週末にかけて行われるジャクソンホール経済シンポジウムを控え、動意に欠く地合いになりつつある。今年の会議全体のテーマは「世界経済の構造的シフト」であり、自然利子率(r^*)のシフトアップ(ラフに言えば利上げの最終到達点引き上げ)などが焦点になる可能性が取りざたされている。足許の米金利上昇やドル高もこうした観測に構えたものである。一方、欧州でもインフレ高止まりを確認するような動きが続いているが、昨日はドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)が月報において「インフレ率が目標とする水準を上回る状態が長期間続くという印象が定着した(the impression took hold that inflation rates will nonetheless persist for longer above the rates targeted by central banks)」との見解を示している。これはユーロ圏全体について当てはまる話と言える。

月報内では雇用・賃金市場の力強さが引き続き確認されており、賃金決定プロセスにおいて ECB の掲げる 2% 目標が参照にされていない状況が透けて見える。ブンデスバンクは当面続くであろうこうした賃金の強さを取り上げ、インフレ率が 2% を超えて長期化する「主な理由(a key reason)」だとの考えを示している。その上で資源価格が再浮揚し始めていることもアップサイドリスクだという指摘も見られている。総じてドイ

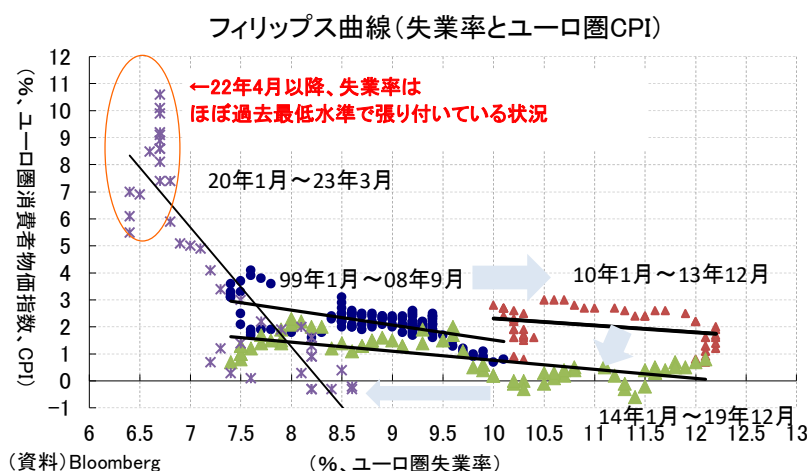


ツひいては域内のインフレ率高止まりを再確認させるような内容が記述されていた。毎月の本欄でも確認しているように、確かにユーロ圏消費者物価指数(HICP)のヘッドラインははっきり下がってきているが、基調であるコア HICP は殆ど下がっていない。ブンデスバンクが指摘するように、雇用・賃金市場が失速してこないことの影響がここに来て滲み出ていると考えるべきなのだろう。なお、ECB が歴史的に重視する市場ベースのインフレ期待である 5 年先 5 年物インフレスワップフォワード(5 年先 5 年物 BEI)は失速の兆しがなく、むしろ続伸するような状況にあり(前頁図)、これだけ見るとインフレとの戦いはまだ序盤戦のようにすら思えてくる。

～フィリップス曲線に透ける構造変化の可能性～

域内の失業率は過去最低が続いている。最新となる 6 月失業率はユーロ圏(20 か国)ベースで 6.4%と過去最低が続き、これは 4 月以降から変わらぬ傾向である。もっと言えば、2022 年 4 月以降、失業率は過去最低水準に張り付いており、そこから動いていない。そうした状況下、HICP はエネルギー価格のベース効果もあってヘッドラインでは顕著な押し下げが実現してきたが、ここに来てコアベースでは下げ止まっている。

ブンデスバンクが月報内で「high wage settlements are expected in the coming months」と見通しているように、賃金の騰勢が当面続くことを考えれば、域内のフィリップス曲線は図示されるように、垂直に切り立ったようなイメージが当面続くのかもしれない。右図はユーロ導入以降のフィリップス曲線のシフトイメージを節目ごとに追ってみたものだが、



パンデミックを挟んだ過去 3 年間はそれ以前の約 10 年間で比較して大分異なる形状に至っている。これがパンデミックという異常事態を挟んだがゆえの一過性の動き(正常な状態に戻るための過渡期)と見るべきか、それとも構造変化が完了したと見るべきなのか。真実は事後的にしか分からない。だが、インフレ期待の安定とそれに伴う経済の安定を企図する中央銀行の立場からすれば、軽々に利上げ路線の打ち切りを宣言することが難しい状況にあることは間違いない。今回のジャクソンホール経済シンポジウムではこうした論点を念頭に置いた議論が展開されるはずであり、主要中銀の金融政策運営の方向感を規定しかねないという意味で大いに注目したい。

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/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8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするとつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遙か遠くの年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
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～
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	「世界中が欲しがらる財・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～ベ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～円安見直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ライゼーション(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