

みずほマーケット・トピック(2024年3月5日)

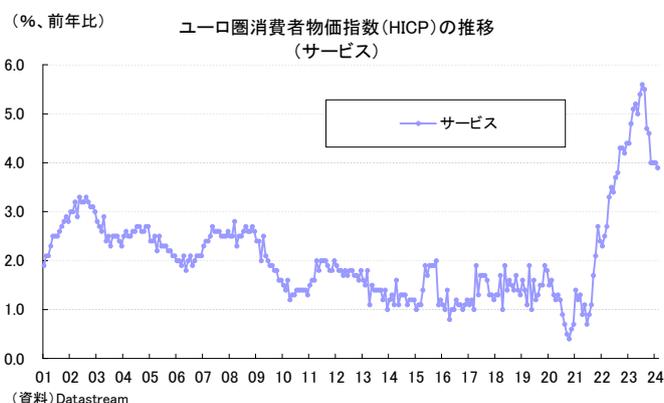
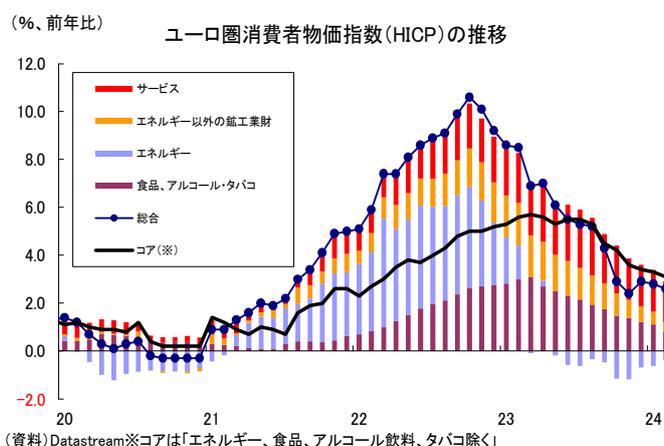
ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～

今週7日にはECB政策理事会が開催されるため、直近の賃金・物価情勢を踏まえ、簡単にプレビューしておきたい。結論から言えば、3月含め4月や6月の政策理事会でECBが大きく動くとは筆者は考えていない。ユーロ圏2月消費者物価指数は確かに減速したが、サービスを中心とするコアベースでは高止まりしており、これは賃金高止まりを意味している。求人広告を元にする賃金トラッカーで見ても、ECBの開発途上の賃金トラッカーで見ても、2024年中に妥結賃金が4%をはっきり割り込んでくる未来は見えずらい。2月PMIではサービス業の底堅さも確認されている。サービス業が復調傾向にもかかわらず名目賃金が顕著に失速するのか。6月政策理事会でスタッフ見通し改定と共に利下げが行われるという市場予想に関し、筆者は懐疑的。3月や4月の現状維持はもちろん、6月も声明文や総裁会見で賃金減速を認めつつも、利下げにはその可能性を示唆するにとどまり、9月以降に利下げという展開をメインシナリオとしたい。

～域内の雇用・賃金情勢は予断を許さず～

今週7日にはECB政策理事会が開催されるため、直近の賃金・物価情勢を踏まえ、簡単にプレビューしておきたい。結論から言えば、3月含め4月や6月の政策理事会でECBが大きく動くとは筆者は考えていない。直近データで重視されるのは先週3月1日に公表されたユーロ圏2月消費者物価指数(HICP、速報値)となるが、これは前年比+2.6%で1月の同+2.8%から低下したものの、市場予想の中心(+2.5%)を若干上回った。変動の大きなエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコ除くコアベースも+3.1%と前月の+3.3%から低下したが、こちらも市場予想の+2.9%を上回っている。

総合ベースで4か月連続の+2%台を記録していることは及第点とも言えそうだが、減速ペースは明らかに鈍化している。特に、コアベースが+3%台で下げ渋っていることはECBにとって愉快的状況とは言えないだろう。名目賃金動向に大きく左右されるサービ

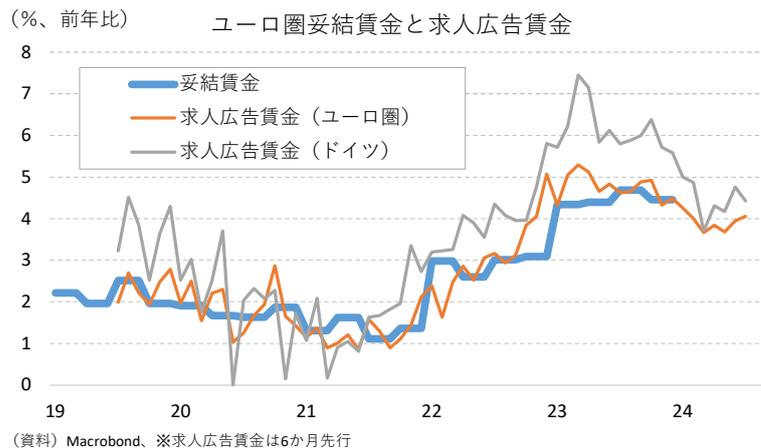


スを見ても+3.9%と前月の+4.0%から僅かな鈍化にとどまっている(前頁・下図)。同日発表のユーロ圏1月失業率が前月の6.5%から6.4%へ低下しており、再び過去最低の水準に回帰していることも合わせれば、域内の雇用・賃金情勢は予断を許されるような状況とは言えないだろう。

～減速は予見されるが十分ではない～

周知の通り、ECBは利下げ開始時期の判断として労働組合による妥結賃金の仕上がりを重視している。しかし、速報性に欠けることから、その先行計数として求人広告に基づいた賃金トラッカーを監視したり、自身で独自の賃金トラッカー開発に注力したりしている。後者については後述するが、最近明らかになった2023年10～12月期の妥結賃金は+4.5%で同年7～9月期の+4.7%から一応の減速は確認されてはいる。この動きについてラガルドECB総裁はベルギーでの講演において「明らかに勇気づけられる数字だった」と発言しているが、「現在見られているディスインフレのプロセスが持続的で、中期で2%の目標に至るだろうとの一層の確信を持てることが政策理事会には必要」とも続けている。さらに、ラガルド総裁は「1～3月期中に交渉が完了するセクターや対象となる労働者は多い。この数字がECBにとって先行きを判断する上で重要になると思う。それが引き続き勇気づけられる内容であれば、なおさらだ」とも語っている。総じて、+4.5%の妥結賃金では安心できず、一段の押し下げが見られない限りは年央の利下げ判断には踏み切れない胸中が透ける。

アイルランド中銀が求人会社インディードと協力して作成するユーロ圏の賃金トラッカーの軌道を前提にすれば、妥結賃金は+4.5%程度から+4.0%程度への減速が見込まれるが、その後の底打ちも予見される(図)。過去の経緯を踏まえると、+4.0%程度の妥結賃金でHICPが+2.0%程度に着地するのは難しく、利下げを強く正当化する内容とは言えない。「減速は予見されるが十分ではない」といったところだろう。



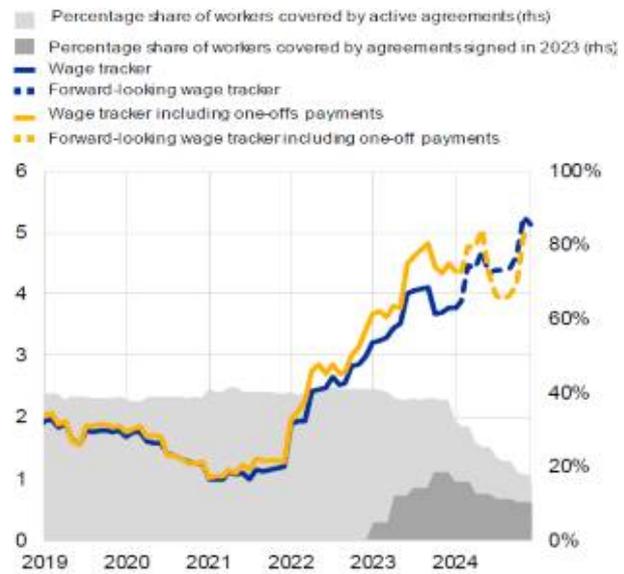
～開発途上の ECB 賃金トラッカーは高止まりを示唆～

もっとも、当然だが、求人会社のデータを元にした賃金トラッカーは求人サイトに掲載された上で新規雇用される労働者の賃金を意味しているため、それを雇用・賃金市場全体の動きと解釈するのは無理がある(事実、インディード社のカバレッジが決して大きくない一部加盟国では妥結賃金と賃金トラッカーの間に乖離があることも指摘されている)。この点、ECBは加盟国中銀を共同して妥結賃金を予測するためのトラッカーを開発しようとしており、2024年2月8日付のoccasional paperでは「A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area」ではその議論の詳細が紹介されている。残念ながら未だ開発途上であることもあって、同データが定期公表され、時系列で入手できる状況にはまだない。しかし、同ペーパーの試算によれば2023年通年の妥結賃金は+4.2%

程度（一時金除くベースでは+3.7%）、2024年見込みはいずれのベースでも+4.5%程度に着地する。現状、5月下旬までには公表される1~3月期妥結賃金の結果を受けて、「6月政策理事会のスタッフ見通し改定とセットで利下げ開始」というのが市場予想の中心と見られるが、果たしてそう上手くいくのか。開発途上のECB賃金トラッカーが正しければ、2024年末まで妥結賃金は4%を割り込むことは無い(図)。景気減速を受けて「利上げよりも利下げ」という姿勢に傾くのは理解できるが、連続的な利下げを正当化するほどの賃金・物価情勢が用意されているわけではない。筆者は6月政策理事会では声明文や総裁会見で賃金減速を認めつつも、利下げについてはその可能性を示唆するにとどまり、夏休み明けの9月政策理事会で利下げという展開をメインシナリオとしたい。1~3月期妥結賃金の結果が見えていない今週7日の会合はもちろん、4月11日の会合も基本的には現状維持を予想している。

なお、2月下旬に発表された2月ユーロ圏PMI(速報)は製造業こそ悪化したものの、サービス業の改善にけん引される格好で総合ベースでも改善している。サービス業が復調傾向にもかかわらず名目賃金が顕著に失速するのだろうか。ECBの早期利下げを織り込むような市場期待は脆弱であり、筆者は年後半以降にずれこむと予想したい。

(Annual percentage changes and percentage shares)



(資料) ドイツ連銀、スペイン銀行、オランダ雇用主協会 (AWVN)、オーストリア国立銀行、ギリシャ銀行、イタリア銀行、フランス銀行

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
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場との関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの掃蕩～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分) 本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトラディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分) 「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ～利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分) FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分) 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外資資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)