

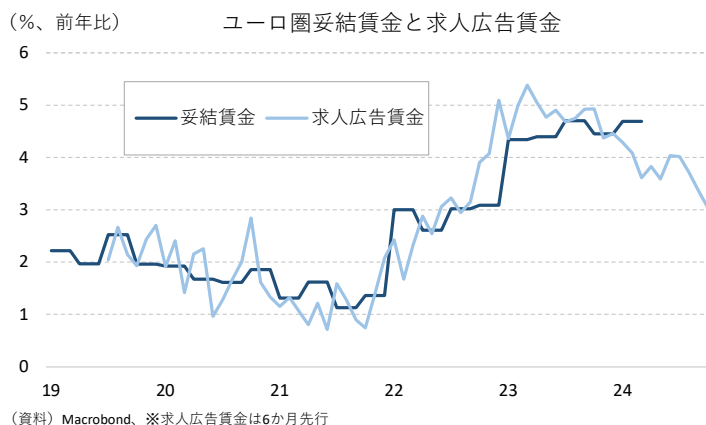
みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 27 日)

加速したユーロ圏妥結賃金と ECB ブログの言い分

ECB の「次の一手」を占う上で極めて重要なデータとして注目された 1～3 月期妥結賃金は 2 四半期ぶりに加速。6 月利下げは既定路線としても、その後に暗雲という見方も。とはいえ、6 月会合後でもラガルド ECB 総裁は『「次の一手」は利下げ』という趣旨を引き続き強調する公算が大きそう。というのも、妥結賃金統計と同日に公開された ECB ブログでは、「妥結賃金の一時的な高止まりは技術的に起きるものであり大きな問題ではない」との基本認識が示されている。1～3 月期妥結賃金の加速は想定範囲内であり、利下げ路線という大勢には影響しないという胸中が透ける。もっともブログの分析はさておき、妥結賃金の発表に合わせてブログを準備していたことの方が物議を醸すかもしれない。2 年前はラガルド総裁の名前で、やはりブログを通じてマイナス金利解除が予告され話題になった。ラガルド体制下の ECB をウォッチするにあたっては、政策理事会とブログの双方に目を配りながら、予想形成に努めることが基本になりつつある。

～妥結賃金は加速、ECB は冷静な対応？～

先週 23 日には、ECB の「次の一手」を占う上で極めて重要なデータである 1～3 月期妥結賃金が公表されている。伸び率は前年同期比+4.69%と 2 四半期ぶりに加速しており、先行指数として注目されていた求人広告賃金(1～3 月期平均で約+4.00%)からの上方乖離も目立つ結果となった(図)。先週の本欄でも危惧したが、年初から「6 月に決断する」と決め打ちし過ぎたことで順次明



らかになるデータに機動的な対応ができなくなっている懸念は抱かれる。現時点で 6 月 6 日の政策理事会における利下げを見送ることはあり得ないが、ラガルド ECB 総裁の会見では 7 月の追加利下げは明確に否定される可能性が高い。しかし、6 月会合後の総裁会見では「7 月是不透明としても、『次の一手』は利下げである」という趣旨が引き続き強調される公算が大きいと思われる。

これは妥結賃金統計と同日に公開された ECB ブログから読み取れる。ブログは、上記のような妥結賃金の動きにも関わらず、「全体的な賃金圧力が緩和している」との結論から始まっており、団体交渉を通じて決まる賃金設定に関し「段階的、不定期かつ分散的であり、賃金契約の期間も比較的長い(平均 2 年)ため、その動向は経済状況の変化に緩やかにしか反応しない」という性質を指摘している。こうした理解に基づき、「妥結賃金の一時的な高止まりは技術的に起きるものであり大きな問題ではない」との基本認識が示されている。要すれば、1～3 月期妥結賃金の加速については想定範囲内であり、利下げ路線という大勢には影響しないというメッセージが読み取れる。より

具体的には、1～3 月期の上振れは一時金による効果で趨勢に影響はないというのがブログにおける分析である。また、ブログでは ECB が目下開発中の賃金トラッカーも 2024 年中に賃金上昇率が減速してくることを示唆しているとの事実に触れた上で、ECB が今年 4 月に行った企業金融アクセス調査(SAFE)でも企業が予想する賃金上昇率が鈍化傾向にあるという調査結果を紹介している。

なお、ECB ウォッチに際し極めて有用と考えられるユーロ圏の賃金トラッカーは現状、内部利用にとどまっており、政策理事会の判断材料にはなっているものの、データベースでは公開されていない。しかし、ブログによれば 2024 年後半には定期公開されるという重要な情報も紹介されている。

～続きそうなブログと政策理事会の微妙な関係～

妥結賃金の性質を冷静に踏まえれば、今回の上振れは一時的だという分析姿勢は説得力のあるものであったが、そもそも 1～3 月期妥結賃金の発表に合わせてブログを準備していたことの方が物議を醸すようにも思える。金融市場において ECB にとって不本意な期待形成が進む前に介入しようという意思がどうしても透けてしまう。ちなみに ECB がコミュニケーションツールとして「THE ECB BLOG」を利用し、政策決定に関する重要な情報を発信するのはこれが初めてではない。ちょうど 2 年前となる 2022 年 5 月 23 日には、ラガルド総裁の名前でブログが発表され、拡大資産購入プログラム(APP)の早期終了とこれに伴う 2022 年 7 月中の利上げ、さらには同年 7～9 月期中のマイナス金利脱却まで宣言されるという大胆な情報発信が見られた。その 2 週間後に政策理事会を控えていたにもかかわらず、ブログという形態で重要な見通しを、しかも総裁名義で情報発信したことは極めて異例であった。その際、ラガルド総裁は「予想される利上げ時期が接近するに伴い、複雑化する政策環境を踏まえれば、正常化の道のりを明確にする重要性は増しており、この点を明確にすることがブログの目的(the purpose of my blog)」と明言した。率直にそれは声明文の役割だろう。

今回のブログは 2 年前ほど踏み込んだ内容ではないが、総裁名義ではなく、あくまでいちスタッフ分析とされており、公式見解ではないことも銘打たれている。とはいえ、1～3 月期妥結賃金が 6 月以降の政策運営において重要な判断材料になることは年初から強調されてきたものであり、市場でも注目度が非常に高いものだった。わざわざ同日にブログを公表してその解釈方法をガイドするのは親切とも言えるが、政策理事会の存在が軽んじられているようにも思えた。ブログでは、ECB が開発する賃金トラッカーが政策理事会の判断材料として使用されていることにも言及があるため、せめて政策理事会と同日にブログを公表しても良かったように思える。

いずれにせよ、「事に及べばブログを通じた情報発信は政策理事会の決定に関する事項であっても躊躇はしない」というのが ECB のスタンスだとしたら、やはり政策理事会の位置づけが「軽く」なるようにも感じられる。とはいえ、それがラガルド流なのだとしたら、当面の ECB をウォッチするにあたっては政策理事会とブログの双方に目を配りながら予想形成に努める必要がある。

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5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしトラ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想バスのについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資株～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない?～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直投のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか?
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか?
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくともドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか?～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
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～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～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～インフレの帰結～
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～滲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	飯面の黒字国～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(ソフトラン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」がキープフェーズ～)
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～「利上げー利下げ」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～)