

Topics

- ▶ 各種インフレ期待はECBの物価目標である2%を超える水準での推移が続いている。インフレ期待の上昇は先行き賃金を押し上げ、物価の持続的な上昇につながる可能性がある。
- ▶ ユーロ圏の賃金上昇率はコロナ禍前を上回る高い伸びとなっており、ドイツなどの主要国でも賃金上昇率は上向き傾向。今後、高い賃金の伸びが長期化する可能性が高まっているとみられる。
- ▶ 労働市場の需給がひっ迫しつつあることが賃金上昇圧力の要因とみられる。景気が後退する局面でも、労働需給のひっ迫が続き、高インフレが長期化する可能性に留意が必要。

エコノミスト 門脇 大知

コアHICPは高い伸びが継続

2022年10月のユーロ圏のHICP（消費者物価）は、前年同月比+10.7%と過去最大の伸び率となっています。高インフレの主な要因として、ロシア産エネルギーの供給減や世界的な経済活動再開などにより、原油やガスなどの価格が大きく上昇したことが影響しています（図表1）。エネルギー価格の前年比上昇率は今春以降+40%前後で横ばい推移となる一方、足元にかけてサービスなどのコア分野の物価上昇ペースが加速しています。食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPも同+5.0%と伸びが加速しており、ECB（欧州中央銀行）の物価目標である2%を大幅に上回っています。

ECBは、足元のインフレ加速が賃金に波及すれば賃金と物価のスパイラル的上昇につながりかねないとして、賃金動向を重視しています。今後、高インフレが長期化するかを見るうえでも賃金の動向が注目されます。そこで、ユーロ圏の賃金は今後上昇するのかについて、インフレ期待や労働市場、賃金動向などを確認して考察したいと思います。

中期インフレ期待は2%を上回って推移

賃金上昇と密接な関係があるインフレ期待は、足元の高インフレを受けて高まっています。ユーロ圏の期待インフレ率の目安としてECBが参照する5年先5年物スワップ金利は、ウクライナ侵攻開始直後の今年3月以降、2%を超える水準で高止まりしています。

また、22年第4四半期のECBのSPF（専門家予測調査、市場のエコノミストなどによる予測集計）では、5年先の長期のインフレ期待は+2.2%へさらに加速し、過去最高となっています。当面のHICPの予想についても、22年から24年にかけて上方修正されており、ECBスタッフによる経済見通しよりも高い数値となっています。さらに、ECBが今年に入ってから公表を開始したCES（消費者期待調査）でも、消費者の3年後の期待インフレ率は3%で高止まりしています（図表2）。

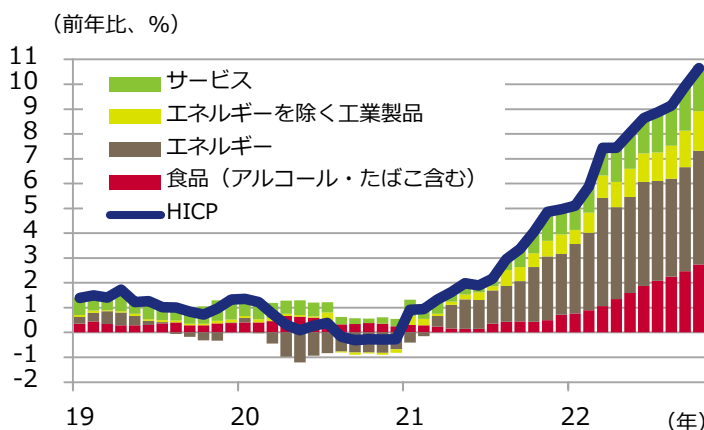
このように各種インフレ期待はECBの物価目標である2%を超える水準での推移が続いています。インフレ期待の高まりは、先行きの賃金押し上げ圧力となり、物価の持続的な上昇につながる可能性があります。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

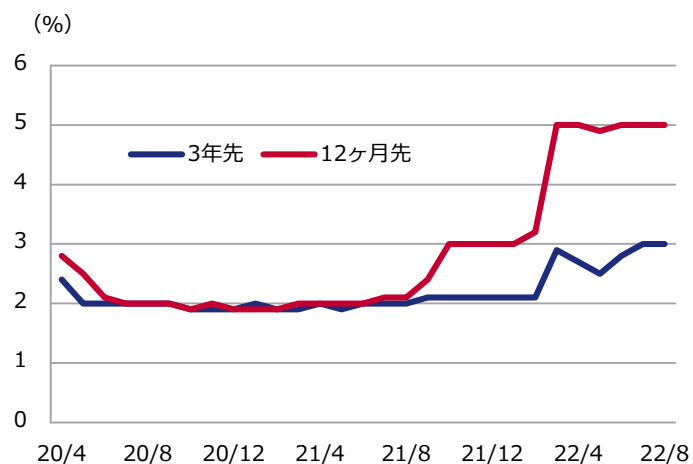
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 HICPと寄与度の推移



期間：2019年1月～2022年10月（月次）
出所：リフィニティブおよびEurostatのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
注：2022年10月の寄与度はアセットマネジメントOne試算

図表2 消費者の期待インフレ率



期間：2020年4月～2022年8月（月次）
出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

ユーロ圏では賃金の伸びが高水準

ECBが賃金指標として重視しているユーロ圏の妥結賃金上昇率は、4-6月期に+2.4%（1-3月期+3.0%）と鈍化しています（図表3）。賃金水準の引き上げではなく、一時金給付で対応する企業が多かったことも鈍化の要因だとみられます。ただし、コロナ禍前を上回る高い伸びとなっています。

ドイツやスペインなどの主要国でも、足元で賃金上昇率は上向き傾向となっています。また、高インフレを受けて、ドイツ最大の労働組合であるIGメタルが賃上げを要求するなど、一部で賃上げの動きが強まっています。賃金上昇はインフレ率に遅行する傾向があるため、今後、高い賃金の伸びが長期化する可能性が高まっているとみられます。

労働市場は需給が一段とひっ迫しつつある

ユーロ圏の8月の失業率は過去最低の6.6%まで低下しています。また、求人率（充足されない求人数の割合であり、求人数を求人数と雇用者数の合計で割ったもの）は、コロナ禍からの経済活動の再開により主にサービス業がけん引して上昇傾向にあります。求人率と失業率の関係が示す労働需給のひっ迫度合いをみると、直近は失業率が低下するとともに求人率が上昇しており、労働需給のひっ迫が強まっていることを示唆しています（図表4）。実際、欧州委員会による企業を対象とした四半期調査において、生産を制約する要因として、労働力不足を挙げる割合が高まっています。

このように労働市場が一段とひっ迫しつつあることは、今後高い賃金の伸びが長期化する要因になるとみられます。なお、リベンジ消費の盛り上がりが一巡し、物価高騰の逆風が強まりつつあり、向こう数カ月間で景気が後退する可能性が高まっています。景気が後退する局面でも、労働市場の需給ひっ迫が継続する可能性に留意が必要です。

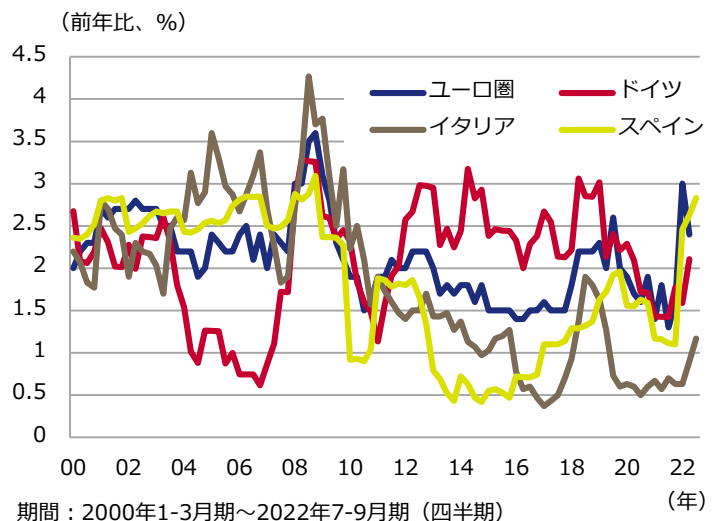
賃金上昇による高インフレの長期化リスクが高まる

米国でも労働市場の需給ひっ迫が賃金の力強い伸びに繋がっており、高インフレの要因となっています。ユーロ圏の賃金上昇率は、米国と比較すると低水準ではありますが、求人率は上昇し続けているため、今後、賃金が一段と上昇する可能性があります（図表5）。そのため、高インフレが長期化する可能性も高まっているとみられます。

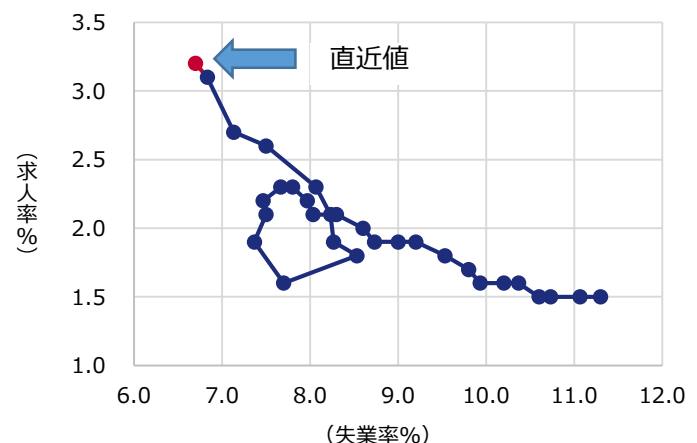
現時点でECBは賃上げの加速がインフレを押し上げる、賃金と物価の上昇スパイラルには至らないと判断しているようです。しかし、今後、ECBの想定以上に賃金の高い伸びが長期化する場合には、タカ派的スタンスを維持せざるを得ないとみられます。

今後、ECBの利上げ局面が長期化するかどうかを見るうえで労働市場の動向が注目されます。

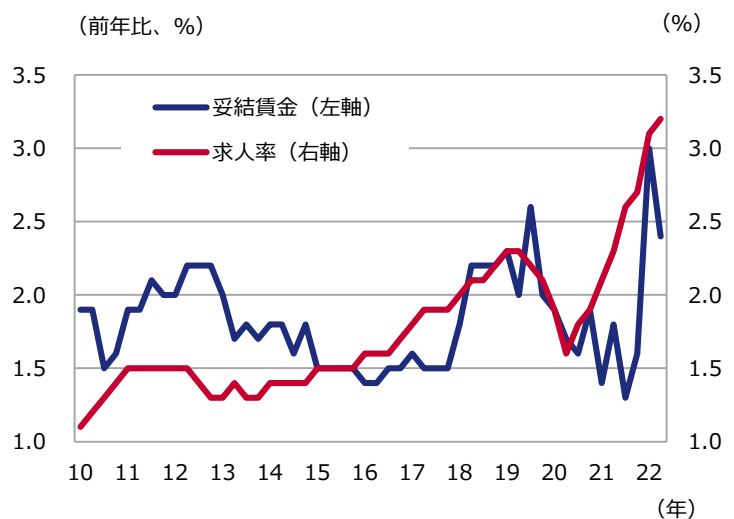
図表3 ユーロ圏と各国の前年比賃金上昇率



図表4 ユーロ圏の求人率と失業率



図表5 ユーロ圏の妥結賃金と求人率



※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。