

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
ストラテジスト



ラガルド総裁は繰り返す、「賃金が重要」

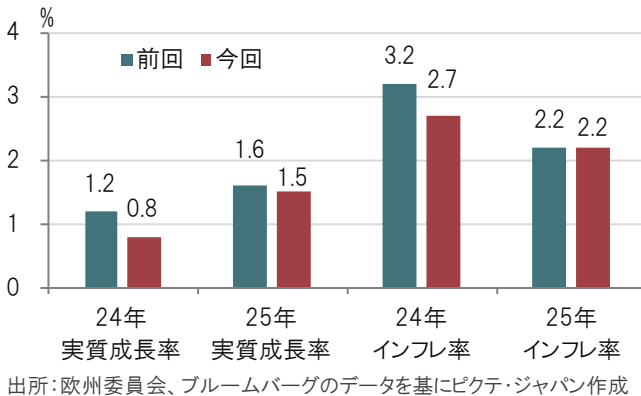
欧州委員会の24年「冬の経済見通し」は24年、25年の実質経済成長率予想が下方修正されました。インフレ率も24年は下方修正され、一見すると欧州中央銀行(ECB)の利下げ開始に疑問はないようにも見られます。しかし、同日の欧州議会の公聴会で、ECBのラガルド総裁はユーロ圏の労働市場の強さから、利下げを(否定はしないものの)急がないと警告しています。この背景について振り返ります。

■ 欧州委員会の経済見通しで24年のインフレ率は下方修正された

欧州連合(EU)の執行機関である欧州委員会は24年2月15日に「冬の経済見通し」を発表し、ユーロ圏20カ国の24年の実質成長率を0.8%と前回(23年11月)から下方修正しました(図表1参照)。インフレ率については24年を2.7%とし、前回の3.2%から下方修正した一方、25年については前回と同じ2.2%に見通しを据え置きました。

欧州中央銀行(ECB)のラガルド総裁は15日、欧州議会の公聴会でユーロ圏の最近の経済指標からはインフレが予想通り目標水準に戻りつつあるとの認識を示しました。しかしながら、(インフレ鈍化を)確信するにはさらに多くのデータが必要であることを強調し、利下げを急がないと警告しました。

図表1: 欧州委員会によるユーロ圏の経済見通し
予測時点、2023年11月(前回)~2024年2月(今回)、前年比

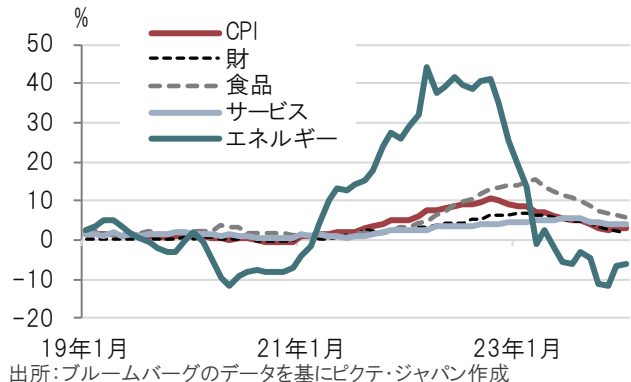


■ ユーロ圏のインフレ動向を見ると、サービス価格鈍化のペースは緩やか

欧州委員会の経済見通しでユーロ圏の24年のインフレ率予測を2.7%に下方修正しました。欧州中央銀行(ECB)は23年12月に24年のインフレ率予測を公表し、前回(23年9月)から下方修正して2.7%としました。欧州委員会もECBもインフレ鈍化を認識していることがうかがえます。ECBのラガルド総裁のコメントにあるように、ユーロ圏のインフレは目標水準に戻りつつあるようです。

ユーロ圏のインフレ率を消費者物価指数(CPI)で見ると、24年1月が前年同月比2.8%上昇と前月を下回り概ね鈍化傾向です(図表2参照)。しかしCPIの構成を財、食品、サービス、エネルギーの4項目に分類して、各構成指数の動きを見るとエネ

図表2: ユーロ圏の消費者物価指数(CPI)変化率の推移
月次、期間: 2019年1月~2024年1月(速報値)、前年同月比、CPIはEU基準のHICPを使用



データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

ルギー価格の下落(24年1月は前年同月比で6.3%の下落)が物価全体を押し下げた要因です。なお、家電製品などを含む財価格は同2.0%上昇と落ち着きを示しています。

一方で、サービス価格は24年1月は前年同月比で4.0%上昇と前月、前々月と同水準で、物価押し下げを抑制する要因となっています。サービス価格は賃金動向を反映する傾向があるなか、ラガルド総裁も賃金や労働市場の強さを利下げ開始に慎重な理由として挙げています。ラガルド総裁は賃金の伸びの高さに加え、生産性の低下もしくは単位労働コストの上昇を懸念材料として、過去の講演などで強調しています。

■ ユーロ圏の労働市場は堅調だが、指標の解釈には注意も必要

欧州委員会も経済見通しの中でユーロ圏の労働市場を分析しています。ユーロ圏の労働市場は過去最低水準の失業率や、労働参加率の高さなどから力強い状況です。そうした中、総雇用者報酬を実質GDPで割って求めることが多い単位労働コストは前年同期比6%増を超える高水準です(図表3参照)。ユーロ圏の企業は従業員の購買力確保に向け賃金を多く払っていると見られます。欧州委員会の分析では単位労働コストの上昇に伴い、利益率(プロフィット・マージン)が足元で急激に低下していることが示されています。これは企業

図表3: ユーロ圏の単位労働コストの推移

四半期、期間: 2013年7-9月期~2023年7-9月期、前年同期比



※単位労働コストは総付加価値(GVA)に対する雇用者報酬の割合
出所: EU統計局、ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

が賃金の上昇に応じた価格転嫁が徐々に難しくなっていることを物語ると考えられそうです。

ユーロ圏の労働者はこれまでの物価上昇で失った購買力を取り戻すため、当面、高水準の賃金上昇を求めることが想定されます。しかし、ユーロ圏の景気回復の鈍さ、実質賃金の改善などを背景に賃金上昇圧力は今後和らぐという双方の可能性があり、当面は様子見が必要と思われます。

次に、ユーロ圏の賃金を振り返ります。ユーロ圏の代表的な賃金指標の妥結賃金は最新の23年7-9月期が前年同期比で4.7%増でした。コロナ禍前において、同指標は概ね1~2%増で推移していたことに比べると、足元(23年秋ですが)は高水準となっています。ラガルド総裁はユーロ圏の賃金が高く、インフレへの警戒を怠れないと繰り返し指摘するのをもっともだと思われます。

しかしユーロ圏の賃金データは更新の遅さやカバーの低さがネックです。先の単位労働コスト等も同様の問題を抱えています。そこで欧州委員会の分析では、求人サイトの新規賃金をベースとした賃金指標(賃金トラッカー)で足元の賃金動向を分析しています。賃金トラッカーは23年末まで更新されており、ユーロ圏ではドイツ、フランスなどは22年12月と比べ新規契約の賃金の伸びは減速してきており、伸びが続いているのはオランダだけとなっています。賃金トラッカーがカバーしているのはユーロ圏20カ国の一部にとどまる点に注意は必要ですが、労働指標の一部には賃金上昇圧力の鈍化の兆しも見られ今後注目しています。

ラガルド総裁は15日の公聴会で23年10-12月期の労使合意に幾らか安定が見られたと述べるなど労働市場の緩和にも目を向けています。一方、賃金動向で重視するのは現在進行中または今後数カ月の交渉の結果と慎重姿勢も維持しています。これらを踏まえると、ECBの利下げ開始時期は4-6月期がメインシナリオながら、エネルギー価格再上昇など賃金とは別要因があれば7-9月期も含め期間を広げて見守る必要がありそうです。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が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。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2024年1月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

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、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へに帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会