

# 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



## ユーロ圏妥結賃金が6月の利下げに影響しない理由

欧州中央銀行(ECB)は、1-3月期の妥結賃金が前年同期比で4.69%上昇になったと発表しました。前期を上回り賃金の再上昇も懸念される結果でした。しかし、内容を見ると今回の妥結賃金が上昇したのは、物価上昇で失われた購買力を補う一時金の影響と見られ、6月の利下げ開始予想への影響は限定的と思われます。しかし、追加利下げのシナリオには何らかの影響も考えられます。

### ■ 1-3月期のユーロ圏妥結賃金は23年10-12月期を上回った

欧州中央銀行(ECB)は5月23日に、1-3月期の妥結(交渉)賃金を発表しました。前年同期比で4.69%上昇し、前四半期の4.45%上昇を上回り、過去最高を記録した23年7-9月期の4.70%上昇にほぼ並びました(図表1参照)。

ユーロ圏の1-3月期の妥結賃金が上昇した背景は高騰する生活費を補うための一時金(ドイツ)が主な押し上げ要因と見られます。ドイツ連邦銀行が22日発表した月報で、労使交渉の結果を受けた妥結賃金は1-3月期が前年同期比で6.2%上昇していました。市場予想を大幅に上回っており、ドイツの一時金の影響の大きさがうかがえます。

図表1:ユーロ圏妥結(交渉)賃金の推移

四半期、期間:2014年1-3月期~2024年1-3月期、前年同期比



出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

### ■ 1-3月期の妥結賃金を受けても6月利下げ開始見通しに影響はないようだ

インフレ率の低下傾向などを背景に、市場はECBが6月の政策理事会で利下げを開始すると予想しています。ECB理事会のメンバーの発言からも、6月利下げ開始が支持されています。そうした中で発表された、1-3月期のユーロ圏の妥結賃金は再上昇しましたが、6月の利下げ開始シナリオに影響を与える可能性は低いと思われます。

まず、1-3月期のユーロ圏の妥結賃金発表後に報道されたECB理事会メンバーの主な発言を見ても、6月利下げ開始に異議を唱える声は無いようです(図表2参照)。ビルロフドガロー・フランス中央銀行総裁やセンチノ・ポルトガル中銀総裁はハト派(金融緩和を愛好)的な発言をすることが多く、

図表2:ECB理事会メンバーの最近(24年5月)の主な発言

月日	氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
5月23日	ビルロフドガロー/フランス中銀総裁	過剰に解釈すべきではない。インフレ率の持続的な低下に引き続き自信を持っている
5月24日	センチノ/ポルトガル中銀総裁	ユーロ圏の賃金の伸びが1-3月期に加速したことは、インフレを懸念する理由にはならない
5月24日	ミュラー/エストニア中銀総裁	(1-3月期妥結賃金上昇でも)インフレ低下のトレンドが必ずしも崩れたとは考えていないただ、状況の注視が必要
5月24日	ナーゲル/ドイツ連銀総裁	6月に利下げがあると、恐らく9月まで(追加利下げを)待つべきだと考えている

出所:各種報道等を参考にピクテ・ジャパン作成

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。

今回もそれに沿ったコメントと見られます。一方、タカ派(金融引き締めを选好)で知られるドイツ連邦銀行(中央銀行)のナーゲル総裁であっても6月の利下げ開始の見方を維持している模様です。ドイツ製造業が低調なことから、ナーゲル総裁はタカ派色を出しにくいという事情もありそうです。

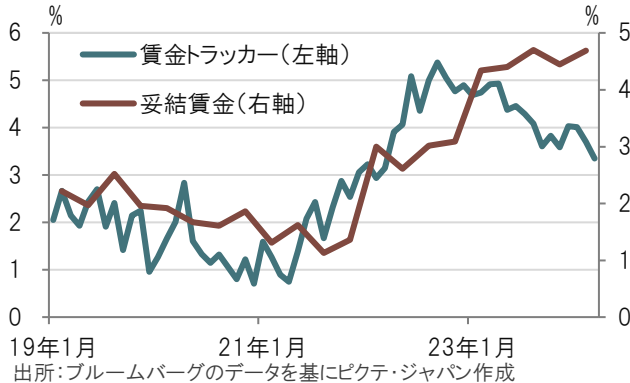
しかし、追加利下げは、7月の理事会では見送り9月まで待つ必要があると述べ、タカ派色をにじませています。1-3月期の妥結賃金発表後のECBメンバーの主な発言を見る限り、今回の妥結賃金は6月の利下げ開始見通しへの影響は限定的と言えそうですが、追加利下げのペースには影響を与える可能性があります。

### ■ 妥結賃金を補足する指標は、賃金上昇圧力低下を示唆するが疑問も残る

1-3月期の妥結賃金上昇が利下げ開始を妨げない理由は、ドイツで支払われた一時金(ドイツ公共部門で1920ユーロ、32万6千円程度)により押し上げられたということは市場にもECBにも幅広く共有されていたようです。妥結賃金の変動要因は主に「一時金」と、「賃金交渉の結果」で構成されています。このうち、過去のインフレで失った購買力の埋め合わせとして払われる一時金は、ユーロ圏のインフレ率が低下傾向となっていることから、賃金を押し上げる力は短期的と見られそうです。

図表3: ユーロ圏の妥結賃金と賃金トラッカーの推移

月次、期間: 2019年1月~2024年3月、賃金トラッカーは前年同月比、妥結賃金(四半期)は前年同期比



別の理由として、緩やかな賃金鈍化が中期的に想定される事が挙げられます。ECBは賃金指標として重視する妥結賃金はデータ更新が遅いという欠点もあります。ユーロ圏の労使間賃金交渉が年単位で行われるため、物価など足元の経済動向の反映に時間がかかる傾向があります。この点を補足するため、ECBは様々な賃金トラッカーを開発しています。そのうちの1つが、求人広告大手のデータを利用した賃金トラッカーで(図表3参照)、妥結賃金の先行指標と見られます。これによると、先行きの賃金鈍化が示唆されています。ただ、賃金トラッカーは24年の賃金の伸びがコロナ禍前を上回り続けることも示唆しています。

ECBは企業に物価や価格転嫁をアンケートで問い合わせて賃金指標を補足することも行っています。ECBは3月(11日~19日)に非金融法人への聞き取り調査を実施しました。調査対象とした企業の24年の賃金の伸びは4.3%で、23年の5.4%から鈍化する見通しであることがわかりました。

次に、幅広い企業を対象とした別の調査(SAFE)では、企業の価格転嫁(今後1年で製品単価をどの程度押し上げるかの平均)の予定を見ると、前回調査(23年12月)は4.5%上昇であったのに対し、今回(24年3月)の調査では3.3%上昇へと鈍化し、値上げにやや消極的なことが示されました。

同じ調査で、対象企業に同期間の賃金上昇率を問い合わせたところ、今回の調査では3.8%上昇と、前回調査の4.5%上昇から鈍化し、24年の賃金は水準は高いものの、上昇圧力はこれまでに比べ弱まる可能性があることも示されました。

ユーロ圏のインフレ率は低下傾向で、企業の資金需要も弱いことから、6月の利下げ開始の公算が高まっています。一方、追加利下げについては賃金トラッカーや企業へのアンケートを見ても、賃金の伸びは当面コロナ禍前を上回りそうです。このような状況から、追加利下げの回数は、今後のデータ次第ながら、2回~3回程度にとどまる可能性があるかと筆者は見えています。

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。

## 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3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