

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
シニア・ストラテジスト



ユーロ圏の妥結賃金急落も、見るべき点は残ってる

欧州中央銀行(ECB)が発表したユーロ圏の1-3月期の妥結賃金は前年同期比2.4%上昇と賃金の鈍化傾向が明らかとなった。賃金とサービス価格の連動性から、賃金の落ち着きは物価の鈍化が示唆される。市場は年内に2回よりは3回の利下げを見込み始めたようだ。ただし、ユーロ圏のインフレ動向はアップサイドリスクもあるうえ、トランプ関税の影響は不確実で、見守る姿勢が必要と見ている。

■ 1-3月期のユーロ圏の妥結賃金はピークから急低下

欧州中央銀行(ECB)が5月23日に発表した1-3月期のユーロ圏の妥結賃金は、前年同期比2.4%上昇と、24年10-12月期の4.1%上昇、ピークとなった7-9月期の5.4%上昇を下回った(図表1参照)。19日に発表されたユーロ圏の4月の消費者物価指数(CPI、改定値)は前年同月比が2.2%上昇と、3月の2.2%上昇に一致するも物価目標に向けインフレが鈍化傾向であることが示唆された。

総合CPIは、構成指数であるサービスCPIが4%前後で高止まりしているため、鈍化ペースが遅れていた(図表2参照)。賃金とサービスにある程度の連動性もみられることから、賃金の落ち着きはユーロ圏の物価を鈍化させることも想定させる。

■ ユーロ圏のインフレは鈍化傾向継続がメインシナリオだが注意も必要

ユーロ圏の妥結賃金はカバレッジの低さや速報性に欠ける点などの問題点が指摘されている。しかし、ECBは雇用サービス会社の賃金データなどを活用して速報性をカバーしていると説明している。ECBはそれらのデータを活用していることから賃金鈍化についてある程度の確信はあったと見られる。

それでも1-3月期の妥結賃金の2.4%という伸びは「上出来」だろう。市場はECBの利下げの織り込み度合いを強め、年内2回程度の利下げから、3回の利下げをより強く意識し始めたようだ。筆者も年内2回程度の利下げは見込むが、3回以上の利下げを見込むには至っていない。

まず、ECBがインフレ率の動向を知るうえで重視

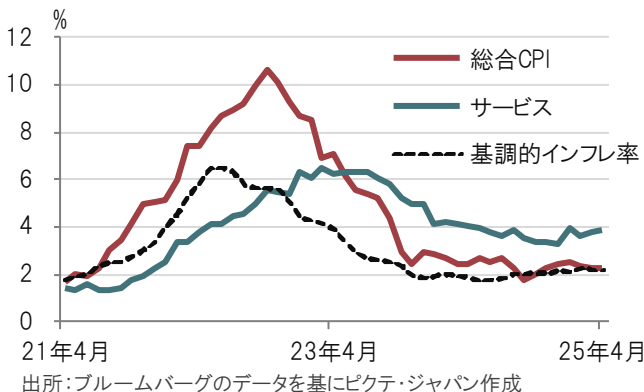
図表1: ユーロ圏の妥結賃金の推移

四半期、期間: 2014年1-3月期~2025年1-3月期、前年同期比



図表2: ユーロ圏の総合CPIと基調的インフレ率の推移

月次、期間: 2021年4月~2025年4月、前年同月比



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。

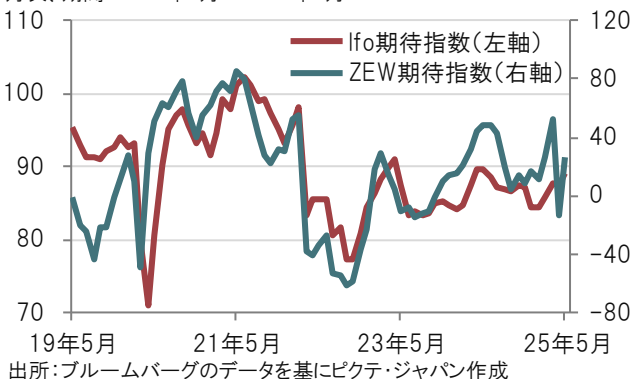
する「基調的インフレ率（PCCI、インフレ動向の共通成分を抽出して作成）は4月が2.2%と前月から横ばいだった。PCCIは昨年、2%を下回る局面もあったことに比べれば、鈍化のペースは緩んでいる。22日に発表された4月のECBの政策理事会の議事要旨でも、メインシナリオはあくまでインフレ鈍化ではあるが、PCCIを念頭に上振れリスクへの注意も一応は必要と指摘している。

次にテクニカルな要因だが、失業率とインフレ率の関係（フィリップス曲線）の平坦化を指摘する声もある。横軸を失業率、縦軸にインフレ率をとった曲線で両者の関係を見ると、足元の曲線は平坦となっている。これは、「失業率が上昇しても、インフレ率が下がりにくい」傾向を示唆する。この平坦化を前提とすれば、足元、「インフレ率を低下させるには、ユーロ圏の景気後退の水準にまで悪化させる必要がある」とも読み替えられる。

しかしユーロ圏の景況感はそのままで悪化していないようだ。コロナ禍やロシアのウクライナ侵攻後にユーロ圏の主な景況感指数は景気後退の水準にまで悪化した（図表3参照）。独Ifo企業景況感指数の期待指数やZEW期待指数が大幅に低下した時期が相当する。足元でも、トランプ関税による景気への悪影響が懸念され下ぶれた。しかし、景況感指数には底堅さも見られ始めた。欧州の軍備強化などをテーマとした財政拡大による下支えと、トランプ関税がそれほど厳しいものではないと市場に見透かされたことが改善の背景と見られる。

図表3：ドイツのIfo期待指数とZEW期待指数の推移

月次、期間：2019年5月～2025年5月



そのうえ、ユーロ圏の1-3月期のGDP（国内総生産）成長率は前年同期比で1.2%増と、力強さはないが、プラス成長をきっちりと確保している。ECBが3月に示した25年の成長予想（0.9%）を上回っており底堅いとも見られる。そのため景気悪化で失業率が上昇、インフレが鈍化する可能性はやや後退したようだ。

ユーロ高やエネルギー価格の下落傾向など、他の要因を考えれば、ユーロ圏のインフレ動向のメインシナリオは依然として鈍化継続だと筆者も考えてはいるが、これまで指摘してきた点は、アップサイドリスクとして注意も必要だ。

■ ユーロ圏の金融政策の今後を占ううえで、関税政策の不確実性は高い

ユーロ圏のインフレ動向のうち、最大の不透明要因はトランプ関税の行方だろう。先週末、トランプ大統領は欧州連合（EU）との貿易赤字は容認できず、交渉も遅いことからEUからの製品に6月1日から50%の関税を課す方針を示した。しかし、欧州委員会のフォンデアライエン委員長との電話会談後、EUに対する50%の関税発動期限を7月9日まで延長すると25日に表明した。

ECBが先の議事要旨で示した関税のインフレに対する影響は様々な論点を指摘している。その意味で評価は定まっていない面もあるが、景気抑制やユーロ高、エネルギー価格の下落など概ね物価下押し方向の要因が、サプライチェーンの混乱など物価押し上げ要因を短期的に上回ると見ているようだ。足元でもECBメンバーの多くが6月の政策理事会での利下げを支持しているようだ。

ただし、この週末の米国とEUのイベントはトランプ関税が市場に配慮する側面と同時に、米国に対し貿易黒字を計上するEUとの関税交渉は簡単ではないことも示唆された。関税交渉の行方は不確実性が高いように思われる。筆者がECBの利下げ回数を2回程度としているのは、3回があり得ないわけではなく、不確実性が高いからに過ぎない。

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(2025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