

# ユーロ圏の賃金動向はインフレに拍車をかけるか？

## Topics

- ▶ ユーロ圏の消費者物価上昇率が過去最大の伸びとなりました。原因は、エネルギー価格の上昇、供給制約の影響などと考えられますが、こうした要因は、年後半にかけて剥落してくると考えています。
- ▶ 一方、基調的な物価動向を左右するのは、賃金上昇率だと考えます。ユーロ圏の失業率が改善する中で、賃金上昇率も上昇し、インフレに拍車をかけるのでしょうか？
- ▶ ドイツの賃金上昇率は上向くと思います。しかし、ユーロ圏各国の労働市場の格差は大きく、イタリアやスペインでは賃金の低迷が続き、ユーロ圏全体の賃金上昇率は緩やかな上昇にとどまると考えられます。

エコノミスト 仲嶺 智郎

## ユーロ圏の消費者物価が5%に

2021年12月のユーロ圏の消費者物価は、前年同月比+5.0%と過去最大の伸び率を記録しました。英国では、インフレの加速を受けて利上げをすでに実施したほか、米国では3月にも利上げが実施される可能性が高まっています。こうした動きを受けて、市場ではユーロ圏でも2022年内に利上げを見込む向きもあるようです。では、ECB（欧州中央銀行）も利上げの前倒しを行うのでしょうか？

足元のインフレ加速の原因としては、原油やガスなどのエネルギー価格上昇の影響が大きい（図表1）ほか、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う供給制約の影響も挙げられます。こうした要因は、価格が昨年と同様のペースで上昇しなければ上昇率は鈍化するため、年末にかけて徐々に剥落していくと考えています。

実際、ECBのチーフエコノミストであるレーン理事は2022年に入ってからインタビューで、エネルギー価格の上昇や供給ボトルネックは一時的な要因としてます。そして、「物価の背後にはコストがあり、経済の中で最も重要なコストは賃金です。労働コストは全体的な物価水準の大きな割合を占めています」と述べています。そのため、基調的なインフレを判断していくうえで賃金の動向を見る必要があるとしています。

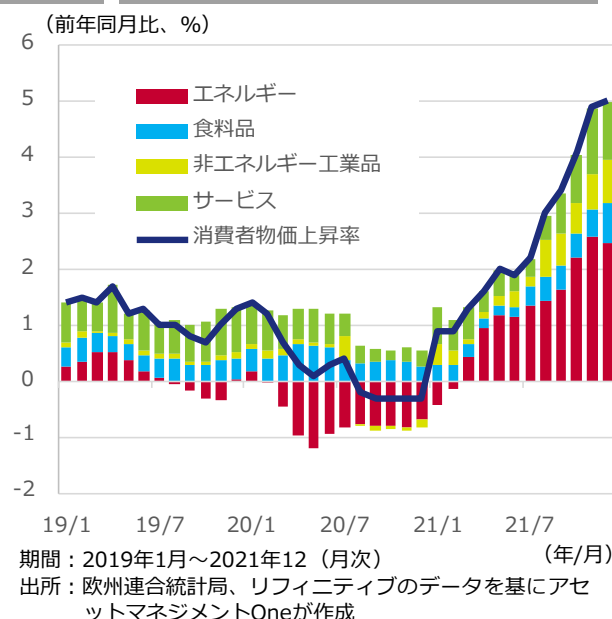
それでは、ユーロ圏の賃金動向はどうなっているのでしょうか？

## ユーロ圏の失業率は過去最低に接近するも賃金上昇率は依然低迷

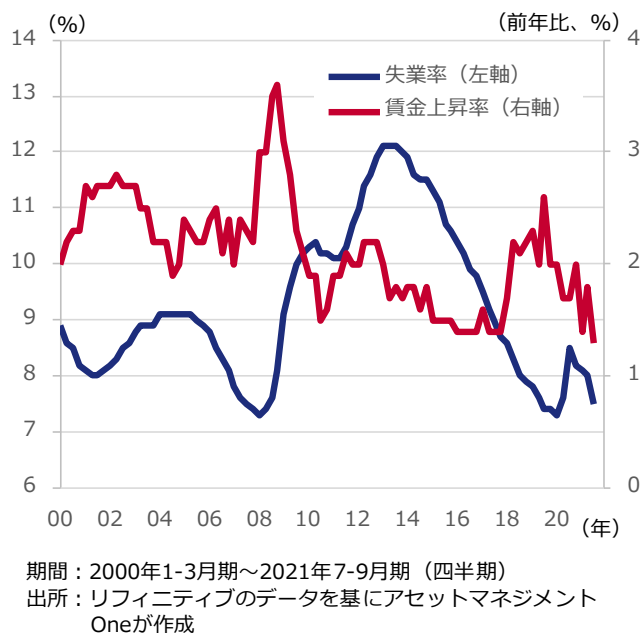
ユーロ圏の労働市場を見ると（図表2）、失業率は2020年に新型コロナウイルス流行の影響で上昇したものの、足元では過去20年間の最低水準に近づきつつあります。こうした労働市場の改善の一方で、賃金上昇率は過去20年の最低水準にとどまっています。もちろん賃金動向は、通常労働市場の改善に遅行しますので、今後上昇に転じる可能性は十分あります。しかし、それ以上に各国の労働市場の格差が、今後の賃金動向により大きく影響すると考えています。

次ページへ続く

図表1 ユーロ圏の消費者物価と寄与度の推移



図表2 ユーロ圏の失業率と賃金上昇率の推移



※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。

## ユーロ圏主要国の労働市場の格差が顕著

まずドイツをみると(図表3)、失業率はここ20年間で最低レベルに近づいており、労働市場の改善が顕著です。このため、賃金上昇率も底入れの動きが見えつつあります。新型コロナ感染の動向にもよりますが、今後オミクロン株の感染拡大が冬場にはピークに達し、春以降景気が再び回復傾向を示すとすれば、労働市場の改善も進み、賃金上昇率も上向くと考えています。

一方で、イタリア(図表4)やスペイン(図表5)をみると、リーマンショックがあった2008年ごろを境に、失業率の水準が上昇し、それに伴い賃金上昇率の低迷が顕著となっています。この背景には、2010年代前半の労働市場改革の影響が考えられます。スペインでは2012年の労働市場改革により、業界よりも個別企業の意向が優先され賃金交渉が行われるようになったほか、解雇規制の緩和などが実施されました。イタリアでも解雇規制の緩和などの改革が行われましたが、既存の正規雇用者に対する保護は維持されたこともあり、パートタイム労働者比率の上昇とその後の高止まりが見られます。こうした改革の影響が、賃金上昇率の抑制につながっている可能性は大きいと考えられます。

このため、こうした各国の労働市場の格差により、ユーロ圏全体の賃金上昇率は、ドイツに連れて上向くものの、緩やかなものにとどまると考えています。

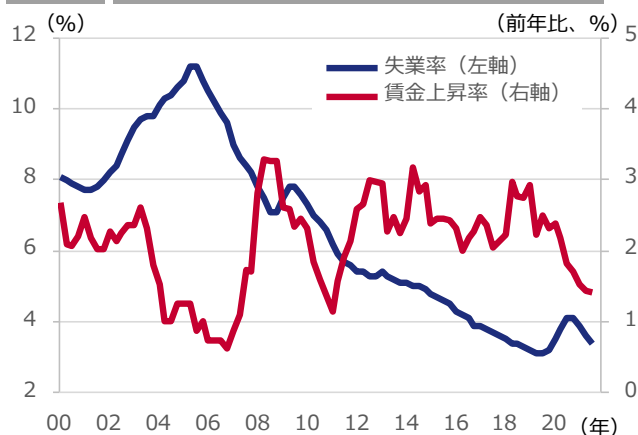
## ECBは英米のようにタカ派化するのか？

ユーロ圏の賃金上昇率は依然低水準である一方、直近の英国の賃金上昇率は前年同期比4.2%、米国は前年同月比4.7%と高水準です。また、ECBは、既に2022年の量的緩和縮小ペースを公表していることに加え、政策金利のフォワードガイダンスで示している利上げの条件を年内に満たすことは難しいと思われます。このため、ECBの早期利上げの可能性は非常に小さいと考えています。

振り返ってみれば、ECBは、2008年や2011年に、原油価格高騰を受けて利上げを実施し、景気後退を招いた経験があります。そうした反省もあって、2021年7月に2003年以来となる金融政策の戦略レビューを行い、インフレ目標を、従来の「2%を下回るが2%近辺」といった目標から上下対称的な「2%」に変更したのだと思われます。つまり、インフレ率の「2%以上は許容しない」という考え方から「一時的にインフレ目標を上回ることを許容する」という考え方に変更したのです。

2度あることは3度あるのか、あるいは3度目の正直となるのか、2021年の金融政策戦略変更の真価が問われていると思われます。

図表3 ドイツの失業率と賃金上昇率の推移



期間：2000年1-3月期～2021年7-9月期(四半期)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 イタリアの失業率と賃金上昇率の推移



期間：2000年1-3月期～2021年7-9月期(四半期)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 スペインの失業率と賃金上昇率の推移



期間：2000年1-3月期～2021年7-9月期(賃金上昇率は4-6月期まで、四半期)

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※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。