

# markt:aktuell

金融経済の見通し

2021年11月29日

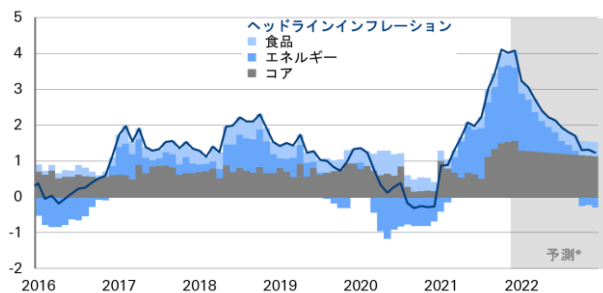
## ユーロ安により米国の高インフレが欧州に輸入される可能性あり

ユーロ圏の10月のインフレ率は4.1%に上昇し、ECB（欧州中央銀行）のインフレ目標である2.0%の2倍となりました。では、2022年に高インフレが続く恐れはあるのでしょうか？

### インフレ率の要因分解

以下のグラフは、メッツラーのプライベート・バンキング部門の同僚が作成した、食品価格、エネルギー価格、コア指数（食品・エネルギーを除く品目による価格指数）それぞれのインフレ率全体に対する寄与を示したグラフです。

現在、ユーロ圏のインフレ傾向はエネルギー価格の上昇などの特殊要因によって歪められている  
消費者物価とコア・インフレ率（前年同月比）および全体のインフレ率への寄与度（%）



\* 前提条件：エネルギー価格指数の予測には石油・ガスの先物価格を使用。ドイツの付加価値税の一次的減税終了により、ベース効果が無くなり2022年初めにコア・インフレ率は低下。食品価格は過去20年間の中央値並みに上昇。  
出所：ファクトセット、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH、2021年10月現在

### エネルギー価格がインフレの決定的な要因

上記のグラフを見ると、エネルギー価格と食品価格の上昇だけで、10月のインフレ率の上昇の半分以上を占めています。

ブレント原油（欧州の指標原油）価格を見てみると、2020年10月の原油価格は1バレル31.7ユーロだったのに対し、2021年10月には72.7ユーロと、前年同月比で約130%も上昇しています。

来年、エネルギー価格が今年と同じようにインフレ上昇に寄与するためには、原油価格が1バレルあたり170ユーロ弱まで上昇する必要がありますが、これは非常に難しいと考えています。それよりも、2022年後半には再び原油価格が緩やかに下落する可能性があると思定しています。したがって、2022年8月には、ユーロ圏のインフレ率は再び2.0%を下回るになると予想しています。

### ベース効果も重要な役割を果たす

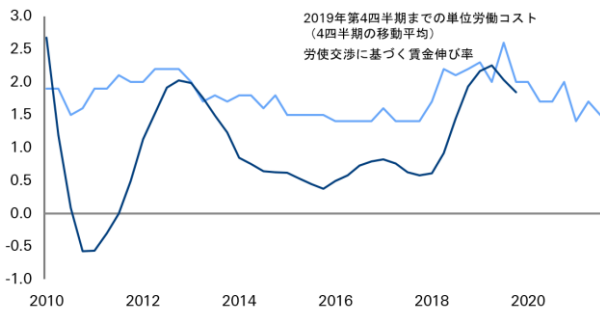
ドイツでは、新型コロナウイルスで受けた経済への打撃を緩和するために2020年7月に付加価値税の税率が一時的に引き下げられましたが、2021年1月に税率が16%から19%に再度引き上げられました。そのため、2021年7月以降には、この付加価値税の減税終了によるインフレ率の押し上げ効果が見られており、これはユーロ圏のコア・インフレ率にも顕著な影響を与えています。ユーロ圏のコア・インフレ率は、2021年7月の0.7%から2021年8月には1.6%に急上昇しました。2022年1月にはこの効果が無くなり、コア・インフレ率は2021年10月の2.1%から1.6%に低下すると思われます。

### 労働市場がコア・インフレを大きく左右

コア・インフレ率は、国内経済に大きく影響を受けません。すなわち賃金の動向に大きく影響を受けます。ユーロ圏の賃金伸び率は、2010年から2021年にかけて年平均1.8%です。しかし、消費者物価にとって決定的な要因は、賃金伸び率ではなく、生産財当たりの賃金コストの動向です。そのため、生産性を見ることも重要で、同期間に生産性は年平均0.7%上昇しました。

ここから、単位労働コストの伸びを導き出すと、2010年から2021年にかけて年間約1.1% (=1.8%-0.7%)の伸びとなります。その他の企業のコストも年率1.1%程度上昇し、企業の利益率が変わらなければ、コア・インフレ率も年率1.1%上昇しますが、これは実際に過去10年間の平均で見られていることです。企業は、単位労働コストの上昇以上に価格を上げることができれば、利益率が向上し、高い利益をあげることができます。

## ユーロ圏：弱い賃金の伸びは単位労働コストの再下落を示唆



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH、2021年10月末現在

2021年7-9月期のユーロ圏の労使交渉に基づく賃金伸び率は、前年同月比で推定1.5%の増加にとどまりました。生産性の伸びをこれまでと同様の0.7%と仮定すると、7-9月期の単位労働コストは0.8%の増加にとどまっています。このように、現在の賃金動向は、インフレ率にとって低下圧力要因となっています。

今後数四半期の間に賃金の上昇が大幅に加速する可能性は否定できません。しかし、賃金上昇率が2.7%を超えて初めて、2.0%以上のインフレに寄与することになり、インフレ見通しに問題が生じることとなります。賃金上昇の加速が見られるようになるには、少なくとも1年はかかると思われます。

## インフレ圧力は外部から欧州にもたらされる可能性がある

そのため、ユーロ圏の域内インフレ圧力は現在、かなり低い水準にあります。しかし、米国の高いインフレ率が、米国の政策金利の上昇期待を高める要因となり、その結果、米ドルがさらに大きく上昇するリスクが高いです。その場合には、ユーロ圏のインフレ率は上記のように低下しないと考えられます。現在、このシナリオの確率は約30%と見ています。この場合には、ユーロ安を阻止するために、ECBに政策金利を引き上げるよう求める圧力が高まると思われます。70%の確率で、ユーロの対米ドルレートは、上昇すると見ています。これは、購買力平価に比べてユーロが過小評価されていること、ユーロ圏には約200億米ドルの大幅な貿易黒字があること、インフレ率が米国より低いこと、政府債務が米国より小さいこと等が理由です。



Edgar Walli

メツラー・アセット・マネジメント GmbH  
チーフ・エコノミスト  
エドガー・ヴァルク

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 害について一切責任を負いません。
9. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。