

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



ラガルド総裁発言のトーンに微妙な変化

ユーロ圏の23年10-12月期の妥結(交渉)賃金は前年同期比4.46%上昇と前期の伸びを下回り鈍化の兆しが見られました。欧州中央銀行(ECB)のラガルド総裁は市場の早期利下げ観測に対して繰り返しけん制発言をしてきましたが、この賃金データを受けて、直近の発言でトーンに若干の変化がみられました。

■ ユーロ圏の賃金上昇率の鈍化を受けラガルド総裁発言のトーンに変化

欧州財務相・中央銀行総裁会議が2月23日にベルギーのヘントで開かれました。会議に参加した欧州中央銀行(ECB)のラガルド総裁はメディアのインタビューで、23年10-12月期の賃金データは明らかに勇気づけられる数字であったと述べました(図表1参照)。また、ラガルド総裁は24年1-3月期中に賃金交渉が終了するセクターや対象となる労働者が多数に上ることから、この数字がECBの金融政策の先行きを判断する上で重要であると述べました。

ユーロ圏の23年10-12月期の妥結(交渉)賃金は前年同期比4.46%上昇と、前期の4.69%上昇を下回りました。依然水準は高いものの、賃金の伸びに鈍化の兆しが見られました。

図表1: ユーロ圏の妥結(交渉)賃金の推移

四半期、期間: 2013年10-12月期~2023年10-12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

■ ECBメンバーは、依然早期利下げに慎重姿勢ながら、変化の兆しも

ECBは2月22日、1月に開催した政策理事会の議事要旨を公表しました。1月の理事会では政策金利を3会合連続で据え置くとともに、利下げ開始の議論は「時期尚早」で「拙速な利下げのリスクは遅すぎる場合より大きい」と述べ、市場の早期利下げ観測に対して警戒姿勢を強調する内容でした。

しかし、欧州財務相・中央銀行総裁会議に参加したECBメンバーの主な発言(図表2参照)を見ると、依然早期の利下げには慎重姿勢ながら、幾分トーンが和らいだ印象です。典型的なのはラガルド総裁の発言で、20日発表の10-12月期のユーロ

図表2: ECBメンバーの最近の主な発言

氏名/役職	注目点など(要約・抜粋)
ラガルド/ECB総裁	23年10-12月期の賃金は明らかに勇気づけられる数字だった、24年1-3月期の数字がECBにとって(金融政策の)先行きを判断する上で重要になると思う
ストウルナラス/ギリシャ中銀総裁	4月に行動を起こすという選択肢は予想外のデータが発表された場合のみ。4-6月期末まで利下げを決定する十分な情報は得られないだろう
シムカス/リトアニア中銀総裁	夏には経済への締め付けをやや緩めることができるようになるだろう
ホルツマン/オーストリア中銀総裁	米国が政策を変更すれば、欧州でも同じような状況になるだろう。米国より先に利下げする状況は見込んでいない
ナーゲル/ドイツ連銀総裁	たとえ非常に魅力的であるとしても、利下げは時期尚早だ。物価見通しがまだ十分に明らかではないからだ

出所: 各種報道等を基にピクテ・ジャパン作成

圏妥結賃金の鈍化を「明らかに勇気づけられる数字」と指摘しています。10-12月期の妥結賃金は前年同期比で4.46%上昇と、前期を小幅下回ったに過ぎず、水準は依然高いとも見られます。ただし、妥結賃金が発表された後、市場では、賃金は「高水準」と「鈍化」で見方が分かれていただけに、ラガルド総裁の発言を受け鈍化の兆しとの認識が広がりそうです。

もっとも、ラガルド総裁は24年1-3月期の妥結賃金の数字が重要と述べていることから、早期の利下げに依然として慎重姿勢である点に注意が必要です。妥結賃金は四半期毎と更新が遅く、1-3月期の妥結賃金が発表されるのは5月です。3月と4月の政策理事会は、他のデータを参照することは出来ても妥結賃金については基本的に「待ち」となります。ハト派（金融緩和を选好）と見られるギリシャ中央銀行のストウルナラス総裁も4月に行動（利下げ）を起こすのは予想外のデータが発表されたときのみと指摘しています。消費者物価指数（CPI）など物価の主要なデータが大幅に改善でもしない限り、4月の利下げ開始は見込みにくく、当面は様子見と思われる。

一方で、タカ派（金融引き締めを选好）寄りといわれるECBメンバーのトーンにも（緩和方向への）変化の兆しが見られました。オーストリア中銀のホルツマン総裁は24年の利下げを否定する発言をしていた時期もありました。しかし、足元の発言では「（市場が夏頃と見込む）米国より先に利下げする状況は見込んでいない」と述べつつ、「ユーロ圏は米国に半年ほど遅れて利下げを開始することが多い」と述べました。これは、年内利下げも可能と示唆していたように聞こえ、タカ派度合いをトーンダウンさせたようにも思えます。

タカ派として名高いドイツ連邦銀行のナーゲル総裁も、時期尚早な利下げに対し強い警戒感を示していますが、物価が落ち着けば利下げに理解を示すと述べています。製造業を主体とするドイツ経済は現局面で景気回復が鈍いことから、タカ派

姿勢の維持に苦慮している印象です。

■ ユーロ圏の経済指標はまちまちで、当面は様子見が想定される

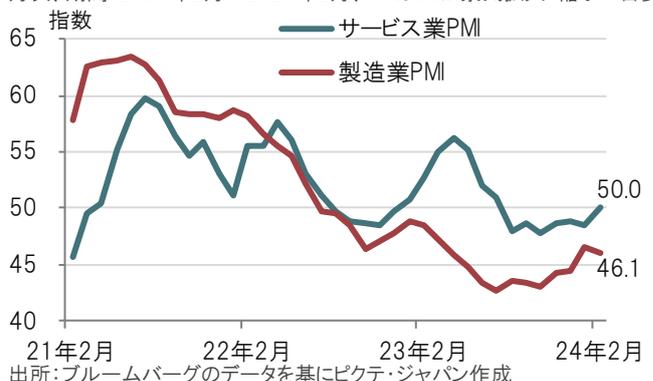
ユーロ圏の経済指標を振り返ると、方向性はまちまちで、利下げ開始時期の特定にはもう少し時間が必要と見られます。22日に発表された2月のユーロ圏の製造業とサービス業の購買担当者景気指数（PMI）はそれぞれ46.1、50.0でした（図表3参照）。サービス業PMIは景気拡大・縮小の分かれ目である50となり、底打ち感が見られました。2月のサービス業PMIを押し上げた要因は主に価格判断指数の上昇でした。

一方で2月の製造業PMIは前月を下回りました。先月までの製造業PMIに底打ち感が見られていただけに、製造業の先行きに疑問が生じました。年明けの製造業指数は多くの地域で悪化する傾向が見られました。中東情勢など地政学リスク悪化が押し下げ要因となった可能性もあり、一時的な悪化なのか当面様子見をする必要がありそうです。

ECBの利下げ開始時期について、市場の織り込み具合を見ると、3月や4月との見方は足元大幅に後退し、6月との見方が優勢です。筆者も、賃金鈍化が確認できれば6月の可能性はそれなりに高いと見ています。しかし、1-3月期の賃金データが堅調なら、7-9月期の利下げ開始に後ずれすることも選択肢になり得ると見ています。

図表3: ユーロ圏PMI(製造業、サービス業)の推移

月次、期間: 2021年2月~2024年2月、PMIは50が景気拡大・縮小の目安



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