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

利下げ開始にそろり、ECBは何を待っているのか?

ユーロ圏では、GDP(国内総生産)成長率が低水準で、インフレ鈍化も続いています。すぐに利下げを開始しても不思議ではないような気もしますが、賃金の伸びが高水準であることなどを背景にECBは利下げに慎重な姿勢を継続してきました。しかし、3月7日の理事会後の記者会見などから、6月の利下げ開始の可能性が高まりつつあります。今後は賃金データを待ちつつ展開を見守ることとなりそうです。

■ ラガルド総裁、6月利下げ開始の可能性を示唆

欧州中央銀行(ECB)は7日の理事会で、市場予想通り政策金利を4会合連続で据え置くとことを決定しました。ユーロ圏のインフレ鈍化を認めつつも、賃上げ圧力などが残ることから政策金利を据え置いたと、従来の説明を繰り返しました。

しかし、同時に発表されたECBスタッフによる経済見通しで物価上昇率が前回(23年12月)から概ね引き下げられました(図表1参照)。理事会後の記者会見でラガルド総裁は今後発表される賃金の数字に言及し、「もっと証拠と詳細が必要なのは明らかだ。そのデータが今後数カ月で出てくることは分かっている。4月にはもう少し多くの、6月にはさらに多くのことが分かるだろう」と述べました。市場では、6月の理事会での利下げ開始の可能性を示唆したと受け止めた模様です。

図表1:ECBスタッフの主な経済見通しの比較

予想時点:2023年12月(前回)～ 2024年3月、予想期間:24年～26年、前回から上方修正はピンク、下方修正は薄青で表示

前年比 %	24年	25年	26年
GDP	0.6%	1.5%	1.6%
前回	0.8%	1.5%	1.5%
HICP	2.3%	2.0%	1.9%
前回	2.7%	2.1%	1.9%
コアHICP	2.6%	2.1%	2.0%
前回	2.7%	2.3%	2.1%

出所:ECBのデータを基にピクテ・ジャパン作成

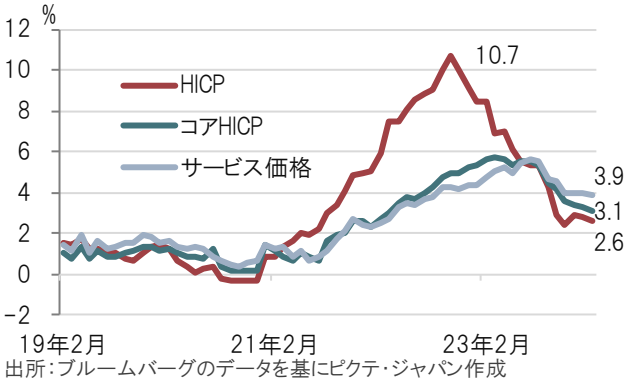
■ 4月にはもう少し多くの、6月にはさらに多くのことが分かるだろう

記者会見の最初の質問に対し、ラガルド総裁は「①ユーロ圏消費者物価指数(HICP、図表2参照)は鈍化傾向」、「②しかし(今後も鈍化が続くか)十分な自信があるわけではなく、より多くの証拠、データが必要」、「③(賃金データを示唆して)4月にはもう少し多くの、6月にはさらに多くのことが分かるだろう」という流れで、ECBスタッフによる物価見通しの下方修正と金融政策への影響について回答しながら、6月利下げの可能性を示唆しました(文中①～③のカッコ書きは筆者が加筆)。

①についてラガルド総裁は、ユーロ圏のHICPは2月が前年同月比で2.6%上昇と、エネルギー価格の下落などを背景に鈍化傾向は明確であると指

図表2:ユーロ圏のHICPとサービス価格のの推移

月次、期間:2019年2月～2024年2月、前年同月比



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

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。

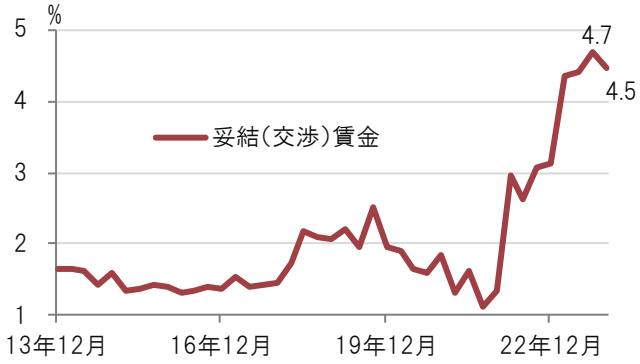
摘しています。しかし、賃金が主要なコストとなるサービス産業の価格指数は2月が同3.9%上昇と、23年11月から3か月続いた同4.0%上昇とほぼ変わらずでした。②については、ラガルド総裁がインフレ鈍化の先行きに自信があるわけではないと述べたのは、このようなデータが念頭にあったものと思われます。

③の「6月にはさらに多くの」は賃金データを示唆していると見られます。ユーロ圏で賃金指標として参照される妥結(交渉)賃金は23年10-12月期が前年同期比4.5%上昇と、ピークをつけた前期を下回りました(図表3参照)。賃金にも鈍化の兆しが見られましたが、過去の水準と比べて明らかなように、賃金の伸びはいまだに高水準です。ラガルド総裁の会見などから、賃金の伸びが過去の水準まで下がらなくても、ECBは利下げを開始する意向と思われますが、少なくとも更なる鈍化の確認が必要と思われます。

ユーロ圏で賃金交渉が行われるのは1-3月期頃が多いと見られます。「4月にはもう少し多くの、6月にはさらに多く」の発言はこの点を意識したものと思われます。

図表3: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

■ 利下げ開始時期について、ECBの意向と市場の見通しは近づきつつある

次回ECB政策理事会は4月11日が予定されており、これまでの賃金交渉の進捗を見ると4月の理事会までに十分なデータがそろう可能性は高くないようです。また、1ー3月期妥結(交渉)賃金が公表されるのは5月中頃とみられ、データとして利用できるのは6月(6日開催予定)のECB理事会を待つ必要があります。

このような事情もあり、今回のECB理事会前の2月23日に、ECB政策委員会メンバーのシムカス・リトアニア中銀総裁は利下げ開始時期について、「3月利下げは論外、4月ですら可能性の低い選択肢」と述べ、利下げ開始は6月までない公算を示唆しました。他のユーロ圏中央銀行総裁の発言を見ても同様の見解が幅広く共有されていました。

一方、過去には年内の利下げ開始はないとまで述べていた、タカ派(金融引き締めを選好)で知られるホルツマン・オーストリア中銀総裁でさえも、6月以降に利下げ開始を検討と、タカ派のトーンをやや弱めたように思われます。

ホルツマン総裁以外にも利下げ開始時期を遅らせるべきとの考えを持つ人もおり、ECBの意向を巡り市場では解釈に苦しむ面もありました。しかし、ユーロ圏の経済状況などから市場のコンセンサスは利下げ開始時期として6月をメインに、データ次第では後ずれといったシナリオが見込まれていたと見られます。今回の理事会で、市場とECBの距離がいっそう近づいたように思われます。

今回のECB理事会と同じ日に、米国の上院銀行委員会で議会証言が行われ、米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長は質疑応答で米国の利下げ開始時期について「今から遠くない時点」と表現し、場合によっては6月にも利下げが行われる可能性が示唆されました。

FRBより先にECBが利下げを開始した場合はユーロ安の進行が懸念されます。エネルギー価格の下落などでインフレ鈍化を確認しつつあるユーロ圏にとって、ユーロ安による輸入インフレは回避したい局面です。パウエル議長の言葉通りなら、ECBにとって思わぬ助け舟となるかもしれません。

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、投資者の皆様の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