

# 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



## ECB、6月の利下げ開始の可能性を示唆

ECBは4月の政策理事会で市場予想通り政策金利を据え置いた一方で、インフレが持続的に収まれば、金融政策の引き締め度合いを引き下げる可能性を示唆しました。現在の政策金利は物価抑制に寄与する中、利下げ開始時期は6月を示唆しています。ユーロ圏のインフレ率や銀行貸し出し調査、妥結賃金等に利下げ開始を支持する内容がみられ、利下げ開始前の確認作業は最終段階に近いようです。

### ■ ECBは4月の理事会で政策金利を据え置くも、6月の利下げ開始を示唆

欧州中央銀行(ECB)は4月11日に開いた政策理事会で、市場予想通り、政策金利を据え置くことを決定しました。声明文ではインフレが持続的に収まるとの確信を得られれば、「金融政策の引き締め度合いを現在の抑制的な水準から引き下げることが適切になる」との文言が新たに盛り込まれました。利下げ開始の可能性について、これまでより明確なシグナルを送った格好です。

また、声明文では現在の政策金利の水準について、従来よりも引き締めの点が強調する表現に修正され、「ECBの政策金利は現在のインフレ率を十分に下押しする水準」と述べられています。これまでの「十分長い期間維持されれば目標達成に大きく貢献する水準」よりも引き締め感が強められた印象です。これにより、現在の政策金利の水準は物価抑制に寄与していることがより強調されています。

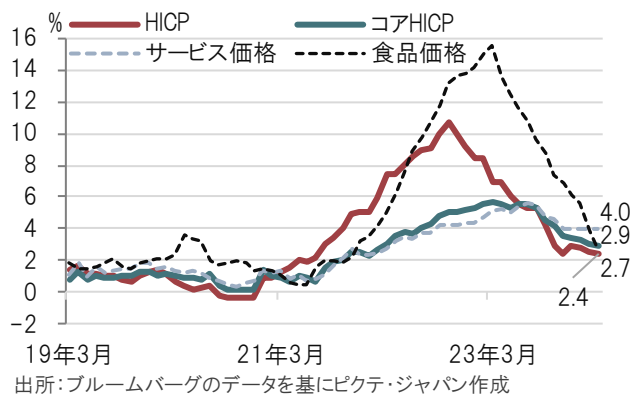
理事会後の記者会見でECBのラガルド総裁は数人のメンバーが今回(4月)の理事会での利下げを支持したことを示唆しました。一方で、次回6月会合で「より多くの情報を得て確信度合いを深める必要がある」との意見が大多数であったと述べることで、利下げ開始時期は6月がメインシナリオであることに含みを持たせました。

### ■ インフレ鈍化傾向は明確になりつつあり、高金利が景気を抑制

ECBが発表の中で6月利下げ開始の可能性を示唆した主なポイントは①インフレ鈍化、②政策金利の引き締め度合い、③より多くの情報、が挙げられます。これらのポイントを順次振り返ります。

①のユーロ圏のインフレ鈍化は今月初めに発表された3月のユーロ圏の消費者物価指数(HICP)が前年同月比で2.4%上昇と、2月の2.6%上昇を下回ったことなどに示されています(図表1参照)。声明文ではインフレ鈍化の主な要因として食品と財価格の低下を指摘しています。特にピークには前年同月比で15%を超えていた食品価格は3月には2.7%上昇へ低下したことが声明文に指摘され、インフレ鈍化が強調されています。

図表1: ユーロ圏の消費者物価指数と主な構成指数の推移  
月次、期間: 2019年3月~2024年3月、前年同月比



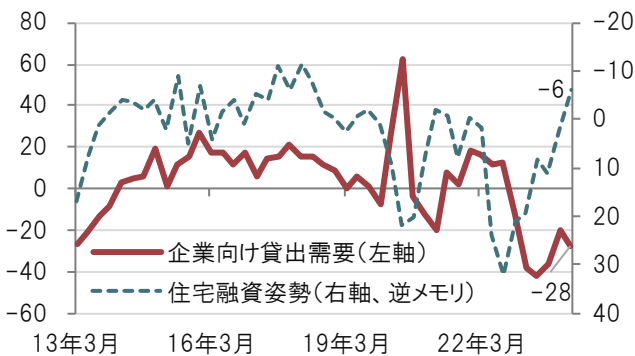
ただし、サービス価格は3月が前年同月比で4.0%上昇と5か月連続横ばいで高止まりしていることから、警戒感を維持しています。

②の政策金利の引き締め度合い(懸念)の表現は4月の理事会の声明文で強められました。金融引き締めの経済への影響は経済指標にも表れ始めています。4月9日に発表されたECBの銀行貸し出し調査で1-3月期の企業の貸し出しに対する需要がマイナス28と足元の回復傾向から再び需要が低下しました(図表2参照)。低下の主な背景として高金利が指摘されています。

なお同調査では家計向け住宅融資姿勢(厳格化した割合から緩和した割合を引いた値、逆メモリ)が改善し銀行が融資を積極化させていることが示されました。ただし、同調査によると融資積極化の背景は銀行間の競争激化などと説明されています。企業の資金需要が低調なことから、その分、住宅市場で融資先の獲得競争が激しくなっているということも一因なのかもしれません。

図表2: ECBの銀行貸し出し調査の主な項目の推移

四半期、期間: 2013年1-3月期~2024年1-3月期、単位は%



出所: ECB、ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

### ■ インフレ鈍化の確信度合いを高めるため賃金の伸び低下を見守る姿勢

③では、4月より6月に「多くの情報が得られる」と述べることで、ECBは、データ次第ながら、6月に利下げを開始する可能性を示唆しました。

6月を待つ理由は主に2つあると見ています。1つ

目は6月にはECBが重視する四半期に一度のスタッフによる経済見通しが発表されるからです。3月の経済見通しでは24年、25年のインフレ率が各々2.3%、2.0%となっており、これを下回る見通しが示されることなどが1つの目安となりそうです。

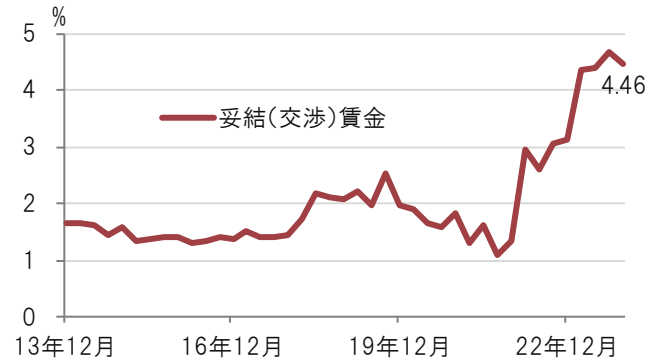
2つ目の理由はECBが注目する1-3月期の妥結賃金の一段の低下を確認するためです(図表3参照)。ユーロ圏のインフレ率は低下傾向ながら、サービス価格は高止まりしています。サービス価格は賃金動向を反映する傾向が強いことから、ECBは賃金動向を注意深く見守っています。ユーロ圏の賃金交渉は年初から春にかけて行われることが多く、その結果を反映する1-3月期の妥結賃金が注目されています(1-3月期妥結賃金は6月の理事会前に発表予定)。23年10-12月期は前期を下回り、賃金の伸びに鈍化がみられただけに、この流れが続くかを確認することが重要です。

なお、先のECBによる銀行貸し出し調査では企業の今後1年間の賃上げ予想も含まれています。それによると、前回調査(23年10-12月期)における4.5%から今回調査では賃上げ見通しが3.8%へ低下となりました。また、企業の利益見通しも悪化(低下)しており、賃金上昇によるインフレ圧力は緩和する可能性が同調査に示唆されています。

ユーロ圏の景気回復の鈍さと、インフレ率の低下傾向が確認されるならば6月の利下げ開始しをメインシナリオに据え置くべきと筆者は見ています。

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: ECB、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。

## 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