

# 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



## 7月のECB理事会の関心事、9月利下げのヒントは？

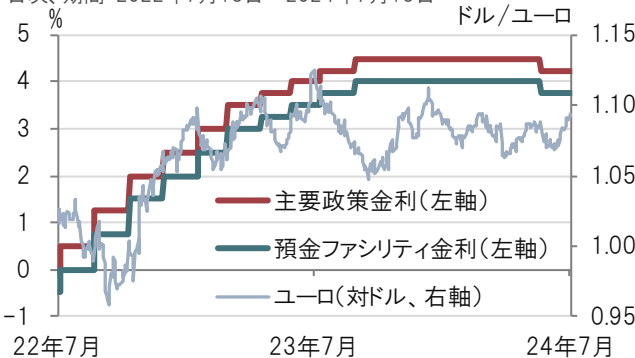
欧州中央銀行(ECB)は7月18日に政策理事会の結果を発表し、市場予想通り政策金利の据え置きを決定しました。サービス価格の上昇によるインフレ率の押し上げに対し警戒感が示されました。一方でECBはユーロ圏の景気減速も認識しており、追加利下げの時期を模索しています。利下げの判断で重視するのはサービス価格で、ECBは幅広いデータに目を配り次の一手を探る展開を想定しています。

### ■ ECBは7月の政策理事会で市場予想通り政策金利を据え置き

欧州中央銀行(ECB)は7月18日に政策理事会の結果を公表し、市場予想通り政策金利を据え置くことを決定しました(図表1参照)。ECBは前回6月の理事会で利下げを開始したものの、今回は連続の利下げを見送ることが適切と判断しました。声明文に示された今後の金融政策の方針(フォワードガイダンス)は、「データ次第、会合ごとに政策を決定する」と、従来の方針が維持されました。今後の利下げについて「特定の道筋を確約しない」という方針も前回から変更がありませんでした。なお、経済情勢判断のテキストに、「サービス価格の上昇を押し上げ要因として総合インフレ率が25年も目標を上回って推移する可能性がある」という内容の文言が新たに書き加えられました。

図表1:ユーロ圏の主な政策金利とユーロ(対ドル)の推移

日次、期間:2022年7月18日~2024年7月18日



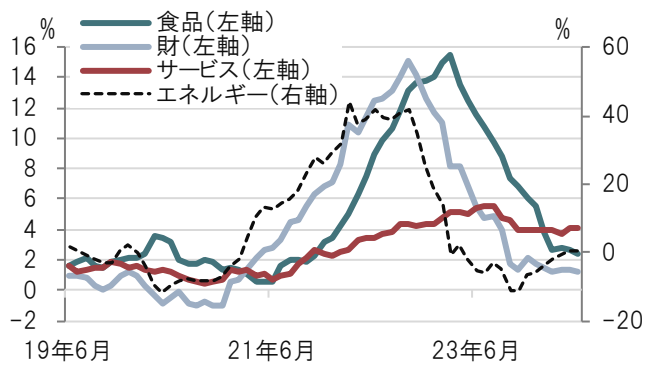
出所:ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

### ■ ユーロ圏のインフレ動向を左右するサービス価格は6月高止まり

ECBは経済情勢判断について、ユーロ圏のインフレ率や賃金は6月に公表した見通しに沿う動きだったと評価しています。一方、サービス価格の高止まりについては声明文や、ラガルド総裁の会見で懸念が表明されました。このことは、ユーロ圏の消費者物価指数(CPI、欧州連合(EU)基準、HICPとも呼ばれる)に示されています(図表2参照)。ユーロ圏CPIを4つの構成指数に分類(エネルギー、食品、財、サービス)すると、サービスを除いた他の3指数は6月のユーロ圏CPI全体の伸びである前年同月比2.5%を下回りました。また、それら3指数の前年同月比の伸びは、5月の伸びを下回り鈍化がみられます。一方、サービス指数の伸びは6月が4.1%と全体の伸びを上回ったうえ、

図表2:ユーロ圏のCPIを構成する4指数の推移

月次、期間:2019年6月~2024年6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。

5月と伸びは変わらず高止まりとなっています。6月の利下げ開始にはECB内部で慎重論が残る中で利下げでしたが、サービス価格を見ると、7月の据え置きは当然の決定のようにも思われます。

もっとも、ラガルド総裁は会見でユーロ圏の景気悪化が懸念されることを示唆しています。一部のユーロ圏景況感指標は前月を下回るなど、足元の景気悪化が懸念されます。したがって、次の一手は利下げである可能性は高いとみられます。市場の関心事はそれがいつなのかです。

### ■ インフレ指標は過去だけでなく先行きのデータも幅広く見る必要がある

記者会見でラガルド総裁に対し、9月利下げの可能性に関連する質問が多く出されました。ラガルド総裁は「特定の道筋を確約しない」というフォワードガイダンス通りの受け答えに終始し、9月の利下げの可能性は「幅広く開かれている」としてヒントを与えませんでした。

また、インフレ動向を把握するうえで、どのデータに注目すべきかの特定も困難でした。ラガルド総裁は幅広くデータをカバーしているからです。しかし今回の据え置きがサービス価格の高止まりが一因であったことからサービス価格そのものや、サービス価格を左右する賃金指標が重要とみられます。ユーロ圏の賃金データとしては妥結賃金などが重要ですし、図表2のサービス価格は今後も注

目が必要です。ただし、これらのデータは過去の動きであり、今後の動きにも目を向ける必要があります。ラガルド総裁は会見の中で、賃金の先行きに賃金トラック（求人会社のデータを使用したものなど）を活用していることを示唆しています。

別のデータとして企業への聞き取り調査(SAFE)で今後の価格設定(図表3参照)や賃金(図表4参照)の見通しを把握しているようです。先日発表されたSAFEで企業の価格設定見通しを「サービス企業」と「その他企業」の2つのグループに分けて見ると、次の点が明らかです。

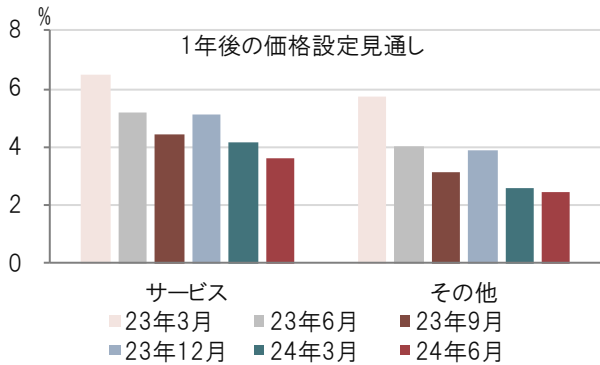
まず、価格設定見通しは緩やかに低下傾向です。23年3月時点では1年後の価格設定をどちらの企業グループも6%前後としていましたが足元に近づくにつれ見通しを引き下げているからです。

次に、24年6月時点での価格設定見通しをグループ別にみると、サービス企業がその他企業を上回っており、見通しの点でもサービス企業の価格上昇圧力が他の企業を上回っています。

図表4にあるように、賃金についても同様の傾向がみられます。賃金など国内物価圧力は鈍化傾向が想定されるものの、SAFEなどを見ると、鈍化のペースは緩やかで、ECBは鈍化を確認しながら金融政策の次の一手(利下げ)を進めてゆく展開を筆者は想定しています。足元ユーロ圏の景気が再び減速の兆しを見せていることもあり、年内は9月、12月が次の利下げの候補と考えています。

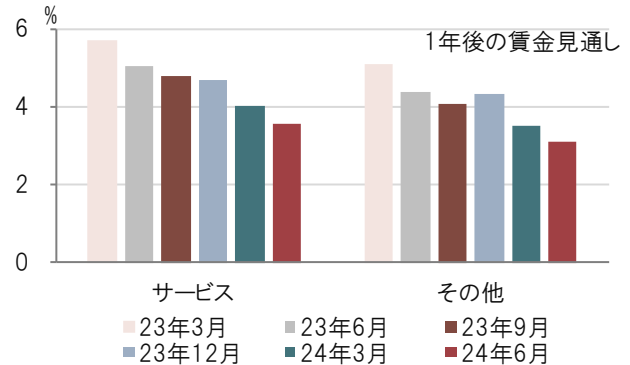
図表3:SAFEによる、1年後の価格設定見通しの推移

四半期、見通し時点: 2023年3月~2024年6月



図表4:SAFEによる、1年後の賃金見通しの推移

四半期、見通し時点: 2023年3月~2024年6月



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6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