

# 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



## ジャクソンホール会議、ECBレーン理事のメッセージ

欧州中央銀行(ECB)のレーン理事は、ジャクソンホール会議で、インフレ率は目標に回帰していないとして、物価抑制の必要性を強調しつつも、過度な引き締めが物価を押し下げすぎたり、副作用として景気を悪化させるリスクにも言及しました。ユーロ圏の足元の経済指標は、賃金上昇が減速し始めた一方で、景況回復は鈍いままで。ECBはデータ次第ながら、引き締め度合いの調整を進めるとみえています。

### ■ レーン理事は両論併記ながら引き締めすぎを警告

欧州中央銀行(ECB)のチーフエコノミストのレーン理事は8月24日、ジャクソンホール会議の討論会に参加し、「物価目標への回帰はまだ確実ではない」とし、金融政策は必要な期間にわたって、景気抑制的な領域にとどまるべきとの考えを示しました。一方で、過度に引き締めの政策へのリスクにも言及し、あまりにも長い期間、過度に高い水準の金利を維持することに警戒感を示しました。

ECBが22日に発表した4-6月期のユーロ圏妥結賃金は、前年同期比3.55%上昇となり、1-3月期の4.74%を大幅に下回りました(図表1参照)。労使間の交渉に基づく賃上げの動きを捉える指標である妥結賃金により、落ち着いた見られました。

図表1: ユーロ圏妥結賃金の推移

四半期、期間: 2014年4-6月期~2024年4-6月期、前年同期比



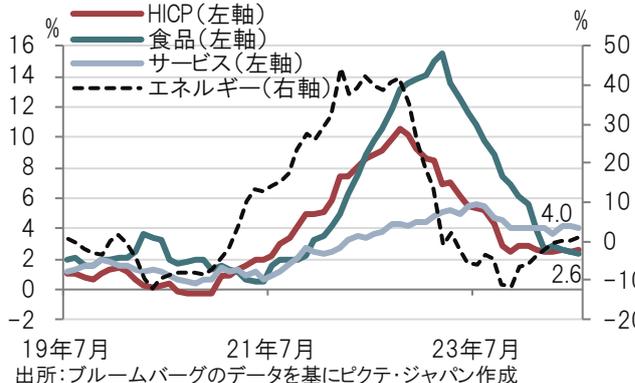
### ■ ECBの政策は需要を抑制し、期待インフレ率を押し下げてきたようだ

今年のジャクソンホール会議では「金融政策の有効性と波及経路の再評価」がテーマです。レーン理事は討論会で、コロナ禍や地政学リスクの悪化を背景に歴史的な上昇を演じたインフレ率に対し金融政策が有効であったかを論じました。

レーン理事は今回の討論会での報告を(インフレ対応の)暫定的な評価と位置付けています。ユーロ圏の消費者物価指数(CPI、欧州連合(EU)基準、HICP)の7月分は前年同月比で2.6%上昇と物価目標を上回っていることが、「目標への回帰はまだ確実ではない」という慎重姿勢の背景とみられます(図表2参照)。ECBが政策金利を引き締め領域に長期間維持したことや、銀行の貸出態

図表2: ユーロ圏のCPIと主な構成指数の推移

月次、期間: 2019年7月~2024年7月、前年同月比、数字はCPIとサービス



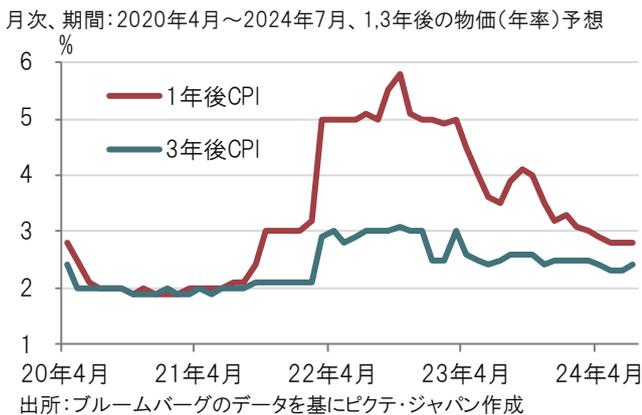
データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

度が引き締めめであったことなどにより、ユーロ圏の需要は抑制され、また期待インフレ率は安定化したと評価しています。

ユーロ圏の期待インフレ率は、経済の専門家の予測調査(SPF)、市場ベース(スワップなどの取引から期待インフレ率を算出)、家計の期待インフレ率調査(家計が予想する1年、3年後の物価予想)など様々な指標が参照されます。家計の期待インフレ率を図表3で確認すると、ロシアのウクライナへの軍事侵攻を背景としたエネルギー危機や、コロナ禍におけるサプライチェーンの混乱が期待インフレ率を押し上げたことがうかがえます。しかし利上げなどにより足元の期待インフレ率は落ち着きを見せています。ユーロ圏の賃金交渉では、期待インフレ率が賃金水準に影響することが一般的です。足元の期待インフレ率の落ち着きは、今後の賃金上昇を抑制する可能性があります。

なお、図表1に示した妥結賃金の伸びが一時高かったのは、過去の高インフレで失われた購買力の埋め合わせとして一時金が払われていたことが主な要因でした。4-6月期の妥結賃金が減速したのは、過去の購買力の損失の埋め合わせが終了に近いことを示唆しているものと思われます。

**図表3:ユーロ圏家計の期待インフレ率(1、3年後)の推移**



**■ インフレ鈍化が続けば、引き締め度合い調整としての利下げが見込まれる**

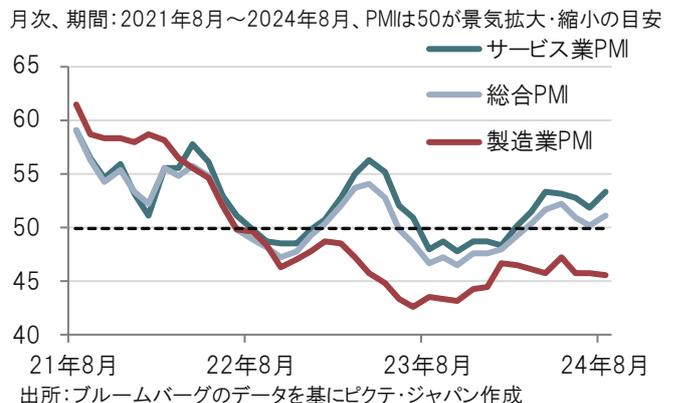
ECBは物価の安定を使命としていますが、金融引き締めが長期化した場合、インフレ率が物価目標

を下回りすぎる懸念があることや、副作用として景気悪化が懸念されます。レーン理事もジャクソンホール会議でこの点に警戒感を示しました。

ユーロ圏のGDP(国内総生産)成長率は4-6月期が前年同期比0.6%増と低成長です。景況感指数をみるとユーロ圏の総合購買担当者景気指数(PMI)は景気の拡大・縮小の分岐の50近辺で推移しています。内訳は製造業PMIが低調な一方、サービス業PMIは底堅く推移しています。ドイツなど製造業を主力産業とする国は低調な一方、スペインなど観光に強みのある国の景気は回復基調です。ユーロ圏の景気動向をみるうえで、ドイツの経済指標に注目する傾向があります。そこだけ見ると、景気後退さえ懸念されますが、現局面では、ユーロ圏全体の景気動向をバランスよく見渡すことが必要と思われます。

ECBの金融政策を占います。インフレ鈍化は明確ですが、物価目標へは戻っていません。一方、景気に陰りがみられる中、ECBは6月に利下げを開始しました(7月は据え置き)。今後のシナリオは市場でも見方が分かれています。年内残り3回の各政策理事会(9月、10月、12月)において、理事会直前までのデータがインフレ鈍化を示したならば0.25%の利下げを行う可能性があるかとみています。つまり理事会毎の、データ次第の政策運営ながら利下げバイアスを維持するとみています。一方で、インフレ懸念が残る中、前倒し的に過度な利下げは想定しにくいとみています。

**図表4:ユーロ圏PMI(総合、製造業、サービス業)の推移**



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