

# 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、利下げの道筋は不確実だが緩和路線は維持

欧州中央銀行(ECB)は9月12日、政策金利の中銀預金金利を市場予想通り0.25%引き下げました。一方、今後の金融政策はデータ次第とし、道筋を示しませんでした。経済予測などを見ると利下げ路線の維持は明確と思われ。インフレ見通しの変更は小幅であった一方、経済成長率見通しを下方修正しています。今後の注目はサービス価格の動向で、賃金への高い関心が当面続きそうです。

### ■ ECBは市場予想通りの利下げながら、今後の道筋は示さなかった

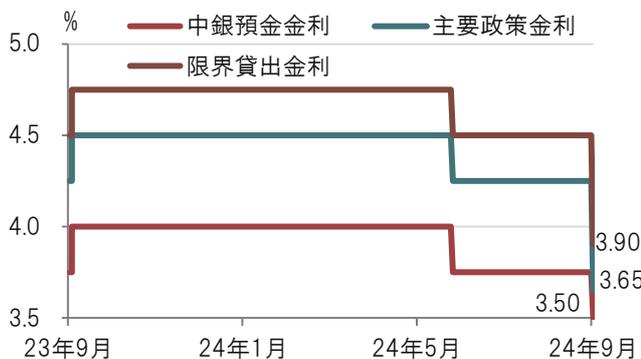
欧州中央銀行(ECB)は9月12日に政策金利である中銀預金金利を市場予想通り0.25%引き下げ3.50%にすると発表しました(図表1参照)。6月に続き現利下げ局面で2回目の利下げを決めました。今回の利下げは全会一致での決定でした。

ラガルド総裁は政策理事会後の記者会見で、「データに依存する姿勢を崩さない。」と述べ、ECBは今後の金利について特定の道筋にコミットすることがないことを改めて表明しました。

他の2つの政策金利である主要政策金利と限界貸出金利(銀行がECBから借りる際の金利)について、ECBはそれぞれ0.6%引き下げ、主要政策金利を3.65%、限界貸出金利を3.90%としました。

図表1: ユーロ圏の主な政策金利の推移

日次、期間: 2023年9月12日~2024年9月12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

### ■ ECBスタッフの経済予測におけるインフレ見通しの変更は小幅にとどまった

まず、今回の政策理事会では中銀預金金利と他の政策金利(主要政策金利、限界貸出金利)で異なる引き下げ幅としました。ECBは3月に今回の変更を予告していましたが、変更理由はマイナス金利時代に、中銀預金金利をマイナス圏に引き下げた一方、他の金利はマイナス圏としなかったことで生じた、政策金利間の格差を修正するなどテクニカルな内容です。今回の利下げ幅は中銀預金金利に示された0.25%とみなすべきです。また、経済への影響を見るうえで、事実上の政策金利は中銀預金金利が目安になると考えられます。

ECBは今後の金融政策の方針は、「データ次第、理事会ごとに判断」と道筋を示しませんでした。しかし、ユーロ圏の経済環境等から判断して、金融引き締め度合いを緩和するのが適切と声明文で

図表2: ECBスタッフのユーロ圏経済指標の予測

四半期、予測時期: 2024年6月(前回)~2024年9月、色分けは前回から下方修正を青色、上方修正を桃色で表示

	24年	25年	26年
GDP	0.80%	1.30%	1.50%
前回	0.90%	1.40%	1.60%
インフレ率	2.50%	2.20%	1.90%
前回	2.50%	2.20%	1.90%
コアインフレ率	2.90%	2.30%	2.00%
前回	2.80%	2.20%	2.00%

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

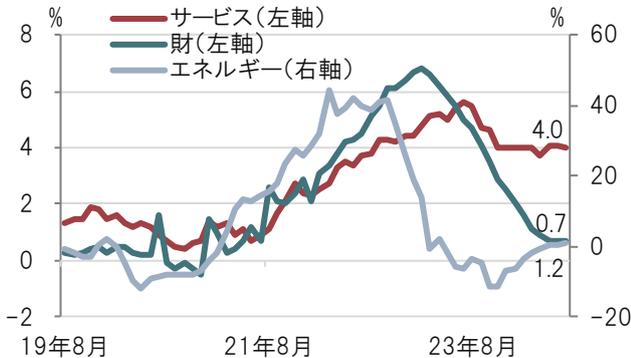
指摘しており、利下げ路線に変更はないとみられます。このことはECBスタッフが四半期毎に発表するユーロ圏の経済予測にも示されています(図表2参照)。今回の経済予測ではGDP(国内総生産)成長率は24年から26年まで揃って下方修正され、景気への配慮が必要なが示されています。

一方、インフレ見通しはエネルギーと食品を除いたコアインフレ率のみが24年と25年について上方修正されました。過度なインフレ懸念は後退したとみられますが、不安要素は残されており、インフレに勝利宣言するのはまだ先のようにです。

ユーロ圏のインフレ率を欧州連合(EU)基準で、主な項目について振り返ります(図表3参照)。衣料品などで構成される財項目と、エネルギー項目の物価動向は足元落ち着いています。一方で、サービスは8月が前年同月比4.0%と高水準です。サービスは賃金の影響を受けやすい項目でもあり、ユーロ圏のインフレを見るうえで、賃金が主要な注目点です。

図表3: ユーロ圏の消費者物価指数(CPI, EU基準)の推移

月次、期間: 2019年8月~2024年8月、前年同月比、EU基準CPIはHICP



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

■ 賃金の伸びは依然高水準だが減速が見込まれ、今後のデータを待つ姿勢

ユーロ圏の賃金動向を把握するため、主な経済指標を振り返ると、4-6月期のGDP成長率は前年同期比で0.8%増でした。ECBスタッフ予測の24年の成長率も0.8%でした。声明文にもあるように、ユーロ圏の貸出し需要は弱く、景気回復が鈍い要因となっています。そのため、4-6月期の低成長

が年内は続くというイメージとされます。

一方、労働市場は比較的堅調で、7月の失業率は6.4%と歴史的な低水準です。そのような中、賃金の伸びも高水準です。ユーロ圏の代表的な賃金指標である妥結賃金は最新の4-6月期が前年同期比で3.55%上昇と、コロナ禍前に比べ高水準です(図表4参照)。ECBは今回の声明文で賃金の伸びの高さを指摘しています。

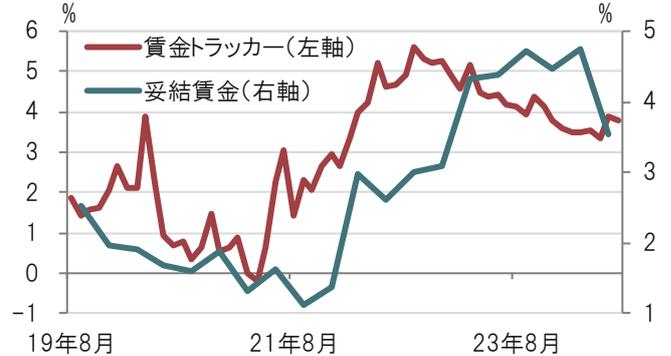
しかし、妥結賃金の伸びは1-3月期と比べれば大幅に減速しています。ECBは今後も賃金の伸びが減速するのかに注目すると思われます。

賃金の先行きの目安となる賃金トラッカー(求人調査をベースとした賃金指標、先行性の傾向がある)は、図表4にあるように妥結賃金の今後の鈍化を示唆しています。ただし、ECBは指標を先読みして利下げを前倒しすることに慎重なようです。ECB内部にインフレに対し警戒感を緩めないメンバーもいることから、利下げ姿勢の維持が基本ながら、コンセンサスの形成を待つ姿勢とも見受けられます。

ECBは年内10月と12月に政策理事会の開催を予定しています。ECBのラガルド総裁は会見で利下げ時期についてガードが堅くヒントを示しませんが、10月利下げは選択肢として残すものの、据え置きの可能性が高いようです。ECBの年内利下げは12月の1回だけの可能性がやや高まったように思われます。しかし、10月の利下げも、データ次第では、可能性がゼロではないと思われます。

図表4: ユーロ圏: 妥結賃金と賃金トラッカーの推移

月次、期間: 2019年8月~2024年8月、妥結賃金は四半期、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

## 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