

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議事要旨に秘められた利下げの道筋の勘所

欧州中央銀行(ECB)は2月27日に1月の政策理事会の議事要旨を公表し、4会合連続(現利下げ局面で5回目)の利下げが全会一致で決定された。議事要旨では経済に対する慎重な見方が示され、市場の3月の追加利下げ予想を支持する内容だった。ユーロ圏の賃金の伸びも鈍化が見込まれ、利下げ姿勢は維持される公算が高い。ただし、今後の利下げの道筋については多少見解の相違があるようだ。

■ ECBは25年1月の政策理事会の議事要旨を公表した

欧州中央銀行(ECB)は2月27日、1月の政策理事会の議事要旨を公表した。1月の理事会では4会合連続の利下げが全会一致で決められ、事実上の政策金利である中銀預金金利を0.25%引き下げて2.75%とした(図表1参照)。ECBが24年6月に利下げを開始してから、今回の利下げで5回目となる。

議事要旨では経済に対し慎重(やや悲観的)な記述が見られた。24年12月にECBが示した経済予想はトランプ政権の政策を十分に反映していないことや、製造業購買担当者景気指数(PMI)など調査ベースの指標に改善はみられるが、生産など実際のデータの回復は鈍いと指摘している。

■ インフレや景気回復の鈍さから、今後も利下げは概ね支持されそうだ

市場はECBの次の(3月)理事会での0.25%の追加利下げをほぼ100%見込んでいる。議事要旨での景気に対する慎重な見方、最近のインフレ指標、さらにECB主要メンバーの発言から3月理事会の利下げは恐らく無風だろう。ただ、その後の利下げの道筋に対し一部メンバーは異論もあるようだ。

ユーロ圏のインフレについては利下げを支持する指標が最近公表された。24年10-12月期のユーロ圏の妥結賃金は前年同期比で4.12%上昇と前期の5.43%上昇から大幅に低下した(図表2参照)。ユーロ圏のインフレ率は賃金の影響を受けやすいサービス価格が前年に比べ4%前後と高止まりしていた。これがインフレ鈍化のペースを遅ら

図表1:ユーロ圏の政策金利とユーロ(対ドル)の推移

日次、期間:2024年2月27日~2025年2月27日、事実上の政策金利は中銀預金金利



図表2:ユーロ圏の妥結賃金の推移

四半期、期間:2014年10-12月期~2024年10-12月期、前年同期比



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。

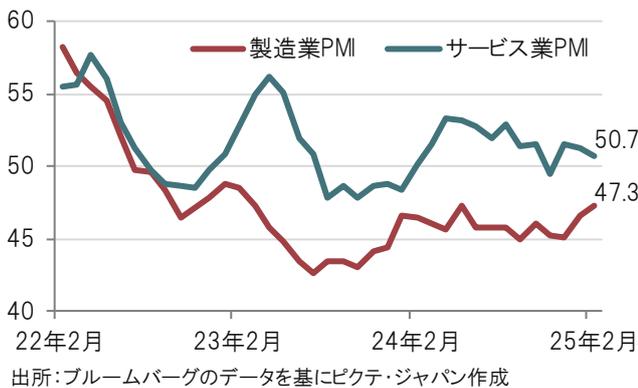
せていた。なお、賃金の伸びは依然高水準にも見えるが、データは昨年10-12月期分と古い。一方、議事要旨では賃金の先行き鈍化を見込んでいる。理由は、ECBが行う企業への賃金調査により、今後1年で賃金の伸びは平均で3.3%と鈍化が見込まれている。1年前の同調査では4.5%の伸びが見込まれていたことに比べ大幅な減速と見られる。ユーロ圏の企業は過去の高インフレで失われた購買力の穴埋めとして高賃金を支払ってきたが、このような賃上げ圧力は落ち着いたようだ。

なお、ユーロ圏ではこの冬の寒波などを背景に天然ガス価格が急上昇した。この点を議事要旨でも指摘しているが、主に気候要因であることから追加利下げを妨げる要因とは見ていないようだ。また、天然ガス価格は2月後半から下落傾向で、エネルギー価格が追加利下げの障害となる可能性は低いと見てよさそうだ。

次に議事要旨に示されたユーロ圏の景況感を振り返る。議事要旨ではユーロ圏の景気回復に期待をしつつも、トランプ政権の政策による不確実性が高く、成長率のリスクは下方向を見ている。

昨年12月に発表された四半期毎のECBスタッフによる経済予測では25年のユーロ圏の成長率は1.1%増、26年は1.6%増だった。24年の0.7%増に比べ景気回復を見込んでいる。センチメントを示すPMIを見ると、利下げの恩恵が期待される製造業PMIに底打ち感がみられる(図表3参照)ことと

図表3:ユーロ圏のPMI(製造業、サービス業)の推移
月次、期間:2022年2月~2025年2月、PMIは50が拡大・縮小の目安



整合的だ。しかし同指数は景気拡大・縮小の目安となる50を下回っていることに変わりはない。利下げなどが下支え要因だが、安心は時期尚早だろう。また、サービス業PMIは50を超えてはいるが勢いは低下しており、下支えが求められよう。

なお、ウクライナとロシアの停戦が実現すれば、おそらくユーロ圏の景気にポジティブ(合意の内容にもよるが)だろう。ただし1月の理事会をカバーする今回の議事要旨では、ウクライナは地政学リスクとだけ位置づけられており、評価はこれからだろう。

■ ECBの追加利下げ姿勢は維持されているが、道筋には微妙な食い違いも

今回の議事要旨で、ECBは現在の政策金利の水準について、「現在の中銀預金金利でも、金融政策は依然として景気抑制的であるとの評価が比較的妥当との認識が広くあった」とし、大半が追加利下げを支持しており、3月利下げの公算は高い。

ただし、政策金利の将来的な道筋には気になる記述もあった。例えば、市場では中立金利(景気を刺激も冷やしもしない金利)とターミナルレート(利下げの最終到着点)を同一視して、今後の利下げの道筋を語る傾向があるが、そのような議論は、誤解を招く可能性がある指摘している。

また、別の指摘では「中立金利は上昇している可能性があり、そうならば今回の利下げで、中立金利の領域にさらに近づいたと見られる。これは、金融政策がもはや引き締めめとは言えない地点に近づいていることを意味する」といった指摘もあった。最近のECBメンバーの発言から類推して、これはシュナーベル理事の発言と筆者は考えている。同理事は最近の講演で2010年代と足元で中立金利の変動要因が異なっている点など、興味深い議論を展開した。ECBは今月、ユーロ圏の中立金利を1.75~2.25%程度との推測を示した。市場もこれをベースに利下げの道筋を想定し、筆者も同様に考えてはいるが、同理事の議論がECBの政策にどのように影響するか注意は必要だろう。

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、投資者の皆様が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12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が帰属します。■ 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