

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、利下げ既定路線は今回まで、今後は不確実

欧州中央銀行(ECB)は3月6日の会合で、市場予想通り政策金利を0.25%引き下げ2.50%とすることを決定した。利下げは5会合連続となった。声明文で、政策金利の水準について「実質的に引き締めの的でなくなりつつある」と指摘し、前回に比べハト派(金融緩和を选好)姿勢を幾分弱めた。ECB内部では金融政策について見解の違いがあるようだが、利下げ終了は徐々にではあるが視野に入り始めたようだ。

■ ECBは3月の政策理事会で市場予想通り利下げを継続した

欧州中央銀行(ECB)は3月6日の政策理事会(会合)で、政策金利と見られている中銀預金金利を0.25%引き下げ2.50%とすることを決定した(図表1参照)。利下げは5会合連続で、昨年6月に利下げを開始してからは6回目の利下げとなる。この間の合計の利下げ幅は1.5%となった。今回の会合ではホルツマン・オーストリア州銀総裁が棄権(事実上反対)したが、それを除けば決定は全会一致だった。

声明文で、政策金利の水準について「実質的に引き締めの的でなくなりつつある」と指摘し、前回の「引き締めの的」に比べハト派(金融緩和を选好)姿勢を幾分弱めた。今後の金融政策は「データ次第、会合毎」に決定する方針を維持した。

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3月6日~2025年3月6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スタッフの経済見通しは概ね前回通り、インフレ鈍化は進行中と認識

今回のECBの会合で、筆者が事前に注目していたのは、①ECBの景気、インフレの見通し、②これまでハト派的であった金融政策の今後の動き、③最近の政治要因、トランプ政権の関税や欧州の財政政策拡大などの金融政策への影響に言及があるかに注目した。以下、これらの注目点に沿って今回の会合を振り返ろう。

ECBは今回、四半期毎の経済見通しを公表した(図表2参照)。景気認識についてECBのラガルド総裁は会合後の会見で、景気のリスクは、米国の貿易政策の不確実性による投資の減速などで、下振れ方向と指摘した。ECBスタッフのGDP(国内総生産)成長率を見ても前回(24年12月)から下方修正されている。一方で、インフレ見通しの

図表2: ECBスタッフのユーロ圏経済見通し

四半期、予測時期: 2024年12月(前回)~2025年3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。27年見通しは今回新規

前年比 %	25年	26年	27年
GDP	0.9%	1.2%	1.3%
前回	1.1%	1.4%	1.3%
HICP	2.3%	1.9%	2.0%
前回	2.1%	1.9%	2.1%
コアHICP	2.2%	2.0%	1.9%
前回	2.3%	1.9%	1.9%

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

変化は限定的だった。25年の消費者物価指数（欧州連合（EU）基準CPI、HICP）は2.1%から2.3%へ引き上げられたが、エネルギー価格の上昇を調整しただけとラガルド総裁は説明している。インフレはECBの物価目標に向け順調に鈍化していると見てよさそうだ。

次に、②の金融政策の今後について、「データ次第、会合毎に」政策金利を決定し、「事前に特定の道筋を約束しない」方針は維持された。一方で、政策金利が「実質的に引き締めの的でなくなりつつある」と指摘することで、将来的に利下げ停止が近づいていることも示唆された。ECBは足元まで5会合連続での利下げを行った。市場では、次（4月）とその次（6月）も利下げを続け、中立金利（景気を過熱も冷却もしない金利）の中央値である2%にまで政策金利を引き下げた後は据え置き、という見方が比較的多かったように思われる。

しかし、ラガルド総裁は会見で、物価目標達成までにかかる時間はやや長くなるとの見方を示し、今後は「より漸進的なアプローチ」で金融政策を運営すると指摘した。一般に金融政策は予見可能性を重視した場合、連続して利下げ（引き締め局面では利上げ）を続ける傾向がある。ラガルド総裁は、「データから判断して利下げが最適なら利下げを、反対に最適な決定は据え置きとデータが示すなら、利下げは見合わせる」のが漸進的なアプローチの意味と説明した。早ければ4月会合で据え置きが決定される可能性もあるわけで、筆者もシナリオの変更を検討している。

■ 米関税政策や欧州の財政政策拡大が今後の金融政策に影響しそうだ

物価目標達成までの時間はやや長くなる中、景気回復が鈍いことから、利下げ停止時期などについて金融政策はただでさえ難しい局面だ。そのうえ政治要因がさらに判断を難しくする恐れがある。

米国の関税政策はEUに対する具体策が固まって

いないこともあり、言及は少なかったが、関税政策の不確実性による投資への悪影響や、関税による輸入インフレ懸念が指摘された。ただし言及が少なかったというのは影響が小さいことを意味しない。関税が引き上げられれば物価上昇リスクは相当に高まると思われるだけに、ラガルド総裁は強い警戒感を維持する必要性を指摘している。

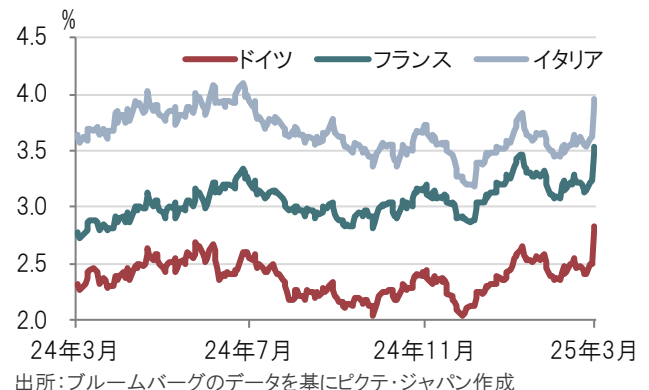
欧州の財政政策が拡大する可能性が高まった点については会見でも多くの記者が質問し関心が高かった。ラガルド総裁はこれらの政策が浮上したのはここ数日のことであり、経済への影響についての具体的な言及は回避した。

ラガルド総裁は、欧州委員会が欧州による防衛力強化に向け8000億ユーロの国防費拡大を提案したことや、ドイツでは財政改革で5000億ユーロの国防費およびインフラ投資の拡大が提案されたことを指摘した。ドイツでは財政拡大にむけ、これまで財政健全に貢献してきた「債務ブレーキ」を緩和する方向で検討が進められている。

欧州の財政拡大観測を受け、ユーロ圏の国債利回りは急上昇した（図表3参照）。ラガルド総裁は債券市場の利回り上昇を冷静に見守る姿勢であった。財政政策のタイミングなど具体的な内容がわからない今の段階では当然の判断だろう。ただし、今後財政政策の実施により、景気押し上げなどにつながると認識されるなら、利下げ姿勢はさらに後退する方向に向かうように思われる。

図表3：ユーロ圏の主な国の10年国債利回りの推移

日次、期間：2024年3月6日～2025年3月6日



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