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
シニア・ストラテジスト



ECB9月の理事会で利上げだが、視線はその先

ECBは9月9日-10日の理事会で中銀預金金利を引き上げた。決定は全会一致だった。経済見通しでは足元のGDPと来年以降のインフレ率を上方修正した。一方で中東情勢やウクライナ戦争に伴う原油・天然ガス価格の上昇などがインフレ懸念を強めている。足元の賃金上昇圧力は鈍化傾向だが、賃金トラッカーは来年の再加速を示唆するなど懸念もある。ECBは追加利上げの選択肢を維持するだろう。

■ ECB、インフレ懸念を受け、市場予想通り政策金利を引き上げた

欧州中央銀行(ECB)は9月9日-10日に開催した政策理事会(会合)で、市場予想通り、中銀預金金利を0.25%幅で引き上げ、2.50%とすることを決定した(図表1参照)。ECBのラガルド総裁は記者会見で、今回の決定は「全会一致で、当然の判断」だったと説明した。

声明文では、「中東情勢の悪化がインフレ圧力を強めており、インフレ率は長期にわたり目標を大きく上回り続ける見込み」と述べている。

政策金利とあわせて公表された最新のECBの経済見通しでは、GDP(国内総生産)成長率、インフレ率(ユーロ圏消費者物価指数:HICP)ともに、概ね上方修正(一部据え置き)された。

図表1:ユーロ圏政策金利とユーロ(対ドル)レートの推移

日次、期間:2025年9月11日～2026年9月11日(日本時間正午)



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

■ 景気は下振れ、インフレは上振れリスクだが、インフレ懸念が強そうだ

今回の会合に伴うECBの発表内容は、概ねタカ派(金融引き締めを選好)的であった。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」、「各会合ごとに適切な金融政策を判断」、「あらかじめ特定の金利パスを約束しない」の常套句により、具体的な利上げペースや方向性は示されなかった。もっとも、ECBの物価認識などからは、今後のデータ次第では、追加利上げの必要性があると見た方がよさそうだ。

ECBスタッフの経済見通し(図表2参照)を参考に、利上げの背景を確認する。まず、GDP成長率見

図表2:ECBスタッフの経済見通しと代替シナリオ

四半期、期間:2026年6月(前回)～2026年9月(今回)、メインシナリオの色分けは今回が前回から上方修正された場合は桃色、下方修正は水色とした(9月に水色なし)。なお、代替シナリオの色分けをしていない。

前年比		メインシナリオ		代替シナリオ		
		前回	今回	マイルド	悪化	深刻
GDP	26年	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
	27年	1.2%	1.4%	1.5%	1.1%	0.4%
	28年	1.5%	1.5%	1.6%	1.4%	1.4%
HICP	26年	3.0%	3.0%	2.9%	3.1%	3.3%
	27年	2.3%	2.5%	1.9%	3.2%	5.4%
	28年	2.0%	2.1%	1.8%	2.3%	3.2%
コアHICP	26年	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
	27年	2.5%	2.6%	2.5%	2.8%	3.5%
	28年	2.2%	2.3%	2.2%	2.4%	3.2%

出所:ECB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。

通しは2026年が0.8%から0.9%、2027年が1.2%から1.4%へと上方修正された。堅調な個人消費と財政支出拡大が主な押し上げ要因とみられる。一方で、先行きリスクは下振れ方向にあると見ている。背景は中東情勢などの地政学リスクによるサプライチェーンの混乱などが挙げられる。

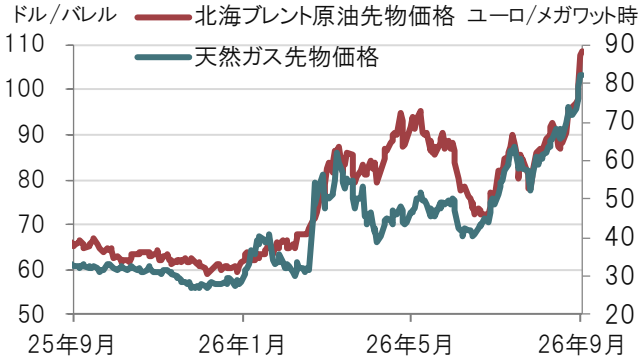
次に、インフレ率はHICP、コアHICPともに2027年と2028年が上方修正された。前回のHICP見通しが3%とすでに高水準の2026年については、コアとともに前回から据え置かれた。最近の物価認識として、賃金の落ち着き、労働生産性の改善、長期期待インフレ率の安定、食品価格下落などを指摘している。エネルギー価格上昇等を受け、8月のHICPは前年同月比3.3%上昇と7月の2.9%上昇を上回ったことを指摘し、インフレへの警戒感は隠さないが、基調的インフレ率鈍化や物価抑制要因が物価見通し据え置きの背景と考えられる。

もっとも、今後のインフレリスクは、地政学リスク次第だが、上昇を懸念している。中東情勢やウクライナ戦争の長期化を受け、特に欧州の重要なエネルギー源である天然ガス価格が上昇傾向（図表3参照）なことをECBは警戒しているようだ。

欧州は天然ガスを冬場のヒーターの燃料に利用する。そして欧州では天然ガスの貯蔵率を冬場に向け高めるのが通常だが、今年は例年に比べ貯蔵ペースが遅れている。今後貯蔵率を回復させるとすれば、欧州は高値での天然ガス購入に追い込まれる可能性もあると筆者は懸念している。

図表3：原油先物価格（左軸）と天然ガス先物価格（右軸）

日次、期間：2025年9月11日～2026年9月11日



※原油先物価格は北海ブレント原油先物価格期近物、天然ガス先物価格はオランダTTF翌月物、各々原油、天然ガスの代表的な指標
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

別の懸念もある。欧州では発電に再生可能エネルギーが多く利用されているが、天然ガス発電シェアも比較的高い。欧州は今年、熱波に襲われ冷房使用が増加した。天候要因がエネルギー需要を高める可能性には今後も注意が必要だろう。

ユーロ圏の足元の景気の強さや基調的なインフレ動向などが、今回の利上げの背景と思われる。

■ インフレ懸念を示唆する要因が多く、追加利上げがこれからも選択肢だろう

市場の関心は、会合前から次の展開にあったとみられる。フォワードガイダンスは次の行動についてヒントを与えなかった。前のセクションで示した成長とインフレのリスク見通しを比べると、エネルギー価格動向次第だが、インフレへの警戒感が強いと筆者はみている。理由は次の通りだ。

貯蔵率上昇に向け天然ガス需要が根強いとみられるのはすでに指摘したとおりだ。加えて、これまでの利上げにも関わらず、銀行貸出（企業向け）が増加傾向にあることも気になる。遅効性のある指標であるため今後の動向を見守ることがまずは重要だが、注意は必要と思われる。

賃金動向も前のセクションで述べたとおり気になる。インフレ認識のところで指摘したように、足元ではユーロ圏の賃金上昇圧力は抑制されている。ユーロ圏の代表的な賃金指標である妥結賃金は4-6月期が前年同期比で約2.4%と、1年前の同時期の約4%増から鈍化している。ただ、賃金指標は遅行指標であり今後を見る必要がある。賃金の先行きを示す傾向があるユーロ圏賃金トラッカーは来年小幅上昇を示唆している。単なる短期的上振れの可能性も十分にあるが、仮にエネルギー価格上昇の埋め合わせの賃金上昇圧力が強まれば物価には厄介な問題だ。一応、今後を見守りたい。

あくまでデータ次第だが、ECBは追加利上げの選択肢を維持する必要性が高いと筆者はみている。

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、投資者の皆様の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 (2026年6月30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。■当資料に掲載されている内容に関する著作権その他の知的財産権は、原則として、当社、ピクテ・グループまたは正当な権利者に帰属します。無断での使用、複製、転載、改変、翻訳、配布等は禁止されています。マーケット・データのご利用に関する詳細は、当社ウェブサイト「会社情報」の「運用・方針等」内の「マーケット・データ利用規約」をご参照ください。

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:一般社団法人資産運用業協会　日本証券業協会