

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：声明文はハト派ながら会見はタカ派も匂わす

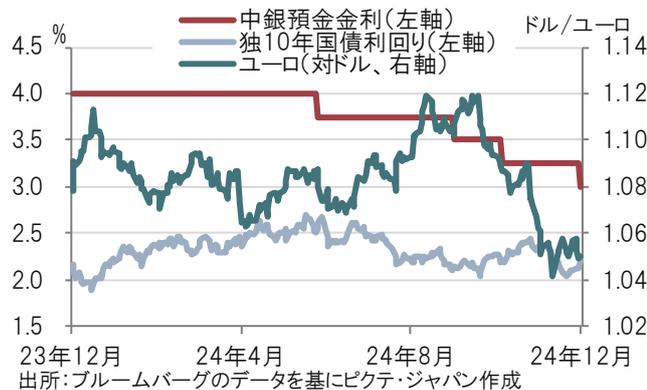
ECBは12月12日の政策理事会で、市場予想通り0.25%の利下げを決定しました。ユーロ圏の景気回復が鈍いことから大幅な利下げも検討されましたが見送られました。ハト派的な声明文や、ECBスタッフの経済見通しから、利下げが継続される公算は高いものの、ユーロ安への懸念、ユーロ圏成長率が国により異なること、サービス価格などインフレに高止まり懸念もあり、大幅利下げには慎重なようです。

■ ECBは市場予想通り0.25%の利下げを全会一致で決定した

欧州中央銀行(ECB)は12月12日の政策理事会で、市場予想通り0.25%の利下げを決定し(図表1参照)、事実上政策金利として中銀預金金利を3.25%から3.00%へ引き下げました。利下げは3会合連続となります。ユーロ圏の景気回復が鈍く、物価だけでなく景気の安定にも配慮したことが利下げの要因で、全会一致での決定ながら大幅利下げの検討を求める意見もあったようです。

声明文では政策金利を「十分に制約的な」水準にとどめるという従来からの表現を削除したことからハト派(金融緩和を选好)と見られましたが、その後の記者会見でインフレ懸念にも配慮が示されドイツ(独)国債利回りは会見後に上昇しました。

図表1：ユーロ圏の政策金利と独国債利回りとユーロの推移
日次、期間：2023年12月13日～2024年12月13日、



■ ECBスタッフの経済見通しではユーロ圏の成長見通しが下方修正された

12月の理事会ではECBスタッフによる、四半期毎の経済見通しが発表されました(図表2参照)。特にGDP(国内総生産)成長率は24年から26年まですべて前回(9月見通し)から下方修正されており、ユーロ圏景気への配慮が利下げの背景であったことがうかがえます。

インフレ見通しでは消費者物価指数(CPI、HICP)指標は24年、25年が下方修正された一方で、エネルギーなど価格変動の大きい項目を除いたコアHICPは26年のみ下方修正されました。下方修正の主な要因は石油価格や電力価格など主にエネルギー価格下落でした。経済見通しを作成する際の原油価格の前提条件を見ると、25年は7%超引き下げられており影響がうかがえます。

反対に予測の前提には価格の押し上げ要因も見

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9月(前回)～2024年12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 %	24年	25年	26年	27年
GDP	0.7%	1.1%	1.4%	1.3%
前回	0.8%	1.3%	1.5%	
HICP	2.4%	2.1%	1.9%	2.1%
前回	2.5%	2.2%	1.9%	
コアHICP	2.9%	2.3%	1.9%	1.9%
前回	2.9%	2.3%	2.0%	

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

られ、主なものとしてユーロ安や金利低下などが挙げられています。

今回のECB理事会の声明文で注目された政策金利を「十分に制約的な」水準にとどめるという表現の削除は、極端なハト派姿勢を示したというよりも、経済成長見通しの悪化や、これまでに政策金利を合計1%引き下げたことを反映させて表現を調整したという面がありそうです。この点についてラガルド総裁は記者会見で同様の説明をしたうえで、新たな表現は同じ声明文の「インフレ率が中期目標の2%に持続的に安定することを確実にする」が今後の政策運営方針であると指摘しています。

一方、ラガルド総裁はインフレリスクについて、数か月前の「上方リスク」から足元では「両方向」と表現を変更しています。物価の実態は基本低下傾向ながら、時々反転(上昇)するリスクもあるというニュアンスに近いと筆者は見ています。

ラガルド総裁は今後の金融政策運営について、「データ次第」、「会合ごとに決定」という決まり文句を繰り返しました。これまでの議論を踏まえると、今後の金融政策運営は、インフレ再加速にはデータを確認して注意を怠らないとしても、基本的には、中立金利(景気を刺激も冷やしもしない金利の水準を指す概念)を目安に徐々に金利を引き下げる方針であると筆者は想定しています。

■ ECBはユーロ安などを懸念して、ハト派的ながら大幅利下げには慎重

ECBが利下げを続ける点については、市場も当然ながら見込んでおり、一部では0.5%という大幅な利下げ幅も見込まれています。ECBでも検討はされたようですが、結局0.25%に落ち着きました。この背景として考えられる要因は次の通りです。

まず、テクニカルな理由として大幅利下げは中立金利(上限)に急速に近づいてしまうことです。ユーロ圏の中立金利は過去のペーパーなどから1.75%~2.5%程度とみなされます。ただし、ラガ

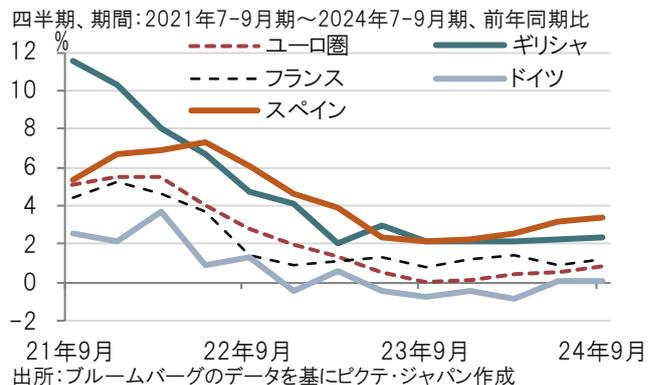
ルド総裁も今回の記者会見で指摘したようにECBが中立金利に対する考え方を明確にするのはこれからです。市場は(筆者も)中立金利の下限(2%)近辺を「中立金利」とみなし、現利下げサイクルの最終レートとしているようですが、中立金利の説明が不十分なうちに政策金利が中立金利の上限に近づくのは、好ましくないように思われます。

次に、大幅な利下げが懸念されるより重要な理由として過度なユーロ安進行が挙げられます。ECBスタッフの予想で、25年のユーロの想定レートは現状よりユーロ高水準です。さらなるユーロ安はインフレ再加速という望ましくない状況を生み出す恐れがあることをECBは懸念しているようです。

ユーロ圏の景況感が強弱まちまちなことも大幅利下げを難しくさせた可能性があります。ユーロ圏と主な国のGDP成長率を見ると、ユーロ圏は7-9月期が前年同期比0.9%増と軟調で、大幅利下げが検討される理由となりそうです(図表3参照)。しかし、ユーロ圏の成長率が低いのは政治が混乱しているドイツとフランスの成長率が低いことが主因です。反対にスペインは3.4%増、ギリシャが2.4%増など堅調な成長を維持している国もあります。加重平均でGDP成長率を算出することと、その数字で政策運営してよいかは別問題と思われる。

最後にインフレ率です。ユーロ圏のインフレ率は11月が前年同月比2.3%と物価目標を上回っているうえ、サービスは下がりにくく、3.9%と高止まりしています。ECBは今後も物価の様子を見ながらの利下げでの対応となりそうです。

図表3: ユーロ圏と主な加盟国のGDP成長率の推移



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9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