

# 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政策理事会、事前の予習

欧州中央銀行(ECB)は6月15日の政策理事会を前にブラックアウト期間(静かな時期)となります。インフレ率は物価目標水準の2%を大幅に超えており、利上げ継続の可能性は高いと思われます。ただし、利上げ局面が終わりに近いのか、それとも当面利上げを継続するのかについてECB内部でも意見の相違があるようです。ECBの6月以降の金融政策運営に注目しています。

### ■ ユーロ圏の期待インフレ率はまぢまぢの結果

欧州中央銀行(ECB)が2023年6月6日に発表した月次の消費者期待調査(CES)によれば、向こう1年間の期待インフレ率は4月が4.1%と、3月の5%を下回りました(図表1参照)。今後3年間では2.5%と、3月の2.9%から低下し、ECBの中期インフレ率目標である2%へと近づきました。

CESはECBが消費者を対象にしたオンライン調査により、期待インフレ率や経済成長率や所得の見通しなどを集計したものです。一方、ECBは市場ベースの5年先から5年間のユーロ圏のインフレ期待を反映する5年先5年物インフレ・スワップフォワードを参照しています(図表2参照)。同レートは足元2.5%前後で高止まりしています。

図表1: ECBの消費者期待調査のインフレ率予想の推移

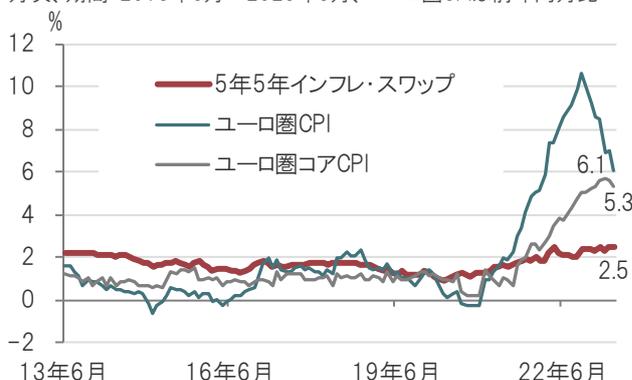
月次、期間: 2020年4月~2023年4月、予想は1年及び3年先インフレ率



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

図表2: 5年先5年物インフレ・スワップフォワードの推移

月次、期間: 2013年6月~2023年5月、ユーロ圏CPIは前年同月比



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

### ■ ECBの政策理事会を前に、インフレ動向を巡り様々な指標が見られる

ECBは6月15日に政策理事会を開催予定です。筆者も含め、市場は大半が6月と、次の7月の理事会で各々0.25%、政策金利を引き上げることを見込んでいます。ただし、予想には幅もあり不確実性が高いこともうかがわれます。その要因をいくつか振り返ります。

まず、インフレ率を消費者物価指数(CPI、欧州連合(EU)基準、HICP)で見ると、5月は前年同月比で6.1%上昇とピークアウト感は見られます。しかしコアCPIは5月が5.3%上昇と、前月を下回ったものの依然高水準です。また、5月はドイツの鉄道割引券の影響なども反映した可能性があるなど注意すべき点もあります。ピークアウトと判断するに

はもう少し時間が必要と思われます。

ECBが伝統的に注目してきた市場ベースの期待インフレ率である5年先5年物インフレ・スワップフォワードは足元2.5%で、過去の水準に比べ高止まりしています。多くのECB高官がインフレへの警戒感を示す理由の一つでもあるとみています。

一方、消費者への調査により期待インフレ率を把握するCESは4月分が1年先、3年先ともに前月を下回り落ち着きを示しました(図表1参照)。もっとも、CESは調査ベースということもあり、変動が大きくなるケースがある点に注意が必要です。

なお、CESは20年からECBがデータ提供を始めている新しい指標です。その分、データの蓄積に乏しいという問題があります。しかしデータは長い5年先5年物インフレ・スワップフォワードレートが期待インフレ率の代替として十分なら、新たにCESを作成する必要はないと思われます。単一の指標で把握するのが困難な期待インフレ率に対し、様々な指標でアプローチしていると認識しています。

## ■ インフレ率は、賃金引き上げによる上昇圧力で、高まる可能性もある

ECBの政策目標はインフレ率なので、指数それ自体が重要です。しかし、例えば企業が価格設定をする際や、賃金を交渉するときなどは将来の価格を考慮しているケースもあり、期待インフレ率に注意を払うことにも意義はあると思います。

なお、インフレ率の動向に今後重大な影響を与えられ妥結、または交渉賃金と呼ばれる同指数は22年10-12月期は2.9%増と高水準でしたが、23年1-3月期はこれをさらに上回る水準となる模様です。もっとも賃金データは足元で1-3月期分が出そろい始めるというように、発表が遅い点に注意が必要です。

最後に、ユーロ圏の景気の先行きを景況感指数で確認すると、景気回復への期待は勢いが鈍くなっています。ドイツの調査会社センチックスが

6月5日に発表したユーロ圏の6月のセンチックス投資家信頼感指数はマイナス17と、市場予想のマイナス15.1、前月のマイナス13.1を下回り、ユーロ圏景気の先行きへの警戒感が強まりました。深刻な景気後退は回避できる可能性はある一方で、ドイツのように形式的には景気後退となっている国もあります。低空飛行が続くものと思われます。

このような中、ECB内部の意見も集約できておらず、ナーゲル・ドイツ連邦銀行総裁のように6月、7月と利上げを続けた後も、ピークに達していない可能性を指摘するタカ派(金融引き締めを選好)がいる一方で、フランス銀行(中銀)のビルロワドガロー総裁は残りの利上げは比較的小規模になることを支持しています。両者とも利上げを続ける点では共通していますが、タカ派はまだ利上げが必要と主張しているのに対し、ビルロワドガロー総裁らは利上げ最終局面に近いことを強調しています。筆者は、これまでの論点を整理すれば、今後のデータ次第ながら、ユーロ圏の利上げは終わりが近いと見ています。

図表3: ZEW期待指数とセンチックス投資家信頼感指数

月次、期間: 2018年6月~2023年6月、ZEWは5月まで



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 (2023年3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。  
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (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0.6%
- (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