

# 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、インフレへのガードを下げないとは言うものの

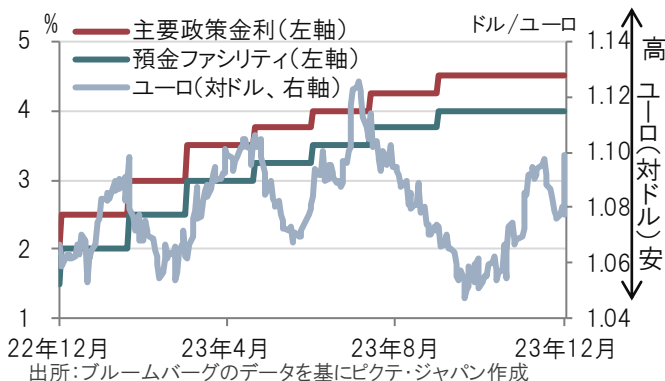
ECBのラガルド総裁は、理事会後の会見でインフレへのガードを下げない、利下げについて議論していないなどと述べ、金融引き締め姿勢の維持を強調しました。利下げの議論があったことを認めたFRBのパウエル議長とは対照的な印象です。ただし、発表内容を振り返ると、ハト派的な面も残されています。市場は24年の利下げ開始時期の想定を、多少調整したという程度にとどめたようです。

### ■ ECB、政策金利を据え置き。PEPP再投資の方針についてようやく表明

欧州中央銀行(ECB)は2023年12月14日の理事会で政策金利を市場予想通りに据え置き、預金ファシリティ金利を4.00%、主要政策金利を4.50%としました(図表1参照)。ただし、ECBのラガルド総裁は政策発表後の記者会見で、「利下げについては全く議論しなかった」と述べるなど、市場の金融緩和期待に釘を刺しました。

なお、ECBはコロナ禍の影響を緩和するために導入したパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の下で購入した債券について、24年半ばから保有を減少させる方針を発表しました。PEPPの再投資については、24年前半は全額再投資を続け、24年後半に半分(毎月75億ユーロ)償還させた後、24年末に再投資を停止する方針です。

図表1: ユーロ圏の主な政策金利とユーロ(対ドル)の推移  
日次、期間: 2022年12月14日~2023年12月14日



### ■ ECBは24年のインフレ見通しを上方修正するも、コアはむしろ下方修正

今回のECBの発表で注目されたのは主に金融引き締め姿勢を維持したこと、PEPPの再投資の方針を表明したことです。

まず、金融引き締め姿勢の維持は、ラガルド総裁が会見で利下げ議論を否定したことや、インフレへの警戒姿勢を緩めるべきでないと強調したことに示されています。市場がこれに違和感を覚えたのは、先日、米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長が米連邦公開市場委員会(FOMC)で利下げの議論をしたことを認めたのとは対照的であった、との印象に異論はないと思われます。

また、四半期毎に発表されるECBスタッフの経済見通しを見ると、今回インフレ率を概ね引き下げ

図表2: ECBスタッフの経済見通し

四半期、期間: 2023年9月(前回)~2023年12月、経済指標は失業率を除き年率変化、前回に比べ上方修正を桃色、下方修正を灰色で表示

	23年	24年	25年	26年
GDP成長率	0.60%	0.80%	1.50%	1.50%
前回	0.70%	1.00%	1.50%	
インフレ率	5.40%	2.70%	2.10%	1.90%
前回	5.60%	3.20%	2.10%	
コアインフレ率	5.00%	2.70%	2.30%	2.10%
前回	5.10%	2.90%	2.20%	
失業率	6.50%	6.60%	6.50%	6.40%
前回	6.50%	6.70%	6.70%	

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。

ています(図表2参照)。しかし、24年のインフレ率見通しは2.7%と、前回の3.2%から引き下がりますが、最新のインフレ率である11月のユーロ圏の消費者物価指数は前年同月比で2.4%(速報値)にまで低下したことに比べれば、小幅にとどめた印象です。ラガルド総裁はユーロ圏のインフレ率は昨年の上昇の反動でこれまでは下がりやすかったが、来年はこの反動の影響が和らぐことから、24年のインフレ率は低下しにくいと説明しています。

もっとも、インフレ懸念の最大の要因は賃金動向でしょう。先日発表されたユーロ圏の7-9月期の妥結(交渉)賃金は5%を意識させる高水準でした(図表3参照)。仮にこの水準が続くようであれば、追加利上げはないとしても金融引き締め姿勢を維持する必要性はあるようにも思われます。

ただし、賃金データはカバレッジの低さなどから信頼度が必ずしも十分とは言えないと思われます。ラガルド総裁も求人数や欠員率など他の労働関連データも参照する必要があることを示唆しています。

図表3:ユーロ圏の妥結(交渉)賃金の推移  
四半期、期間:2010年7-9月期~2023年7-9月期、前年同期比



今回のECBのインフレに対する見解は、どこかすっきりしない印象です。ラガルド総裁が指摘した賃金上昇などインフレ懸念の理由はもっともな面はあります。しかし今回の声明文でインフレ懸念を示す言葉としてこれまで使用してきた「長すぎ、高すぎる(too high for too long)」という文言に置き換わり、「今後数年間緩やかに鈍化する」が使われ

ています。米国でパウエル議長がハト派(金融緩和を选好)的な発言をしたことで、欧州も含め市場が利下げに前のめりになっている中で、火に油を注ぐような発言は回避したい、という意図があったのかもしれませんが。

## ■ ECBはPEPPの再投資規模を来年縮小し25年には再投資を停止する方針

今回のECBのもう1つの注目点はPEPPの再投資に関する方針です。PEPPはその名前が示すように、コロナ禍への対応で導入された制度です。ラガルド総裁も会見でパンデミックの危機は去ったと述べておりその役割を終えたとみられます。問題は、PEPPが実質的に金融緩和として機能していたことです。現在PEPPは再投資を続けていますが、これを縮小すれば当然金融引き締めとなります。来年にも利下げが開始するならば、PEPPの再投資縮小は、混乱を避ける意味で早めにすべきとの声が高まっていましたが、これまで方針の表明を先延ばしにしてきた印象です。

先延ばしの背景は、PEPPに備わっている柔軟性を失うことへの懸念があったと思われます。PEPPは再投資先の選定が柔軟で、イタリアなど利回りが上昇しやすい国の債券を優先的に購入して利回りを平準化することが可能な仕組みです。PEPPだけが要因ではないとしても、ドイツとイタリアの利回り格差は足元比較的安定していました。

発表されたPEPP再投資縮小の方針によると、24年前半は現状通り全額再投資を続け、年後半に半分償還させた後、再投資を停止するという内容です。緩やかなペースでの再投資縮小という印象で、この方針が発表された後、イタリア国債利回りはドイツ国債よりも低下しています。また、再投資が続く間はPEPPの柔軟性は維持されると、ラガルド総裁は述べるなど配慮も感じられます。

インフレへのガードは下げないという言葉に意外感はありませんでしたが、ハト派的な面も見られます。

## 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。  
※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