



マーケットレポート

ECB理事会(12月14日)の注目点

情報提供資料
2023年12月15日

「利上げ停止」方針を鮮明化も、「利下げ」は議論せず

- 2会合連続で政策金利の据え置きを決定。資産購入策は正常化ペースを加速へ
- インフレ見通しは、予測期間中に物価目標の2%を下回るものの、利下げ議論からは距離
- 「基調的なインフレ」の評価が利下げ議論の条件満たさず。賃金指標の軟化が重要に

1. ECBのインフレ見通しは改善。ただし、「利下げ」についてはまだ議論せず

【ECB*1理事会 声明文とラガルドECB総裁の記者会見の注目点】

◆政策金利を2会合連続で据え置き。資産購入策の縮小見通し示す

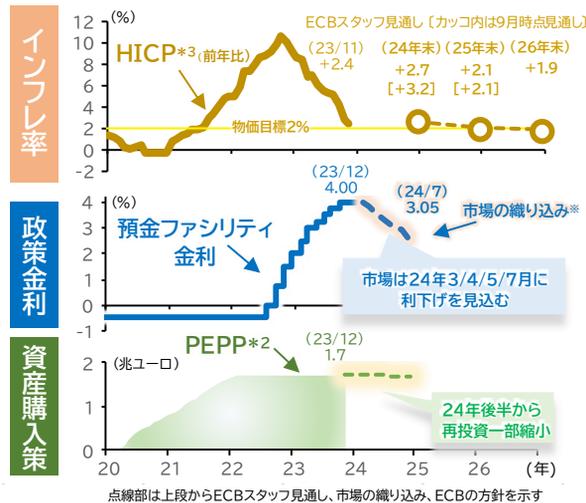
理事会は、政策金利の据え置きを決定。声明文では、政策金利が『十分に長期間維持されれば、物価目標に大きく寄与する水準にある』との文言を維持。ラガルド総裁は会見で「インフレに対する警戒を緩めるべきではない」、「利下げは全く議論されなかった」とハト派色を排除。前日のFRBの対応とは明確に異なり、ECBは会合前のマーケットの利下げ織り込み(12/13時点:24年3月から利下げ開始を想定)を一部押し戻しました(図表1.ご参照)。

また、PEPP*2の再投資を24年下半年から平均75億€/月ペースで縮小し、24年末に終了とする方針(従前:24年末まで再投資継続)を示しました。会見内でラガルド総裁は同方針を巡り、意見が割れた点も明らかにしました。

◆インフレ見通し:26年末に物価目標2%を下回ると予測

ユーロ圏の11月HICP*3(速報値)は前年比+2.4%と7カ月連続で伸びが鈍化、インフレ圧力の退潮がみられます。声明文では、短期的にはインフレ再上昇リスクが残ると指摘した上で、金融引き締め効果によるインフレ低下を評価。最新のECBスタッフ見通しでは、24年末を前年比+2.7%(9月時点:同+3.2%)、25年末を同+2.1%(9月時点:同+2.1%)、今回追加された26年末の見通しは物価目標を下回る同+1.9%としました。

図表1. ECBのインフレ見通しと政策ツール



【出所】 BloombergとECBの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

2. ECBの利下げ議論がいつ本格化するかは、主要労使交渉の進展に注目

◆利下げ開始の議論本格化には、主要賃金指標の軟化が必要

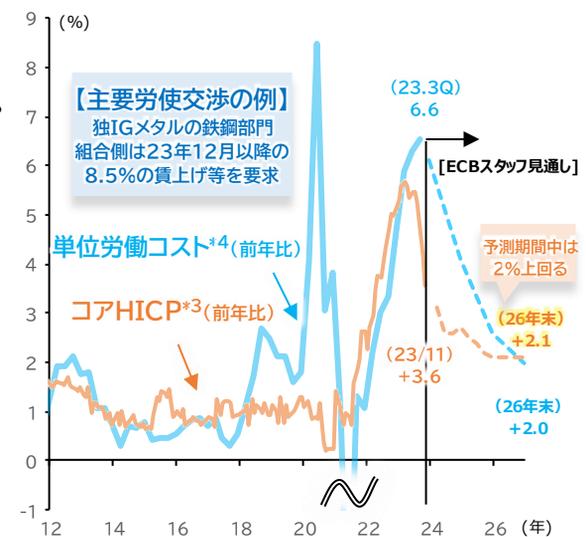
ラガルド総裁は、政策決定の3つの基準として、①インフレ見通しの評価、②基調的なインフレ、③金融政策効果の波及の強さを挙げます。ECBはいずれの基準も改善方向と評価する一方、声明文では②と関連して、単位労働コスト*4(企業がある製品を一定量作るのに必要とする賃金コスト)の高止まりを指摘。

雇用・賃金情勢を反映しやすいサービス物価の占める割合が高いコアHICP*3(≒基調的なインフレを示す指標のひとつ)の見通しでは、26年末を物価目標の2%を上回る+2.1%とするなど、ECBの見方には慎重姿勢が伺えます(図表2.ご参照)。ラガルド総裁は、これらの指標を支える企業利益や賃金指標の減速兆候を確認する必要性を指摘しており、24年3月にかけて本格化する主要労使交渉の行方が焦点として、注目されます。

◆賃金指標鈍化(≒成長鈍化/インフレ鈍化)には負の側面も

また、11月下旬公表のECBによる『金融安定報告』では、足元の金融市場は景気軟着陸(景気後退を伴わないインフレ低下)を織り込む一方、『成長鈍化のリスクを過小評価している』と指摘。特に家計の債務返済コスト増加や住宅・商業用不動産市場の低迷など、金融安定性を見通しは総じて『脆弱』と懸念を示しています。10月下旬以降、欧州株式市場は、独DAX指数が最高値を更新するなど上値追いの展開となっています。ただ、この先は利下げ織り込みの修正や、過去の引き締め局面でもみられた欧州金融市場の脆弱性の顕在化などにより、株価変動率が高まり易くなる点に留意が必要と考えます。

図表2. ユーロ圏 コアHICPと単位労働コスト



【出所】 Haver AnalyticsとECBの公表データに基づき、りそなアセットマネジメント作成

※本文、図中の*、※については、最終ページの<用語説明・補足>をご覧ください。
※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。



〈用語説明〉

- *1 ECB… 欧州中央銀行(European Central Bank)。ECB理事会がECBの最高意思決定機関に該当。
- *2 PEPP… パンデミック緊急購入プログラム(Pandemic Emergency Purchase Programme)。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて導入された、ECBの金融政策のひとつ。
- *3 HICP… 調和消費者物価指数(Harmonised Index of Consumer Prices)。欧州連合統計局がユーロ加盟国の消費物価指数をまとめた数値。コアHICPは総合品目からエネルギー、食料品、アルコール、たばこの品目を除いて計算した数値。
- *4 単位労働コスト…企業が一定量作るのに必要とする労働経費(主に賃金コスト)を表す。賃金要因と生産性要因に分解でき、賃金が生産性よりも早く上昇すれば単位労働コストは上昇し、物価上昇につながる。逆に、生産性が賃金を上回って上昇すると、単位労働コストは低下し、デフレ圧力になるとされる。

〈補足〉

※ 市場の織り込み…市場が織り込む利上げパス。OIS(オーバーナイト・インデックス・スワップ)が織り込む政策金利の利上げ回数を利用して算出(2023年12月14日時点)。

〈当資料に関するご留意事項〉

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆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いて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、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、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡しする「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。