



マーケットレポート

ECB理事会(1月25日)の注目点

情報提供資料
2024年1月26日

政策金利を据え置き 夏場利下げ開始期待は強く否定せず

- 3会合連続で政策金利を据え置き。利下げ議論は「時期尚早」との見方示す
- インフレ指標の低下基調を評価。これまでの利上げによる金融引き締め効果を確認
- 利下げを巡る具体的議論には、依然高水準にある基調的なインフレと賃金指標の点検が重要に

1. 今会合では利下げ議論はせず。金融引き締め効果によるインフレ低下進展を評価

【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】

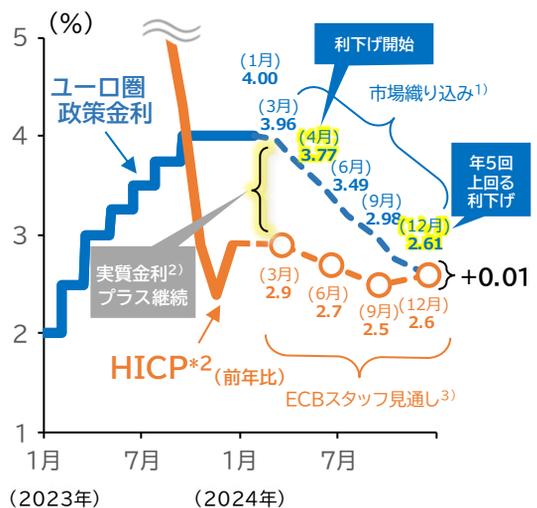
◆政策金利を3会合連続で据え置き。今会合では利下げ議論なし

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』との表現を維持。記者会見でラガルド総裁は、利下げ議論は「時期尚早」との立場が理事会のコンセンサスとの見方を示しました。ただ、ラガルド総裁はダボスのインタビュー(1/17)で示した「夏頃までに利下げ開始の可能性が高い」ことに同意を示した内容には、強い否定を示しませんでした。これを受け、マーケットでは、会見中に独長期金利は5bp程度低下、為替市場もユーロ安で反応。短期金融市場では春頃の利下げ開始予想が維持されました。

◆インフレ: 基調的なインフレは低下継続と評価

ユーロ圏の12月HICP*2は前年比+2.9%と8カ月ぶりに反発。これに対して理事会は、エネルギー価格高騰に対する財政支援措置の影響を除くと低下基調と評価。基調的なインフレを示すコアHICP*2は、前年比+3.4%と5カ月連続で減速。政策金利が物価の伸び率を上回る状態はすでに3カ月経過し、資金調達環境の引き締めまりが着実に進展しています(図表1.)。声明文では、『引き締めの(tight)な金融環境が需要を抑え、インフレ低下を助けている』とし、『より引き締めの(tighter)』とした前回12月会合から、金融引き締め効果が着実に浸透していることを評価しました。

図表1. ユーロ圏 政策金利とHICP*2



【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. 物価・賃金動向を要点検 24年3月改訂のインフレ見通し・賃金交渉結果に注目

◆基調的なインフレ・主要賃金指標の鈍化パスを要点検

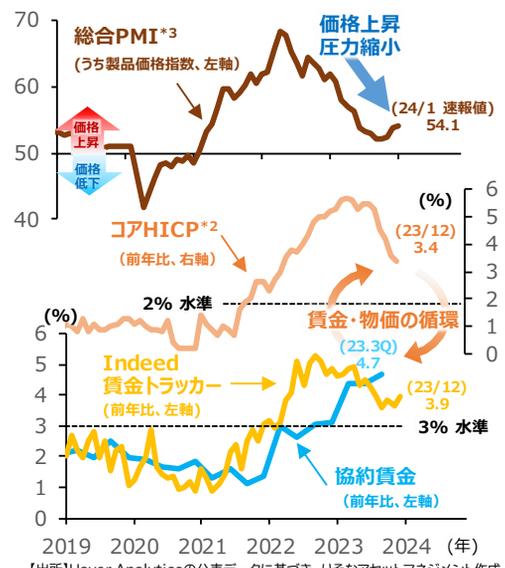
ラガルド総裁は、賃金動向について「安定化」がみられると評価する一方、先々の予測は容易ではない点を指摘しました。これは、賃金と物価が相互に上昇する現象(賃金・物価の循環)に、粘着性が生じやすいためといえます。

レーンECBチーフエコノミストは24年初のインタビューで、平時の賃金の伸び率は3%程度が妥当との見方(労働生産性1%+物価2%)を示しています。これを基準に、賃金・物価の循環をみると、22年央以降は、企業による価格引き上げ圧力の後退(図表2.上段)を受け、23年央以降は、基調的なインフレを示すコアHICP*2(図表2.中段)と賃金指標(図表2.下段)は減速に転じていますが、現時点では平時を上回る高水準に留まります。

このような中、ECBは主なインフレリスクとして、①賃金予想の高止まりや企業利益の底堅さが続くことによるインフレ高止まり、②引き締めの金融政策による想定以上の需要抑制等によるインフレ下振れを挙げます。

①の場合、利下げ開始は後ズレ、②の場合、足元の成長率の弱さも相まって、深い景気後退入りのリスクを回避するため、積極的な利下げが予想されます。足元のマーケットでは、4月理事会(11日)で9割以上の確率で利下げ開始、年内5回上回る利下げを織り込みます(図表1.)。3月理事会(7日)時に公表されるECBスタッフのインフレ見通しが下方修正、春先に山場を迎える労使交渉で賃金水準が昨年を下回る水準に落ち着くことが、現在のマーケットの期待通りに利下げが実施される前提になると考えられます。

図表2. ユーロ圏 コアHICP*2と賃金指標等



【出所】 Haver Analytics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 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。

*3 PMI… 購買担当者指数(Purchasing Managers' Index)。製造業やサービス業の購買担当者を対象にアンケート調査や聞き取りなどを行い、新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウエイトを掛けて算出する指数。サブ指数として産出量価格などがある。

〈補足〉

1) 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(2024年1月25日時点)。1回あたりの利下げ幅を0.25%ptとして試算。

2) 実質金利… ユーロ圏政策金利(預金ファンリシティ金利)-HICP(前年比)として算出。

3) ECBスタッフ見通し… ECBスタッフによるマクロ経済予測。2023年12月時点。四半期ベース。

〈当資料に関するご留意事項〉

■当資料は、リ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、リ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。