

M A R
K E T
E Y E

マーケットレポート

ECB理事会(3月7日)の注目点

情報提供資料
2024年3月8日

25年物価見通しを2%に下方修正 6月利下げに含み

- 4会合連続で政策金利を据え置き。次回会合以降で、利下げ議論を開始する姿勢を示唆
- 24年・25年のインフレ見通しを下方修正。今後の減速ペースは緩やかになるとの見方示す
- 声明文では賃金指標を「力強い伸び」と評価。利下げ開始への影響を要点検

1. ECBは利下げ議論の段階に入ったことを確認。マーケットは6月に利下げ開始を見込む

【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】

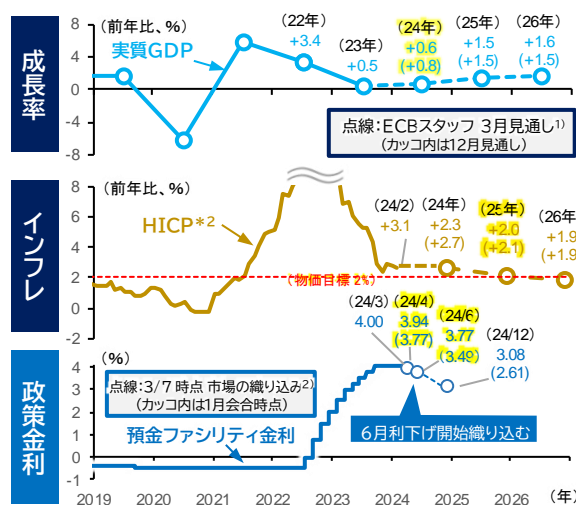
◆政策金利を4会合連続で据え置き。6月利下げの可能性に含み

理事会は政策金利の据え置きを全会一致で決定。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。ラガルド総裁は会見で『本会合では利下げを議論しなかったが、まさに引き締め姿勢を巻き戻す議論を始めるところにある』と説明。利下げ判断に絡むインフレ動向について、物価目標2%へ向けた進展が確認され、より確信を深めつつあるが、まだ十分ではないと評価。他方、インフレ指標が『2%に到達するまで待つわけではない』とフォワード・ルッキングな視点で政策決定する姿勢を示しました。ただ、得られるデータは4月会合より6月会合の方が多くと指摘するなど、4月利下げ開始の優先度の低さを示唆しつつ、6月利下げの可能性に含みを持たせました(図表1.下段)。

◆インフレ・成長見通し:基調的なインフレ指標は一段緩和と評価

最新のインフレ見通しは、足元の減速が評価され、24年・25年ともに下方修正され、25年には目標の2%回帰が見込まれます(図表1.中段)。ただ、今後は高い賃金指標の影響から減速ペースは緩やかになる見通しです。同様に成長見通しは、金融引き締めの影響等から24年は下方修正されました(図表1.上段)。他方、同年下半期から実質可処分所得と景況感は持ち直しに転じ、25年・26年にかけて成長ペースは回復するとの見方も示されました。

図表1. 成長率・インフレ見通しと政策金利



【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. 利下げ議論開始は既定路線。焦点は「力強い伸び」示す賃金指標に対する判断

◆賃金指標が下げ渋る場合、ECBの利下げ時期は後ずれも

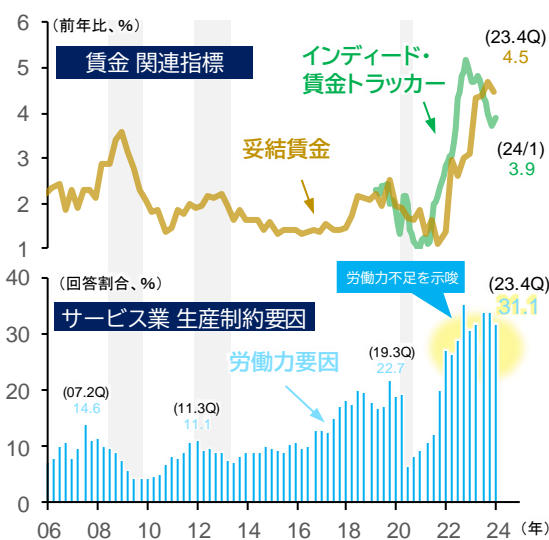
現在、マーケットで有力視される「利下げ時期」は、5月公表予定の受結賃金(24年1-3月期分)確認後の「6月会合」とするものです。ただ、声明文で「力強い伸び」と評価された賃金指標(図表2.上段)次第では、利下げ時期の後ずれが想定されます。例えば、2月8日公表のレポート³⁾で示された受結賃金と連動しやすいユーロ圏(全体と独仏伊など7カ国対象)のフォワード・ルッキングな賃金指標は24年中は下げ渋るとの見方が示されています。

労働市場の底堅さも懸念点です。ラガルド総裁は、国内物価は労働集約型のサービス業で特徴づけられ、賃金動向に敏感と指摘します。欧州委員会の調査では、サービス業の生産制約要因として「労働力不足」が多く回答されています(図表2.下段)。ECBが指摘する通り、景気動向と連動性の低い①企業の人材の困り込みや②病気休暇の増加等による労働時間減少という構図から、賃金指標に引き締め効果が波及しづらくなっています。

また、景気回復の兆候も利下げ議論に影響を与えるとみられます。2月ユーロ圏サービス業PMIが7ヵ月ぶりに好・不況の分岐点となる50を上回るなど、一部先行指標に底打ち感もみられます。景気持ち直しから、人件費の価格転嫁が進んだ場合、インフレ再加速に繋がるリスクも想定されます。

6月には今回の利上げサイクル開始から2年が経過します。ユーロ圏の商業用不動産問題の再燃リスクが残る中、ECBの利下げ開始時期については初夏(6月)から晩夏(9月)まで、幅を持って見る必要があると考えます。

図表2. ユーロ圏 賃金関連指標



【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。

〈補足〉

1) ECBスタッフ見通し・・・ ECBスタッフによるマクロ経済予測。2024年3月時点。カッコ内は2023年12月時点。

2) 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の情報を利用して算出(2024年3月7日時点)。カッコ内は1月会合時点。1回あたりの利下げ幅を0.25%ptとして試算。

3) 2月8日公表のレポート・・・ 2024年2月8日にECB公表のOccasional Paper Series “A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area” を参照。

〈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。