



マーケット・レポート

ECB理事会(7月18日)の注目点

情報提供資料
2024年7月19日

政策金利を据え置き 次回会合の利下げは示唆せず

- 政策金利を据え置き。次回9月会合の利下げ判断に関する明確なガイダンスは示さず
- 物価上昇圧力はなお高いとの見方示す。足もとの賃金上昇圧力は、想定範囲内と評価
- 成長下振れリスクを指摘。主に内外政治動向・引き締めリスクの顕在化を注視する姿勢示す

1. 政策金利の据え置きを決定。9月会合での利下げ判断に言質与えず

【ECB*理事会声明文とラガルドECB総裁記者会見の注目点】

◆ 政策金利：据え置きを決定、次回9月会合の利下げ示唆は与えず

ECBは主要政策金利の据え置きを全会一致で決定。声明文では、今後の政策金利判断について、『先行きの物価・経済データに基づくインフレ見通しの評価と、基調的インフレの動向、金融政策の伝達の強さに基づく』とし、『物価目標達成に必要な限り、十分に抑制的な政策金利を維持する』との方針は、前回6月会合から維持されました。

債券市場では、すでに9月・12月の年内2回相当の追加利下げが織り込まれていますが(図表1)、ラガルド総裁は、次回9月会合の政策決定について何も決まっていない、として先々の指針を示しませんでした。

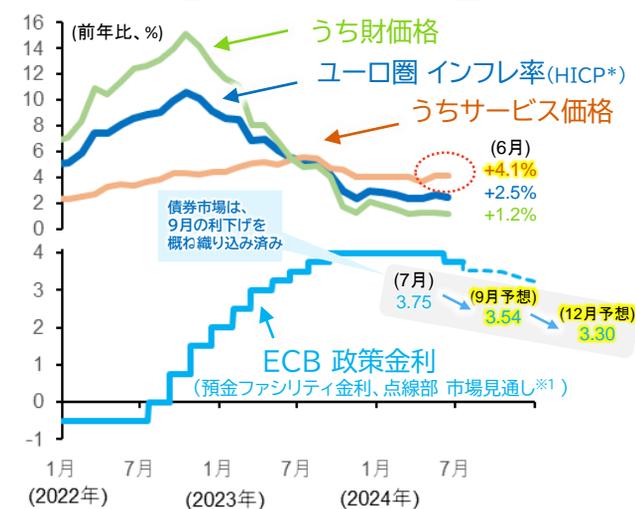
◆ 欧州財政：ECBは財政規律遵守を求める欧州当局の姿勢に同調

ラガルド総裁は、EU加盟国の財政の持続可能性を強化するよう求める、最近の欧州委員会やユーロ圏財務省会合の声明に、歓迎の意を示しました。仏・伊など主要国の財政悪化の牽制目的が背景とみられます。

◆ インフレ見通し：2025年下半年にかけて2%に回帰との見方継続

足もとの物価上昇圧力は依然強く、主に賃金指標やサービス価格の高止まりを確認(図表1)。ただ、ラガルド総裁は、前月公表のECBのインフレ見通しには既に織り込まれており、驚きはない、と述べました。

図表1. ユーロ圏 インフレ指標と政策金利



【出所】ブルームバーグの公表データに基づき、リそなアセットマネジメント作成

2. 賃金減速の本格化は25年以降の見通し。成長見通しのリスクは「下振れ」バイアスに修正

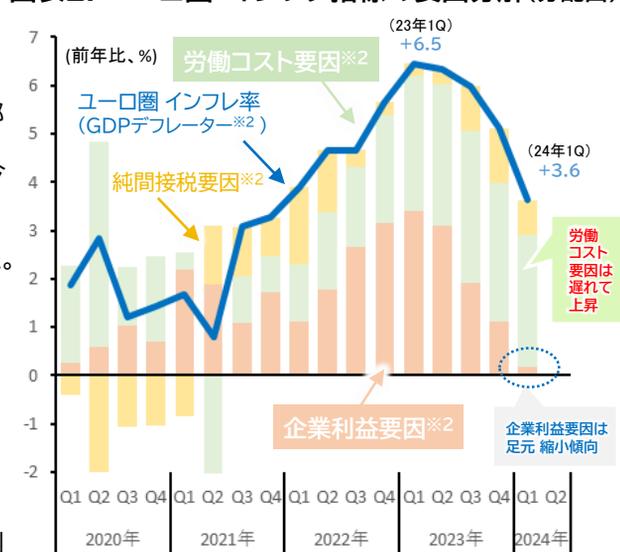
◆ 賃金上昇圧力は、25年以降に落ち着き取り戻すとの見方示す

ラガルド総裁は、足元の賃金上昇を、過去数年間の高インフレ環境で生じた労働者部門の購買力の損失を補うもの、と整理しています。図表2は、物価上昇(GDPデフレーター※2)の影響を、主に企業・労働者部門への分配面(≒所得面)から確認したものです。2021年以降、物価上昇は企業部門(図表2.緑色)の利益押上げに先んじて寄与し、労働者部門の賃金上昇(図表2.緑色)は、遅れて進んできたことが分かります。ラガルド総裁は、今後、企業利益要因の押上げが縮小していくなかで、労働コスト要因のこの「キャッチアップ」が来年にかけて完了すれば、賃金の団体交渉等による賃金上昇圧力は落ち着きを取り戻しやすくなるとの見方を示しました。

◆ ECBは、成長下振れリスクを指摘、政治動向を注視する姿勢強める

ECBの政策決定において、内外政治動向が影響を与える可能性が示唆されています。今会合では、成長見通しのリスクを、前回6月会合の「バランスしている」から「下振れ」へ評価を修正。要因として、過度な金融引き締めに加えて、主要国間の貿易摩擦(≒関税など)、ウクライナ・中東情勢の地政学リスク、などが挙げられています。これらは、ユーロ圏における政治的混乱、米・中対立激化による世界経済の分断、中国の過剰生産問題などが念頭におかれたものとみられます。ECBは、賃金動向を見極めながら利下げを進めるとみられますが、内外政治動向により利下げペースが変化する可能性には留意する必要があります。

図表2. ユーロ圏 インフレ指標の要因分解(分配面)



【出所】Haver Analyticsの公表データに基づき、リ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。

作成：運用戦略部 投資戦略グループ エコノミスト 岸 平祐



リそなアセットマネジメント

〈用語説明・補足〉

***ECB** … 欧州中央銀行 (European Central Bank)。ユーロ圏の中央銀行にあたる。最高意思決定機関はECB理事会。

***HICP** … 基準消費者物価指数 (Harmonised Index of Consumer Prices)。ECBが参照するインフレ指標。

※1 市場の織り込み … 市場が織り込む利上げパス。図表1.では、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7月18日時点)。1回あたりの利下げ幅を0.25%ptとして試算。

※2 GDPデフレーター … 物価動向を把握するための指数のひとつであり、名目GDPを実質GDPで割った値。図表2.は、GDPデフレータの
前年比を要因分解したもので、それぞれ名目GDP(分配面)の構成項目の変化のうち、①労働コスト要因(雇業者報酬)、②企業利益要因(営業余剰・混
合所得)、③純間接税要因(純間接税:生産・輸入に対する税金から補助金を差し引いた値)として試算。

〈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本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。