

# 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  
シニア・ストラテジスト



## ECB、市場予想通りの利下げと緩和余地の準備

欧州中央銀行(ECB)は4月の政策理事会で政策金利を0.25%引き下げて2.25%とした。トランプ関税を前に、インフレより景気悪化を重視する姿勢を示した。ラガルド総裁は、米国の関税政策が成長見通しを悪化させる一方で、インフレについては上昇、低下双方の要因を指摘した。声明文から、金融政策は「実質的に引き締めのでなくなりつつある」との文言を削除した。緩和余地が広がる可能性も考えられる。

### ■ ECBは市場予想通り0.25%幅で利下げ、関税による景気悪化を懸念

欧州中央銀行(ECB)は4月17日、市場予想通り政策金利(中銀預金ファシリティ)を0.25%引き下げて2.25%とすることを決めた。トランプ米政権が「相互関税」を発動してから初の理事会で、インフレ懸念よりも、景気悪化への対応を選択したと判断できよう。

ECBのラガルド総裁は会見で今回の利下げは全会一致であると述べた。利下げの理由として、インフレ鈍化は進行中であるとの認識を示す一方で、米国の関税政策により成長見通しが悪化しているためなどと指摘した。なお、声明文から「金融政策は実質的に景気抑制的でなくなりつつある」という文言が削除されたが、この点はややハト派(金融緩和を選好)的と思われる。

図表1: ユーロ圏の政策金利とユーロ(対ドル)の推移

日次、期間: 2024年4月18日~2025年4月18日(日本時間正午)



### ■ ユーロ圏のインフレ率は鈍化傾向で、物価目標に近づく動き

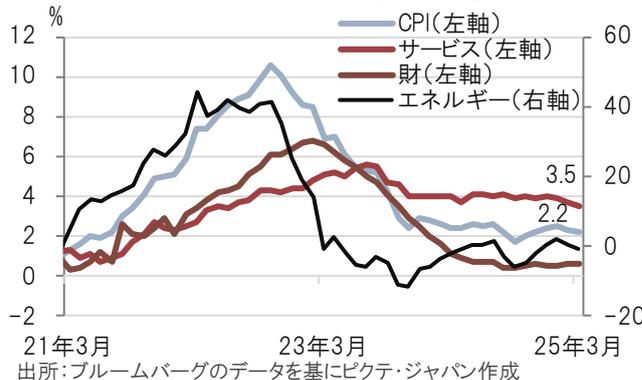
市場の一部を除き、ほぼ全員が予想した通りの利下げであった。ただし、発表後ユーロ圏の国債利回りは低下した。低下幅はドイツ2年国債利回りでは利下げ0.5回分(利下げ1回を0.25%とした場合)程度であったことから、市場はECBの発表内容をハト派的と受け止めたことがうかがえる。

その背景は①トランプ関税を受けたユーロ圏経済に対するECBの見通しと、②金融政策の今後の方針には利下げバイアスがあるとの受け止め、が挙げられる。まず、経済見通しから振り返ろう。

ラガルド総裁は会見で、ユーロ圏のインフレ率は鈍化傾向で(図表2参照)、今後も物価目標に向けた動きが続くと見込みであると指摘した。ユーロ

図表2: ユーロ圏の消費者物価指数と主な構成指数の推移

月次、期間: 2021年3月~2025年3月、前年同月比



圏の3月の消費者物価指数(CPI、EU基準)は前年同月比で2.2%上昇と物価目標に近づきつつある。そのうえ、構成項目をエネルギー、食品、財、サービスに分類すると、「エネルギー」は1.0%下落と下押し要因だ。関税の影響を受けやすいモノの値段である「財」は0.6%上昇で落ち着いているとラガルド総裁は指摘した。

さらにインフレ鈍化の持続性を浮かび上がらせたのは「サービス」だ。3.5%上昇と依然水準は高いが、4%前後で横ばいの推移が続いてきた状況からようやく鈍化がみられた。「サービス」の物価動向を大きく左右する賃金に鈍化の兆しがみられ、今後も鈍化が見込まれる。ECBが参照するユーロ圏の賃金の先行指数は先行きの鈍化を示唆しているからだ。また、ECBがコンタクトしている企業の賃金計画に過去のような過熱感はないようだ。

なお、筆者が注目したのはトランプ関税の影響を踏まえたインフレ見通しのネットの影響がわかるまでに時間が必要と指摘した点だ。関税は輸入物価の押し上げ要因だが、一方で、関税による成長の押し下げ、ユーロ高、エネルギー価格の下落、(おそらく中国を念頭に)過剰生産の国によるデフレの輸出などが下押し要因となる可能性を指摘した。双方向の物価への影響が判明するのに時間がかかるとして、不確実だから政策金利を据え置くという決定をしなかった点はハト派的と見ている。

### ■「金融政策は実質的に景気抑制的でなくなりつつある」、は削除された

ユーロ圏の経済成長は関税による輸出の停滞や、不確実性に伴う投資や消費者マインドの悪化などが下押し要因となる懸念を指摘している。また、株式市場の下落や社債スプレッドの拡大など金融市場の混乱は実質的に金融引き締め効果を生み出す恐れがあることも指摘している。経済成長に関するトーンもややハト派的だった。

次に、今回の声明文で「金融政策は実質的に景気抑制的でなくなりつつある」という文言が削除さ

れたのはハト派的と見られるが、この背景として、景気抑制的を中立金利との比較という観点から振り返る。ラガルド総裁は中立金利(景気を刺激も冷やしもしない名目ベースの金利)はショックがない世界では機能するが、トランプ関税で混乱する現在のような状況で中立金利を参照することに疑問を呈した。ECBは先月、中立金利の最新の推定値として1.75%~2.25%を示唆した。一般に中立金利より政策金利が上なら金融引き締めの、反対に下なら緩和的といった使い方がされている。

ユーロ圏の中立金利を仮に先の推定値の範囲の中心値である2%とすると、今回の利下げで政策金利は2.25%となったので、単純化すれば利下げ余地はあと1回と見られる。

一見、便利な使い方だが、実務的に問題もある。中立金利は観測不可能で、推定するしかないが推定方法が定まっていないという点だ。

しかし、今回ラガルド総裁が指摘したのは、別の問題で、そもそも関税のようなショックがあるときの中立金利の取り扱いに言及している。中立金利がショックのある世界で役に立たないのではというのは、ラガルド総裁自身の考えとして述べた節もあり、理事会全体で合意されているのかなどについては、今後の議論を待ちたいところだ。筆者はECBが中立金利の推定値を近い将来に変更する可能性を想定していたが、「ショックのある世界では意味がない」という考え方が表明されるとは想定していなかった。なお、中立金利に対するこの考え方が金融政策に及ぼす影響としては、必要であれば(過去の)中立金利の水準にとらわれず利下げが可能になるという点でハト派的と見られる。

ただし、重要なのは、当面はECBが利下げ姿勢としても、いつまでも利下げと決め打ちすべきではないということだ。トランプ関税でショックのある世界にいると見られるECBは、金融政策を機動的に運営する必要性を準備したとも考えられる。データ(状況)次第では柔軟に方針を変えうる機敏性をもたせたと考えた方がいいのかもしれない。

## 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、投資者の皆様は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 (2025年3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。
- (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0.3%
- (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に帰属します。■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