

## Topics

- ▶ ECBのインフレ警戒姿勢は当面続くとみられるが、政策金利はしばらく据え置かれると見込む。
- ▶ 市場では、ECBが24年4月にも利下げを開始すると織り込まれている。ただし、コアHICPは、今後緩やかに鈍化するとみられ、利下げの開始時期は市場の織り込みよりも遅い24年第3四半期と見込む。
- ▶ 市場では、PEPPの早期の再投資停止も焦点となっている。ただし、PEPPの再投資は既に柔軟に運用されており、南欧諸国などの国債とドイツ国債の利回り格差が大幅に拡大するリスクを防ぐ役割もある。PEPPの再投資停止には、財政不安の根強い南欧諸国の国債利回りの急騰を招くとの懸念が伴うため、今後の動向が注目される。

エコノミスト 門脇 大知

## 政策金利はしばらく据え置かれる見込み

ECB（欧州中央銀行）は、10月26日の理事会において、政策金利を据え置くことを決定しました。声明文では、現在の政策金利を十分に長い期間維持すれば、2%の中期的な物価目標へ適時に回帰すると指摘しており、利上げの打ち止めの可能性を示唆しました。

一方、ラガルド総裁は、政策金利の据え置きは今後の追加利上げが一切ないという意味ではないとして、追加利上げの可能性を残しています。また、ECBのチーフエコノミストであるレーン氏も、来春の賃金上昇率のデータが重要であるとし、インフレの下振れを確信するには来年の春まで掛かると発言しています。

ただし、ECBが警戒する賃金上昇率にはピークをつけた兆しもみられます。また、ECBが重視する食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICP（消費者物価）は、前年比+4.2%と依然として高水準ながら、緩やかな鈍化傾向にあります（図表1）。ECBのインフレ警戒姿勢は当面続くとみられますが、政策金利はしばらく据え置かれると見込みます。

## 利下げの時期は24年第3四半期と見込む

市場でも利上げに一区切りがついたとの見方が強まる中、今後の焦点は利下げの時期、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の早期の再投資停止などにシフトしています。

まず、利下げの時期について、市場ではECBが24年4月にも利下げに踏み切り、その後も数回利下げを実施するとの見方が織り込まれています（図表2）。背景には、7-9月期の実質GDP成長率が前期比▲0.1%とマイナス成長となり、先行きの経済活動についても軟調さを示唆する指標が増えていることなどがあります。

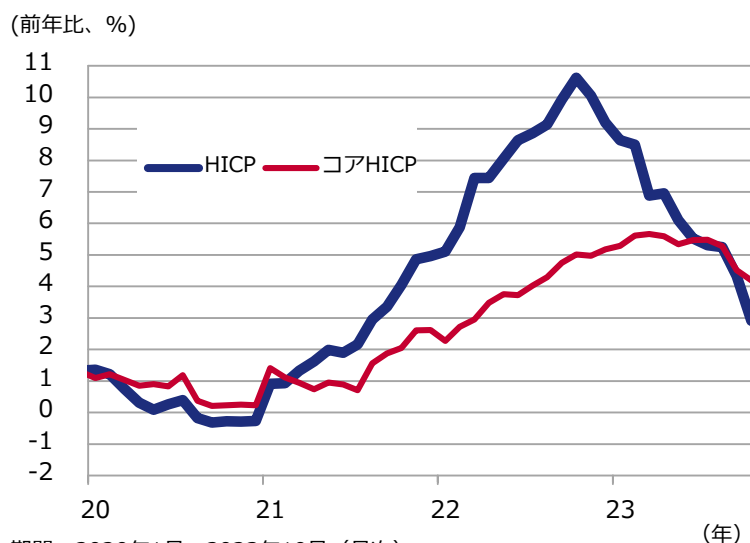
ただし、今後、インフレ鈍化などによる実質可処分所得の上昇が景気を下支えするため、少なくとも大幅な景気後退は回避されるとみられます。また、より直近の動向を把握できるIndeedの賃金トラックは、ピークをつけた兆しがありますが、それでも前年比+4%台と高水準にあります。そのため、ECBが重視するコアHICPは、今後、緩やかなペースで鈍化するとみられ、利下げの時期は市場の織り込みよりも遅い24年第3四半期になると見込みます。

次ページへ続く

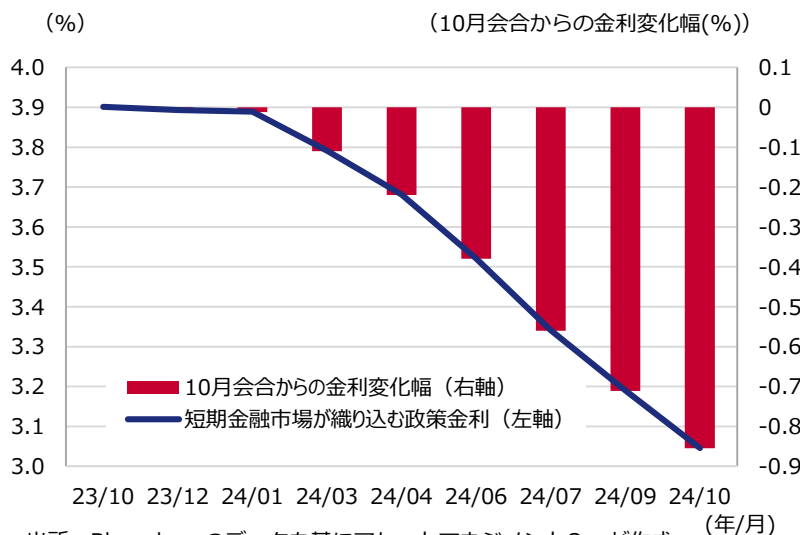
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 HICPとコアHICPの推移



図表2 短期金融市場における政策金利の織り込み



## タカ派はPEPPの再投資方針の見直しを支持

ECBのバランスシートは、主にAPP（資産購入プログラム）とPEPP、TLTRO（長期資金供給オペ）で構成されています（図表3）。このうち、TLTROは24年末にかけて徐々に償還が進んでおり、APPは既に償還を迎えた債券の再投資を停止しています。一方、PEPPは新規の債券買い入れは既に停止していますが、償還を迎えた債券については、24年末まで再投資を続けるとの方針となっています。そのため、市場では、PEPPの早期の再投資停止が焦点となっています。

これまでシュナーベル専務理事など一部のタカ派メンバーは、PEPPの早期の再投資停止を支持する発言をしています。支持する背景には、大規模なバランスシートには著しい緩和効果があり、現行の金融引き締め的な政策と整合的でないことがあります。また、大規模な債券購入によって、金融資産や不動産価格が急騰するなどの金融不安定化リスクを懸念していることなどもあります。

## 南欧諸国の国債利回りの急騰を招く懸念も

ただし、PEPPの償還分の再投資先については、柔軟な運用がされており、南欧諸国などの国債とドイツ国債の利回り格差が大幅に拡大するリスクを防ぐ役割もあります。そのため、PEPPの早期の再投資停止には、財政不安の根強い南欧諸国の国債利回りの急騰を招くとの懸念が伴います。財政規律の緩みに対する懸念などから、イタリアの対独10年債利回り格差は21年の1%程度から1.8%程度まで拡大しています（図表4）。

ECBは国債利回りが急騰した場合に備えて、債券買い入れ措置であるTPI（トランスミッション・プロテクション・インスツルメント）を用意しています。ただし、財政規律の改善などを発動条件としているため、実際に発動されるかは不透明となっています。また、ECBのタカ派メンバーの中にも、市場の動向を見極める必要があるとして、PEPPの早期の再投資停止に慎重な意見もあります。

筆者は、南欧諸国の国債利回りの急騰懸念に加え、既に実施されているTLTROの償還やAPPの再投資停止がECBのバランスシートの縮小に寄与していることなどから、ECBはすぐにはPEPPの再投資方針を見直さないと考えています。

## 最低準備率も引き上げられるかが注目

また、市中銀行がECBに預けることになっている最低準備率についても、今後、見直されるかが注目されます。最低準備率を下回る準備金については、適用金利がゼロ%となっています。一方、最低準備率を上回る過剰準備金が積み上がっており、過剰準備金に対して中銀預金金利である4%の付利がされています（図表5）。

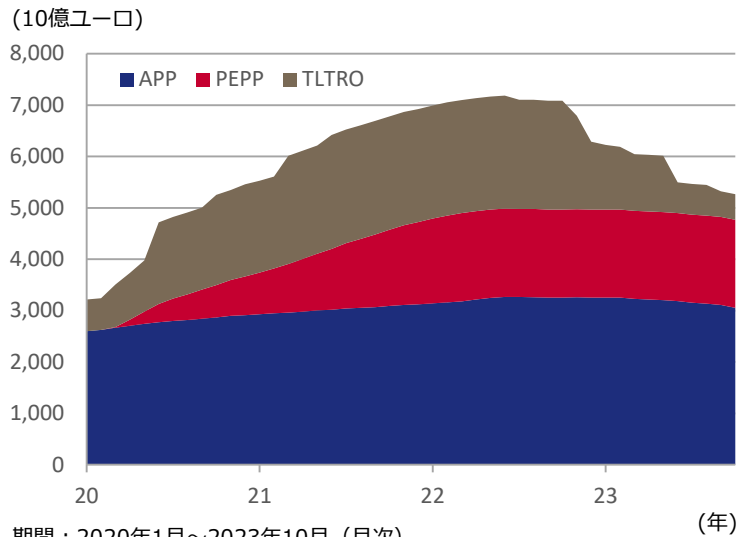
ホルツマン・オーストリア中銀総裁など一部のタカ派メンバーは最低準備率の引き上げを支持する発言をしています。最低準備率の引き上げにより、市中銀行の収益減少を通じて、貸出の抑制といった若干の引き締め効果をもたらすことが期待されます。また、過剰準備金の減少に伴い、ECBの利払費の減少なども期待されます。

一方、ビルロワドガロー・フランス中銀総裁は、最低準備率を引き上げる正当性はないとし、現制度での安定を維持する必要があると主張しています。今後、PEPPの早期の再投資停止だけでなく、最低準備率についても見直されるのが注目されます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

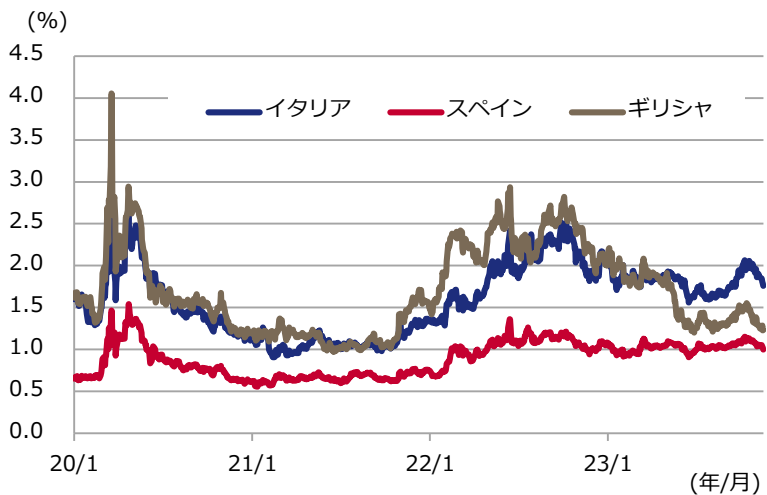
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 ECBのAPP、PEPP、TLTROの残高推移



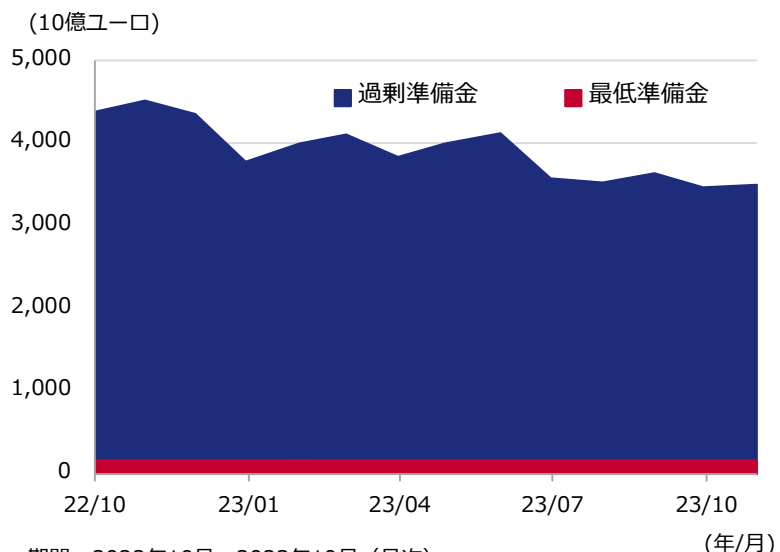
期間：2020年1月～2023年10月（月次）  
出所：BloombergおよびECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 主な南欧諸国における対独スプレッドの推移



期間：2020年1月1日～2023年11月16日（日次）  
出所：Bloombergのデータを基にアセットマネジメントOneが作成  
注：スプレッドは各国の10年国債利回りから試算

図表5 ECBの過剰準備金と最低準備金の残高推移



期間：2022年10月～2023年10月（月次）  
出所：Bloombergのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、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、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。