

# エコノミストコラム

ECONOMIST COLUMN

## 二重の不確実性に直面するECBの次の一手

エコノミスト 枝村 嘉仁

### エネルギー価格高騰の影響が懸念される

イランにおける軍事衝突を受けて、エネルギー価格が高騰しています。ユーロ圏において、インフレ加速が懸念される中で、ECB（欧州中央銀行）の次なる政策変更が注視されています。翌日物金利スワップ(OIS)市場に織り込まれているECBの政策金利を確認すると、年内2回程度の利上げが織り込まれています。もっとも、筆者は少なくとも6月理事会まで利上げは見送られ、年末まで据え置かれる可能性が高いとみています。

### ECBの3つのシナリオ

ECBは3月のECB理事会で、エネルギー価格ショックの規模と持続期間、間接的・二次的な物価押し上げ効果の前提が異なる3つのシナリオを示しました(図表1)。「ベースライン」のシナリオでは、エネルギー価格は第2四半期にピークを付けると想定されています(原油:1バレル約90ドル、天然ガス:1メガワット時約50ユーロ)。一方、「悪化」シナリオでは、第2四半期に原油等の輸送量が4割減少し、その状態が第3四半期にかけて継続する想定です。なお、第4四半期以降は比較的速やかに輸送量が回復するとされます。3つ目の「深刻」シナリオでは状況が一段と悪化し、第2四半期に原油等の輸送量が6割も減少するうえ、エネルギーインフラの破壊等により供給回復が「悪化」より遅れる想定です。

一方で、足元のエネルギー価格の推移とイラン情勢の動向は、「ベースライン」と「悪化」の間にあると考えられます。実際に4月中旬以降、ラガルドECB総裁を含めた複数のECB高官らは、現状が「ベースライン」と「悪化」の間にあると発言しています。また、直近では、トランプ米大統領がイランとの停戦を無期限で延長するなど、「ベースライン」の実現可能性は依然残されていると考えられます。「悪化」、「深刻」シナリオの実現が避けられない状況においては、ECBが利上げを拙速に進める可能性もあったとみられますが、現状では(次ページに続く)

図表1:3月のECB理事会で示された3つのシナリオにおけるエネルギー価格の想定

ベースライン	悪化	深刻
2026年3月11日時点のエネルギー先物価格の推移を前提とする。紛争の継続期間や、エネルギー関連インフラの破壊について、特定の前提は置かない。	原油価格とガス価格は、26年第2四半期にそれぞれ1バレル119ドル、1メガワット時87ユーロでピークに達した後、27年第3四半期までにベースラインの想定値に収束すると想定。	原油価格とガス価格は、26年第2四半期にそれぞれ1バレル145ドル、1メガワット時106ユーロでピークに達する。その後、下落ペースは非常に緩やかで、「悪化」シナリオを大幅に上回る水準で当面推移すると想定。

出所:ECBの資料等を基にアセットマネジメントOneが作成

図表2:5年先5年物スワップ金利



期間:2018年1月1日~2026年4月22日(日次)  
出所:ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

# エコミストコラム

ECONOMIST COLUMN

その可能性は低下したとみています。また、ユーロ圏の期待インフレ率を見る際に参照される5年先5年物スワップ金利を見ても、依然としてECBの2%目標から大きく乖離しない水準で推移しており、ECBが様子見を続けることは可能だと考えます(図表2)。そのため、ECBが利上げを判断するのは、エネルギー価格高騰の二次的波及を確認してからになると考えます。

## 二次的波及をどのように判断するか

ラガルド総裁をはじめECB高官らは金融政策を判断する上で注視する点を複数挙げていますが、中でもイラン情勢の二次的波及を見極める上では、①企業の価格転嫁と②賃金の動向などを注視すると説明しています。企業の価格転嫁の動向を見極める上で、欧州委員会の企業・消費者調査における今後3カ月の企業の販売価格見通しを確認すると、サービス業や小売業は抑制されている一方で、製造業に関しては3月にやや上昇しました(図表3)。既にイラン情勢の影響などが一部反映されている可能性があります。現時点では影響は限定的とみられます。一方、賃金の動向を把握する上では、Indeed賃金トラッカー、ECBが公表するECB賃金トラッカー、妥結賃金などの推移が注視されます(図表4)。もっとも、現時点では、イラン情勢の影響はほぼ反映されていないとみられ、今後公表されるデータで賃金の上昇圧力が確認されるかが注視されます。

## 4月の理事会では様子見姿勢を強調か

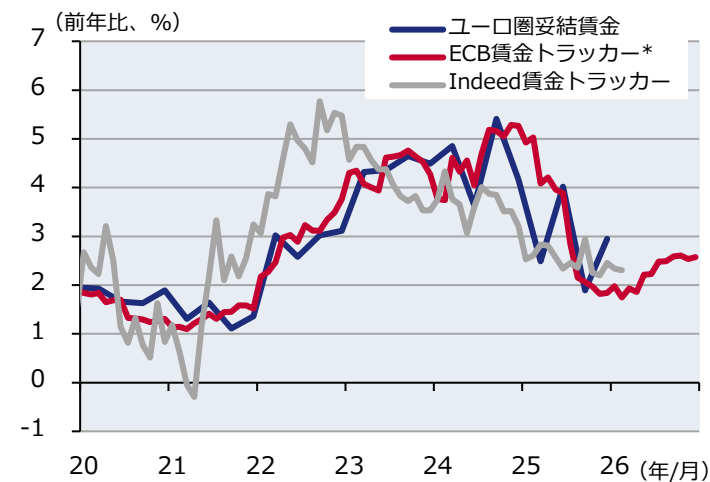
4月29日～30日の理事会において、ECBは政策金利を据え置く可能性が高いと考えます。ラガルド総裁は、必要なら躊躇なく利上げを行う姿勢を示しつつも、「ショックの持続期間」と「価格転嫁の広がり」という「二重の不確実性」に直面する中で、様子見を続ける価値を強調すると考えます。そのうえで、ラガルド総裁は利上げバイアスを示さず、据え置きを継続する選択肢を残すと考えます。6月以降のECBの金融政策については、イラン情勢が現時点から再びエスカレーション(右に続く)

図表3：欧州委員会：企業の販売価格見通し



※調査実施後の今後3か月について販売価格が上昇すると見込む回答者の割合から、低下すると見込む回答者の割合を差し引いたものを示す。  
期間：2018年1月～2026年3月(月次)  
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4：ユーロ圏の賃金指標



\*ECB賃金トラッカーは、ECBが主要国の賃金交渉の状況から将来の賃金上昇圧力を算出した指標。  
期間：  
ユーロ圏妥結賃金：2020年1-3月期～2025年10-12月期(四半期)  
ECB賃金トラッカー：2020年1月～2026年12月(月次)  
Indeed賃金トラッカー：2020年1月～2026年2月(月次)  
出所：ECB、Indeedのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

に転じないとの前提に立つと、6月理事会時点では、十分な二次的波及の証拠がデータとして確認できる可能性は低いと筆者は考えています。かかる中、6月理事会においても、政策金利の引き上げが見送られる可能性は高いと考えます。(了)

## 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2.463%(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。