

Topics

- ▶ ECB（欧州中央銀行）は9月下旬以降、急速にハト派寄りにスタンスをシフト。背景には、ユーロ圏のデフインフレの進展と景気停滞懸念の高まり
- ▶ 9月のECB理事会時点で、9月HICP（消費者物価指数）の落ち着きを予想していたものの、実際に低い伸びが確認されたことは、インフレ目標達成への確信を強めた
- ▶ 景況感の悪化や消費者信頼感の低迷、軟調なドイツ経済などのユーロ圏の景気停滞リスクをにらみ、10月にECBは再び利下げに踏み切る見通し

エコノミスト 枝村 嘉仁

9月下旬以降、ECBのスタンスが大きくハト派寄りに転換

ここもと、ECB（欧州中央銀行）の高官からのハト派的な発言が目立っています。9月下旬、欧州議会の公聴会での講演において、ラガルドECB総裁は、「最近の動向は、インフレ率が速やかに目標に戻るといふ我々の確信を強めた」とした上で、10月の次回のECB理事会において「この点を考慮する」とし、利下げに踏み切る可能性を示唆しました。また、10月に入ると、タカ派のシュナーベル理事が「成長への逆風を無視することはできない」と、ラトビア中銀総裁で同じくタカ派のカザークス氏も「経済へのリスクは一段と顕著になっている」と発言しました。もっとも、数週間前は大きく様相が異なりました。9月中旬のECB理事会では、利下げが決定されましたが、その後の利下げペースを巡っては、ラガルド総裁は会合毎にデータ依存で決定する姿勢を示し、10月に利下げを行う姿勢を示しませんでした。

ECBのスタンスの転換の背景にはいくつかの要因があると考えられます。一つは、デフインフレの進展です。2024年9月のHICP（消費者物価指数）は前年比+1.8%と、8月の同+2.2%から低下しました（図表1）。食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICPも同様に同+2.7%と8月（同+2.8%）から低下しました。また、主要国をみても、9月はHICPの伸びが前年比ベースで2%を下回る結果になっています。9月の理事会時点で既に、ラガルド総裁は「9月インフレ率が低水準になることは確か」と発言していたものの、こうしたインフレ圧力の緩和がスタンスの転換を後押ししたとみられます。

PMIの下ぶれで、ユーロ圏景気の停滞懸念が高まる

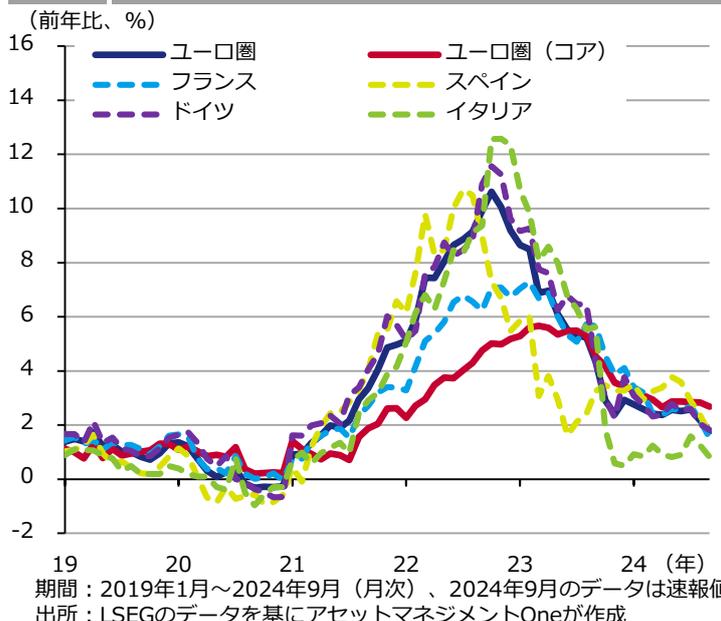
もう一つの要因は、ユーロ圏景気の停滞懸念が高まったことが挙げられます。9月下旬に公表された9月のユーロ圏のPMI（購買担当者景気指数）の速報値は、前月から大きく低下し、ユーロ圏の景気の下ぶれリスクが強く意識されました。その後発表された確報値でやや持ち直したものの、総合PMIは好況と不況の境目となる50を割った水準にあります（図表2）。製造業PMIが、50の水準を回復せずに再び悪化基調にあることに加え、これまで相対的に好調だったサービス業PMIも、今年2月以来の低水準となりました。データ公表元は、一見するとサービス業は踏み

次ページへ続く

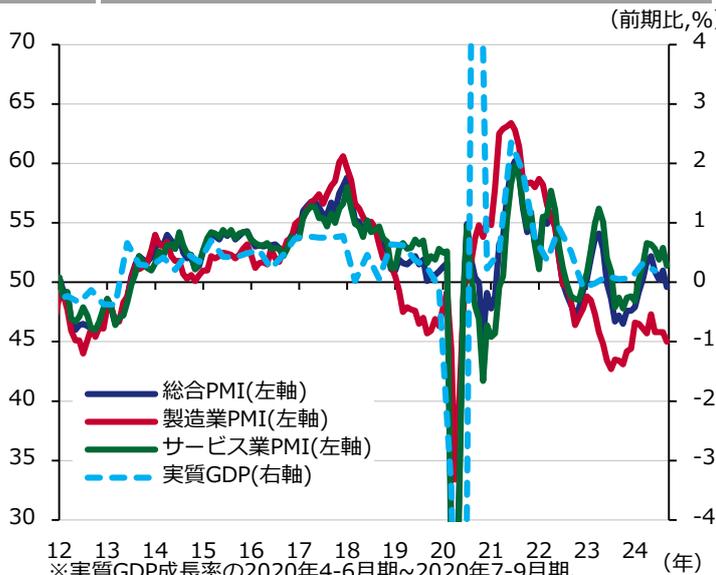
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※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 ユーロ圏・加盟国のHICPの推移（前年比）



図表2 ユーロ圏PMIと実質GDP成長率（前期比）



※実質GDP成長率の2020年4-6月期～2020年7-9月期、および総合PMI、サービス業PMIの2020年3月～2020年4月は枠外にはみ出して表示

期間：PMI：2012年1月～2024年9月（月次）
実質GDP：2012年1-3月期～2024年4-6月期（四半期）
出所：LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

とどまっているように見えるものの、好調なスペインを除く、ユーロ圏全体としては今後伸び悩む可能性があると指摘しました。こうしたことから、ユーロ圏の景況感の停滞は長引く可能性があります。

低調な消費者信頼感が個人消費の重しに

また、ユーロ圏の景気下ぶれの懸念を高めている要因として、個人消費の軟調さが挙げられます。ECBは、今後、実質所得の回復に伴う個人消費の持ち直しを予想しているものの、その持ち直しのペースは緩やかなものになる可能性があります。ECBは9月に「Why are euro area households still gloomy and what are the implications for private consumption?」という記事を公開しました。記事において、ECBは、ユーロ圏の消費者信頼感がロシアによるウクライナ侵攻後に急落し、その後回復したものの依然低水準であることを指摘しています。その上で、ウクライナ侵攻前の2021年第4四半期と比較した際の消費者信頼感の落ち込みを寄与度分解し、分析しています（図表3）。分析によると、住宅価格や失業予想、そして残差に含まれていると考えられる地政学リスクや経済政策の不確実性などが、最近の消費者信頼感の重しとなっているもようです。消費者信頼感の低迷は、個人消費の回復ペースが緩慢にとどまる可能性を高めます。

ドイツの低迷もユーロ圏経済を下押す恐れ

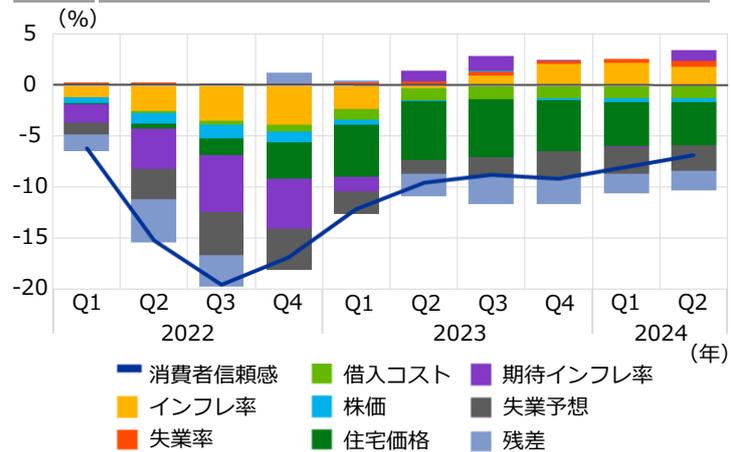
さらに、ユーロ圏の中でも特に軟調なドイツ経済が、ユーロ圏の景気下ぶれリスクとなっています。ドイツ経済の成長ドライバーであった輸出は、ウクライナ侵攻後のエネルギーコストの上昇に伴う競争力低下や、主要輸出先の一つである中国景気の停滞などを背景に伸び悩んでいます。ドイツの雇用に関連する指標から、労働市場の悪化に対する懸念を強める向きもあります。9月のドイツのPMI雇用指数は前月から一段と低下しており、雇用者の減少を示唆しています（図表4）。

景況感の悪化や消費者信頼感の低迷、軟調なドイツ経済などのユーロ圏の景気停滞リスクをにらみ、ECBは10月理事会において再び利下げに踏み切り、ユーロ圏経済の支えを図るとみられます。

※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。

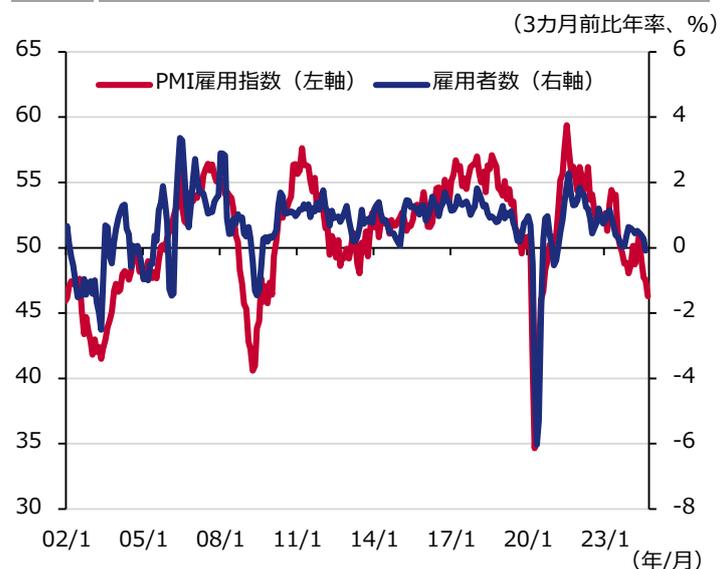
図表3 消費者信頼感指数の2021年第4四半期からの差の内訳



期間：2022年1-3月期～2024年4-6月期（四半期）

出所：ECBの資料を基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 ドイツのPMI雇用指数と雇用者数



期間：2002年1月～2024年9月（月次）雇用者数は2024年8月まで

出所：LSEG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。