

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
ストラテジスト



ECBの今後の利下げを景況感指数などから占う

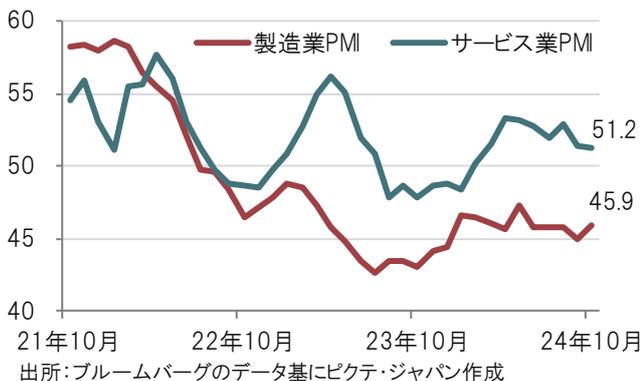
欧州中央銀行(ECB)の今後の金融政策をユーロ圏の景況感などから占うと、ユーロ圏の製造業PMI指数は底打ちの兆しは見られるものの、水準は景気拡大・縮小の判断の目安である50を下回っており、当面利下げによる下支えが必要と思われます。また、貸出への需要は24年7月の利下げ開始から回復の動きがみられるも、回復を軌道に乗せるには、一段の追加利下げがECBに求められそうです。

■ ユーロ圏10月のサービス業PMIは前月を下回り、製造業は依然低水準

米S&Pグローバルが10月24日に発表した10月のユーロ圏製造業購買担当者景気指数(PMI)は、速報値が45.9と、市場予想の45.1、前月の45.0を上回りました(図表1参照)。サービス業PMIは51.2と、市場予想の51.5、前月の51.4を下回りました。総合PMIは49.7と、前月の49.6から0.1ポイント上昇したものの、好不況の目安である50を2ヵ月連続で下回りました。

国別ではフランスのサービス業PMIが47.3と、9月の48.6を下回りました。8月は55.0と五輪に伴い景況感が大幅に改善しましたが、五輪の効果は剥落しています。一方、ドイツの製造業PMIは10月が42.6と前月の40.6を上回りました。

図表1: ユーロ圏の(製造業、サービス業)PMIの推移
月次、期間: 2021年10月~2024年10月、PMIは50が拡大・縮小の目安



■ 製造業景況感はコスト上昇などを受け低水準が続くが底打ちの兆しも

欧州中央銀行(ECB)の金融政策を占ううえでは、ユーロ圏の景気動向とインフレ鈍化のバランスを見極めることが重要ですが、当レポートではユーロ圏の景気動向に関連する指標から金融政策を左右すると思われるポイントを述べます。

ユーロ圏の代表的な景況感指数であるPMIは総合が2ヵ月連続で50を下回りました。指数の内訳をみると、下支えしていたサービス業PMIは五輪を含め夏の観光シーズンが一服したことから上昇の勢いが鈍りました。ただし、五輪後の反落は一時的な低下要因である可能性もあり、来月以降のサービス業PMIの展開を見守る必要があります。

製造業PMIはECBが利上げを開始した22年7月から50を下回っています。利上げ以外にも、ロシアのウクライナへの軍事侵攻を受けロシアからのエネルギー輸入を見直したことによるコストの上昇、最大の貿易相手国である中国経済の不振、自動車産業の伸び悩みなど山積みの悪材料が製造業の景況感を押し下げたとみられます。特に製造業を主力産業とするドイツの製造業PMIは9月が40.6と、過去1年の最低値で、景気後退が想定される水準にまで悪化しました。10月末に発表が予定されているドイツの7-9月期GDP(国内総生産)成長率は市場予想が前月比0.1%減と、4-6月期

に続いてマイナス成長が見込まれています。

しかし、10月の製造業PMIについて、発表元は声明文で、ドイツ、フランス以外のユーロ圏の国々（周縁国）は過去4ヵ月で最も早いペースでの生産回復がみられたと指摘しています。今後発表される周縁国の指標も確認する必要があります。

また、ドイツの10月の製造業PMIは42.6と9月を上回っています。ドイツ企業の景況感別の指標でも10月に改善が見られました。ドイツ（独）Ifo経済研究所が25日に発表した独Ifo企業景況感指数は86.5と前月を上回りました。市場の注目度が高い、先行きを示唆する、期待指数も87.3と、前月の86.4を上回りました（図表2参照）。

10月の景況感指数は単月で先月を上回ったにすぎません。ECBのラガルド総裁も単月の動きで金融政策を変更しないと繰り返し指摘しています。しかし、ECBが7月に利下げを開始したことや、貿易相手国の中国で景気刺激策が発表されたことなどはドイツの製造業を下支えする要因となる可能性もあります。ドイツの景気底打ちと即断はできませんが、推移を見守る必要はありそうです。

図表2: 独Ifo企業景況感指数の推移

月次、期間: 2019年10月～2024年10月



出所: ブルームバーグのデータ基にピクテ・ジャパン作成

■ 企業や家計向け融資は回復の兆しが見えた段階にすぎない

ユーロ圏の経済は銀行からの貸出しの比重が小さくはないことからECBの銀行貸出調査で貸出し動向を振り返ります。

図表3: ECBの銀行貸出調査(企業融資需要)の推移

四半期、期間: 2014年10-12月期～2024年10-12月期、ネット変化



出所: ECB、ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

まず、企業の融資への需要（3ヵ月先、図表3参照）を見ると、（ネット）需要は24年7-9月期、10-12月期とプラスを確保するとみられます。ECBが利上げを開始した後、企業の融資需要は概ねマイナス圏での推移が続いていましたが、ようやく回復の兆しが見られ始めました。

もっとも、10-12月期の銀行への貸出し需要を企業の規模別にみると、大企業はネットでプラスを確保する見込みであるのに比べ、中小企業の需要回復は鈍いなど回復の程度に違いもあります。

利下げ開始を背景に企業の融資への需要に回復の機運がみられますが、これが景気回復を伴う本格的な融資需要の回復に展開するのか、判断にはまだ時間が必要と思われます。

家計部門の融資への需要も改善の兆しは見られます。ただ、家計融資の大半を占める住宅ローン金利の低下は小幅にとどまっています。ECBの利下げが本格化し、住宅ローン金利が一段と低下することが家計の融資需要の回復に求められます。

景況感指数や銀行貸出は回復の兆しが見え始めたにすぎず、水準は低いことから、これらのデータだけから判断すれば、ECBは断続的な追加利下げを求められそうです。そうした中、筆者の見通しではECBは0.25%刻みの利下げを基本とし、大幅利下げは景気悪化時にとどめそうです。また最終的に政策金利（中銀預金金利）を2%程度に引き下げることが当面のゴール（ターミナルレート）とみられています。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

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 (2024年9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