

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



「欧州の病人」とまで言われるドイツの論点整理

ドイツは財政が健全過ぎるほどに健全なことで知られています。憲法で財政規律が守られている面と、これまでのロシアからの安いエネルギーと勤勉な労働力などを背景に製造業中心の産業構造が機能し過度な財政政策の必要性がなかった面もあるようです。しかし構造変化もありドイツの景況感は悪化しています。財政政策拡大への期待が高まる中、来年の総選挙が試金石となるのかもしれませんが。

■ 11月の独ifo企業景況感指数などの景況感指数に悪化の兆し

ドイツのifo経済研究所が11月25日に発表した11月の独ifo企業景況感指数は85.7と、10月の86.5を下回りました(図表1参照)。市場が注目する期待指数は87.2と、市場予想の87.0を上回るも、前月の87.3を下回りました。ユーロ圏で経済規模が最大となるドイツ経済の不振はユーロ圏経済の回復にも影響を与えられそうです。

S&Pグローバルが22日に発表した11月のユーロ圏の総合購買担当者景気指数(PMI)は48.1と市場予想、前月(共に50.0)を下回り、景気拡大・縮小の境目となる50を下回りました。内訳では製造業PMIが45.2と前月の46.0を下回り、サービス業PMIは49.2と前月の51.6を大幅に下回りました。

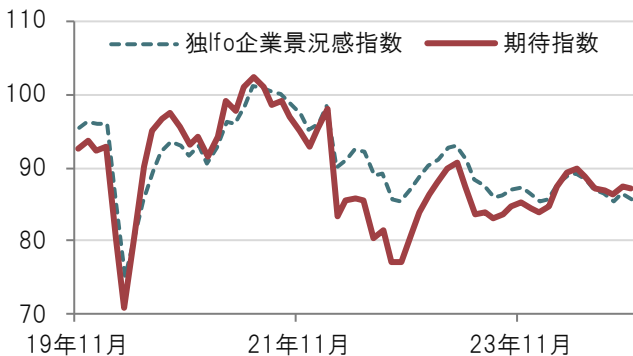
■ ドイツは自動車産業の不振が続く中、サービス業にも悪化の兆しか？

ドイツの景況感に悪化の兆しが見られます。ドイツ経済が軟調な理由として、①主力の自動車産業の不振、②不安定な政治状況、③米トランプ次期大統領の関税政策への不安、④地政学リスクなどがあげられます。欧州中央銀行(ECB)の利下げやインフレ鈍化など景気を下支え要因はあるものの、足元では①～④の影響が大きく、景況感の改善にはさらなるテコ入れが必要です。

独ifo企業景況感指数をセクター別にみると、全体の3割程度を占める製造業は、「良い」、「悪い」の境目であるゼロを大幅に下回っています(図表2参照)。製造業の不振はドイツの主力産業である自動車産業が苦境に直面しているからです。ド

図表1: 独ifo企業景況感指数と期待指数の推移

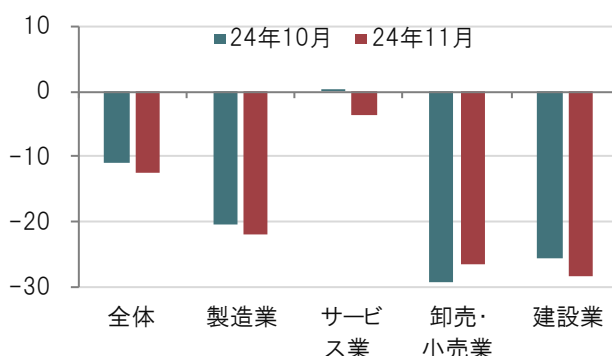
月次、期間: 2019年11月～2024年11月



出所: ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

図表2: 独ifo企業景況感指数セクター別景況感の推移

月次、期間: 2024年10月(左)～2024年11月(右)



出所: Ifo、ブルームバーグのデータを基にピクテ・ジャパン作成

ドイツ大手自動車メーカーが最近になって国内工場の一部閉鎖と人員削減の方針を打ち出し、部品メーカーなどに同調する動きがみられます。ドイツの自動車メーカーが苦境に陥った背景として、電気自動車(EV)販売の不振、中国でのシェア低下、エネルギー費用の高止まりなどがあげられます。ロシアからの安価なエネルギーに依存していたビジネスモデルは、ロシアのウクライナ軍事侵攻以降、構造的な見直しを迫られました。しかし、脱原子力発電などを進める中で、コスト高解消の目途は未だに立っていない状況です。

セクター別景況感指数で5割程度を占めるサービス業に、11月は悪化の兆しが見られました。11月のユーロ圏PMIでもサービス業が悪化したのと整合的で気になる動きです。製造業の不振に加え、②～④に示した不安定な政治状況、関税政策、足元のミサイル攻撃を受け緊迫化するロシアとウクライナ情勢など地政学リスクへの懸念が消費者マインドを悪化させたとみられるからです。

政治状況も不安定です。国外ではトランプ次期大統領の関税政策が不安要因ですが、就任前の現段階では、トランプ氏の関税に関する言動で右往左往している状況です。

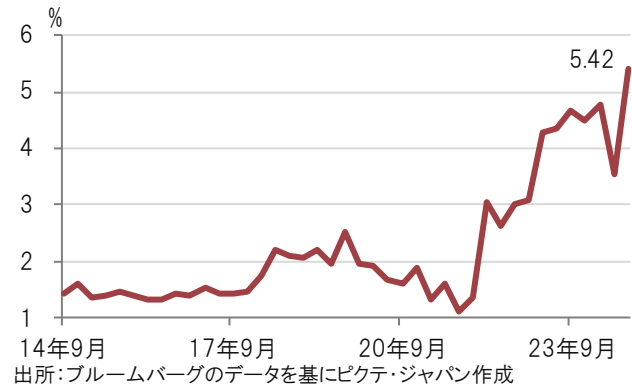
一方、国内政治では連立政権崩壊が不安要因です。ドイツのシュルツ首相は、11月6日に連立政権の自由民主党(FDP)の党首でもあるリントナー財務相を解任し、FDP、社会民主党(SPD)、緑の党からなる連立政権は崩壊しました。崩壊の背景は景気悪化を受けSPDと緑の党が財政拡大のため憲法で規定される財務規律(債務ブレーキ)の一時緩和を主張したのに対し、FDPは順守を主張したことなどによります。連立崩壊を受け25年2月23日に総選挙の実施が予定されています。

■ ドイツ経済底割れの回避策が待たれる中、財政政策拡大への期待もある

これまで述べてきたドイツが直面する課題から、ドイツの景気回復は当面鈍いことが想定されますが、

図表3: ユーロ圏の妥結賃金の推移

四半期、期間: 2014年7-9月期~2024年7-9月期、前年同期比



景気底割れ回避を支持する要因も見られます。ユーロ圏の7-9月期の妥結賃金は一時金という持続性に疑問のある要因ながら前年同期比で5.42%と急上昇しました(図表3参照)。ユーロ圏のインフレ鈍化も加味すると実質賃金は大幅なプラスで、消費を下支えする可能性があります。

ECBの利下げ姿勢も景気のサポート要因とみられます。金利低下による設備投資拡大への期待も一部にあるからです。もっとも、ECBはユーロ圏の金融政策を決定するため、ドイツの景気が悪いということだけで大幅な利下げをすることにECBは慎重になるのではないかと筆者はみています。スペインなど周縁国はドイツほどに景気は悪くなく、サービス業などは比較的堅調だからです。

したがって、その分を埋め合わせる個々の国の景気刺激策は財政政策で対応することが求められます。ところがドイツで財政拡大の障害として債務ブレーキ(新規借り入れをGDPの0.35%までに抑える)があります。ドイツの財務規律の象徴的なルールです。来年2月に予定されている総選挙で財政政策は間違いなく争点の1つとみられます。SDPや緑の党は景気回復に向け債務ブレーキ緩和に前向きなのは連立政権崩壊の流れから明らかです。世論調査で人気の高い最大野党のキリスト教民主同盟・社会同盟(CDU/CSU)の首相候補メルツCDU党首は13日に、これまでと異なり債務ブレーキ改革に前向きな発言をしました。総選挙でドイツの風向きが変わるかに注目しています。

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