

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



ユーロ圏、インフレ率低下の福音か

11月のユーロ圏のインフレ率が急低下したことを受け、ECBメンバーの重鎮の一人で、タカ派で知られるシュナーベル専務理事が追加利上げの必要性に消極的な発言をしました。ユーロ圏国債市場はこの発言を受け利回りが急低下しました。ユーロ圏のインフレ率はECBの物価目標に近づきつつある一方で、景気は悪化傾向であることから、金融政策は新たな段階に向かっているようです。

■ シュナーベル専務理事の発言を受け ユーロ圏国債利回りは急低下

2023年12月5日のユーロ圏国債市場で、ドイツをはじめイタリアなど幅広い国の国債利回りが大幅に低下しました。きっかけとなったのは、欧州中央銀行(ECB)のシュナーベル専務理事が5日に公開された大手メディアとのインタビューで「追加利上げの可能性は低くなった」との認識を示したことによります。

シュナーベル氏は追加利上げの必要性が低下した背景として、11月の消費者物価指数(CPI)が想定以上に低下したことを指摘しています(図表1参照)。シュナーベル氏は利下げについて「データ次第」と指摘する一方で、「6ヵ月後に起きることを発言するのは慎重であるべきだ」として、早期利下げの可能性に含みを持たせました。

図表1:ユーロ圏消費者物価指数(CPI)の推移

月次、期間:2017年11月~2023年11月、CPIは欧州連合(EU)基準



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

■ 事実が異なれば、見方も変わる。あなた ただってやはりそうするだろう

シュナーベル専務理事はECBメンバーの中でも発言の影響力が比較的大きく、またタカ派(金融引き締めを選好)としても知られています。11月21日の講演でユーロ圏のインフレは再び加速するとの見通しを述べ、インフレ率を2.9%(ユーロ圏10月のCPI)から2%(ECBの物価目標水準)に引き下げるためには2年必要だろうと指摘しています。

シュナーベル氏の12月5日のインタビューは経済学者ジョン・メイナード・ケインズのフレーズである「事実が異なれば、見方も変わる。あなたただってやはりそうするだろう」の引用から始まっています。これまでの主張との違いに「ばつ」の悪さもあるでしょう。

もっとも、11月のユーロ圏のインフレ率は市場予想を大幅に下回る急低下となるなど経済環境は急速に変わっています。このような変化に柔軟に対応する「したたかさ」の方が、意地を張り続けるよりもはるかに重要と筆者は考えています。

11月のユーロ圏CPIは前年同月比2.4%上昇と、市場予想の2.7%上昇、前月の2.9%上昇を大幅に下回りました。変動の大きい項目を除いたコアCPIも3.6%上昇と、こちらも市場予想、前月を下回りました。CPIを押し下げた最大の要因はエネルギー価格の下落ですが、食品価格、財価格も減

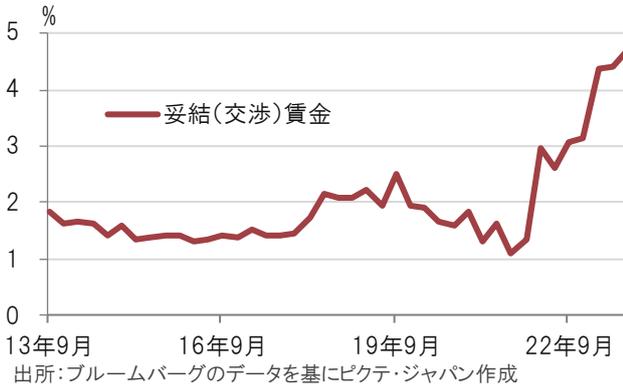
速です。サービス価格は前年同月比4.0%上昇とコアCPIを高水準にとどめる要因となっていますが、10月の4.6%上昇から減速しています。11月のCPIは幅広いセクターで減速がみられました。

また、ユーロ圏の期待インフレ率も急速に低下しています。ユーロ圏の期待インフレ率は10月ごろまで高水準で高止まりしていました。シュナーベル氏が11月までインフレ再加速のリスクを懸念していた一つの理由はユーロ圏の期待インフレ率の高さでした。最近の期待インフレ率の低下は安心材料になったと思われます。

もっとも、シュナーベル氏はインフレに対し依然警戒感も持ち合わせています。おそらくその背景はサービス価格の動向に不確実性があるからだと思われる。サービス価格の大半を左右するユーロ圏の賃金動向を足元のデータで確認すると、7-9月期は前期を上回りました(図表2参照)。賃金動向がインフレ率の低下を妨げる可能性はゼロではないようです。ただし、ユーロ圏の賃金データは、ブレも大きいことから、ユーロ圏の他の労働市場データとの整合性などを慎重に検討するべきと筆者は考えています。

図表2:ユーロ圏の妥結(交渉)賃金の推移

四半期、期間:2013年7-9月期~2023年7-9月期、前年同期比



■ユーロ圏の景気動向は利下げを求め る指標が増えつつある

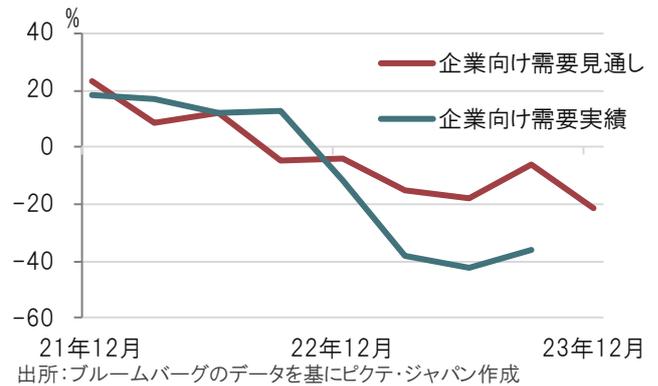
ユーロ圏の政策金利据え置きを支持する要因は足元のインフレ率低下以外に、景気動向、例えば

貸出動向があげられます。ECBが四半期毎に公表する貸出調査で企業向け貸出しを、貸出需要の増加と減少の差により実績(23年7-9月期まで)と見通し(10-12月期まで)でみると(図表3参照)、22年中ごろから減少傾向です。

特に実績を見るとマイナス40%程度で推移していますが、この水準は世界金融危機(リーマンショック)や2012年ごろの欧州債務危機並みの水準です。シュナーベル氏は貸出しの抑制はインフレを押し下げる点では望ましいととらえていますが、引き締め過ぎを意識する段階に近づいていることも確かなようです。

図表3:ECB貸出調査企業向け融資需要の推移

四半期、期間:2021年10-12月期~2023年10-12月期、実績は7-9月期まで



ECBがユーロ圏の政策金利を引き上げ始めたのは22年7月で、米国に4か月ほど遅れていました。米国、ユーロ圏ともに政策金利の水準はピークで、利下げ開始時期が市場の関心となる中、先物市場で織り込まれている利下げ開始時期をみると、ユーロ圏は24年3月ごろが見込まれ、米連邦準備制度理事会(FRB)よりも早く利下げ開始となる可能性も考えられます。米国とユーロ圏の物価や景況感の違いが最大の要因ですが、米国に比べ銀行による間接金融主体のユーロ圏は利上げが景気を押し下げやすいという面があるのかもしれませんが、仮にユーロ圏の利下げ開始時期が米国より早かった場合、今後の両地域の景気動向に微妙な違いを生み出すかもしれません。

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、投資者の皆様が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 (2023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。
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (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0.6%
- (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が帰属します。■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