

Topics

- ▶ PMIの低下やこれまでの利上げの効果が景気を下押しするとの懸念などから、先行きのユーロ圏経済に対する景気後退懸念が高まりつつある。
- ▶ これまでの利上げの効果は銀行の融資条件の厳格化などを通じて実体経済に波及しつつあるが、実際の貸出は持ち直しの動きもある。また、貸出金利は上昇しているが、企業の設備投資は底堅いとみられ、足元の家計の金利負担に対する影響も限定的とみられる。
- ▶ 消費者マインドの改善、堅調な雇用などを受けた実質可処分所得の増加によって消費が支えられるため、景気後退は回避し、来年以降、緩やかに回復すると見込む。

エコノミスト 門脇 大知

景気後退懸念が高まりつつある

23年4-6月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比+0.1%と、プラス成長を維持しました。ただし、8月のユーロ圏総合PMI（購買担当者景気指数）は、46.7と前月の48.6から低下し、景況感の分かれ目である50を3カ月連続で下回りました（図表1）。中国経済の低迷などから製造業PMIの低迷が続いていることに加え、これまで好調であったサービス業PMIも50を下回りました。

また、ECB（欧州中央銀行）は22年7月から急速なペースで利上げを行ってきました。政策金利である中銀預金金利は3.75%に達しており、金融環境の引き締めを通じて景気への下押し圧力が強まる懸念が懸念されます。

さらに、インフレはピークアウトしたものの、ECBが重視するユーロ圏の食品やエネルギー、アルコール、たばこを除くコアHICP（消費者物価指数）は、前年比+5.3%と伸びが高水準を維持しています。今後の利上げについては、ECB高官の間でも意見が分かれており、経済見通しの悪化を理由に利上げを停止する可能性もあります。ただし、コアHICPは2%の物価目標を大幅に上回っているため、しばらく政策金利を高い水準で維持することが見込まれます。

このように先行きのユーロ圏経済に対する景気後退懸念が高まりつつあります。そこで、ユーロ圏経済が景気後退に陥るのかについて、これまでの利上げの効果や消費者マインド、労働市場などから考察してみたいと思います。

銀行貸出に弱さも、持ち直しの動き

これまでの利上げの効果は、銀行貸出や融資需要に表れています。23年4-6月期の銀行貸出調査では、利上げ開始以降、企業や住宅ローン向けの融資需要が大幅に減少しています。貸出基準についても、米銀破綻に伴いリスク回避の動きが強まった1-3月期に比べると緩和方向に転じたものの、依然として厳格な水準となっています。これまでの利上げの効果が銀行の融資条件の厳格化などを通じて実体経済に波及しつつあり、ユーロ圏経済の下押し圧力になっているとみられます。

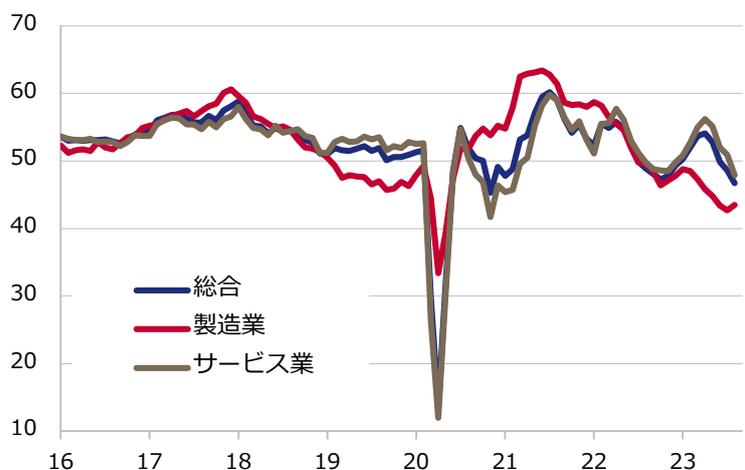
ただし、実際の取引による貸出残高の増減額をみると、企業向けは昨年末に落ち込んだ後、年明け以降は持ち直しつつあります（図表2）。家計向けについても、利上げ開始以降、減少していましたが、足元では下げ止まりの兆しもあります。

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PMIの推移



期間：2016年1月～2023年8月（月次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 ユーロ圏銀行の貸出残高増減額（取引要因）の推移

(10億ユーロ、前月差)



期間：2019年1月～2023年7月（月次）

出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

貸出金利は上昇も設備投資は底堅く、足元、家計に対する影響も限定的か

企業向け貸出金利は、利上げの影響を受けて大きく上昇しており、金利上昇による設備投資の減少が懸念されます（図表3）。ただし、欧州委員会の設備投資サーベイ調査では、企業の設備投資意欲が依然として高いことがうかがえます。また、復興基金を活用したIT投資やグリーン投資、エネルギー関連投資などが設備投資を下支えすることも期待されます。貸出金利が上昇する中でも、設備投資は底堅く推移するとみられます。

一方、新規の住宅ローン金利も大幅に上昇していますが、残高加重平均ベースの住宅ローン金利は、上昇ペースが緩やかとなっています。ユーロ圏では長期固定金利による住宅ローン借入が好まれてきたことが背景にあるとみられます。利上げの効果は住宅ローンに対して緩やかなペースで波及しているとみられ、足元、家計の金利負担に対する影響も限定的とみられます。

消費者マインドの改善が消費を支える

消費動向の裏付けとなる消費者マインドは、PMIと対照的に緩やかな回復傾向が続いています（図表4）。消費者信頼感、ロシアのウクライナ侵攻とそれに伴う高インフレによって大幅に低下していましたが、昨年秋頃から持ち直しつつあります。エネルギー価格の下落などによるインフレの鈍化が消費者マインドの改善につながっているとみられます。

また、消費者マインドの改善の影響は小売売上高にも表れているとみられます。23年4-6月期の実質小売売上高は前期比で上昇し、売上に下げ止まりの兆しがみられます。7月は前月から減少しましたが、4-6月平均を上回っており、増勢を維持しています。今後も食品価格の鈍化などによるインフレの鈍化から、消費者マインドのさらなる改善が期待され、個人消費を下支えするとみられます。

実質可処分所得の上昇も消費を支える

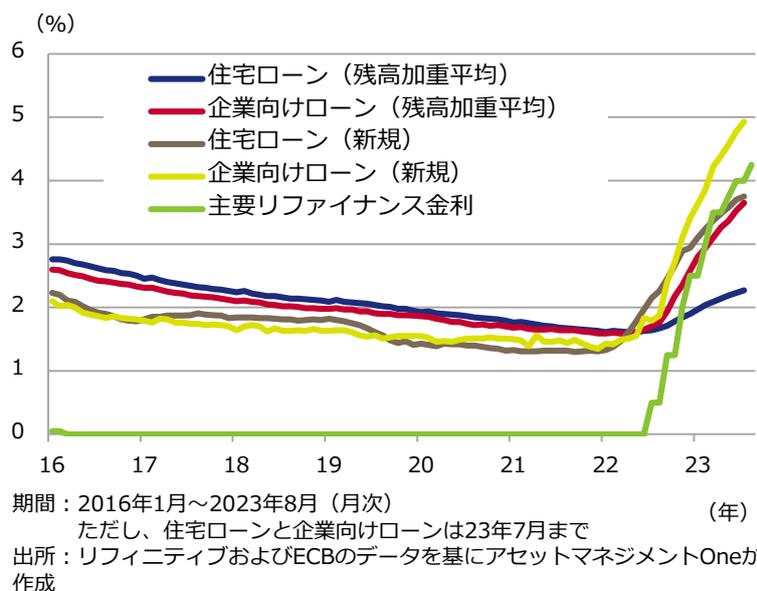
労働需給はひっ迫しており、雇用は堅調に推移しています。7月の失業率は6.4%と過去最低水準を維持しています（図表5）。足元、特にスペインでの失業者数が減少しており、観光産業の好調を反映しているとみられます。

また、雇用が堅調であることに加え、ECBが重視する妥結賃金も4-6月期に前年比+4.3%と高い伸びとなっています。今後、インフレの鈍化も見込まれるため、実質可処分所得の増加が個人消費を下支えすることが期待されます。

景気後退は回避し、来年以降、緩やかに回復すると見込む

今後のユーロ圏経済は、利上げ効果の本格化や、中国経済の低迷によって輸出が力強さを欠くことなどから、23年末まで停滞するとみられます。ただし、足元の利上げの影響が限定的であることや消費者マインドの改善、堅調な労働市場を受けた実質可処分所得の増加に支えられ、景気後退を回避し、来年以降、緩やかに回復すると見込みます。

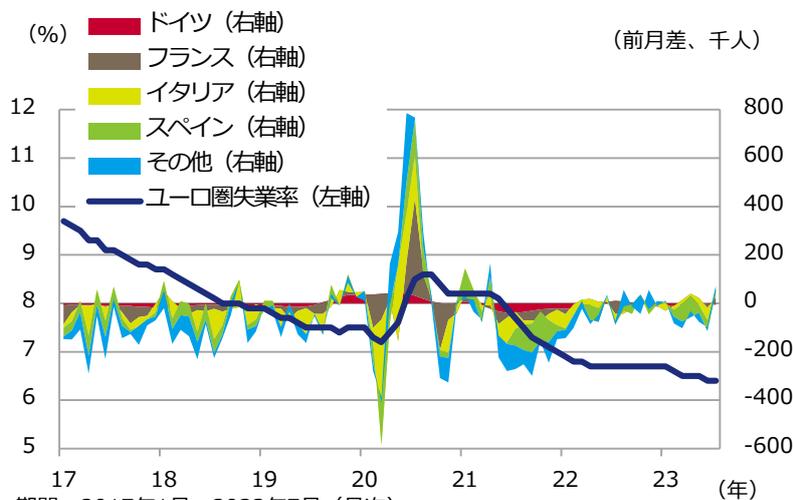
図表3 ユーロ圏貸出金利の推移



図表4 ユーロ圏小売売上高と消費者信頼感の推移



図表5 ユーロ圏失業率と失業者数増減の推移



※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。

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。