

金融セクター不安はユーロ圏経済にとって何を意味するのか？

欧州経済

2023年3月29日

Chief Investment Office GWM

Dean Turner, Economist; Matteo Ramenghi, Chief Investment Officer UBS WM Italy; Matthew Gilman, Strategist

- 銀行セクターの混乱が米国から欧州へと波及しており、経済への影響と政策当局の対応に対する疑問が高まっている。これまでのところ、各中央銀行は利上げによってインフレを抑制する取り組みを続けている。
- すでに急速な景気減速が進んでいるにもかかわらず、最近の銀行セクターの混乱を受け、今後は貸出基準が厳格化されるとみてよいだろう。これは2023年下期の経済成長の重しとなり、インフレを鎮静化したい中央銀行には追い風となりそうだ。したがって、利上げサイクルのピークはこれまでの予想よりも低くなる可能性がある。
- 我々は、欧州の金融株には中立のスタンスを維持する。債券については、財務体質が強固で、同格付けの非金融債より利回りの高い銀行シニア債を選好するが、銀行劣後債への慎重姿勢は崩さない。金融市場の緊張度はやや落ち着いてきたように見えるため、欧州中央銀行(ECB)は5月と6月にさらに利上げを行うとみているが、年内に利下げに転じる可能性は低いだろう。この環境はユーロに追い風となると思われ、今後12カ月でユーロの対米ドルでの上昇を予想する。



出所: UBS

銀行セクターの苦境

最近米国で始まった銀行セクターの動揺はユーロ圏に波及し、銀行株の株価急落を招いた(図表1参照)。金利の上昇によって純金利収入が上昇し、収益性が向上すると期待感から銀行株は大きく買われ、年初から上昇していた。しかしここへきてこの上昇トレンドが再び反転し、銀行株は20%下落した。

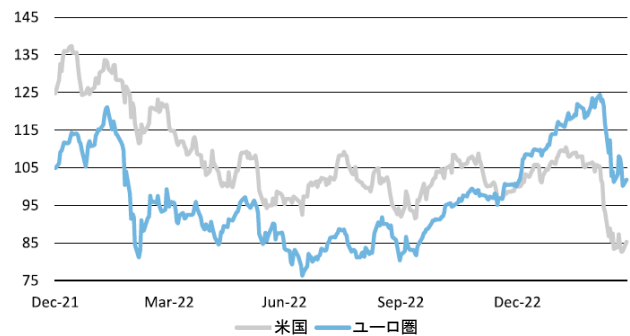
融資の実体経済への影響に注目

我々は、銀行セクターが陥った今回の苦境が金融システム全体の問題に発展するとは考えていない。ただし、実体経済にはある程度の影響を及ぼすだろう。それは融資を通じて現れる可能性が高い。

ユーロ圏経済は、資金調達的主要な手段として銀行融資への依存度が高い。一方、米国では企業が資本市場を大いに活用している。両経済に共通しているのは、中小企業が銀行融資に依存している点だ。そして中小企業は経済活動と雇用の伸びの大半を占めている。したがって、融資可能額が減少すると経済成長は鈍化する(図表2参照)。

図表1 - 世界的な銀行株価下落のなかでユーロ圏の銀行株も下落

銀行指数(2022年12月30日=100)



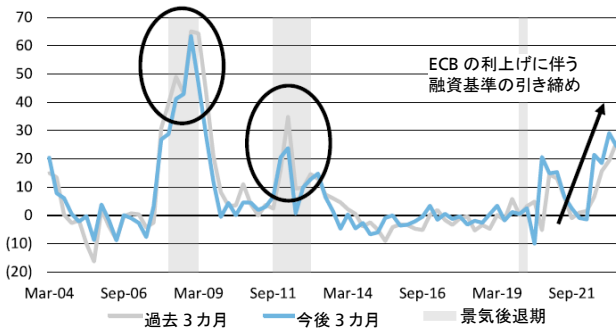
出所: リフィニティブ、UBS

本稿は、UBS AG London Branch, UBS Europe SE, Succursale Italia, UBS Switzerland AG が作成した“European economy: What does banking sector volatility mean for the Eurozone economy?”(2023年3月29日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年4月5日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

欧州経済

図表 2 — 融資基準の引き締めは概して経済成長の鈍化をまねく

欧州中央銀行の銀行貸出調査

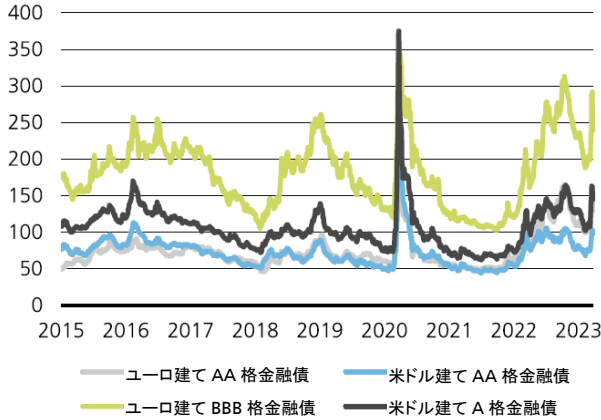


出所：欧州中央銀行、Haver Analytics、UBS

融資基準はすでに厳格化しており、ECBの利上げを受けて、融資の伸び率は企業、家計の双方で低下している。これは驚くべきことではない。金融引き締めの目的は、借入コストの引き上げを通じて融資可能額、ひいては実体経済への資金流入額を削減し、経済活動を鈍化させることだからだ。

図表 3 — 投資家がより高いプレミアムを求めため銀行の資金調達コストが上昇

社債のオプション調整後スプレッド(bp)



出所：ブルームバーグ、UBS

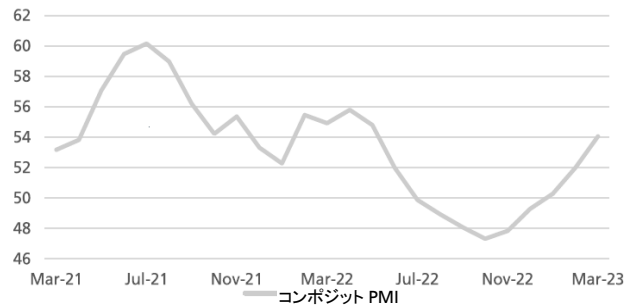
融資が今後どこまで減速するかを確実に予想することはできない。しかし、短期金融市場ではプレミアム(上乗せ金利)が上昇しており(図表 3 参照)、預金者獲得競争で銀行が預金に対する利息を手厚くするようになって資金調達コストが上昇すると、銀行の収益性は悪化する可能性が高い。収益性が低下すると、銀行の貸出態度はさらに悪化するだろう。加えて、景気見通しがさらに不確実になれば、銀行は景気変動によるリスクをさらに減らしたくなる可能性がある。

商業用不動産セクターでは、ローンにおける米国地方銀行の重要性を考慮すると、融資の縮小や資産の質に問題が発生する可能性が懸念される。その結果、投資家は欧州銀行につい

ても同様のリスクを精査している。公平を期するために付言しておく、ECBは2021年末の時点で既に、商業用不動産を脆弱なセクターとみなすと指摘していた。しかしながら、ユーロ圏の銀行がもう少し慎重な姿勢を示せば、このような資本集約度の高いセグメントにはある程度の影響力を行使できるだろう。ゴールドマン・サックスの試算によると、融資の減速がユーロ圏の国内総生産(GDP)に及ぼす負の影響は、今後12カ月で0.3%になる可能性がある。もっとも、この試算の不確実性は大きい。我々は、ユーロ圏経済が今年0.8%成長するとみている。エネルギー価格をめぐる環境の好転、堅固な労働市場、インフレ率の低下による家計の実質所得の改善見通しを根拠に、最近予想を上方修正した。このような傾向がなお続くことに加え、企業の楽観的な景況感が驚くほど強いことから(図表 4 参照)、経済成長率は、この冬は停滞が予想されるとはいえ、その後はやや持ち直すとの見方を変えておらず、若干の上昇となるだろう。

図表 4 — センチメント指標は経済活動が2023年初に加速していることを示唆

ユーロ圏のコンポジット PMI



出所：Haver Analytics、UBS

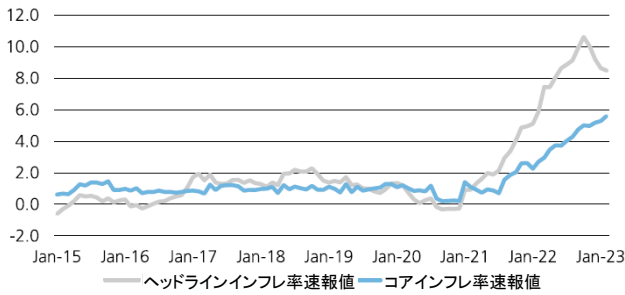
ECB: 利上げはまだ続く

3月に50ベーシスポイント(bp)の利上げを決定した後、ラガルド ECB 総裁は、「データに依存する」姿勢への回帰を示唆した。銀行セクターばかりでなく、インフレ見通しについても不確実な現状を鑑みれば、これは妥当かつ歓迎すべき動きといえる。

総合インフレ率は急速に低下しているが、これはもはや政策当局の関心事ではなくなっている。図表 5 に見る通り、コア(食品とエネルギーを除く)インフレ率は総合インフレ率よりも粘着性が高い状況にあり、3月のインフレ率の当初予想は上向きそうだ。失業率がユーロ導入以来の低水準で推移するなど欧州の労働市場は強く、賃金圧力が依然高いことから懸念材料となっている。確かに、ドイツで注目を浴びた労働協約に基づく賃金上昇率と、2023年1-3月期(第1四半期)に5%程度に達する見込みのユーロ圏全体の賃金の伸びは依然としてインフレ率を下回っており、賃金・物価スパイラルの可能性に対する一部の懸念は後退している。それでも、現状のインフレ率は ECB の2%目標を達成するには高すぎる。

図表 5 – コアインフレ率に減速の兆しは見られず

ユーロ圏: 消費者物価指数(前年同月比、%)



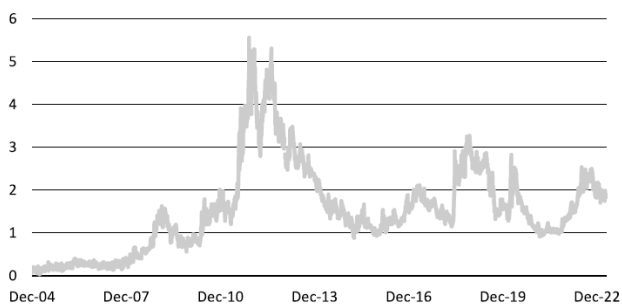
出所: Haver Analytics, UBS

ECB 理事会メンバーの最近の発言を見ると、程度の差こそあれ、インフレ抑制への取り組みがまだ終わっていないことを全員が認めている。銀行融資の減少による成長減速はある程度寄与するかもしれないが、我々はなお、ECB が 5 月と 6 月の政策理事会で預金金利を 25bp ずつ引き上げ、ピークの 3.5% に向かうと予想している。

インフレ圧力を見ると、利上げ停止のハードルがなお比較的高いことを示唆している。今後数カ月の間に金融市場のストレスが再び高まった場合には、政策当局の最初の対応策は、金融安定化ツールの活用になるだろう。これには、例えば貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)のようなプログラムの再開など、銀行セクターへの流動性供給が含まれる。混乱の兆候が国債市場にまで広がりそうな場合には、ECB はパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)に基づく投資や、まだ発動されていない新たな債券購入スキーム「伝達保護措置(TPI)」のような手段を講じる可能性がある。ラガルド総裁は 3 月の政策理事会後の記者会見で TPI の利用をほのめかした。

図表 6 – イタリア・ドイツ間の国債スプレッドは安定しており、ユーロ圏の国債危機の可能性が低いことを示唆

イタリア・ドイツ間の 10 年国債スプレッド(%)



出所: リフィニティブ、UBS

不確実性が高まる中での投資

ユーロ圏の金融セクターには中立の姿勢を維持する。ユーロ圏の銀行セクターの予想株価収益率(PER)は 6.3 倍で、過去平均(20 年平均は 9.6 倍)と比べて割安だ。だが、金融セクターは今回の混乱期に突入する前に十分保有されていた。つまり最近のパフォーマンス不調は、その大半を利上げ期待の後退に伴う債券利回りの低下で説明できる。したがって、我々は金融セクターを売られ過ぎとは考えておらず、中立スタンスを継続する。

ユーロ圏内で我々が推奨するのは、経済成長見通しをめぐる不確実性に十分耐えられるだけでなく、債券利回りの低下の恩恵も受けられるポジションだ。具体的には、生活必需品と不動産セクターを愛好する。また、景気変動には左右されるものの、引き続きドイツ株も愛好する。欧州の天然ガス価格の下落、中国の経済活動再開、そして銀行セクターの占める割合が比較的小さいことから恩恵を受けられるからだ。中期的には、政府の投資計画の恩恵を受ける欧州のグリーンテックとデジタル関連のトップ企業を推奨する。

ユーロ圏以外では、米国株およびグロース株以外にも投資対象を分散することを勧める。米国株は、金融環境が引き締められつつあり、企業業績が低下しており、バリュエーションが高いことなどから、今後の見通しは厳しいとみている。これに対し、新興国株は、堅調な業績の伸びや中国経済の回復、相対的に割安な株価水準などから年内は 10% 台前半のトータル・リターンが期待できる。

為替については、米ドル下落に備えたポジションをとることを勧める。米国の経済成長および他国との金利差は先行き縮小が予想されることから、足元の米ドルの強さは長続きしないとみている。投資家は米ドル下落に備え、保有する米ドル建てのキャッシュや債券の分散を図り、米国株への資産配分を減らし、米ドルに対して為替ヘッジをかけることを勧める。米ドルに対し、豪ドル、スイス・フラン、ユーロ、英ポンド、円などの通貨や金を選択する。

欧州経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したりサッチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突如大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、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お読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

欧州経済

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20% (税込) をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5% または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1% を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号