

コロナ禍の出口が見え始めたユーロ圏経済 ——それでも続く緩和的な金融政策

Topics

- ▶ ユーロ圏経済は回復傾向を示しており、実質GDPの水準は、2021年末にもコロナ禍前の水準に回復する見通しです。
- ▶ 足元の物価は大きく上昇していますが、エネルギー価格、税制変更などの一時的な要因による影響が大きいと考えられ、2022年には低下が見込まれます。
- ▶ ECBの2%のインフレ目標の達成は容易でなく、緩和的な金融政策は長期化する見通しです。

エコノミスト 仲嶺 智郎

ユーロ圏経済は年末にコロナ禍前の水準へ

ユーロ圏経済の回復傾向が顕著となっています。新型コロナウイルスの感染流行によって大幅に落ち込んでいたユーロ圏経済ですが、①昨年末から始まったワクチン接種のいち早い普及、②5月頃からの行動制限緩和とワクチン普及を受けた経済との共生の動き、③行動規制緩和による挽回消費、④いち早く回復した中国や米国向けの輸出の拡大、などがユーロ圏経済の回復を支えてきました。

EU（欧州連合）では、年初に目標に掲げた成人の7割のワクチン接種を8月までに完了しました。9月5日現在、ドイツでは成人人口の73%が接種を完了しており、フランスでは78%、イタリアで72%、スペインで80%と高水準です。また、グーグルのコミュニティ・モビリティ・レポートによればドイツやフランスなどのユーロ圏主要国では、小売店や娯楽施設への人々の移動状況は、8月にはコロナ禍前の水準に戻っています。

こうした状況の中、ユーロ圏の4-6月期実質GDPは、コロナ禍前の2019年10-12月期の水準に対し、97.5%水準まで回復しました。我々の見通しでは2021年10-12月期にコロナ禍前の水準を上回ります（図表1）。

コロナ感染状況の相違による生産制約

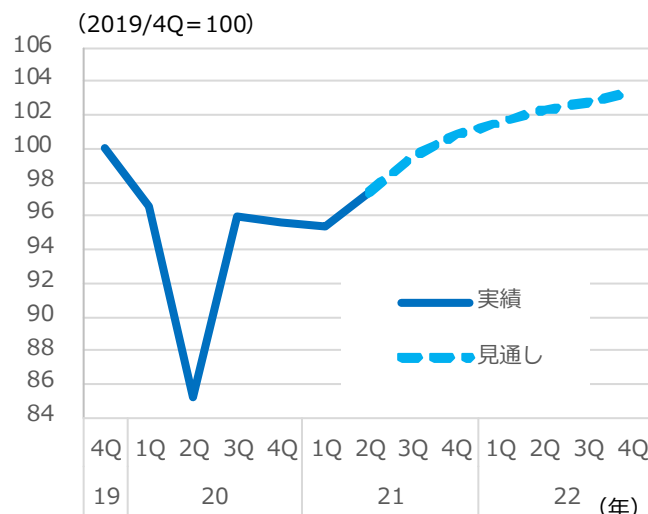
このようにユーロ圏経済の回復見通しを持っていますが、リスクもあります。今後、現在のワクチンが効かない変異種が発生すれば、見通しは変更せざるを得ないでしょう。他のリスクもあると思いますが、ここでは現状気になっている生産制約の問題に触れます。

ECB（欧州中央銀行）は、四半期ごとに行っている企業へのヒアリング結果を今年から公表し始めました。7月公表分を見ると、生産制約として、半導体をはじめとした原材料・部品の不足や、コンテナ輸送など輸送のボトルネックなどが挙げられていました。欧州委員会の四半期調査では、企業に生産制約の主要因を聞く項目があり、一般的には好況時に「なし」、不況期に「需要不足」が多くなるのですが、今年7月は「原材料/設備の不足」が最も多くなりました（図表2）。

こうした状況は、サプライチェーンがグローバル化した中で、世界全体ではコロナの感染状況がまだら模様となっていることが原因と考えられます。①米国の巨額の経済対策による需要急増、②東南アジアでの遅れてきた感染拡大と生産停止による部品不足、③コンテナの偏在など、これらはコロナ禍から世界全体が経済回復すれば、解決される問題だと思われますが、当面各地域の回復ペースの相違には留意が必要だと思われます。

図表1

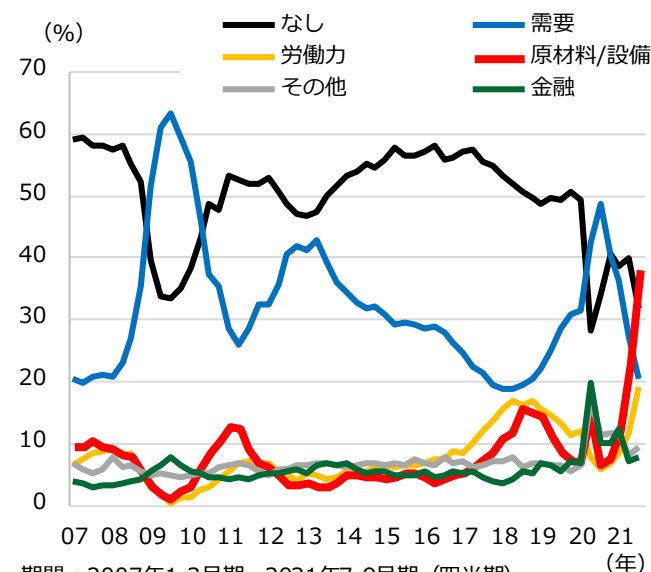
ユーロ圏の実質GDPの水準と見通し



期間：2019年10-12月期～2022年10-12月期（四半期、2021年7-9月以降アセットマネジメントOneの見通し）
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

ユーロ圏製造業の生産制約要因



期間：2007年1-3月期～2021年7-9月期（四半期）
出所：欧州委員会データを基にアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

物価は一時的な上振れ

次に、物価の大幅な上昇も一見気になる点です。ユーロ圏の消費者物価（HICP）は、8月速報値で前年同月比+3.0%と約10年ぶりの上昇率となりました。これは、比較対象の前年が、①原油価格が低水準だった、②ドイツで7月から12月まで付加価値税が引き下げられた、③一部の国のサマーセールスのずれ、などを受け、その反動で上昇率が大きくなったと考えられます。実際に、2年前の同じ月と比べた上昇率は+2.8%ですから平均すると1年あたり+1.4%と計算できます。2022年になるとこうした一時的な要因が剥落しますので、消費者物価上昇率は低下が見込まれます。ECBの9月時点での物価見通しも同様の見通しとなっています（図表3）。

依然、賃金上昇率が低位で落ち着いた動きを示していることを考えると、ECBのインフレ目標である2%の達成には時間がかかると思われます。

2022年4月以降の量的緩和の枠組みは？

こうした物価情勢の下、ECBによる金融緩和の長期化は避けられないと思われます。ECBは7月の「戦略検証」で、「中期的に上下対称的な2%」にインフレ目標を修正し、同月に政策金利のフォワードガイダンスも変更しました。具体的には、①インフレ率が予測期間末より十分に前の時点で+2%に届き、②予測期間末にかけて目標レベルを維持し、③基調インフレの実績の改善が十分進展して中期的な2%の物価安定と整合的であると判断されるまで利上げを行わないとしました。この条件に9月時点の見通しを当てはめると今後数年にわたり利上げは難しいと思われます（図表3）。また、APP（資産購入プログラム）による量的緩和もフォワードガイダンスで政策金利が引き上げられる少し前に終了するとしており、政策金利同様、終了が見えない状況です。

そうした中、今後の注目点は、PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）の終了が予定されている2022年3月後の量的緩和の枠組みです。ラガルドECB総裁は、既にこの点について12月の理事会で決定することを示唆しています。まず、PEPPですが、①ユーロ圏ではワクチン接種は進展しており、新たな行動制限が実施される可能性が小さいこと、②9月のECB経済見通しでも2021年10-12月期には実質GDPの水準がコロナ禍前の水準へ回復すると見込まれていることなどから、ユーロ圏ではパンデミックをおおむね脱したと判断され、2021年12月にPEPP終了を決定する可能性は高いと思われます。

その後は、2%のインフレ目標実現に向けて金融政策が実施されることとなりますが、①いきなり量的緩和が現状月額200億ユーロのAPPのみとなるのは、市場に金融緩和の後退と取られ、その影響が懸念されること、一方で②APPの終了時期が見えない中、APPの月額の大きな増額はAPPの継続性のリスクをはらむといえるでしょう。

このため、PEPPの経験を活かし、例えば2022年末を期限として、総額3,000～4,000億ユーロ程度のAPPの特別枠を創設し（図表4）、「良好な資金調達環境」を維持するため、柔軟に購入額を調整するというのも選択肢としてありうるのではないかと考えています。いわば、「量を使って金利にも目配りする」、こうした量的緩和の長期化に備えた動きが出てきてもおかしくないと考えています。

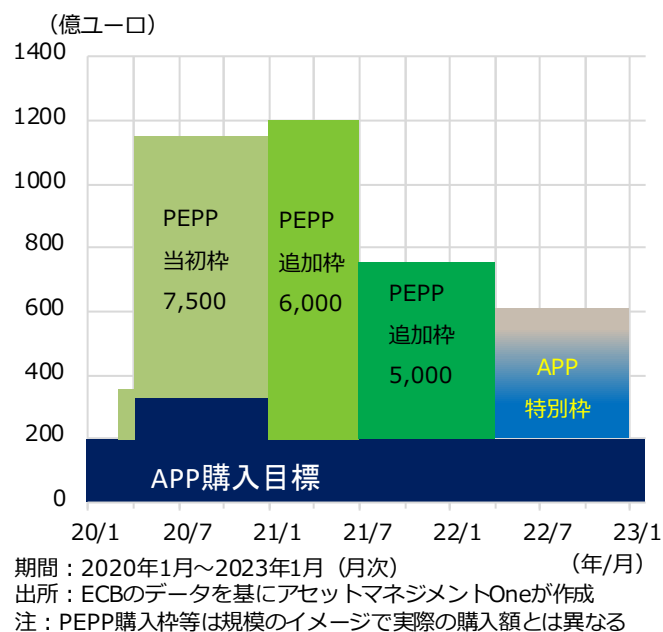
図表3

ユーロ圏の物価推移とECBの見通し



図表4

2022年4月以降の量的緩和イメージ



※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。