

# ユーロ圏の景気回復でECBの金融政策は変わるか？

## Topics

- ▶ 中国や米国に続きユーロ圏経済でも、新型コロナウイルス感染者の減少による行動制限の緩和、ワクチン接種の加速、米中を中心とした輸出拡大の継続などを受け、ようやく回復の道筋が見えてきました。
- ▶ ただし、原油価格の上昇や税制変更に伴う特殊要因を除くと、物価上昇は期待できません。
- ▶ こうした中、6月のECB理事会でPEPP減額はあっても、現行の政策金利維持を中心とした緩和的な金融政策は2023年頃まで継続すると考えています。

エコノミスト 仲嶺 智郎

## ユーロ圏景気もようやく回復へ

ユーロ圏の1-3月期の実質GDPは前期比▲0.6%と、10-12月期の▲0.7%に続き、2四半期連続でマイナス成長となりました。新型コロナウイルス新規感染者の拡大を受けた行動規制により消費などが落ち込んだことが最大の要因とみられます。

しかしながら、足元では4-6月期に経済がプラス成長に転換する兆しが見られます。4月の欧州委員会景況感指数は大幅に上昇し、コロナ禍前の水準を上回りました。また、ドイツ連銀（ドイツ中央銀行）が、リアルタイム経済指標から作成している週次経済活動指数は、ドイツ経済が4-6月期にプラス成長に転じたことを示唆しています。さらに、フランス統計局が公表した5月の経済見通しでは、4-6月期の成長率を前期比+0.25%程度としています。

## ワクチン接種加速も回復要因

こうした経済回復の要因として、①新型コロナ新規感染者の減少と行動制限の緩和予定、②ワクチンの接種の加速、③米中を始めとした海外経済の回復による輸出の増加見通しなどが、挙げられます。

ユーロ圏主要国における新規感染者数は、2020年10月の第2波に続き2021年3月から4月にかけて第3波の増加局面となりました。しかし、新規感染者数の減少が遅れていたフランスやドイツもようやく4月にはピークを打ったとみられます。こうした中、行動制限は、足元緩和されつつあり、フランスでは5月3日から6月末にかけて4段階で緩和される予定です。また、スペインでは2020年10月に出された非常事態宣言が5月9日によりやく解除され、夜間外出禁止などが原則解除されました。

EU（欧州連合）のワクチン接種は、米国などに比べ遅れていましたが、4月以降接種ペースが加速しています（図表1）。また、ドイツでは5月9日以降ワクチン接種者を夜間外出の適用除外とするなどの行動制限緩和を実施しています。イタリアでも同様の措置を講じています。こうした措置はワクチン接種の加速を促し、さらに消費者の景況感回復につながると考えられます。

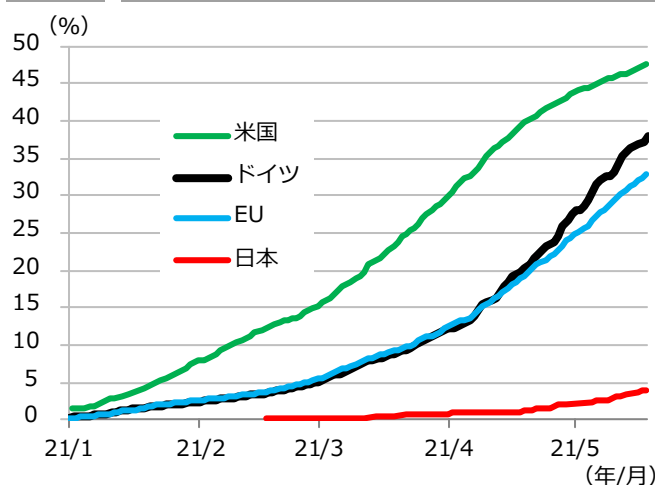
ユーロ圏の輸出は、GDPの5割弱を占める需要項目です。1-3月期は英国のEU離脱移行期間終了の影響もあり伸び悩みましたが（図表2）、米国の大規模経済対策などを受け、先行きの一段の拡大が期待できます。欧州委員会の調査では、向こう3カ月の輸出見通しは2000年以降の最高水準です。今後、輸出が経済の牽引役になると見込まれます。

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。

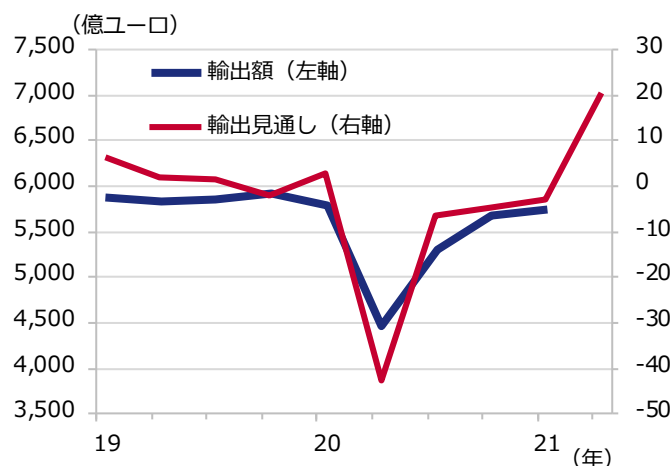
図表1 少なくとも1回ワクチンを接種した人の比率



期間：2021年1月1日～2021年5月18日（日次）

出所：Our World in Dataのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 ユーロ圏の輸出と見通し



期間：2019年1-3月期～2021年4-6月期（四半期、輸出額は1-3月期まで）

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

注：輸出見通しは、欧州委員会調査による向こう3カ月の輸出の増加見通しの割合ー減少見通しの割合

## HICP総合は上昇もコアは停滞

景気回復の兆しがみられる中で、気がかりな点はユーロ圏の消費者物価（HICP）総合が上昇している点です（図表3）。2020年後半は、半年間のドイツ付加価値税減税の影響でHICP上昇率は低下していましたが、2021年1月に税率が戻るとHICPもその分上昇しました。その後、HICP総合は4月確報値で前年同月比+1.6%にまで上昇しました。

この動きは昨年下半年に振れていた原油価格上昇によるエネルギー価格上昇も大きく影響しています。実際、HICPコア（エネルギー、食品などを除くベース）は、4月確報値で同+0.7%とドイツ付加価値税減税期を除いたここ数年の水準である+1%前後に回帰しています。

今年後半には、昨年のドイツ付加価値税減税の反動によりHICPの前年比上昇率がやや押し上げられます。また現在の原油価格水準が継続すれば、HICP総合は2%に達する可能性も十分あります。ただし、コロナ禍で政府支援に支えられていた雇用状況が自律的に回復するには、コロナ禍後の労働需給のミスマッチの調整などもあり、時間がかかると考えられます。こうした中、現在低下傾向にあるドイツの賃金上昇率（図表3）が上昇する見通しはなかなか描けません。このため、エネルギー価格の上昇や税制変更に伴う特殊要因が剥落する2022年には、HICP上昇率は、総合・コアともに1%程度の落ち着いた推移になると考えています。

## ECBの緩和的な金融政策は継続

ECB（欧州中央銀行）の金融政策に関しては、6月の理事会で、3月に決定したPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）による4-6月の大幅な購入増額を7-9月期に解除するかが注目されています。これは、PEPPの購入方針決定を、経済・物価見通しを検討する四半期ごとの理事会で行うとしているためです。

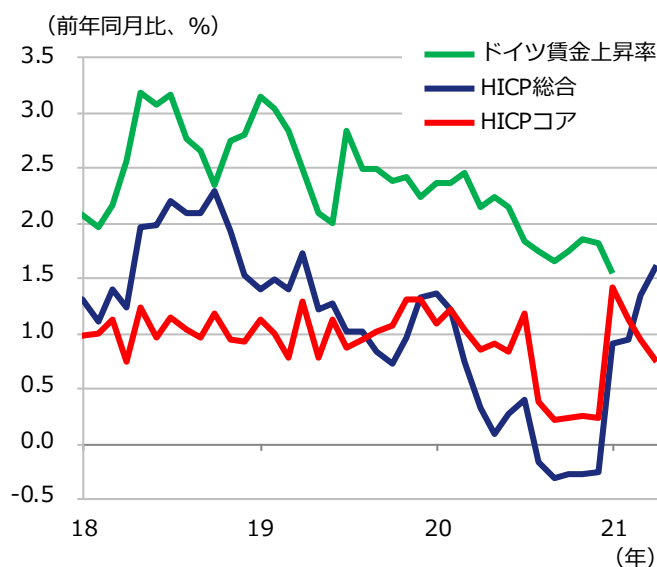
ECBのPEPP購入額の判断基準である資金調達環境を見ますと、銀行貸出残高は依然伸びていますし、年初に厳格化の動きが強まっていた銀行の貸出基準も厳格化の程度が緩和してきています。一方、PEPP購入増額の契機となった米国の金利に連れたユーロ圏国債の金利上昇は、ユーロ圏の経済回復を睨んだ金利上昇へと上昇要因が変化してきていると考えられます。また、PEPP購入額の週次の推移を見ますと、4-6月に大幅購入増加としつつも実際には3月理事会が終了した後の3月半ばから購入額が増えるなど柔軟に購入を行っている様子が見えかえります（図表4）。このため、6月の理事会では、7-9月期の購入額の減額を決定するものの、減額決定を受けて金利が上昇するようであれば、実際の購入減額を8月まで遅らせるなど柔軟な運営が行われると考えます。

一方で、足元、金利やユーロ相場がやや上昇している中、3月時点で2022年1.2%、2023年1.4%とした物価見通しが、6月見通しで大きく上昇修正されることはないと考えています。このため、現行の政策金利を維持するECBの緩和的な金融政策は、2023年まで継続される点に変更はないと考えています。ECBは、9月以降の理事会で、金融政策の「戦略検証」の結果と併せ、2022年3月のPEPP終了後の金融緩和維持政策の枠組みを公表すると見込んでいます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および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3 ユーロ圏の物価とドイツの賃金動向



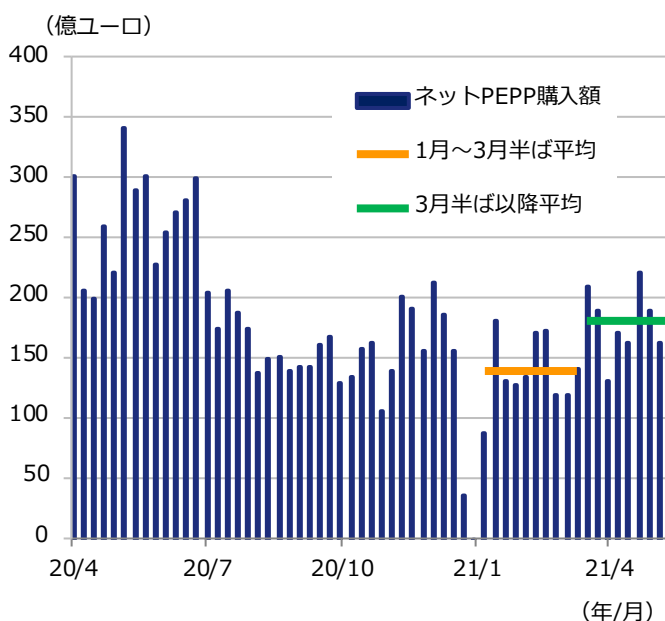
期間：2018年1月～2021年4月（月次）

ただしドイツ賃金上昇率は2月まで

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

注：ドイツ賃金上昇率は、一時金を除く交渉妥結賃金

図表4 ECBの週次PEPP購入額の推移



期間：2020年4月3日～2021年5月14日（週次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 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。