

ウクライナ侵攻後の欧州経済・金融政策

Topics

- ▶ ロシアによるウクライナ侵攻や欧米等のロシア制裁を受けて、欧州は地理的な近さやロシアへのエネルギー依存度の高さなどから、他地域に比べ大きな影響を受ける見込み。
- ▶ ウクライナ危機によるユーロ圏経済への影響の経路は、①ロシアへの輸出減少、②エネルギー供給減少による生産制約、③企業・消費マインドの低下、④物価上昇による実質所得の減少などが考えられる。
- ▶ ユーロ圏経済は、2022年に低迷が継続する一方、ECB（欧州中央銀行）は、インフレ抑制のために、少なくとも年内にはマイナス金利の是正を開始すると想定している。

エコノミスト 仲嶺 智郎

ウクライナ危機の影響が大きい欧州経済

ロシアによるウクライナ侵攻や欧米等のロシア制裁を受けて、世界経済の見通しは大きな変更が必要となりました。特に欧州は、ウクライナやロシアからの地理的な近さやロシアへのエネルギー依存度の高さなどから、他地域に比べ大きな影響を受けると考えられます。このコラムでは、今回のウクライナ危機のユーロ圏経済や金融政策への影響を考えます。

ユーロ圏経済への影響の経路としては、次の4つが挙げられます。①ロシアへの輸出の減少、②ロシアからのエネルギー供給減少による生産制約、③ウクライナ危機を受けた企業・消費マインドの低下による設備投資・個人消費への影響、④物価上昇を受けた実質所得の減少による個人消費の減少です。

ユーロ圏経済は低迷継続に

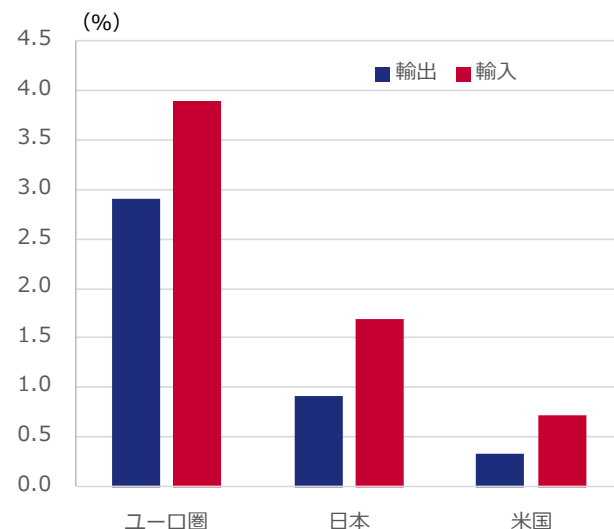
①に関し、ユーロ圏の域外貿易額に占めるロシアの割合は、輸出で3%程度と日米に比べると大きくなっていますが、GDP比では0.5%程度とロシア向け需要の減少だけであれば、成長率の大きな引き下げにはつながりません（図表1）。

②に関しては、ユーロ圏の輸入に占めるロシアの割合は原油で約23%、天然ガスで約38%、石炭などの固定化石燃料で約44%を占めます（2020年時点）。米国が制裁措置として原油や天然ガスの禁輸を打ち出したのに対し、EU（欧州連合）が禁輸措置を打ち出せなかったのは、こうしたロシアへのエネルギー依存度の高さがあります。EUでは、既にロシア産化石燃料への依存度を引き下げる政策を打ち出していますが、短期的には難しく、対ロシア制裁やロシアの対応によってはエネルギー調達に支障をきたす可能性も否定できず、経済活動の制約となりえます。

③に関しては、3月のユーロ圏ZEW景気期待指数が大幅に低下したほか、欧州委員会の消費者信頼感指数も、新型コロナウイルス感染第1波時の2020年4月以来の急低下となりました（図表2）。こうした景況感の悪化が、今後の個人消費や企業の設備投資の低迷につながる可能性があります。

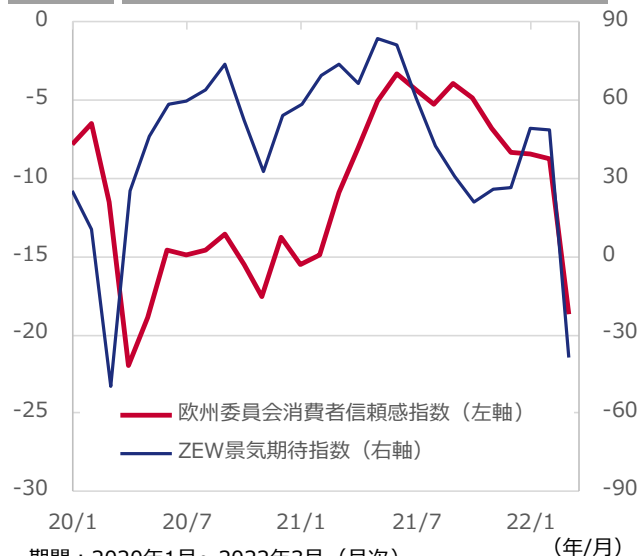
次ページへ続く

図表1 各地域の貿易額に占める対ロシアの割合



出所：IMF（国際通貨基金）のデータを基にアセットマネジメントOneが作成
注：データは2020年

図表2 ユーロ圏の景況感の推移



期間：2020年1月～2022年3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

※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。

目先ユーロ圏の物価上昇率は一段と加速へ

④の物価上昇による実質所得の減少ですが、経済への影響経路としては、これが最大と考えられます。

ユーロ圏の2月の消費者物価は、前年同月比で+5.9%と過去最大の伸び率を記録しました。図表3は、物価の直近の動きを見るため、ECBの季節調整済のデータを基に消費者物価の前月比ベースの寄与度を示しています。1、2月のインフレ加速の原因としては、原油や天然ガスなどのエネルギー価格上昇の影響が大きいです。2021年12月以降、食料品や非エネルギー工業品の寄与が大きくなっている点も注目されます。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う供給制約などを受けた原材料価格の価格転嫁が、消費財レベルまで波及しつつあることがうかがえます。

3月以降の消費者物価には、こうした動きに加え、ウクライナ危機を受けたエネルギーや食料品価格の上昇が上乗せされると見込まれます。このため、個人所得の伸びが消費者物価の伸びを上回るのは難しく、実質個人所得は減少し、個人消費は低迷すると考えています。

なお、現状ウクライナ危機を受けて金融システムへの影響はみられないようですが、リスク要因として留意が必要です。

こうした景気減速要因の一方で、EUの復興基金を活用した投資のほか、追加的な軍事予算の支出やエネルギー価格高騰に対する家計への補助などが、景気を下支えすると考えています。

2022年のユーロ圏の実質GDP成長率は、原油価格120ドル/バレル、天然ガス165ユーロ/MWhを前提として、2.5%とみています。一見高い成長率に見えますが、成長率のゲタ（前年第4四半期のGDP水準が継続した場合の年間成長率）が1.9%ありますので、年内の成長は小幅にとどまるイメージです。

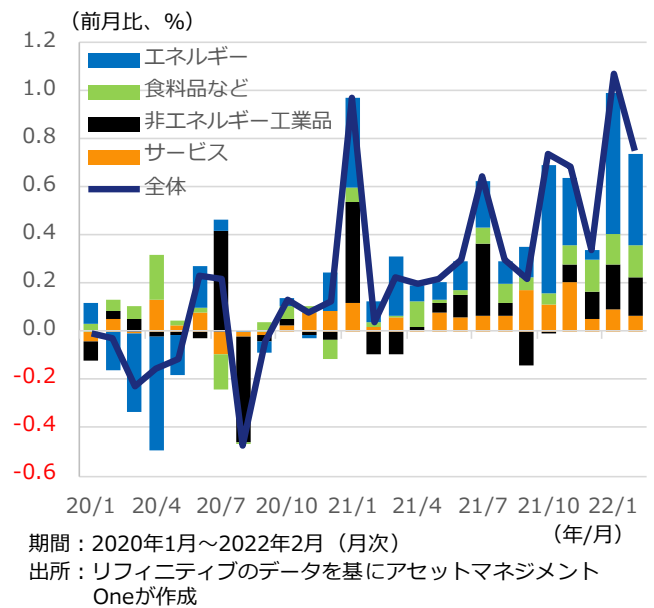
ECBは、少なくとも年内にはマイナス金利の是正を開始すると見込む

ECBは、3月の理事会で、①3月のPEPP（パンデミック緊急購入プログラム）終了、②4-6月のAPP（資産購入プログラム）購入額の減額とデータ次第で7-9月中にAPP終了（図表4）、③フォワードガイダンスを、これまで利上げ開始の「直前」にAPP終了としていたのを、利上げはAPP終了の「しばらく後（some time after）」開始に変更、などを決定しました。ウクライナ危機を受けて、インフレ抑制のための利上げを柔軟に実施できるように、APPを早めに終了させることにしたのだと思われます。

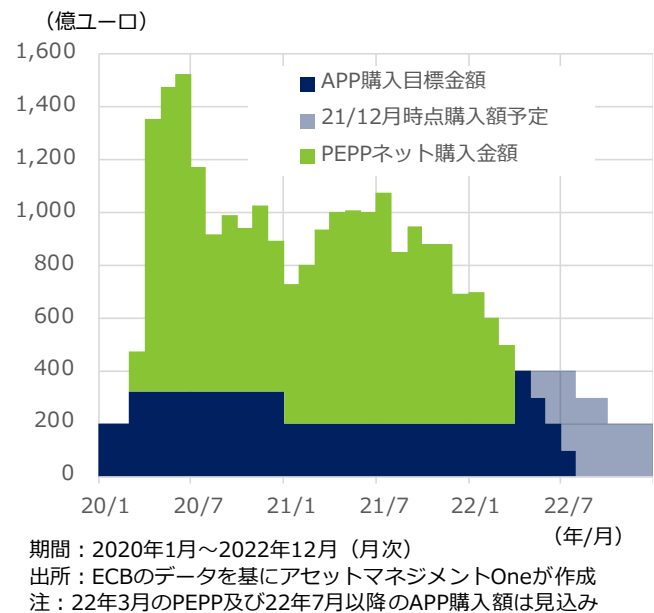
ラガルドECB総裁は、今回3月のECBの物価見通しで、利上げの条件としていた中期的なインフレ目標に達したとの認識を表明しています。

このため、ECBは、金融システムに問題がみられず、成長率も前述程度であれば、インフレの抑制のため、少なくとも年内にはマイナス金利の是正を開始すると考えています。

図表3 ユーロ圏の消費者物価前月比寄与度の推移



図表4 PEPP購入額とAPP購入目標の推移



※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。