

臨時レポート

(審査確認番号 2018-TB82)

# E C B 利上げ開始までの道のりは遠い

## E C B の金融政策正常化に経済のピークアウト感が立ちはだかる

- ▶ E C B (欧州中央銀行) のドラギ総裁は、金融政策正常化に向けた第一ステップとして、タイミングを計りつつ資産買入れの終了に踏み出すものと見られる。
- ▶ しかし、足元でユーロ圏経済にピークアウト感が始めていること等から判断すると、その後のステップである利上げ開始までの道のりは遠いものと思われる。

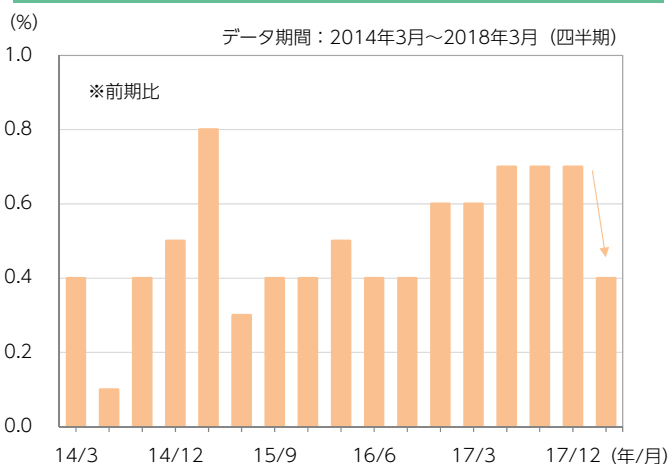
● E C B は現在、買入れ額を2018年1月から300億ユーロに半減させた上で、同年9月末を終了期限として国債等の資産の買入れを行っています。その期限後の金融政策については、予定通り9月末で買入れを終了させる、2018年末頃を目途に段階的に減額する、当面そのまま継続する等の選択肢が考えられますが、E C B が3月8日の理事会で緩和縮小に前向きとも捉えられる姿勢を示したことから、9月末に買入れを終了させるとの見方が増えたように思われます。中には、買入れ終了の一定の期間後に利上げに踏み切るとする意見も始めているようです。米国では F R B (米連邦準備制度理事会) が利上げや保有資産の売却を進めていますが、その背景にはトランプ減税等により米国経済の成長がインフレを警戒すべき状況にまで力強さを増していることがありとされます。それに対して、現在のユーロ圏の経済回復の足取りは緩慢な印象を受けます。以下の状況を見ると、E C B が仮に資産買入れを終了させたとしても、更に利上げを開始するまでには相当の時間を要するものと思われる。

- ① ユーロ圏経済の減速を示す指標が目立ち始めており、同経済の回復がピークアウトした可能性が強まりつつあると思われること (図表1~4)。
- ② トランプ政権の保護主義的な貿易政策、イタリアでの E U (欧州連合) の政策に懐疑的な連立政権の誕生、トランプ政権のイラン核合意離脱を受けた中東情勢の不透明化等、ユーロ圏経済を取り巻く環境の変化が企業活動等に悪影響を及ぼすことが想定されること。
- ③ 世界景気のけん引役を果たす米国経済の成長が、減税や財政拡大の効果が一巡する2019年末頃に境に鈍化する可能性があること (注)。

(注) 今回の米景気の回復期間は4月時点で約9年近くに達しています。戦後の米景気の平均拡大期間が約5年間であることを考えると、回復は終盤に差し掛かっていると見ることも出来そうです。F R B の金融引き締め策が米景気に徐々に効き始め、ガソリン価格の上昇等と共に減税効果を相殺する可能性もあります。米国景気の鈍化はユーロ圏景気にも影響を及ぼすものと思われる。

● 米国の2年物国債金利は2016年7月頃をボトムに上昇基調に転じ、2017年年央以降はそのスピードを速めています。一方、ユーロ圏最大の経済国であるドイツの2年物国債金利はほぼ横ばい圏で推移しています (図表5)。今後の経済成長率や中央銀行の金融政策に関する見方の違いが、両者の動きの差となって表れているものと考えられます。

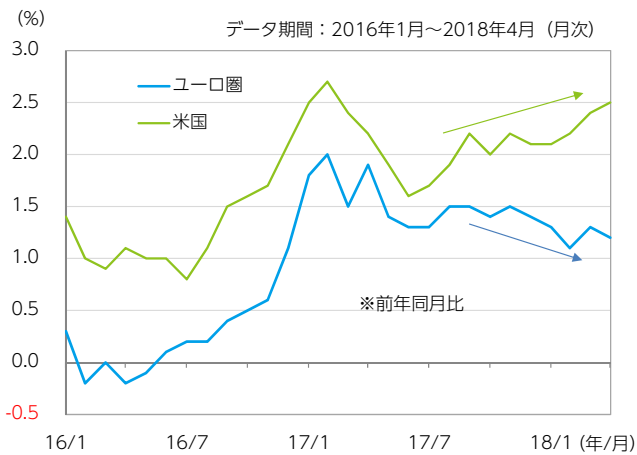
図表1：ユーロ圏実質GDP成長率（前期比）



- ◆ ユーロ圏の2018年1~3月期の実質GDP (国内総生産) 成長率 (第二次速報) は前期比+0.4% (年率+1.6%) と2017年10~12月期の同+0.7% (年率+2.7%) から減速し、6四半期ぶりの低い成長率に留まりました。
- ◆ 1~3月期に欧州を襲った大寒波の影響による見方もありますが、同寒波が去った後の指標の中には経済活動の停滞が続いていることを示すものもあります。鈍化は一時的なものに留まらない可能性もあります。

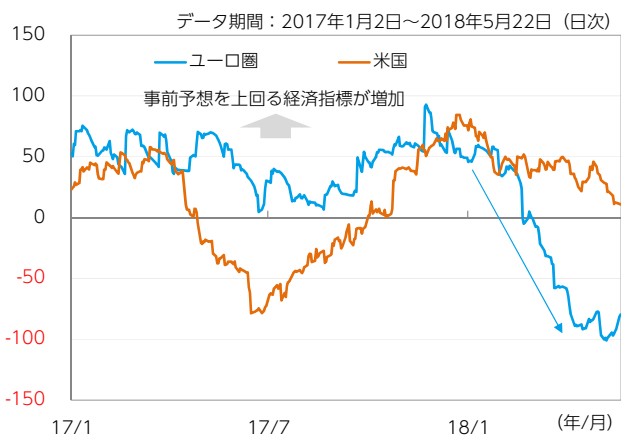
出所) 図表1はブルームバーグデータをもとにニッセイアセットマネジメントが作成

図表2：消費者物価（前年同月比）動向



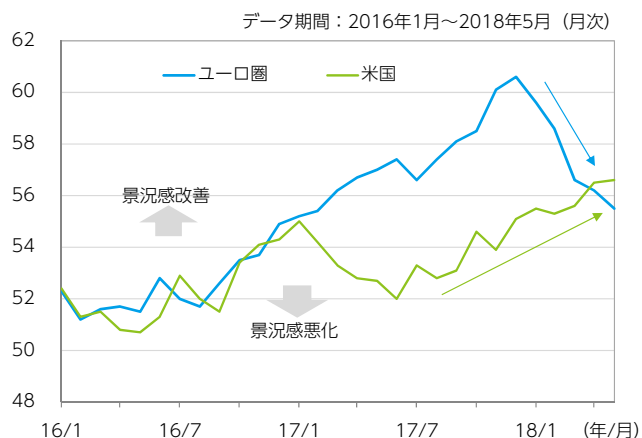
- ◆ ユーロ圏の消費者物価（CPI）上昇率（前年同月比）は2018年4月時点で1.2%と、ECBが目標とする「2%近く」からは遠く、2017年12月以降は1.5%を下回って推移しています。2018年4月が前年同月比2.5%上昇とFRBの2.0%目標を上回り、2017年6月をボトムに上昇傾向を続けている米国の物価動向とは好対照の動きとなっています。
- ◆ 欧州委員会も慎重な見方をしています。同委員会が5月3日に公表した2018年春の経済見通しによると、ユーロ圏のCPI上昇率（前年比）は2018年が1.5%、2019年が1.6%と「2%近く」には達しない予想となっています。

図表3：エコノミック・サプライズ指数の推移



- ◆ エコノミック・サプライズ指数とは「びっくり指数」とも呼ばれ、米シティグループが算出する、各種経済指標と事前予想との食い違い（乖離幅）を指数化したものです。実績が予想を上回れば指数は上昇し、逆に下回れば下落する仕組みとなっています。
- ◆ 米国の同指数も低下傾向となっていますが、ユーロ圏の同指数の落ち込み方は米国をはるかに超えています。予想を下回る経済指標が増えており、ユーロ圏経済がピークアウトしたとの見方が徐々に高まる可能性もありそうです。

図表4：マークイット製造業PMI推移



- ◆ ユーロ圏のマークイット製造業購買担当者景気指数（PMI）は2017年12月をピークに低下を続けています（景況感が悪化）。5月（速報値）は2017年2月以来の水準まで落ち込んでいます。一方、米国の製造業PMIは2017年6月をボトムに上昇を続けています（景況感が改善）。
- ◆ 米国とユーロ圏の製造業購買担当者の景況感の動向には大きな違いがみられます。

図表5：米国とドイツの2年物国債金利推移



- ◆ 米国の2年物国債金利は上昇傾向を強めつつありますが、ドイツの2年物国債金利はほぼ横ばい圏で推移しており、かつ足元は2016年年初の水準を下回っています。
- ◆ 同動きには、米国とユーロ圏経済の成長力や各中央銀行の金融政策の先行きに対する投資家の見方の違いが表れているものと思われます。

## 【当資料に関する留意点】

- 当資料は、市場環境に関する情報の提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものであり、特定の有価証券等の勧誘を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。実際の投資等に係る最終的な決定はご自身で判断してください。
- 当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料のいかなる内容も将来の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料に投資信託のグラフ・数値等が記載される場合、それらはあくまでも過去の実績またはシミュレーションであり、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。また税金・手数料等を考慮しておりませんので、実質的な投資成果を示すものではありません。
- 投資信託は投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託の手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

## &lt;設定・運用&gt;



ニッセイアセットマネジメント株式会社

商号等：ニッセイアセット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369号

加入協会：一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

ニッセイアセットマネジメント株式会社

コールセンター 0120-762-506（受付時間：営業日の午前9時～午後5時）

ホームページ <https://www.nam.co.jp/>