



## 驚きのECBテーパリングは、経済的リスクを伴う



2022年3月29日



エリック・ウィノグラド

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
先進国マクロ分析ディレクター

欧州中央銀行(ECB)は、2022年3月10日の理事会で、予想よりも早く資産購入プログラムを終了させるというテーパリングの加速を発表して市場を驚かせた。一部の理事から忍耐の必要性を示唆するコメントが出ていたこともあり、多くの投資家は、ECBが少なくとも次回の政策決定会合まで買い入れ額の変更を延期すると予想していた。

ECBの新しい計画では、資産購入額を4月に400億ユーロ、5月に300億ユーロ、6月に200億ユーロに減らすことになっている。このため、不測の事態が発生しない限り、2022年7-9月期に資産購入プログラムは終了する可能性が高い。そうなると、すぐにでもECBは利上げに踏み切ることができる。

### テーパリングを加速することは時期尚早だろうか？

ECBはこの決定について、1)何もせずに成り行きを見守る、2)さらに悪化しそうなインフレの高騰に対しより積極的に対応する、という両極端の政策の中間を取ったものと位置づけている。インフレへの対応はECBの重要な任務であり、ECBはあらゆる状況に対する対応策をもって備えを続けたいということだろう。

足元の経済環境が金融政策を策定する上で難しい局面であることには疑いがない。しかし、今回の決定については次回の政策決定会合まで先送りしても、ECBの選択肢を狭めることにはならなかったとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考えている。この時点でタカ派的な態度をとったことで、ECBはすでに急速

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年3月16日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

に悪化している経済状況を、さらに悪化させるリスクを負った。

当然ながら、タカ派的なサプライズに対する市場の反応は、金利の上昇、周辺国スプレッドの拡大、株式の下落であった。これらは金融環境の悪化を意味する動きで、現在の経済状況には望ましくないものだ。金融市場が好調であったことは過去数四半期にわたり欧州と世界の成長を支える重要な柱であり、逆に金融環境が悪化すれば今後の成長見通しも悪化へ向かう。特に周辺諸国のスプレッドの上昇は、エネルギー価格の上昇による実質所得への大きな打撃に直面し地域経済を支援する立場にある周辺国政府の財政余力を脅かすものである。

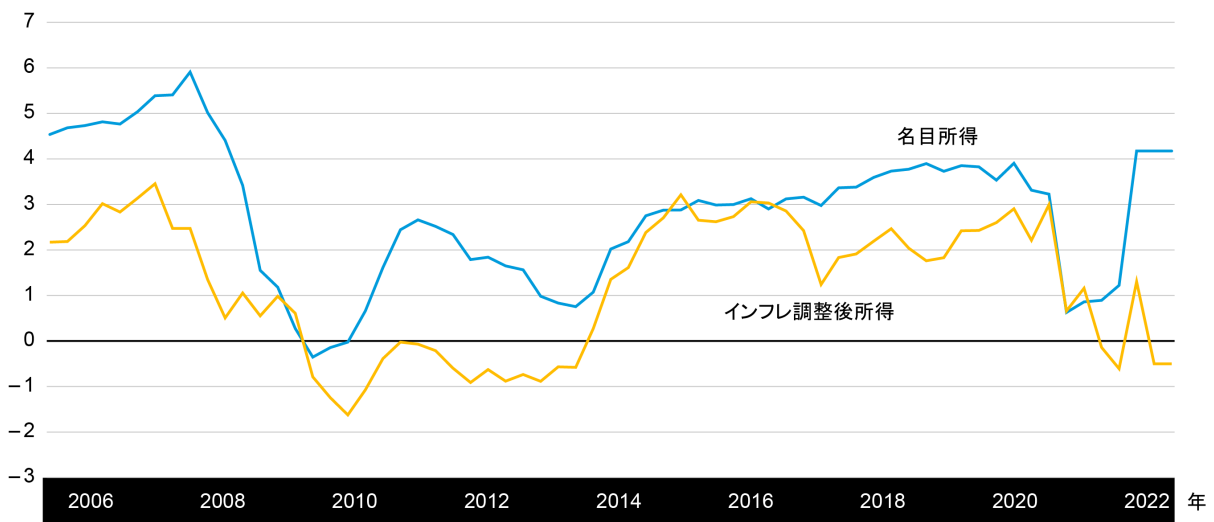
### ユーロ圏の景気後退のリスクは高まっている

まだ不確定要素は多いが、ロシアのウクライナ侵攻とECBの金融緩和の縮小が相まって、ユーロ圏がこの後景気後退局面に陥るリスクは50%を超えたとABでは考えている。したがって、今後数四半期の内に景気後退が起こるとするのがABの基本ケースであり、以下にその根拠を列挙する。

1. ウクライナへの軍事侵攻以前から、ユーロ圏の消費者は物価上昇に対応するのに苦慮しており、実質的な、つまりインフレ調整後の給与総額は縮小し始めていた(図表1)。
2. エネルギー価格の高騰がすぐに収束しない限り、インフレ率の上昇と実質所得の減少を招き、ユーロ圏の消費者には厳しい見通しが待っている。
3. ヨーロッパが通常ロシアやウクライナから輸入しているエネルギーやその他の商品について、流通や分配量が不足する可能性がある。
4. 供給不足、物価上昇、そしてもちろん戦争そのものが組み合わさって、経済活動への意欲が鈍化する可能性がある。

ユーロ圏は差し迫った需要不足に直面しており、タカ派的ではなくハト派的な金融政策が必要だとABでは考える。現在の状況は、2011年のECB利上げのケースに多くの点で類似している。このときも、政策当局はエネルギーショックに対応するために利上げを行い、その結果、景気が悪化に転じたというケースと多くの点で類似している。その年の終わりには、ECBは再び利下げに舵を切ることとなった。

【図表1】 ユーロ圏の実質所得はすでに低迷している  
名目所得及びインフレ調整後の所得(前年比変化率)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2022年2月28日まで  
出所:リフィニティブ・データストリーム

### ここからの道

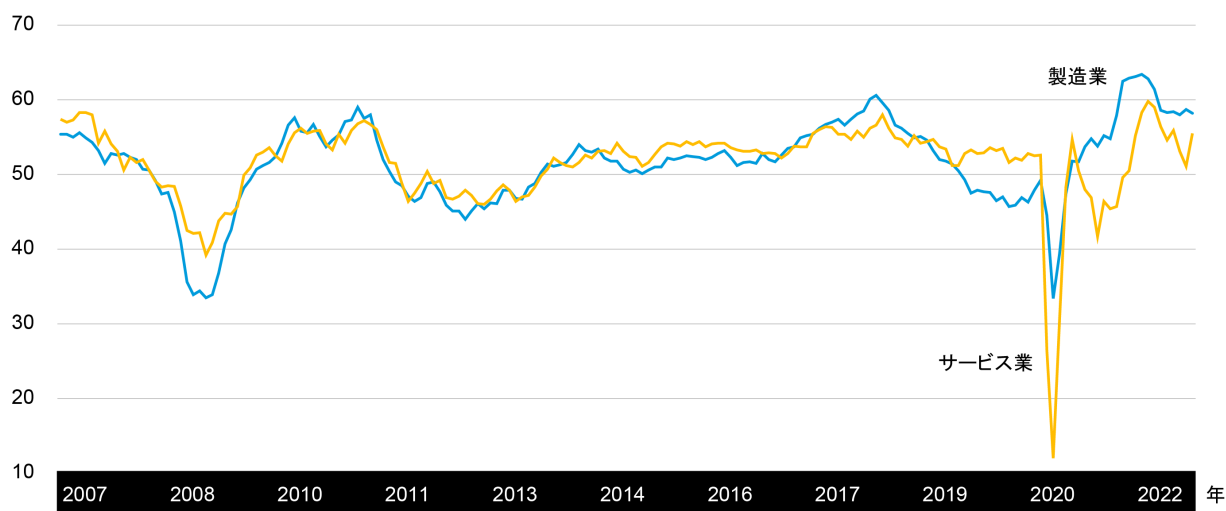
現時点では、確実に景気後退に陥ることを予想するまでには至らない。軍事的な緊張関係が短期間で解消されれば、貿易が再開され、エネルギー価格が下落に

転じる可能性があるだろう。または、ユーロ圏の首脳が消費者支援のための大規模な財政措置に合意する可能性もある(ただし、昨今の金利上昇により、この措置はより負担が大きいものになった)。もちろん、ECBは利上げが不可避でないことも明言している。

ユーロ圏の成長を示す最良の指標である購買担当者景気指数(PMI)調査(図表2)からは、現在のユーロ圏の景気は比較的堅調であることがわかる。しかし、この時点では戦争とエネルギー価格急騰の両方がデータにまだインパクトを与えていない。今後はPMIが急激に低下し、欧州経済もそれにそった減速を見せていくとABでは予想する。

もちろん、現在進行中の欧州首脳に対応によって、その様相が変わる可能性はある。例えば、財政改革が行われれば、現在の経済環境におけるネガティブな要素をある程度相殺できる可能性が高い。景気刺激の合意に至らない場合は、ユーロ圏の経済見通しの改善は地政学的な状況次第ということになりそうだ。

【図表2】 好調なPMIは、戦争とエネルギー価格の高騰をまだ反映していない  
ユーロ圏製造業・サービス業購買担当者景気指数



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
2022年2月28日まで  
出所:リフィニティブ・データストリーム

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。