

第一生命経済研究所レポート selection

2021年6月17日
団体年金事業部

【四半期特別マーケットレポート】 2021年7月以降の市場環境見通し ～インフレ懸念とどう付き合うか～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者の皆さま向けに特別レポートを作成しております。今回は、新家主席エコノミスト・藤代主任エコノミストの執筆による「2021年7月以降の市場環境見通し～インフレ懸念とどう付き合うか～」をお届けします。是非ご一読下さい。

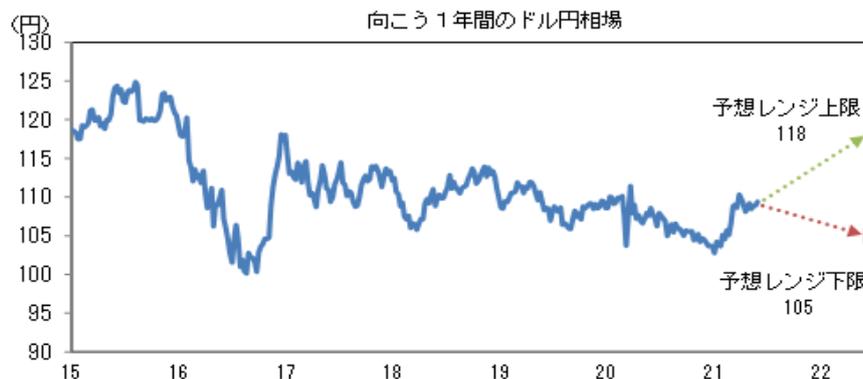
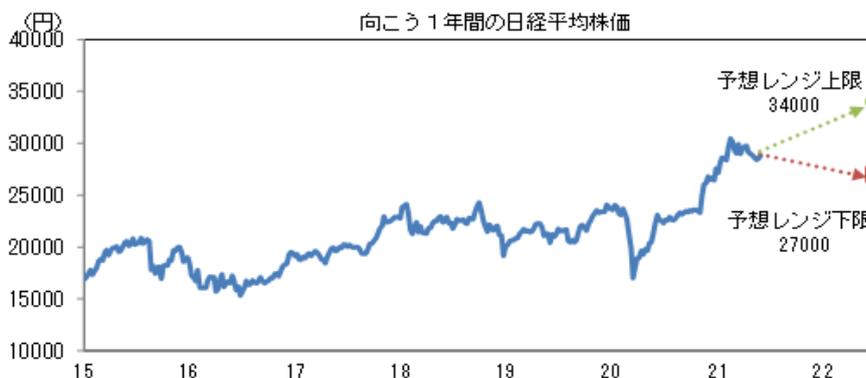
内容

【トピックス①:テーマはインフレ】

【トピックス②:「K字型回復」の行方】

【景気の現状と展望(米国、日本、欧州、中国・アジア新興国)】

■市場予測



四半期特別マーケットレポート

テーマ：2021年7月以降の市場環境見通し
～インフレ懸念とどう付き合うか～

発表日：2021年6月17日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

【トピックス①：テーマはインフレ】

主任エコノミスト 藤代 宏一

米国のインフレ懸念が金融市場のホットテーマになっている。5月米消費者物価（CPI）の前年比上昇率は+5.0%へと急上昇し、市場予想を大幅に上回った。コモディティ価格の上昇などからエネルギー価格が伸びを高めたほか、食料・エネルギーを除いたコアCPIが前年比+3.8%へと達した。コアCPIの3.8%という伸び率は1990年代後半以降に経験したことのない伸び率である。このように前年比でみた瞬間風速のインフレ率はかなり高まっている。

消費者物価指数の前年比上昇率が急上昇した理由は主に2つある。一つは、比較対象となる2020年春の実績値が極端に低かったことで前年比の数値がテクニカルに押し上げられたこと。もう一つは、コロナパンデミックによって先送りされた需要が一気に発現したことで、著しい需要超過状態になっていることである。前者をベースエフェクト要因（前年の裏ともいう）、後者はペントアップデマンド要因と区別することができる。FRBは双方とも「一時的」要因であると説明するが、債券市場参加者がそう考えなければ、金利は急上昇してしまい、株価に大きな打撃となることも想定される。

その点、債券市場参加者の見方は冷静で、これは株式市場にとって安心材料である。というのも、債券価格から逆算して算出される予想インフレ率が安定しているからだ。5年先（=2026年）から5年後の平均的な消費者物価上昇率の予想を表す5年先5年予想インフレ・スワップは現在2%台半ばで推移しており、これはコロナパンデミック発生前とさほど変わらない。換言すれば、長期的なインフレ率はその水準に落ち着くとの予想であるから、債券市場参加者はFRBと同様に最近のインフレ率上昇を「一時的」現象であると判断しているということだ。債券市場参加者がこうした物価見通しを維持すれば、長期金利が急上昇する可能性は低下し、金融市場全体の安定に繋がる。

<インフレ懸念とデフレ回避は紙一重>

そもそも株式市場にとってインフレは悪なのか。一般論として単にインフレが進むだけでは株価に悪影響は及ぼさず、それ自体はむしろポジティブな面もある。企業がコスト上昇分をそのまま、あるいは上乘せして販売価格に転嫁する状態こそがインフレであるから、そうした下で企業の売上と利益の絶対水準は増加し、株価には好材料に働くこともある。これが「インフレヘッジとしての株式」と言われる所以でもある。

また、そもそも現在の予想インフレ率（2%台半ば～後半）が「懸念」というレベルに達しているのかという疑問もある。FRBの政策目標はPCEデフレータで計測したインフレ率が平均的に2%程度で推移することである。中長期的な消費者物価指数上昇率が2%台半ばになるという現在の予想インフレ率は「デフレ回避に成功」と評価することもでき、ポジティブな印象すら受ける。ちなみにFRBが重視するPCEデフレータは、消費者物価指数よりも低めに出ることが知られており、たとえば2018年10月はPCEデフレータは前年比+2.1%、消費者物価指数は+2.5%であった。こうして考えると、最近の予想インフレ率上昇は、FRBにとって好ましい水準であるといっても違和感はないだろう。以上に鑑みて筆者はインフレ懸念が株式市場でさほど大きな問題にならないと予想している。

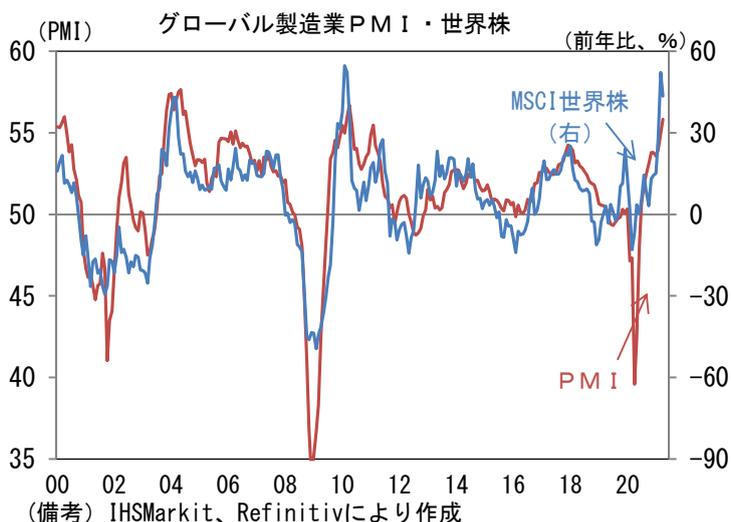
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

<2つのテーマのタイミング>

では先々の注目点として重要なのは何であろうか。それはやはり 2022 年前半と目されている F R B のテーパリング（量的緩和の段階的縮小）を見据えた中期目線であろう。それに先立って、コロナショック発生以降の株高を大別しておく必要がある。その一つは、マネー要因。もう一つは、製造業を中心とするマクロファンダメンタルズの回復である。この2つの異なるテーマの時間軸をしっかりと見極めていくことが重要と考えられる。

マネー要因とは、各国政府が支給した給付金や休業補償といった財政支出と、各国中銀が実施した空前の大規模金融緩和が源泉。たとえば、2021 年 3 月における米国のマネーストックは 2020 年 1 月対比で +29.1% と驚異的な伸びを示し、ユーロ圏も +12.8%、日本も +8.0% と大幅に増加している。G 4 中銀（日本・米国・ユーロ圏・英国）の総資産 GDP 比はコロナ危機前から 20%pt 以上も上昇し、5 月時点で 57.6% と飛躍的上昇を遂げている。こうした“じゃぶじゃぶ”のおカネが金融市場になだれ込み、コロナバブルとも言える状況を招いたとみることもできる。実際、G 4 中銀のバランスシート規模と世界の株価は連動性を有してきた。

他方、意外なことにコロナ禍における株価上昇は、製造業のマクロファンダメンタルズで説明することもできる。コロナパンデミックの特徴として、I T 関連財の需要増加があり、これが企業収益を押し上げ、株価上昇を正当化したと考えられる。その証拠に、コロナパンデミック前から連動性を有してきたグローバル製造業 PMI と世界株式（MSCI ワールド）は 2020 年春の一時期を除いて、ほとんどその関係に変化がみられなかった。



このうちマネー要因については、今後はその拡大ペースが鈍化する公算が大きい。2022 年前半には F E D のテーパリング開始が広く予想されている。NY 連銀が 4 月に実施した調査（調査回答者はプライマリーディーラーと呼ばれる市場参加者）によれば、2022 年 1 Q から資産購入ペースは減額され、2022 年末頃に資産購入は停止する見通しが支配的になっている。また ECB や BOE の資産購入ペースも減額方向への変化が予想されている。バランスシートが縮小するわけではないため、金融引き締めではないが、拡大ペースが弱まってくる可能性は高い。

また、後は製造業の回復モメンタム鈍化も想定しておく必要がある。現在のところ世界の製造業は、コロナパンデミックが喚起した情報関連投資を喚起したこともあって、旺盛な I T 関連財需要があり、それに

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

よってグローバル製造業PMIは異例の高水準を維持している。

ただし、IT関連財については過去のシリコンサイクルに基づけば、今後しばらく伸び率を高めた後、向こう1年程度にピークアウトすることも考えられる。2019年央を底に上向きのカーブを描いている現在の半導体市況は、片道2年を前提とするなら、コロナパンデミックによる生産体制混乱や特需的な需要増加を踏まえても、そろそろ上向きサイクルの終了が見えてくる頃だろう。半導体は、構造的ともいえる需要拡大が続いているため、5年や10年といった長期にわたって成長が持続するスーパーサイクルに入ったとの見方もあるが、年間成長率が（前サイクルのピーク時に相当する）20%を超える状態が長期化するとの考えは、やや楽観が過ぎるように思える。いずれ何らかの理由で成長ペースが鈍化すると考える方が自然だろう。

もし、グローバル製造業PMIが2022年から下向きのカーブを描くなら、そこにFRBのテーパリングが重なってしまうことになる。テーパリングそれ自体は中央銀行のバランスシート規模を縮める訳ではなく、また生産活動の下向きサイクルは必ずしも企業収益の“減益”を意味する訳ではない。したがって、それらが株価下落に直結する訳ではないが、マクロファンダメンタルズの風向きが悪くなる局面で主要中銀のテーパリングが始まれば、金融市場は強いストレスに晒される可能性がある。日経平均が3万円を大きく超えて回復していく条件としては、FEDの金融緩和が長期化するか、製造業の上向きサイクルが2022年も続く、このどちらかが必要だろう。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【市場見通し】



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

予想コメント

◇株式

日本株は世界的な金融緩和が続く下、企業業績の回復傾向が強まることで、高値圏推移を見込む。日本国内のワクチン接種に対する期待も高まるだろう。もっとも、FRBの金融緩和縮小観測には注意が必要。米長期金利の急上昇が世界的株安を誘発する恐れもある。

◇ドル円

為替は、米長期金利上昇に伴う日米金利差拡大によって円安傾向への推移が見込まれる。もっとも、日米金利差の絶対水準が小幅なこともあり、大幅な変動は見込まれない。

◇金利

日銀は長期金利の誘導目標を「0%程度」に据え置く公算が大きい。金利上昇を断固抑える姿勢を示しており、10年金利が0.25%を超える可能性は低い。短期金利は▲0.1%で不変の見込み。金融緩和の副作用が蓄積しており、マイナス金利深掘りの可能性は低い。

(注) 記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

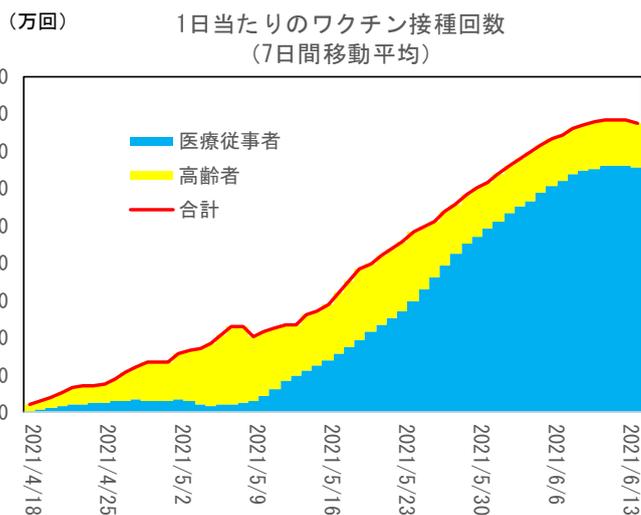
【トピックス②：「K字型回復」の行方】

主席エコノミスト 新家 義貴

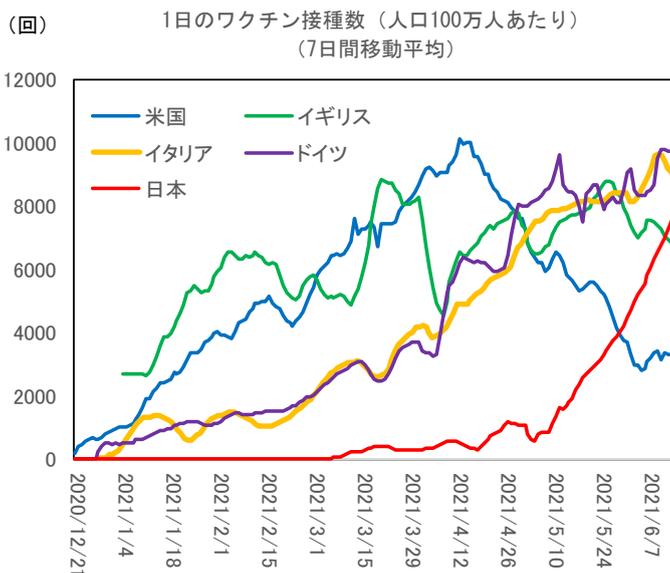
新型コロナウイルス禍における経済状況を象徴する言葉が「K字型回復」だ。通常の危機とは異なり、今回のコロナショックでは、悪影響が一部の業種やグループに集中したことで、大きな打撃を受けた部門が回復から取り残された一方、テレワーク需要拡大や巣ごもり消費の盛り上がり等の恩恵を受けたことで好調に推移した部門もあったことが、格差の拡大に繋がっている。「製造業と対面型サービス業」、「高所得層と低所得層」、「男性雇用と女性雇用」など、様々な場所で「K字」がみられた。

こうしたなか、現在注目が集まっているのが、ワクチン接種率の差による「国家間のK字」である。ワクチン接種が進展することで経済活動の正常化が進む国と、接種が進まず経済活動の本格回復が遅れる国とで二極化が明確化するとの見方である。残念ながら日本は後者のグループに属するとされており、当初みられたワクチン接種の遅れから「ワクチン敗戦国」なる言葉も一部で聞かれた。実際、4-6月期については、ワクチン接種で先行している米国やユーロ圏では景気加速が見込まれる一方、日本では緊急事態宣言の発令・延長もあって停滞感が強い状態が続くなど、景気格差が明確化する可能性が高い。

だが、状況は足元で変化しつつある。日本ではGW明けから接種が本格化したのが、当初懸念されていたような大混乱は避けられており、予想以上にスムーズに行われているとの評価が妥当だろう。地方自治体が円滑な接種に向けて様々な工夫をこらしていることに加え、最大の問題だった医療従事者の確保について、政府は、通常ワクチンが接種できる医師、看護師に加え、歯科医師についても条件付きで容認するなど、ワクチン接種を取り巻く環境は大きく改善している。実際、ワクチン接種回数も順調に加速しており、足元では1日当たり80万回程度となっている。これは人口比で見ると概ね欧州諸国に匹敵するペースであり、日本が急速に巻き返していることが見て取れる。職場での接種が6月21日から開始されることを考えると、さらなる加速も期待できるだろう。当初は無謀な目標とされた「一日100万回」、「希望する高齢者への接種を7月末までに完了」も、十分視野に入る状況となっている。



(出所) 首相官邸



(出所) Our World in Data

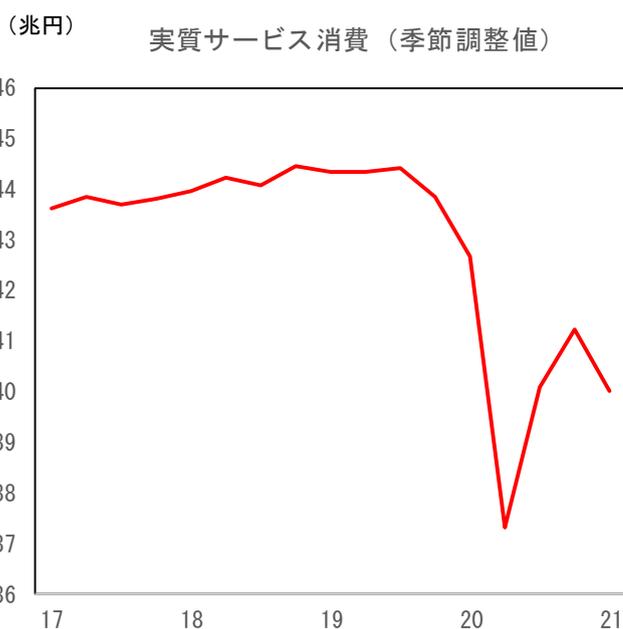
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

高齢者へのワクチン接種の進展は、医療の提供体制への負荷の面で大きな意味を持つ。これまでは、感染が拡大すると、高齢の重症者が増加することで医療がひっ迫し、緊急事態宣言の発令に繋がってきた。しかし、高齢者にワクチンが行きわたることで医療提供体制に余裕ができれば、状況は大きく変わる。6月20日で緊急事態宣言が解除されることで、今後再び感染者数が増加する可能性は否定できないが、その場合でも再度の緊急事態宣言発令は回避できるだろう。景気持ち直しの動きが途絶えることはない。

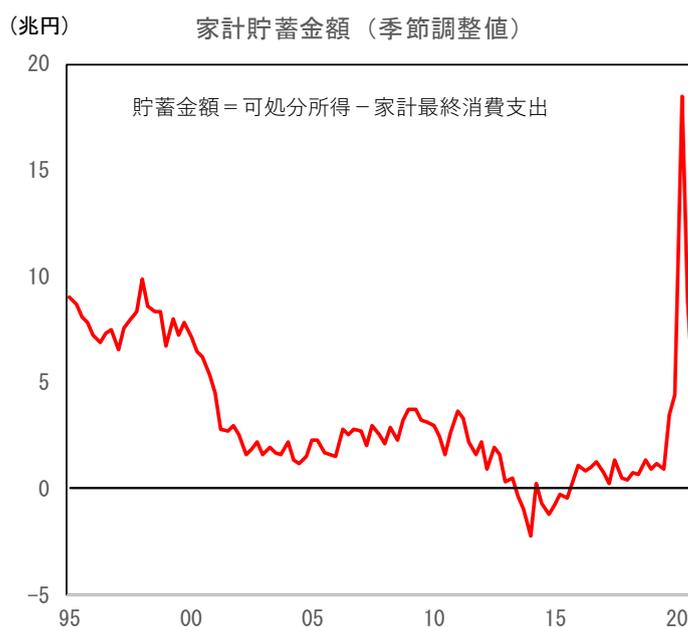
高齢者への接種完了後、一般接種も進んでいく。海外の例をみると、接種率が3割程度に高まるころから感染抑制効果が明確化していることから考えて、日本でも夏～秋には効果が顕在化するだろう。感染者数の減少が実際に見えてくれば、心理的な面でも好影響が及ぶ可能性が高いことも好材料だ。

特に期待されるのが、これまで抑制されてきたサービス消費の活発化である。新型コロナウイルスの感染拡大により本来の消費機会を逃したことに加え、特別定額給付金の支給もあり、家計の貯蓄は過去に例がないほど積みあがっている。このうち、「消費したくてもできなかった」ことで半ば強制的に貯蓄に回った部分については、ワクチン接種で感染リスクが低下することにより、ペントアップ需要として一部が顕在化する可能性が十分ある。日本銀行の試算ではこの「強制貯蓄」は20兆円（GDP比4%）にのぼるとしており、蓄積されたマグマは相当に大きい。21年度後半から22年度にかけて、景気は上振れる可能性が高い。

出遅れていた日本の景気が加速することで、欧米との間で生じていた「K」は解消に向かう。また、サービス消費の持ち直しが明確化することで、これまで苦境に立たされていた対面型サービス業も上向くほか、女性雇用の回復も見込める。今後は様々な場面で「K字型回復の解消」が大きなテーマになるだろう。



(出所)内閣府「国民経済計算」



(出所)内閣府「国民経済計算」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

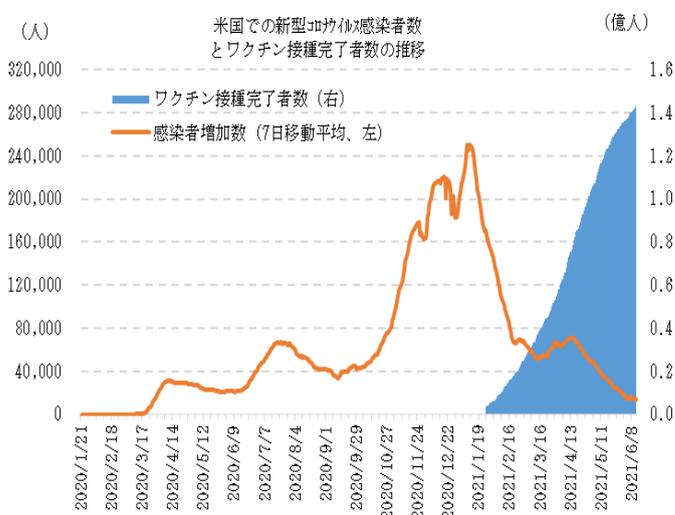
【景気の現状と展望（米国）】

米国経済は、21年に入ってから景気回復の勢いを再び強めている。21年1－3月期の実質GDP成長率（2次推計）は、前期比年率+6.4%増と、20年10－12月期の同+4.3%から再加速した。20年12月と21年3月に成立したそれぞれ9,000億ドル規模と1.9兆ドル規模の経済支援策や、新型コロナウイルス感染拡大ペースの鈍化を受けた行動制限の緩和が奏功している。加えて、ワクチン接種による人の移動の活発化等を背景に、個人消費が前期比年率+11.3%と急拡大し、成長を牽引した。

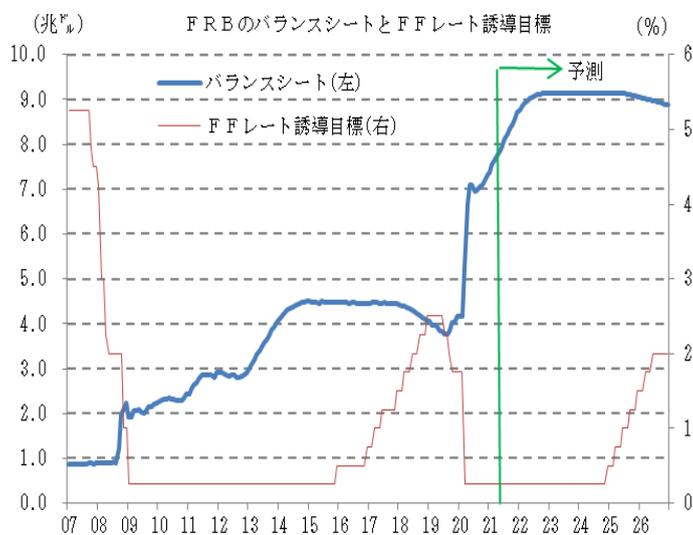
4、5月に入っても、景気は堅調さを維持している。ワクチン接種の進展による感染拡大ペースの鈍化や、それらを受けた行動制限の緩和が続き、企業の景況感を示す総合ISM景気指数は製造業、非製造業ともに高い水準に上昇した。一方、労働市場の回復ペースは鈍い。5月の非農業部門雇用者数が前月差+55.9万人（4月+27.8万人）と加速したほか、失業率が5.8%（4月失業率6.1%）と低下したが、回復ペースは鈍化している。新型コロナウイルス感染の増加ペース鈍化などに伴う行動制限の緩和を背景に飲食店、芸術・エンターテインメント・余暇、宿泊などが増加したものの、失業保険の上乗せによる就業意欲の後退を背景に、賃金の低い職種の雇用が抑制された。今後、雇用は景気拡大、失業保険の上乗せの終了、半導体供給の段階的な増加に伴い回復ペースを速めようが、労働市場がコロナ危機前の水準を回復するのは、雇用のミスマッチもあって時間がかかるとみられる。

新型コロナウイルス対策では、米疾病対策センター（CDC）は5月13日、「ワクチン接種を完了した人は、活動規模の大きさに関係なく屋内外での活動にマスク着用や人的距離の確保をせずに参加することが可能」と従来の指針の大幅な変更を公表した。米バイデン政権は、経済の早期正常化を目指して、7月4日までに成人のうち約62%がワクチン接種を完了させることを目標として掲げている。6月12日時点で人口の43.3%、成人の50%強が接種を完了しており、目標の実現は可能な状況にある。

以上より、引き続き行動規制の緩和が見込まれるほか、1.9兆ドル規模の経済支援策の効果などもあり、21年4－6月期の実質GDPの水準は、個人消費主導でコロナ危機前のピークを上回るだろう。21年後半の経済成長は、経済支援策の効果が弱まること等によって、年前半からやや鈍化するものの、多くの米国民のワクチン接種完了により堅調さを持続し、21年の実質GDP成長率は前年比+6.5%と高成長が見込まれる。FRBは、6月分の雇用統計を含む経済指標で現在の回復ペースの継続が確認されれば、7月のFOMCでテーパリングの議論を開始しよう。その後、経済情勢の改善ペース等に大きな変化が見られなければ、9月のFOMCで現在の資産購入のフォワードガイダンスの変更を行うと予想される。22年1－3月期からテーパリングが開始されるとみられるが、既に市場が織り込んでいるほか、資産購入の減額であることから22年もFRBのバランスシートの拡大が続くため、経済の拡大や金融市場の安定は維持されると見込まれる。



(出所)CDC等



(出所)FRB、予測は筆者

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【景気の現状と展望（日本）】

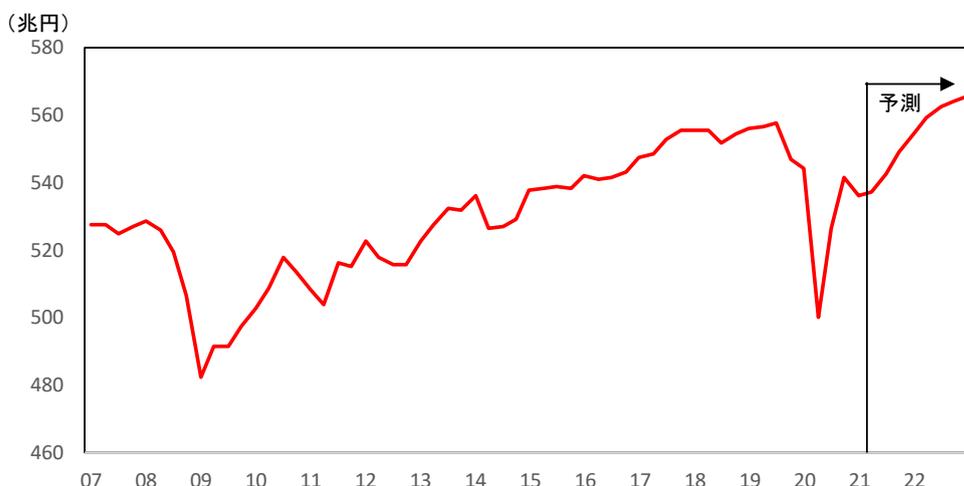
21年前半の国内景気は停滞感が強まった。緊急事態宣言発令による経済活動制限により昨年4-6月期にGDP成長率は前期比年率▲28.6%と未曾有の落ち込みを見せた後、7-9月期（同+22.9%）、10-12月期（同+11.7%）と速いペースでリバウンドしていたが、新型コロナウイルス感染者数の再拡大と2度目の金融事態宣言発令により、21年1-3月期は再びマイナス成長（同▲3.9%）に転じ、持ち直しの動きがいったん途切れる形となった。経済活動の活性化と感染抑制のバランスをとることがいかに難しいかが示されている。

2度目の緊急事態宣言は3月下旬にいったん解除されたものの、再び感染者数が増加したことで4月25日には3度目の緊急事態宣言が発令、その後、対象地域の拡大や期間の延長が行われた。3度目の緊急事態宣言は、酒類を提供する飲食店や、百貨店、ショッピングモール等の大型商業施設等への休業要請が出されるなど、飲食店への時短要請を中心とした前回と比較して経済活動制限の度合いが強く、サービス消費を中心として個人消費は一段の悪化が予想される。輸出が好調に推移していることや設備投資の増加が見込まれることといった要因が下支えになることから、2四半期連続のマイナス成長は回避されるとみるが、4-6月期の景気も停滞感が強い状況が続くことが予想される。4-6月期は、ワクチン普及と行動制限緩和によって高成長が見込まれる米国や欧州と比較して、日本の出遅れが目立つ形になるだろう。

一方、年後半以降については明るい展望も描けるようになってきた。ワクチン接種が予想以上のペースで進んでいることが背景にある。最大の課題とされた医療従事者の確保については、歯科医師による接種を条件付きで容認するなどの対策は進めたほか、地方自治体も円滑な接種に向けて様々な工夫をこらしている。既に欧米を比較しても遜色ないペースにまで一日あたりの接種ペースは加速しており、接種率が向上するにつれて感染抑制効果が徐々に発現することが期待できる。抑制されてきたサービス消費が持ち直すことで、21年度後半から22年度にかけて景気は上振れる可能性が高い。景気持ち直しの影響がタイムラグをもって波及することから、22年の雇用・賃金の緩やかな回復が見込めることも好材料だ。また、感染拡大リスクが小さくなれば、需要喚起を目的とした経済対策が実施しやすくなることも、景気の後押しにつながるだろう。昨年実施されたGo ToトラベルやGo To Eatは、感染拡大に繋がったとして大きな批判を浴びたが、ワクチンの普及が進み、感染リスクが軽減された状態であれば、こうした政策も十分検討に値するだろう。

このように、景気は今後回復ペースを速める可能性が高く、水準としての回復も進んでいく。実質GDPの水準（季節調整値）は、2022年4-6月期には新型コロナウイルス感染拡大前のピークである2019年7-9月期の水準を回復すると予想する。

実質GDPの推移(季節調整値)



(出所)内閣府「国民経済計算」
(注)予測は第一生命経済研究所

【景気の現状と展望（欧州）】

新型コロナウイルスの新規感染者の減少とワクチン接種の加速を受け、ここ数ヶ月で欧州の景気回復期待が急速に高まっている。既に多くの国が段階的な行動制限の解除に着手しており、ユーロ圏の実質国内総生産（GDP）成長率は4～6月期にプラス圏に復帰する可能性が高い。5月末にはコロナ危機からの復興に必要な財政資金を欧州連合（EU）の加盟国に提供する復興基金の稼働準備も整った。7月以降、計画が承認された国に順次、初回資金の拠出が開始されよう。都市封鎖の間に先送りされていた需要の復元に、復興基金を通じた財政支出の拡大も加わり、年後半のユーロ圏経済は力強い成長軌道を辿る展開が予想される。来年1～3月期にはコロナ危機発生以前の実質GDPの水準を回復するとみられる。

欧州のコロナ禍克服が視野に入るなか、大規模金融緩和でパンデミック下のユーロ圏経済を支えてきた欧州中央銀行（ECB）の政策転換に注目が集まっている。年明け後の金利上昇を警戒したECBは3月の理事会で、昨年春に開始したパンデミック緊急資産買い入れプログラム（PEPP）の買い入れペースを大幅に加速する方針を示唆した。その後の景気回復期待の高まりとインフレ加速を受け、ECBが近く買い入れペースの縮小（テーパリング）を開始すると観測が浮上している。6月の理事会では、景気と物価の見通しを大きく上方修正したにもかかわらず、PEPPの大幅な買い入れペースを維持する方針が決定された。ECBは早期テーパリングで金融環境が過度に引き締められ、景気や物価の改善が脅かされることを警戒している。

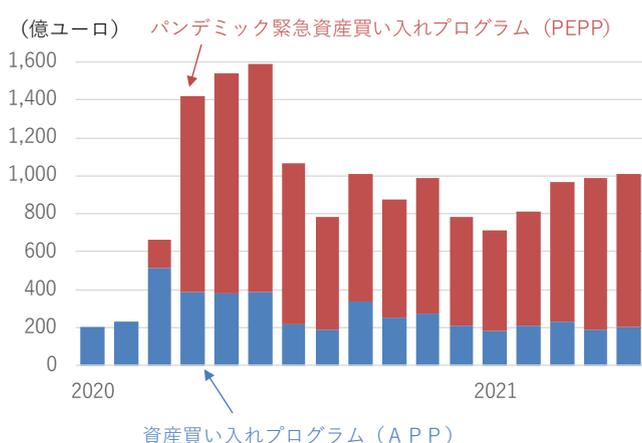
ECBが慎重姿勢を崩さない背景には、物価の持続的な改善はまだ見通せないことがある。足元のインフレ加速は、昨年春の感染拡大時の原油価格急落の反動増に加えて、コロナ危機対応でのドイツの付加価値税（VAT）の時限引き下げ終了など、一過性の要因で押し上げられている。短期的には経済活動再開に伴う供給制約も物価の押し上げ要因となるが、余剰人員や遊休設備など経済の未利用資源（スラック）が残るなか、基調的なインフレ圧力は引き続き限定的だ。最新のECBスタッフ見通しでも、予測最終期（2023年10～12月期）のインフレ率は1.5%にとどまる。これはECBが中期的な物価安定と定義する「2%をやや下回る」水準に届かないばかりか、コロナ危機以前の物価見通しの最終到達地点を下回る。

6月理事会でテーパリング開始が見送られたことで、市場参加者の関心は次にPEPPの買い入れ方針を点検する9月理事会に移っている。その頃には多くの欧州諸国で集団免疫の獲得が近づき、景気回復がより確かなものとなり、復興基金の初回資金拠出も始まっていよう。9月理事会でPEPPの買い入れペースの縮小を決定し、秋に結果を公表予定の金融政策の戦略検証の結果を待って、年末までに今後の政策方針を決定する展開を予想する。感染封じ込めに成功し、景気や物価見通しが好転する状況下で、パンデミック対応のPEPPをさらに延長する根拠は乏しい。その一方で、ECBがこのまま来年3月末にPEPPを終了すれば、金融環境が過度に引き締められ、物価安定が脅かされかねない。PEPP終了に合わせて、PEPP導入以前から続く資産買い入れプログラム（APP）を一旦増額することで、資産買い入れ額が一気に縮小する「崖」回避に動く予想する。その後は来年中にAPPのテーパリングに着手し、利上げが開始されるのは2023年以降とみる。

ユーロ圏の消費者物価の推移



ECBの資産買い入れ額の推移



出所：欧州統計局、欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

出所：欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

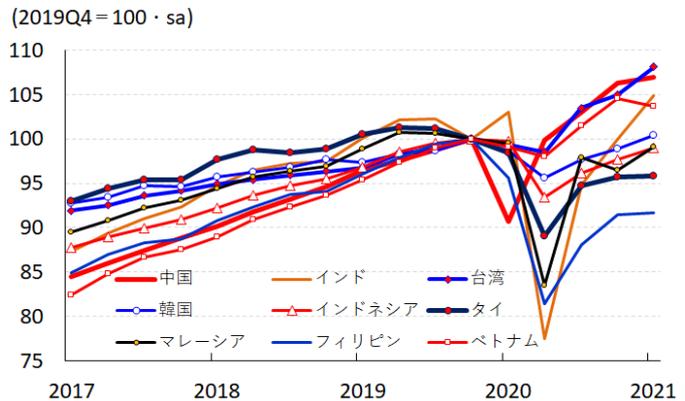
【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

昨年半ば以降の中国経済は、新型コロナウイルスの感染収束による経済活動の正常化が進んでおり、欧米など主要国での感染一服による経済活動の再開など世界経済の回復も追い風に景気は底入れしている。今年1-3月の実質GDP成長率は昨年前半に下振れした反動で前年同期比+18.3%と四半期ベースで過去最高の伸びとなったが、前期比は+0.6%、年率換算ベースでも+2%台半ばに留まるなど実態は『踊り場』状態にあると捉えられる。今年前半の経済指標は前年比ベースで伸びが上振れしやすいが、足下の景気は外需と投資に依存しており、企業マインドの堅調さにも拘らず雇用の回復が道半ばの状態にある上、物価上昇圧力の高まりが実質購買力の下押し圧力となる動きもみられるなど家計消費は力強さを欠く展開が続く。

中国以外のアジア新興国についても、各国が財政及び金融政策の総動員による景気下支えに動いていることに加え、主要国を中心とする世界経済の回復を追い風に財輸出に押し上げ圧力が掛かるなど、景気の底入れが進んでいる。なお、新型コロナ対策の「優等生」とされてきたベトナムや台湾、シンガポールのほか、インドにおいても感染鈍化により経済活動の再開が進む一方、これら以外の国々では感染拡大が続くなど内需を取り巻く状況に差が生じたものの、アジア新興国景気は総じて底入れの動きを強めてきた。なかでも感染収束が進んだ国では、経済活動の再開を受けて家計消費がペントアップ・ディマンドにより押し上げられるなど、内・外需双方で景気の底入れが促される流れがみられた。しかし、世界的に人の移動が制限されるなかで経済に占める観光関連産業の割合が比較的高いタイやフィリピンなどの景気の足を引っ張る状況が続いており、景気動向を巡って跛行色が一段と強まっている。また、このところは感染力の強い変異株による感染が再拡大して「優等生」とされた台湾やベトナムなどにも影響が広がっており、短期的に景気の足かせとなることは避けられそうにない。また、多くのアジア新興国はワクチン接種に手間取っており、国際的なワクチン供給スキーム（COVAX）による供給も滞っている上、世界的にワクチン獲得競争が激化するなかで集団免疫の獲得に時間を要する可能性が高まることも懸念される。そうなれば経済活動が完全な正常化に至るには相当の時間を要することで、景気回復に冷や水を浴びせる事態となることも予想される。

なお、今年のアジア新興国の経済成長率は前半を中心に昨年の反動で大幅な上振れが期待されるため、多くの国で経済成長率は軒並み久々の高水準となる可能性が高い。ただし、足下における感染再拡大による行動制限の再強化は景気回復の道筋を挫くことが懸念されるほか、経済に占める観光関連産業の割合が高い国を中心に景気回復の後ズレは避けられない。他方、今年後半以降については主要国の景気回復を背景に、財輸出がけん引役となる形で景気回復が促されるとともに、感染収束による経済活動の再開、正常化を追い風に家計消費や企業の設備投資意欲の回復が進むと期待される。さらに、各国は巨額の財政出動を通じた景気下支えを実施しており、こうした動きの進捗も来年にかけて景気を押し上げる展開が続くと予想される。ただし、欧米など主要国の景気回復の進展に伴い、先行きは米FRB（連邦準備制度理事会）をはじめとする主要国中銀が金融政策の『正常化』を模索すると見込まれ、そうした動きは経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な新興国を中心に資金流出に繋がるリスクがある。来年以降にはそうした動きの具現化も予想され、中国をはじめとする国々の経済成長率は過去数年に亘る減速傾向の趨勢に沿う展開に収束する一方、インドやインドネシア、フィリピンなど短期的な下振れに直面する国は加速感を強める対照的な動きとなることも考えられる。金融政策については外部環境次第の様相が続くと予想されるものの、国際金融市場が動揺する局面では資金流出圧力が強まる可能性もあり、实体经济の動向と関係なく金融政策の正常化を迫られる難しい対応に追い込まれるリスクにも注意が必要である。

図1 アジア新興国の実質GDP水準の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、一部の国の季節調整値は試算

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。