

デysinフレ下のユーロ圏で続く株価の上昇

～ 今後は上昇スピード鈍化の可能性 ～

山口 勝義

要旨

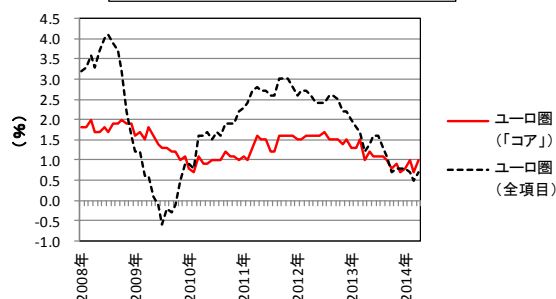
ユーロ圏では景気回復のうえで大きな懸念点であるデysinフレのもとで、株価の上昇が続いている。世界規模での金融緩和に伴う潤沢な流動性がこの上昇をリードしてきた性格が強いとみられるが、今後は上昇スピードが鈍化するなどの可能性が考えられる。

はじめに

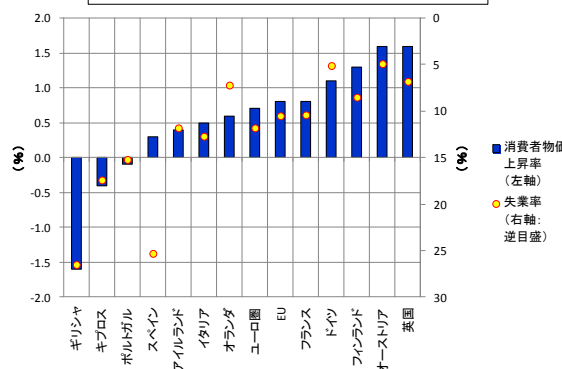
ユーロ圏では消費者物価上昇率の低下（デysinフレ）が継続している。これは実質金利の上昇を通じ投資を抑制するとともに債務負担を増大させるため、景気回復のうえで大きな懸念点である。さらに個別国ごとには、ギリシャ等では既に物価上昇率がマイナスに沈んでいる。これらの国々では失業率が15%を超える高い水準にあることから、容易には改善が困難な内需の弱さがデysinフレを深化させているものと考えられる。また、こうした状況は消費の先延ばしにつながるため、両者間での悪循環の拡大が懸念されている（図表1、2）。

ここでユーロ圏の金融市場に目を転じれば、各国では国債利回りの低下に加えて株価の上昇が続いている。確かに金融緩和の長期継続見通しや中長期金利の低下傾向は株式市場のサポート要因である。しかしながら、特に財政悪化国では金融機能の脆弱性により銀行の貸出金利が高止まる一方、国債利回りのこれ以上の低下にも限界があるものとみられる。こうしたなか、当面の低成長見通しばかりか、新たにデysinフレに伴う影響が懸念されるなかでのユーロ圏の株価の上昇はどのように理解すればよいのだろうか。

図表1 消費者物価上昇率(前年同月比)



図表2 主要国の消費者物価上昇率(前年同月比)と失業率



（資料）図表1、2はEurostatのデータから農中総研作成。
 （注）消費者物価上昇率(HICP)は最近時点の14年4月のデータであるが、データの制約から英国は同年3月時点のもの。また、「コア」は全項目からエネルギー、食品、アルコール飲料、タバコを除いたもの。
 失業率は最近時点の14年3月のデータであるが、データの制約からギリシャは同年2月、英国は同年1月時点のもの。

筆者は6ヶ月前に別稿でデysinフレの進行をユーロ圏の景気回復上の当面の主要なリスクとして取り上げたが^(注1)、本稿では改めてその後の情勢を点検するとともに、かかる環境下での最近の金融市場の特徴的な動向について検討するものである。

見込まれるデフインフレの継続

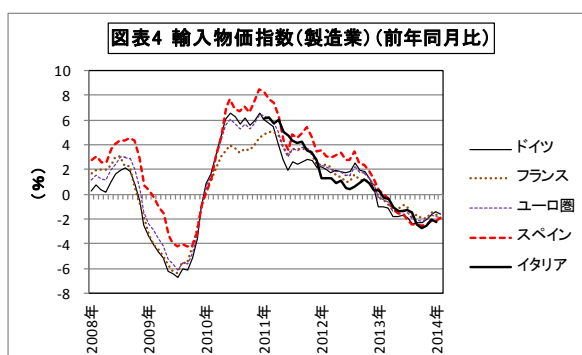
前記の別稿においては、物価上昇をもたらす要因である①需要要因（ディマンド・プルによる物価上昇）、②供給要因（コスト・プッシュによる物価上昇）、③貨幣的要因（貨幣供給量の増加による物価上昇）ごとに点検した結果、ユーロ圏ではデフインフレ傾向からの早期反転は期待し難いことを確認した。6ヶ月後の現時点においても、この判断を変更する必要性は基本的にないものと考えられる。

まず①の需要要因については、ユーロ圏の主要国では総じて高い失業率のもとで個人消費に力強さが乏しいほか、家計や企業の負債比率の改善も課題として残されている。また、途上国の経済成長が減速傾向にある点にも大きな変化はない。次に②の供給要因については、財政危機対策としての構造改革に伴い、労働コスト等の生産コストは低下傾向にある。また、商品価格も途上国経済の減速等で落ち着いた動きが見込まれている。さらに③の貨幣的要因については、長期リファイナンスオペ（LTRO）の償還開始とともに欧州中央銀行（ECB）のバランスシートは縮小に向かい、マネタリーベースは減少に転じるなど、現状、貨幣的要因からも物価反転の可能性は考え難い。

一方、消費者物価上昇率の項目別内訳では輸入に大きく依存するエネルギー価格の下落が続いており、これが②の供給

要因として、デフインフレの進行に大きく影響していることがわかる（図表3）。この背景にあるユーロ高傾向については、ユーロ圏の経常収支が改善を示しているほか、ECBが米国型の量的緩和政策等の非伝統的な金融政策に踏み出すには財政ファイナンスの禁止や金融市場の制約等の高いハードルが存在していることなどから、その根本的な転換は見込み難いものとみられる。このため、2011年以降継続する輸入物価指数上昇率の低下傾向は当面継続し、今後も物価上昇率全体を下押しすることが考えられる（図表4）。

また、項目別内訳ではエネルギー価格の下落とは別に「コア」の上昇率の低下傾向も明らかとなっている（図表1、3）。ここには①の内需の弱さが反映しているが、ユーロ圏ではその早急な改善は期待し難いため、仮に今後ユーロ高傾向がある程度修正されたとしても、弱い内需がデフインフレを継続させる要因として働き続けるものと考えられる。



（資料）図表3、4はEurostatのデータから農中総研作成。

図表3 消費者物価上昇率の項目別内訳(ユーロ圏)(前年同月比)

(単位 %)

	2013年 4月	11月	12月	2014年 1月	2月	3月	4月
全項目①	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7	0.5	0.7
うちエネルギーのみ②	▲ 0.4	▲ 1.1	0.0	▲ 1.2	▲ 2.3	▲ 2.1	▲ 1.2
うち食品、酒、タバコのみ③	2.9	1.6	1.8	1.7	1.5	1.0	0.7
うち工業製品のみ④	0.8	0.2	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1
うちサービスのみ⑤	1.1	1.4	1.0	1.2	1.3	1.1	1.6
①から②を除く	1.4	1.1	1.0	1.0	1.1	0.8	0.9
①から②、③を除く(「コア」)	1.0	0.9	0.7	0.8	1.0	0.7	1.0

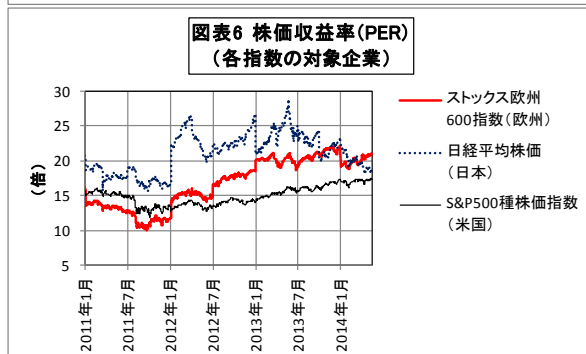
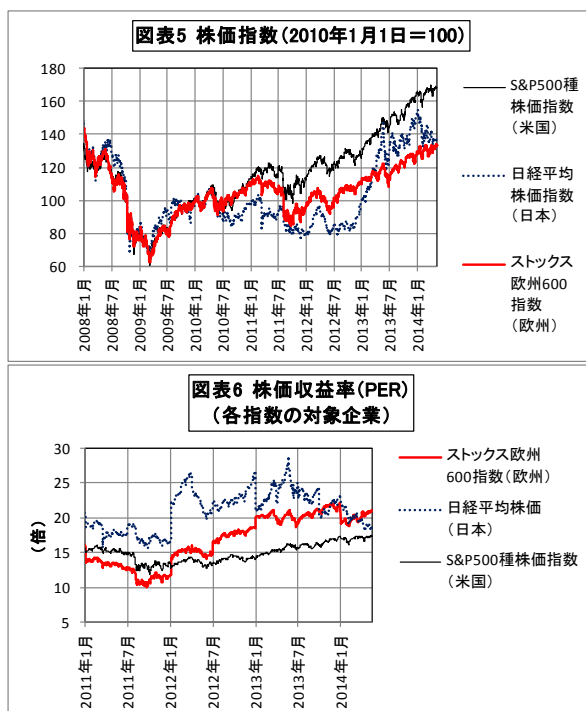
流動性がリードしてきた株価の上昇

さて、このような環境下でのユーロ圏の株価上昇であるが、欧州の代表的な株価指数であるストックス欧州 600 指数は約 6 年ぶりの高値圏に達している。08 年のリーマンショック時の下落からの反転が速かったほか、経済の先行きに不透明感を投げかけてきたユーロ圏の財政危機のもとでも、限られた調整期間を除いて、同指数は基本的に上昇傾向で推移してきている（図表 5）。

財政危機は 09 年秋にギリシャにおける財政粉飾の表面化をもって始まったが、アイルランドやポルトガルへの金融支援を経て、その後、11 年秋から 12 年初にかけて、銀行の財務悪化を通じたより広い範囲への波及懸念等で危機感がピークに達した。これに対し、ECB による 11 年 12 月および 12 年 2 月の LTRO を通じた大規模な資金供給や、さらには 12 年 9 月の無制限の国債購入策（OMT）の導入等を通じたユーロを守るとの強いコミットメントを契機として危機の沈静化が進んだ。

この間のストックス欧州 600 指数の推移は、概ね大きく次の 3 つのステージに分けて捉えることができる。

- ① まず、リーマンショック以降、10 年末までの期間である。ここでは、同指数は米国の株価指数とほぼ歩調を合わせた回復を示している。
- ② 次に、11 年初から同年末までの期間である。ここでは、同指数は上記の財政危機の危機感の高まりに対応する形で下落し、調整が続いている。
- ③ 最後に、12 年初以降の期間である。ここでは、同指数は米国の株価指数の上昇速度にはやや劣後するものの、回復基調に復帰している。



（資料）図表 5、6 は Bloomberg のデータから農中総研作成。

このように、一時的な調整期間を除き、同指数は、その先行きが見通し難く国債金利回りも大幅な上昇を続けていた財政危機の前半期をも含め、基本的に上昇傾向を維持してきたことが確認できる。

以上の推移からは、ユーロ圏における株価の上昇は、経済動向よりも、むしろリーマンショック後の世界規模での金融緩和に伴う潤沢な流動性がリードしてきた性格が強いように考えられる。さらに直近では、財政危機の沈静化ばかりではなく、新興国リスクの認識を通じたユーロ圏への資金流入が、市場を支える要因として働いている可能性がある。

こうしたなか株価収益率（PER）の動向を見れば、欧州では 11 年後半を底に上昇傾向に転じ、特に 12 年以降は米国を上回る高い水準で推移している（図表 6）。これは、流動性主導で上昇を続けてきた市場特性のひとつの現れではないかと考えられる。

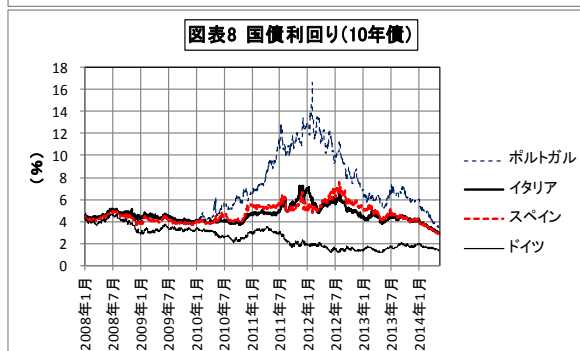
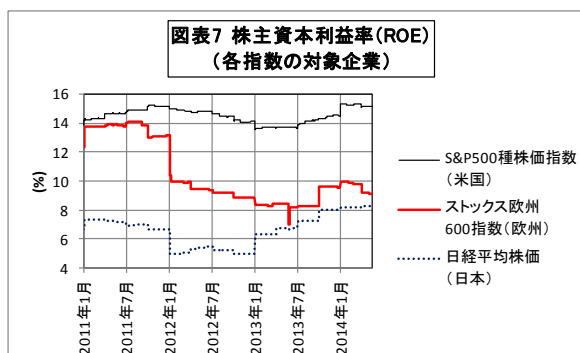
おわりに

しかし一方で、株主資本利益率（ROE）は欧州では低下傾向を脱し、しかも相応の水準を確保している（図表7）。これからすれば、潤沢な流動性ばかりではなく、企業の収益面からも株式が買われる理由が存在していることになる。しかし、ここで考えられるひとつの可能性としては、一概に欧州の脆弱な経済情勢や金融機能に制約されるとは言えない、グローバルに活動する企業の存在である。

確かに、こうした点を考慮に入れば、経済情勢と対比したユーロ圏の株価動向の特性を、株価指数をもとに考察することの妥当性には限界があることも事実である。しかしながら、ユーロ圏における足元の市場環境には注意を要する事象も認められており、これらの点からすれば、その株価には今後も変わらず上昇余地が大きいと捉えることにはリスクがあるのではないかと思料される。

まず金利動向については、これまで財政悪化国の国債利回りは急速に低下し、この名目金利の低下によりディスインフレーション下においても実質金利の上昇は回避されてきた。しかしながら、国債利回りの水準は既に財政危機前を下回る水準にまで達しているばかりか、これが財政問題を残したままでの、しかも債務負担を増大させるディスインフレーションのもとでの低下であることからすれば、ここからの更なる低下には限界があるものと考えられる（図表8）。また欧州のPERは既に米国を上回る高い水準に達しているほか、ROEについても、相応の水準を確保していると言いつつも米国対比では相当程度低い位置にある。

一方、最近ではリスクの高い低格付債



(資料)図表7、8はBloombergのデータから農中総研作成。

券への資金流入やコベナンツライトローンの増加等が指摘されている^(注2)。これらからは、適当な投資機会が限られるなか、過剰流動性を背景にした、行き場を失った資金が世界のここかしこで市場を歪めている可能性を否定することができない。

以上からすれば、ユーロ圏の株式市場については、今後は上昇スピードが鈍化する可能性が考えられる。また、各国での量的緩和政策が出口に近付き、政策金利の引き上げに移るタイミングでは、資金の流れが反転し市場のボラティリティが上昇することも想定される。

(2014年5月21日現在)

(注1) 山口勝義「日本化する？ユーロ圏の経済～進むディスインフレーションと注目されるECBの政策対応～」(『金融市場』2013年12月号)を参照されたい。

(注2) 例えば次を参照されたい。

・Financial Times (10 March 2014) “Klarman warns of asset price bubbles”

・Financial Times (24 March 2014) “Regulators voice concerns as risky loans rise above level of credit peak”