

ユーロ圏を巡るリスクシナリオ

～世界的な市場波乱のトリガーにも～

山口 勝義

要旨

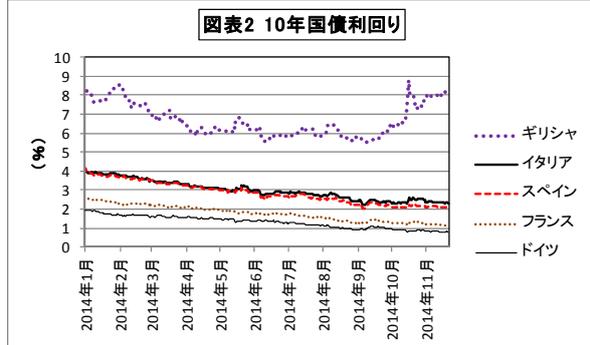
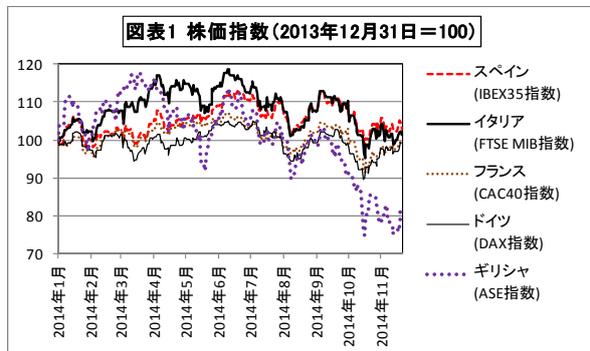
ユーロ圏では景気対策の機能不全やギリシャにおける政治情勢の不安定化に伴うリスクシナリオが想定されるが、これらは諸環境の一層の困難化とともにその影響の範囲をユーロ圏外にも広げ、世界的な市場波乱のトリガーとして働くことになる可能性が考えられる。

はじめに

10月に入り世界の市場は突然の波乱に翻弄された。ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）による金融緩和を契機として進んだドル高傾向は一服することとなり、ユーロは振れの大きい動きに転じた。株式や国債市場も日々値動きの荒い展開となったが、主要国の株価指数は年初来の上昇分を吐き出す一方でドイツ国債などの安全資産は堅調に推移した。また周辺国では、特にギリシャの株式や国債の調整が大幅なものとなった（図表1、2）。

こうした激しいリスクオフの背景には、10月末に米国の量的緩和政策（QE3）終了の判断が迫るなか、その後の政策金利の引上げに向けたシナリオが明確に描けないまま、ユーロ圏経済の低迷や世界経済の減速懸念、ウクライナや中東情勢の不透明感、エボラ出血熱の感染拡大への不安感等の材料が一時に重なったことがある。また、自己資本の増強を求め、トレーディング業務を制限するなどの最近の金融規制の強化が、市場の振幅を拡大する結果に繋がったとの見方も出ている。

その後、市場は一応の落ち着きを取り戻したものの、これで一件落着とは考えにくい。米国は出口に近付いているとはいえ、世界的な異例な金融緩和の下では



（資料）図表1、2は、Bloombergのデータから農中総研作成。

市場への資金流入は継続せざるを得ない。この結果、経済のファンダメンタルズ等に比べ金融資産の価格は割高に推移しがちとなるが、このような状況下では、様々な要因で市場のボラティリティが急上昇する局面が増加することが予想される。

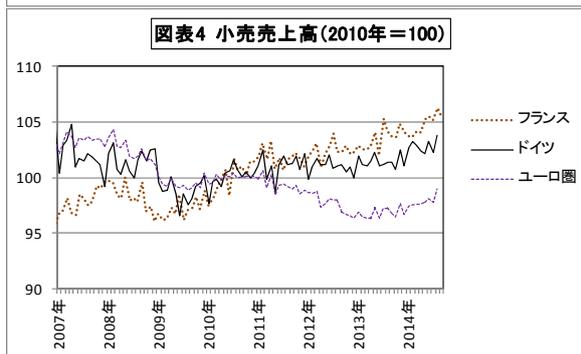
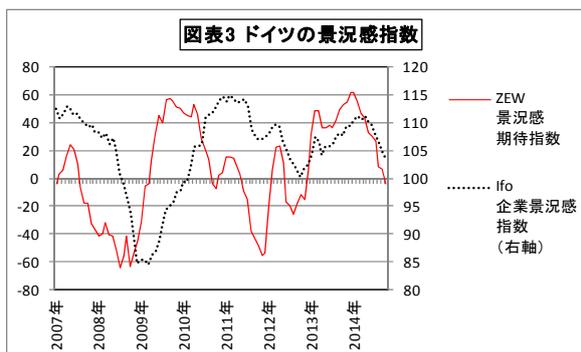
なかでもユーロ圏の情勢を巡っては、市場が未だ十分には織り込んではいないネガティブな材料が認められ、これらが今後の世界的な市場波乱のトリガーとして働くことになる可能性が考えられる。

ユーロ圏の景気対策の機能不全

今回、ユーロ圏経済の低迷を強く意識させたものは、10月初旬に発表された8月のドイツの鉱工業生産等の相次ぐ悪化であった(注¹)。これに先立ちドイツでは対ロシア制裁の影響拡大の可能性などを受け景況感の低下が続いていたことから、足元での経済指標の悪化は、ユーロ圏経済の牽引役として期待されるドイツの景気動向に対する懸念を一層強めることとなった(図表3)。加えて、国際通貨基金(IMF)が10月の「世界経済見通し」で、ユーロ圏について、2014年の実質GDP成長率を前回7月時点から0.3ポイント低い0.8%に引き下げたうえで、需要が減退した場合にはデフレに陥るリスクがあると指摘した点も注目された。

確かにドイツでは小売売上高が上向きつつあるなど、従来の主として外需に依存した回復から内需による景気下支えへの転換も期待できる動きが生じている(図表4)。これらからすれば、ドイツが即座に景気後退に陥るリスクは大きいとは言えないものの、同国を含めユーロ圏経済が相応のダウンサイドリスクを抱えている事実を否定することはできない。

こうしたなか、ユーロ圏では強力な景気対策が求められているわけであるが、これまでの対策の実効性は限られたものにとどまってきた。つまり、ユーロ圏では市場からの強い圧力の下で財政規律を重視するとともに、経済の供給面に着目しその構造改革に注力してきた。また、財政政策による需要刺激効果は一時的との判断も加わり、ECBによる金融政策に大きく依存してきた。ところが、供給面の制約を主因とするインフレ時ならばともかく、内需が低迷しデフレーション傾



(資料) 図表3、4はEurostatのデータから農中総研作成。

向が続く環境下では、需要の刺激を軽視したままでの供給面に偏した対応は有効な景気対策とはなり難い。また、景気回復が見通せず、しかも経済主体の負債が依然として高止まりするなかでは、需資は限られ、金融緩和の効果は制約されることとなる。ましてデフレーションにより債務の負担が軽減されず内需を抑制する力がより強く働く下では、需要面の刺激を行う柔軟な政策対応が一層必要となっている。さらに、ECBによる量的緩和政策(QE)への期待感も強まっているが、導入には困難が伴い、その効果にも限界が大きいものと考えられる(注²)。

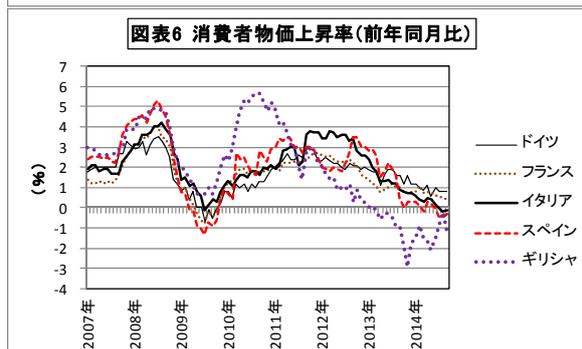
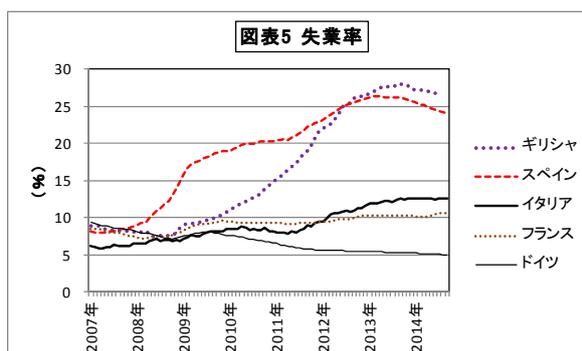
以上のように、これまでのユーロ圏の景気対策は適切なものであったとは言い難い。今後も各国間の合意形成の困難さなどからその方向転換が容易に行われなない場合には、このような景気対策の機能不全がユーロ圏の景気低迷を長期化させる可能性が強まるものと考えられる。

ギリシャにおける政治情勢の不安定化

10月の市場波乱に際しては、ユーロ圏では特にギリシャの株式や国債の調整が大幅なものとなった。また、他の市場が落ち着きを取り戻した後も、ギリシャでは神経質な動きが継続している。

この背景には、同国政府による国際的な金融支援からの早期脱却を図る動きが、ギリシャ固有の情勢として存在している。現行の欧州連合による支援は14年末まで、またIMFによる支援は16年まで継続するが、国民の改革疲れを受け、ギリシャ政府は支援団による厳しい進捗管理からの早期離脱を志向し、14年末での双方の支援からの脱却を望んでいる。また、国会での大統領の選出が15年2月に予定されているが、現下の与野党の勢力拮抗を踏まえ、この点での成果を通じて、新民主主義党（ND）が率いる現連立政権が推す候補者への無所属議員らによる支持拡大を図る思惑があるともみられている^(注3)。

確かにギリシャは13年にはプライマリーバランスの黒字化を達成し、さらに14年4月には中期国債の発行をもって4年ぶりに国債市場に復帰を果たした。また、14年には年間のGDP成長率が07年以来となるプラスへの転換が見込まれている。上記のギリシャ政府の動きはこれらを受けた自信の現れとも考えられるが、現実には同国は引き続き大きな課題に直面している。例えば、失業率は全体で26%超、25歳未満の若年層に限れば51%近くに達しており（14年7月）、極めて高い水準にあるばかりか改善のスピードは遅い。また輸出額は伸長しておらず、外需の取込みを通じた景気回復の見通しも明るくはない。さらに、消費者物価上昇率は既に13年3月以降1年半以上にわたりマイ



(資料) 図表5、6はEurostatのデータから農中総研作成。

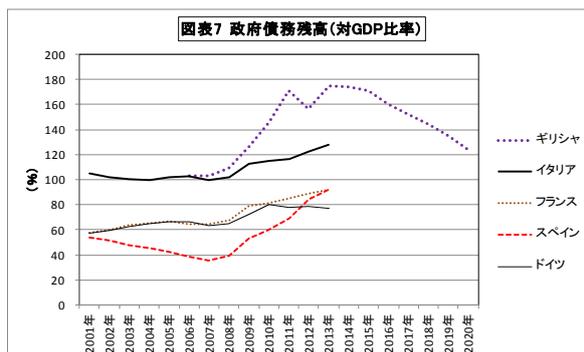
ナスに沈んでおり、実体経済へ及ぼす悪影響が懸念される状況にある(図表5、6)。このように、ギリシャでは安定的な景気回復は容易ではなく、景気低迷が財政改革の負担になる点にも大きな変化はない。一方、政治面では、大統領選出の結果によっては16年6月に予定される総選挙の前倒し実施に至ることも考えられるが、既に本年5月の欧州議会選挙で過去に金融支援の条件受入れを拒否した急進左派連合シリザ（SYRIZA）が第1党になるなどの動きもあり、現連立政権は厳しい立場に置かれている。

以上のように、今回のギリシャ政府の動きは専ら政治情勢の不安定化の中での政治面での狙いに基づくもの、とすることができると言えるが、今後、支援団による進捗管理が弱められ、かつ総選挙の結果等を受け改革に向けた指導力が弱体化する場合には、ギリシャの債務の持続可能性の見通しが極めて不透明になる恐れがある。

おわりに

こうしたリスクシナリオはユーロ圏の市場では十分に織り込まれているとは考えられないが、さらに現実性が必ずしも小さくはない以下の環境の下では、地域間の資金シフトを含むリスクオフの動きを招くことなどにより、ユーロ圏を超えたより広い範囲で市場のボラティリティを急上昇させる可能性も存在している。

第一に、ユーロ圏の景気低迷の中長期間に及ぶ深刻化である。対ロシア制裁の影響拡大や、新興国、また資源価格の下落に伴う資源国の成長減速化などの足元での新たな懸念材料に加え、ユーロ圏では需要の低迷の下、投資は停滞し、労働生産性は改善せず、経済成長力は今後中長期間にわたり弱い水準にとどまる可能性が生じている^(注4)。さらにこれにデフレが加われば景気低迷は一層深刻化することになるが、この場合、景気回復への反転は極めて困難となり、ユーロ圏経済が世界経済全体の大きな重荷となることで、影響が世界に波及することが考えられる。第二には、ギリシャにおける財政改革頓挫の現実化である。同国では14年第2四半期末に174%に達している政府債務残高比率を、20年までに124%に、また22年までに110%を下回る水準に引き下げることで、債務の持続可能性を維持する計画である(図表7)。しかし、それが前提とするのは年間3%強の経済成長などの順調な景気回復や着実な歳出入の改革の実行であり、現在の諸情勢の下では楽観的ともみられる想定である。ここでギリシャの財政危機が再燃した場合には、買われ過ぎ感の強い市場に対し、世界的な規模で影響を与えることが考えられる。加えて政治面では、ギリシャに限らず、



(資料) 13年までの実績値はEurostatの、また14年以降のギリシャの計画値はIMFの、各データから農中総研作成。

オランダ大統領の支持率が12%にまで沈み極右政党の国民戦線(NF)が台頭するフランスのほか、ドイツやイタリア、スペインをも含めた主要各国で、反体制派への国民の支持率上昇が現れている。こうした動きは、改革疲れ、支援疲れが強まり、また景気低迷が深刻化するとともに拡大し、ユーロ圏内の合意形成を困難化することで、市場の危機感を高めることに繋がるものとみられる。

以上のように、ユーロ圏の景気対策の機能不全やギリシャにおける政治情勢の不安定化は、諸環境の一層の困難化とともにその影響の範囲をユーロ圏外にも広げ、世界的な市場波乱のトリガーとして働くことになる可能性が考えられる。

(2014年11月21日現在)

(注1) ドイツでは10月発表値で、8月の製造業受注が前月比5.7%、鉱工業生産が同4.0%、さらに輸出額についても同5.8%の、それぞれ大幅な低下となった。なお、その後発表された9月分のデータでは、それぞれ前月比で改善が見られている。

(注2) これらにかかる論拠は、次を参照されたい。

・ 山口勝義「見直しが迫られるユーロ圏の景気対策～供給面や金融面に偏った政策の限界～」(『金融市場』2014年11月号)

(注3) 国会における現連立政権の議席数は、14年6月時点の情報では全300議席中、過半数をわずかに上回る152議席にとどまっている。

(注4) 経済の構造的な問題点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「社会構造の変化とユーロ圏のマクロ経済～力強さに乏しい中長期的な成長力～」(『金融市場』2014年2月号)