

限られるユーロ圏に吹く追い風の景気刺激効果

～市場波乱の拡大につながる原油価格の反転上昇～

山口 勝義

要旨

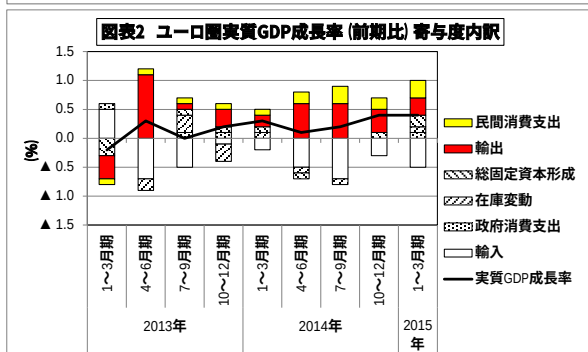
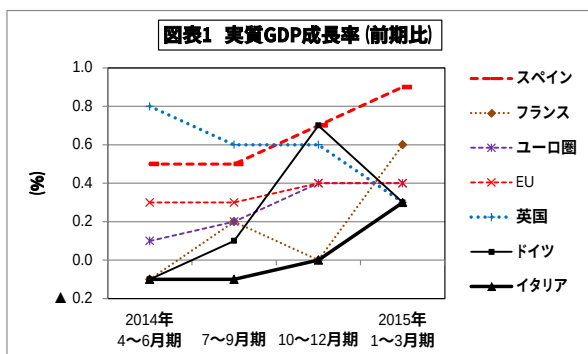
原油安、ユーロ安、低金利というユーロ圏に吹く景気回復への追い風は、その景気刺激効果は限定的である一方で、市場波乱の要因ともなっている。特に負の影響が連鎖し拡大することが予想される原油価格の上昇を中心として、追い風の反転リスクに注意が必要である。

はじめに

ユーロ圏では、昨年夏頃からは景気回復に向けた追い風が吹いている。大幅な原油価格の下落や、欧州中央銀行（ECB）による積極的な金融緩和などに伴うユーロ安の進行である。また、本年1月にはECBが国債を含む量的緩和策（QE）を3月に開始することを決定したことで、その後中長期金利は一段と低下し、株価は上昇傾向で推移してきた。こうした下で、ユーロ圏の2015年第1四半期（1～3月期）の実質GDP成長率（前期比）は前期と同率の0.4%を維持した（図表1）。

今回のGDP成長率への寄与度では、なかでも民間消費支出と輸出が大きな役割を果たしていることがわかる（図表2）。ここには、原油安が燃料コストの低下などを通じ家計の購買力を拡大し、またユーロ安が企業による輸出を促進するなどの、上記の追い風による好影響が反映しているものと考えられる。

しかしながら、金利の低下も含め、これらの環境変化の大きさと対比で見れば、ユーロ圏の景気回復は力強さに欠け緩やかに過ぎるとの印象が強い。最近では小売売上高には頭打ち感が現れているほか、輸出も特段大幅に伸長しているわけではない。一方、市場は5月以降波乱に見舞



(資料) 図表1、2は、Eurostat のデータから農中総研作成

われ、ドイツ国債などの利回りの急上昇は米国債等、他市場にも波及することになった。そのきっかけは足下での原油価格の下げ止まりを背景とする消費者物価上昇率の回復であったが、この波乱はQEに伴う市場の行過ぎ感の修正でもあった。

以上の動向を踏まえれば、ユーロ圏に吹く追い風は、その景気刺激効果は限定的である一方で市場のボラティリティを上昇させており、全体としては望ましくない影響を与えているようにも考えられる。

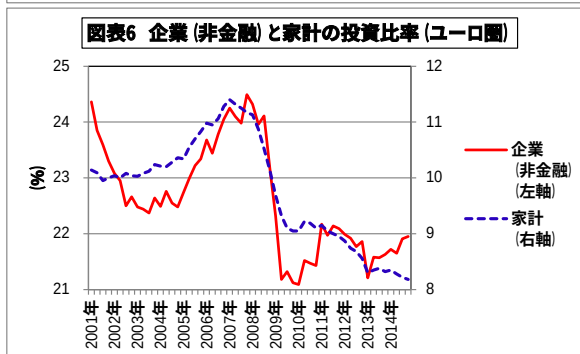
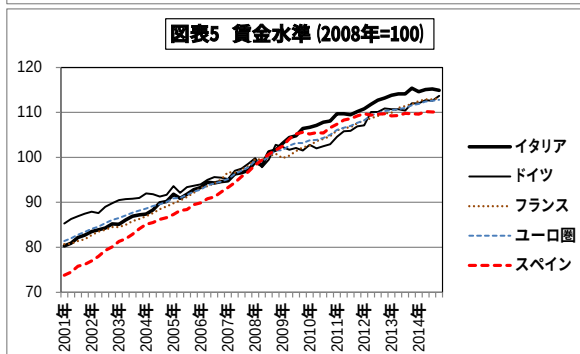
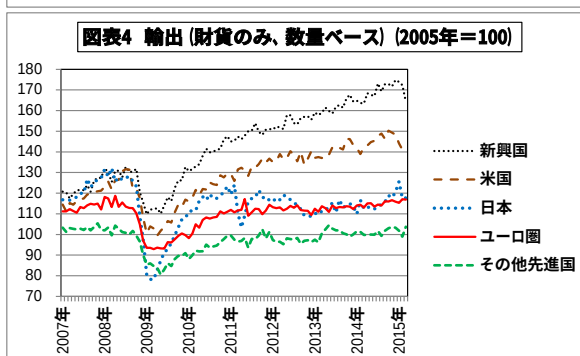
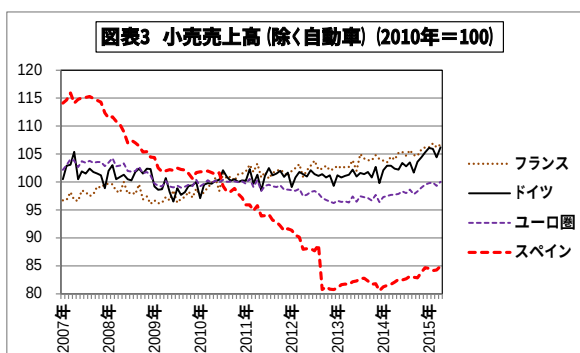
力強さに欠ける小売売上高と輸出

これらの指標のうち、まず小売売上高については、ドイツではこれまでの出遅れ感を取り戻すほどの急速な改善が見られている一方で、他国では横ばいにも転じつつあり上昇ペースは必ずしも力強いものとはなっていない（図表 3）。また、輸出についても、ドイツでは 14 年後半以降改善の動きが認められているものの、ユーロ圏全体としてはその伸びは鈍いものにとどまっている（図表 4）。

こうした小売売上高の推移には、同時に進んだユーロ安が、これまでの原油安の効果の一部を減殺していることのほか、食品など日用品の輸入価格の押上げを通じ消費を下押しする形で働いている可能性がある。また、足元での原油価格自体の下げ止まりも影響しているものと考えられる。一方、輸出動向については、生産拠点の海外移転の進行がユーロ安の効果を発現しにくくしているのではないかとみられる。加えて、最近では世界的に貿易の減速傾向が現れていることから、その影響を受けている可能性もある。

また、以上の他にも、ユーロ圏では追い風の好影響の実体経済への浸透を妨げる様々な制約条件が残存している。例えば、企業・家計ともに共通した負債比率の高止まりや企業の収益性の低迷であり、改善の速度が鈍い失業率や貧富の格差、ドイツを除く賃金の伸び悩みなどである（図表 5、6）。

特にドイツ以外の国々がこれらの制約条件を消化しつつ、ユーロ圏が全体として追い風の好影響を十分享受するに至るまでにはかなりの時間が必要になるものとみられる。このため、現在の好環境による当面の景気回復効果は限定され、むしろ、この間に、政



(資料) 図表 3、5、6 は Eurostat の、図表 4 はオランダ経済政策分析局 (CPB) の、各データから農中総研作成
(注) 図表 6 の投資比率は、非金融企業については総付加価値額、家計については可処分所得額に占める固定資本形成額の割合である。

治的判断に左右され値動きも大きい原油価格が上昇した場合の負の影響の波及には、特に注意が必要ではないかと考えられる。

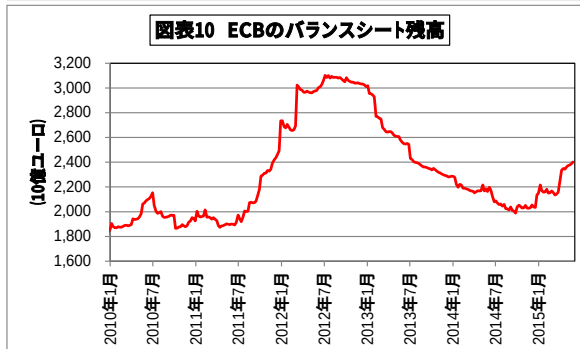
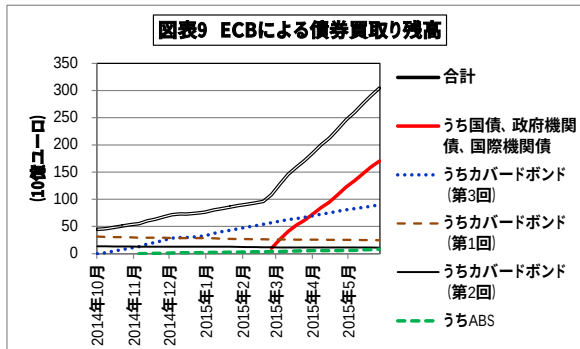
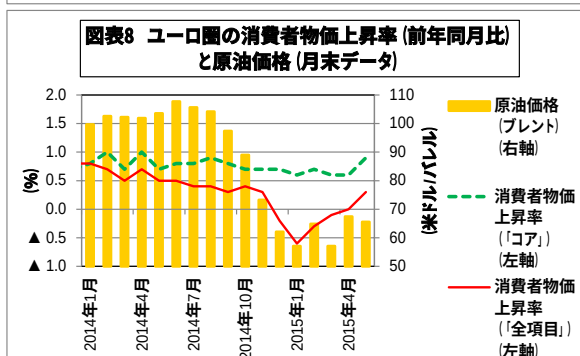
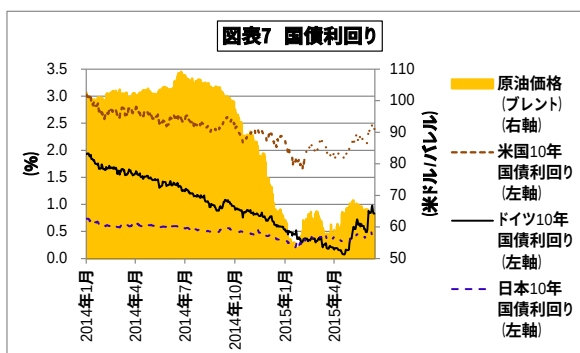
QE 導入後の市場波乱

現にユーロ圏では、このところの原油価格の下げ止まりを背景とした消費者物価 (HICP) 上昇率の回復を主因に、5 月以降ドイツ国債主導で市場波乱に見舞われている。QE が進行する中で 4 月半ばには 0.05% まで低下していたドイツ 10 年国債の利回りは 5 月に入り急上昇し、その後はやや落ち着きを取り戻したものの、6 月には再度の波乱となり、同国債の利回りは約 9 ヶ月ぶりに一時 1.0% 台にまで上昇した。このわずか 2 ヶ月間で約 100bp の急激な上昇は、米国債市場など他の市場にも波及することにもなった (図表 7)。

ユーロ圏の 4 月の HICP 上昇率は「全項目」ベースで 5 ヶ月ぶりにマイナス圏から脱し前年同月比 0.0% となり、さらに 5 月には同 0.3% まで戻している (図表 8)。あわせてサービス価格などの動きを受け、エネルギーや食品などを除く「コア」も上昇した。これに伴いデフレ懸念は後退し、ECB が 6 月には今年の HICP 上昇率の見通しを 0.0% から 0.3% に上方修正したことも加わり、期限以前での QE の早期縮小の思惑さえも生じることとなった。

ECB による QE も始まり、世界規模での異例な金融緩和による資金流入で、折から金融資産の価格は経済のファンダメンタルズ等に比べ割高に推移しがちとなっている。さらに、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とともに、国債等を急速かつ大量に買い入れる ECB による QE 自体が市場流動性を低下させる方向で働いている (図表 9、10)。これらの結果、市場は思わぬ波乱が生じやすい環境に置かれている。

ドラギ ECB 総裁自身が、6 月の政策理事会後の記者会見で、低金利下では市場の



(資料) 図表 7、8 は Bloomberg の、図表 9、10 は ECB の、各データから農中総研作成

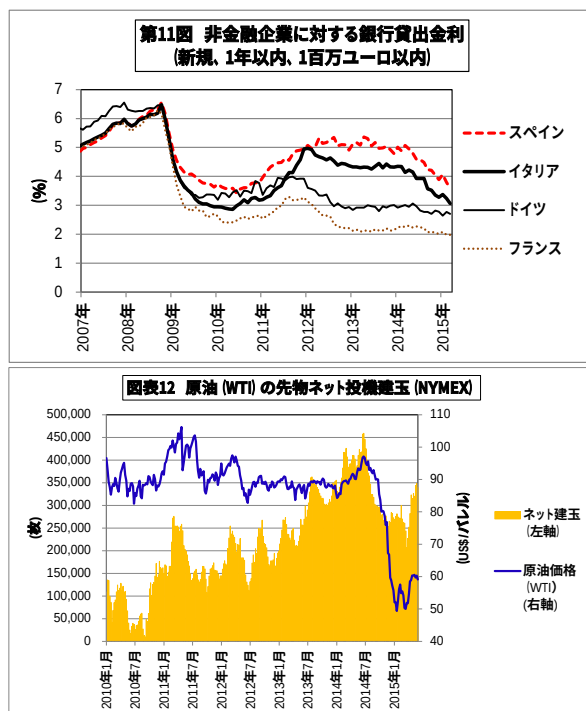
大きな変動に慣れるべきであるとの発言を行っているが、金利の急上昇はユーロ高をもたらす株価の上値を抑え、先行きの不透明感を高めるなど、QE の本来の狙いとは逆の結果につながるものである。

まとめ

このように QE は市場波乱の一要因ともなっているが、確かにそのプラスの側面にも注目する必要がある。最近ではユーロ圏における銀行貸出金利の水準は低下・収斂の傾向を強めており、また銀行貸出残高も底を打ちつつある（図表 11）。今後はこのような金融機能の回復を通じて、徐々に経済主体のコンフィデンスが改善し、投資面などでそのリスクテイク意欲が積極化することが想定できる。

ただし、そのためには追い風の継続が肝要であるが、その反転リスクを軽視することはできない。なかでも、前述のとおり原油価格の下げ止まりでさえ市場波乱の要因となっていることからすれば、それが反転上昇した場合の負の影響の拡大には特に注意が必要と考えられる。

確かに、原油価格については、当面は需給の緩みで、むしろ軟調な展開が予想される。6 月の総会で石油輸出国機構（OPEC）は生産目標の据え置きを決めたほか、核問題について最終合意に至ればイラン産原油の輸出が今後再開されることになる。また、市場では投機筋による原油先物のネットロングポジションが積み上がっていることから、一旦は価格の下押しの可能性が考えられる（図表 12）。利上げ観測に伴う米ドル高も、原油の上値を抑える要因である。しかしながら、米シェールオイルの減産や原油在庫の減少見通しなどにより、緩やかに価格が上昇する可能性は十分考えられる。その場合、昨年原油価格が急落した夏場以降においては、価格低下の場合でも前年対比での物価押下げ効果は縮小していくが、価格が上昇すれば上昇率は大幅になっていくことから、インフレ期待を相応に上



(資料) 図表 11 は ECB の、図表 12 は Bloomberg の、各データから農中総研作成

昇させるものと考えられる。これによるデフレ懸念からインフレ期待への転換は QE の早期縮小の思惑を生み、金利水準の上昇はユーロ高や株価の下落を含む市場波乱を呼ぶなど、その負の影響は連鎖し拡大することが予想される。同時に、他の国々では停滞感が強いとしてもドイツ等でこのまま経済情勢に過熱感が兆すこともあり得るが、これはインフレ懸念にもつながり、もともと反対論が根強い QE については期限以前での早期縮小の思惑が一層強まることにもなりかねない。

このような追い風の反転は今後の景気回復を阻害するばかりか、市場波乱はリスクテイクの一層の手控えを招き、景気停滞をさらに継続させることになる。以上のように、ユーロ圏では現在のところ追い風の景気刺激効果は限定的である一方で、原油価格を中心として、その反転リスクには注意が必要になっている。

(15.6.22 現在)

