

市場波乱の中で強まるユーロ圏経済の下振れ懸念

～重荷になる景況感の悪化や資本コストの上昇～

山口 勝義

要旨

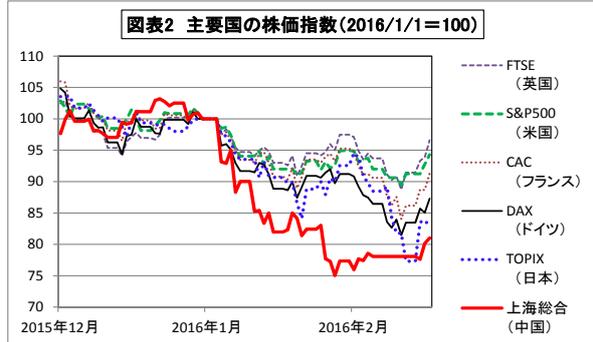
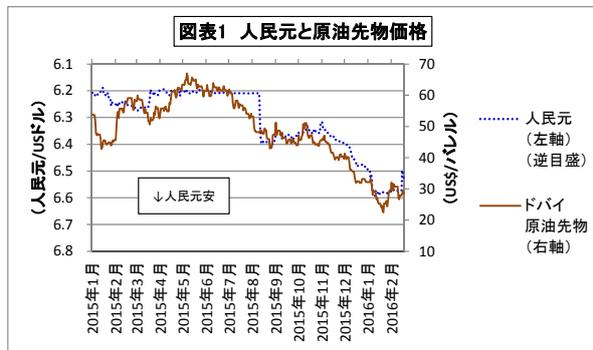
今回の市場波乱の背後では複数の要因が働いており、容易に不透明感が払拭されるとは考えにくい。このため、波乱の頻発が従来から緩慢なユーロ圏の経済成長を下振れさせる可能性が高いほか、政策の手段が制約され、今後の危機への脆弱性が強まる懸念がある。

はじめに

2016年には年初から、世界の金融市場は波乱に見舞われた。中国不安の再燃が発端となり、需給が一段と緩むとの見方で進んだ原油価格の下落や、昨年12月16日の米国の政策金利引き上げへの転換が絡み合いながら、新興国からの資金流出やこれらの国々の成長減速にかかる懸念で、市場ではリスク回避の動きが一挙に強まった(図表1、2)。

こうした情勢のなか、ドラギ欧州中央銀行(ECB)総裁は、1月21日の理事会後の記者会見で3月に政策を再評価すると表明し、追加緩和の可能性を示唆している。一方、米国では1月27日に、連邦準備制度理事会(FRB)が追加利上げを見送るとともに、海外経済や金融市場の動向を注視することとした。また、日本銀行は1月29日に、市中銀行による中央銀行預金の一部の金利を初めてマイナスとする金融緩和策を決定した。

これらの動きを受け、市場は一旦は落ち着きを取り戻した。しかし、欧米日の金融政策は市場波乱の主因である新興国の情勢を改善するものではないばかりか、ユーロ圏では金融政策の効果自体にも限界が現れている。既に相当低い金利水準や潤沢な資金供給にもかかわらず



(資料) 図表1、2はBloombergのデータから農中総研作成

ず、依然として経済成長の足取りは鈍いままである。さらに、米国経済の成長鈍化の可能性をも含めて、最近では世界経済全体の減速懸念が強まってきている。

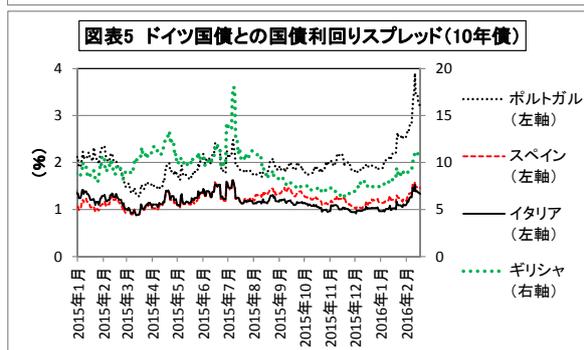
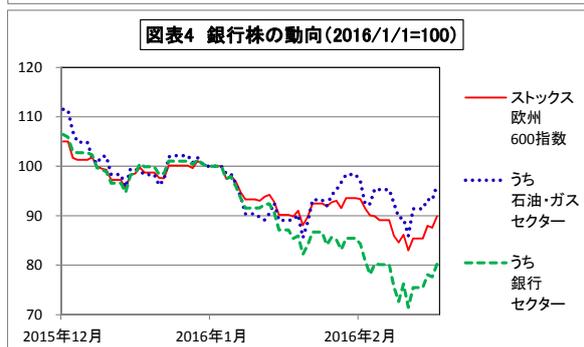
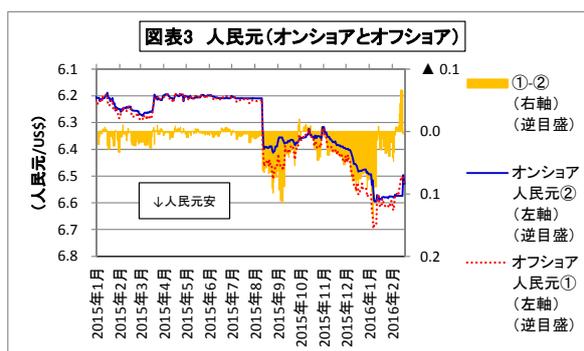
その後、市場の落ち着きは一時的なものにとどまり、2月には波乱が再燃した。しかも、銀行の財務悪化懸念なども加わり、波乱の様相は一層複雑化することとなった。こうしたなか、ユーロ圏の経済情勢を考察するに当たっては、この市場波乱の背後で働いている様々な要因についての理解が重要になっている。

市場波乱の背後で働く主要な要因

特に2月に入ってからリスク回避の背景には、第1に世界経済全体の減速懸念の強まりがある。これにより、米国の利上げとユーロ圏や日本の緩和拡大の組合せを想定した従来のシナリオが修正を迫られ、ポジションの巻き戻しが拡大したものとみられる。

世界経済の成長の点で何よりも注意すべきは中国経済の動向であるが、中国では過剰投資に伴う過剰な設備や債務への対処が重要な課題となっている。政策余地の大きい中国では経済の急減速の可能性は限られるとしても、こうした大規模な構造改革には相応の時間が必要になり、その間、中長期的に成長の減速基調が継続するとともに、デフレ圧力が世界に波及し、資源価格の下落や通貨安などを通じて広く新興国経済全般の疲弊として問題が拡大することが懸念される。また、折からの新興国における債務残高の増加も、市場の不安感を強める要因になっている^(注1)。こうした懸念は、例えば資本流出の加速で下落圧力が強まる人民元の動向に反映している。人民元は自由度の高いオフショア市場での下落傾向がより顕著であるが、ここに現れている人民元先の安感が資本流出をさらに加速させるという、悪循環に陥りやすい構図となっている(図表3)。

第2には、銀行の収益力や財務の健全性に対する懸念の強まりである。日銀の政策を契機にECBにおいてもマイナス金利拡大への誘因が一層強まるとの思惑が生じているが、マイナス金利は銀行の収益を圧迫し、これを補うための貸出金利の引上げや預金金利のマイナス化などは経済成長には逆風となるほか、無理



(資料) 図表3～5はBloombergのデータから農中総研作成

な融資拡大は銀行の不良債権の増加につながるものである。こうした懸念が世界経済の減速の可能性や、ユーロ圏で1月に開始された銀行の破綻処理の一元化に関する投資家の不安心理などと相乗することで、石油・ガスセクターをも上回る銀行株の急速なパフォーマンスの悪化が現れている(図表4)。

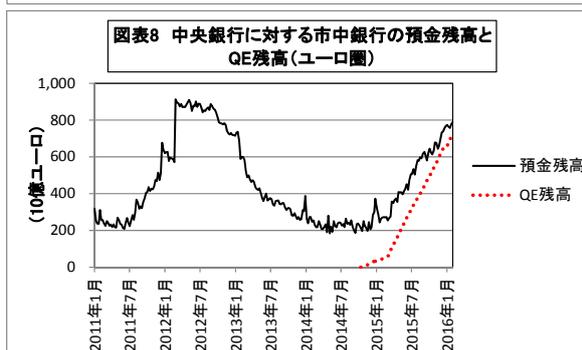
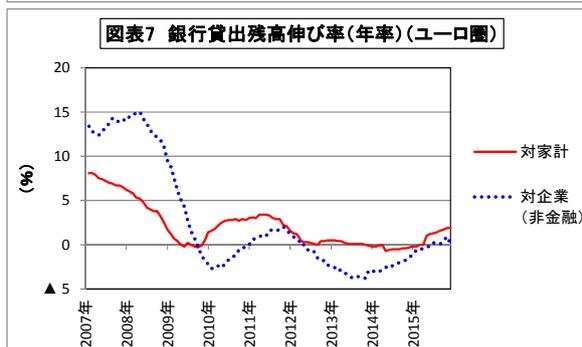
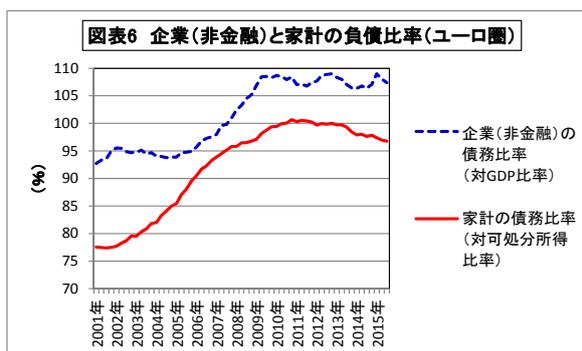
このようなリスク回避の強まりは、国債市場にも及んできている(図表5)^(注2)。財政改革が道半ばであるユーロ圏では、国債利回りの急上昇はこれらの国々の財政政策の柔軟性を阻害し、景気刺激策の余地を制約することになりかねない。

底流で拡大する金融政策の手詰まり感

しかし、金融政策についてはマイナス金利の負の側面のみならず、今ではその実効性や政策余地自体が問われている。ユーロ圏では、財政危機以降、市場からの強い圧力の下で何よりも財政規律を重視するとともに、財政政策の効果は一時的なものにとどまるとの判断も加わり、経済競争力を高めるための構造改革に注力しつつ、足元の景気刺激策は金融政策に大きく依存してきた。ECB は伝統的な金融政策に加え、14年6月には市中銀行による中央銀行預金の余剰部分にマイナス金利を導入したほか、同年9月にはカバードボンドなどの新たな買入れ策を決め、15年3月には国債などを対象に加えた量的緩和策（QE）を開始している^(注3)。

ところが、ユーロ圏では企業や家計の双方で債務比率はその改善の途上にある（図表6）。財務改善が重要な課題となるなか、一連の金融緩和にもかかわらず投資は盛り上がりには欠け、企業の労働生産性は全般に伸び悩んでいる。収益性の改善は鈍く、賃金も伸び率は鈍化している。原油価格の下落による購買力の拡大とともに伸長した家計の消費にも、最近では頭打ちの気配が現れている^(注4)。一方で、この間に、銀行貸出残高は年間の伸び率がようやくプラス圏に浮上してきた段階でしかない（図表7）。また、市中銀行の中央銀行への預金残高はマイナス金利の下においても増加を続けており、ここには金融政策による資金供給を十分消化できずにいる実体経済の実情が反映しているものとみられる（図表8）。

金融政策は一時的な銀行の流動性対策や通貨高の抑制などには有効ではあるとはしても、信用の拡大に制約がある



(資料)図表6～8はECBのデータから農中総研作成

現在の状況の下では十分機能するとは言い難い。また、銀行に与えるマイナス金利の負の影響のほか、QEは市場規模に規定されることなどからも、金融政策の余地自体が次第に狭まってきている。

金融政策には諸改革を遂行するための時間稼ぎ策としての意味もあったが、今やその時間は尽きつつある。既に昨年12月には、ECBの政策対応がドラギ総裁の発言内容を踏まえた事前の期待を下回ったことで市場は大きな失望を経験している。金融政策に対する信頼感が損なわれるにつれ、市場の混乱を抑制するその力も弱体化することが避けられない。

おわりに

今回の市場波乱の背後では複数の要因が働いており、今後も容易に不透明感が払拭されるとは考えにくい。なかでも中国経済の構造改革は、経済の急減速や社会不安などを回避するためには勢い時間を要することになり、その間、長く不安感が継続することになる。これらの結果としての市場波乱の頻発は経済主体の景況感を悪化させ、投資や消費の縮小や先延ばしをもたらし、またクレジットスプレッドの拡大を通じた資本コストの上昇などにより、従来から緩慢であったユーロ圏の経済成長を下振れさせる可能性が高い。まして、金融政策への信頼感が揺らぐとともに、こうした影響の増幅が避けられないことになる。

一方、ユーロ圏ではリスク回避の動きに伴い、政策手段が制約を受ける可能性がある。本来、ユーロ圏では、金融政策により与えられた時間の猶予を活用し、規制緩和などの経済の構造改革を着実に進めることが求められてきたが、あわせて資本装備の高度化や技術革新に向けた企業投資を促進するための税制改正や、公共投資によるインフラ整備などを通じ、潜在成長率の底上げを図る取組みが重要になっている。しかしながら、最近ではユーロ圏の多くの国々では財政運営は緊縮から中立に移ってきてはいるものの、国債利回りに上昇圧力が強まる下では再度緊縮財政への復帰が強いられることになる。この結果、ユーロ圏では、実効性に限界がある金融政策ともども、成長減速の可能性に対し打つ手を喪失した、八方ふさがりの状態に置かれる懸念がある。

こうした懸念の一方で、単にユーロ圏の経済成長の下振れのみならず、景気後

退や経済危機のトリガーともなりかねない潜在的なリスクが多く存在している。中国経済の急減速と人民元的大幅下落、新興国や主要なエネルギー企業などのデフォルトの連鎖、主要銀行の巨額損失、中東やロシアなどを巡る地政学的リスクの高まりによる原油価格の急騰などである。また、欧州独自のリスクとしては、ユーロ圏や欧州連合（EU）の求心力の低下や解体懸念の強まりがある。難民の集中的な流入に伴う混乱、英国のEU離脱、ギリシャ情勢の悪化、ハンガリーやポーランドの強権的な政治運営の強まり、主要国の総選挙や大統領選挙に向けてのポピュリスト政党の躍進など、リスク拡大の芽は枚挙にいとまがない。

このように、ユーロ圏では、市場波乱を通じて政策対応の手段がさらに制約されることで、経済成長が下振れする可能性ばかりか、景気後退や経済危機に対する脆弱性が強まる懸念がある。取り巻く環境は多難であるなか、いったん激しいショックに見舞われた場合には、リーマンショックなどの前例に比べ、その後のユーロ圏経済の回復は非常に緩慢なものになると考えられる。（16. 2. 22 現在）

（注1）新興国の成長減速に伴うユーロ圏経済への影響については、次を参照されたい。

・「新興国の成長減速とユーロ圏経済」（『金融市場』15年11月号）

（注2）スプレッド拡大の主要な要因としては、イタリアでは銀行の不良債権額の大きさ、スペインでは政治情勢の不透明感、ポルトガルでは財政赤字削減の動向や現政権の安定性にかかる懸念、ギリシャでは年金などの改革の停滞や政治面での不透明感がある。

（注3）国債、政府機関債、国際機関債を対象とする買い取りプログラムを、ECBは“The Public Sector Purchase Programme（PSPP）”と名付けている。

（注4）これらのマクロ経済にかかる具体的なデータは、次を参照されたい。

・山口勝義「ECBの追加緩和と金融政策の限界」（『金融市場』16年1月号）