

多様な懸念材料を抱える 17 年のユーロ圏の金融市場

～ボラティリティの上昇や信用スプレッドの拡大へ～

山口 勝義

要旨

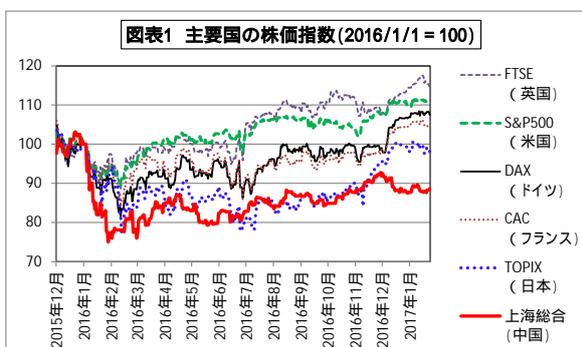
年初から波乱に見舞われた昨年と違い、17 年のユーロ圏の金融市場は概ね落ち着いた動きになっている。しかし、多様な懸念材料が存在するなか市場は世界経済の回復期待に支えられた面が強い。今後はボラティリティの上昇や信用スプレッドの拡大が見込まれる。

はじめに

昨年 2016 年には、年初から世界の金融市場は波乱に見舞われた(図表 1)。中国不安の再燃を発端として、需給の一段の緩みを見込んだ原油価格の下落や前年 12 月の米国の政策金利引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が拡大した。1 月末には市場はいったん落ち着きを取り戻したものの、米国を含む世界経済の減速懸念や大手銀行の財務懸念なども加わり、2 月に入るとリスク回避の動きが改めて加速した。

こうしたなか、16 年 3 月には欧州中央銀行 (ECB) は、政策金利の引下げに加え量的緩和策 (QE) の拡充や長期リファイナンスオペ (TLTRO) の再開を含む、包括的な政策パッケージを決定した。ユーロ圏ではこれが主要な転機となり市場は鎮静化に向かったが、その後も、国民の意思が既存の秩序に反旗を翻す事例となった 6 月の英国の国民投票などが、市場にショックを与えることになった。

これに対し、16 年 11 月の米大統領選挙以降は、米国のインフラ投資拡大や大幅減税などに牽引された世界経済の回復期待が強まり、主要国の株式市場は概ね堅調に推移している。しかしながら、今



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

後の米国の政策は不透明であり、米国の長期金利上昇に伴う新興国からの資本流出懸念も依然として根強いものがある。また、中国では構造改革は途上であり、安定的な経済成長に至る道筋は未だ明確ではない。一方、ユーロ圏については、原油価格の底打ちなどに伴う物価上昇率の回復で、金融緩和の拡大には打ち止めが見込まれている。さらに、政治リスクの点では重要な選挙が相次ぐほか、英国の欧州連合 (EU) からの離脱交渉も具体化し、その影響の程度が明らかになってくる。他面ではイタリアを中心とした銀行不安も、波乱要因となる可能性がある。

このような多様な懸念材料の存在に対して、市場は期待先行で支えられている面が強い。このため、ユーロ圏に内在するリスクは何なのか、今一度、噛み砕いて考えてみる必要があると見られる。

長期金利の急上昇は見込み難いが...

年初から中国の購買担当者指数 (PMI) が不安材料となった昨年に対し、17年に入り早々に注目された経済指標はユーロ圏の消費者物価指数 (HICP) の回復であった (図表2)。その主因はエネルギー価格の持ち直しであり、経済成長の基調は未だ力強さに欠けるとはいうものの、16年12月の前年同月比1.1%上昇という値は、3年3ヶ月ぶりの高水準である。

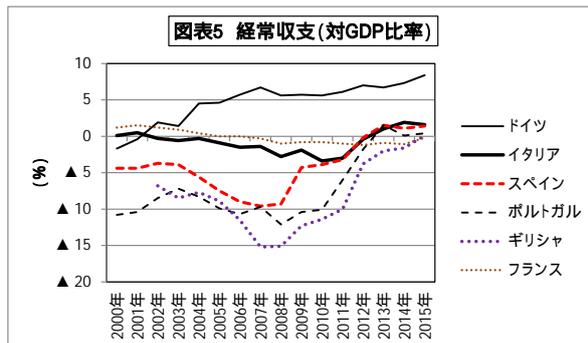
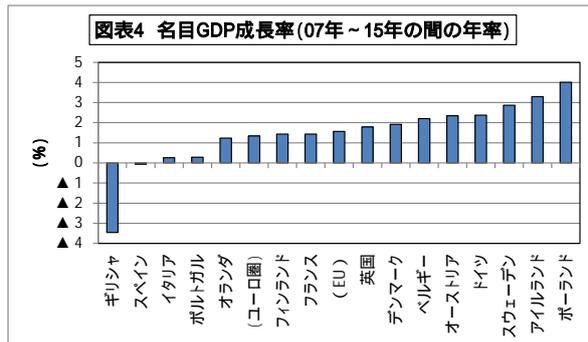
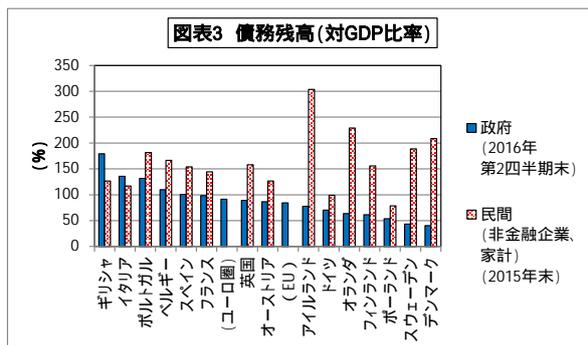
ユーロ圏では、原油などの資源価格の底打ちに潜在成長率を上回るGDPの成長も加わり、HICPの回復が今後も継続するものと見込まれる。これを受け、市場はECBがQEの段階的縮小 (テーパリング) により異例な金融緩和の出口に向け動き始めることを、想定し始めている (注1)。

こうした金融政策の正常化の一方で、欧州委員会は債券市場の落ち着いたなか、各国の財政改革には柔軟な対応を許容してきている。官民による「欧州戦略投資基金 (EFSI)」を通じた財政拡張の効果に対する期待も大きい。また、選挙の季節に入ること、ポピュリスト政党への対抗上、経済の構造改革の先延ばしとともに財政規律に緩みが生じる可能性がある。これらに米国における財政政策重視の動きや世界経済の回復期待も加わり、ユーロ圏の長期金利には継続的に上昇圧力が強まることが見込まれる。このため、なかでも債務残高が大きく、かつ経済成長が低調である国々の長期金利の動向には注意が必要になっている。

このような観点からは、特にギリシャのほかイタリア、ポルトガル、スペインが懸念国として捉えられる (図表3、4)。しかし一方で、ユーロ圏では様々な危機の封じ込め策を構築したばかりか、内需

図表2 ユーロ圏の消費者物価上昇率 (HICP) (前年同月比)

	2016年 7月	8月	9月	10月	11月	12月
全項目	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1
うち 食品、酒、タバコのみ	1.4	1.3	0.7	0.4	0.7	1.2
うち サービスのみ	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.3
うち 工業産品のみ	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
うち エネルギーのみ	6.7	5.6	3.0	0.9	1.1	2.6
から を除く	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	1.0
から 、 を除く (「コア」)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9



(資料) 図表2～5はEurostatのデータから農中総研作成
(注) 図表3、4は、EUのGDP規模上位15ヶ国が対象。

の抑制をも伴う改革努力で各国の経常収支は大幅に改善してきている (図表5)。このため、海外からの資本流入縮小で長期金利が急上昇した財政危機の再来は見込み難く、今後の金利上昇は緩やかなものに止まる可能性が大きい。

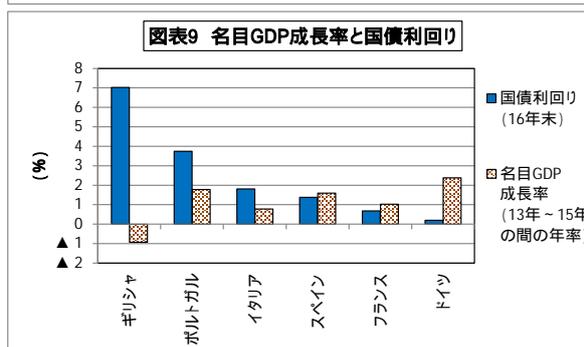
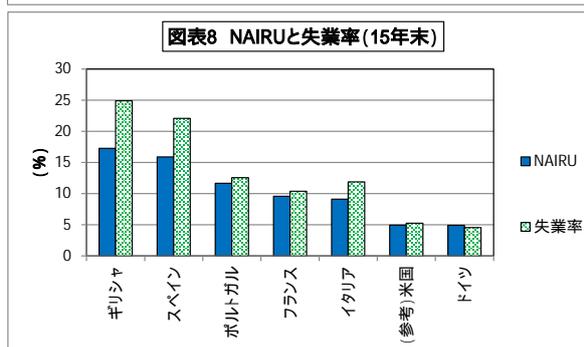
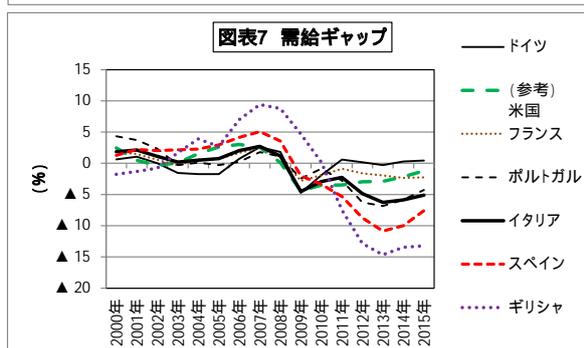
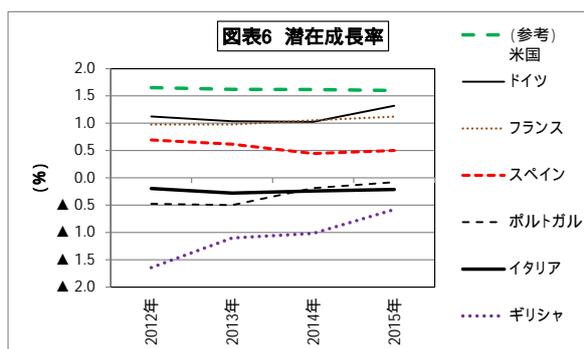
物価上昇圧力の強まりで波乱の可能性

しかしながら、以上の可能性に対してはリスクシナリオの想定が必要とみられる。特に、物価上昇圧力が一段と強まるとともに、ユーロ圏各国間で経済情勢の格差が拡大するリスクである。これは、異例な金融政策の出口戦略を困難化させるばかりか、反ユーロなどを唱えるポピュリスト勢力の台頭のなかで、改めて政治リスクの高まりにも繋がるものである。

ユーロ圏では経済の供給面で、構造改革の遅れなどにより企業収益の改善は鈍く投資も停滞しがちである。これらの結果、労働生産性は改善せず、潜在成長率は低位で横ばいの状態にある。一方、これまでの原油価格の下落による購買力の拡大などを追い風に、需給ギャップのマイナス幅は縮小してきている(図表6,7)。こうしたなか、ドイツやフランスなどでは実際の失業率がインフレ非加速的失業率(NAIRU)に近い水準にまで低下している(図表8)。このため、足元での脱金融政策偏重の流れなどによる財政拡張の動きの下でも、その需要刺激による景気浮揚効果は限定的であるとともに、物価上昇圧力ばかりが強まる可能性がある。

この場合にはドイツやフランスなどのコア国で長期金利の上昇幅が拡大することになり、これは前記の懸念国には新たな金利上昇圧力として働くことになる。この結果、GDP成長率を上回る高い水準の長期金利が財政改革の障害となるばかりか、生産性の伸び悩みで他国に比べ賃金上昇率の停滞が特に顕著であるこれらの懸念国では、家計などの負担増がより強く内需を抑制し、景気低迷の長期化を招く可能性が考えられる(図表9)^(注2)。

こうして経済格差が拡大するに連れ、



(資料) 図表6, 7, および図表8のNAIRUはOECDの、図表8の失業率はEurostatの、図表9の国債利回りはBloombergの、図表9のGDP成長率はIMFの、各データから農中総研作成

金融政策は機動性を失い経済のひずみを一層拡大させ、また懸念国での庶民層の負担増は政治情勢の不安定化に結び付き、EUの統合深化に対する批判を強めながら市場波乱の要因となる可能性がある。

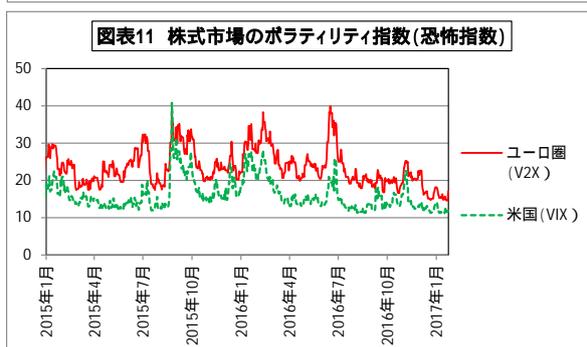
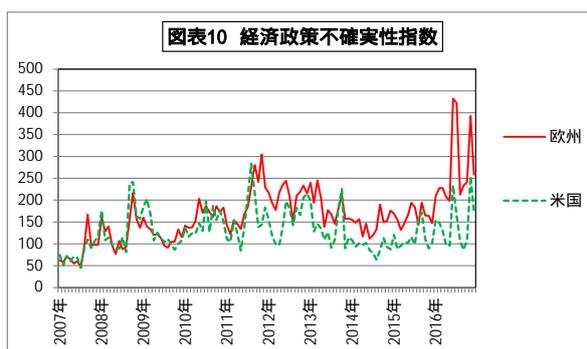
おわりに

こうしたマクロ経済情勢に起因する材料に対し、一層先行きが読みづらく、かつ市場への直接的な影響力が大きいものは政治情勢の混乱である。大方の予想外の事象でさえ現実化するという昨年の教訓からすれば、主要な選挙が相次ぐ欧州ではこのリスクに注意が必要である（注3）。

また、その予想外の事象であった英国のEU離脱と米国の大統領選挙については、具体的な影響が顕在化し始めるのが17年である。市場はトランプ米大統領の発言ひとつにも翻弄される可能性があり、今年は波乱含みの年とすることができる。これに対し、足元で「経済政策不確実性指数」には大幅な上昇が見られる一方で、株式市場のボラティリティは低位で推移している（図表10、11）（注4）。この両者の乖離は、今後の金融市場の波乱の可能性を示唆しているとも考えられる。

ここで、改めて17年の注目材料を挙げれば、それは非常に広範囲に及んでいる。米国の財政政策や通商政策の内容、大幅な米ドル高や金利上昇の可能性、その新興国等への影響、原油価格と物価上昇率の推移、ECBの政策の行方、テロを含む地政学的リスクの状況、移民・難民の動向、反グローバル化や保護主義の趨勢、ポピュリスト政党の情勢、英国のEU等との新たな関係、欧州の銀行財務、ギリシャ支援の進捗状況、規制改正の内容、技術革新の将来見通し、などである。

ユーロ圏ではこのように潜在的には多様な波乱要因が存在しており、今後は市場のボラティリティの上昇が見込まれる。金利上昇は株式市場には負担となり、為替相場が絡みながら株式や債券市場が大きく動く可能性がある。また、QEの恩恵



（資料）図表10はEconomic Policy Uncertaintyの、図表11はBloombergの、各データから農中総研作成

を被っていたクレジット市場が影響を受け、信用スプレッドが拡大する可能性も考えられる。加えて、経済情勢は政治情勢との関連を一段と強めており、かつ政治情勢の背後には貧富の拡大などの社会情勢の変化がある。こうしたことから、今年はマクロ経済分析にあたっては、これまでも増して多面的な視点からの検討が求められる年になるものとみられる。（17.1.24現在）

（注1）次を参照されたい。

・ 山口勝義「転機を迎えるECBの金融政策」（『金融市場』16年12月号）

（注2）関連する他のデータは、次を参照されたい。

・ 山口勝義「反グローバル化の強まりと欧州経済」（『金融市場』16年11月号）

（注3）次を参照されたい。

・ 山口勝義「ユーロ圏における政治リスクの高まり」（『金融市場』17年1月号）

（注4）「経済政策不確実性指数」は、ノースウエスタン大学、スタンフォード大学、シカゴ大学の教授により開発された、経済政策に関連する先行きの不透明感を計測する指数。新聞記事の内容、税制の変更、エコノミストによる経済予測内容の分散という3分野の材料をもとに算出される。次のホームページによる。
<http://www.policyuncertainty.com/index.html>