

金融政策の正常化を織り込み始めたユーロ圏

～金利やユーロの上昇の中で厳しさが増すイタリア情勢～

山口 勝義

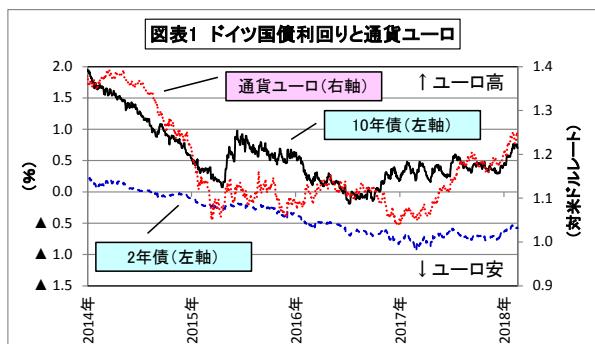
要旨

ユーロ圏の金融市场は、ECBの金融政策の正常化への動きを織り込み始めている。金利やユーロの上昇は、①官民の財務負担、②輸出、③銀行財務、の各経路を通じ域内各国の経済格差を一層拡大させ、特にイタリア情勢をさらに困難なものにする可能性がある。

はじめに

2018年に入り、先進国では広く長期金利に上昇圧力が強まっている。1月9日に日銀がオペで国債の買い入れ額を減額し、続いて11日には欧州中央銀行(ECB)が、12月理事会の議事要旨の中で、18年の早い時期に政策のフォワードガイダンスの見直しを行う可能性を示した。これらの動きを経て、市場では米国の金融政策ばかりか、日欧の異例な金融緩和からの「出口」に向かう動きにも注目が集まってきた。その後、ユーロ圏ではドイツ10年国債の利回りは約2年ぶりの、また通貨ユーロは米ドルに対して約3年ぶりとなる水準にまで上昇している(図表1)。

確かに、ユーロ圏では景気の底堅さが着実に増しているほか、異例な金融緩和の長期化に伴う副作用が懸念される状況にある。また、一部の市場で買入れ対象債券が枯渇しつつあるという、量的緩和策(QE)継続上の技術的な問題も浮上している。しかしその一方では、物価上昇率の回復は鈍く、賃金の伸び悩みを背景に、当面、その急速な回復は想定し難い。さらに、加盟各国間に残る大きな経済格差や波乱含みのイタリア情勢などもあり、ECBとしても金融政策の正常化に向けては慎重で段階的な手順を踏むこと



(資料)Bloomberg のデータから農中総研作成

が避けられないものとみられる^(注1)。

実際にドラギ ECB 総裁は、1月25日の政策理事会後の記者会見では、基調的な物価上昇率は中期的には上昇に向かうと見られるものの当面の間は現行水準近辺での推移が見込まれるとの判断を示した。加えて、物価動向を中期間にわたり下支えするためには、引き続き十分な規模の金融刺激が必要であるとも発言している。

しかしながら、金融市场は緩和の縮小を先読みするものである。これまで低金利や潤沢な資金供給という恵まれた環境下に置かれてきたユーロ圏は、今後、金利やユーロの一層の上昇に直面する可能性が考えられる。ようやく相次いで危機の影響を脱しつつあるユーロ圏経済に対して、この新たな変化はどのような作用を及ぼすことになるのだろうか。

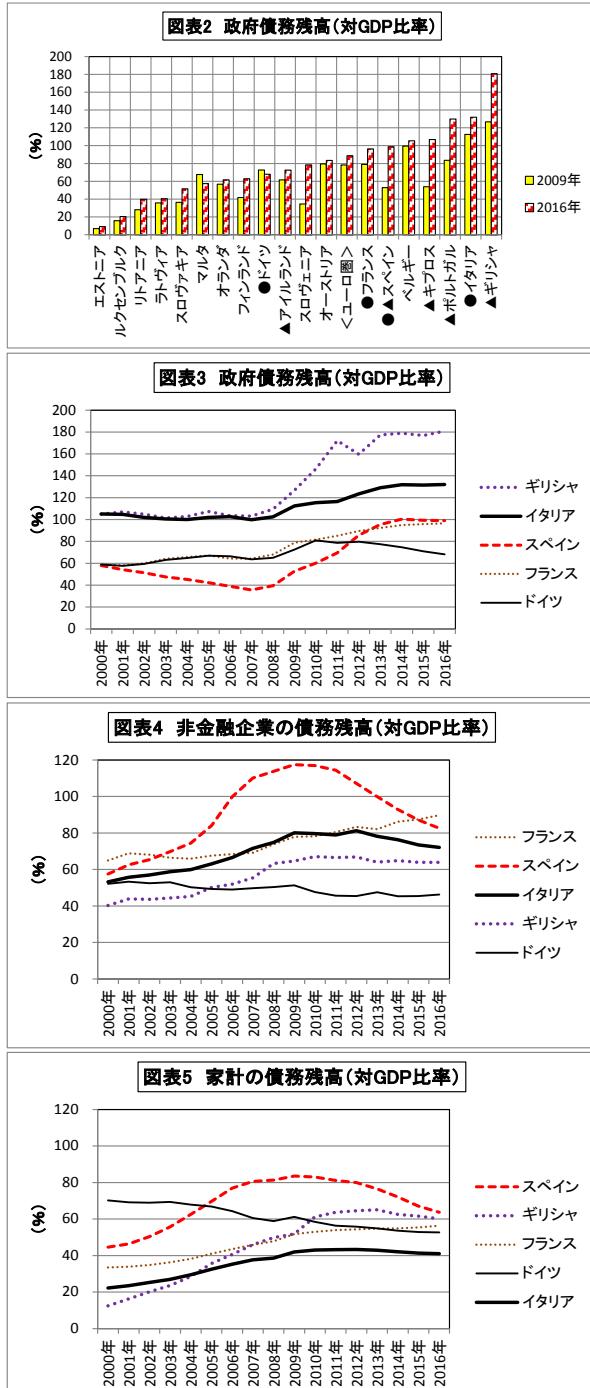
高債務国における財務負担の拡大

第一に、金利水準の上昇が及ぼす影響の観点からは、依然として高水準にある官民の債務残高に注目する必要があろう。財政危機対策などの過程で改革に取り組んだユーロ圏であるが、十分な成果が現れているとは言い難いのが実情である。

まず政府債務残高については、財政危機直前の09年と直近の2時点間で各国の政府債務残高を比較した場合、全般に財政改革の停滞が明らかである（図表2）。ユーロ圏19ヶ国の中で、「対GDP比率60%以内」という「安定・成長協定」の基準を満たしたのは16年で6ヶ国にとどまり、また、この2時点間で同比率が減少したのはマルタとドイツの2ヶ国のみである。しかも、同比率が上昇した国々の中では、財政危機時の被金融支援国であるギリシャ、キプロス、ポルトガル、スペインの上昇幅が特に大きい事実が認められる。また四大国の中では、ユーロ圏でギリシャに次いで高い比率のイタリアで改善が見られない点やスペインの大幅な悪化が、特徴的な動向として指摘できる（図表3）。

次に民間部門については、上記の2時点間で比較した債務残高比率はユーロ圏全体としてはほぼ横ばいではあるものの、最小国と最大国の間でその格差が拡大している点に注意が必要になっている。また四大国の中では、スペインの改善傾向と、フランスの、特に非金融企業におけるじり高傾向が明らかである（図表4、5）。

ユーロ圏では、様々な危機対策や経常収支の大幅な改善により、財政危機時に経験した長期金利の急上昇が再来する可能性は縮小している。しかし、金融政策の正常化を織り込む金利水準の上昇は、債務残高の大きい国々で利払いや借り換



(資料) 図表2～5はEurostatのデータから農中総研作成
(注) 図表2で、▲は財政危機での被金融支援国、●はGDP規模の四大国を示す。

えの負担を徐々に拡大させ、経済成長の重荷になる展開が考えられる。この点で四大国を全体的に捉えれば、良好なドイツに対し、特にイタリアにおける厳しい状況が示されているように考えられる。

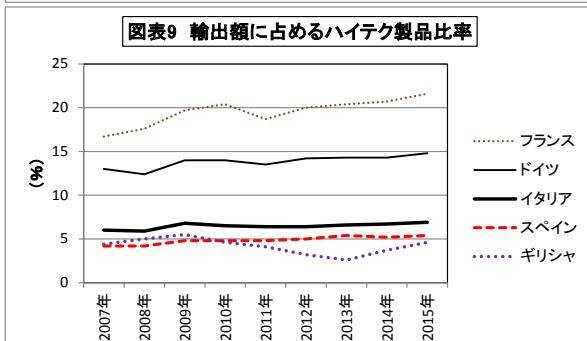
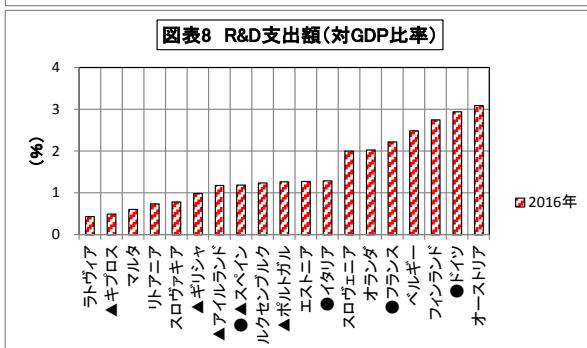
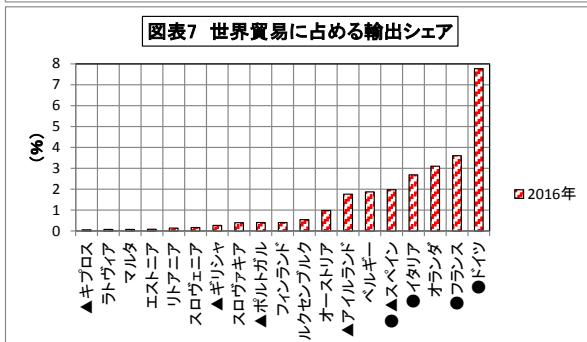
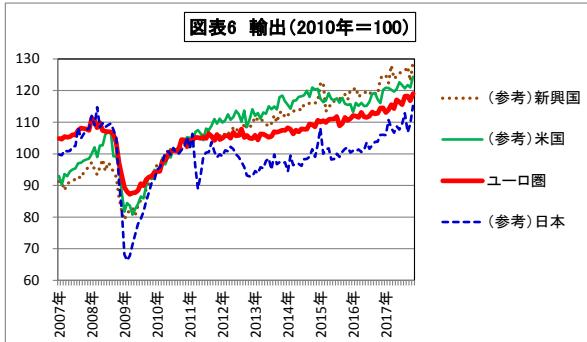
低付加価値產品国の輸出の減速

第二には、ユーロ高が輸出に対し重荷として働く可能性が注目点となる。ユーロ圏の最近の経済成長への寄与度の点では、特に輸出が安定的に大きな役割を果たしてきている。世界的な景気拡大の中で、一時は減速した世界の貿易は回復に転じており、ユーロ圏がその成長を輸出に依存する程度が縮小する展開は、少なくとも当面の間は考え難い（図表6）。

世界貿易に占めるユーロ圏各国の輸出シェアでは、GDP規模第5位のオランダが四大国に食い込み、これらの国々が上位国を形成している（図表7）。こうした点で、基本的にはこれらの上位国に対するユーロ高による影響の拡大が見込まれるが、さらに輸出品目の、価格に対比した競争力の強弱に留意が必要である。

例えば研究開発（R&D）の支出額では、四大国の中でも、ドイツ、フランスに対しイタリアやスペインは相当水を空けられた低い位置にある（図表8）。これからは、前二者では後二者に比較して相対的に輸出產品の中で高付加価値製品が多く、需要の価格弾力性が小さいことで、ユーロ高の中でも相応に輸出競争力の維持が可能となるものと考えられる。実際に、輸出額に占めるハイテク製品の比率を見れば、15年までのデータに限られるが、この2グループ間では上記と同様の格差の大きさが現れている（図表9）。

このように、金融政策の正常化を織り込む過程でのユーロの上昇は、輸出產品の中で低付加価値產品の比重が大きいイタリアやスペインなどで、より大幅な輸出の減速を招く展開が考えられる。逆に、ドイツやフランスのほか、オーストリア、ベルギー、オランダなどでは輸出競争力



（資料）図表6はCPB（オランダ経済政策分析局）の、図表7～9はEurostatの、各データから農中総研作成

（注）図表7、8で、▲は財政危機での被金融支援国、●はGDP規模の四大国を示す。

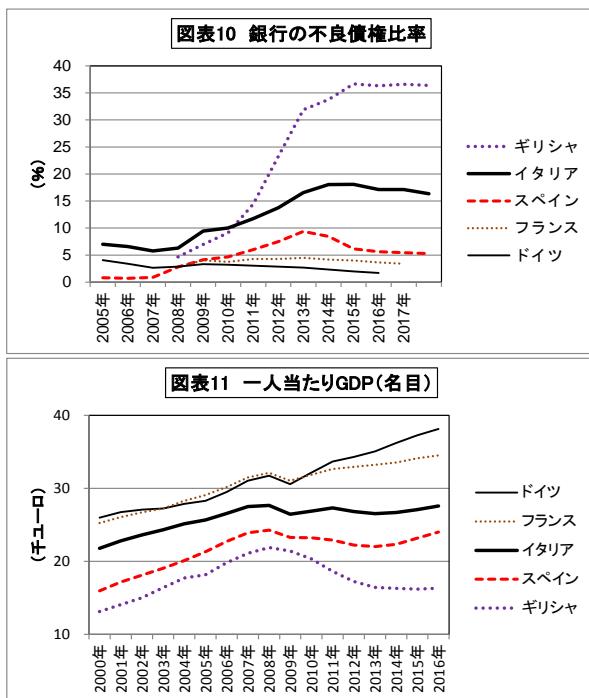
の維持が可能となることで、ユーロ高の影響は限定的なものとなるとみられる。こうして、ユーロの上昇は、金利の上昇とともに、今後、各国の経済格差を拡大させる方向に働くことが考えられる。

まとめ

このほか第三の注目点としては、金融システムへの影響がある。この点では、これまでマイナス金利政策の下で負担を強いられてきた銀行財務の改善に向けて、イールドカーブのステイプル化が追い風となる一方で、現在も銀行の不良債権比率が高い国々では、金利水準の上昇が向かい風となるものと考えられる(図表10)。このため、やはりドイツなどと、ギリシャやイタリアなどとの間で、銀行財務の格差を拡大させるものと見込まれる。

以上の、金利やユーロの上昇という環境変化が、①官民の財務負担、②輸出、③銀行財務、の各経路を通じて及ぼす影響の議論からは、なかでも次の2点に注意が必要ではないかと考えられる。まず、既に大きいユーロ圏内での各国の経済格差が一層拡大する結果、ECBの金融政策の舵取りがますます困難になる点である(図表11)。こうしたなか、金融統合・財政分権のユーロ圏の構造的な問題点が改めて浮上することで、ユーロ懐疑派のポピュリスト勢力の伸張を促し、政治面での不安定さが増す可能性も指摘できる。

次に、様々な点で浮かび上がるイタリア情勢の厳しさである。イタリアでは足元では景況感は改善し生産面などに幾分好転の兆しが現れてはいるものの、上記のとおり、官民の債務残高、輸出競争力、銀行財務を巡り大きな懸念点が存在している。これらの他にもイタリアでは、もともと困難な課題が長く継続している。例えば、構造改革の遅延で労働コストは改善せず、企業の競争力は劣後している。固定資本投資は盛り上がりに欠け、少子高齢化も加わることで、潜在成長率は低位横這いとなっている。銀行の貸出



(資料) 図表10、11はIMFのデータから農中総研作成

(注) 図表10は、16年までは年次データ、17年のみ第1四半期、第2四半期のデータである。

伸び率は、企業向けを中心に低迷状態にある。社会面では、若年層や長期間の失業の改善の足取りは鈍く、貧困層の比率も高い。また、難民の流入が続き、所得や雇用の点での国民への圧迫が軽視できない状況もある。そして安定性に欠ける政治情勢がこれらに重なり、全体の状況は一層困難なものになっている^(注2)。

折から、米国金利にも動意が現れている。ユーロ圏では、今後、環境が厳しさを増すとともに各国の経済の実力が厳しく問われることになる。そして域内各国の経済格差は一層拡大し、特にイタリア情勢がさらに困難なものとなる可能性に注意が必要になっている。(18.2.20現在)

(注1) この点については、次を参照されたい。

- ・ 山口勝義「注目されるECBの次の一手～金融政策の正常化に向けて迫られる難しい判断～」(『金融市場』18年2月号所収)

(注2) この点については、次を参照されたい。

- ・ 山口勝義「フランス選挙後のユーロ圏に残るイタリア懸念」(『金融市場』17年7月号所収)