

欧州経済を巡るコロナ危機後のダウンサイドリスク

～中央銀行に求められる慎重な対応～

山口 勝義

要旨

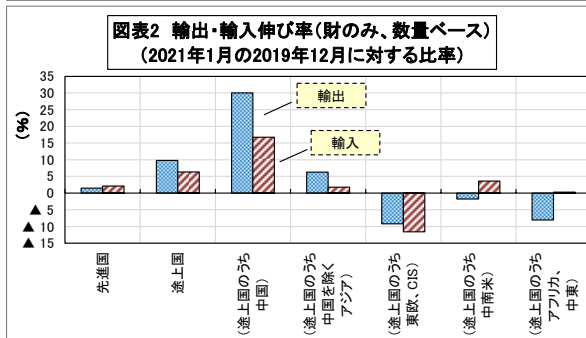
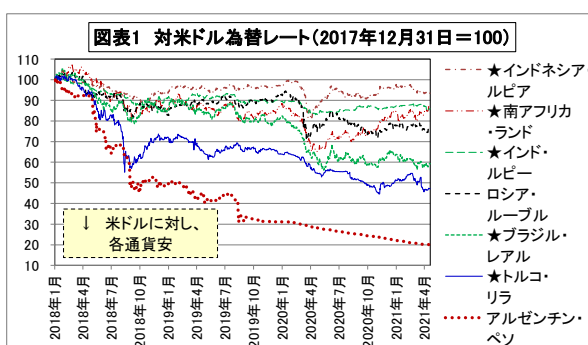
欧州経済は、コロナ危機から脱却した後も、途上国経済の長引く停滞の影響の波及や、欧州での資産バブルの発生による攪乱などのダウンサイドリスクを抱えることになる。金利上昇が波乱のトリガーとなるため、何よりも中央銀行には慎重な対応が求められる。

はじめに

2021年の世界経済を巡る主要テーマが「ワクチン接種の普及による新型コロナウイルス感染症の収束と経済活動の回復」である中で、欧州経済は困難な状況の下に置かれている。そもそもワクチン接種の進捗が順調ではないうえ変異株の感染拡大も見られており、観光業や宿泊・飲食業への依存度が大きい経済の、コロナ危機からの立ち直りは容易ではない。

このほか欧州では、失業者以外にも休業者などを含む労働市場の「スラック」が増大し、スキルの喪失による人的資本の棄損の懸念が生じている。これに対し、産業構造の変化の下では労働者の再教育には時間を要するばかりか、財務悪化に伴う企業の投資の手控えも加わり、生産性が中期にわたり低迷する可能性がある。さらに、貧富の格差の拡大の結果、需要の回復に手間取る展開も考えられる^(注1)。

以上は欧州経済のコロナ危機からの回復を遅延させる要因であるが、これとは別に危機後のリスク要因として考慮が必要な材料も存在している。その第一は、一般にワクチン接種の普及が先進国に比べて遅く財務基盤も弱い新興・発展途上国（以下、「途上国」と表記）で経済の停滞が長引き、その影響が欧州に波及するリ



(資料) 図表1はBloombergの、図表2はCPB(オランダ経済政策分析局)の、各データから農中総研作成

(注) 図表1の★は、米国の量的緩和縮小の2013年当時に「フレンジイ5」(脆弱な5ヶ国)と称された国々。

スクである。そして第二には、異例な金融緩和が続く欧州で資産バブルが発生し、経済を攪乱するリスクがある。

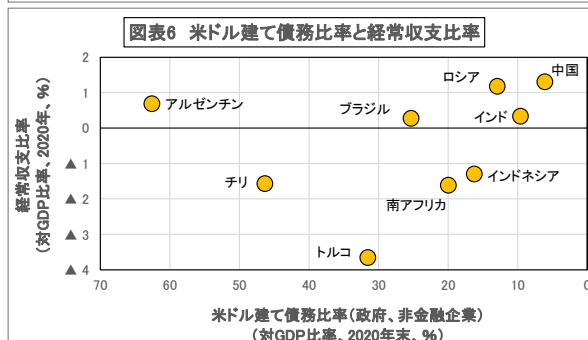
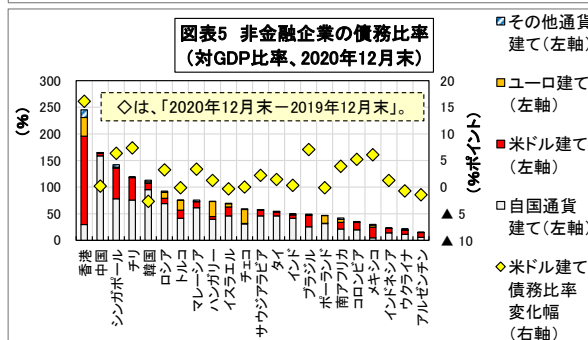
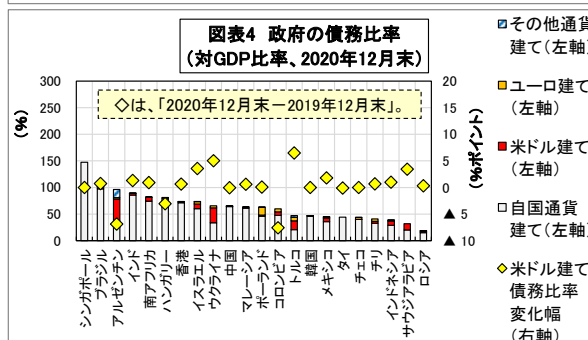
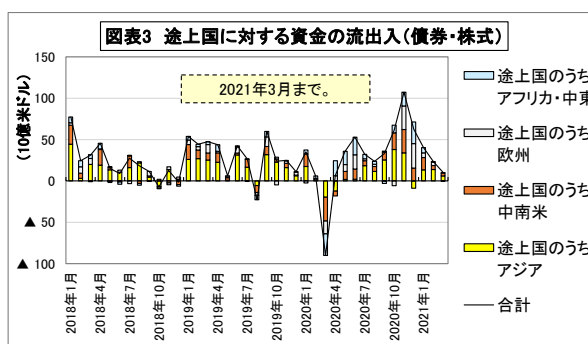
現実には途上国では通貨安が進む国もあり、また中国を除けば全般に貿易の回復も鈍い(図表1、2)^(注2)。一方で、欧州の資産価格についても注意を要する動きが現れ始めている。本稿では、コロナ危機後の欧州経済を取り巻くダウンサイドリスクについて、検討することとしたい。

途上国を巡っては、債券や株式に対する資金フローを見る限り、特段、警戒感が強まっているわけではない。コロナ危機の勃発で一時は流出超となった資金も、その後は回帰が見られている（図表 3）。しかし、これをもって安泰とは言えない。途上国では先進国に比べワクチン接種の普及に時間を要し、また全般に財務基盤の悪化が進んでいるためである。

財務面では、途上国ではここ 20 年程の間に、非金融企業部門を中心に債務の拡大が続いている。そして注意を要するのは、債務残高全体の動きとともに米ドル建て債務残高の増大である（図表 4、5）。折からの米国の景気回復見込みに伴う米ドル高や米金利の上昇は、途上国の米ドル建て債務の負担を高めることになる。国際通貨基金（IMF）などの支援の枠組みにより途上国で財政危機が拡大する可能性は限られるとしても、こうした途上国の債務負担の増大を嫌気して海外資金が流出に転じ、その経済回復を一層困難化するリスクが存在していることになる。

個別国については、貿易等で欧州との経済関係が緊密な中国やロシア、トルコの動向がなかでも注目される。このうちトルコは米ドル建て債務比率が相応に高く、しかも経常収支がマイナスであるため、特に注意が必要である（図表 6）。同国は途上国の間ではワクチン接種の進捗が比較的順調な国のひとつであるが、リラ安の下で消費者物価上昇率はこの 3 月には前年同月比で 16.2%に達しており、景気の低迷とインフレの亢進の間に既に厳しい状況に追い込まれている。

途上国は、中には資源価格上昇の追い風が吹く国々があるとはしても、全般的



(資料) 図表 3～5 は IIF(国際金融協会)の、図表 6 は IIF と IMF の、各データから農中総研作成

にワクチンの接種の遅れや財務を巡る課題などで困難な環境の下に置かれている。このため、途上国経済の全体的な停滞が欧州からの輸出の拡大を妨げ、危機後の欧州の成長抑制要因となるリスクを想定する必要があるものとみられる。

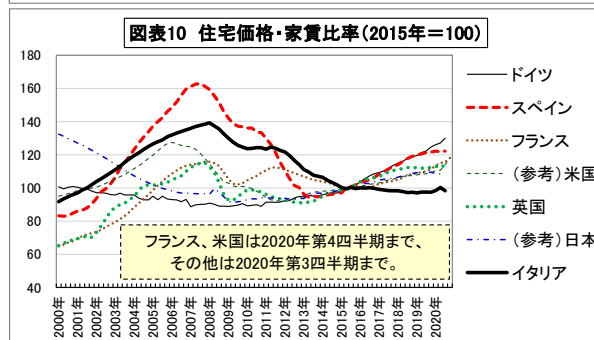
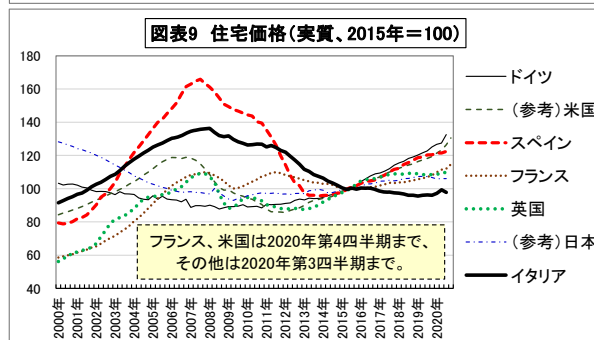
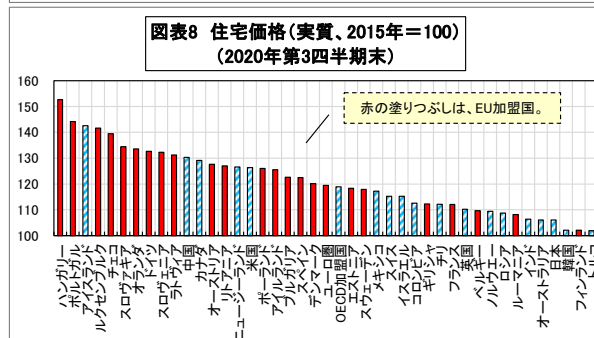
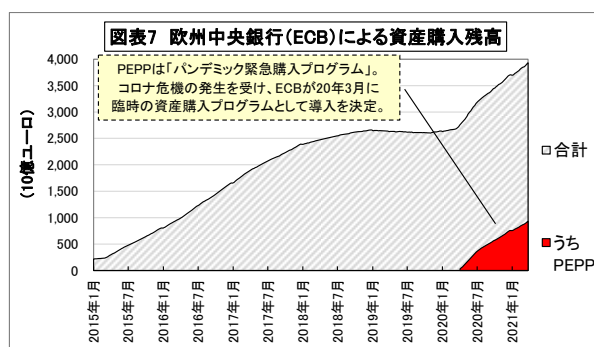
欧州における資産バブルの発生

欧州では、特にユーロ圏の財政危機以降、異例な金融緩和が長く続いている^(注3)。しかし景気や物価の回復は力強さを欠き、政策の効果以上に、むしろ、低く抑えられた実質金利や潤沢な資金供給に伴う副作用の拡大が懸念されてきた。例えば、利鞘の縮小による銀行収益の圧迫、国家や企業の財務改革の停滞、低収益企業の生き残りによる経済の非効率化、国債の指標機能の低下、そして資産バブル発生の可能性などである。こうした中でのコロナ危機の勃発であるが、景気刺激のほか、財政出動に伴う長期金利の上昇を抑制するためにも、金融緩和は一層の拡大を迫られているのが実態である（図表7）。

上記の副作用のうちでも経済の直接的な波乱要因として特に注意を要するのは、資産バブルの発生ではないかと考えられる。欧州ではかつてアイルランドやスペインで不動産バブルが破裂し、ユーロ圏の財政危機のさなかに銀行の経営危機を招きつつ、問題の解決を困難なものにした経緯がある。実際に近年、欧州では多くの国々で、他の地域以上に住宅価格の上昇が顕著になっている（図表8）。

主要国の中では、経済情勢が低迷するイタリアを例外として、特にドイツやスペインで住宅価格の上昇傾向が現れている（図表9）。これらの国々では、消費者物価の一項目である家賃の動向との対比でも、住宅価格の上昇の勢いの強さを確認することができる（図表10）^(注4)。

こうして、インフレが回帰する局面などでは金融政策の転換により経済が波乱にさらされるリスクがある。欧州では労働市場の「スラック」の増大で、資源価格などに起因する一時的な物価上昇を除き、



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

当面は需要要因による持続的なインフレの可能性は限られるものの、逆にこの間に、緩和政策の下でバブルの拡大が続く懸念がある。しかも、コロナ危機の下で同時に債務残高も上昇しており、潜在的なリスクの規模は一層大きいことになる。

おわりに

IMFはこの4月に世界経済見通し(WEO)などを発表するに際し、途上国経済のコロナ危機によるダメージの大きさを指摘するとともに、先進国の金利上昇に伴い途上国の資金調達に支障が生じる可能性を懸念し、注意を促した。このほかIMFは、今回の危機を通じ、先進国を含めて各国間や、一国内の国民間で、様々な格差が拡大すると予測している。

このWEOによれば、欧州においても国ごとの経済格差は一層拡大することになる。主要国の間では、なかでも経済情勢が長期にわたり低迷するイタリアの不振が鮮明となっており、今後の推移が懸念される状況にある(図表11)。

例えば、同国では経済の外需への依存度が高く、途上国経済の停滞の影響をより強く受ける可能性がある(図表12)。また、もともとユーロ圏でギリシャに次いで高い政府債務比率は、今回の危機でさらに上昇している。加えて銀行による国債保有比率も依然高く、政府と銀行との間のリスクの連鎖は軽減されてはいない。こうして、住宅価格は低位安定ながらも他に懸念点が多いイタリア経済が、今後、波乱の芽となることも考えられる。

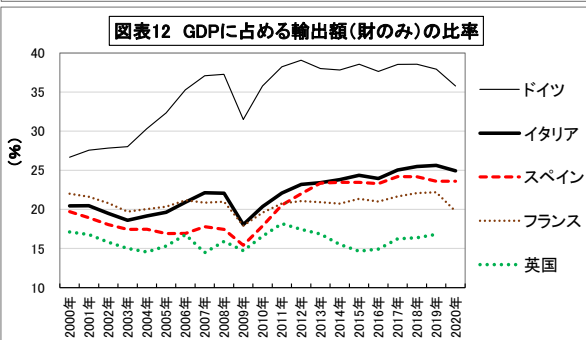
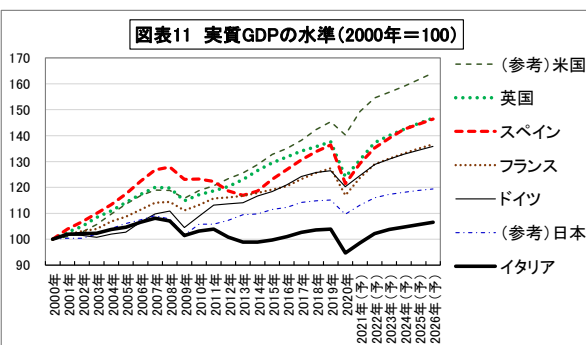
以上のように、欧州経済は自らがコロ

(注1) 欧州経済の回復が緩慢なものになると考えられる様々な根拠については、次を参照されたい。

・山口勝義「コロナ危機からの景気回復で出遅れる欧州」(『金融市場』2021年4月号所収)

なお、産業構造の変化とは、コロナ危機では観光・宿泊・飲食、伝統的小売、航空などの需要が低迷する一方で、Eコマース、IT、ヘルスケアなどには追い風が吹いたが、危機の収束後も、感染症への警戒感の継続や生活や働き方の変化の定着により、同様の傾向が継続するものとみられることを指している。

(注2) 途上国は、13年の米国の量的緩和縮小に伴い、いわゆる「テーパー・タントラム」の影響を被った。その後も特に18年以降、不安定な情勢が続く国がある。例えば、IMFの支援下に置かれ債務再編を進め



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

(注) 図表11の(予)は、IMFによる予測値である。

ナ危機から脱却した後も注意を要するダウンサイドリスクを抱えることになる。途上国で長引く経済停滞の影響が欧州経済に波及するリスクや、欧州において資産バブルが発生し経済を攪乱するリスクである。また、イタリアの経済情勢も懸念材料である。そして、米国や欧州における金利上昇が波乱のトリガーとなり得るため、何よりも中央銀行には緩和政策を縮小する段階に至った際に慎重な対応が求められることになる。(21.4.20現在)

ているアルゼンチン、米政権による経済制裁を機にリラの急落に見舞われたトルコ、大統領選挙を機に政治面で混乱が生じたブラジルなどである。

(注3) ECBは、14年6月に市中銀行による中央銀行への預金に対しマイナス金利を導入するとともに、資産購入(QE)については同年10月に貸出債権を担保とするカバードボンドなどの購入策、次いで15年3月には国債などを加えた購入策を開始するなどの対応を行ってきた。また14年6月には、企業の資金ニーズに応じて銀行に対して低利で貸出原資を供給する仕組み(TLTRO)を新設した。

(注4) 図表10は、「15年を100とする住宅価格指数」を「15年を100とする家賃指数」で除し、100を乗じたものである。