

高金利下のユーロ圏に潜む市場波乱のリスク

～脆弱な経済情勢のさらなる下押し要因に～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では、早期にインフレが終息し、ECB が金融引き締めを打ち止めとする見通しは現在のところ立てづらい。このため高金利環境が当面は継続するなか、長く続いた異例な金融緩和の下でこれまでに蓄積されてきた経済に潜む歪みが炙り出される可能性がある。なかでも注目されるのは、①金融機関を巡るリスクや②不動産市場を巡るリスクであり、また③債務を巡るリスクである。ユーロ圏では、これに伴う市場波乱が既に脆弱な経済情勢のさらなる下押し圧力となるリスクシナリオを想定しておく必要があるものと考えられる。

1. はじめに ～高金利環境が継続する下で求められるリスクの認識

金融引き締めの 下で生じた市場 波乱

多くの主要先進国で中央銀行が金融引き締め策を継続するなか、金融市场は何度か波乱を経験してきた。

最近の事例としては、2023年3月に発生した米国の地方銀行の経営破綻に伴う市場波乱がある^(注1)。この破綻では金利水準の上昇により銀行資産の含み損が拡大する下で、流動性リスクの顕在化がそのトリガーとして働いた。預金の急速な流出を受け満期保有扱いの国債などを含めて債券の売却を余儀なくされた銀行では実現損が急拡大し、財務の悪化が一挙に進行した。加えてこの後にスイスの大手銀行の救済合併が続いたことで金融危機の連鎖が懸念され、ユーロ圏でも銀行株が急落するに至っている（図表1）。



(資料) 図表1は、Bloomberg のデータから農中総研作成

また、これに先立つ22年9月には、英国が国債市場の波乱に直面した。これは当時のト拉斯政権が発表した財源の裏付けのない大規模な減税策を受けて、財政悪化やインフレ高進への懸念から国債利回りが急上昇したものである。特に年金基金が追加保証金の差し入れを迫られたことにより債券の投げ売り懸念が強まり、情勢は緊迫化した。この時もユーロ圏の金融市場には、国債利回りの急上昇という形で影響が及んでいる（図表2）。



（資料）図表2は、Bloombergのデータから農中総研作成

これらに対し当局は、システム的金融危機への拡大を阻止すべく、いずれの場合も迅速に対策を打ち出した。米国では当該銀行の預金の全額保護や、全ての銀行を対象にした担保債券を額面で評価する資金供給枠の新設に動いている。一方、英国ではイングランド銀行（BOE）が直前に発表したばかりの国債売却策を急遽延期し、逆に無制限の国債購入を実施した。あわせて政権としても減税策を撤回するとともに、首相が辞任に追い込まれている。

確かにこれらの混乱の背後では、個別の特殊事情が働いていた。米国の事例では預金保険の対象範囲を越える大口預金者への資金調達の依存の大きさがあり、これが急速で大量の預金流出をもたらす結果に繋がった。問題となったのは、世界経済危機時に国境を越えて影響を拡散させた信用リスクではなく、監督当局の指摘によれば、銀行内部での基本的な金利リスクや流動性リスクの管理の不備であった点が特徴的である。また英国の事例では同国政府の財政リスクに対する認識不足が混乱の発端となつたわけであり、また年金基金によるデリバティブの多用がリスク量の拡大を通じて混乱を深化させたという特殊性がある。

このため、これらの事例は米国や英国でたまたま発生した例外

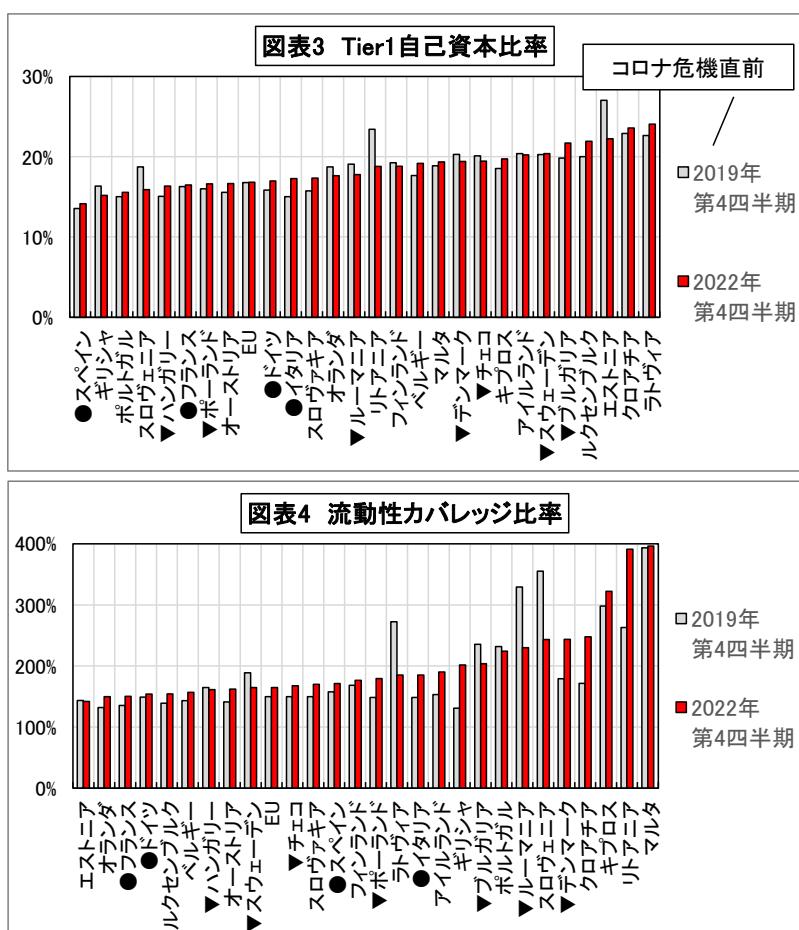
米国・英國の事例の特殊事情

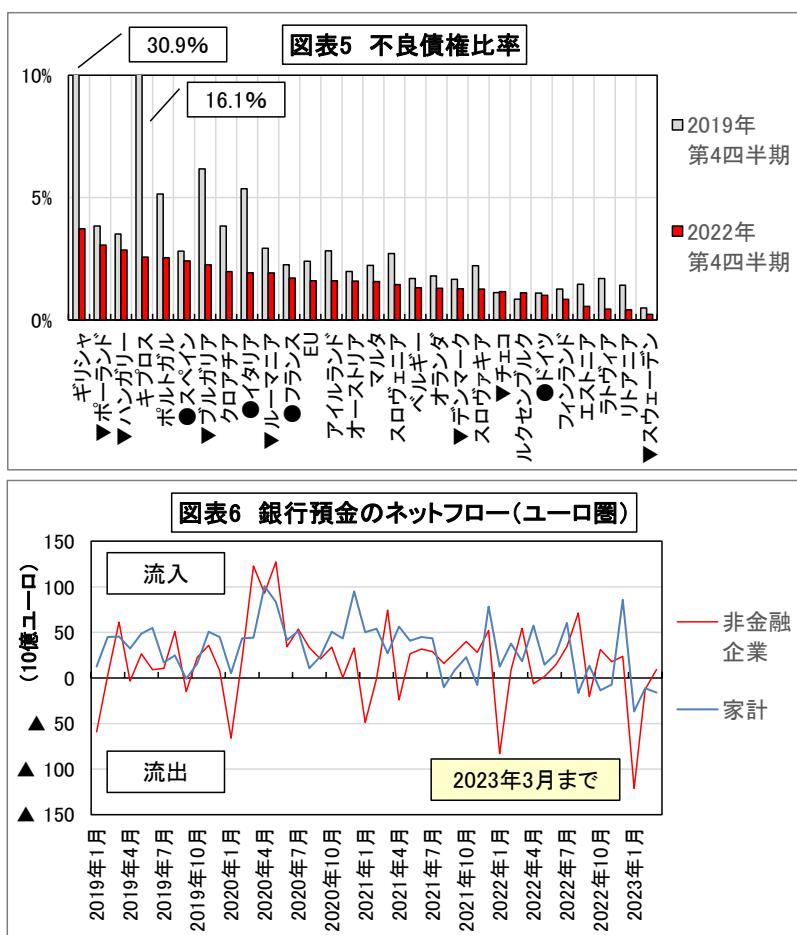
ユーロ圏は安泰

なのか？

的な事象とする見方もあり得る。しかしその一方で、マイナス圏に達する異例な低金利と潤沢な資金供給が長く続いたなか、ユーロ圏においても潜在的に同様の波乱を引き起こしかねないリスクの蓄積が進んでいる可能性がある。しかもユーロ圏では、この先1年程度の短期間でインフレが終息し、欧州中央銀行（ECB）が金融引き締めを打ち止めとする見通しは現在のところ立てづらい状況にある^(注2)。このため高金利状態が当面は継続する間に、蓄積された経済に潜む歪みが炙り出される可能性を、一層考慮に入れる必要があることになる。状況が急変するティッピング・ポイントは事前には見通し難く、危機は思わぬきっかけで突発するものである。ユーロ圏においてもリスクの所在について認識し、その特性について点検を行うことが必要ではないかと考えられる。

2. 潜在的なリスクの所在





(資料) 図表5はEuropean Banking Authority(EBA)の、図表6はECBの、各データから農中総研作成

(注) ●はユーロ圏の四大国を、▼はユーロ圏未加入のEU加盟国を示す。

3つのリスク

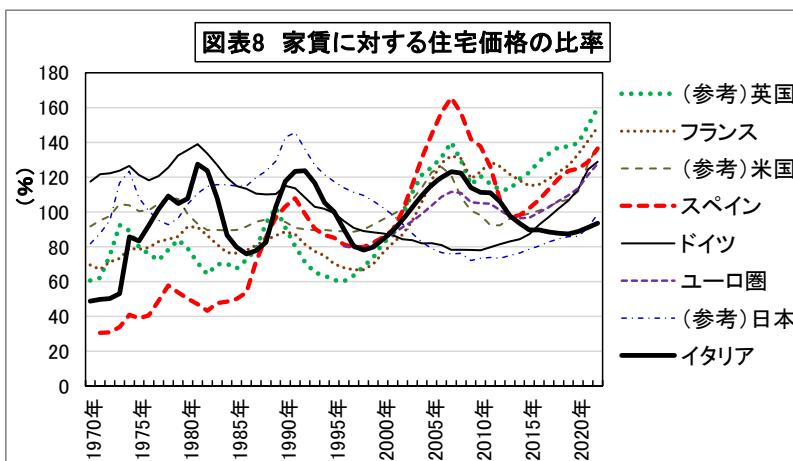
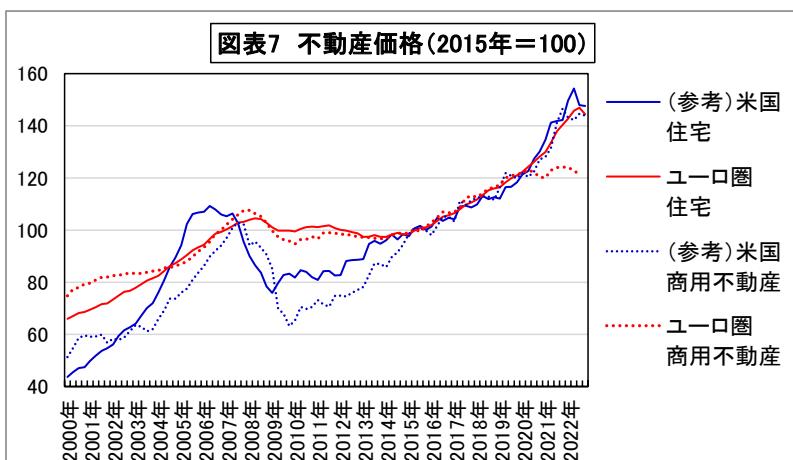
①金融機関を巡るリスク

ユーロ圏で考えられる潜在的なリスクとしては、主として、①金融機関を巡るリスク、②不動産市場を巡るリスク、そして③債務を巡るリスク、ではないかと考えられる。

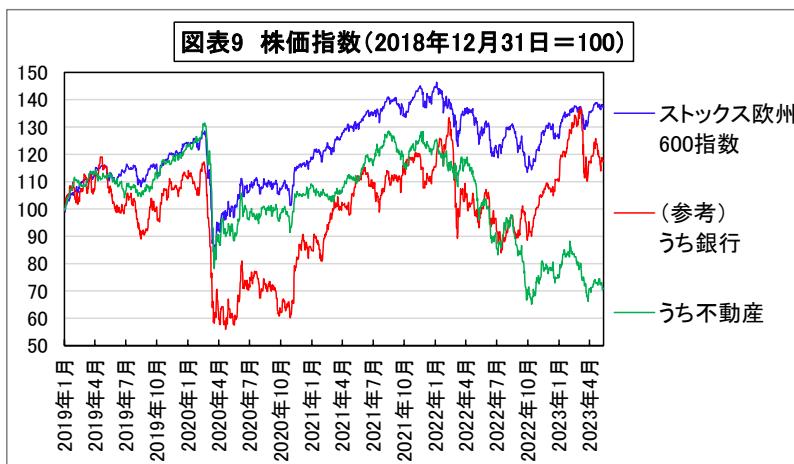
このうち①の金融機関を巡るリスクについては、世界金融危機後に大手銀行を中心に実施された規制強化により、現在では個別銀行や銀行システムのリスク耐性は大幅に向上しているものと捉えられる(図表3～6)^(注3)。しかし一方では、米国や英国の事例で示されたように、ユーロ圏においても中小規模の銀行や、銀行監督の外側にある投資ファンドや年金基金などのノンバンク金融仲介機関(NBFI)の中でリスクの蓄積が進んでいる可能性がある。米国では資産規模に応じて銀行規制の内容を緩和し、またトランプ大統領時代にストレステストの実施に猶予期間を設定するなどの対応を行ったのに対し、ユーロ圏では銀行規制の適用はより広範で包括的であるとされているが、やはり注意が必要とみられる。

②不動産市場を巡るリスク

次に②として、住宅や商用不動産を巡り、低金利・高流動性の環境下でリスクが蓄積している可能性が指摘できる。実際に、ユーロ圏では経済情勢の停滞が長く続くイタリアを除き、特に住宅価格について主要国で大幅な上昇が確認できる（図表7、8）。また在宅勤務の定着化により、コロナ危機後もオフィス需要の戻りは鈍い。こうしたなか、金融環境の引き締まりにより不動産価格に調整が入り、不動産企業の借り換えが困難化する可能性がある。特にこれまでの異例な金融緩和と不動産価格の上昇の下で多くの不動産企業がレバレッジの引き上げに動いてきたとされるため、環境の反転が与えるインパクトは大きなものとなる可能性がある。このところの不動産企業の株価の低迷には、この懸念が反映しているとも捉えられる（図表9）。またこの際、中小規模の銀行や投資ファンドが不動産関連の与信に大きなウエートを占めるところから、②のリスクが、不良債権の拡大や資金の急速な流出を通して①のリスクに直結する展開も考えられる。



（資料）図表7はBISの、図表8はOECDの、各データから農中総研作成



(資料)図表9は、Bloombergのデータから農中総研作成

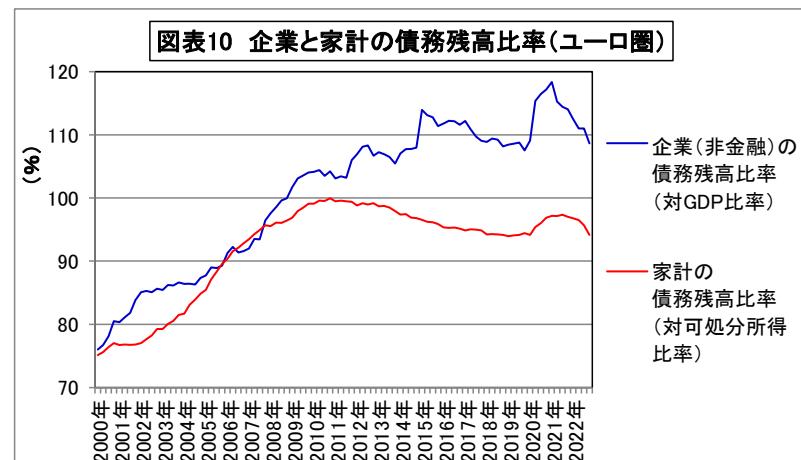
③債務を巡るリスク

そして③は、債務を巡るリスクである。ユーロ圏の企業や家計について全体として債務残高に縮小傾向が現れており、上記のような特定業種を除けば債務を巡る顕著なリスクの蓄積は認められない（図表10）。しかしその一方で、政府債務についてはコロナ危機や生活費危機、エネルギー危機への対応を経て拡大が著しく、現時点では政府債務残高比率が財政危機時を上回る国も少なくはない（図表11）^(注4)。また同時に、輸入依存度の高いエネルギーなどの価格上昇が主因となり、経常収支の黒字幅の縮小や赤字化が広範に現れてもいる（図表12）。この高い政府債務残高と経常収支赤字の組み合わせはユーロ圏の財政危機時と類似の状況であり、一層のリスクの積み上がりを意味している^(注5)。

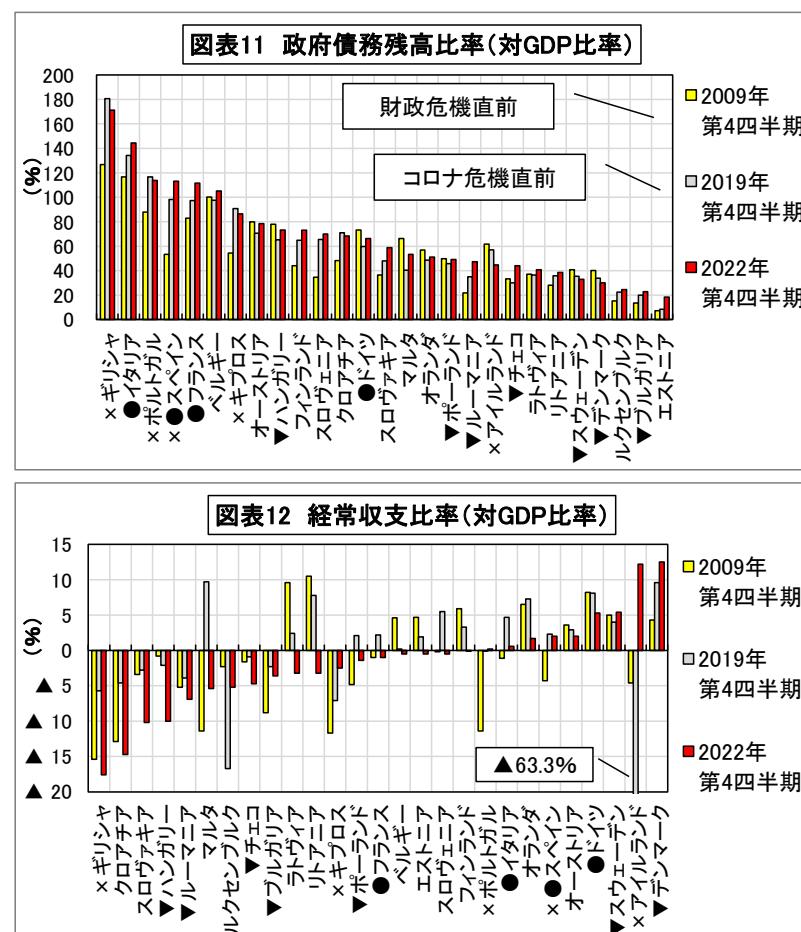
しかも今後とも、ユーロ圏では政府財政や経常収支を巡る環境は厳しく、早期の好転は期待し難い。その根拠としては、まず、確かに足元では天然ガス価格は低下し落ち着きを取り戻してはいるものの、これは暖冬などに支えられたところが大きく、23年の冬季には天然ガスの必要量の確保が一層困難となる可能性が指摘されている。この場合には、支援策の拡充により政府財政への負担が再度拡大するとともに経常収支は赤字に振れやすくなる。さらにはこの足元のエネルギー情勢に加えて、地政学的リスクの高まりから各国で軍事費の拡大は避けられず、この他にも気候変動対策や高齢化対策などで政府支出が増加し、中期的にユーロ圏では政府財政の一層の悪化が懸念されている（図表13）。

確かにユーロ圏では財政危機対策として12年9月にECBが無制限の国債買い取り策であるOMTの導入を決定するなど、危機への対策が拡充されてきている^(注6)。このため現時点では同様の危機が

突発する可能性は限られ金融市場も冷静に推移しているが、潜在的には政府の債務リスクが再び蓄積されつつある事実には注意が必要である。

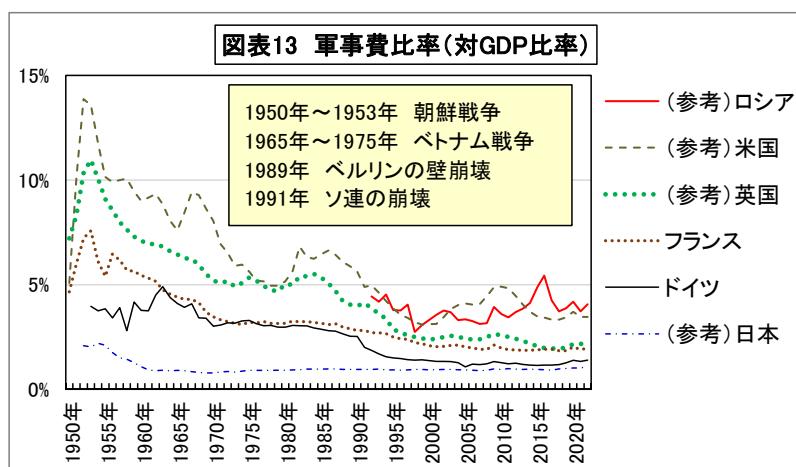


(資料) 図表10は、ECBのデータから農中総研作成



(資料) 図表11、12は、Eurostatのデータから農中総研作成

(注) ●はユーロ圏の四大国を、▼はユーロ圏未加入のEU加盟国を、また×は財政危機時に金融支援を受けた国を示す。

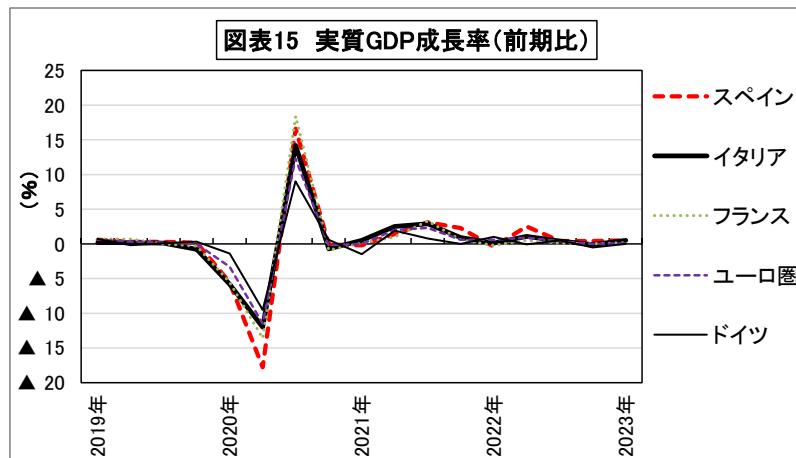
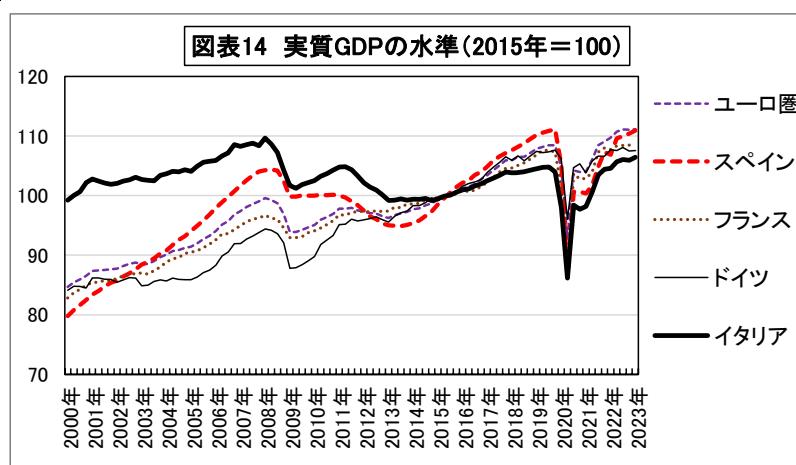


(資料) 図表 13 は、ストックホルム国際平和研究所(SIPRI)データから農中総研作成

3. 低迷状態が続くユーロ圏経済とさらなる下押しのリスク

今後のユーロ圏の経済情勢

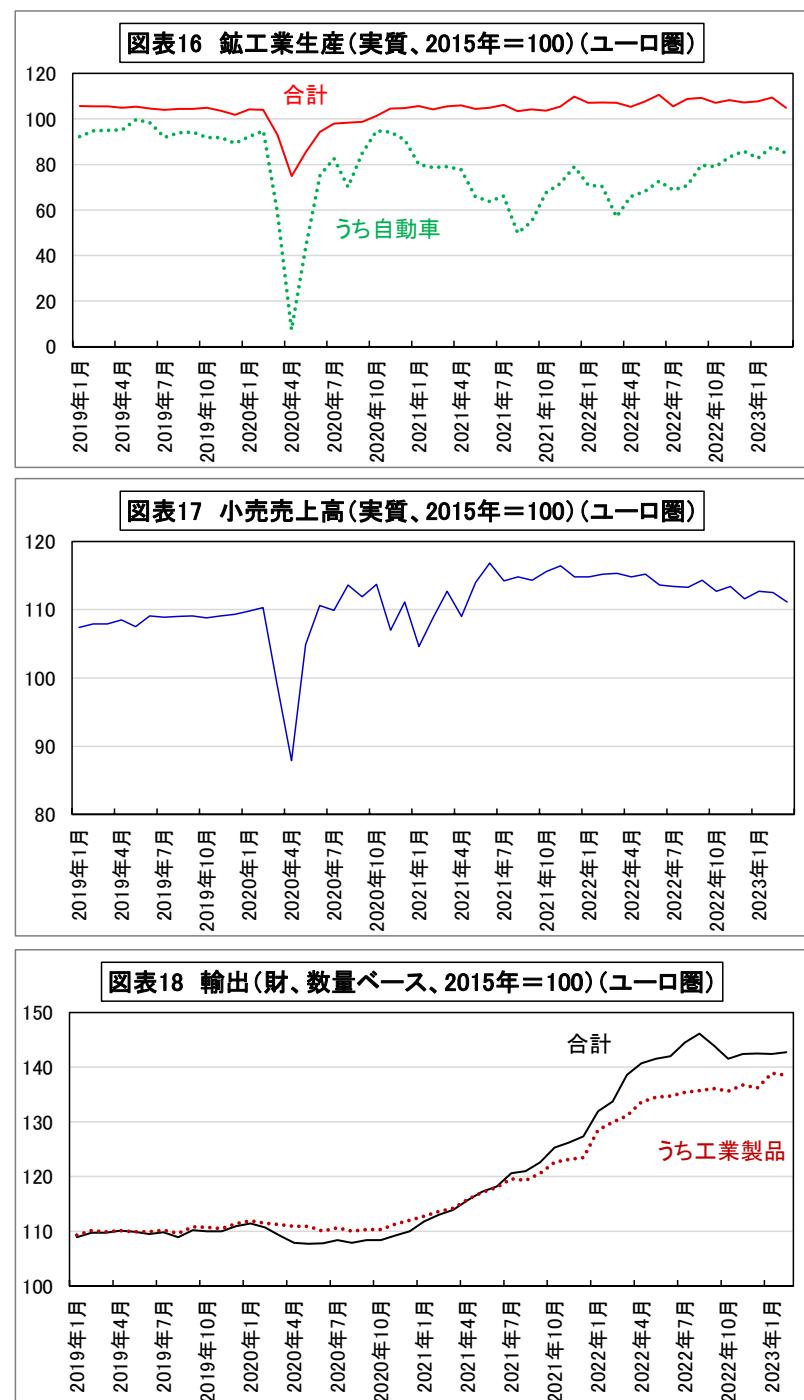
このような中で、ユーロ圏の今後のマクロ経済情勢の推移をどう考えればよいのだろうか。



(資料) 図表 14、15 は、Eurostat のデータから農中総研作成

最悪シナリオは脱したもの低迷状態が続くユーロ圏経済

まず現状を確認すると、ユーロ圏経済は暖冬などを背景とするエネルギー価格の低下の恩恵を受け、懸念されたリセッション入りはこれまでに回避することができている。しかし、ロシアに対するエネルギー依存度が高かったドイツを中心にして、経済の低迷状態が続いている状況に変わりはない（図表14、15）。



(資料) 図表16～18は、Eurostatのデータから農中総研作成

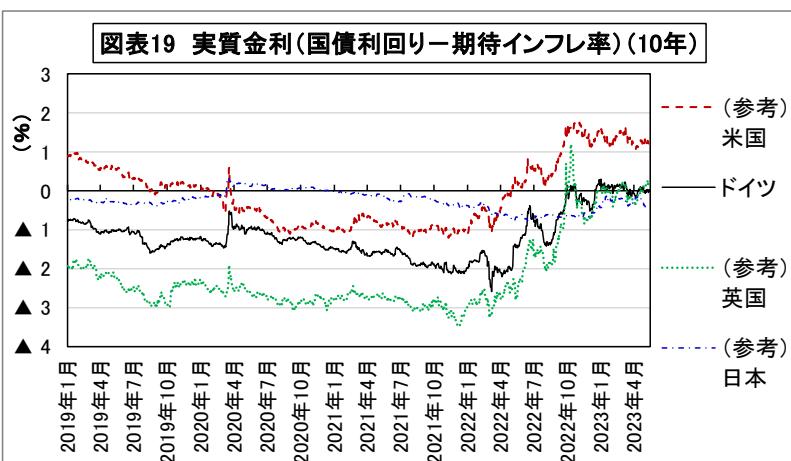
銀行の与信基準の厳格化で強まる経済への負荷

このうちユーロ圏の生産は、供給制約の緩和とエネルギー価格の低下にもかかわらず成長が鈍い。特に主力製品である自動車は、一時の低迷を脱しつつあるもののコロナ危機前の生産水準を回復するには至っていない（図表 16）。一方、小売売上高については、物価上昇が継続する下で頭の重い展開が続いている（図表 17）。また輸出についても、中国や米国、英国などへの輸出の停滞から、足元では力強さに欠ける動きとなっている（図表 18）^(注7)。

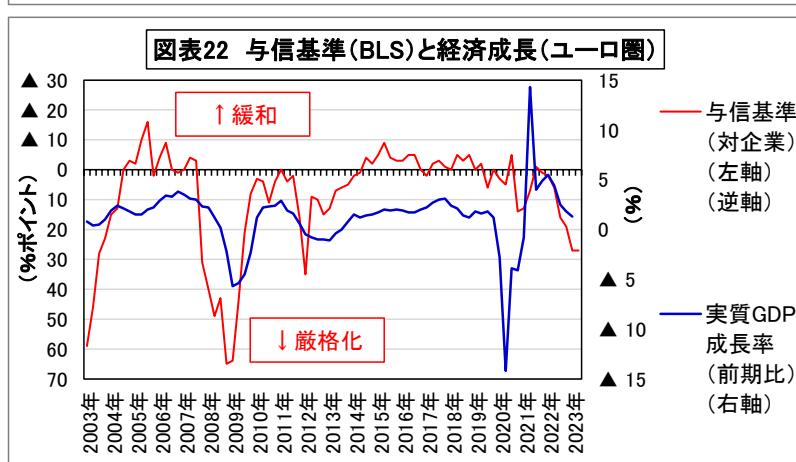
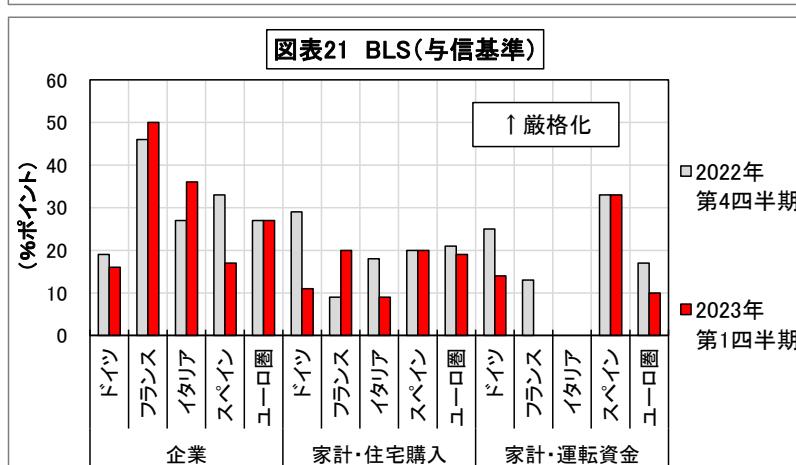
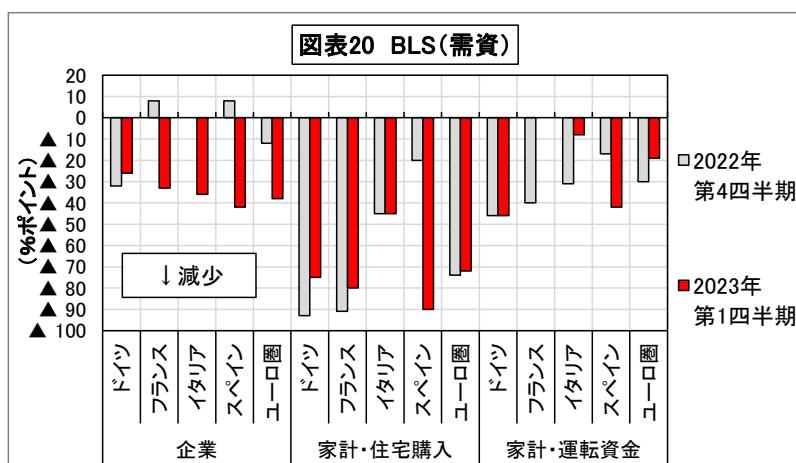
この背後では、ECB の金融引き締めを受けた実質金利の着実な上昇が働いている（図表 19）。またこの間、ECB の銀行貸出調査（BLS）によると、ユーロ圏では広く企業や家計の需資の低迷と銀行の与信基準の厳格化が現れている（図表 20、21）^(注8)。ここで過去の推移を振り返り、与信基準の厳格化と経済成長率を対比させれば、両者の間で一定の相関関係が認められる（図表 22）。しかも今回は、この与信基準の厳格化が既にユーロ圏の財政危機時の水準近くにまで進行している事実が注目される。このため、時間差を伴いながら、今後、経済に対する負荷がさらに強まる可能性がある。

こうした中で、エネルギー危機などに対する公的支援策が段階的に縮小の方向にあることも加わり、ユーロ圏では企業の倒産件数は増加傾向にある（図表 23）。これに伴い、貸し倒れ懸念の強まりや実際の倒産の増加によるリスク耐性の低下が銀行のさらなる貸出抑制を招くことに繋がり、これがまた倒産件数を増加させる悪循環に陥る展開も考えられる。

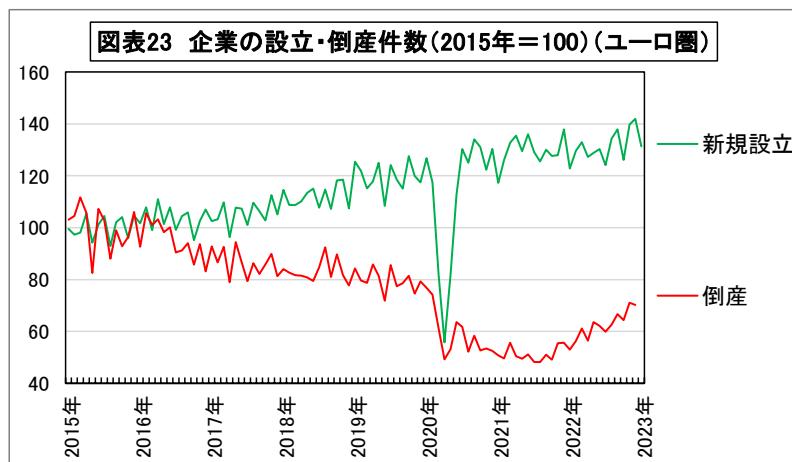
このためユーロ圏は、いったんリセッション入りは回避できたものの、景気後退の瀬戸際に立たされる状況が、当面の間、継続するものと判断される。



（資料）図表 19 は、Bloomberg のデータから農中総研作成



(資料) 図表 20、21 は ECB の、図表 22 は ECB および Eurostat の、各データから農中総研作成



(資料) 図表 23 は、Eurostat のデータから農中総研作成

ただでさえ脆弱な経済情勢にさらに加わる下押しのリスク

以上のようにユーロ圏の経済情勢は引き続き厳しいが、これに上で見たリスクが付加されることになる。なかでも、②の不動産市場を巡るリスクが、リスクの実態が把握しづらい①の金融機関を巡るリスクと絡み合いつつ顕在化し、ユーロ圏の脆弱な経済情勢にさらに下押し圧力を加える可能性に注意が必要とみられる。

このうち不動産価格の上昇にはユーロ圏の内部で国毎に大きな格差が存在しており、ドイツなどの主要国以上に、特にハンガリーやチェコ、リトアニア、ポルトガルなどで上昇が著しい。一方、ユーロ圏の財政危機に先立ち不動産バブルを経験したスペインやアイルランドでは、今回の価格上昇はこれらの国々に比べて大きなものではない。こうした点からは、潜在的なリスクの蓄積はむしろ経済規模の小さい国で進んでいる可能性がある。しかし、ギリシャを震源地としてユーロ圏全体を揺さぶった財政危機の経験からすれば、これをもって直ちに不動産を巡るユーロ圏内のリスクは限定的であると見なすことはできないことになる。

4. まとめ～高金利環境が続く下での市場波乱と経済下押しのリスク

高金利環境がまだ続くユーロ圏

折から、ユーロ圏の消費者物価上昇率は全項目ベースで減速傾向に転じているが、エネルギーや食品を除くコアには下方硬直性が現れている。今後もしばらくは企業による原材料等のコスト上昇分の製品価格への転嫁が続くほか、人件費の上昇が価格に反映されやすいサービス業で労働力不足に伴う賃上げも続くとみられることから、コアの物価上昇圧力が早期に沈静化する可能性は小さい。加えて、製造業も含めた賃上げの進行に伴う内需の拡大も、

ユーロ圏経済のリスクシナリオ

物価押し上げ要因として考慮に入れる必要がある。このためこの先 1 年程度の短期間にユーロ圏でインフレが終息し、ECB が金融引き締めを打ち止めとする見通しは現在のところ立てづらい。

こうして高金利環境が当面は継続するとみられるユーロ圏では、長く続いた異例な金融緩和の下でこれまでに蓄積されてきた経済に潜む歪みが炙り出される可能性がある。この際、なかでも注目されるのは、①金融機関を巡るリスクや②不動産市場を巡るリスクであり、また③債務を巡るリスクである。これに伴う市場波乱は、コロナ危機に続き生活費危機やエネルギー危機を相次いで経験し既に脆弱な状態にある経済に対して、さらに下押し圧力をかけることになる。

確かに、ユーロ圏では銀行規制の適用はより広範で包括的であるとされており、また商用不動産の価格上昇は限定的であるほか財政危機への対策が拡充されるなど、リスクの緩和材料が存在してはいる。しかし危機は思わぬきっかけで突発するものであり、これらの下押し圧力を、ユーロ圏経済のリスクシナリオとして想定しておく必要があるものと考えられる。

(23.5.25 現在)

(注 1) 米国では 3 月に仮想通貨を主力業務とする銀行が自主清算を決め、その後、同月中に地方銀行 2 行が経営破綻した。またさらに 5 月に、地方銀行 1 行が経営破綻した。

(注 2) ユーロ圏では早期にインフレの終息が見込みづらい点については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「描きづらい ECB による引き締め策の早期打ち止めシナリオ」(農中総研『経済金融ウォッチ』23 年 5 月号所収)

(注 3) このうちバーゼル委員会が世界金融危機後に新たに導入した規制として、流動性リスクに関する「流動性カバレッジ比率(LCR)」(図表 4)と「安定調達比率(NSFR)」がある。前者は短期間に発生し得る資金流出額に対し、これを上回る国債などの高品質の流動資産の常時保有を求める規制である。また後者は、市場流動性に乏しい資産を含む運用資産に対する資金調達が安定的な手段によりなされていることを求める規制である。

(注 4) こうした中で格付け見直しの動きも出ており、直近の例としては 4 月 28 日に、フィッチがフランスのソブリン信用格付けを 1 段階引き下げ「AA-」とした。

(注 5) 経常収支は「貿易収支+サービス収支+所得収支(第一次、第二次)」として定義されるが、国内景気の過熱時や輸入物価の上昇時などには輸入の拡大により赤字に転じやすい。この場合には、「輸出=輸入=生産=消費=投資」の関係から、国内でネット貯蓄がマイナスとなり海外からの資金導入が必要となることを意味している。海外からの資金はしばしばより高い利回りを要求し、また逃げ足が速く不安定であるため、経常収支が赤字である状態は金融市場の波乱を増幅する結果を招きやすいことになる。

(注 6) ECB が 12 年に財政危機対策として導入した OMT は、Outright Monetary Transactions の略である。その発動は、当該国が欧州安定メカニズム(ESM)による支援を受け、その下で財政健全化や経済の構造改革などの支援条件を遵守していることが条件となる。これに加えて、ECB は 22 年 7 月に TPI(Transmission Protection Instrument)の導入を決めた。これは一部の国の国債利回りの上昇で市場が分断化され政策効果の浸透が阻害される事態を防止することを目的としたもので、その発動は当該国が健全な経済や財政の状態を維持していることを前提として、投機的な動きなどにより国債利回りが上昇した場合に限定されている。

(注 7) 例えばドイツの 23 年第 1 四半期の輸出(数量ベース)については、特に中国向け輸出の落ち込みが大きく、前年同期比で 10.5% の減少となっている。このうち、なかでも自動車の減少が大きく同 23.9% の減少である。以上は、ドイツ連邦統計局のデータによる。

(注 8) 図表 20 は、当該四半期中に需資が増加したと回答した銀行の割合(%)から減少したと回答した銀行の割合(%)を差し引いたものである。図表 21 は、同様に与信基準を厳格化したと回答した銀行の割合(%)から緩和したと回答した銀行の割合(%)を差し引いたものである。