

Weekly エコノミスト・ レター

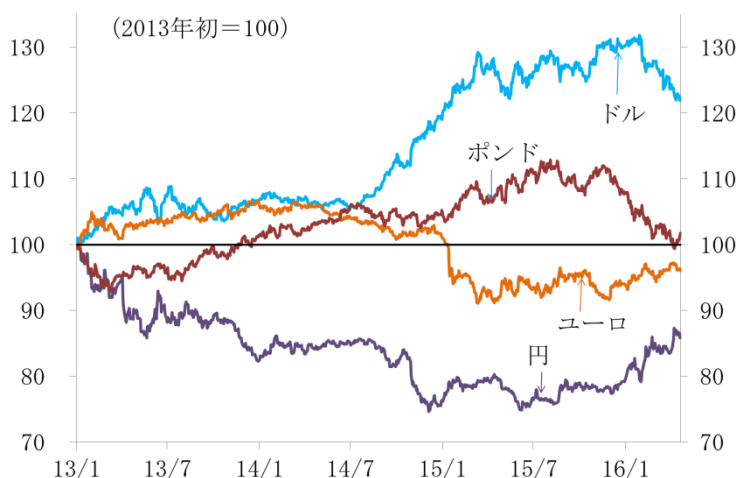
欧州経済の不安材料

マイナス金利の副作用、BREXIT、ギリシャ危機 再燃

経済研究部 上席研究員 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. F R Bの利上げ見通しの後退を背景にドル高が修正、原油価格が反転、新興国からの資本流出、通貨下落への圧力が緩和している。
2. ドル高の修正という大きな流れの中で、日本とユーロ圏では、金融緩和策を強化しても通貨高圧力が続いている。行過ぎたドル高の修正が米国と中国を含む新興国の多くに安定化の効果をもたらすのであれば、日欧にとってもマイナス面ばかりではない。
3. この先も世界経済と金融市場の安定が続くか否かは、F R Bの金融政策の舵取りや中国の政策運営に負う部分大きいですが、欧州域内にも様々なリスクがある。
4. 14年6月以降の金融緩和の強化は、これまでのところ効果を発揮してきたが、副作用が表面化する兆候も現れ始めている。
5. 6月23日に予定されているEU残留か離脱かを問う英国の国民投票も予断を許さない。離脱の場合の影響は、離脱交渉の内容やスピード次第だが、投票結果が離脱多数の場合、不透明感を嫌うポンド売りが加速しそうだ。
6. ギリシャ危機再燃も夏場に向けたリスクだ。昨年8月に始動した第3次支援の第1回審査は難航している。7月20日のECB等が保有する23億ユーロの国債の償還期限までに審査を合格し、返済原資を獲得できるのか危ぶまれ始めている。

主要通貨の名目実効為替相場



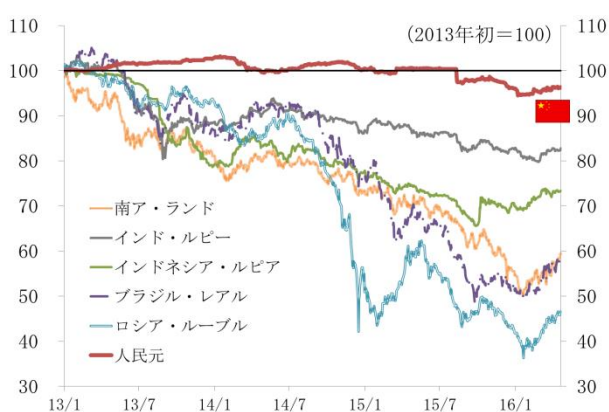
(資料)ロイター

（ 世界経済の先行き懸念の緩和。起点はドル高の修正 ）

年初の世界経済を覆っていた先行き懸念が緩和している。為替市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げピッチに関する見通しの後退を背景とするドル高修正（表紙図表参照）の流れが続いている。

ドル高の修正は、ドルに連動し割高化が進んだ人民元の通貨切下げ懸念は後退、新興国からの資本流出、通貨下落への圧力が緩和している（図表1）。原油価格は、1月下旬には1バレル30ドル台を割込み、産油国やエネルギー企業の資金繰りへの不安を高める材料となっていたが、足もとでは40ドル台を回復している（図表2）。対ドル相場と原油等商品価格の持ち直しによって新興国企業のドル建て債務返済負担の懸念も緩和している。

図表1 主要新興国通貨の対ドル相場



（資料）ロイター

図表2 原油価格



（注）北海ブレント価格 （資料）ロイター

（ ドル高修正＝円安、ユーロ安修正だが、世界経済の安定につながる ）

ドル高の修正という大きな流れの中で、日本とユーロ圏では、金融緩和策を強化しても通貨高圧力が続いている（表紙図表参照）。

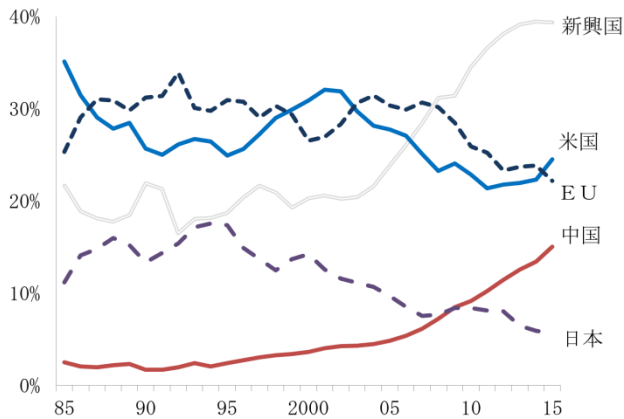
世界経済の先行き懸念に対応して、日銀は1月にマイナス金利政策の導入を決め、欧州中央銀行（ECB）は、3月にマイナス金利政策と資産買入れ、最長4年のターゲット型資金供給（TLTRO）のすべてを強化する包括的な追加緩和策を決めた。名目実効為替相場の動きを見ると、日銀とECBの追加緩和策は、過去の追加緩和と異なり通貨安という成果にはつながっていない（表紙図表参照）。

とは言え、行過ぎたドル高の修正で米国経済が回復を持続し、中国を含む新興国の多くに安定効果をもたらすのであれば、日欧にとってもマイナス面ばかりではない。米国は、言うまでもなく世界最大の経済であり、中国を含む新興国も世界経済の4割を占める（図表3）。

足もとでは、米国株だけでなく、欧州株も年初来高値圏にあり、円高による業績懸念から大きく下げていた日本株も追随する兆しを見せ始めた（図表4）。

ECBのドラギ総裁が、21日の政策理事会後の記者会見で、3月の包括的な追加緩和策は、「（世界市場の不安定な動きの）賃金や物価への二次的影響を食い止める役割を果たしている」と述べたのも、ECBの行過ぎた緩和を牽制するドイツの非難をかわす強弁というだけではないだろう。

図表3 世界の名目GDPに占めるシェア



(資料) 国際通貨基金 (IMF) 「世界経済データベース」

2016年4月

図表4 日米欧の株価の推移



(資料) Markit

(世界市場安定の持続力は米中の舵取りに負う部分が大きい。欧州域内にも様々な火種)

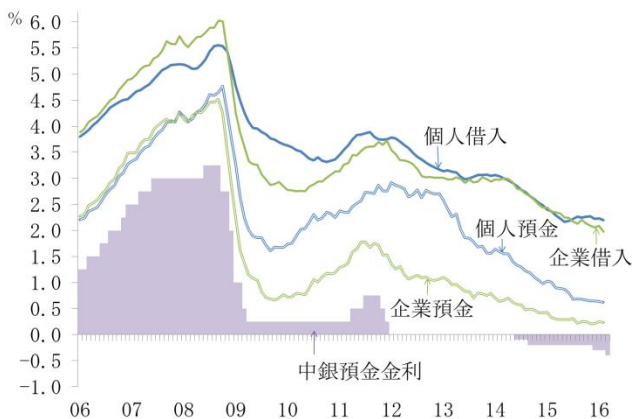
この先も世界経済と金融市場の安定が続くか否かは、FRBの金融政策の舵取りや中国の経済運営に負う部分も大きいですが、欧州域内にも域内景気ばかりでなく、世界市場の混乱再燃の火種ともなり得る様々なリスクがある。

火種の1つは金融システムにある。14年6月にスタートしたECBのマイナス金利政策は、同年9月からのTLTROや、15年3月の国債等の買入れ開始と共に、高止まっていた企業や家計の借入コストの低下につながった(図表5)。この局面では、預金金利の下げ余地があったため、銀行の利鞘へのマイナスの影響はそれほど大きくなく、不良債権比率低下などの恩恵も得られた。14年6月から足もとまで、実質GDP、雇用、固定資本投資、民間部門向けの銀行貸出などの回復基調が続いている(図表6)。ユーロ安や原油安とともに、一連の金融緩和は景気回復を支える効果を発揮したと見られる

しかし、15年12月の追加利下げ後、預貸金利の低下傾向はおおむね止まり、借入コストが上振れる気配も見られる。預金金利が下限に達し、銀行が、利鞘を確保するために、貸出金利の引き上げに動くことが考えられ、家計や企業にとっては金融引き締め方向への圧力が加わる。

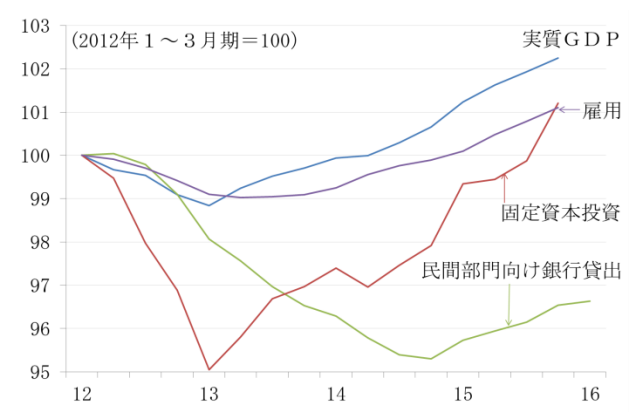
超低金利環境が長期化していることによる副作用への懸念は、特にドイツで高まっている。不良債権処理が難航するイタリアの銀行の経営問題も警戒すべき状況が続いている。

図表5 ユーロ圏の中銀預金金利と銀行金利



(資料) 欧州委員会統計局、欧州中央銀行 (ECB)

図表6 ユーロ圏実質GDP、雇用、投資、貸出



(資料) 欧州委員会統計局

（ BREXITの影響は離脱交渉次第だが、離脱多数なら不透明感を嫌い、ポンド安加速 ）

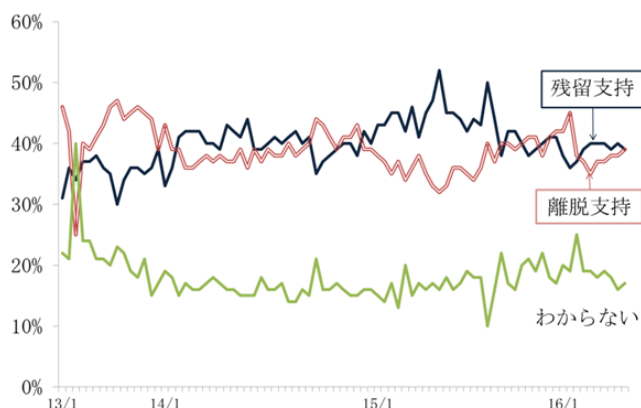
6月23日に予定されているEU残留か離脱かを問う英国の国民投票も予断を許さない。世論調査では離脱支持と残留支持が拮抗し、依然として態度を決めていない有権者が占める割合も高い（図表7）。

国民投票が残留支持に終われば、今年2月EU首脳会議でまとまった新たな条件でEUに残留することになるが、離脱という結果に終わった場合には、英国議会での議決を経て、EUに離脱意志を通知、そこから離脱条件を巡る交渉のプロセスに入る。交渉に要する期間は2年程度になると見られる。

残留支持のキャンペーンを展開する英国政府は、離脱後の英国とEUとの関係をノルウェーやスイスの場合などの事例を上げて整理し、EU市場へのアクセスと意思決定の関与という権利に対して幾つかの義務から除外される「新条件での加盟」が英国にとって最善の選択肢と訴える（図表8）。他方、離脱派は、離脱後の英国は、国家主権を回復した上で、EUからも有利な条件を勝ち取ることができ、域外との交渉も有利に進めることができると訴える。

離脱が及ぼす影響は、EUやEU域外の国々との交渉結果の内容やまとまるまでのスピード次第であり、幅を持ってみる必要がある。ただ、国民投票が、離脱という結果に終わった場合には、不透明感を嫌うポンド売りが加速、一時的にせよ、英国は輸入インフレの圧力に悩まされることになるだろう。

図表7 EU残留か離脱かを問う国民投票に関する世論調査結果



（資料） YouGov

図表8 EUとの関係別に見た英国にとっての権利と義務

	新条件の英国のEU加盟	通常のEU加盟国	ノルウェー（EEA参加）	スイス（二国間協定）	カナダ（二国間協定）
権利	EU法への投票権	○	○	×	×
	EU市場アクセス	○	○	△/×	△/×
義務	絶えざる緊密化	×	○	×	×
	司法内務協力	△	○	△	×
	ヒトの移動の自由	☆	○	○	×
	シェンゲン協定	×	○	○	×
	EU財政への拠出	△	○	△	×
	ユーロ導入	×	○	×	×

（注）○=あり、△=部分的、×=なし

（資料） UK Government 「Alternatives to Membership」

（16年3月）

（ 再燃を繰り返してきたギリシャ危機。今年も夏場に向けて再燃のおそれ ）

キプロスが3月31日に欧州連合（EU）国際通貨基金（IMF）の支援プログラムを卒業したことで、ユーロ圏唯一の支援プログラム国となったギリシャの危機の再燃も、夏場に向けたリスクだ。

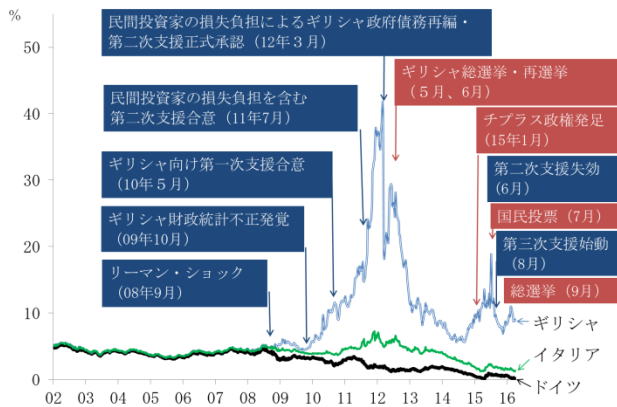
ギリシャ危機の特徴は、政局の変化、政府債務償還期日、支援交渉の膠着という3要件が危機の引き金となり、再燃を繰り返してきた点にある。発端は、2009年10月の政権交代で、新たに発足した全ギリシャ社会主義運動（PASOK）政権が、新民主主義党（ND）率いる前政権の財政統計の不正が発覚したことだった。2010年5月、ユーロ参加国政府による二国間融資とIMFによる条件付きの資金繰り支援で一旦は決着したが、金融システムの混乱回避のために債務再編を棚

上げたため、その成功は当初から危ぶまれ、実際、11年7月には、民間投資家への損失負担による債務再編を含む第2次支援合意を迫られた。

12年3月の正式に始動した第2次支援プログラムも当初から躓いた。同年5月の総選挙で、反緊縮を掲げた急進左派連合（SYRIZA）が躍進、ユーロ離脱（GREXIT）への懸念が一気に高まった。結果として6月の再選挙で緊縮派のNDを中心とする連立政権が発足、ECBが新たな国債買い入れプログラム・OMTを用意したこともあり、債務危機の域内伝播への懸念も抑え込まれた。

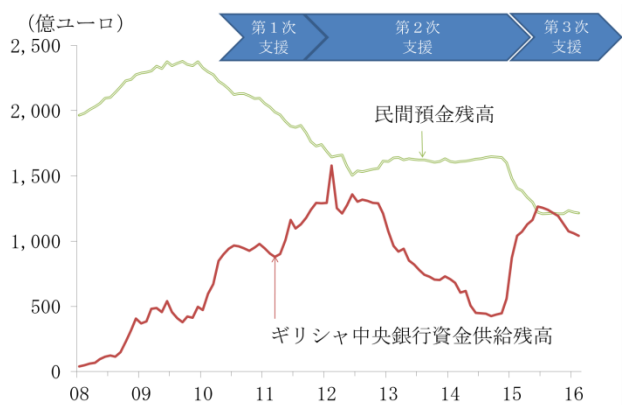
その後は、しばらく小康状態が続いたが、15年1月の選挙でのSYRIZA勝利をきっかけに危機は再燃する。第2次支援プログラムに関するチプラス政権と支援者側との協議は平行線を辿った末、同年6月末に支援が打ち切られたため、ECBはギリシャ中央銀行に対する緊急流動性支援（ELA）の上限引き上げを凍結した。これにより、チプラス政権発足前後から預金流出に見舞われていた（図表10）ギリシャの銀行は一時休業、預金引き出し制限や海外送金停止などの資本規制の導入に追い込まれた。6月末を期限とするIMFへの返済は延滞扱いとなった。

図表9 ギリシャ危機の流れと10年国債利回り



(資料) ロイター

図表10 ギリシャの商業銀行への民間預金残高とギリシャ中央銀行の資金供給残高



(資料) ギリシャ中央銀行

（ 第3次支援の第1回審査も難航中。7月20日の国債償還が視野に入る ）

15年の危機は第3次支援プログラムの合意によって終息した。ギリシャ政府は、7月5日の国民投票を終えた、8日に改めてESMに支援を要請した。国民投票は、支援機関側が提示した条件へのノー（OXI）が61.31%とイエス（NAI）38.69%を大きく上回る結果だったが、ギリシャ政府は、第3次支援の合意を取り付けるために厳しい条件を受け入れざるを得なかった（図表11）。プログラムの正式な始動は8月19日だが、7月20日に予定していたECBが保有する35億ユーロの国債の償還のための原資は、辛うじて第3次支援正式始動までの「つなぎ融資」という形で確保され、IMFへの延滞も解消した。

チプラス首相は、第3次支援が正式に動き出した直後に辞任、昨年9月の総選挙（議席総数300）で勝利し第二次連立政権を発足させたが、改革関連法案に賛成しなかった議員の離脱などで現在の連立与党の議席数は辛うじて過半数を超えるに過ぎない。SYRIZAの支持率も昨年9月の総選挙後、ほぼ一貫して低下、今年1月、NDの党首選で勝利したミツオタキス氏の人気もあり、最大野党のNDに支持率で逆転されている。

このように紆余曲折を経て始動した第3次支援も、支援金を受け取るための条件となる改革の

実行は遅れており、未だ第1回審査の合格を得られていない。審査に合格し、EUが債務再編を実行すれば、ギリシャ支援に参加することになっているIMFの関与も、基礎的財政収支3.5%という中期目標の実現可能性を巡りEUとも見解が対立していることなどから不透明なままだ。

4月22日には、ユーログループ（ユーロ圏財務相会合）で、ギリシャの支援プログラムについての協議が予定されている。ここで合格が認められる可能性は低いだろうが、合格に近づきつつあるとのトーンが伺われるかどうか注目したい。

今年も7月20日のECB等が保有する23億ユーロの国債の償還期限が控えている。審査を合格し、返済原資を獲得できるのか危ぶまれ始めている。難民問題を最大の政治課題とするドイツは、EUの難民危機対策の前線としての役割を帯びるギリシャを切り離し辛く、交渉はまとまりやすくなっているとの期待もある。15年の危機で、ギリシャ危機の他国の財政やユーロ圏の銀行システムへの影響は限定的であることが証明された。それでも、今後の展開を注意して見守りたい。

図表11 ギリシャ向け第3次支援プログラムの概要

- 総額860億ユーロ
- ギリシャ政府が500億ユーロの民営化基金を創設
- 財政の中期目標は基礎的財政収支名目GDP3.5%
- 第1回審査合格後、債務を減免（元本削減以外の返済猶予・償還期限延長、金利減免等を想定）
- IMFは債務減免で財政が持続可能な軌道に乗る目処が立てば支援に参加

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。