

NAD Monthly Report.

Market Flash

金融が動かす世界経済 No 3
～複雑事情のEU～

2015.10



金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



今月はシリーズ最終、EUの金融政策についてまとめてみた。

<ユーロ圏> 大和総研レポート「未知の世界に挑むECB」を一部抜粋

2015年1月22日のECB(欧州中央銀行)政策理事会において、ユーロ建ての国債や機関債を買取対象とする量的緩和策の導入が決まった。ECBによる量的緩和策はこれが初めてではない。2014年秋にはABS(資産担保証券)を買取対象とするABSPPと、カバード・ボンドを買取対象とするCBPP3が開始されていたが、2015年1月の決定で、これにユーロ圏加盟各国の国債やEU機関などが発行するユーロ建て債券(残存期間2～30年)を買取対象とするPSPP(public sector purchase programme)が加わった。従来の量的緩和策と比較して画期的なのは、資産買取の総額を月額600億ユーロと決め、実施期間を「2015年3月から少なくとも2016年9月まで」と明示したことである。

ここまでの道のりを辿ってみる。

ユーロ圏においてもリーマン・ショックの傷跡は大きく、それ以降ECBは、ギリシャなどの問題によりさらに窮地に追い込まれているのである。

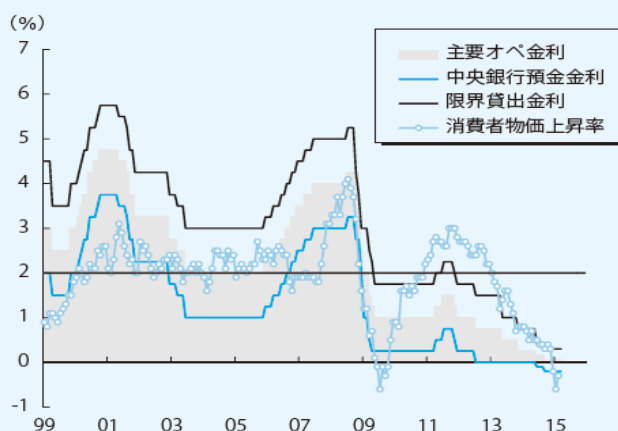
米国のサブプライム・ローンを担保とした証券化商品の購入者には欧州の金融機関が多く名を連ねており、これらの銀行の資金繰り難や資産劣化が懸念された。このため、ECBは大幅利下げだけでなく、銀行に対する「固定金利で無制限の資金供給」に踏み切ることによって流動性供給を強化し、さらにドル資金の供給にも尽力した。これらの政策対応が奏功し、「第2次世界大戦後で最悪の景気後退」からの立ち直りは比較的早かった。

しかし、ユーロ圏は、2009年に浮上したギリシャの財政懸念をきっかけにギリシャ国債の利回りが急上昇すると、それがポルトガル、

アイルランド、スペイン、イタリアにも次々と波及し、各国の国債利回りが急上昇して、ユーロ圏債務危機と呼ばれる状況の陥った。

結局、2011年5月までには、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルがEUとIMFの財政支援を受け入れ、金融市場での資金調達を中断した。

図表2 ECBの政策金利とユーロ圏の消費者物価上昇率



(出所) Eurostat, ECBから大和総研作成

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



危機的な状況を打開するために、ECBはユーロ圏の銀行に対する資金供給を一段と強化し、2011年12月と2012年3月には期間3年のLTRO(長期オペレーション)を通じて固定金利の長期資金を供給した。さらに2012年7月末にはECBが「(国債利回り高騰を阻止するために)可能な限りあらゆる手段を講じる」と宣言し、9月にはこの宣言を具体化した対応策としてOMT(Outright Monetary Transactions)を導入した。

これは、財政再建に取り組むユーロ圏各国の国債利回りが何らかの理由で急上昇した場合には、ECBが無制限にその国債を購入するという仕組みである。

このような金融政策により、2013年4～6月期から2014年10～12月期まで7四半期連続でプラス成長を記録し、落ち着きを取り戻したようにみられた。

しかし一方で、ユーロ圏には新たなリスクが発生した。物価上昇率の低下傾向が続きデフレ懸念が広がったのである。そのため、ECBは2014年6月に再び追加の利下げを決定した。その際、市場短期金利の下限となる中央銀行預金金利に関して0%から-0.1%へ引き下げ、初めてマイナス金利が採用された。2014年に入ってから物価上昇率の低下傾向に変化がみられなかったため追加利下げが行われた。そしてついに9月に量的緩和に踏み切ったのである。この時点での量的緩和の買い取り対象は、カバード・ボンド(社債などを束ねた債券)やABS(資産担保証券)などであった。

こうした金融緩和を行う中でも、物価上昇率の低下傾向は続き、加えて原油価格の急落によりついに12月には消費者物価上昇率が前年比-0.2%と遂にマイナスの伸びとなり、2015年1月にはさらに-0.6%とさらに落ち込んだ。これでは、ECBが目標としている2%物価上昇率の達成は到底不可能と考え、1月22日にPSPPという本格的な量的緩和策の導入を決定したのである。

これがこれまでの経緯である。

それでは、なぜECBはこれまで国債の買取に慎重であったのだろうか。それは、ECBが他の国の中央銀行と異なり、非常に特殊な立場にあるという事情が大きく影響している。

ECBの特殊事情(レポートから抜粋)

ECBは周知の通り、1999年のユーロ導入とともに稼働した、まだ歴史の浅い中央銀行である。欧州単一通貨ユーロを導入している国々の金融政策を単独で担当することがその任務だが、担当する国の数はユーロ圏加盟国の増加により、当初の11カ国から2015年3月現在では19カ国に増えた。ちなみに、ユーロ圏で完全に統合されているのは、通貨と金融政策のみで、財政政策は各国ベースが基本であり、また法律はEUベースと各国ベースが混在している。このため、ユーロ圏を単独で代表する機関としては、ECBが現在までのところ唯一の機関である。

ECBの最高意思決定機関は政策理事会だが、そのメンバーは総裁を含む6名の専任理事とユーロ圏加盟各国の中央銀行総裁であり、2015年3月現在では計25名で構成されている。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



政策理事会メンバーは出身国の代表ではなく、ユーロ圏の代表として政策決定に当たることを求められ、1人1票の平等な権利で意思表明をすることが原則とされていた。ただし、同メンバーが25名に達した2015年初めから、**ECB政策理事会における議決権には輪番制が導入され、全てのメンバーが毎回投票できるわけではなくなっている。**6名の専任理事は全員が常に議決権を有するが、各国中銀総裁は、経済規模や預金残高などいくつかの指標で判定された5大国で4票、残りの14カ国で1票を分け合うことになった。

国の数が多いことは、それぞれに異なる経済情勢を背景に金融政策に対する要求も多種多様となり、利害関係者の意見が割れやすいことにつながっている。先述したように、ECB政策理事会メンバーは、個々の国の事情に配慮するのではなく、ユーロ圏全体にとって最適な金融政策を選択することが求められている。また、**各国政府からの干渉を受けないよう、その独立性を保証する制度設計となっている。**とはいえ、意見集約のための議論は一国だけの金融政策決定よりも複雑となるのは必至であり、その過程をECB政策理事会の議事録公開という形で明らかにすることにも長い間慎重であった。ECBの議事録公開はようやく2015年1月の政策理事会から実現しているが、議論の過程での個々の意見が誰の発言であったかは明らかにされていない。

利害関係者が多く、その意見調整に時間がかかること以上に**ECBが悩む問題は、複数の国に対して一つの金融政策で対応することの効果の見極めが難しいことである。**どのような政策を講じると、どのような影響がどこに及ぶのかという経験値はまだ決して高いとはいえない。過去に例のない組織が、最適な政策を講じるにはどうしたらよいか、試行錯誤をしているところなのである。

2) 国家債務の肩代わり禁止

ECBと他の中央銀行のもう一つの違いは、**ECBには「加盟国の債務を肩代わりしてはいけない(EU条約123条)」という規定が設けられていることである。**ユーロ圏では加盟国間で景気格差が生じた場合、中央銀行は個別国の景気に対応した金融政策を取ることが困難である。このため、**各国政府は通常から財政健全化に努め、いざという時に財政政策を発動することができるように備えておくべきであるという考え方が、ユーロ圏設立の際の根本的な考え方であった。**それゆえ、ユーロ圏に加盟したい国は「**財政赤字がGDP比3%以内**」という条件を満たさなければならず、また、ユーロ圏に加盟したあともこの基準を順守することが求められた。さらに、ユーロ圏加盟国が常日頃から財政健全化にきちんと取り組むよう、いざという時には中央銀行が救済してくれるというルートをつさいだのが、「**ECBによる加盟国の債務肩代わり禁止**」条項である。

もともと、**この条項が禁止しているのはECBが加盟国の国債を「発行市場で引き受けること」で、「流通市場で購入すること」は禁止されていない**というのが現在の解釈である。ECBがOMTを導入した際、ドイツでこれがEU条約違反なのではないかとの訴訟が経済学者などを中心とする原告団から起こされたが、これまでのところドイツ連邦憲法裁判所もEU裁判所も、ECBによる流通市場での国債購入は違憲ではないとの判断を示している。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



3)「ユーロ圏債」は存在せず

ECBによる国債買取に関しては、ドイツを筆頭にECBの政策としてふさわしくないとの意見が少なからず存在した。EU条約に違反するのではないかという懸念に加え、ECBが国債の有力な買い手となって国債利回りが低下した場合、ユーロ圏加盟各国の政府が財政健全化に関して「手抜きをする」モラルハザードが起きるのではないかと懸念も根強かった。加えて、技術的な問題点も存在していた。FRB(米連邦準備制度理事会)、日銀、BOE(イングランド銀行)の量的緩和策では、主な買取資産はそれぞれ米国債、日本国債、英国債でなにも問題はなかった。ところが、ECBにとってはそれに相当する「ユーロ圏債」が存在しておらず、購入対象となるのはドイツ国債、フランス国債、イタリア国債など各国の国債である。このため、様々な批判的な意見を押し切ってECBが国債買取の実施を決めた場合、どの国債をどのような割合で購入するかをあらかじめ決めておく必要があったのである。

この配分については、結局、ユーロ圏加盟国の中央銀行(NCB)がECBに対して出資している割合で配分されることになった。なお、ECBは全体の購入割合は決定するものの、ECBが直接購入するのは8%分にとどまり、残り92%分はNCBが購入することになった。また、購入した債券で損失が発生した場合は、ECB全体でリスクを負うのは資産買取の20%分(ECBが直接購入した8%とEU機関債購入分の12%)までと決められた。残りの80%に関してはNCBが、自らが購入したそれぞれの国の国債のリスクを負う形になっている。

4)物価安定が唯一かつ絶対の目標

このように、ECBが国債買取を実施するには解決しなければならない問題が多く、米国や日本と比べてその導入のハードルは高かった。にもかかわらず、ECBがこの1月にPSPP導入を決定したのは、ECBの唯一の政策目標である物価安定が脅かされる事態となっており、その解決が最優先課題と判断したためである。物価安定を非常に重視する方針は、ドイツの中央銀行であるドイツ連銀の金融政策を継承している。そもそもユーロ導入は、フランスを筆頭とする西欧諸国が、第2次世界大戦以降取り組んできたドイツ取り込み作戦の総仕上げという側面を持っていた。

1990年の東西ドイツの統一により西欧で飛び抜けて大きな国となったドイツが、EUに距離を置くことを回避するためには、ECBをドイツ連銀の正統な継承者とする必要があったのである。とはいえ、ECBの金融政策は、物価安定を目指す点ではドイツ連銀の金融政策を継承しているが、具体的にどのような政策手段を用いてその目標を達成するかに関しては、かつてのドイツと現在のユーロ圏の構造や置かれている環境が大きく異なっているために、当然ながら異なってくる。ECBは発足当初から現在に至るまでの20年弱の間で、時にドイツ連銀の意に沿わない政策であっても、かなり柔軟に取り入れてきたと見受けられる。その筆頭がOMTであり、PSPPである。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。

金融経済

～金融緩和が動かす世界経済の行方～



ECBが少なくとも2016年9月まで(必要に応じてそれ以降も)量的緩和措置を講じることを明らかにしたことで、ユーロ圏の家計や企業が、金融緩和政策とそれに伴う低金利状態が長期にわたって継続されるとの見通しを持つことができる効果である。金利が低下し、資産価格が上昇する環境において、家計が消費を増やし、企業が投資を増やせば、景気回復の進展が物価上昇につながり、**ECBが目指す「前年比+2%をやや下回る消費者物価上昇率」の達成に量的緩和策が貢献するというのがECBの基本的な考え方である。**

このように日米欧においては量的緩和を実施することにより、資産効果や通貨安効果を通じて物価を上昇させ、企業業績を向上させる金融政策を取ってきたのである。

いまや世界経済は金融によって支えられ動かされているのである。

～日本経済～

- 日本経済は「踊り場」状態か・・・
- 設備投資の現状は停滞であるが、今後の見込みは前向き姿勢
- 個人消費は雇用環境の改善により持ち直し、ただし、力強さには欠ける

日本経済は「踊り場」を迎えているようだ。6月～8月にかけての中国経済の減速を原因とする世界同時株安で雰囲気は一気に停滞した。日本経済の現状を知るには、**企業の設備投資、個人消費、輸出**をしっかりとみていく必要がある。「踊り場」と判断する背景には、中国をはじめとする世界経済の減速懸念、輸出と生産の停滞や個人消費の足踏みに加え、円高・株安の動きなどがある。

中でも設備投資については、中国経済の動向も含めて影響が大きい分野である。年の初めでは企業の積極的な設備投資計画がみられたが、これが今やや後退してきている。9月調査の日銀短観の結果を見ると、大企業の設備投資計画は、15年度の上期の実績見込みベースで計画から下振れており、下期に投資計画が先送りされる形となっている。

設備投資の先行指標とされる**機械受注**は、8月に前月比▲5.7%と市場予想の+2.3%から大きくかい離する悪い結果であった。2009年3-5月以来の3か月連続での前月比マイナスとなった。

需要者別でみると、製造業では前月比▲3.2%と3か月連続のマイナス。**一般機械▲6.8%、電気機械▲22.1%**が全体を押し下げる結果となった。一般機械は今まで全体をけん引してきただけに頭打ち感が出てきているようだ。

非製造業は▲6.1%とこちらは2か月連続のマイナスとなった。その他非製造業▲16.7%、運輸業・郵便業▲18.4%、金融業・保険業▲40.4%であった。しかし一方で、今後の見込みについては前向きな姿勢を見せている。

しかし、日銀短観によると、**大企業全産業の「設備投資計画」は、前年度比+10.9%と前回の調査から上方修正されている**。業種別には、大企業製造業が前年度比+18.7%、大企業非製造業が+7.2%となっている。

特に、日本が得意とする分野では積極的な設備投資が続いている。例えば、アルプス電気のスマートフォン向けカメラレンズの増産に100億円の投資を計画、村田製作所ではスマホ向け通信関連部品の増産に120億円を投じている。

今後も設備投資が継続的に拡大するためには、自動車などの得意分野での業況改善が必要になるであろう。そして、言うまでもなく中国経済の動向は大きな要因である。

次に、**個人消費動向をみると全体としては持ち直しつつある**といっている。8月の実質消費支出は、前月比+1.5%と2か月連続で増加した。雇用環境も順調であり、**8月の有効求人倍率は1.23倍と23年7か月ぶりの高水準でバブル期をほうふつさせる**。雇用の改善により個人消費も緩やかに改善する見込みである。しかし、雇用数は増えても全体の報酬はそれほど大きく増加しているわけではなく、さらなる所得拡大が必要になるであろう。個人消費については、インバウンドの消費は非常に順調である。

輸出については、横ばいで推移している。8月の輸出数量指数は前月比▲0.9%と2か月連続で低下、米国、欧州、中国向けが減少している。輸出は今後もなんといっても中国経済の動向に大きく左右されることになるであろう。

～米国経済～

- 米国経済は堅調に推移
- 中国及び資源国など新興国の動向に注意
- 市場を失望させた9月の雇用統計により、年内利上げの延期も・・・

米国経済の現状を知るには連邦公開市場委員会 (FOMC) での議長発言の内容をよく読み解くことが重要である。(通常はその一言一句、単語の使われ方により判断する)

9月に行われたFOMCにおいては、金利を引き上げるかが注目されたが、さすがに6月以降続く世界同時株安などの影響により利上げは見送られた。その後のイエレン議長の声明文及び記者会見の内容から米国経済の現状と利上げの動向をみしてみる。

まず、声明文における景気の現状判断では、総括部分としては前回と変化なく「緩やかに拡大した」としている。

個人消費は引き続き「緩やかに拡大」、住宅市場も「一段の改善がみられる」とされた。前回の声明文ではやや弱めとされていた設備投資については、「緩やかに拡大」と上方修正された。

労働市場に関する判断も前回とは変わらず、雇用者数の増加ペースは「堅調」で、失業率も低下している。

物価については、短期的には現在の低い水準にとどまるが、エネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な影響が消えていくとともに、2%に向かって上昇していくと予想している。

そして、利上げについては、「労働市場がさらによく改善し、物価も中期的には目標の2%に向かって戻っていくと合理的に確信できた時に、政策金利の誘導目標を引き上げるのが適切になると予想している」と前回同様の表現を使っている。しかし、その後の記者会見においてイエレン議長は、これに加えて、「中国」や「資源価格下落の

影響を受けやすい新興国の動向に注意すべきであり、金融市場では「株価下落」や「ドル高の進行」にも注目していると発言した。

このことから、今後は米国国内だけの情勢ではなく、中国などの経済の状況とそれに伴う金融市場の動向にも気を配らなければならなくなった。利上げのタイミングは一層見極めが難しくなっている。

その判断を一層混乱させたのが9月の雇用統計の結果である。9月の非農業部門雇用者数は前月比+14.2万人と市場予想を大きく下回る結果と失望的な結果となった。これで、8月、9月と連続で20万人を下回ったことから、にわかに利上げ時期の延期が持ち上がりそうである。

外需悪化の影響を受けて製造業と、原油安の影響を受けて鉱業の雇用悪化が続いている。さらに、サービス業に至る広い業種で雇用拡大の動きが弱まってきている。民間263業種を対象に、前月から雇用が増えたかどうかを示す雇用DIIは9月に52.9となり、2010年以来の低水準となっている。市場関係者が驚いたのは8月から悪化してきたことである。例年であれば、8月の雇用統計では雇用者数が上方修正されることが多いのであるが、今回は速報値が17.3万人と20万人を下回ったばかりでなく、これが9月に+13.6万人に下方修正されたのである。このことは市場を大きく裏切った結果となった。

イエレン議長の言う「労働市場の更なる改善」が「合理的に確信できたとき」がこの雇用統計の結果により遠のいた。年内の利上げ見送りということもありうるかもしれない。

～欧州経済～

移民問題という新たな火種

欧州は**新たな火種**を抱えている。

移民流入問題である。欧州対外国境管理協力機関によれば、2015年1～8月の累計で**50万人**を超える難民があった。内訳としては、今大きな問題となっているシリアからが最も多く、セルビア・コンボ、アフガニスタンと続く。EU域内ではこの難民受け入れをめぐる新たな対立が生まれている。もとも難民受け入れに積極的だったドイツと**ハンガリー、ポーランド、チェコ、スロバキア**(V4諸国と呼ばれている)は揃って反対の立場をとっている。無制限な流入に歯止めをかけるため、**EUは今後2年間で16万人の受け入れに合意した**。その上で、**各国が分担して受け入れることを義務化**しようとしたが、これに猛反発しているのがV4諸国である。難民受け入れに対応する人員の不足や財政的負担がその理由である。EUは、ギリシャ問題など域内の経済問題が大変な中、新たな火種を抱え込んだためますます境地に追い込まれている。欧州の経済状態は、**ECBの積極的な金融緩和によるユーロ安などの影響を受けて輸出の回復ペースが加速し、全体としても緩やかな回復を続けているようだ**。4～6月期のGDP成長率は+0.4%であり、7～9月期も同程度の成長が見込まれている。GDPと連動性の高いユーロ圏合成PMIIは、9月に53.9と8月の54.3から少し低下したが、それでも4～6月平均53.9と同水準を維持している。個人消費も原油価格の低下の恩恵を受けて改善している。8月のユーロ圏小売数量は前月比+0.2%と2カ月連続の増加となった。8月の新車登録台数は+5.2%の大幅な増加となった。

中国経済の停滞の影響はユーロにおいても大きな懸念材料であり、その他新興国経済の動向も含め今後注意深く見ていく必要があるだろう。

～中国経済～

景気減速は続く、内需に活路を...

中国経済は**減速基調**が続いている。

9月の製造業PMI指数は前月比0.1ポイント上昇して49.8となったものの、8月以来50を下回っており、内外需とも依然として弱く、製造業の下押し圧力は強いようである。

民間投資の拡大鈍化に歯止めがかからない状態になっており、固定資産投資は引き続き下降傾向である。今後も、過剰債務と過剰投資が重荷となって、民間投資は一段と減速する見通しである。これに対し政府は、**インフラ投資の促進と住宅市場のてこ入れを強化**することで何とか7%の成長率を維持しようとしている。しかし、地方ではインフラ投資に必要な資金調達があまくいかず資金不足に落ちいつている地方政府が多くみられる。資金不足により土地収用が思うようにできないでいる。政府は金融機関に地方債の購入を促しているが、金融機関はリスク対比地方債投資に魅力を感じていない状況である。

一方、外需に目を向けてみると**輸出は頭打ち**となっている。人件費の上昇や元高により輸出製品の価格競争力が低下していることに加えて、資源国などの新興国の経済悪化が影響して輸出は大きく減少している。

中国経済減速⇒資源国、新興国経済の悪化⇒中国の輸出の減少という埒循環が生じてしまっている。

こうした状況の中、個人消費に活路を求めべく、政府が金融面で個人消費を支えようとしている。金融財政の補助により景気と雇用を支えると共に、消費者金融の緩和、住宅購入に対する規制緩和などの策を打ち出している。

当面は、外需に頼れない中、内需の拡大策中心の経済運営になりそうである。

金融経済

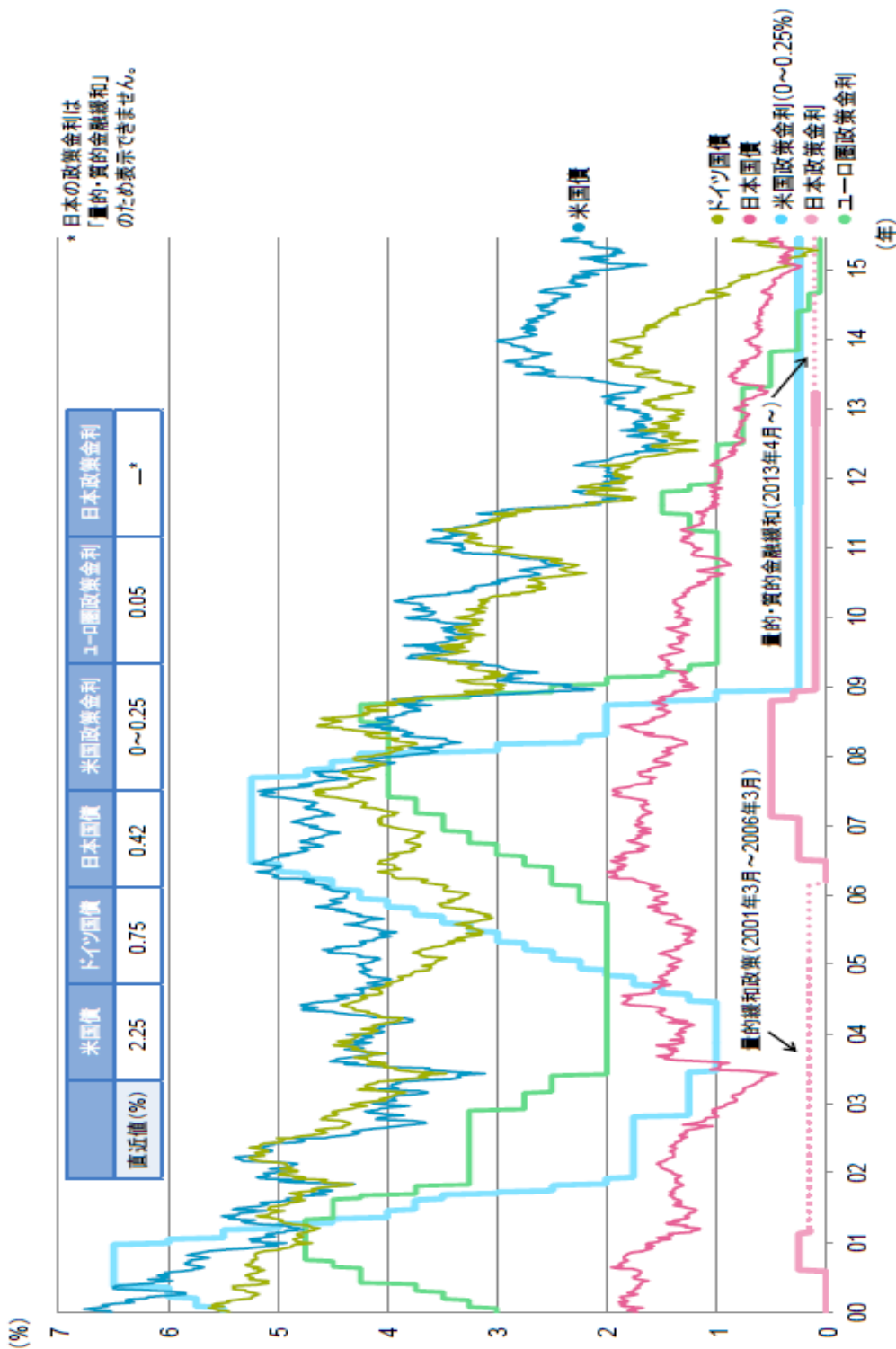
～金融緩和が動かす世界経済の行方～



日米欧の政策金利・10年国債利回り

(2000年1月第1週末～2015年6月第3週末)

長期 (週次ベース)



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成) ※上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

* 本資料は投資判断となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘及び保険勧誘を目的として作成したものではありません。本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。また、本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保障するものではありません。