

根深いユーロ問題：強いドイツと脆弱な南欧 — 構造改革の遅れが政治的摩擦に —

KEY POINT

- イタリアは経済が低迷、政治も不安定だが、当面ユーロ危機に繋がる可能性は低い
- イタリアの経済低迷は、ユーロ危機以前の高インフレのツケを払わされている面も
- ドイツ経済は堅調だが、経常黒字は GDP の 8% と歴史的な高水準にあり、外需依存・内需不足が顕著
- ユーロ圏の「一つの中央銀行、バラバラな財政政策」の矛盾が次の景気後退局面で顕現化する可能性
- 次の景気後退局面では、ポピュリスト政権の下で「金融・財政複合危機」が生じるリスクも
- 最終的には、ECB 最大の出資国であるドイツが、財政赤字国の金融システムを救済するかどうかは鍵に

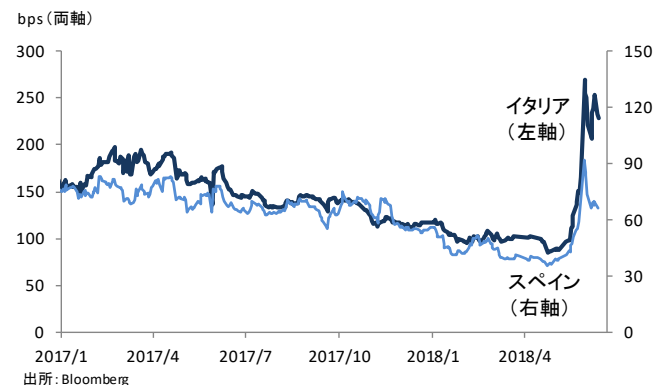
イタリアの新政権樹立を巡る政治的混乱から、本年 5 月にイタリア国債の利回りが急上昇し、同国の CDS スプレッドも急拡大した。その後、紆余曲折は経たものの、「五つ星運動」と「同盟」による連立政権が発足、コンテ氏が首相に選任されるなど、政治面の不透明性が払拭されたことで、金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。しかし、イタリア長期国債利回りと CDS スプレッドは高止まりした状況が続いている(図表 1)。

イタリア国債利回りの上昇とは対照的に、ドイツ国債の利回りは低下した。リスクを嫌う投資マネーがドイツ国債市場に流入したためと考えられる。こうした傾向は、ユーロ危機(2010~2012) 当時に、南欧諸国のみならず、ドイツ国債の利回りと CDS スプレッドまで大幅に上昇・拡大したのとは異なる。今回、投資マネーの逃避が見られたのは、基本的にイタリア一国に止まっている(首相が辞任したスペインなどの国債・CDS でもイタリアに似た反応見られたが、イタリアに比べると市場の動揺は軽微)。

欧州の金融市場が総じて安定的に推移しているのは、ユーロ圏経済が、足下やや減速しているものの基本的には堅調なことに加え、欧州金融市場で、以下に見るように、ユーロ危機後に様々な安全網が整備されたことを反映している。しかし、ユーロ圏経済を国別にみると、ドイツが高成長を享受している一方、南欧諸国、とくにイタリアの経済パフォーマンスが低迷するなど、経済格差はむしろ拡大気味だ。イタリアでは、ユーロ圏のなかでの通貨切り下げという選択肢を放棄している以上、経済パフォーマンスの改善は国内の構造改革による生産性向上を目指す必要があるが、痛みを伴う改革は強い政治的リーダーシップがあって初めて可能となる。イタリアの新政権に果たしてその気概があるのか問われている。

一方、ドイツの経常黒字は歴史的な高水準となっている。このことは、ドイツ経済の牽引力は主に外需で、国内経済は貯蓄投資バランスからみて貯蓄超過、すなわち需要不足の状態にあることを示している。ユーロ圏の構造問題については、イタリアなど南欧諸国の改革の遅れだけでなく、ドイツの対外不均衡拡大という面にも目を向ける必要がある。

(図表 1) イタリアとスペインの CDS スプレッド



1. ユーロ危機後、欧州金融市場の安全網は整備

ユーロ危機は、リーマンショック後間もない 2009 年 10 月にギリシャの政権交代に伴い、財政の実情が公表ベースに比べ大幅に悪化していることが明らかになり、ギリシャの国家財政に対する信認が大きく低下したことが発端だ。その後、財政に対する信認低下はギリシャだけに止まらず、ポルトガル、アイルランド、スペインなどに拡散するに及び、ユーロ圏のソブリン危機、金融危機の様相を呈した。

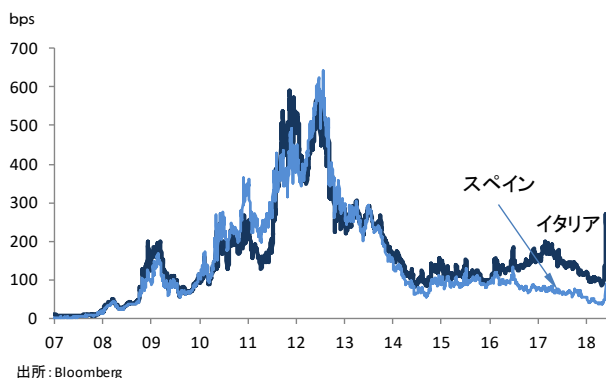
とくに 2012 年になると、スペインでは、住宅バブル崩壊による金融機関の不良債権が増加し、スペイン政

府による公的資金注入が必要な状況となった。これは、不良債権の所在を金融機関から政府へ移すことにはほかならず、政府のバランスシートの棄損に繋がるとみた格付け機関がスペイン国債の格下げを発表したことから、公的資金注入も困難な状況となった。すなわち、「公的資金注入による金融機関の不良債権処理」という、それまで他国で行われてきた金融危機防止策が機能しない事態となり、危機は一段と深刻となった。

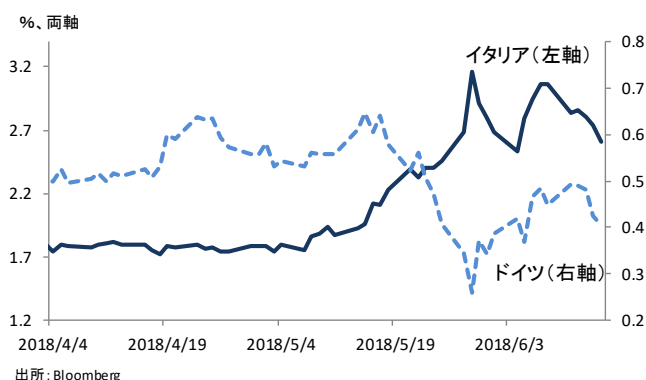
こうした状況下、それまで周縁国の国債大量買入に慎重だった ECB (欧州中央銀行) は、2012 年 9 月に OMT (Outright Monetary Transaction) という (一定の条件付きながら) 無制限国債買入プログラムを発表した。これにより、市場心理は落ち着きを取り戻し、懸念されていたイタリアへの波及は阻止され、ユーロ危機は沈静化に向かった。併せて、EU では ESM (欧州安定メカニズム) という常設の金融セーフティネット (安全網) を構築し、総額 5000 億ユーロの新規支援も可能になった。現在、EU では ESM の機能をさらに強化すべく、欧州版 IMF 設立をめざす動きもみられている。しかし、同時に、イタリアや一部東・中欧諸国では反 EU の動きも台頭し、ユーロ圏統合派との間に軋轢が生じている。

とはいえ、欧州安全網の確立と ECB の積極的な関与のおかげで、今回のイタリアのように、多少の政治的混乱があっても、金融市場の不安定化が回避されていることは、評価すべきであろう。実際、イタリアの CDS (5 年、ドル建て) スプレッドが足下で拡大したといっても 250bp 程度で、ユーロ危機当時の 550~600bp に比べると半分以下の水準に止まっている (図表 2)。また、先にも述べたように、今回は、イタリア国債が売られた一方で、ドイツ国債の利回りは低下し、投資マネーがイタリアからドイツにシフトしたことが窺われる (図表 3)。ユーロ危機当時は、安全資産とされるドイツの国債利回りも (相対的には小幅ながら) 上昇したのと対照的で、市場はユーロ圏の金融システムについては懸念を有していないことが分かる。

(図表 2) CDS スプレッド: ユーロ危機当時と比較



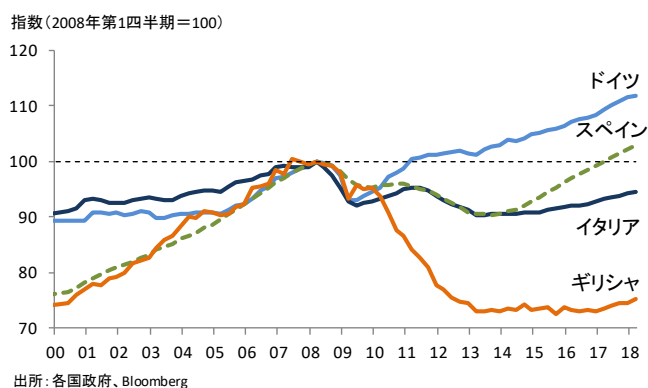
(図表 3) イタリアとドイツの長期金利



2. イタリア経済低迷の背景

イタリアの GDP 成長率は、2016 年 0.9%、2017 年 1.5%とユーロ圏平均 (各々 1.8%、2.4%) を大きく下回っており、過去 2 年間では、ギリシャを除くとユーロ圏 19 개국で最も低い伸びとなっている。イタリアの経済パフォーマンスの悪化は、リーマンショック後とくに顕著だ。イタリアの 2018 年第 1 四半期 GDP はリーマンショック前のピークを 5.5% 下回っている (図表 4)。ユーロ危機の局面では、イタリアは金融危機を回避したが、経済は大きく落ち込み (2012・13 年はマイナス成長)、その後の回復のペースも極めて緩やかだ。一方、ドイツの直近の GDP は、ユーロ危機前のピークを 1 割強上回っている。

(図表 4) ユーロ圏の実質 GDP

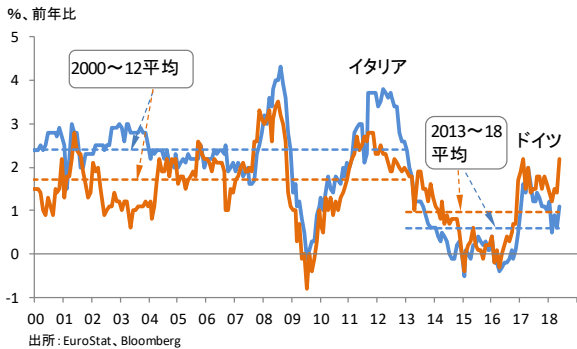


2-1. 2000 年代の高インフレ

イタリア経済不振の背景については、製造業の競争力低下に伴うユーロ市場での輸出シェア低下や不安定な国内政治情勢などが指摘されているが、筆者は、ユーロ発足 (1999 年) 後のイタリアの高インフレが経済不振の重要な要因だったと考えている。2000 年からユーロ危機が終了した 2012 年の間のインフレ率 (HICP 前年比) をみると、イタリアは 2.4%、これに対しドイツ

では 1.7%とイタリアがドイツを 0.7%ポイント上回っていた(図表 5、次ページ)。この結果、12 年間にイタリアの平均物価は、ドイツの物価水準を 10%強上回るようになった。イタリアの企業(とくに製造業)の価格競争力は、この間、ドイツに比べ 10%低下したことになる。

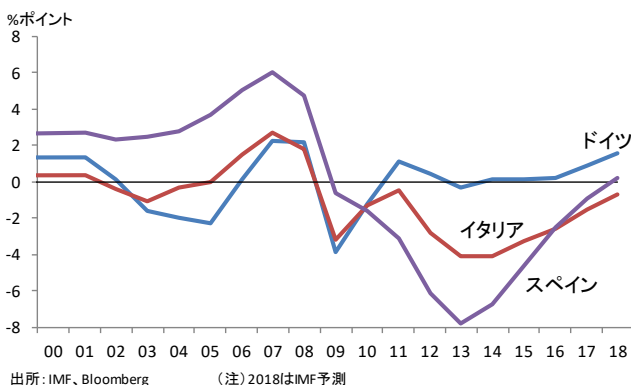
(図表 5) イタリアとドイツのインフレ率(HICP)



2-2. 高インフレのツケはデフレ圧力

一方、2013 年以降、両国のインフレ率は逆転し、イタリアのインフレ率がドイツを下回るようになった。2013 年初から 2018 年 6 月までの平均インフレ率は、ドイツの 1.0%に対し、イタリアは 0.6%の低さに止まっている。ユーロ危機の後遺症がイタリアにとってより強いデフレ圧力となったものと考えられる。イタリアの需給ギャップは、リーマンショック直後(2009 年:-3.1%)より、ユーロ危機直後(2013/14:-4.1%)の方が大きく、以後 2018 年まで需給ギャップはマイナス圏にある(2018 年は IMF 見通し、図表 6)。

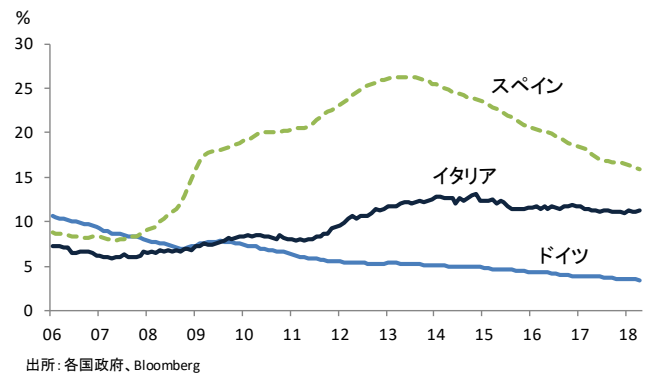
(図表 6) ドイツ/イタリア/スペインの需給ギャップ



ユーロ圏の失業率を国別に比較すると、リーマンショック前(2006~07 年)当時は、ドイツ、イタリア、スペインでは大きな差は見られなかったが、リーマンショックとユーロ危機でイタリアとスペインの失業率が大きく上昇した一方、ドイツでは継続して低下、足下では 3.4%となっている(図表 7)。イタリアの失業率は、2013 年に

12.8%まで上昇した後は緩やかに低下したが、足下の水準は 11%台前半で高止まりしている。なお、スペインの失業率はユーロ危機後、一旦は 26%(2013 年)まで上昇したが、その後は下落し、足下では 15.9%へ低下している(2018 年 4 月)。イタリアでは、高水準な失業率を反映して賃金が伸び悩んでおり(2018 年 3 月の時間当たり賃金前年比:1.0%)、これが足下の低インフレの背景の一つとなっている。

(図表 7) ドイツ/イタリア/スペインの失業率



2-3. コンテ新政権は財政拡張路線

単一通貨導入というユーロ圏の発足は、域内のヒト、モノ、カネの移動を容易にし、経済を活性化することが大きな目的であった。経済資源の移動が自由に行われれば、物価水準格差は消滅することになり(実際には、運送費などのコストが異なる分だけ地域間格差は残存するが)、インフレ率も平準化する。域内でモノの価格が異なれば、価格の高い地域では安い地域からの買い付けを増やすことで価格を抑えることができるからだ。実際、日本国内では、多少の価格格差は存在するが、インフレ率の地域格差はほとんどない。

また、失業率が地域間で大きな差が存在することは、労働の流動性が低いことを示唆している。ユーロ内では人の移動の自由は保証されているので、スペイン、イタリアの失業者が失業率の低いドイツで職を見つけることが出来れば、スペイン、イタリアの失業率は低下するはずだが、実際にそのようなメカニズムが十分に働いているとは言い難い。労働の移動を妨げている要因の一つとして文化・言葉の壁があるのかもしれない。

インフレ率が他国に比べ高い状態が続くと、ユーロ圏以外では、経常収支が赤字化し、当該通貨が減価(切り下がる)ことを通じて新しい均衡が生まれるが、ユーロ圏の国々は通貨調整という手段を放棄しているため、政策面での選択肢は限られている。最も望ましいのは、生産性を向上することにより、物価を押し下げることだが、そのためには、規制を大きく緩和してイノベーション

ンを起こすことが必要になる。しかし、規制緩和は既得権益を保有する層の反発を招きやすく、強い政治的なリーダーシップが要求される。政策により生産性の向上を実現できないとすると、残る選択肢は経済のメカニズム(賃金の押し下げ圧力)でデフレ圧力を容認し、国際競争力を取り戻すことだが、これも苦痛を伴う。

このほか、ユーロを離脱して昔のリラに戻ることも1つの選択肢だが、イタリアでの世論調査を見ると、これはイタリア人の望むところではないようだ。一方、今回発足したコンテ首相率いる新政権は、政治信条の異なる「五つ星運動」と「同盟」の連立政権だが、政策面では、財政支出増大という点で一致している。両党の合意文書には、大幅減税、貧困層への福祉支出増加、年金改革の撤回などが含まれている。こうしたポピュリスト政権がイタリアで発足した背景には、リーマンショック直後に膨らんだ財政赤字を縮小する過程で(2009年:-5.3%→2014年:-4.0%→2017年:-2.3%)デフレ圧力が高まり、人々の政治的な不満が膨らんでいったことが指摘できる。

しかし、EUでは、各国の財政赤字はGDPの3%以下に抑制するよう義務付けられている。コンテ新政権が財政支出を増加させると、再び財政赤字がGDPの3%を上回ることもありうる。先に述べたように、EUでは、リーマンショック後様々な金融安全網が整備され、市場からも支持されているが、安全網が機能するためには、財政の健全性が必要条件だ。ギリシャも、国民の反発など紆余曲折を経ながらも、緊縮財政を実施し、正常化への道筋を歩んでいる。コンテ新政権が、EUからの警告を無視して、財政拡張路線を歩むのかどうか、今後注目していきたい。

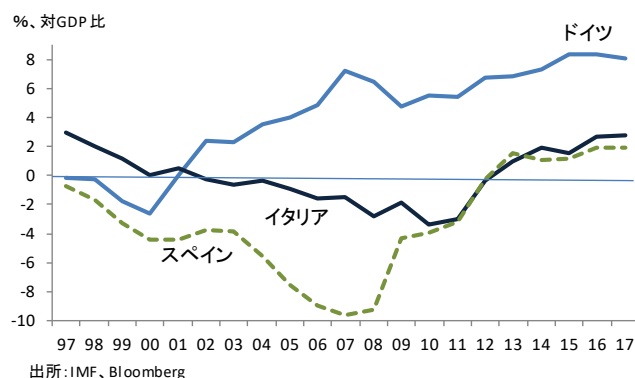
3. ドイツでは経常黒字拡大

ユーロ圏のGDP成長率は、2017年に2.6%と潜在成長率(1%強)を大きく上回ったあと、2018年も2%を超える成長を続ける見込みである(欧州委員会の見通し:2.3%)。しかし、国別の成長率を見ると、ユーロ圏内の成長率格差はむしろ拡大している。イタリア・ギリシャの成長率が低迷する一方、ドイツがユーロ圏経済を牽引している姿がより明確になりつつある。この間、スペインはリーマンショック後2013年までマイナス成長となったが、2015年以降は急速に回復している。リーマンショック前までは、スペイン・ギリシャなどの南欧諸国の成長率が高く、ユーロ圏内の経済格差はむしろ縮小傾向にあったが、足下ではその流れが反転している。

ドイツ経済の強さは、堅調な個人消費や設備投資に

加えて、ユーロ圏内外への輸出が好調だったことが大きな要因となっている。2018年入り後は輸出の伸びが一段と顕著だ。その結果、ドイツの経常黒字はGDPの8.1%(2017年)という記録的な水準になっている(図表8)。一国の経常収支は当該国の貯蓄投資バランスに等しいので、膨大な経常黒字はドイツの国内貯蓄が投資を大幅に上回っている結果とも言える。さらに、スペイン・イタリアでも経常収支は黒字に転化しており、ユーロ圏全体としても対外経常収支は黒字幅を拡大しつつある。

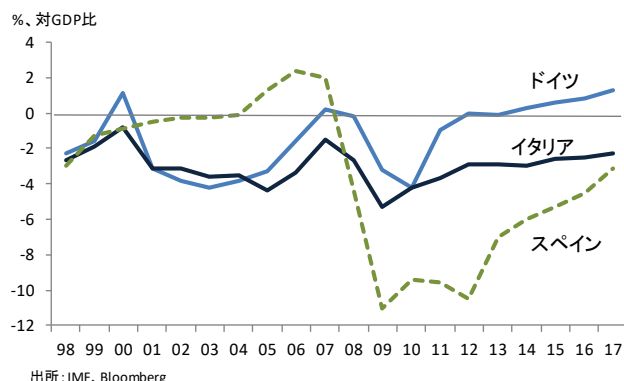
(図表8)ドイツ/イタリア/スペインの経常収支



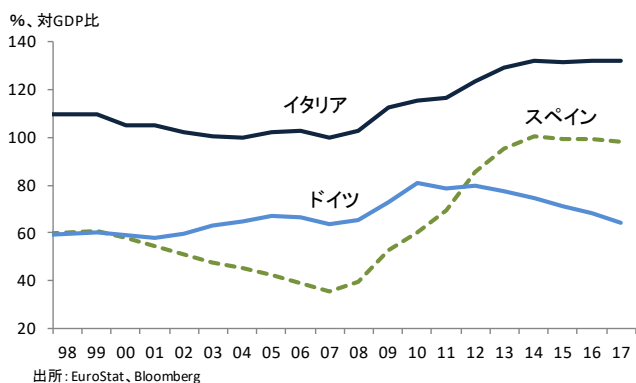
3-1. ドイツの大幅貯蓄超過と需要不足

ここでドイツの財政収支(対GDP比)を見ると、2010年に-4.2%(マイナスは赤字を示す)と、EUの財政赤字上限(3%)を上回ったが、その後は改善し、2017年には1.3%の黒字となった(図表9)。この結果、ドイツの政府債務GDP比率は64.1%(2017年)とEUが定めた上限(60%)まであと一息の水準まで低下した(図表10、次ページ)。一方、スペイン、イタリアでは、改善の方向にあるものの、依然として大幅な財政赤字状況となっている(各々-3.1%、-1.9%)。なお、ユーロ圏ではスペインの財政赤字が最大だが、スペインの次に財政赤字が大きいのはフランス(-2.6%)だ。ユーロ圏全体では、19か国中12か国で財政赤字だが、ドイツの財政黒字が相殺して、-0.9%の赤字に止まっている。

(図表9)ドイツ/イタリア/スペインの財政収支



(図表 10)ドイツ/イタリア/スペインの公的債務比率



ドイツの貯蓄投資バランスは、前記のとおり、対 GDP 比(以下同じ)8.1%の貯蓄超過となっているが、財政黒字(=公的部門の貯蓄超過)が 1.3%ということは、民間部門(家計と企業)の貯蓄超過が 6.8%(8.1% - 1.3%)に上っていることを意味する。実際、ドイツの民間部門の貯蓄超過は、2002 年以降、GDP の 6.5%~9.7%と高水準を持続している。このことは、ドイツは所得の伸びが他国に比べ高いにも拘わらず、貯蓄(公的・民間部門合計)過多になっているため、ドイツ以外のユーロ圏諸国の経済を牽引する役割を十分に果たしていないことを示唆している。また、貯蓄超過ということは、ドイツ国内でカネ余り現象がおきていることを示しており、ドイツ国債利回り(10 年国債利回り:0.4%)が低い基本的な背景でもある。

3-2. もう一つのドイツ問題:財政統合へのアプローチの違い

地域間格差の拡大は、必ずしもユーロ圏特有の問題ではない。ただ、それが一つの国の内部で発生すると、幾つかの経路を経て、地域間格差は平準化される。第 1 の経路は労働力の移動だ。先に述べたように、労働者の移動の自由があれば、賃金の高い地域への移動が促され、その結果、賃金水準は平準化される。第 2 に政府による所得補償だ。経済成長が高い地域では、所得税・法人税収が増加するが、多くの国で、中央政府が税収の一部を成長率の低い地域に還流させる政策をとり、国民から支持されている。日本の地方交付税交付金などがその例である。

しかし、ユーロ圏ではこのメカニズムが十分機能しているとは言い難い。既にみたように、失業率格差は依然として存在するし、ドイツは財政面での援助については消極的だ。より正確にいうと、ドイツでは、他国に対しても厳格な財政規律を求め、財政面の条件が満たされれば、何らかの支援が可能なる、というのが基本的な立場だ。そのため、ドイツは、放漫財政の国に

対しては厳しい財政規律を要求してきたが、それは被援助国の政治的反発を招いてきた。特に最近では、ポピュリズムの台頭もあって、ドイツの財政規律重視はユーロ圏内で孤立している感もある。フランスのマクロン大統領は、ドイツの「極端な」財政保守主義を批判している。こうしたなか、ドイツのメルケル首相とフランスのマクロン大統領は、ユーロ圏の南北格差を是正するための「ユーロ圏共通予算」創設について最近合意したが、懸案の共通銀行預金保険制度や、さらに一歩踏み込んだ銀行同盟については、議論の進展はみられていない。また、国際的にみても、ドイツの歴史的に高水準の経常黒字は問題視されている。IMF はドイツに関する年次審査報告書で、公共事業拡大を通じる経常黒字の削減を提唱しているが、ドイツ政府がそれに応じる気配は見られない。

4. ユーロ圏の構造問題:固定為替レートと一つの金融政策の限界

ユーロ圏の経常収支がドイツに牽引される形で黒字を維持していることは、周縁国の金融・財政・政治面で問題が起きても、ユーロが急落するリスクを軽減している反面、周縁国でのモラル・ハザードを引き起こす可能性は否定できない。ユーロ発足後リーマンショックまでの 10 年弱の間は、ギリシャ・スペイン・イタリアなどの南欧諸国が高い成長を遂げたが、この間、財政が放漫になり高インフレ・経常赤字になっても、自国通貨が為替市場で売り浴びせられることがないため、経常赤字を放置されたままであった。インフレ率が高い状況下では、ECB が設定するユーロ金利は、実質ベースで見ると低下し、高インフレ国が高成長する環境が生まれた。

しかし、リーマンショック後、南欧諸国はそのツケを払うことになった。リーマンショック後の世界経済の低迷で、経常赤字垂れ流しによる成長の限界が改めて認識されたからだ。経常赤字が持続するためには、経常赤字に見合う資本の流入が必要だが、結局、南欧諸国の信認が低下したために資本の流入が急速に細り、ソブリンリスク問題が表面化した。経済成長率が一旦低下すると、それまでの高成長を支えてきた要因が逆転する。すなわち、インフレ率が低下しても、実質金利がさほど低下しないために、金融面からのサポートが得にくくなる一方、域内で競争力を回復するには賃金上昇率を抑制せざるを得ず、これが国内の個人消費にとっては足枷となった。

イタリアの経済低迷は、マクロ経済環境の変化だけでは説明できない。リーマンショック後、イタリアと同じように高インフレと経常赤字を継続してきたスペインでは、

リーマンショック後の経済の落ち込みを克服して、足下では、ユーロ圏の平均を上回る高い成長率を実現している(2017年:3.1%)。イタリアとの差はどこから生まれたのか。それはサプライサイドの違いだ。第1に、スペインは銀行の不良債権処理を迅速に行った。第2に、企業の設備投資意欲、とくにIT等の研究開発投資への意欲が旺盛で、その結果生産性の向上がみられた。第3に、スペインでは人口が先行き緩やかながら増加傾向がつづくともみられている(イタリアでは出生率が低下し、移民を勧奨しても先行き人口が減少するとの見方が多い)。こうした点は、イタリアとは対照的な動きであった。

5. ユーロ圏の先行き展望

ユーロ圏経済は、足下減速しつつあるとはいえ、当面、潜在成長率を上回る成長を続ける見通しである。当社では、ユーロ圏のGDP成長率につき、2017年2.4%のあと、2018年2.2%、2019年1.8%を予測している。この間、イタリアについては、他のユーロ加盟国に比べるとやや見劣りがするものの、1%台の成長を維持する見込みだ。一方、政治面では引き続き不安定な状況が続く可能性が高い。イタリアの連立政権では、選挙公約であったポピュリズム的政策(減税、最低所得補償、年金改革の撤回など)がどこまで実施されるのか注目される。仮にこれらの政策が実施されると、財政赤字が拡大することになるが、これはEUの財政に関するガイドラインに抵触する可能性が高く、EUとの摩擦が増大する懸念がある。また、ドイツでは、移民問題を巡って政権与党内の足並みが乱れており、メルケル首相のリーダーシップが問われる状況となっている。

5-1. ECBの金融正常化への足枷

ECBの資産買入政策(QE)は、ECBの出資比率(キャピタル・キー)に応じて各国の国債を買い入れることになっているが、最大出資国のドイツが財政黒字となっているため、市場に残存するドイツ国債の量は急速に減少している。ECBが資産買入額を本年10月から減少し、年末で終了すると発表した一つの(大きな)理由がドイツ国債のアベイラビリティの低下だ。また、ドイツ国債の買い入れを減額して、他国の国債買入を増額することは、財政赤字国の国債買入が増えることを意味するので、ECBはこれでは「財政ファイナンス」になるとして反対している。EU内の財政の状況がECBの政策へ影響を及ぼしている。

ECBが資産買入をやめた後の欧州国債市場は要注意だ。2つの要因からボラティリティが増大するリスク

がある。一つは、将来のインフレ率上昇期待が高まった時の国債価格下落(利回り上昇)リスクだ。ECBによる買い支えがなくなるので、小さなきっかけで国債が売り浴びせられることもありうる。もう一つは財政状況が良くない一部国の国債価格だけが急落するリスクだ。もっとも、こうした市場の反応はある意味「自然」であり、財政赤字国に対する市場の警告でもある。中央銀行が金融政策上の理由によるとはいえ、国債を大量に買い入れることにより、カントリーリスクが隠蔽されている方が不自然とも言える。

一方利上げに関しては、ECBは「2019年夏まではない」としているが、その後の利上げにより、域内の経済格差が拡大するリスクがある。多少の利上げであれば、ドイツは十分吸収できるだろうが、インフレ率が低く、経済成長率も見劣りするイタリアにとっては、実質金利が上昇し、経済にとってのダメージとなりかねない。利上げは、これまで水面下にあったユーロ圏内部の構造問題を顕現化させる可能性がある。

5-3. 新たなユーロ危機:「金融・財政複合危機」の可能性

すでに述べたように、イタリアを含むユーロ圏の政治的な不安定さが良好な経済ファンダメンタルズを脅かす可能性は当面低い。ただし、今後、Fedの利上げが続く(当社は2018年中計4回、2019年3回、2020年1回の各0.25%の利上げを予測)、ECBも緩やかに利上げを追随すると、(現段階で景気のピークアウト時期を政策に予測することは困難だが)2020年以降、世界経済は景気後退に陥るリスクが高まる。景気が再び下り坂になったユーロ圏経済は脆弱だ。

第1に、ユーロ圏が景気後退に陥った時のユーロ圏の政策対応余地は限定的だ。財政拡大余地はドイツを除くと限られているほか、ECBについても、ユーロ圏景気のピークアウトまでにどの程度の利上げが行われているかは不明だが、ユーロ圏のインフレ率上昇は緩やかに止まる見通しであることから、利下げ余地は限定的と考えるべきだろう。また、ECBのバランスシートも拡大したままであろう。ECBがさらに量的緩和を行おうとすると、財政赤字国の国債をどこまで買い入れるか、という問題に直面する。ECBがイタリアなどの国債買入を認めない(あるいは買入額を小幅に止める)とすると、イタリア国債の利回りは大幅に上昇する可能性が高い。このほか、ECBはマイナス金利を深掘りするという選択肢もあるが、政治的には不人気だ。

第2に、金融システム不安の問題が再び浮上するだろう。とくにイタリアの銀行は不良債権処理が遅れてお

り、足下でも政局不安の影響もあって銀行の資金調達コストが上昇している。仮に、イタリアの銀行を救済する必要が出てきた場合、現在の金融セーフティネットは機能するだろうか。前記の通り、ESM(欧州安定メカニズム)による救済という枠組みはあるものの、その救済を受けるためには、財政赤字削減などの厳しい基準を満たす必要があるが、ポピュリスト的な性格が強い政党が政権を運営している場合、交渉が長期化する可能性がある。

第3に、政治リスクが挙げられる。スペイン、イタリアなどでは、景気が良好な現在でも失業率が高止まりしているが、一旦景気が悪化すると失業率は再び上昇し、国民の不満はさらに増大すると予想される。減税など一時しのぎの経済政策と対外的に強硬な外交姿勢のポピュリスト政権の数がさらに増える可能性は否定できない。すでに高い水準にある公的債務がさらに増加する可能性が高い。

こうした事態は、先のユーロ危機の際にも出現したが、先に述べたように、ECBのOMT(無制限国債買入)で危機は沈静化した。筆者が注目するのは、OMT発動の直接引き金となったスペインでの金融システム不安だ。一般に、銀行が不良債権処理の結果として過小資本に陥り、金融システム不安が台頭する際には、政府と中央銀行が協力して公的資金を注入すれば、金融システムは安定を取り戻す、というのが基本マニュアルだが、スペインの場合には、公的資金注入の発表直後に財政の悪化を理由に国債の格付けが低下し、金融危機が財政危機に発展する様相となった。これは、従来のマニュアルでは対処できなくなった例だ。

次に起こる可能性がある危機は、スペインにみられた「金融・財政複合危機」の可能性のある点に留意すべきだ。財政赤字と公的債務比率が高い国では、公的資金注入により銀行を救済しようとすると、国債が格下げされ、国の信認が低下する一方、国債を保有する銀行のバランスシートも棄損される、という悪循環が起きるリスクだ。スペインに金融システム不安が台頭した2012年の公的債務対GDP比率は85.7%だが、イタリアの2017年の同比率は131.8%と当時のスペインを上回っている(前掲図表10)。また、イタリアの経済規模は、スペインの1.5倍、ギリシャの10倍だ。イタリアはG7の一員であり、経済規模が大きいだけ、救済資金もより多額となる。IMFの資金力だけでは不十分で、最終的には、ECBと実際の資金の出し手であるドイツの判断に委ねられることになる。その意味で、ユーロ問題は「ドイツ問題」でもある。

ただし、以上述べたシナリオはあくまで予測に過ぎない。

次の景気後退局面でも、事態がここまで悪化しない可能性もある。次の景気後退局面の底が浅く、再び景気回復が始まる可能性を否定するものではない。ただ、足下で起きつつある、政治・経済・社会問題を眺めると、そこに不安の芽が育ちつつあるのは確かだ。時あたかも、トランプ大統領は、欧州に対しても鉄鋼・アルミ製品に対して高関税を賦課したほか、中国に対する2000億ドルの追加関税にも言及した。後者の点については、最終的に米国の中国に対する「取引材料」となり、深刻な貿易戦争が最終的に回避されることを期待したいが、予断は許さない。中国はユーロ圏の最大の輸出先だ。その中国経済が減速すると、ユーロ圏にとっては大きなマイナスだ。反面、足下で緊迫化している米中貿易摩擦が紆余曲折を経ながらも、何とか無事に着地すれば、世界景気の良い状態は予想以上に長期化することも考えられる。時間軸を考える場合には、欧州問題も世界的な視野で考える必要がある。

菅野雅明



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

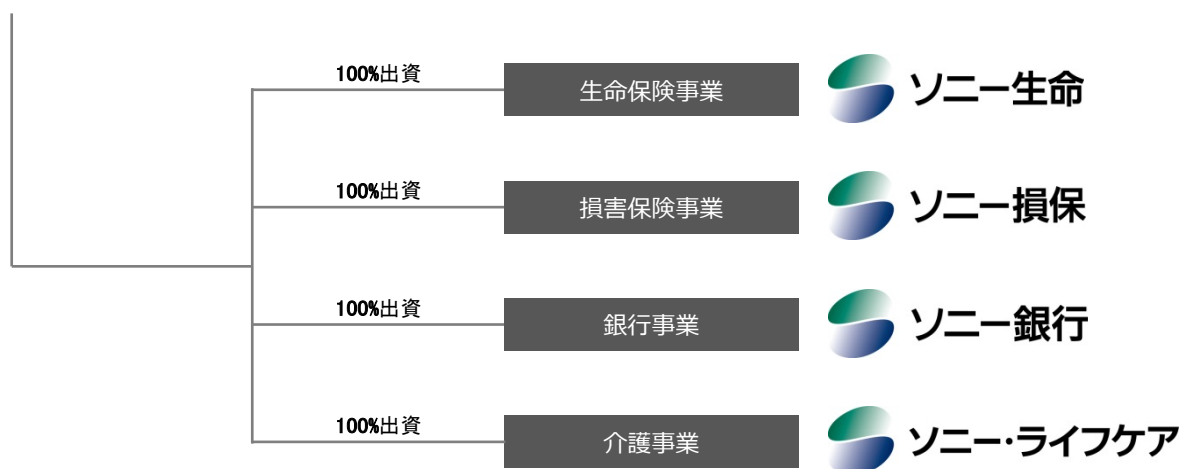
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものではありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものではありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>