

最近聞かなくなった「ユーロ圏失業率、過去最悪を更新」、「ギリシャ金利急騰」

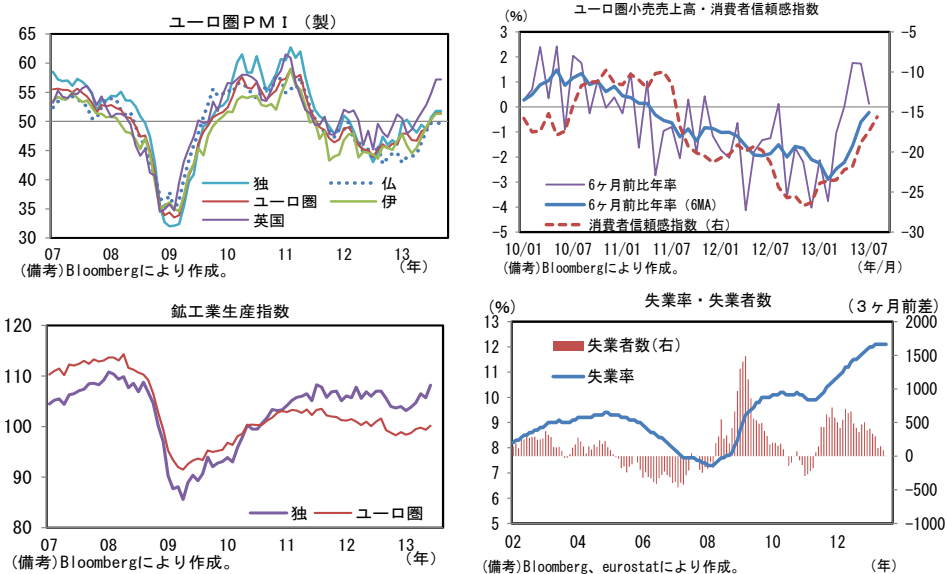
2013年 9 月 5 日 (木)

第一生命経済研究所 経済調査部

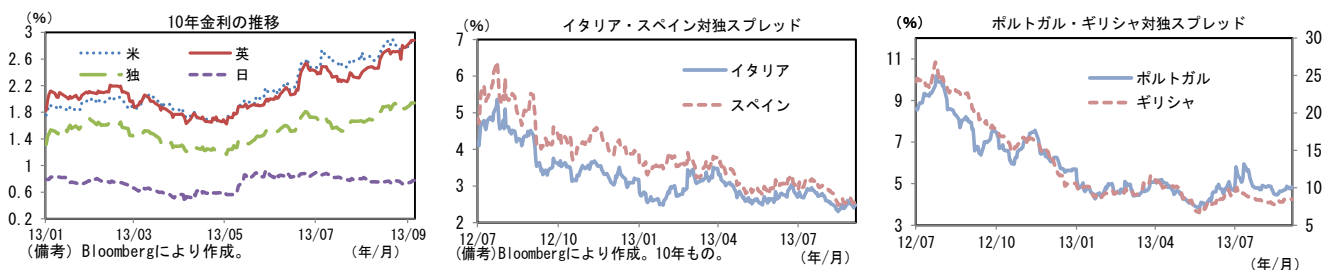
エコノミスト 藤代 宏一

TEL 03-5221-4523

このところ欧州サイドから連日のようにグッドニュースが届く。ユーロ圏 PMI（製）の 2 年ぶりとなる 50 回復（7 月：50.3、8 月：51.4）や GDP の 7 四半期ぶりプラス転化などが代表的だ。他にも消費者信頼感指数や小売売上高といったデータも基調は明確に上向いている。鉱工業生産もドイツを中心に強い。そして毎月恒例だった「ユーロ圏失業率、過去最悪を更新」といったニュースも最近は見えなくなった（13 年 3 月以来 12.1% で横ばい）。連日のように欧州からバッドニュースが届いた昨年までと比較すれば、大きな進歩と評価できる。

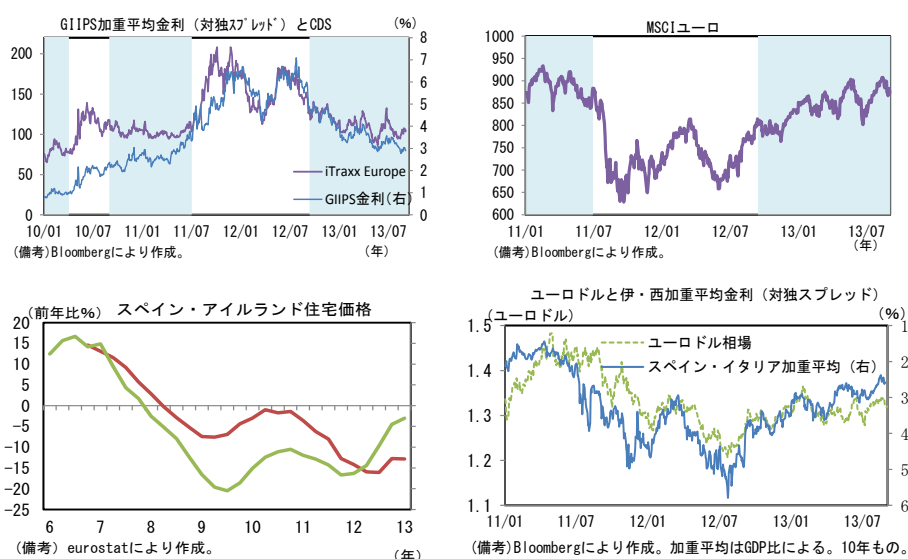


こうしたなかで特に注目されるのは、金融市場の落ち着きだ。もはやギリシャ金利がニュースのヘッドラインを飾ることはほとんどない。筆者は 5 月以降、米・英・独金利が上昇トレンドを形成した際に、イタリア・スペイン等の周縁国金利もその余波で金利上昇トレンドに回帰してしまうのではないかと懸念していたが、実際（今のところ）それは杞憂に終わっている（図）。金利上昇圧力に晒されているにも拘らず、重債務国金利の対独スプレッドは着々とタイトニングしている。



あまり注目されていないが、筆者は今次局面のTaperingと過去2回のQE終了局面との比較という観点から欧州市場の緊張緩和を重視している。リーマン・ショックの生傷が癒えていなかったQE1終了時は比較対象から除くとしても、QE2終了時には米株下落、米金利低下の裏で重債務国の金利が急騰し信用不安が拡大した(図)。この時期の欧州は11年4月にポルトガルが支援を要請、市場の疑心暗鬼はイタリア、スペインに広がりを見せており、金融市場は極度の緊張感を帯びていた。QE2終了後の米株安と欧州の信用不安増幅が重なったのは、偶然の一致のようにも感じるが、FEDの散布する過剰流動性が重債務国の国債に向かわなくなったことも遠因と考えられる。

ところが、今回はTapering観測が高まるなかでも重債務国(GIIPS)金利が落ち着いており、エマージング市場とは対照的に欧州市場の緊張緩和は一段と進展している。こうした中で、欧州株も8月中旬に多くの国が年初来高値を更新した。足もとではやや調整気味だが、それでも年初の水準は大きく上回っており、資産効果すら期待できる状況にある。不動産価格も一部の国で持ち直しの兆しがみられており、家計のバランスシート調整圧力は弱まっている。通貨ユーロに至っては世界的にドル高期待が醸成されるなかでも強含んでおり、債務問題は為替市場でサブテーマに退いている感がある。



市場参加者の脳裏には過去2回におけるQE終了後の苦い経験があるが、当時とは金融市場の環境に雲泥の差がある。過去2回のQE終了局面では、欧州市場からのバッドニュースがQE効果息切れが懸念される米国市場に打撃を与え、それが巡り回って再び欧州市場を揺るがす負の連鎖が生じた。欧州は悪役であったが、今次局面ではその悪役が不在だ。この点を重視するのであれば、Tapering(観測)がグローバルなリスクオフを招く可能性は低いと判断される。このまま欧州債務問題が沈静化を継続すればという前提付にはなるが、過去2回のQE終了局面とは異なり今回はソフトランディングが期待できるのではないだろうか。