



ユーロ圏の「デフレ」懸念と 欧州中央銀行の対応

山口 綾子

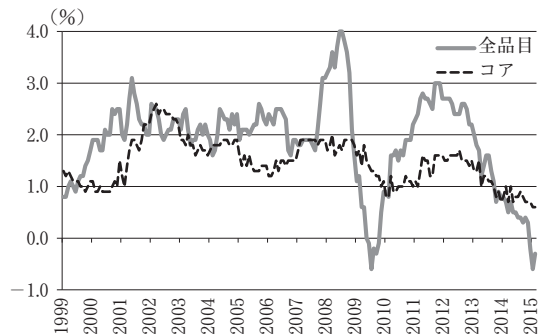
米国連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和を終了、金融政策の正常化に向かう一方で、日本銀行は2014年秋に量的緩和を拡充するなど、先進国経済はそれぞれ流れが変わる局面にある。こうしたなか、景気低迷が長引くユーロ圏経済に、欧州連合（EU）とギリシャとの支援を巡る交渉の難航も加わり、ユーロ圏経済がデフレに陥るのではないかとということが、世界経済のリスクとして懸念されている。

1. ユーロ圏の物価動向

ユーロ圏の消費者物価動向をみると、2012年頃からインフレ率は低下傾向にあり、2015年1月には前年比 -0.6% 、2月には同 -0.3% となった。主因は、エネルギー価格の下落（2013年初頃頃から前年比マイナスが続く）や、食品価格の上昇率低下であるが、これらの変動が大きい部分を除いたコア部分でも、デフレーション傾向が続いており、直近では前年比 0.6% と 1% を割り込んでいる（図表1）。

ユーロ圏では、財政危機に陥った各国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、キプロス、以下では財政困難国）では厳しい緊縮策もあって内需を中心に景気が冷え込み、物価上昇率はマイナスからゼロ近傍を推移している。一方、比較的景気が堅調な国でもデフレーション傾向が続いている。

図表1 ユーロ圏の消費者物価上昇率（前年比）



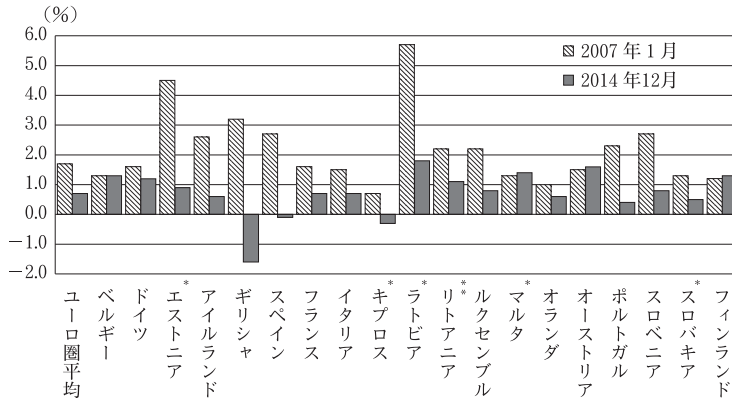
（資料）Eurostat より作成

デフレーション傾向が続いている。この結果、ユーロ圏平均でもデフレーション傾向が続いている。

ユーロ圏のデフレ懸念は今に始まったことではない。グローバル経済金融危機後の厳しい景気後退期の2009年に、ユーロ圏のインフレ率は半年にわたって前年比マイナスに陥った。当時は日本のデフレが長期化し、米国も含めグローバルなデフレ化が懸念された。当時の物価下落はエネルギー価格の大幅下落が主因であった。2009年には原油価格の下落（WTIベースで、前年比4割下落）を主因に、ユーロ圏のエネルギー価格は前年比 15% を超える下落を示した。直近でもエネルギー価格は前年比 9% 程度の下落を示している。

経済のグローバル化進展に伴う新興工業国の供給力増加により、工業製品価格はデフレーション傾向にあり、人件費を中心として下方硬直

図表2 ユーロ圏各国のコア・インフレ率



(注) *印は2007年1月には欧州通貨同盟未加盟。リトアニアは2015年1月加盟。
(資料) Eurostatより作成。

的なサービス価格がインフレ率を引き上げるといのが先進国共通のパターンである。ユーロ圏でもグローバル危機前まではサービス価格は前年比+2%半ばで推移していたが、直近では同1%程度の上昇にとどまっている。

エネルギーや食品を除いたコア・ベースで見ると、グローバル金融危機前と比較して、ユーロ圏の平均インフレ率を引き下げているのは、ギリシャ、スペイン、キプロス、アイルランド、ポルトガルなどの財政困難国である。フランス、イタリアなどの大国も危機前とのインフレ率の低下幅は大きい。一方ドイツのコア・インフレ率も低下はしているものの、その幅は小幅にとどまっている(図表2)。

2. 景気は回復傾向が続くも、そのペースは緩やか

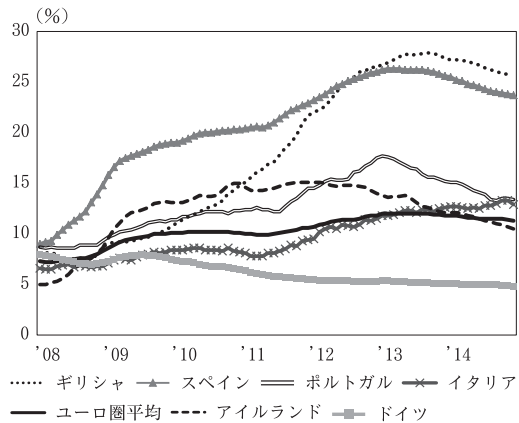
グローバル危機後のユーロ圏の実質GDP成長率をみると、2008年第2四半期から5四半期続けてマイナスとなった後、回復に転じたが、2010年頃からのユーロ・ソブリン危機の影響もあって、2011年後半から再びマイナスに転じ、6四半期続くマイナス成長となった。その後は回復傾向をたどり、2014年第4四半期まで、7四半期連続してプラス成長となった。ロシア/ウクライナ問題とその後の対ロシア経済

制裁、中東情勢など、地政学的リスクの高まりを受けて、2014年夏場には若干の減速がみられたが、原油価格下落に伴う消費者マインドの改善、ユーロ安などの追い風もあり、過去3四半期の成長率は、前期比0.1%、0.2%、0.3%と弱いながらも成長が加速している。

一方雇用情勢は厳しい状態が続いている。ユーロ圏の失業率の推移をみると、グローバル金融危機を受けて、2008-2009年

にはほとんどの国で失業率の上昇がみられた。特にアイルランド、スペインは自国の不動産バブル崩壊も加わり、上昇幅が大きかった。2010年以降のユーロ・ソブリン危機の悪化過程においては、財政困難国に加え、イタリアでも上昇が続いた。これと対照的にドイツの失業率は2010年以降低下を続けてきており、直近では5%を下回る水準となっている。財政困難国のうち、アイルランド、ポルトガル、スペインでは、失業率は既にピークを打ち、ペースには差があるが、下落がみられる。ギリシャもピークを打ったように見えるが、足下でEUとの支援交渉を巡り再び懸念が広がっており、楽観はできない。またイタリアはまだピークを打ったとは言えないような状況である(図表3)。

図表3 ユーロ圏の失業率の推移



(資料) Eurostatより作成

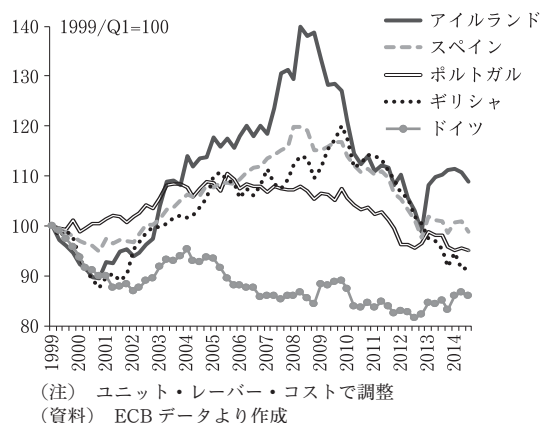
解雇規制が厳しい欧州では、新規の雇用が生まれにくく、若年層の失業は大きな問題となっている。失業が長期化すれば、労働者の質の低下につながり、中長期的に労働生産性の低下をもたらすリスクがある。

3. 単一通貨による競争力格差調整手段の喪失

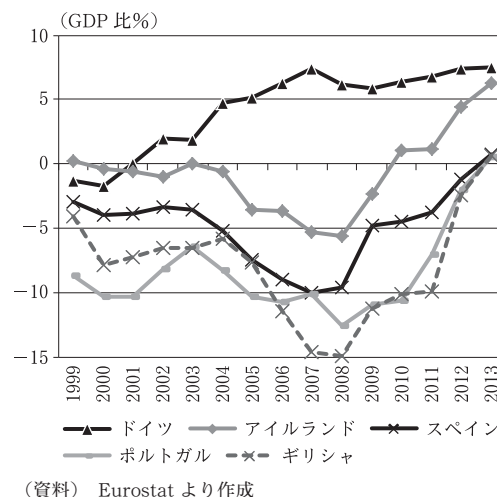
図表2にもみられたように、グローバル金融危機前まではユーロ圏の財政困難国では相対的に物価上昇率が高かった。物価上昇率の格差は国際競争力の格差につながる。図表4はユーロの実質実効為替相場を各国のユニット・レーバ・コストを用いて計算したものである。ギリシャ、ポルトガル、アイルランドなど賃金コスト上層率の高い国にとっては、ユーロ相場は割高になっていた。これに対し、生産性上昇率も高く、賃金コストも安定していたドイツにとっては、1999年のユーロ導入以降から直近まで、ほぼ一貫してユーロ相場は割安であった。この結果、ドイツでは経常収支黒字が拡大を続けたが、財政困難国では対照的に経常収支赤字が大きく拡大した（図表5）。これら財政困難国はユーロに参加していなければ、自国の為替相場を切り下げることで、輸出競争力を維持することができたはずである。単一通貨ユーロを前提とすると、財政困難国は賃金コストを下げ、域内で相対的に低インフレにすることで競争力回復をめざすしかない。このため、域内インフレ格差は避けられないものであり、足下の財政困難国のインフレ率低下は、財政困難国が自国の危機への対応を進めた当然の帰結でもある。実際、グローバル危機以降は、財政困難国では、国内景気の低迷による輸入縮小も加わり、経常収支赤字は大きく縮小、2013年には黒字化した。アイルランドに至ってはドイツに匹敵するほどの黒字（GDP比6%超）を記録した。

このように域内インフレ率格差が通貨同盟の当然の帰結であるという前提に立てば、競争力

図表4 ユーロの実質実効相場



図表5 各国の経常収支



の強いドイツなどが高めのインフレを許容しなければ、欧州中央銀行（ECB）が物価安定の目安としているユーロ圏平均での「2%を超えないが2%に近い」インフレ率は達成できないことになる。しかし、現実には伝統的にインフレに対する強い警戒を持つドイツ連邦銀行が、ドイツの2%を超えるインフレを許容するとは考えがたい。実態は、ドイツでさえ直近のインフレ率はマイナスの領域にある。

4. バブル崩壊とその後の調整

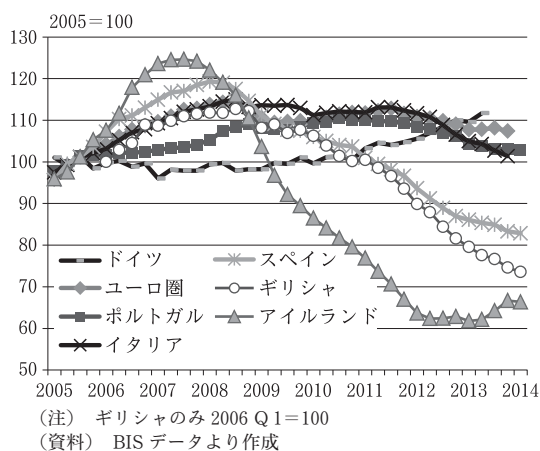
日本では90年代初めのバブル崩壊とその後のバランスシート調整の重石が、経済を停滞させ、デフレの長期化につながった。欧州でも多

くの国で2007-2009年にかけて住宅市場のバブルが崩壊し、その後の景気低迷につながっている。

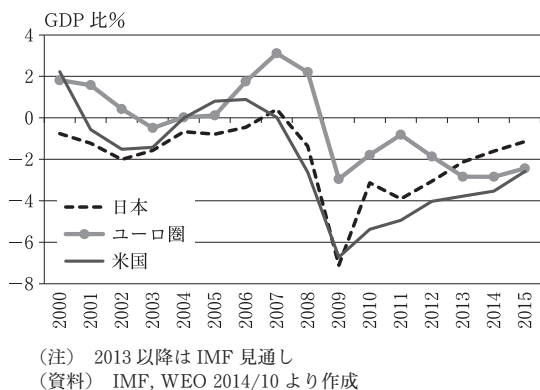
欧州各国の住宅価格をみると、国によってばらつきが見られる。調整が早かったアイルランドでは底打ち感がある。ギリシャやスペインではまだ下げ止まりの兆しはみられない。ドイツは緩やかな上昇が続いている(図表6)。なお、日本の住宅地価格をみると、バブルのピークであった1991年以降、20年以上たった現在でも下落が続いている。

ユーロ圏のGDPギャップをみると、グローバル危機直後は日米よりも小さいが、日米が着実にギャップ縮小を続けているのに対し、ユーロ圏はギャップが縮まっていない(図表7)。また、先日発表された見通しによれば、ユーロ圏の実質成長率は、IMF(2015年1月発表)

図表6 各国の住宅価格の推移



図表7 各地域のGDPギャップ

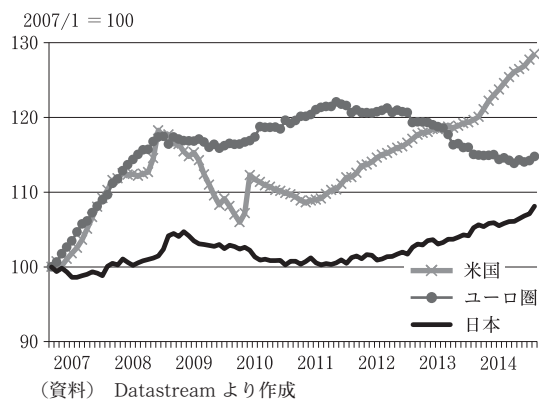


では、2014年見込み0.8%、2015年1.2%、2016年1.4%、欧州委員会(2015年2月発表)では、それぞれ、0.8%、1.3%、1.9%と、米国の見通し(IMF、2014年見込み2.4%、2015年3.6%、2016年3.3%、欧州委員会、同2.4%、3.5%、3.2%)に後れをとっている。

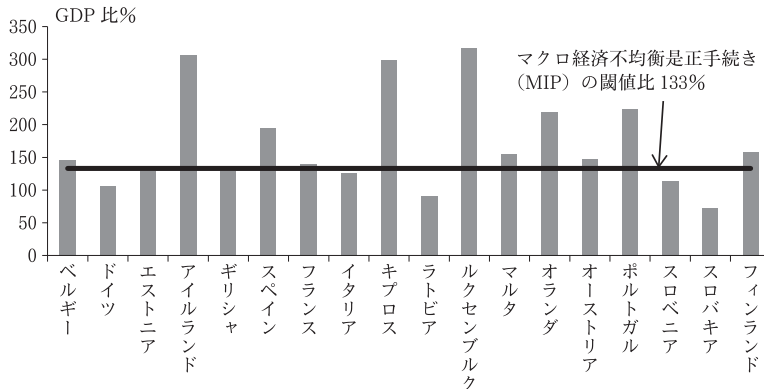
ECBの金融緩和策にもかかわらず、ユーロ圏の銀行貸出は低迷が続いている。図表8は各国のグローバル金融危機後の銀行貸出の推移を比較してみたものである。米国では、危機後に銀行貸出残高は急落したものの、金融機関の不良債権処理を迅速に行ったこともあって、2010年頃をボトムに他国に先駆けて回復している。日本の銀行貸出は非常に緩やかではあるが、米国に若干遅れて回復がみられる。一方ユーロ圏では、危機直後にはあまり落ち込まなかったが、その後の欧州ソブリン危機で貸出残高が減少した姿がみてとれる。危機前の貸出の急激な拡大に対する調整と、2010年以降のソブリン危機に伴う景気低迷も加わり、貸出残高は足下でも減少を続けている。国別にみると、貸出残高を大きく減らしたのは、アイルランド、スペイン、ポルトガル、ギリシャだが、ドイツも小幅マイナスとなっている。

バブル崩壊後の日本は企業部門を中心に負債の過剰感が大きく、負債の圧縮に長い時間がかかった。一方米国では負債が過剰であったのは家計部門で、企業部門のバランスシートは比較的健全であった。このため調整は短期間で終了

図表8 グローバル経済金融危機後の銀行貸出の推移



図表9 ユーロ圏各国の民間部門負債残高



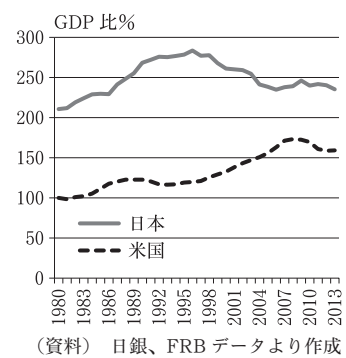
(資料) 欧州委員会データより作成

し、銀行貸出も増加に転じている。ユーロ圏についてみると、危機前後に急速に民間部門の負債が拡大したアイルランド、キプロス、ポルトガルなどでは調整が必要とみられる(図表9)。しかし、アイルランドなどでは住宅価格が下げ止まりつつある。またユーロ圏では2014年10月に主要行のストレステストの結果が公表され、11月にはECBによる単一銀行監督制度が開始された。これらの一連の対応により金融セクターの脆弱性に対する懸念はかなり和らいだといえる。これらを考慮すると、ユーロ圏全体としてみれば、日本のように大幅かつ長期にわたる調整が必要とも考えがたい(図表10)。

5. 拡大債券買い取りプログラム (欧州版量的緩和)⁽⁸⁾に踏み切ったECB

前述のような景気減速、インフレ率の低下を受けて、2014年6月にはECBは政策金利である主要リファイナンス金利を0.15%まで引き下げるとともに、預金ファシリティの金利を-0.1%と、ECBとして初めてのマイナス金利の導入に踏み切った。9月には追加利下げにより、主要リファイナンス金利を0.05%、預金ファシリティ金利を-0.2%とした。さらに、条件付長期リファイナンス・オペ(TLTRO)⁽²⁾の導入、カバード・ボンド買い取りプログラム(第3次)、資産担保証券買い取りプログラムなど

図表10 日米の民間部門負債残高



(資料) 日銀、FRB データより作成

一連の追加緩和策を発表した。

さらにECBは2015年1月の政策理事会で、拡大債券買い取りプログラムの導入を決定した⁽³⁾。その概要は以下の通り。

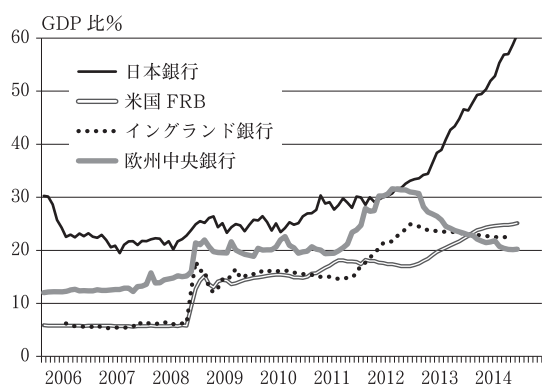
- ◇各国の国債を中心とした債券⁽⁴⁾を、流通市場で月間600億ユーロ分買い取る。このプログラムは2015年3月から開始され、物価動向を注視しつつ、2016年9月まで継続される⁽⁵⁾。
- ◇買い取り対象債券はユーロ建て。ユーロ圏の国債・政府機関債、ユーロ圏に位置する国際機関債。残存期間2-30年。EUの支援プログラムの対象となっている国の国債は対象外。
- ◇債券買い取りはECBおよびメンバー国中央銀行が行い、メンバー国の買い取りの規模は各国のECBへの出資比率によって決められる。
- ◇債券買い取り額の上限は一発行体の発行残高の33%、一回の発行分の25%。
- ◇将来、債券価格の下落によって損失が出た場合、買い取り額全体の20%までについては(うち欧州の国際機関債は買い取り額全体の12%程度を想定)、加盟国が共同で負担する。それを上回る損失は各国中央銀行の負担となる。

月間600億ユーロの債券買い取りを2016年9月まで継続すれば、1兆ユーロを超える規模となる。ECBのバランスシートをみると、資

産残高が2012年半ばのピーク時には長期リファイナンスオペ（LTRO）の効果で、3.1兆ユーロに達したものが、LTROが償還された結果、大きく減少し、直近では2.2兆ユーロとなっている。他の先進国との比較でも、異次元緩和を実施している日銀はもちろんのこと、イングランド銀行や米国のFRBと比べても、ECBのバランスシートの縮小は目立つ（図表11）。ECBドラギ総裁は2014年12月の理事会後の記者会見でバランスシートを2012年時点の水準まで戻すとコメントしており、今回の新プログラムで発表された数値はそれと平仄があう数値となっている。

量的緩和は、政策金利がほぼゼロとなっているなか、債券市場の需給を緩和し、ベンチマークとなる債券の利回りを下げること、中長期の金利を低下させ、实体经济に刺激を与える効果が期待されている。しかし、企業の資金調達において証券市場のウエイトが高い米国と比較し、銀行貸出のウエイトが高いユーロ圏では、資産買い取りによる景気押し上げ効果は限定的との見方が多い。実際、これまでのECBの金融政策はLTROなど銀行に直接貸し出す形が中心であった。債券利回りは既にかなり低水準にあり、ドイツ国債は6年債まで利回りがマイナスとなっている。量的緩和によるさらなる金利低下効果は小さいため、实体经济に与える効果は限定的との声も多い。

図表11 日米欧の中央銀行のバランスシート



一方、量的緩和は消費者や企業のコンフィデンス、期待に影響を与え、期待インフレ率を上げることで、実質金利（＝名目金利－期待インフレ率）を低下させる効果が期待されている。量的緩和の発表以降、インフレ期待の代表的市場指標である先物 SWAP レートには下げ止まりがみられる。また、ECBの政策変更在先立ってスイス国立銀行が対ユーロ為替相場の上限撤廃を発表したこともあり、為替市場では対スイス・フラン、対米ドルでユーロ安が続いている。米国では量的緩和が終了し、今後金融政策は超緩和から正常化に向けて変更されていくとみられている。このため、当面ユーロ為替相場は売られ易い展開になるとみられる。その点からはユーロ各国にとって景気・物価を下支えする材料になろう。

6. 低成長からの脱却に向けて

2009年頃のグローバルなデフレが懸念された時期と比較すると、①米国は既に景気回復・拡大期に入っており、金融政策の正常化に向かっていること、②日本は日銀の異次元緩和の効果もありようやくデフレ脱却局面にあることなどの好材料がある。反面、当時のグローバル景気をけん引した中国をはじめとした新興国に当時ほどの勢いがなかったことや、ロシア／ウクライナ問題、アラブ情勢など地政学的リスクの高まりもマイナス材料である。

日本の経験からみれば、低インフレが長期化するとデフレ期待が蔓延するリスクがある。人々の間にひとたびデフレ期待が定着すると、その期待を払拭しインフレ期待に転換するのは非常に困難であり、デフレを長引かせることになる。ECBが国債買い取りによる量的緩和に踏み切ったのも、デフレ期待定着への警戒からとみられる。

前述のように、量的緩和の効果を巡っては賛否両論があるが、3月に公表されたECBの見通しでは、量的緩和の実行を前提に、インフレ

率は2015年にはほぼゼロとなるものの、2016年には1.5%、2017年には1.9%と、中期的にECBのめざす「2%を下回るが2%に近い」数値に近づく姿が見込まれている。

しかし、金融政策だけでは不十分である。欧州各国は構造改革を進めることで、中長期的な成長力を強化することを目指している。構造改革の効果が顕現化するには時間がかかるため、拡張的な金融政策はあくまでその間の痛みを和らげるものという位置づけである。アイルランドやスペインなどの財政困難国では、既に改革の効果が始まる、景気は回復を示しつつある。しかし、ギリシャの例のように、厳しい緊縮生活を強いられた国民の「改革疲れ」によって政府批判・EU批判の聲が高まるなど、改革の逆行につながりかねない兆候もみられることは懸念すべきである。ユーロ各国の中長期的成長のためには改革の続行が何よりも重要である。

こうしたなかで、2015年2月にドイツの最大の労働組合IGメタルと企業との交渉が4月からの3.4%の賃上げで妥結した。当初組合の要求は5.5%、企業側は2.2%と大きな隔たりがあったが、ユーロ安や原油安を追い風に、失業率が5%を割り込むなど好調を維持しているドイツ経済を背景に、企業側も歩みよりを見せたようだ。ドイツ企業が低い賃上げに止まれば、周縁国の労働者は競争力を維持するために、さらに低い賃上げに甘んじなければならない。ドイツで高めの賃上げが実現したことは、ユーロ圏全体にとって、デフレ懸念を和らげることにつながろう。

《注》

- (1) ECBは、市場に出回る資金の量を拡大するという意味での量的緩和を、すでに長期リファイナンス・オペの拡充などの形で行ってきた。米国FRBや日本銀行のような、国債を中心とした債券の買い切りによる量的緩和をECBが本格的に行うのは今回が初めてである。新聞報道などでは今回の措置をとらえてECBもいよいよ量的緩和に踏み切ったという表現をしている。本稿では、この拡大債券買い取りプログラムを「量的緩和」と表現することにする。

- (2) Targeted Long-Term Refinance Operation: 期間は最長4年。銀行は、ユーロ圏企業および家計向け貸出残高(住宅ローンを除く)の7%を上限に借り入れることができる。融資を受けた銀行に対して貸出増を義務付け、一定の実績が得られない場合には事前返済をさせることで、銀行に対し貸出増加を促すシステム。
- (3) 1月の政策理事会では、このほか、政策金利の据え置き、TLTROの適用金利引き下げ(従来は、主要リファイナンス金利+10BPであったものを主要リファイナンス金利を適用に変更)などが決められた。
- (4) すでに開始済のカバード・ボンド、資産担保証券の買い取りプログラム分を含む。
- (5) 2015年3月には債券買い取りプログラムの詳細が発表された。開始日は3月9日。マイナス利回りの債券も、預金ファシリティ金利を下限に買い取りが可能で、現時点で預金ファシリティ金利の-0.2%の債券までは買い取りが可能となる。また、買い取り対象となる政府機関やEU機関のリストも発表になった。

参考文献

- Zsolt Darvas and Guntram B. Wolff, "So far apart and yet so close: Should the ECB care about inflation differentials?", Bruegel Policy Contribution, 2014/9
- Gregory Claeys, Zsolt Darvas, Silvia Merler and Guntram B. Wolff, "Addressing weak inflation: The European Central Bank's Shopping list", Bruegel Policy Contribution, 2014/5
- 欧州中央銀行、Press Releases、Monthly Bulletin 各号、Economic Bulletin 2015/1
- 内閣府「世界経済の潮流 2014年II～世界経済の成長の持続可能性」2015/1
- 山口綾子「米国のデフレのリスク：Japanizationは起こるか」国際通貨研究所ニューズレター 2010/11