

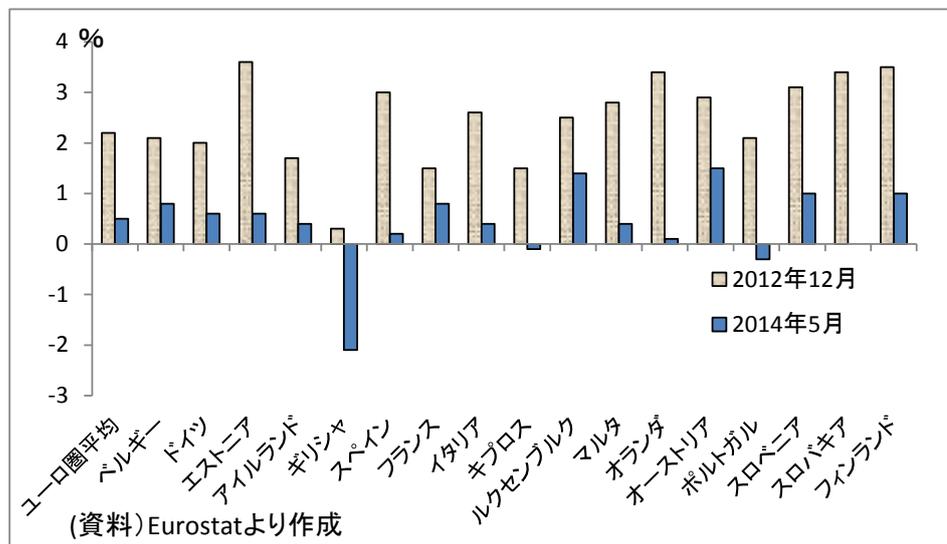
ユーロ圏経済の「日本化」懸念
～欧州中央銀行の対応が引き続き重要に～

経済調査部 上席研究員 山口 綾子
yamaguchi@iima.or.jp

ユーロ圏の物価動向

ユーロ圏経済の「日本化」とは、長期にわたる景気低迷と緩やかな物価下落持続に代表される、日本のバブル崩壊後の「失われた20年」のような状態に欧州も陥ってしまうのではないかという懸念である。事実、ユーロ圏では物価上昇率の下落傾向が続いている。2014年5月のユーロ圏平均物価上昇率は0.5%、2013年10月以来1%割れが続いている。国別にみると、ギリシャ、ポルトガル、キプロスで前年比マイナスが続いており、スロバキアでもマイナスからは脱したものの0%と、これらの国はデフレと呼ばれるもおかしくない状況である。景気が好調なドイツでさえ0.6%と、欧州中央銀行(ECB)が物価安定の目安としている2%を大きく下回っている。

図表1：ユーロ圏の物価上昇率（前年比）

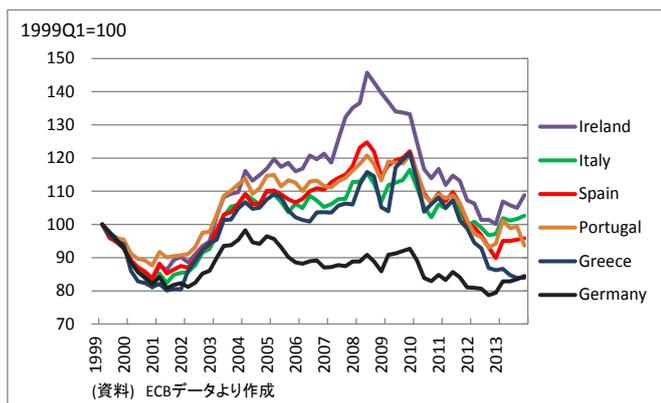


一部の国にとってデフレは必要な調整

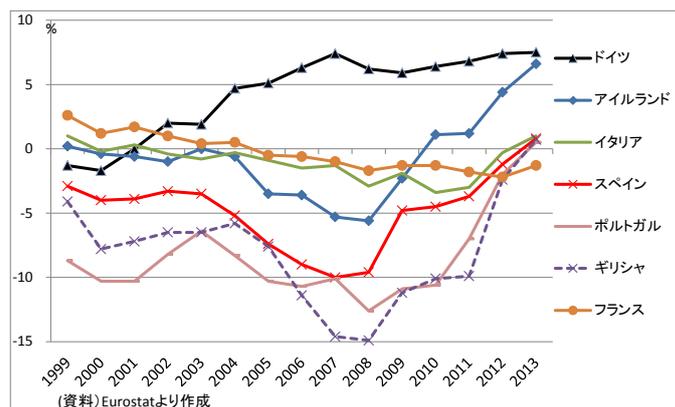
ユーロ圏各国は、単一通貨ユーロを使用しているため、自国の高コストを為替切り下げによって調整することができない。この結果相対的にインフレ率が高い国にとっては、

為替相場が割高となって競争力をなくし、経常収支赤字が拡大してきた。これらの国にとっては、賃金引下げなどにより、物価水準を引き下げること、競争力を回復する必要がある。このためのデフレはユーロ域内で競争力を回復するために必要な調整であり、事実この効果もあって、ギリシャ、アイルランド、スペインなどでは経常収支赤字が大きく縮小してきた。

図表 2：ユニットレーバークストで調整した
実質実効ユーロ相場



図表 3：ユーロ圏主要国の経常収支
GDP 比、%



ユーロ高によるデフレ圧力

他方で、ユーロの為替相場は、2012 年半ば以降、ユーロ圏金融情勢の落ち着き、ユーロ圏全体としての経常収支黒字拡大などを背景にユーロ高が進んできた。ユーロ高は輸入価格の下落を通じて物価下落圧力になるとともに、域外への輸出競争力の低下を通じて、輸出の減退、景気を冷やす効果があり、この点は懸念材料である。

図表 4：ユーロ為替相場の推移



日本との違い

ユーロ圏全体で短期的に物価上昇率が前年比マイナスになるリスクはないとは言え

ないが、日本のように長期にわたって緩やかなデフレが続くことは考えがたいというのが、欧州のエコノミストたちのコンセンサスのようだ。むしろ足下のエネルギー・食料価格の低下が実質所得を押し上げ、景気を支える効果に期待しているとの声もある。

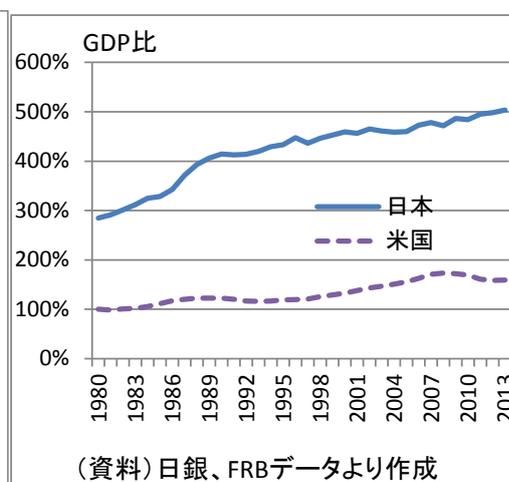
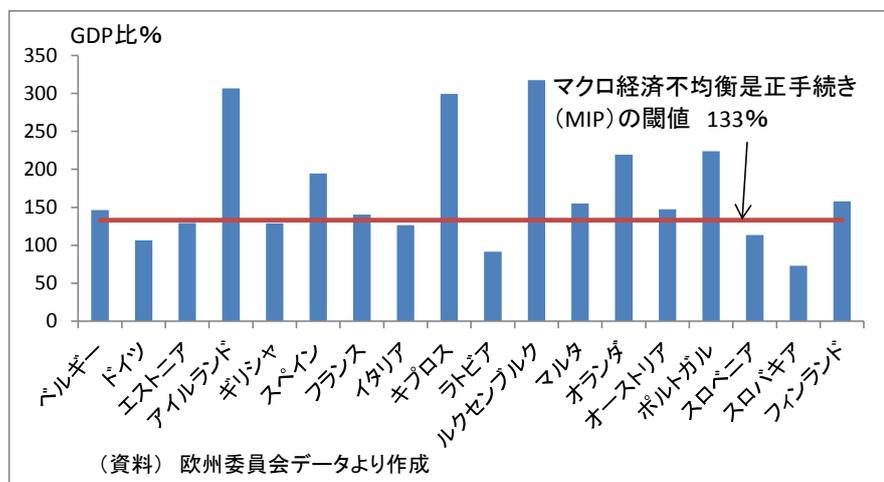
欧州のエコノミスト達は、日本と欧州の違いとして以下のような点を挙げ、それを理由に欧州は日本のような状況には陥らないであろうとしている。

- ① 日本ほどひどいバブル崩壊を経験していない。民間部門の負債が日本ほど大きくない。
- ② 金融機関の経営状態は日本のバブル崩壊後ほど悪くない。
- ③ 日本銀行の経験を踏まえ、ECB は当時の日銀よりも迅速かつ積極的な対応を行っており、デフレ心理が蔓延するのを防いでいる。

民間部門の負債については、欧州連合（EU）のマクロ経済不均衡手続き（MIP）の対象となる国内民間部門の負債（GDP 比）をみると、閾値（この数字を上回ると要警戒水準とみなされる）の 133% を上回っているのは、EU から救済を受けたアイルランド、スペイン、キプロス、ポルトガルに、ベルギー、フランス、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、オーストリア、フィンランドの 11 カ国。ちなみに日本ではこの数値はバブル崩壊後 400-500%、米国では 150-180% を推移している。金融の肥大化が問題視されたキプロスやアイルランドでも日本よりは小さい。

図表 5：ユーロ圏の民間部門の負債残高

図表 6：日米の民間部門の負債残高



金融機関の経営状況については、ユーロ圏では、ECB による主要銀行の資産査定、および欧州銀行機関（EBA）によるストレステストの作業が進められ、それに備えた各行の増資など資本強化も進んでいる。ただし、今回の ECB の資産査定は 2014 年 11 月からの銀行同盟発足の準備として、ECB の直接監督下におかれる銀行に対して行われるものであり、ECB は厳しい姿勢で臨むとみられる。結果の公表は 10 月頃に予定されているが、新たに資本強化を迫られる銀行が出てくる可能性も否定できず、金融市場の動揺への懸念は依然残る。

マイナス金利の導入に踏み込んだ ECB

ECB は 6 月 5 日、追加金融緩和パッケージを決定した。具体的には利下げ（メインリファイナンス金利を 0.1%ポイント引き下げ 0.15%の史上最低に）、流動性の供給、条件付長期固定金利オペ（TLTROs : Targeted Long Term Refinancing Operations）の実施計画、資産担保証券の買入れ準備開始などである。利下げの一環として、翌日物預金ファシリティの金利は 0%から-0.1%にされた。これは民間銀行の中銀預金に 0.1%のペナルティを課すようなものである。預金ファシリティの残高はさほど大きいものではなく、民間銀行の資金が中銀預金から貸出にシフトする効果は小さいが、主要中銀のなかで初めてマイナス金利にまで踏み込むことで、アナウンスメント効果を狙ったものとみられる。実際この日の一連の決定を受け、為替市場ではユーロ高には歯止めがかかったようにみえる。

「日本化」か否かには今後も ECB の対応が重要に

既にユーロ圏の景気は底打ち、回復局面にあり、ユーロ圏の成長率は 2013 年第 2 四半期以降 4 四半期連続して前期比プラス成長を維持している。また、米国が金融緩和の出口政策を徐々に実施しつつあるなか、ユーロ高にも一定の歯止めがかかるとみられる。このため、ユーロ圏が全体として日本のような長期にわたるデフレに陥るリスクを大きいとみる向きは少ない。ただし、日本の経験に照らせば、バブル崩壊後の経済停滞のなかで、ひとたびデフレに陥ると、デフレ期待が広く蔓延し、企業の設備投資意欲の低下や消費者の買い控えにつながっていった。日銀はゼロ金利、量的緩和などの金融緩和政策を行ってきたが、景気回復局面でもデフレ期待の払拭は困難であり、結果として緩やかな物価下落が長期にわたって続いた。日本では、2013 年に黒田新総裁の下、日銀が量的・質的緩和という新たな積極的な緩和政策を打ち出したことで、ようやくデフレ期待の払拭に成功しつつあるようにみえる。ユーロ圏についても ECB の金融政策への信頼がデフレ期待を抑えられるかがカギとなろう。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくごお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2014 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>