

Newsletter



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

ユーロ圏のデフレ懸念

～欧州中央銀行の対応だけでは限界あり。望まれる政策転換～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山口 綾子
yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

- 米国連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和の終了を決め、日本銀行は量的緩和の拡充を発表するなど、先進国経済はそれぞれ流れが変わる局面を迎えつつある。こうしたなか、ユーロ圏経済が再び景気後退入りし、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。
- ユーロ圏では財政危機に陥った各国（以下では問題国）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、物価上昇率が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シインフレ傾向が続いている。この結果、ユーロ圏平均でも直近ではインフレ率は 0.3%とデシインフレ傾向が続いている。
- 問題国は共通して、財政・経常収支の双子の赤字を抱えていた。経常収支不均衡拡大の背景には、単一通貨ユーロ導入に伴う為替相場調整手段の喪失がある。問題国は労働コスト・物価水準を引き下げることに対応し、経常収支赤字も縮小ないしは黒字転化がみられる。これらの国にとりデフレは必要な調整とも言えなくはない。
- ユーロ圏の景気が低迷し、デフレ懸念が高まるなかで、欧州中央銀行（ECB）は政策金利をほぼゼロとするなど積極的な対応を行ってきたが、ECB の対応にも限界がある。財政に比較的余裕のある経常黒字国を中心に、企業のマインドを前向きな投資に向かわせるような政策転換が、中長期的なユーロ圏の成長にとっても望ましい。

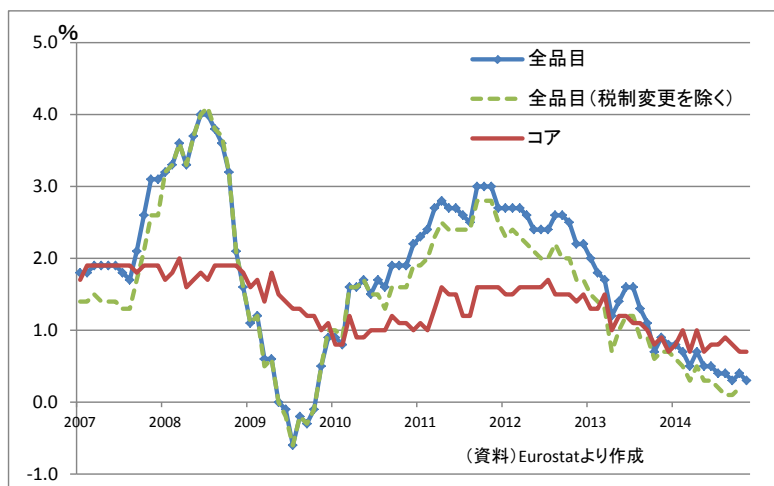
<本文>

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、2014年11月には前年比0.3%となった。付加価値税の引き上げなどの税制変更要因を除くと、インフレ率はほとんどゼロ近傍にある。この背景には、エネルギー価格（2013年初頃から前年比マイナス）の下落や、食品価格の上昇率低下もあるが、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、イタリア、ポルトガル、スペイン、キプロス、以下では問題国）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、物価上昇率が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。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。

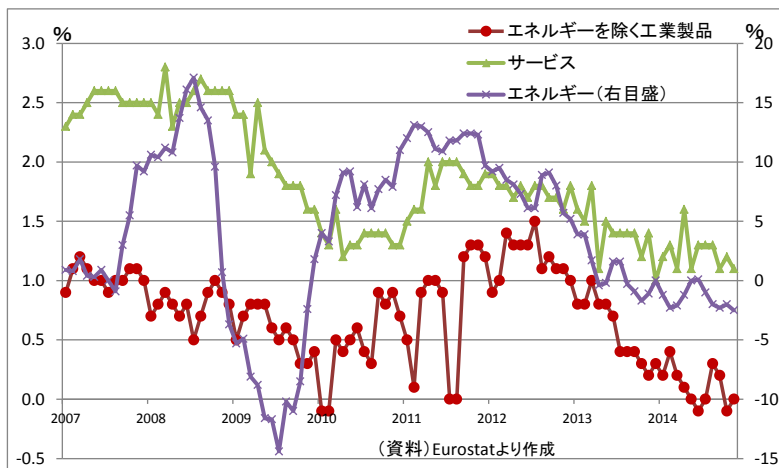
図表1：ユーロ圏の消費者物価上昇率（前年比）



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下落を示しているが前年比 3%程度にとどまっている。経済のグローバル化の進展に伴う新興工業国の供給力増加により、工業製品価格はデシインフレ傾向にあり、人件費を中心に下方硬直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が、ユーロ圏では足下ではサービス価格も前年比 1%程度の上昇にとどまっている（図表 2）。

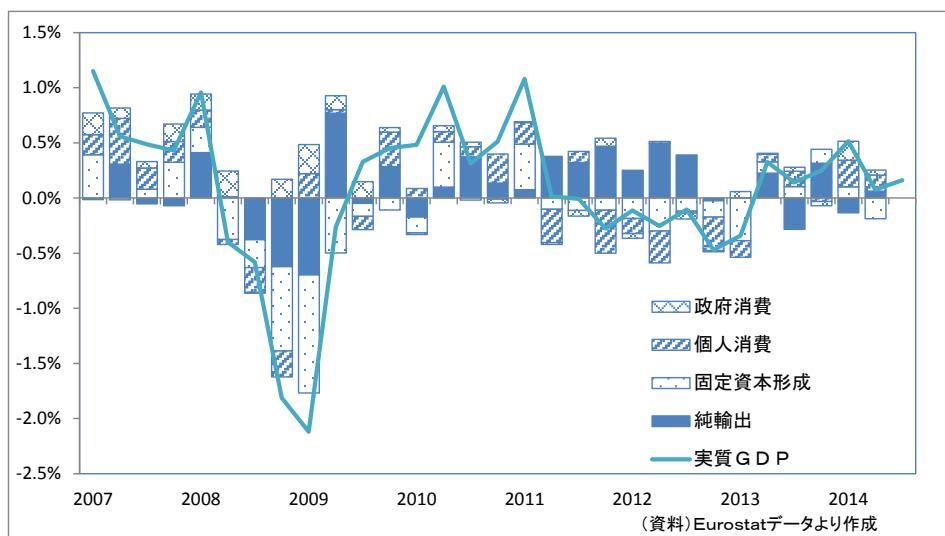
図表 2：ユーロ圏消費者物価の品目別上昇率



2. 足下では再度リセッション入りの懸念も

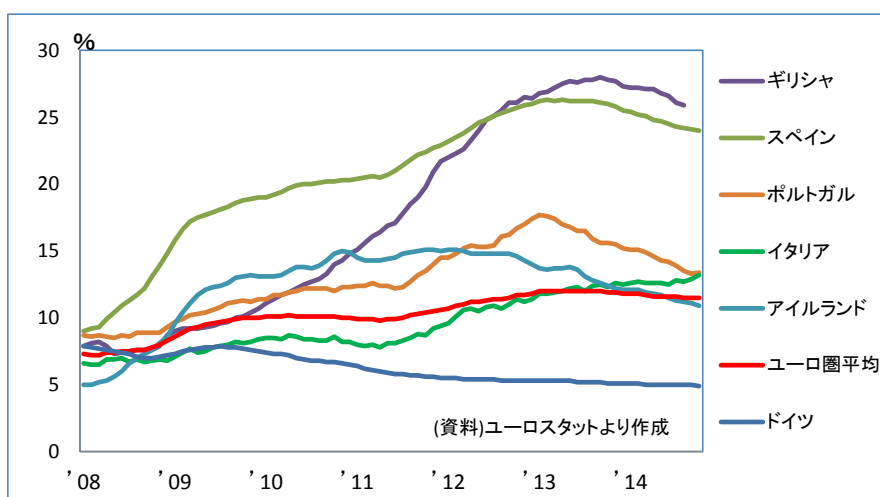
2014年第3四半期のユーロ圏の実質成長率は0.2%と、前期の0.1%に続いて、きわめて低い成長に終わった。第4四半期に入ってから各国の個別の指標にも、景気の不冨えを示すものが多い。

図表 3：ユーロ圏の実質 GDP 成長率（需要項目別寄与度、季節調整済、前期比）



堅調を維持してきたドイツについても、対ロシア制裁の影響や主要輸出相手である新興国経済の減速も加わり、一部では減速懸念も出てきている。ただし直近の景気先行指標は改善を示すなど指標はまちまちであり、一方向の悪化が懸念されているわけではない。

図表 4：ユーロ圏の失業率の推移



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、ギリシャ、スペイン、ポルトガルなどの被支援国に加え、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。問題国のうち、アイルランド、ポルトガル、スペインについては、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、足下で財政再建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。

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。

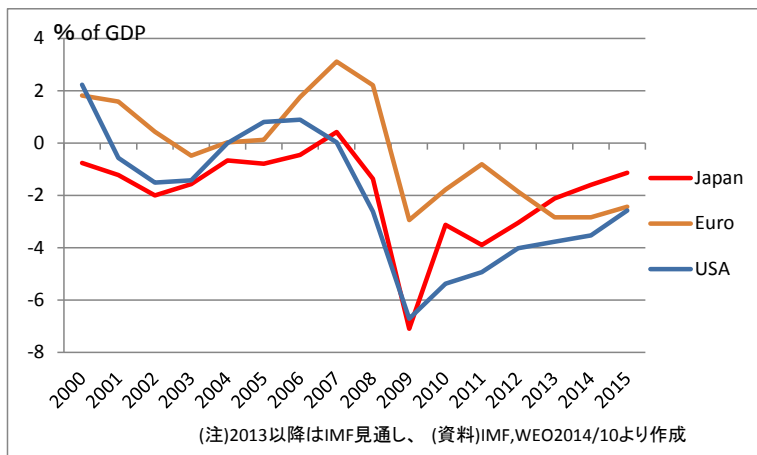
3. バブル崩壊とその後の調整過程

日本では1990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。

ユーロ圏のGDPギャップをみると、直近で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5）。また、先日発表された国際通貨基金（IMF）や欧州委員会の見通しでも、ユーロ圏は、米国や日本よりも立ち直りが遅い姿が想定されている（図表6）。

また、各国の住宅価格をみると、国によってだいぶ違いが見られる。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7）。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。ユーロ圏について日本ほどの長期にわたる調整が必要とは考えがたい。

図表5 : 各地域の GDP ギャップ

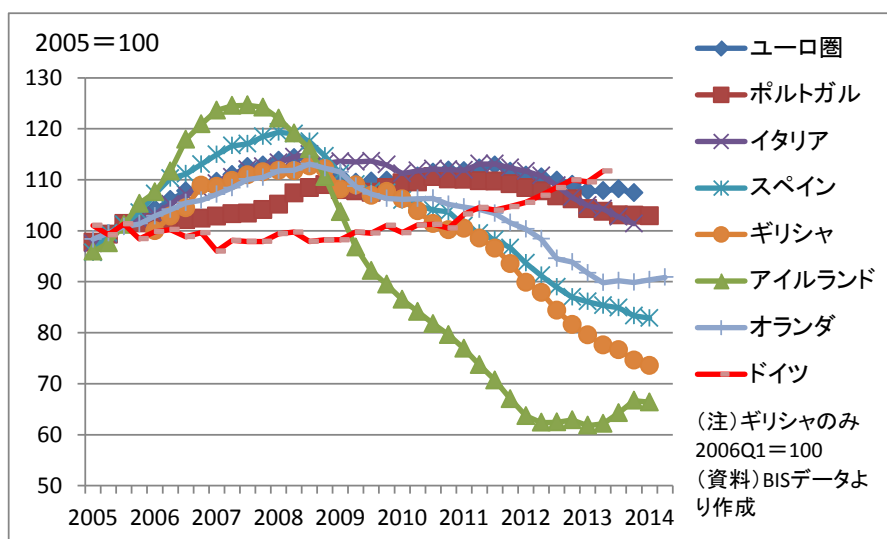


図表6 : 各地域の実質成長率見通し

	2012 実績	2013 見込み	2014 見通し	2015 見通し
米国	2.3	2.2	2.2	3.1
日本	1.5	1.5	0.9	0.8
ユーロ圏	-0.7	-0.4	0.8	1.3
ドイツ	0.9	0.5	1.4	1.5
フランス	0.4	0.1	1.3	1.1
イタリア	0.3	0.3	0.4	1.0
イタリヤ	-2.4	-1.9	-0.2	0.9
	-2.3	-1.9	-0.4	0.6

(注)上段がIMF,下段が欧州委の数値。(資料)IMF,WEO2014/10,欧州委員会2014/11

図表7 : 各国の住宅価格の推移

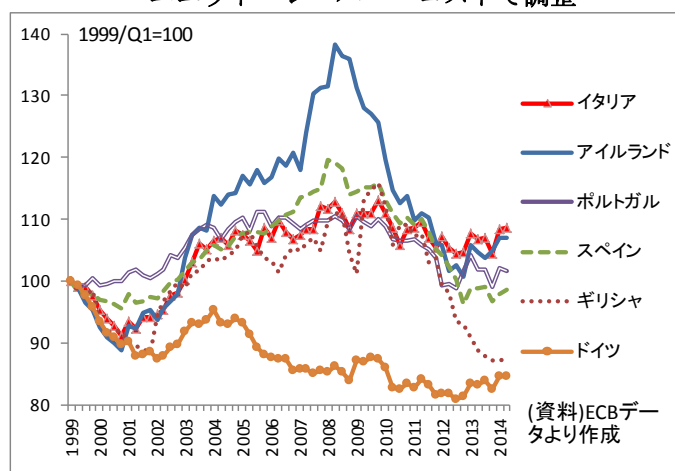


4. 単一通貨による競争力格差調整手段の喪失

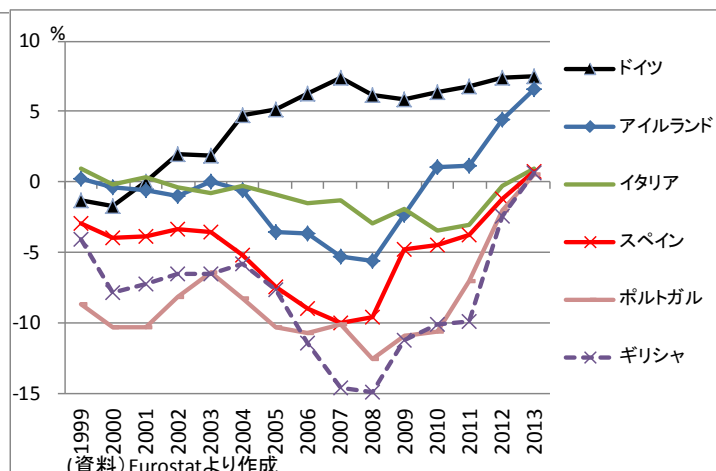
危機前まではユーロ圏の問題国では相対的に物価上昇率が高かった。物価上昇率格差は国際競争力格差につながる。単一通貨でなければ、物価上昇率の高い国は為替相場を切り下げること、輸出競争力を維持することができる。単一通貨ユーロを前提とすると、問題国は域内で相対的に低インフレにすることで競争力回復をめざすしかない。このため、インフレ格差は避けられないものであり、当然の帰結でもある。そうであれば、

競争力の高いドイツなどが相対的に高いインフレを許容しなければ、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。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準備銀行が、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。実体は、ドイツでさえ2014年11月のインフレ率は0.5%と1%を切る水準まで下がってきている。

図表 8: ユーロの実質実効相場
ユニット・レーバー・コストで調整

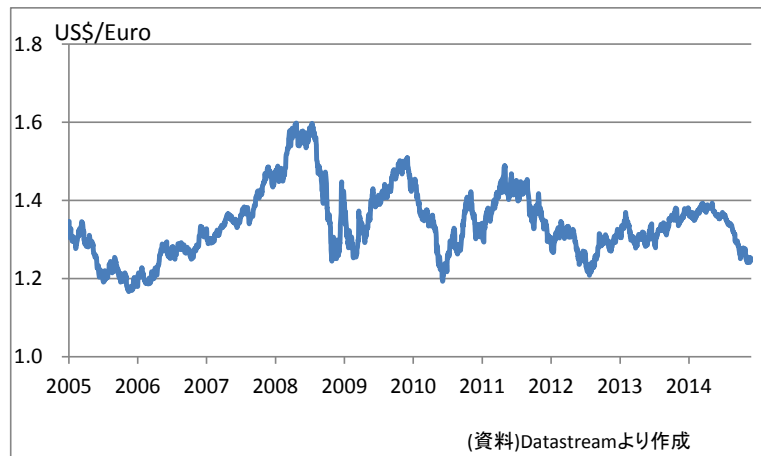


図表 9: 各国の経常収支 (GDP 比, %)



日本では1990年代以降、デフレと円高がスパイラル的に進んできた。ユーロ圏ではどうだろうか。ユーロ相場はグローバル危機直前までは、一貫してユーロ高傾向にあった。グローバル危機後は、ユーロ・ソブリン危機につながったこともあり、おおむね低下傾向で推移してきた。2012年半ば以降は、「ユーロを守るためにECBのできる範囲内で何でもする」というドラギ総裁発言を受け、ユーロが信認を回復、ユーロ高に転じてきた。2014年春頃からは、米国の金融緩和の終了期待など米欧の景況格差・金利差を反映し、ユーロ安傾向にある(図表10)。足下のユーロ安傾向はユーロ圏のデフレ傾向を緩和するものとして期待ができる。しかし、米欧のインフレ格差、ユーロ圏の経常収支黒字拡大などを考えると、一方向的にユーロ安が進むとも考えがたい。この点には注意が必要であろう。

図表 10：ユーロの対ドル相場の推移

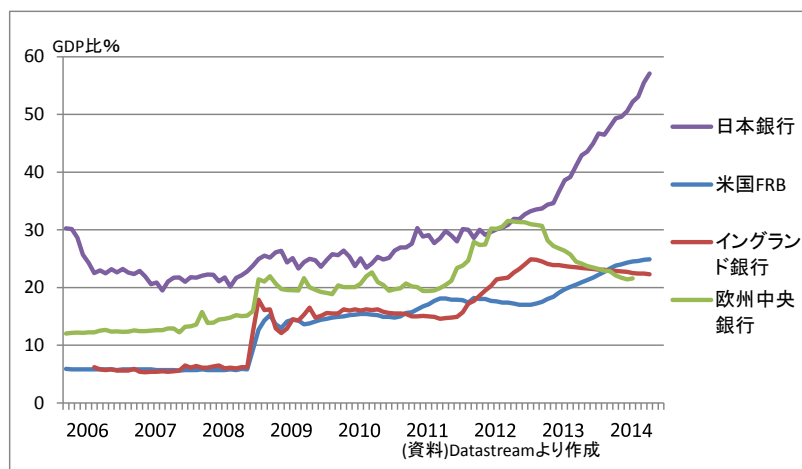


5. 欧州中央銀行の金融政策および金融セクターの動向

前述のような景気の低迷を受けて、ECB は 2014 年 6 月と 9 月に、それぞれ 10bp ずつ利下げを行い、主要リファイナンス・オペ金利を 0.05% の史上最低水準とするとともに、預金ファシリティ金利を -0.2% とするなど、金融緩和を進めてきた。

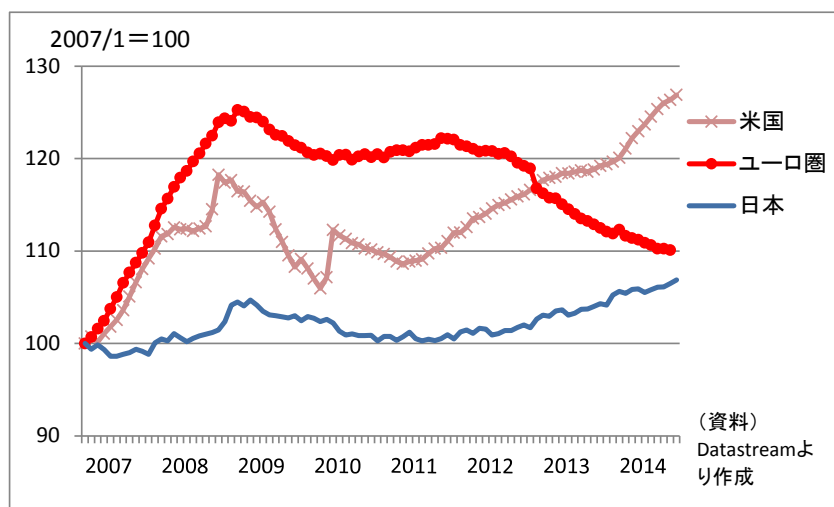
しかし、ECB のバランスシートを他の先進国中央銀行と GDP 比で比較してみると、日本銀行や米国 FRB が拡大を続けているのに対し、ECB のバランスシートは大きく縮小していることがわかる（図表 11）。実額でも、ECB のバランスシートは 2012 年には 3 兆ユーロを超えていたものが、直近では 2 兆ユーロ程度となっている。これは主として 2011 年末から 2012 年初めにかけて行われた総額 1 兆ユーロ強の長期リファイナンス・オペによる域内金融機関への融資が徐々に返済されているためとみられる。

図表 11：日米欧の中央銀行のバランスシート



ECBは足下の景気低迷に対し、カバードボンド買取プログラム第3弾、資産担保証券の買取、条件付き長期リファイナンス・オペ（TLTRO）などにより、金融緩和を強化し、バランスシートを「2012年の水準まで拡大させること」をめざすとしている。しかし、オペによる資金供給はあくまで民間銀行の応募に基づくものであり、民間銀行の資金需要が前提となる。資産の市場での買取によってECBのバランスシートを拡大させることはできるが、カバードボンドは発行残高がユーロ圏全体で1.5兆ユーロ、資産担保証券も総額1兆ユーロ程度に過ぎず、しかもこのうち発行額・格付けなどの点でECBの買取対象となる条件を満たす証券はさらに限られてくる。このため、いずれECBは普通社債や国債に対象を広げざるをえなくなるとみる向きが多い。国債を買取るとなると、どこの国の国債をどの程度の規模で買取るか、EU条約に抵触しないのかとの問題もあり、議論となる可能性がある。

図表 12：グローバル経済金融危機後の銀行貸出の推移

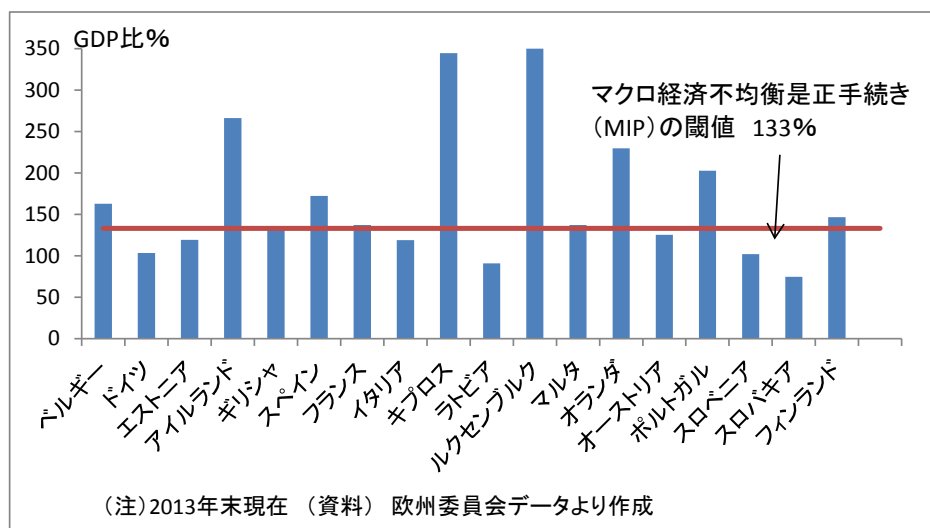


図表 12 は各国のグローバル経済金融危機後の銀行貸出を比較してみたものである。米国では、危機後に銀行貸出残高は急落したものの、金融機関の不良債権処理を迅速に行ったこともあって、2010 年頃をボトムに他国に先駆けて回復している。日本の銀行貸出は非常にゆるやかではあるが、米国に若干遅れて回復がみられる。一方欧州では、危機前の貸出の急激な拡大に対する調整と、2010 年以降のユーロ・ソブリン危機に伴う景気低迷も加わり、貸出残高は足下でも減少を続けている。

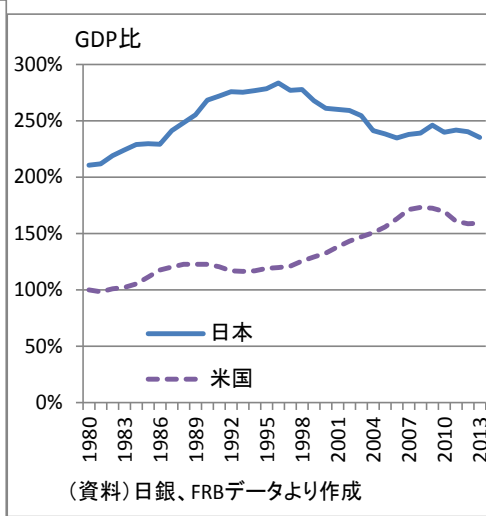
バブル崩壊後の日本は企業部門を中心に負債の過剰感が大きく、負債の圧縮に長い時間がかかった。一方米国では負債が過剰であったのは家計部門で、企業部門のバランスシートは比較的健全であった。このため調整は短期間で終了し、銀行貸出も増加に転じている。ユーロ圏についてみると、危機前後に急速に民間部門の負債が拡大したアイルランド、キプロス、ポルトガルなどでは調整が必要だが、全体としてみれば、日本のように大幅かつ長期にわたる調整が必要とも考えがたい (図表 13、14)。

なお、2014 年 10 月に公表された ECB による包括銀行査定では、対象行 130 行のうち、資産査定およびストレステストで不合格とされたのは 25 行、資本不足額は最悪シナリオで最高 246 億ユーロとの結果となった。不合格となった 25 行は、イタリア 9、ギリシャ、キプロス各 3、ベルギー、スロベニア各 2、ポルトガル、アイルランド、オーストリア、ドイツ、フランス、スペイン各 1 という結果であった。11 月には ECB による大手銀行の直接監督制度、単一銀行監督メカニズム (Single Supervisory Mechanism) が開始された。これらの施策を通じ、ユーロ圏の金融機関への当面の懸念は払拭されたとみてよいであろう。

図表 13：ユーロ圏各国の民間部門負債残高



図表 14：日米の民間部門負債残高



6. 望まれる政策変更：低成長からの脱却に向けて

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は日本の例に学び、そうした点への警戒は怠っていないとみられるが、先にみたようにECBの対応だけでは限界がある。

財政に比較的余裕のあるドイツなどの経常黒字国を中心に、企業のマインドを前向きな投資に向かわせるような政策転換が、中長期的なユーロ圏の成長にとっても望ましいのではないかと。特に先行き減速懸念が出ている今こそ、ユーロ圏全体のみならずドイツ自身にとっても、政策の見直しが必要なのではないかと。

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとさ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>