

海外経済 ～欧州に忍び寄るデフレの影～

経済調査部 田中 理

債務危機の次はデフレ危機？

欧州債務危機による金融市場の混乱が沈静化し、ユーロ圏の景気も約2年振りに後退局面を脱した。だが、欧州には新たな危機が忍び寄りつつある。バブル崩壊後の日本が長年苦しんできたデフレの脅威だ。ユーロ圏の消費者物価上昇率は昨年10月以降、前年比で1%未満での低空飛行が続いている。エネルギー価格の推移などから判断して、少なくとも今後数ヶ月は1%割れが続きそうだ。域内の金融政策運営を担う欧州中央銀行（ECB）は、中期的な物価安定を「2%以下だが2%に近い水準」と定義し、金融政策の運営目標に据えている。物価目標の半分に満たないインフレ率がかれこれ半年近くも続くことになり、欧州にもデフレの脅威が迫っていると不安が脳裏をかすめる。

ハードルの高い追加緩和の選択肢

無論、欧州の政策当局も手をこまねいてばかりいる訳ではない。昨年11月にECBが市場予想に反しサプライズ利下げを実施し、その後も必要に応じてあらゆる政策手段を採る準備があると繰り返している。だが、ECBの主要政策金利は既に0.25%と史上最低水準にあり、利下げは限界に近づいている。さらなる利下げには、①かつて日銀が行ったような25bps未満の小刻みな利下げを繰り返すか、②下限の政策金利（預金ファシリティ金利）をマイナス圏に引き下げる必要がある。

①は政策の効き目が弱まることは日本の経験から明らかで、数回の時間稼ぎに使うのが関の山だろう。かえって手詰まり感を印象づけることにもなりかねない。②はがむしゃら感を演出する効果が期待できるが、副作用を警戒する声も多い。マイナスの預金金利とは、市中銀行がECBに余剰資金を預け入れる際の適用金利をマイナスにすることを意味する。つまり、中銀に預金すると手数

料を取られてしまう状況を指す。これは銀行の収益圧迫要因となり、銀行は手数料分を貸出金利などに上乘せすることが考えられる。実現には他の選択肢がないことや差し迫ったデフレリスクの存在が必要であり、対応が後手に回る恐れがある。

利下げ余地が乏しいならば、日銀や米連邦準備理事会（FRB）のような量的緩和（QE）も選択肢の1つとなろう。問題はどの資産を購入するかだ。ECBは金融危機時にカバード債（債権担保付き社債）を購入したが、その規模はユーロ圏の国内総生産（GDP）の1%にも満たなかった。資産担保証券（ABS）を購入する案も浮上しているが、そもそも欧州には厚みのあるABS市場が存在しない。国債を対象とする場合、どの国債を購入するか、難しい選択を迫られる。高利回りの周縁国国債を中心に買入れれば、財政再建や構造改革の履行を購入条件とするECBの国債購入策（OMT）との線引きが曖昧になってくる。発行残高や経済規模に応じてユーロ域内18ヶ国の国債を案分で購入すれば、景気刺激が不要なドイツ国債を大量に購入することにつながる。

デフレに陥ってからでは遅い

日本の場合もバブル崩壊後に8年余りのデイスインフレ期間が続いた後に、90年代後半の金融危機や消費税率引き上げ後の反動が引き金となり、デフレが定着するに至った。ユーロ圏が日本型のデフレ不況に陥るには、まだしばらくの時間的な猶予がありそうだ。ただ、ユーロ圏もこのまま長期停滞が続き、デイスインフレ基調が長引けば、デフレへの転落が現実味を帯びてくる。デフレは一度陥ると抜け出すことが難しい厄介な病巣だ。「日本化」を回避する鍵は、デフレが現実のものになる前にいかに対処できるかに掛かっている。

たなか おさむ（主席エコノミスト）