

## 欧州を襲う日本型デフレ危機

～ドラギマジックの賞味期限～

経済調査部 田中 理

### (要旨)

- 低成長・低インフレの長期化でユーロ圏がデフレに陥るリスクが高まりつつある。日本を襲ったデフレの病巣の多くがユーロ圏でも観察されるが、“調整の深度”と“期間の長さ”の両面で、今のところ日本と比べて軽微なものにとどまっている。だが、デフレ転落回避に重要な期待インフレの安定が崩れかけており、決して楽観できる状況にはない。
- ECBはデフレの脅威に対峙するため、マイナス預金金利、貸出増加行への長期資金供給、資産担保証券やカバードボンドの買い取り策など、通常の金融政策の枠組みを超える様々な政策措置を講じている。ドラギ総裁への高い信認もあり、ユーロ安誘導にひとまず成功しているが、景気や物価の低迷が続いており、本格的な量的緩和への待望論が根強い。
- ECBによる国債購入を含む本格的な量的緩和は、一定の条件を満たす限り、法抵触の問題を回避可能とみられる。だが、政治的な圧力に晒されることは避けられず、実施に向けたハードルは高い。ユーロ安効果の浸透が先か、追加緩和期待の剥落が先か、デフレ回避の正念場を迎えている。

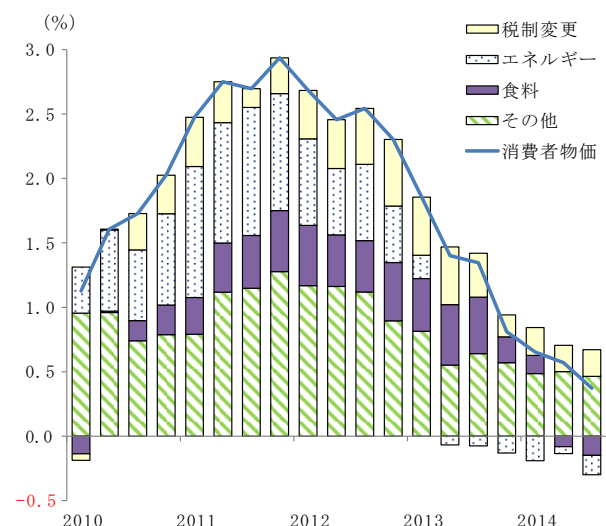
### 1. 忍び寄るデフレの足音

世界を震撼させた欧州債務危機を克服した欧州経済に新たなリスクが忍び寄っている。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の上昇率は、昨年10月以降、前年比1%未満での低空飛行が続いている。今年9月には前年比+0.3%と、マイナス圏への転落寸前までインフレ率が縮小した。域内の金融政策を担う欧州中央銀行（ECB）は、“2%をやや下回る水準”を中期的な物価安定と定め、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1年余りも続いており、「欧州も日本型のデフレに陥るのではないか」との懸念の声が聞かれる。

近年、ユーロ圏の物価上昇率が鈍化してきた背景には、①財政再建の一貫で付加価値税（VAT）や間接税を引き上げる動きが一巡してきたこと、②最近までの継続的なユーロ高進行と商品市況の軟化により、エネルギー価格の押し下げ圧力が強まったこと、③景気

低迷や賃上げ抑制から物価の上昇圧力が緩和していることが挙げられる（資料1）。

資料1. ユーロ圏の消費者物価の要因分解（前年比）



(出所) 欧州統計局より第一生命経済研究所が作成

(注) 2014年7-9月期は7・8月平均値。

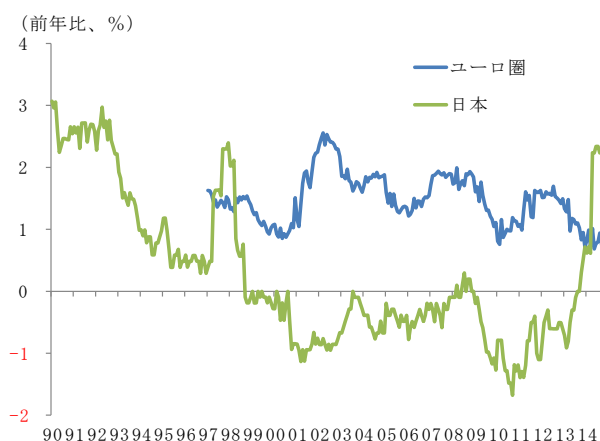
新興国の台頭やグローバル化の進展で世界的に競争が激化しており、欧州でも企業の価

格転嫁は困難な状況が続いている。しかも、危機に見舞われたスペイン、アイルランド、ポルトガルなどの国では、賃金水準の切り下げを通じて輸出競争力の回復を進めている。また、失業率が歴史的な低水準にあるドイツでも、非正規労働の拡大などで人件費の抑制に取り組んでおり、物価の上昇圧力が高まる気配は見られない。

## 2. 日本のデフレとの相違点

日本の経験を振り返ると、1990年代前半のバブル崩壊を経て、8年余りのデスインフレ期間が続いた後、1990年代後半の消費税率引き上げ、アジア通貨危機、日本の金融危機などが引き金となり、デフレが定着するに至った（資料2）。この間、地価や株価の大幅下落によるバランスシート調整、金融危機の発生と銀行の貸し渋り、財政再建や構造改革の傷み、金利のゼロ制約に阻まれた金融緩和の限界、政策の失敗（行き過ぎたバブル退治や拙速なゼロ金利解除）、継続的な円高進行と産業空洞化、人口動態の変化など、様々な物価への下押し圧力が働いてきた。

資料2. ユーロ圏と日本のコア消費者物価指数の推移



(出所)欧州統計局、総務省より第一生命経済研究所が作成。  
(注)ユーロ圏は統一基準の「除くエネルギー・食料・アルコール・たばこ」。日本は簡易版米国型コア。

では、当時の日本と現在のユーロ圏が置かれている状況では、どのような相違点があるのだろうか。貸出低迷や財政緊縮など現象面

に着目すると、日本を襲ったデフレの病巣の多くがユーロ圏でも観察される。ただ、現時点では“調整の深度”と“期間の長さ”の両面で、日本と比べてまだ軽微なものにとどまっている。例えば、住宅バブルが崩壊したアイルランドやスペインで資産価格が大幅に下落したが、ユーロ圏全体での調整の程度は高が知れている。また、財政難に見舞われた欧州の国々は、日本以上の荒療治で財政再建に取り組んできた。だが、失業者や生活困窮者の増加、社会的な緊張の高まりなど、行き過ぎた緊縮の弊害が現れてきたことで、今は現実路線に舵を切りつつある。債務危機への不安心理後退やユーロ圏の経常黒字定着により、これまで継続的なユーロ高圧力に晒されてきたが、マイナス預金金利の開始など、ECBによる追加緩和をきっかけにユーロ安基調に転じている。

そもそもデフレとはこういった状況を指すのだろうか。インフレ率が一時的にマイナスに転落したり、一部の商品価格が下落し続けたとしても、それはデフレとは呼ばない。デフレは、個別の財価格（相対価格）が下落するだけでなく、経済全体の物価（一般物価）が持続的に下落する現象を指す。日本のデフレ時には、消費者物価を構成する6割以上の費目が下落していたのに対し、現在のユーロ圏では2割強の下落にとどまっている。

こうして考えると、ユーロ圏が日本型のデフレに陥るまでには、まだ多少の猶予がありそうだ。ただ、ユーロ圏もこのまま長期の経済停滞が続き、デスインフレの期間が長引けば“デフレの罠”に陥るリスクが高まってくる。ECBのドラギ総裁も「デスインフレが長期化すること自体がデフレを招くリスクがある」とし、再三警笛を鳴らしている。

## 3. 期待インフレの下方屈折

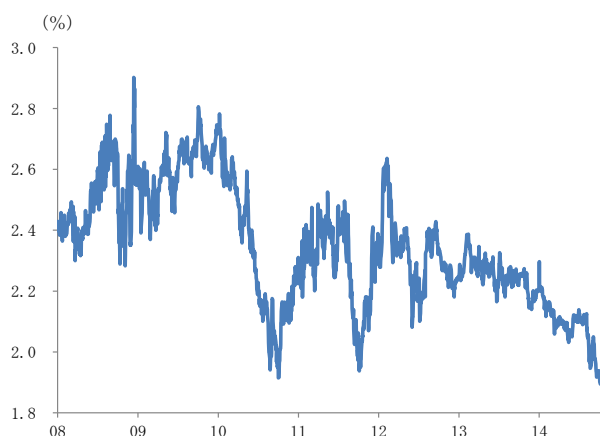
現在、ユーロ圏の経済は緩やかな回復基調にあるが、回復の動きは緩慢で、需給ギャップが早期に解消する目処は立たない。ウクライナ情勢を巡る不透明感やデフレ懸念が重石

となり、企業や家計の景況感が急速に慎重化している。先行きの景気の不透明感や物価の下落懸念が強い時には、企業は設備投資を手控え、家計は消費を先送りする傾向がある。ユーロ圏の景気は再び停滞色を強めつつある。

ただ、一部で前向きな動きも散見される。銀行を対象としたサーベイ指標によれば、融資基準を「緩和した」との回答が「厳格化した」との回答を7年振りに上回った。また、同じ調査では、企業の資金需要が「増加した」との回答が「減少した」との回答を上回った。一連の金融緩和の効果が徐々に浸透しつつある。特に6月のマイナス預金金利の開始以降、市場金利全般に低下圧力が及んでいるほか、それまでのユーロ高が反転している。金融緩和やユーロ安の効果が一段と現れ、景気や物価の下押し圧力が弱まることに期待が集まる。

他方、気掛かりな動きもある。市場参加者が考える中期的な期待インフレ率が足許で急速に低下してきている（資料3）。ECBのドラギ総裁はかつて、ユーロ圏が日本型のデフレに陥らない理由として、①金融政策や銀行の資本増強での初動態勢が早かった点、②企業・家計のバランスシート調整が限定的である点、③期待インフレ率の下方屈折が生じていない点を挙げてきた。

資料3. ユーロ圏の期待インフレ率



(出所) Bloomberg 資料より第一生命経済研究所が作成。

①については、日本を反面教師にしている訳だが、ユーロ圏のこれまでの政策対応が十分に迅速であったかは評価が分かれるところ

だろう。②については、前述の通り、バブル崩壊のマグニチュードは日本の方が大きかった。③については、期待インフレ率の安定が崩れかけている恐れがあり、決して楽観視できない状況にある。ドラギ総裁は8月22日の米ジャクソンホール会議での講演で、事前に準備されていた原稿にはなかった期待インフレ率の低下に言及し、危機感を露にした。

#### 4. 危ういユーロ安誘導

こうしたデフレの脅威に対峙するため、ECBは主要国・地域の中銀として前例のない金融緩和措置に踏み出している。6月には政策金利の下限を形成する預金ファシリティ金利をマイナス圏に引き下げ、9月にはマイナス幅をさらに拡大した。マイナス預金金利の下では、銀行にお金を預けても利息がつかないどころか、罰則金利（安心手数料）が取られてしまう。ただ、これは個人の預金に適用される金利の話ではなく、銀行が余剰資金をECBの預金に預け入れる際の適用金利がマイナスに引き下げられたことを指す。

銀行は日々の資金過不足を主に銀行間の取引市場で融通し合っているが、債務危機の発生後は一部銀行の信用リスクが高まり、銀行間取引市場が機能不全に陥っている。資金不足行の多くは、欲する資金量の全額が供給されるECBの資金供給オペに依存している。余剰資金を抱える銀行は、貸し倒れリスクの高い資金不足行に貸すよりも、安心なECBの預金ファシリティに資金を滞留させてきた。

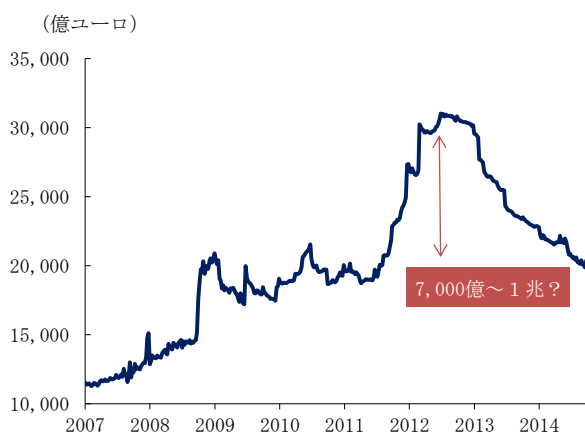
預金金利をマイナスに引き下げたことで、余剰資金を預金ファシリティに滞留させるインセンティブが低下し、銀行間取引市場で他行に資金を融通したり、銀行貸出に振り向ける効果が期待できる。だが、マイナス預金金利の開始後もECBに滞留する余剰資金の量は減っておらず、予想される政策効果は現れていない。ただ、金利を引き下げたことで、短期金利全般に低下圧力が及んできたほか、米欧金利差拡大や調達通貨としてのユーロの魅力が増したことで、ユーロ安が進んでいる。

また、9月には銀行が貸出を純増させることを条件に最長4年の長期資金を低利で融資する資金供給策（TLTRO）を開始した。間接金融が中心の欧州では銀行貸出の低迷が景気回復を阻害する大きな一因となっている。TLTROは銀行の資金繰りを支援する目的と同時に、貸出市場の活性化を狙っている。そして、こうした資金供給の増加はECBのバランスシートの拡大要因となるため、ユーロ安の進行を後押しする。2016年6月まで四半期毎に予定される全8回のTLTROを通じて、数千億ユーロ規模のバランスシートの拡大が見込まれている。

ECBはさらに、10月後半から欧州の銀行の主要な資金調達手段であるカバードボンド（担保付き社債）を、10-12月期中に銀行の融資債権を裏付けとした資産担保証券（ABS）の買い取り策を開始する。前者は銀行の資金調達を容易にし、後者は貸出市場の活性化を通じて、実体経済の浮上を目指す政策であることに加えて、バランスシートの拡大を通じてユーロ安を促す効果も期待できる。

ECBのドラギ総裁は、TLTROと資産買入れを通じて、ECBのバランスシートを2012年初頭の水準に戻す意向を表明している（資料4）。ただ、初回のTLTROの利用額は826億ユーロと市場予想を下回ったうえ、現在のABS市場の規模を考えれば、総額7,000億～1兆ユーロものバランスシートの拡大は困難との見方も浮上している。

資料4. ECBのバランスシートの推移



(出所)欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成。

## 5. 近づく本格的な量的緩和

ECBは9月に主要政策金利を0.05%、預金ファシリティ金利を▲0.20%に引き下げた際、政策金利が下限に達したことを明言した。利下げ余地がなくなった現在、TLTROと資産購入策によるバランスシートの拡大期待が揺らげば、頼みの綱のユーロ安の行方が危ぶまれる。ECBは一連の追加緩和策の開始後も、低インフレの長期化に伴うリスクに対処するため、必要に応じて非伝統的な追加措置を投入する準備があることを明言している。市場参加者の間では、政策手段が尽きたECBがいよいよ国債購入を含む本格的な量的緩和を開始するのではとの待望論が根強い。

ECBの国債購入を巡っては、財政ファイナンスを禁じた欧州連合（EU）条約への抵触の恐れが指摘される。ただ、国債引き受けにつながる発行市場での購入を禁じたり、市場の価格形成に与える影響を制限するなど、一定の条件を満たすことで、法抵触の問題は回避可能との見方が多い。とは言え、国債購入を含む本格的な量的緩和の開始となれば、財政規律を重視するドイツを中心に政治的な反発は避けられない。ECBが政治的な圧力に晒される恐れがあり、導入へのハードルは高い。

ドラギ総裁はこれまで、追加緩和への巧みな期待演出と各国中銀間の政策サイクルの相違を強調することで、ユーロ安誘導に成功してきた。このままユーロ安の効果が浸透し、景気や物価に改善の兆しが広がるのが先か、期待先行の感もある本格的な量的緩和の夢から市場参加者が醒めるのが先か、ECBはデフレ回避に向けた正念場を迎えている。

たなか おさむ（主席エコノミスト）