

デフレは一日にしてならず

発表日：2013年11月14日(木)

～「日本化」回避に向けたサドルパスを辿れるか～

第一生命経済研究所 経済調査部
主席エコノミスト 田中 理
03-5221-4527

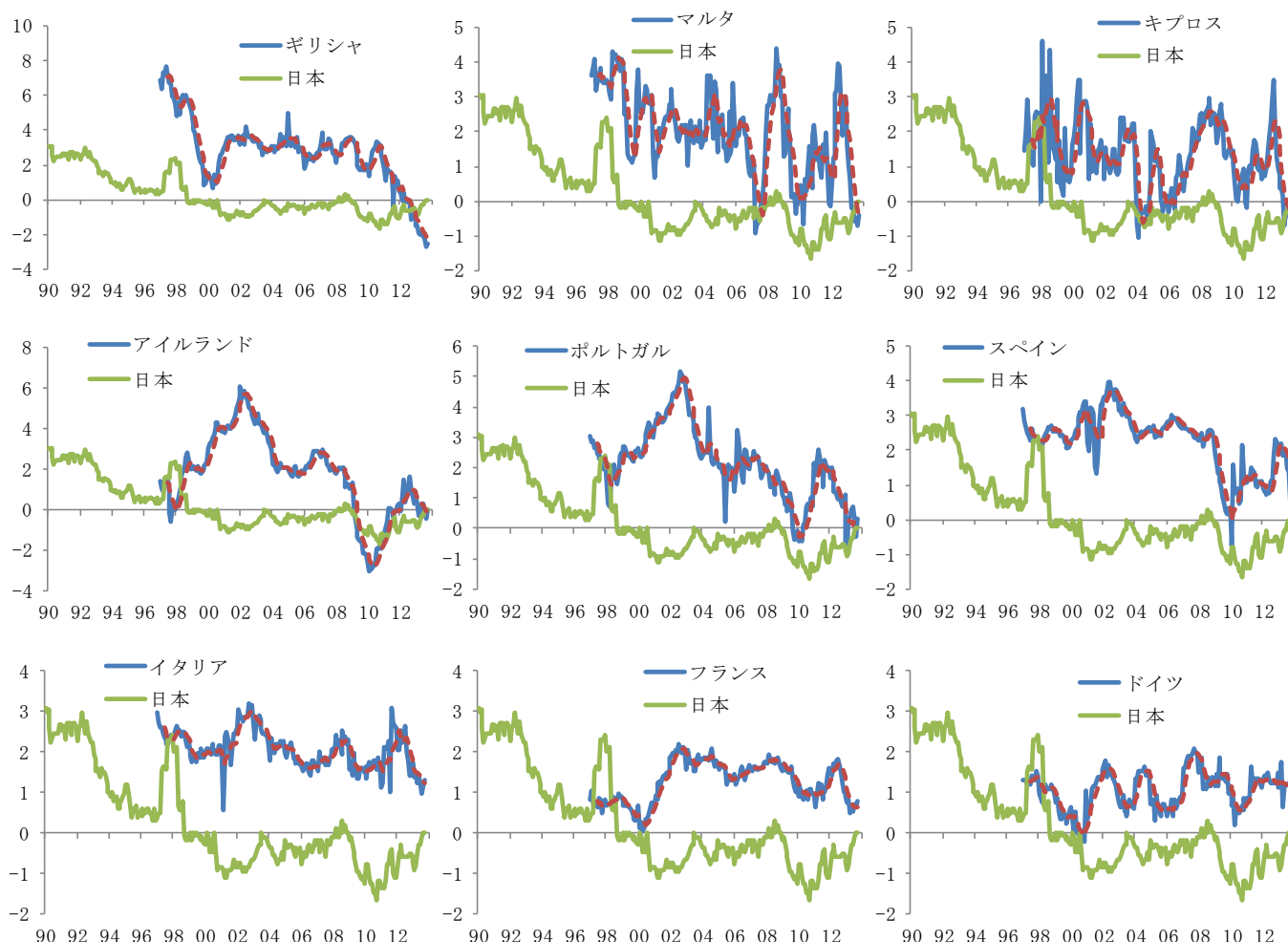
- ◇ ユーロ圏のデysinフレ基調が強まっており、デフレリスクや「日本化」を心配する声が聞かれる。日本ではバブル崩壊後に8年余りのデysinフレ期間が続いた後に、90年代後半の金融危機が引き金となり、デフレが定着するに至った。ユーロ圏もこのまま長期停滞が続き、デysinフレが長引けば、デフレの罠に陥るリスクがある。
- ◇ 日本がデフレに陥った背景には、資産価格の下落によるバランスシート調整、金融危機とクレジットクランチ、財政再建と構造改革の痛み、金利のゼロ制約下での金融緩和の限界、政策の失敗、継続的な円高と産業空洞化などが複合的に働いた。ユーロ圏が置かれている状況は、現象面では日本を襲ったデフレの要因の多くが観察されるが、調整の深度と期間の長さの両面で日本と比べて今のところ軽微なものにとどまっている。
- ◇ ただ、ユーロ圏の景気回復は脆弱で、何らかのきっかけで景気後退に逆戻りしたり、財政不安が再燃すれば、デフレに足を踏み入れる恐れは否定できない。歯車が再び逆回転を始めた時に、ユーロ圏が「日本化」を回避できるかは、デフレが現実のものとなる前にいかに対処できるかに掛かっている。利害関係者が多岐に渡る欧州では政策決定に時間が掛かる。欧州に再びショックが訪れた際に、市場圧力に抗して行き過ぎた財政緊縮を回避できるか、条約抵触を乗り越えて積極果敢な金融緩和ができるか、不安は拭い去れない。

■ 債務危機からの克服を目指すユーロ圏に新たな難題

インフレ率の縮小とECBの先制利下げを受け、ユーロ圏のデフレリスクや「日本化現象 (Japanization)」を心配する声が聞かれる。10月のユーロ圏の消費者物価の速報値は前年比+0.7%と前月(同+1.1%)から上昇率が縮小し、ECBが中期的な物価安定とする「2%をやや下回る水準」を大きく下回った。物価指数に上方バイアスがあることを考えれば、1%未満の物価上昇率が定着すれば、もはやデフレを懸念すべき領域と言える。内訳をみても、変動の大きいエネルギー価格の上昇率が縮小しただけでなく、コア物価の上昇率が縮小傾向にある。同月のコア物価の上昇率(同+0.8%)は、2010年1・2月と並んでユーロ圏発足以来の最低水準を記録した(四捨五入前では2010年2月が過去最低)。公表済みの10月の国別結果も、イタリア、スペイン、ドイツ、オランダ、ベルギー、アイルランド、ギリシャ、ポルトガルが揃って上昇率が縮小、または下落率が拡大した。ギリシャでは幅広い品目で物価が持続的に下落しており、既にデフレに陥っている可能性が高い(図表1)。こうしたなか、ECBは12月まで利下げ

を見送るとの大方の予想に反し、11月7日の理事会で利下げに踏み切った。サプライズ利下げでまずは先手を打った訳だが、緊急利下げにも等しい素早い対応はECBの危機意識の裏返しでもある。かえって「ユーロ圏のデフレリスクは思った以上に深刻ではないか」との不安が脳裏をかすめる。そこで以下では、長期停滞とデフレが続く日本と債務危機の後遺症に苦しむユーロ圏を比較し、ユーロ圏が「日本化」を回避できるかを考察する。

(図表1) ユーロ圏主要国と日本のコア消費者物価指数の推移 (前年比、%)



注：ユーロ圏諸国は統一基準の除くエネルギー・食料・アルコール・たばこ。破線はユーロ圏諸国の6ヶ月移動平均値。

日本は簡易版米国型コア（除く食料・エネルギー）。

出所：欧州統計局、総務省資料より第一生命経済研究所が作成

■ デフレスパイラルに陥った日本との類似性

デフレは一般に、個別財の価格（相対価格）ではなく、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。既述の通り、ユーロ圏の消費者物価は足許で上昇率が縮小傾向にあり、デシインフレの動きが広がっている。過去にも消費者物価が一時的にマイナスに落ち込んだ時期（2009年6月～10月の5ヶ月間）はあったが、当時は国内の需給構造とは必ずしも関係しないエネルギー価格の下落が全体の物価を押し下げており、コア物価は前年比で1%台を維持していた。今回はコア物価も1%を割り込み、需給ギャップの拡大が一般物価にも及んできた可能性がある。

日本の場合もバブル崩壊後に8年余りのデスインフレ期間が続いた後に、90年代後半の金融危機が引き金となり、デフレが定着するに至った（図表2）。この間、資産価格の大幅な下落に伴うバランスシート調整、1997年の消費税率引き上げに代表される財政再建、金融危機とクレジットクランチ、金利のゼロ制約下での金融緩和の限界、政策の失敗（行き過ぎたバブル退治と拙速なゼロ金利解除）、継続的な円高進行と産業空洞化、構造改革の痛み、「3つの過剰」解消によるデフレ圧力など、日本経済には実に様々な下押し圧力が働いてきた。

（図表2）ユーロ圏と日本のコア消費者物価指数の推移



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。

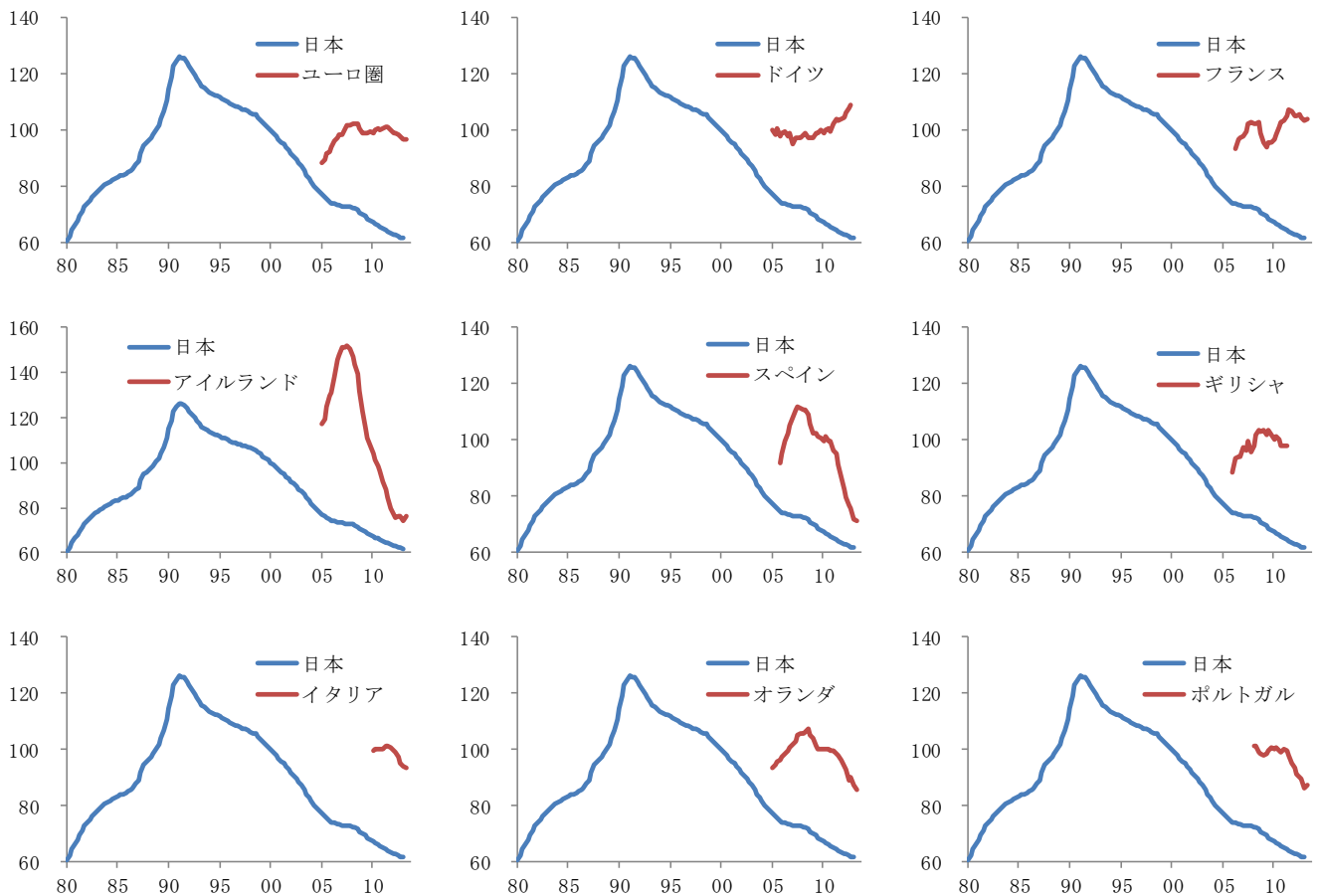
日本は簡易版米国型コア（除く食料・エネルギー）。

出所：欧州統計局、総務省資料より第一生命経済研究所が作成

では、ユーロ圏が置かれている状況はどうか。現象面では日本を襲ったデフレの要因の多くがユーロ圏でも観察されるが、少なくとも現時点では、調整の深度と期間の長さの両面で日本と比べて軽微なものにとどまっている。すなわち、不動産バブルが崩壊したアイルランドやスペインなどで資産価格が下落しているが、ユーロ圏全体で見れば調整の程度はたかが知れている（図表3）。欧州の危機国は日本以上に急ピッチの財政再建に取り組んでいるが、行き過ぎた緊縮の弊害が現れてきたことで、今は現実路線に転換しつつある。2011年末に襲った銀行危機はECBの大胆な資金供給（LTRO）で回避され、その後は金融不安が沈静化している。来年の銀行監督一元化の開始に先駆けて、資産の質評価（AQR）と健全性審査（ストレステスト）を予定しており、銀行の資本増強と信頼回復に向けて取り組んでいる。ECBがデフレリスクに対処して早めに手を打っており、追加緩和にも柔軟姿勢を示唆している。ユーロ高進行も過去の強いマルク時代を考えればドイツの輸出競争力を大きく損なう水準にはなく、スペインなど危機国では人件費の調整（内的減価）で競争力が回復している（図表4）。

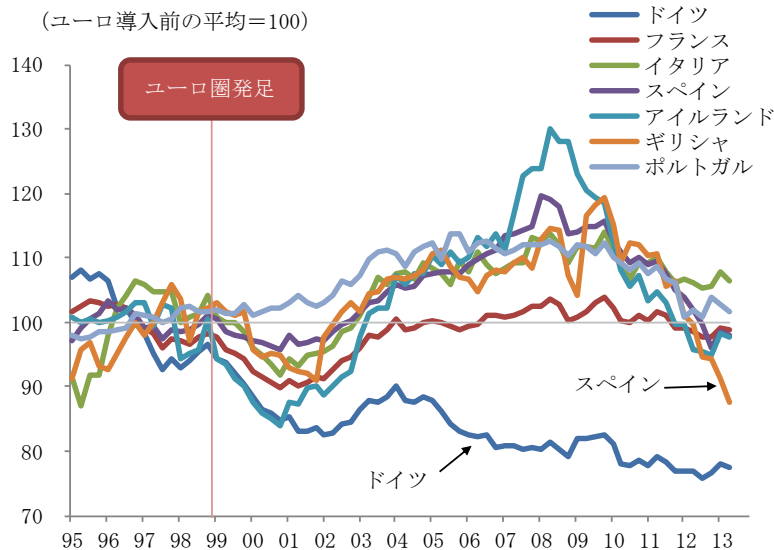
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表3) ユーロ圏主要国と日本の住宅価格指数



注：ユーロ圏諸国は2005年=100、日本は2000年3月末=100とした指数。ギリシャの最新数値は2011年6月。
 出所：欧州統計局、日本不動産研究所資料より第一生命経済研究所が作成

(図表4) ユーロ圏主要国の実効為替レート（実質）



注：各国のユーロ導入前の4年間の平均レートからの乖離率。
 主要貿易相手20ヶ国の加重平均、単位労働コストで実質化。
 出所：ECB資料より第一生命経済研究所が作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

■ 欧州の「日本化」にはまだ距離があるが、リスクは現実のもの

このように、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、ディスインフレ基調が長引けば、デフレの罠に陥るリスクは多分にある。具体的には、足許で景気は底入れしつつあるが、回復の動きは引き続き緩慢で、需給ギャップが早期に解消する目処は立たない。高失業と財政緊縮による景気の足枷は当面続きそうだ。ユーロ高進行や世界景気の変調で輸出が息切れすれば、景気は再び後退局面に逆戻りする恐れがある。景気低迷が長期化すれば、資産価格の一段の調整の可能性も高まる。市場の緊張緩和で財政緊縮の大なたを振るう必要性はひとまず薄れているが、何らかのきっかけで財政懸念が蒸し返せば、再び緊縮に舵を切る必要に迫られる。銀行の貸出圧縮が続いており、来年の包括審査をきっかけに貸出抑制姿勢が再び強まる恐れもある。ECBの政策金利は0.25%とゼロ制約に直面しており、マイナスの預金金利やコリドー縮小などさらなる利下げには副作用を警戒する声もあり、意見集約が難しい。さりとて、日米英中銀のように量的緩和の領域に踏み込むには、条約抵触という壁が立ちほだかる。

新興国景気の変調、米財政協議の混乱、金融市場のショック、地政学リスク、欧州債務危機の再燃、政策のミスなど、ようやく始動しかけている欧州危機脱却の歯車を狂わすトリガーは至るところに転がっている。歯車が再び逆回転し始めた時、ユーロ圏が「日本化」を回避できるかが改めて試されることになる。日本が経験している通り、デフレは一度陥ると抜け出すことが難しい厄介な症状だ。「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。欧州債務危機が混迷を深めた1つの理由が、利害関係者が多岐に渡り、意思決定に時間が掛かったことにあった。欧州に再びショックが訪れた際に、市場圧力に抗して行き過ぎた財政緊縮を回避できるか、条約抵触を乗り越えて積極果敢な金融緩和ができるか、不安は拭い去れない。

以上