

情勢判断

海外経済金融

日本化する？ユーロ圏の経済

～進むデスインフレと注目される ECB の政策対応～

山口 勝義

要旨

ユーロ圏では物価上昇率の低下が急速に進行しており、実体経済に及ぼす悪影響が懸念されている。ECB は 11 月に政策金利を引き下げたもののその効果は限定的と考えられ、今後、実効性のある景気刺激策を打ち出すことができるのか注目がされる。

はじめに

ユーロ圏では一部には景気底打ちの兆しも現れつつあるが、その一方で、物価上昇率の低下（デスインフレ）が急速に進行しており、これが実体経済の新たな懸念点として浮上してきている。

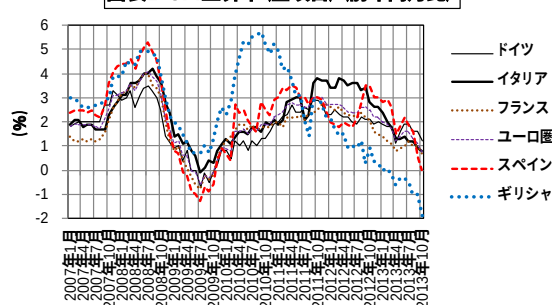
ユーロ圏の消費者物価指数（CPI）の上昇率（前年同月比）は 2011 年後半に 3.0% に達した後低下に転じたが、最近の 1 年程度の間はその低下の勢いが強まっている（図表 1）。直近の 13 年 10 月のデータは 0.7% となったが、これは「中期的に」とはしているものの、「CPI の年間上昇率を 2% を下回るがこれに近い水準に維持する」とする欧州中央銀行（ECB）の政策目標を大幅に下回っている。

ここでユーロ圏における経済規模上位 4 ヶ国であるドイツ、フランス、イタリア、スペインを取り上げれば、それぞれで物価上昇率の低下傾向が認められる。また、経済の低迷に苦しむギリシャを加

えた場合、イタリア、スペインとともに財政悪化国での低下の程度がドイツ等に比べ著しいことがわかる。一方、ユーロ圏の主要項目別の内訳では、最近では一層広い範囲でこの低下が進んでおり、またエネルギーや食品等を除くいわゆるコアについても 10 月には 0.8% まで低下している状況が示されている（図表 2）。

本稿では、こうしたユーロ圏における広範かつ急速なデスインフレの進行について、その要因を検討するとともに、今後の経済に及ぼす影響や ECB の政策対応等について考察を行うものである。

図表1 CPI上昇率（全項目）（前年同月比）



図表2 CPI上昇率の内訳（ユーロ圏）（前年同月比）

（単位％）

	ウェイト	2012年 10月	2013年 5月	6月	7月	8月	9月	10月
全項目①	100.0	2.5	1.4	1.6	1.6	1.3	1.1	0.7
うちエネルギーのみ②	11.0	8.0	▲ 0.2	1.6	1.6	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 1.7
うち食品、酒、タバコのみ③	19.4	3.1	3.2	3.2	3.5	3.2	2.6	1.9
うち工業製品のみ④	27.4	1.1	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4	0.3
うちサービスのみ⑤	42.3	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.2
①から②を除く	89.0	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.4	1.0
①から②、③を除く（コア）	69.7	1.5	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.8

（資料）図表1、2は、Eurostatのデータから農中総研作成。（注）13年10月は未確定値。

デスインフレの要因と今後の見通し

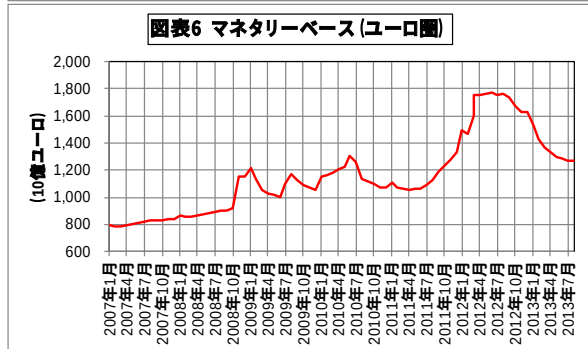
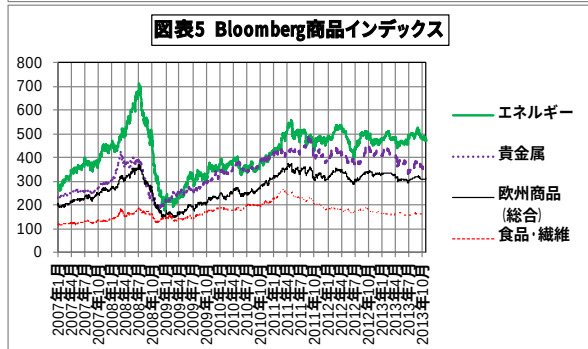
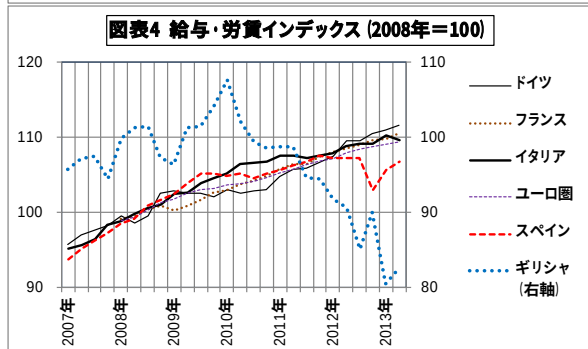
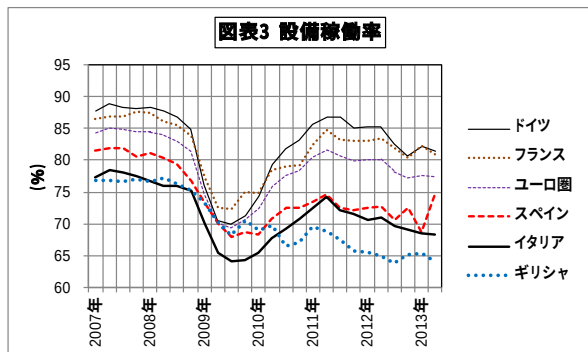
物価の上昇を要因別に見た場合、大きく①需要要因（ディマンド・プル）による上昇、②供給要因（コスト・プッシュ）による上昇、③貨幣的要因（貨幣供給量の増加）による上昇に分類できる。

まず①の観点からは、ユーロ圏の主要国では総じて高い失業率の下で個人消費に力強さが乏しいほか、途上国の経済成長も減速傾向にあるなか、工業生産額の伸びは停滞している^{（注1）}。設備稼働率は11年の第1四半期をピークとしてその後低下に転じ、財政悪化国で特に低い水準に留まっている（図表3）。これらに現れているように、需要面の弱さがデスインフレのひとつの要因となっている。

また、②に関しては、労働市場を含む構造改革の進展に伴い、特に財政悪化国において給与等の低下ないし頭打ち傾向が生じているほか（図表4）^{（注2）}、商品価格も最近では落ち着いた動きを示している（図表5）。このように、生産にかかる諸コストの低下や安定傾向も、デスインフレの背景となっている。

一方③については、ECBは11年12月と12年2月の2回にわたり上限を定めない期間約3年の長期リファイナンスオペ（LTRO）を実施し潤沢な資金を供給したが、その後その償還が始まるとともにECBのバランスシートは縮小に向かっている。こうしたなか、マネタリーベースは減少に転じるなど（図表6）、貨幣的要因からも物価上昇につながる兆候は認め難い。

以上のとおり、足元のデスインフレの進行には複数の要因が働いているとみられるが、特にコアの物価上昇率の低下に反映している需要の弱さについては、景気回復の足取りの鈍さからすれば今後



（資料）図表3、4はEurostatのデータから、図表5はBloombergのデータから、図表6はECBのデータから、それぞれ農中総研作成。

も大きな改善は期待し難い。このため、ユーロ圏では少なくとも当面のところ低インフレの状態が継続する可能性は高いものと考えられ、それが実体経済に及ぼす影響に注意が必要となっている。

デシインフレの影響と ECB の対応

デシインフレの進行が及ぼす影響としては、次の点が考えられる。

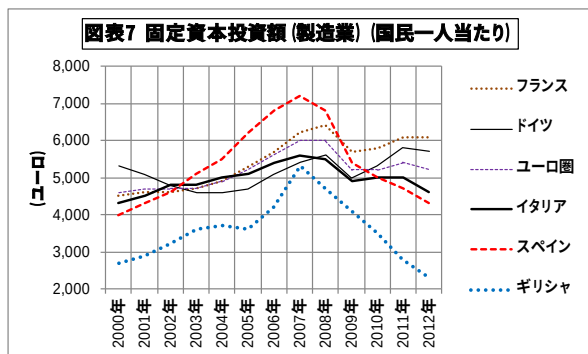
まず、デシインフレは硬直的な名目賃金の下で実質賃金を上昇させることで、失業率の高止まりや給与の削減等をもたらす消費低迷を一時的にはある程度相殺するという、プラスの効果を持つことが考えられる。

しかし一方で、デシインフレには大きなリスクが存在している。まず、実質金利の上昇により投資が抑制される可能性である。固定資本投資額の推移を見れば、ユーロ圏ではその低下傾向が続いているが（図表 7）、デシインフレの進行はこうした傾向を助長することが考えられる。

また、インフレによる実質的な負債削減効果が弱まる結果、借入主体の負担が相対的に高まることに伴う負の影響も大きい。特にユーロ圏では、国家財政の改革ばかりではなく、過大な負債を抱える企業や家計のバランスシートの改善も課題となっているため^{（注1）}、財務改善の全体的な負担増加に伴う内需の抑制継続は実体経済に対して大きな負荷となる。

こうした結果、ユーロ圏の経済は景気低迷とデシインフレ進行の間の悪循環に陥る可能性が高まるが、その以前に両者の連鎖を断ち切ることが極めて重要となる。こうしたなか、ECB は 11 月 7 日の理事会で、政策金利を過去最低の 0.25% に引き下げる決定を行った。

ドラギ ECB 総裁は同理事会後の記者会見で、今回の利下げは 7 月に示した「政策金利は当面、現行水準またはそれを下回る水準にとどまる」とするフォワードガイダンスに沿うものであり、今後中期



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成。

的にインフレ圧力が低下した状態が続く可能性を踏まえた対応であることを説明した。また、同総裁はユーロ圏が日本が経験したようなデフレに陥る可能性は否定したものの、ユーロ圏が置かれた不均一でいまだ脆弱な経済情勢等を考慮すれば、現時点で適切な低インフレ対策を行うことが重要であることを強調した。加えて、ECB の政策は今回の対応で尽きたのではなく、一段の利下げを含め、必要に応じ活用可能なあらゆる追加手段を検討する用意があるとした^{（注3）}。

しかしながら、0.25% にまで低下した ECB の政策金利には、現実的には引下げ余地はほとんど残されていない。また、そもそも加盟国間での貸出金利の格差拡大等^{（注4）}に示されるようにユーロ圏では金融政策の伝達経路が十全には機能しておらず、一方、企業や家計に財務改善が求められる環境下では需資自体にも限りがある^{（注5）}。このため、ECB が金融緩和に動いたという象徴的な意味合いを除けば、利下げが実体経済に及ぼす効果はかなり限定されたものとなると考えられる。さらに、各国間で経済情勢は多様であり、既にドイツでは不動産価格が上昇しつつあるなど^{（注5）}、ここからの金融緩和は資産バブルの発生をもたらすだけに終わる可能性も懸念される。

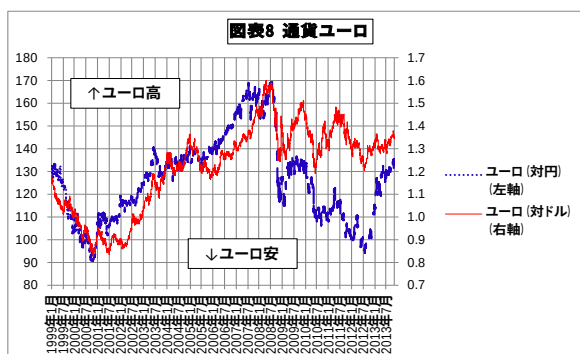
おわりに

一方、ドラギ総裁は同じ記者会見で、為替相場は ECB の政策目標ではないことを改めて念押ししたが、ユーロ圏の経済には 12 年夏以降進んだユーロ高(図表 8)が重荷となっていることは否定できず、今回の ECB の利下げにはその修正を通じた輸出促進等にむしろ大きな狙いがあったとも考えられる。

しかしながら、利下げにより一時的なユーロ安効果はあるとしても、ユーロ圏の経常収支が改善を示すほか ECB のバランスシートが縮小に向かうなかでは、少なくとも米国の財政協議や量的緩和縮小にかかる不透明感が軽減されない限りは、ユーロ高傾向からの根本的な修正は期待し難いのではないだろうか。

以上のとおり、ECB の利下げによる直接的な、またはユーロ安を通じた間接的な景気刺激効果はともに限定的と考えられる。また一方で、以前から ECB による政策の選択肢のひとつとされる預金ファシリティ金利をマイナスとする政策^(注 6)についても、需資低迷等を考慮に入れば銀行による自国国債買いを助長するだけの結果となり、その景気刺激の実効性は限られたものとなる可能性が高い。

ECB は、欧州連合 (EU) の条約により財政ファイナンスが禁じられていることで、米国型の量的緩和政策は採用し難いなど、その政策には大きな制約がある。このため、ECB が有効な対応策を打ち出せない間に、ユーロ圏では景気低迷とデフレーション進行の間の悪循環に通貨高が加わり、さらに高い失業率を伴うことで日本以上に問題を深刻化させる恐れがある。また、こうした情勢は、企業の収益力の弱さからドイツよりもフランスや



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成。

イタリア等の経済に一層大きな負担となることが考えられ、これにより経済情勢の二極分化が拡大し、ECB の政策をより困難化させる可能性もある。

ECB にとり、デフレーション進行への対応は過去に経験のない新たな課題である。財政政策が縛られ、かつ金融政策にも制約があるユーロ圏で、デフレと景気低迷の長期化という経済の日本化を防止するために、ECB が次の一手として実効性のある政策を打ち出すことができるのか、再度のドラギマジックは可能なのか、その手腕が注目されるところである。

(2013 年 11 月 21 日現在)

(注 1) 山口勝義「ユーロ圏の経済は回復に転じるのか? ～脆弱な金融機能と多額の債務が制約に～」(『金融市場』13 年 11 月号)を参照されたい。

(注 2) 財政危機への対応の過程で、通貨安を通じた調整が期待できないユーロ圏の経常収支赤字国は、労働コスト等の引下げ (いわゆる internal devaluation) を通じた競争力の強化に努めてきている。

(注 3) ECB (7 November 2013) “Introductory statement to the press conference (with Q&A)”による。

(注 4) 山口勝義「ユーロ圏の焦点はソブリンリスクからバンクリスクへ～景気低迷要因であるとともに市場波乱要因にも～」(『金融市場』13 年 9 月号)を参照されたい。

(注 5) 例えば、次による。

・Financial Times (22 October 2013) “Fears rise of German property price boom; Bundesbank warns of 20% overvaluation”

(注 6) 預金ファシリティ金利は民間銀行による中央銀行への預金に付利される金利で、ECB は 12 年 7 月にゼロ%に引き下げている。