

欧州のデフレ懸念と金融政策の限界



第一生命経済研究所 主席エコノミスト

田中 理

1. 忍び寄るデフレの足音

終わりのない夜はない。債務危機の激震に揺れた欧州経済にも薄明かりが指してきた。財政緊縮の罫に陥ったユーロ圏の景気も約2年振りに後退局面から脱した。債務不安の後退でユーロ圏への資金回帰の動きが広がっており、ユーロ圏各国の国債利回りは、危機発生以前や発生直後の水準に低下している。欧州連合（EU）と国際通貨基金（IMF）の金

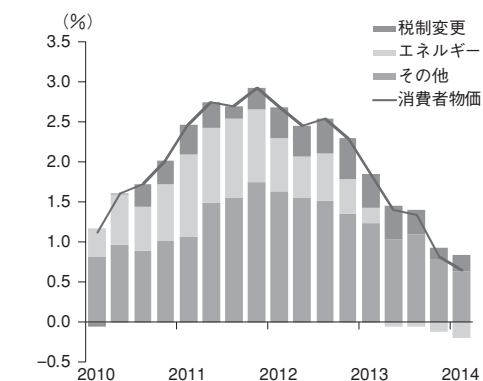
融支援下に入った国のうち、スペインとアイルランドが既に支援プログラムからの卒業を果たした。債務不履行（デフォルト）の危機に見舞われたギリシャや、第2のギリシャと目されていたポルトガルも揃って国債発行を再開し、脱支援に向けて部分的な市場復帰に成功している。少し前までユーロの崩壊や分裂の危機が叫ばれていたのが嘘のようだ。

だが、債務危機への不安が薄れてきたのも束の間、欧州には新たな危機の影が忍び寄っている。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、前年比で1%未満の低空飛行が続いている。今年の3月には、復活祭（イースター）休暇の時期がずれるなどの特殊要因も働き、前年比+0.5%までインフレ率が縮小した。4月はやや持ち直したが、物価の足取りは弱々しい。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

〈目 次〉

1. 忍び寄るデフレの足音
2. 欧州の日本化を懸念する声
3. 試練は次の景気下降局面か
4. 金融政策の限界に挑む
5. ドラギのバズーカ砲再び？
6. 待望論の多い量的緩和
7. 本格量的緩和の高いハードル

(図表1) ユーロ圏の消費者物価の要因分解



(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

水準」に定め、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かれこれ半年以上も続いていることになり、欧州にもデフレの足音が近づいているのではないかと不安が脳裏をかすめる。

このところの物価上昇率が鈍化している背景を整理すると、①財政再建の一環で、債務不安を抱える多くの国が付加価値税（VAT）や間接税を引き上げてきたが、財政悪化に歯止めが掛かってきたことで、その影響が足許で一巡してきたこと、②ユーロ高の進行と商品市況の沈静化を受け、これまで物価を押し上げてきたエネルギー価格が押し下げ要因に転じていること、③需要不足（景気低迷）や賃金調整を反映して物価の上昇圧力が緩和していること―が複合的に作用している（図表1）。

景気回復の足取りは鈍く、厳しい競争に晒されるなか、企業の価格転嫁は困難な状況が続いている。ドイツを除く欧州各国では失業率が高止まりし、賃金上昇圧力が強まる気配

はない。それどころか、スペインやアイルランドなど一部の国では、賃金水準の切り下げを通じて輸出競争力を高める「内的減価（internal devaluation）」のプロセスが進んでいる。シュレイダー政権時代に労働市場改革に着手したドイツでは、失業率が歴史的な低水準にあるが、目立った賃金上昇圧力は見られない。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、ドイツでも賃上げ抑制や非正規雇用の拡大で人件費の抑制に動いている。

ECBは今年の3月を底に物価が緩やかな持ち直しに転じると予想するが、需給の緩みやユーロ高による輸入物価の低下圧力が働いており、想定通りに物価が持ち直すかは予断を許さない。

2. 欧州の日本化を懸念する声

こうしたインフレ率の縮小を受け、ユーロ

圏のデフレリスクや「日本化現象 (Japanization)」を心配する声も聞かれる。過去にもユーロ圏の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) があったが、当時は国内の需給要因とは必ずしも関係のないエネルギー価格の下落が全体の物価を押し下げ、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%未満での推移が続いており、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。

ユーロ圏の家計関連の景況感調査によれば、「家計の信頼感」や「金融環境」などの判断項目が全般に上向くなかであって、「購買意欲」は引き続き慎重なままだ。特にギリシャやイタリアでは、価格の先安感から消費を手控えるデフレ的な現象が起きている。

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、1990年代後半の金融危機が引き金となって、デフレが定着するに至った。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での取り組み、金融危機の発生と信用収縮 (クレジットクライシス)、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の進展、構造改革の痛み、「3つの過剰」解消によるデフレ圧力など、日本経済には様々な下押し圧力が働いてきた。

では、ユーロ圏の置かれている状況は当時

の日本と似通っていると言えるのだろうか。確かに日本を襲ったデフレ的な現象の多くがユーロ圏でも観察される。だが、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で資産価格が大幅に下落しているが、ユーロ圏全体で見れば調整の度合いはそれほど大きくない。欧州の危機国は当時の日本以上に急ピッチな財政再建に取り組んできたが、行き過ぎた緊縮の弊害 (失業者の増加や社会的な緊張の高まりなど) が現れてきたことで、今は現実路線に転換している。2011年末に襲った銀行危機はLTRO (長期リファイナンスオペ) と呼ばれるECBの大規模な資金供給によって回避され、その後は金融不安が沈静化している。今年の11月から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) が行われており、銀行部門の信頼回復に向けて取り組んでいる。

デフレは個別の財価格 (相対価格) が下落するだけではなく、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。日本のデフレ時には消費者物価を構成する費目の6割以上が下落していたのに対して、ユーロ圏では現在、2割強の費目の下落にとどまっている (但し、ギリシャでは8割近くが下落しており、デフレと呼べる状態に陥っている可能性が高い)。また、デフレ時の日本では消費者物価に先行してGDPデフレーターがマイ

ナス圏に落ち込んでいたが、ユーロ圏のGDPデフレーターは今のところ底堅く推移している。

ECBのドラギ総裁は、ユーロ圏が日本型のデフレに陥らない理由として、①金融政策の対応や銀行の資本増強での初動態勢の速い点、②企業・家計のバランスシート調整の規模が限定的である点、③期待インフレ率の下方屈折が生じていない点を挙げる。

■ 3. 試練は次の景気下降局面か

このように、ユーロ圏が日本型のデフレ不況に陥るには、まだ距離がありそうだ。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、デフレの罠に陥るリスクが高まってくる。ドラギ総裁も、「デイスインフレが長期化すること自体がデフレを引き起こす恐れがある」と警笛を鳴らす。

足許で景気は底入れしているが、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、ユーロ高基調による物価の押し下げも当面続きそうだ。さらなる通貨高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も出てくる。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薄れているが、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いることも、景気の本格回復を阻害

する要因となっている。世界経済を見渡すと、ウクライナ情勢の不安定化や新興国景気の動揺など、様々な不安要素を抱えている。

今は景気が脆弱ながらも回復局面にあり、ユーロ圏のデフレ入りは瀬戸際で回避できる可能性もある。だが、次の景気の下局面がやってくるまでの間に、相次ぐ危機で膨張した財政支出と金融緩和の正常化がどれだけ進んでいるかは不安が残る。歯車が逆回転し始めた時に、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ろう。日本が経験してきた通り、デフレは一度陥ると抜け出すことが難しい。日本化回避の鍵は、デフレに陥る前にいかに食い止めるかだ。欧州債務危機の解決が困難を極めた1つの理由が、利害関係者が多岐にわたり、意思決定に時間が掛かったことにあった。欧州に再びデフレの危機が訪れた際に、機動的な政策対応が採られるのか、不安は拭えない。

■ 4. 金融政策の限界に挑む

勿論、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。具体的には、「中期的な物価安定が阻害されるリスクが高まった場合と、短期金融市場で正当化できない金利上昇が生じた場合に、追加緩和を検討する」としている。そして最近では、

ECB高官からユーロ高定着による物価の下振れリスクを警戒する発言が相次いでいる。では、どのような緩和メニューが考えられるのだろうか。

ECBの主要政策金利は既に0.25%と史上最低水準にあり、通常の形で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現在ゼロにある下限の政策金利（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。

前者の小刻みな利下げは、政策の効き目が弱まることは日本の経験からも明らかで、数回の時間稼ぎに使うのが関の山だろう。かえって市場参加者の間に政策の手詰まり感を印象づけることにもなりかねない。

「技術的な準備が整っている」とECBが語るマイナスの預金金利は、政策効果が不透明なうえ、ECB内に副作用を警戒する声が根強い。ECBは2012年7月に預金ファシリティ金利をゼロに引き下げたが、その際に金利が付かなくなった預金ファシリティから、もともと金利の付かない当座預金に資金が一斉にシフトした。預金金利をマイナス圏に引き下げた場合も、当座預金への資金シフトが加速し、実体経済に行き渡るかは疑わしい。結局、マイナス金利の政策効果は、異例の政策措置を打ち出す決意表明を通じて、ユーロ高を抑制するアナウンスメント効果が中心とならざるを得ない。

しかも、「ルビコン川を超えて” マイナス

の領域に入った後も、際限なく利下げを続けることが出来る訳ではない。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（罰則金利）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乗せするといった副作用も予想される。

■ 5. ドラギのバズーカ砲再び？

銀行の資金繰り支援を目的とした追加緩和策としては、LTROの部分再開が検討対象となる。現在、2011年末と2012年春の2回のLTROで供給された資金の繰上げ返済が行われており、新たな長期資金の供給を開始することには疑問の声もある。だが、資金支援を必要とする銀行と、前倒して資金を返済する銀行は必ずしも一致しない。LTROを利用するのも、前倒して返済するのも、金融機関の自主的な判断によるものだ。LTRO再開で新たにどの程度の資金が供給されるかは銀行次第で、ECBの裁量が及ぶ余地はない。市場環境が落ち着いた現在、過去2回のような大規模なものになる可能性は低い。緩和マネーが不動産市況に流入することやインフレの亡霊に怯えるドイツの政策当局も、LTRO再開であれば許容しやすい。

過去2回のLTROは2015年初頭（1月29日と2月26日）に満期を迎える。LTROの適用

利率は借入期間中の主要政策金利の加重平均と定められており（利払いは元本返済時に一括で支払う）、LTROの利用行は期間3年の借入を0.6%未満（0.25%の政策金利が続き、満期まで保有した場合）で行うことが出来た。前倒し返済の出来ない金融機関が新たに3年物資金を調達する際の金利が0.6%を上回することは確実で、2015年初頭にかけて金融機関には巨額の借り換え負担が押し掛かる。

しかも、今年の秋に予定される銀行の包括査定で資本不足と認定された銀行は数ヶ月以内に資本増強を求められる。そのタイミングはLTROの満期償還と重なり、銀行の返済能力を巡る不透明感が市場の動揺を誘う恐れがある。こうした“LTROの崖”による混乱を回避するため、ECBは遅くとも2015年初頭までにLTROを再開することが考えられる。

但し、ECBは過去2回のLTRO資金の多くが、利ザヤを獲得できる高利回り国債の購入に回り、実体経済に行き渡らなかった点を問題視している。LTROを部分再開する際には、日銀や英イングランド銀行(BOE)に倣って、貸出を増やした金融機関に資金供給を行うなど、制度設計上の工夫を施す可能性がある。

■ 6. 待望論の多い量的緩和

LTROの繰上げ返済開始でECBが市中に供給する流動性が少なくなっており、このことが短期金融市場を不安定化させる恐れがある。過去の経験則では、ECBの過剰流動

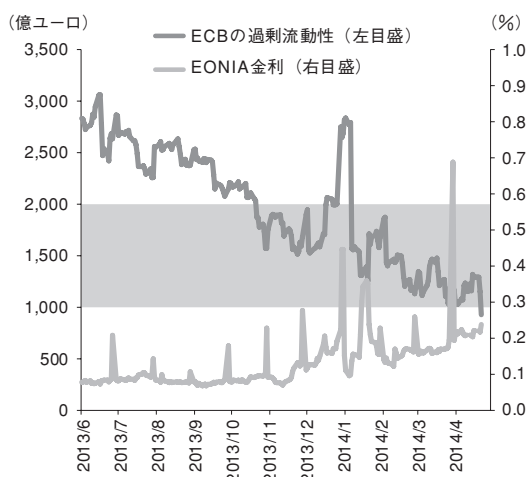
性（流動性を表す一指標）が2,000億ユーロ程度を割り込むと、EONIA（ユーロ圏の無担保翌日物金利）に上昇圧力が及んできた。2011年と12年に総額1兆ユーロ（GDP比で約100%）の資金供給を行ったLTROは、一定期間経過後に繰上げ返済が認められ、足元の残高は5,000億ユーロ程度に縮小している。過剰流動性は足許で1,000億ユーロ前後とECBが警戒する水準にある（図表2）。

短期金融市場の緊張が再燃した場合には、ECBが過去に購入した財政不安国の国債の不胎化（資金供給量を一定に保つ措置）を中止し、過剰流動性の水準を引き上げることが検討されている。ギリシャ危機時に開始した証券市場プログラム（SMP）と呼ばれるECBの国債購入策は、金融政策の伝達メカニズムを阻害する国債市場の緊張を緩和することを目的とし、量的緩和策ではないと説明されてきた。そのため、購入した国債と同額の資金を市中から吸収し、資金供給量を一定に保ってきた。

ECBは原則として購入した国債を満期まで保有する。毎週、保有する国債残高と同額の7日物資金吸収オペを繰り返すことで、資金供給量を一定に保っている。このオペを停止すれば、保有国債と同額の資金が市中に流出することになる。現在、SMPの残高は1,700億ユーロ程度で、不胎化中止により過剰流動性の水準を一気に引き上げ、短期金融市場の不安定な動きを抑制することにつながる。

この政策は一度限りのものだが、事後的な

(図表 2) ECBの過剰流動性とEONIA金利



(注) 網掛けはECBが警戒する1,000～2,000億ユーロの過剰流動性。

(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

が量的緩和であることも注目される。市場参加者の間にはECBの量的緩和への待望論が多い。いよいよECBが量的緩和の領域に踏み入れたとのアナウンスメント効果も期待できる。

■ 7. 本格的緩和の高いハードル

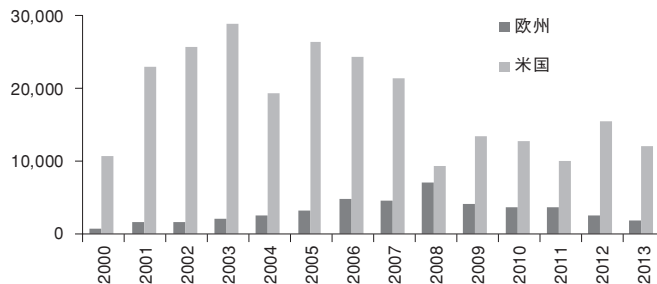
マイナス金利や大規模な資金供給オペ等によってもデフレ懸念が払拭できない場合、いよいよ本格的な量的緩和が必要となる。問題はどの資産を購入するかだ。ユーロ圏が現在直面する問題は、銀行貸出が低迷していることである。そのためECBが購入対象として有力視しているのは、銀行の融資債権を担保としたABS（資産担保証券）のようだ。だが、欧州の証券化市場の規模は小さく、流動性も低い（図表 3）。ECBが念頭に置く中小企業

向け融資を担保としたABSの残高は1,300億ユーロにとどまり、その一定額はすでに担保として差し出されている。そのため、本格的な量的緩和を行うには、他の資産も合わせて購入する必要がある。

ECBが過去に実施したカバード債（欧州の銀行の主要な資金調達源）の買い入れプログラム（CBPP）は、2009年に開始した初回の購入額が600億ユーロと、ユーロ圏のGDP比の僅か0.6%にとどまった。2011年に開始した二回目に至っては、400億ユーロの資金枠を使い切らずに終了した（終了時点の買い入れ総額は164億ユーロ）。また、リスク性資産である社債や株式を中央銀行が保有することには限界がある。外債買入れは為替介入に近く、国際的な理解が得られない。結局のところ、本格的な量的緩和を行うとすれば、市場規模が大きく流動性も高い国債以外にない。

(図表 3) 欧州の証券化市場

【証券化商品の年間発行額 (億ユーロ)】



【商品別残高 (2013年7-9月期、億ユーロ)】

資産担保証券 (ABS)	1,971
債務担保証券 (CDO)	1,462
商業用不動産担保証券 (CMBS)	1,020
住宅用不動産担保証券 (RMBS)	9,084
中小企業向け融資の資産担保証券 (SME)	1,308
事業証券化 (WBS)	602
合計	15,447

(出所) 欧州金融市場機構資料より第一生命経済研究所が作成

国債買入れ時の障害となるのは、財政ファイナンスを禁止するEU機能条約 (TFEU) 第123条に抵触するかどうかだ。同じくEU法の効力が及ぶBOEは流通市場で大規模な国債購入を行っている。発行市場での国債購入は財政ファイナンスに相当し、認められないが、流通市場での国債購入であれば法抵触の恐れはない。

但し、高利回りの国債に限定した購入は財政ファイナンスとの境界が曖昧となる。法抵触を回避するためには、ユーロ圏18カ国の全ての国債を購入する必要がある。その場合、どの国の国債をどの割合でECBが購入するかが問題となる。ECBの資本金の構成比ではドイツ、フランスの順、国債の発行残高ではイタリア、ドイツの順で購入することとなり、

いずれにしろ必ずしも景気刺激を必要としないドイツが主たる買い入れ対象となる。

伝統的にインフレへの警戒心が強いドイツでは現在、労働需給が逼迫気味で、不動産価格に上昇の兆しも見られることから、国債購入に反対意見が出ることは避けられない。債務危機の沈静化で大きな役割を果たしたECBの新たな国債購入策 (OMT) について、ドイツの憲法裁判所は条約抵触の恐れがあるとして、欧州司法裁判所に法的判断を付託している。このように、ECBが本格的な国債購入を開始するには政治的なハードルが高く、政策対応が後手に回りやすい。デフレの脅威が差し迫ってきた際に、政策当局が果敢に対処できるかに一抹の不安を覚える。

