

**【明治大学国際総合研究所「第7回 EU 研究会」】**

- 日 時：2014年3月5日（水）
- 会 場：明治大学駿河台校舎
- 基 調 報 告：田 中 理先生（第一生命経済研究所）
- テ ー マ：「欧州のデフレ懸念と金融政策の限界」

**I 基調報告：「欧州経済：ここは我慢のしどころ ～デフレとの闘いの勝算は？～」**（田中 理）**▶ 忍び寄るデフレの影**

景気後退局面にあったユーロ圏は底入れし、2013年4-6月期から3四半期連続でプラス成長となり、今季は設備投資も増加するなど回復の裾野も広がっている。しかし、物価に関しては危機国ばかりか中核国でも非常に弱い動きが続き、ユーロ圏全体のCPIは昨年10月以来5カ月連続で1%を割り込み、ヘッドラインで前年比+0.8%と、ECBの中期的物価安定の定義2%を下回っている。算出上CPIは情報バイアスが含まれるため、1%割れの物価水準は何らかのショックでデフレに落ち込む危険水域にあると考えられる。その意味でもユーロ圏はデフレ入りの瀬戸際にある。

物価上昇率鈍化の背景には、①付加価値税（VAT）や間接税の増税を中心とする財政再建が一服したこと、②ユーロ高およびエネルギー価格の沈静化、③賃金低下や景気悪化等を要因とする需要不足がある。ECBは今が物価の底とみているが、足元ではECBの見通し対比で下振れが続いている。今後は景気の底入れによる物価への影響との綱引きとなるだろう。国別には、ドイツでエネルギー価格、フランスはそれに需要不足を加えた影響が出始め、イタリアやスペインではエネルギー価格、付加価値税、需要不足の3つの要因すべてが影響する複合デフレーションとなっている。また、これまでVATが物価を押し上げていたスペインやギリシャでは、特にデフレーションに陥りやすくなっている。

ユーロ圏では賃金上昇率がコア物価に連動する傾向が見られ、ドイツを除く各国では高失業率から賃金上昇圧力が弱まっている。シュレイダー政権時代で労働市場改革に着手したドイツでは、失業率が歴史的低水準にあり、賃上げ圧力が高まれば物価の押し上げに働くものの、その圧力は今のところ起きていない。これには非正規労働者の増加の影響が考えられる。ドイツの新政権が所得格差の縮小を目指し最低賃金の引き上げを決めたのも、こうした問題意識がある。なお、家計関連の景況感調査によると、家計信頼感や金融環境等が全般に改善するなか、購買意欲は慎重なまま上向かず、特にギリシャやイタリアなどで価格の先安感を背景に消費を手控えるデフレ的な現象が起きている。

**▶ 日本のデフレとの相違：ユーロ圏の「日本化」回避は可能か？**

デフレ時に6割以上の物価費目が下落した日本に対し、ユーロ圏では2割強の下落にとどまっている（ただし、ギリシャでは8割近くの項目が下落している）。また、デフレ時の日本ではCPIに先

行し GDP デフレーターがマイナス圏に突入したのに対し、ユーロ圏では底堅く、その点からも日本型のデフレに陥るまでにはまだ距離がある。また、ユーロ圏では足元の物価は下振れ気味だが、ECB は 14 年に+1.1%、15 年に+1.3%（2013 年 12 月時点）と回復を予測しているほか、5 年後の期待インフレ率は物価安定の目安である 2% をやや下回るあたりでアンカーされている。

定性的な比較によると、デフレ時の日本とユーロ圏は似ている。ユーロ圏では金融危機は回避したが、貸出が低迷しクレジットクランチに近い状況が生じるとともに、財政再建・構造改革がデフレ圧力につながった。政策対応で行き過ぎたバブル退治を行った日本に対し、ユーロ圏では緊縮一本やりとなった初動体制の過ちがあった。また、日本が継続的な円高に見舞われたのと同じようにユーロ高が進行しているほか、日本もユーロ圏も金利の非負制約に阻まれ、金融政策対応の余地が限られる点も共通している。日本との違いに関し ECB のドラギ総裁は、①金融政策対応や銀行の資本増強での初動体制の速さ、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発生していない点を挙げる。日本の場合はバブル崩壊からディスインフレが 7~8 年続き、それに消費税増税やアジア通貨危機等の外的なショックが加わりデフレマインドが定着した。ユーロ圏では景気がどうにか底入れしたものの脆弱な面もうかがえるため、何かのショックによりデフレ入りする恐れは否定できない。

期待インフレ率はアンカーされているが、これをもってデフレ入りを免れると断ずるのはやや心許ない。日本とユーロ圏の期待インフレ率はほぼ物価の一致指数であり、先行指数ではない。日本ではデフレマインド定着後に期待インフレ率が下方屈折した。「ディスインフレの長期化が脅威」とドラギ総裁が言うとおりの、足元の物価水準ではバッファがほとんどなく、何らかのショックでデフレに陥ると、そこから抜け出すのが困難なことは日本の経験が物語っている。景気が少し温まってきたことから今回はデフレに陥ることは回避できそうだが、次に景気が下降局面に入ったり、債務危機が蒸し返したりした場合に正念場となるだろう。金融政策での対応余地が少ない日本同様、ECB でも政策金利のさらなる引き下げ余地は限られる。

### ▶ 追加緩和の選択肢：マイナス金利

ユーロ圏各国は財政再建や構造改革が至上命題で、自ずと短期的な対応は ECB 頼みとなる。2013 年 11 月に ECB はディスインフレリスク防止のため利下げを行ったが、2 月の ECB 理事会では追加緩和を見送り、必要に応じて追加の政策対応を検討するとしている。ECB の政策金利は、①限界貸出ファシリティ（上限金利：0.75%）、②リファイナンス（主要政策金利：0.25%）、③預金ファシリティ（下限金利：0%）から成る。

追加緩和の選択肢には、かつて日銀が行ったような 0.25bps 未満の利下げがあるが、小刻みにすればするほど限界的な効果は小さくなる。このほか下限金利をマイナスに引き下げること（マイナスの預金金利）や、ギリシャ危機時に ECB が購入した国債の不胎化中止による事実上の量的緩和開始、2015 年 7 月を期限とする無制限・固定金利オペの再延長、3 年物資供給オペ（LTRO）の部分的な再開などが考えられる。これらで効果が見られない場合、本格的な量的緩和に足を踏み入れることになる。

技術的な準備は整っていると ECB が語るマイナス金利だが、副作用のほか心理的抵抗感も大きい。デンマークやスウェーデンでマイナス金利の経験はあるが、貸出促進効果には疑問が残る。ECB では

預金ファシリティの適用金利を2012年7月にゼロに引き下げたが、その瞬間に預金ファシリティから当座預金に資金がシフトした。仮に預金金利をマイナスに引き下げても、預金ファシリティの資金がさらに当座預金に積み増されるだけだろう。そのため、マイナス金利の政策効果は、異例の政策措置を採ることによるアナウンスメント効果が中心となるのではないだろうか。

#### ▶ LTRO : ECB の隠れテーパリングと過剰流動性の縮小

2011年と12年に総額1兆ユーロ（GDP比約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、残高は足元で約6,500億ユーロとなっている。LTROの実施で拡大したECBのバランスシートも資金返済に伴い縮小しており、これがユーロ高の一要因となっている。LTROは2015年初めに満期償還を迎えるが、返済に苦慮する銀行がある場合、何らかの借り換え支援策を発表すれば、銀行の資金繰りを支援するとともにユーロ高抑制の効果も期待できる。発表のタイミングとしては、ECBが単一の銀行監督を引き受けるに当たって実施する銀行の包括査定の結果が判明する今年の秋の可能性が高い。ただし、ECBは過去2回のLTROが、低金利で調達した資金を元手に高金利の国債購入に回り、実体経済への波及効果が小さかった点を問題視している。日銀の貸出支援促進やイングランド銀行のFLS（Funding for Lending Scheme）のように、貸出を増やした金融機関に資金供給を増やすなど、より実態経済へ資金が行き渡る制度設計が必要になるだろう。

ECBはデフレ懸念の払拭とともに、短期金利の上昇抑制に必要な場合に追加緩和を行うことを表明している。LTROの繰上げ返済開始によりECBのバランスシートが縮小し、同時にECBの過剰流動性も急低下している。過去の経験則では、過剰流動性の水準が2,000億ユーロを割り込むあたりから、無担保翌日物金利（EONIA）に上昇圧力が及んでくる。EONIAは資金需給がタイトになる月末に上昇するが、2013年末や14年1月には月中でも金利が上昇するなど、短期金融市場が不安定化している。今後もLTROの繰り上げ返済は続き、過剰流動性の水準はさらに少なくなるため、短期金融市場の緊張が高まる場合には、何らかの政策対応が必要になる。

現在1,200億ユーロ程度にある過剰流動性の水準を引き上げる方法として、ギリシャ危機に際しECBが行った国債購入プログラム（SMP）の不胎化中止が検討されている。当初SMPは量的緩和策ではなく、市場安定化策であると説明されていたため、国債購入額と同額の資金を7日後に市中から吸収する不胎化オペが繰り返されている。そのオペを打ち切ることで1,755億ユーロの資金が市中に供給され、過剰流動性の水準を3,000億ユーロ程度に引き上げることが可能となる。その結果、短期金融市場の不安定な動きを抑制することができる。この政策は1回限りだが、事後的とは言え量的緩和となるため、ECBがいよいよ量的緩和を開始したというアナウンスメント効果が期待できる。

#### ▶ 量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。ユーロ圏が現在抱えている問題は、銀行貸出の低迷である。そのため銀行の融資債権を担保としたABS（資産担保証券）の購入をECBは考えているようだ。しかし、欧州の証券化市場の規模は米国と比べて小さく、流動性も低い。証券化商品の年間発行額は足元で千数百億ユーロ、残高は1兆5,000億ユーロだが、ECBが念頭に置く中小企業向け融資の残高は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、本格的な量的緩和には他の資産も合わせて購入する必要がある。金融危機時に過去2回実施したカバードボンドの買入れは、多くの制約から目標額に達しなかったため、得策とは言えない。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も不適切だろう。外債買入れは為替介入に近く、G20でもドイツの経常黒字が問題視されたことから国際的な理解が得られにくい。そのため本格的な量的緩和を実施するとなれば、流動性が高く市場規模も十分ある国債の買入れしかない。

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しているEU機能条約第123条に抵触するかどうかだろう。同じくEU法の効力が及ぶ英イングランド銀行(BOE)は流通市場で大規模な国債を購入している。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と考えられる。ただし、高利回りの債務危機国を対象を限定した国債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カ国の全ての国の国債を購入する必要があるのではないか。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、フランスの順となり、国債発行残高ではイタリア、ドイツとなり、いずれにしろ景気刺激を必要としていないドイツ国債を大量に購入することとなる。ドイツでは、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のは避けられない。このように、国債購入は政治的ハードルが高く、政策対応が後手に回りやすいため、デフレリスクに果敢に対処できるか不安も残る。

## II 質疑応答およびディスカッション

■現在のユーロ為替相場は過大評価されていると考えているが、それがデフレスインフレに及ぼす影響とはどのようなものか。

■ユーロ高は輸入物価を通じて物価に下押し圧力を及ぼすほか、内需が脆弱なユーロ圏の輸出競争力を削ぎ、景気の足枷ともなる。ユーロ圏は今や世界最大の経常黒字地域であり、債務危機の不安後退と新興国に対する不安から、ユーロ圏は資金の逃避先となりやすく、ユーロ高の抑制は難しい。しかも、量的緩和の減額(テーパリング)を開始したFRBや、質的・量的緩和を行う日銀のバランスシートが拡大を続けるなか、追加緩和を行うとのリップサービスの割にECBのバランスシートは縮小している。

■為替に影響を及ぼすため望ましくはないが、日本はデフレを止めるとして通貨(円)安誘導を行ったが、ECBにはそのような発想はないのか。

■為替レートの水準は金融政策の直接的な目標ではないとECBは言っているが、景気や物価に影響を与えるため注視していることは疑いの余地がない。中央銀行の積極的な為替介入は国際的理解が得られないため口をこそ出さないが、政策変更によっていかに為替に働きかけるかを考えている。2013年11月の利下げは、市場予測に先んじたと賞賛されたが、ユーロ安は長続きしなかった。いつどのような追加緩和を行うのが効果的かを考えて、ECBは追加緩和の是非を検討するだろう。

■ドラギ総裁は「ユーロ防衛にはいかなる措置も辞さない」と発言し、ユーロ危機を沈静化させたが、実際にはあまり行動せず、アメリカのQEの初期段階にも至っていない。政治的問題はあるが、マイナス金利や量的緩和等、メニューはまだある。

■ハードルの低い順に始めるため、まずSMPの不胎化中止による量的緩和が最有力となる。これは事実上の量的緩和開始と受け止められるため、ユーロ高抑制の効果も期待できる。小刻みな利下げでは為替市場への影響は少なく、無駄打ちに終わる可能性がある。また、マイナス金利を行えばECBの積極姿勢が好感されるが、実体経済への効果はさほどなく、ユーロ高抑制の効果も長続きしないだろう。最後は量的緩和となるが、現在は景気に底入れの兆しが広がっており、今局面ではそこまで追い込まれることはないだろう。

■1度目のLTROでは、銀行から先に資金が流れないことが問題視された。しかし、当時は危機的状況下であり、国債購入が副次的に寄与した面はあった。資金を先に流す意味でカバードボンドは効果的だと考えるが、流動性以外に何が問題だったのか。また、ABSは今後の核となるか。

■カバードボンドは流動性の問題が大きいほか、発行額の一定割合に購入が制限されるなど使い勝手が悪く、あまり利用されなかった。また、ABSはカンフル剤としては小さすぎる。ECBがABSの買入れを行うというシグナルを発し、法整備を含めてABS市場そのものを活性化させる長期計画を進めているようだ。

■ドラギ総裁はユーロ圏では内的減価、つまり競争力を喪失した国の賃金引下げによる競争力回復のメカニズムが発生していると説明する。日本の物価下落が始まった頃、ドイツのインフレ率もユーロ圏平均を下回りデフレリスクに見舞われ、欧州の病人とも言われた。当時の金融政策が結果的にバブルを助長した面はあるが、今後も似たようなことがユーロ圏で起こるのではないか。ドイツは実体経済から見てかなり緩和的な金融政策を受け入れる必要がある。また、南欧諸国も賃金切下げにより競争力が回復していることから、ドラギの言う相対価格の調整は正しいと思われる。ただし、これは相当な痛みを伴う調整プロセスだろう。

■ECBの金融政策はユーロ圏全体の景気・物価動向に即して行われるのが建前だが、現実には域内で最大の経済規模を誇るドイツの動向に引っ張られる。当時のドイツにはデフレ懸念があり、ドイツに合わせた金融政策を行ったことが南欧諸国でのバブルを助長した。今回はドイツにデフレ懸念はなく、かつてのような積極的な金融緩和を行うこともないだろう。しかも、追加緩和のメニューには政治的ハードルが高いものが多く、緩和によるバブルの再発を心配するよりも、緩和の遅れによるデフレリスクのほうが問題だろう。

■基調報告のタイトル「欧州経済の我慢のしどころ」の“我慢”とはどういう意味か。

■景気回復の目処は立ったがECBの政策対応メニューは小さく、ハードルの低いものは使い切った。金融政策を通じた為替への働きかけが重要だが、寒波による経済指標の振れもあり米国の金融政策の方向性が必ずしも定まらず、新興国に対する不安も表面化している。今何かを行っても効果が小

さい可能性が高い。少し我慢すれば景気も良くなり、マイナス金利や本格的量的緩和等に踏み込む必要もなくなるのではないかという意味を込めている。

■良くなる可能性もあるが、デフレに陥る可能性もある。次回の欧州理事会では何か刺激策を講じる可能性もあるが、その手段は限定的だ。そのような状況下でも好転する可能性はあるのだろうか。

■金利を少し下げる程度ではデフレ懸念は払拭されない。また、金利引下げの余地も極めて限定的であるため、為替に働きかけるのが効果的だ。しかし、そのタイミングとして今は適切ではない。

■一時はユーロ崩壊の話が出るなど、ユーロ圏内のインフレ率や金利、財政等、さまざまな経済的格差の拡大が問題を複雑にした。この格差は収斂に向かっているのか、あるいは拡大しているのか。

■EU やドイツ政府は、危機国に対して厳しい財政再建や構造調整の実施を求めてきた。100%回答した国はないが、70%程度の回答をした国はある。内的減価により競争力も回復しており、全般に体質強化が進んできたことは間違いない。危機国の景気も底入れしており、構造調整の痛みをなんとか乗り越えられそうな雰囲気になってきたが、調整期間が長引けば政治的な不満が蓄積するため、今後が問題だ。

■ECB の単一金融政策が各国にさまざまな影響を及ぼしたり、各国が互いに財政政策の足を引っ張り合ったりするなど、ユーロ圏の制度自体がデフレ的バイアスを抱えている。つまり、政策の機動性が柔軟に各国の状況に対応しにくい仕組みになり、デフレ圧力がビルトインされている面があるのではないか。

■確かに、財政政策を含め政策対応に柔軟性がないため、金融政策に依存することになる。ユーロ圏そのものが構造的にデフレが働きやすいと言うよりも、金融政策がドイツの景気動向に引っ張られるため、その影響がユーロ圏全体にデフレ・インフレの双方に働きやすいと考えている。

■ドイツを含め非正規雇用への転換が著しい。日本のデフレでは、非正規職の増加とデフレに一定の関連が見られるようだ。日本化を回避するには、増えた非正規職を元に戻し、デフレへの動きを止める必要があるのではないか。

■米国で IT 革命が叫ばれた時と同様に、現在もグローバルデフレの議論が出ている。過去の局面との決定的な違いは、各国共通で非正規雇用が増え賃金上昇圧力が弱まっている点にある。その歪の解消のためアメリカやドイツは最低賃金の引上げによる所得格差の軽減、スペインでは労働市場の二重構造の是正などを進めている。

■アメリカに比べると日欧は非正規雇用の割合が低いのではないか。日欧の問題として、労働市場の弾力性の欠如が指摘されたことから、非正規雇用が増加した。

■これは雇用形態の問題ではない。オランダのように同一職で同一賃金を採用するという方法もある。また、この問題は基本的に、新興国との競争力格差を補完するための賃金引き下げである。労働組合から漏れる非正規雇用の賃金引下げにより新興国とのバランスがとられ、企業の売上げや国際収支の改善等につながった。善し悪しは別に、そこを操作すると周縁国との競争力メカニズムが

崩れる。非正規雇用を正規雇用にするといった単純な問題ではない。

■例えば大陸欧州で従業員を雇用すると、企業は生涯面倒を見なければならない。その硬直的な正規労働の歪が非正規雇用に向かった。

■機械に代替されそうな仕事は続けられない。車の価値が高いドイツは別だが、自動車産業等が国外へと流れるのもそのせいだ。実体経済と金融の動きは、見えにくいがリンクしている。

■追加緩和の選択肢としてフォワードガイダンスの強化が挙げられているが、それは必要か。

■ユーロ圏の失業率は12%前後と高く、アメリカのような閾値型のフォワードガイダンスは導入しにくい。仮にユーロ圏全体の均衡失業率を基準値に設定すると、いつまでたっても利上げが出来なくなるためだ。ECB ならではのやり方としては、2015年7月までとした固定金利・全額供給オペの延期による金融緩和の長期化や、ECBが3か月ごとに発表するインフレ見通しを2016年まで前倒しで発表すること等は、フォワードガイダンスを強化する意味合いがある。デフレには至らないがディスインフレは当面続くため、金融緩和は2016年も続くとして時間軸を強化している。

■FRBは2%のインフレ率を目標にし、それを下回る限り緩和を継続し、それを超える場合には引き締めを開始するとしている。

■金融緩和が長期化することを、金融市場参加者以外に広く伝えるのがフォワードガイダンスだ。メッセージをより分かりやすくするために物価を入れるのは、一つの方法である。