

# ユーロ圏のデフレ懸念をどう見るか

## <要旨>

ユーロ圏の消費者物価上昇率が前年比1%を下回ったことで、一部の国でデスインフレの長期化やデフレの懸念が浮上している。ユーロ高や、エネルギー価格の下落によって輸入物価が下がっている影響も大きいものの、長引く景気低迷や緊縮財政による需要不足の拡大により、主要国ではドイツを除いて、国内要因による物価下落圧力がかかりやすい状況にある。

現時点では、ユーロ圏全体がデフレへと突入する可能性は低いものの、イタリア、スペインにおいては、国内要因による物価下落圧力が大きく、消費者のデフレ期待が醸成されつつある。スペインにおいては、輸出競争力を強化するために労働コストを引き下げた結果、賃金とサービス価格双方が下落しており、輸出増加がスペイン経済全体の需要不足に歯止めをかけなければ、日本と同様のデフレスパイラルに陥るリスクがある。

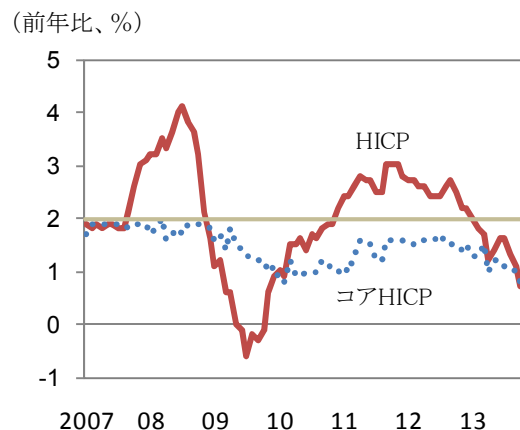
## 1. 前年比1%を下回ったユーロ圏のインフレ率

ユーロ圏の7-9期GDPは前期比0.1%増と、米国を中心とした外需環境の改善などにより、僅かながらも2期連続のプラスとなった。コア国であるドイツだけでなく、スペインでも2年半ぶりに前期比プラスとなるなど明るい兆しも見え、ユーロ圏経済は底を打ったとも言われ始めている。

ところが、10月ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は、前年同月比+0.7%と2010年2月以来初めて1%を下回った(図表1)。更に、エネルギー・食品等(アルコール、タバコを含む)を除いたコアインフレ率は同+0.8%と、過去最低水準に低下したことを受けて、デフレリスクが懸念されるようになり、ECB理事会は、政策金利を0.5%からユーロ史上最低となる0.25%へ引き下げた。

足下のインフレ率の低下は、資源価格が落ち着いている中、ユーロ高によって輸入物価が下落し、エネルギー価格が下落するなど一時的な要因も大きい。ただし、かかる要因を除いたコアインフレ率でも下落傾向にあることは、インフレ率の低下は一時的なものではないことを示唆している。

図表1 消費者物価指数(HICP)の推移

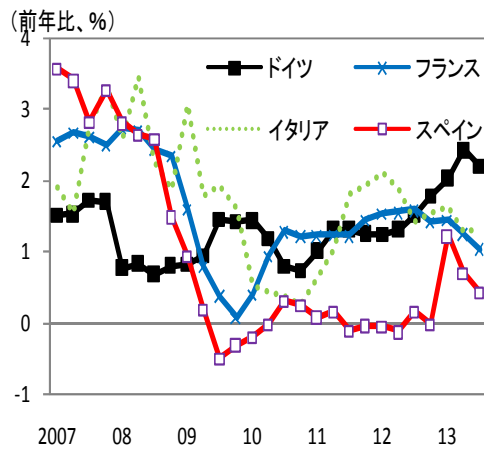


(資料)Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

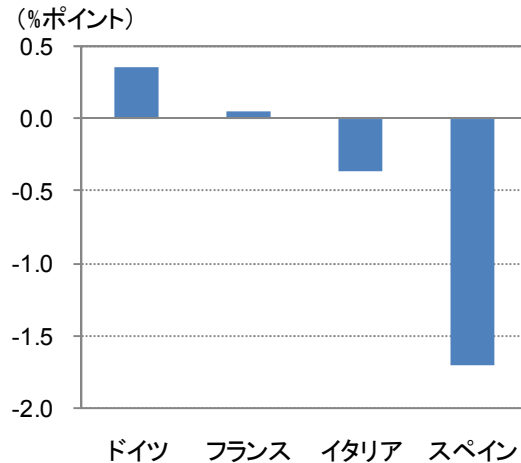
## 2. 国内要因に起因したデスインプレ圧力

消費者物価は輸入物価の影響を受けるため、国内の基調的な物価動向を捉えるには、輸入物価の変動による影響を除いて考える必要がある。そこで、かかるインフレ率の低下が、海外要因によるものなのか、国内要因によるものなのかを見る目安として、国内で生み出される付加価値の価格で捉えたGDPデフレーターの上昇率を各国別に見たのが図表2である。リーマンショックの影響が落ち着いたと見られる2011年以降においても、スペインでは前年比マイナスとなるなど他の国よりも国内要因によるデスインプレ傾向が続いていた(図表2)。更に、過去1年間におけるGDPデフレーターとHICP双方の上昇率の差をみると、スペインではマイナス幅が大きく、国内要因に起因する物価下落圧力が強いことを示している。この観点から見ても、スペインのデスインプレ圧力が他の国より強いことが窺える(図表3)。

図表2 GDPデフレーターの推移



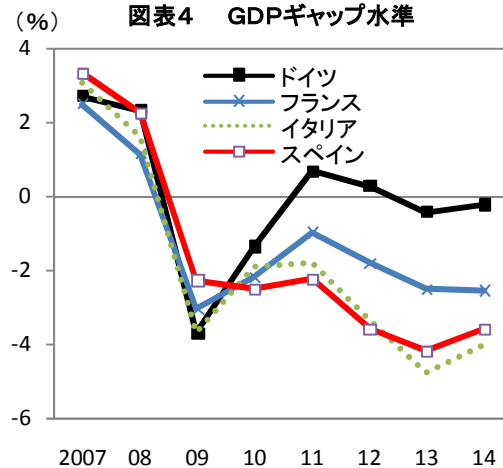
図表3 GDPデフレーター - HICP



(注)図表3は、2012年4Q～2013年3QにおけるGDPデフレーターの前年比とHICPの前年比の差の平均をとったもの  
(資料)Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

ユーロ圏は長引く景気低迷や緊縮財政によって、失業率も上昇し続けており、需要不足からこの先も物価は下落しやすい。国内経済全体の需要不足の目安としてGDPギャップの動きを見ると、景気が好調なドイツですらゼロ近傍であり、他の国では需要不足の状態が続いている(図表4)。

図表4 GDPギャップ水準

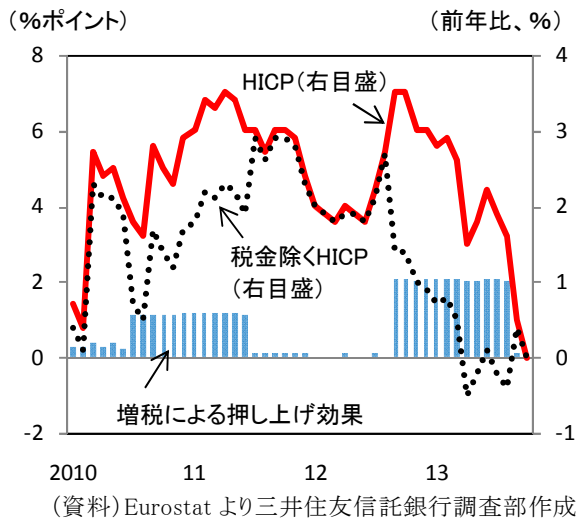


(注)2013年以降はIMF予測

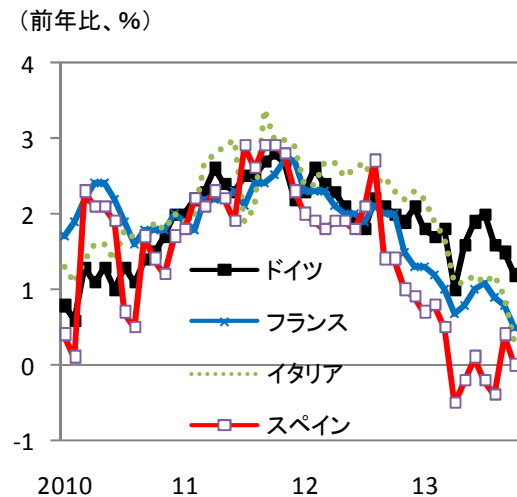
(資料)IMFより三井住友信託銀行調査部作成

なお、ユーロ圏では、周縁国を中心に2012年後半から付加価値税を引き上げているため、インフレ率が見かけ上は上振れていることに注意が必要である。たとえば、スペインは2012年9月に付加価値税を18%から21%へ引き上げているため、インフレ率が2%ポイント程度押し上げられていた(図表5)。税金の影響を除いたインフレ率を主要4カ国について見ると、2013年4月時点で前年比マイナスに陥ったスペインを始め、デysinフレ傾向が著しい(図表6)。

図表5 増税による押し上げ効果(スペイン)



図表6 税金の影響を除いたHICP



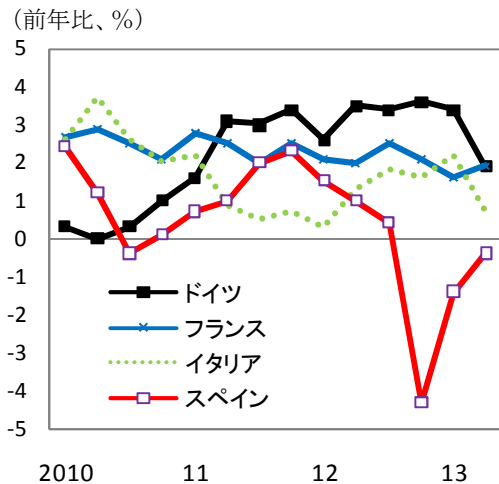
### 3. 需要増を伴わない構造改革はデフレ圧力を高める

もっとも、デysinフレの状態が続くことのみをもって、直ちに長期的なデフレに陥るとは限らない。長期デフレに陥った日本では、景気低迷による需要不足に加えて、賃金の持続的な下落とサービス価格中心とする物価下落が同時に生じ、かかる物価下落がその後の経済成長につながらなかったことで、需要不足が更なる物価下落を呼ぶというデフレの悪循環に陥ったことが、長期デフレをもたらす重要なきっかけとなった。

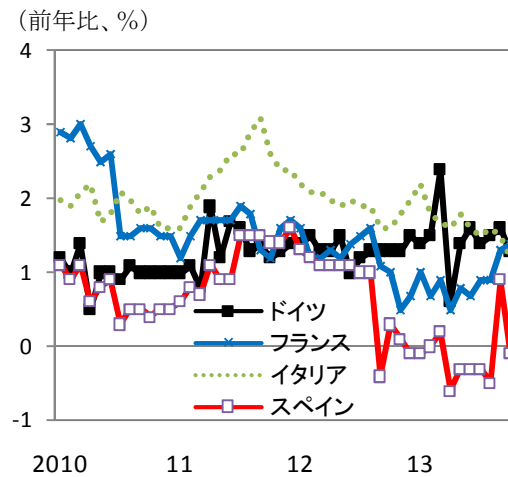
この観点から、ユーロ圏主要国の労働コスト(賃金報酬)の動きを見ると、スペインでは2012年後半から前年比マイナスになっている。スペインは、労働コスト引き下げで競争力を強化することにより輸出主導の成長を目指しており、実際に7~9月期の実質輸出は前期比2.2%とユーロ圏全体(同0.2%)を上回るなど、成果が上がりつつある。しかしながら、コストに占める人件費の割合が高いサービス価格もほぼ同時期に下落するなど、デysinフレ圧力が先に大きく出やすい(次頁図表7、8)。これは、先のGDPデフレ率の動きでも確認してきた点である。

このように、スペインではデysinフレ圧力が大きい故に、デフレリスクに陥るリスクが他国に比べて相対的に高いと言えるだろう。HICPのうち約4割はサービスが占めており、賃金とサービス価格は連動するため、労働コスト削減等、雇用の規制緩和が需要の増加を伴わない限り、デフレ圧力は続くことが予想される。

図表7 労働コスト(賃金報酬)



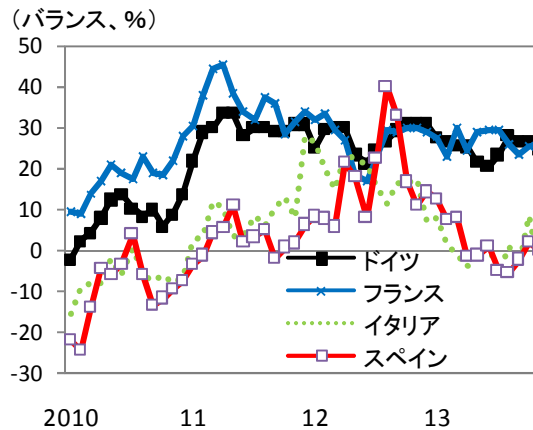
図表8 HICPサービス(税金の影響除く)



(資料)Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

というのも、デフインフレやデフレの状態が長期化すれば、人々のなかに物価下落期待が定着し、家計では消費の先延ばしや手控え、企業では実質金利上昇を通じて設備投資の減少が起きることで国内需要が更に落ち込み、物価下落と景気低迷がさらに進行するデフレスパイラルへと発展するリスクも高まる。欧州委員会が発表している消費者信頼感指数のうち、将来の物価見通しをみると、ドイツ・フランスでは物価見通しに変化は見られないが、2013年に入ってから、イタリアやスペインではゼロ近傍まで低下しており、デフインフレからデフレ期待が生じやすくなっている可能性が窺える(図表9)

図表9 将来の物価見通し



(資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

以上で見てきたように、負の需給ギャップ、賃金下落とサービス価格低下、デフレ期待の醸成など、デフインフレからデフレに陥りやすい条件が、ユーロ圏すべての国に当てはまっているわけではなく、ユーロ圏全体がこの先デフレに陥る可能性はまだ低い。ただし国によっては、とりわけ3つの条件が揃っているスペインは、日本が長期デフレに陥った状況と似ている面があり、他の国よりもデフレに陥る可能性が高いと言えるだろう。

#### 4. おわりに

デフレは、それぞれの経済主体の実質債務負担を増加させる。企業であれば、実質金利上昇が設備投資を抑制し、債務の返済を優先するようになる。その結果、経済は縮小し、それが更なるデフレへと突入してしまう。政府にとっては、名目値で見た経済規模の縮小が税収を減少させ、実質債務負担を増加させる要因となる。政府の緊縮財政も、名目GDPを縮小させることを通じて、実質債務負担が増大する要因になっている可能性があるだろう。

ユーロ圏主要国の中でも、スペインは労働コスト引き下げで価格競争力を強化することにより、外需主導による経済成長を目指してきた。同国の2013年7-9月期GDPは、輸出の増加によって前期比プラスになるなどメリットも生じているが、一方で、賃金が下落する中では、デフレに陥りやすい。輸出主導による国内需給ギャップ縮小に失敗し、賃金下落が長期化すれば今後、デフレスパイラルに陥るリスクも高まる。

また、LTROの返済によるECBのバランスシート縮小が材料視されたこともあってユーロ高が進んでいることは、輸入物価の下落によるインフレ率の下押し圧力を生むだけでなく、輸出競争力を低下させ、それが更なる賃下げ圧力として働く可能性もある。ECBが金融政策によって為替に働きかけることで、デフレ圧力を和らげようとする選択肢はあるが、ドイツを中心として量的緩和への反対は根強いほか、為替レートを押し下げるだけで、上で見てきたようなデフレ懸念の背景にある要因を解消することは容易でない。既に政策金利の引き下げ余地がほとんどなく、日本銀行のように大規模な資産購入と資金供給で期待に働きかけることも難しい。ECBが実効性のある景気刺激策を打てるかは不透明であり、ユーロ圏のデフレリスクに対する懸念はしばらく払拭されないであろう。

(業務調査チーム 黨 貞明 : To\_Sadaaki@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。