2014/10/09 08:04

◎【円債投資ガイド】アウトライト・デフレーション＝日本総研・河村氏（9日）

河村小百合・日本総合研究所上席主任研究員＝去る10月2日の政策委員会後、欧州中央銀行（ECB）はABSやカバード・ボンドの買い入れプログラム（ABSPP、CBPP3）の詳細を公表した。アングロ・サクソン諸国に多い「国債買い入れによる量的緩和一辺倒」的な見方に立つ論者や市場関係者にとっては引き続き、「期待外れ」の結果だったようだが、ECBがこれまで公にしてきた、「物価安定」に対する考え方や、ユーロ圏内の物価・経済情勢に関する見方や判断を踏まえれば、首尾一貫した政策対応を粛々と進めているように見受けられる。

ユーロ圏の9月のHICP（統一消費者物価指数）の推計（速報）値は前年比でプラス0.3%と、8月（暫定値）のプラス0.4%からさらに下落した。ECBの政策運営を理解するためには、まず、このような物価情勢を彼らがどのように分析し、判断しているのかを知る必要がある。

ECBは本年6月の月報で、物価動向の詳細な分析・検討結果を公式見解として明らかにしている。そこには、彼らがおそらく反面教師と考えているであろう日本のデフレに関する詳細な分析も含まれ、なかなか興味深い。

ECBはその中でまず、IMFの「インフレ率（年率）が1四半期以上マイナスになればデフレーション」という定義づけに反論している。IMFは本年4月に公表したWorld Economic Outlookにおいて、おそらく最も狭いこの定義づけに即し、「ユーロ圏が2014年中にデフレに陥る確率は20%」とした。

ECBいわく、「そうした予測は相当に誤解を招き、意味は乏しい」「より意味のある、幅広い観点からは、インフレ率を押し下げているショックの性質や幅広い経済的な文脈、さらにはインフレ期待のなせる業を考慮に入れることが望ましい」「実際に、インフレ率がマイナスに陥ることは、それが実体経済と『負のフィードバックの輪』（negative feedback loops）を作り出すのであれば、懸念の対象となる」。要するに、インフレ率の前年比がマイナスになるといっても、それには「アウトライト（あからさまな）・デフレーション（outright deflation）」と「悪性の乏しい控えめな物価動向（subdued price developments of a less malignant nature）」との2種類があり、両者を区別することが肝心だと言っているのだ。

前者を後者と区別するための基準としてECBは、①消費者物価の年率マイナスが長期化する、②財とサービスのバスケットのなかで、幅広い品目の物価の変化率がマイナスとなる、③長期的なインフレ期待がアンカーされなくなり（いかりによってつなぎとめられなくなり）、中央銀行による物価安定の定義と首尾一貫するレベルを明らかに下回るようになる、④GDP成長率が極めて低いかマイナスの状態が持続し、かつ、もしくは失業率が高い水準にあるか上昇すること、の4点を挙げている。

戦後の主要国の物価動向を振り返る限り、この「アウトライト・デフレーション」に該当した事例はごく限られる。ECBの分析では、1995～2013年の日本と、1999～2004年の香港しかない。香港は開放経済の小国の事例で、位置付けが異なる。ECBが決してその「二の舞」となりたくないのはもちろん、同じ開放経済の大国である日本が陥った「アウトライト・デフレーション」のケースの方だ。確かにこの時期の日本には、上記の①～④の条件があてはまる。ECBは日本の消費者物価指数を構成する個々の品目のうちのどれだけの品目の前年比伸び率がマイナスとなったのかまで分析している。

他方、足元のユーロ圏内の物価情勢をみると、エネルギーや食料品の価格の下落や伸び悩みが物価全体を下押しする一方、非エネルギー工業財の価格は前年並み、サービス価格は逆に1%台前半のプラスだ。足元の低インフレには、ECBが懸念する需要サイドの要因ではなく、相対的に悪性の乏しい供給サイドの要因が強く作用している。ユーロ圏全体として「アウトライト・デフレーション」のリスクが切迫するところにまではまだ至ってはいない、というのがECBの判断のようだ。

ただし、国別の物価動向を8月（暫定値）までの計数からみると、前年比がマイナスとなっているのは、ギリシャ、スペイン、イタリア、ポルトガル等の国々であり、いずれも欧州債務危機を受けて、強烈な財政調整を行わざるを得なかった重債務国が中心だ。これらの国々は、単一通貨ユーロを導入し、通貨同盟の枠内にいる以上、危機のショックから経済を立ち直らせる際の常とう手段としてしばしば用いられてきた、為替レート調整によって競争力を回復させ、輸出ドライブをかける「対外的な価格調整メカニズム」は使えない。国内物価を、他の加盟他国対比で相対的に低下させる「対内価格調整メカニズム」によって競争力の回復を図るよりほかにないのだ。そして今はちょうど、このメカニズムが機能し、物価が下落している局面にあり、競争力の回復を促すところに金融政策としても対応の余地がある、とECBはみたようだ。

だからこそ、「期待インフレ率の押し上げをねらった国債の大規模買い入れ」ではなく、TLTROs（ターゲット長期リファイナンス・オペ）を導入した。さらに中小企業向けの金融機能を正常化させるうえで障害となっている既存の質の低い債権を各国の銀行セクターから切り離すために、異例のABSPPにまで今回、新たに乗り出すことにした。カバード・ボンドの買い入れも再開するが、その担保債権は不動産ローンや公共ローンが主で、中小企業金融の立て直しには使えない。

ABSPPの詳細をみると、その内容はかなり思い切ったもので、見方によっては国債の買い入れよりもはるかに大胆な部分も存在する。目玉は重債務国向けの対応だ。ECBはABSのシニア・トランシェのみならず、政府保証が付されればメザニン・トランシェも買い入れる。政府保証の付与には独仏が反対と報じられている半面、イタリアでは政府保証付与を検討との報道もある。さらに、現在、なおEUの支援下にあるギリシャやキプロスの銀行が中小企業向けローンから組成したABSは、特例の条件を設けて買い入れる。ABSPPは流通市場のみならず、新発市場においても実施される。これはECBが既発のABSのみならず、今後組成されるものも買い入れることを意味す

る。重債務国の銀行が、既存の中小企業向けローンを、ECBのABS買い入れオペに応じて組成し売りに出せれば、バランス・シートは身軽になり、新規融資に取り組める。銀行による金融仲介機能の健全化・活発化を促す、正攻法の経済刺激策なのだろう。しかも、ABSの年限は5年程度が多いとみられ、買い切りオペを実施するとしても、出口局面でECBのバランス・シートを縮小できるかという心配は、長期債が多い国債を買い入れる場合よりもはるかに少なくて済む。ECBはなかなかしたたかだ。

ただし、これはECBが事実上、「バッド・バンク」の機能を担うことを意味し、企業の信用リスクを一部負担する以上、財政政策の領域に踏み込むことになる。政策委員会では反対が出たとの報道もあるが、それもむべなるかな、である。ABSPPがどの程度の規模のものとなるのか、どの程度の効果を持ち得るかは、今後の各国政府の対応次第の面もあり、注意深くみていく必要があるだろう。

では、ECBが「他山の石」としたい日本の物価動向はどうか。物価目標の設定は、CPI総合の前年比2%と至ってシンプルだ。日銀はECBほどに踏み込んだ物価動向の分析を、少なくとも対外的には示していない。以前より状況が好転しているのは間違いなからうが、消費税増税分調整後のCPIの前年比は足元で1.3~1.4%程度で、これには円安による輸入物価の押し上げ分も含まれる。経済活動は本当に活発化しているのか。日本は「アウトライト・デフレーション」を確実に脱したといえるのか。今後の日本に本当に必要で効果が期待できる政策運営や企業の対応とは何なのか。「お上まかせ」にせず、国全体として考えていく必要があるだろう。(了)

[前の記事/次の記事](#)

[/20141009NNN0037]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved