

2014年2月21日

No.2013-040

ユーロ圏のデフレリスクをどうみるか

— 過剰債務圧縮と対外競争力向上が急務 —

調査部 研究員 井上恵理菜

《要 点》

- ◆ ユーロ圏では、インフレ率が急激に鈍化。もっとも、足許の低下は、税制要因やエネルギー・食品価格の下落による影響が大きく、税制を除いたコア指数をみると、低いインフレ率が長期化しているのが実態。
- ◆ 先行き、輸出増加を背景とした緩やかな景気回復に伴い、インフレ率の一段の低下は回避される見込み。
- ◆ もっとも、デフレに陥るリスクは残存。1990年代以降の日本と比較すると、銀行の不良債権処理や企業の過剰債務処理の遅れに共通点。さらに、ユーロ圏では、構造改革の一環としての賃金抑制も、物価の下押し圧力に。
- ◆ 国ごとの状況を見ると、スペインなど重債務国では、すでに債務圧縮が始まっているほか、労働コストの削減が進められており、デフレ期の日本に類似。一方、フランスやイタリアでは、依然として債務の圧縮はみられないほか、労働コストも高止まりが続いており、バブル崩壊後デフレに至る前の日本に類似。
- ◆ 日本の経験とユーロ圏の現状を踏まえると、ユーロ圏がデフレに陥らないためには、銀行の不良債権や企業の過剰債務の圧縮が急務。また、ドイツは内需拡大を通じてユーロ圏の成長に寄与することが求められるほか、周辺国は、輸出の増加を起点とした景気回復の実現に向け、労働市場改革による賃金抑制という一時的な痛みを耐え、対外競争力を向上させることが不可欠。

— < 目 次 > —

1. メインシナリオ	
(1) 現状 3
(2) 見通し 3
2. デフレリスク	
(1) 日本のデフレの一因 4
(2) ユーロ圏の現状 6
(3) ユーロ圏に求められる対応 8

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上恵理菜宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-6380

Mail: inoue.erina@jri.co.jp

ユーロ圏では、足許でデシインフレが持続しており、デフレに陥る懸念が高まっている。以下では、**1. メインシナリオ**で、ユーロ圏の消費者物価指数の現状と見通しを示したうえで、**2. デフレリスク**で、1990年代以降の日本と現在のユーロ圏の状況を比較し、ユーロ圏がデフレに陥る可能性について考察する。

1. メインシナリオ

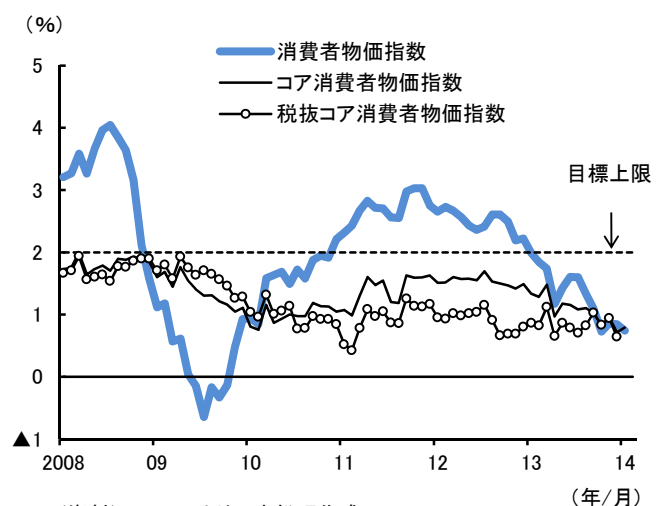
(1) 現状

ユーロ圏の消費者物価指数（H I C P）は、2013年10月に前年比+0.7%に低下したのち、4ヵ月連続で+1%を下回る水準で推移しており、ECBの物価目標の上限である+2%から大きく下振れしている。

もっとも、ユーロ圏の消費者物価の動向をみるうえでは、以下の二点に注意する必要がある。第一に、税制要因である。ユーロ圏各国は、債務危機以降、財政再建のため付加価値税の引き上げを相次いで実施しており、物価の基調を把握するためには、増税などの政策変更の影響を除いた物価水準をみる必要がある（末頁の参考資料参照）。第二に、エネルギー・食品価格の動きである。一般的な消費者物価には、海外景気や地政学リスクなどによって大きく変動するエネルギー価格と、天候に左右されやすい食品価格が含まれている。したがって、物価の趨勢をみるうえでは、エネルギー・食品を除いたコア消費者物価指数がより適しているといえる。

そこで、ユーロ圏の税抜コア消費者物価指数をみると、2010年以降、ほぼ横ばいで推移している（図表1）。すなわち、足許の急激なインフレ率の低下は、税制要因の急落やエネルギー・食品価格の下落による影響が大きく、債務危機以降、景気の低迷が続くなかで、低いインフレ率が長期化しているのが実態である。

（図表1）ユーロ圏の消費者物価指数（前年比）



(2) 見通し

主要国での増税から1年以上経過し、増税の影響剥落による物価下振れは、すでに一巡している。また、域外景気の持ち直しに伴う輸出の増加などを背景に、先行き、ユーロ圏景気は緩やかな回復傾向をたどるとみられる。以上を踏まえると、ユーロ圏インフレ率の一段の低下は回避される見込みである。

2. デフレリスク

もともと、依然としてユーロ圏がデフレに陥るリスクは残存している。過去にデフレに陥った日本と比較すると、とりわけ過剰債務の圧縮の遅れに共通点を見ることが出来る。さらに、ユーロ圏では、共通通貨ユーロを採用しているため、対外競争力回復に向けた手段として賃金抑制に大きく依存せざるを得ないことも、物価の下押し圧力となっている。

そこで、過去の日本の経験を踏まえ、ユーロ圏がデフレに陥る可能性と、それを回避するための方策について検討した。

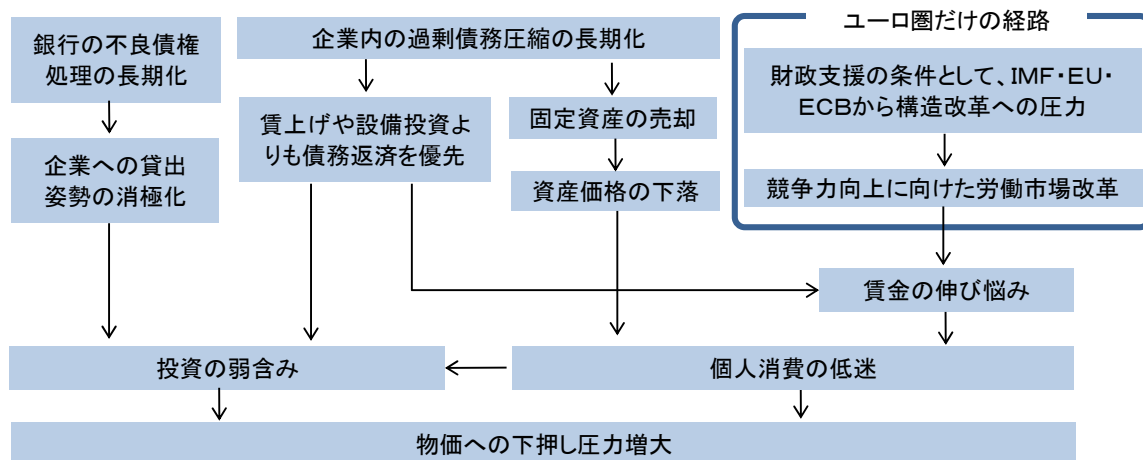
(1) 日本のデフレの一因

日本が1999年以降陥ったデフレには、様々な要因が指摘されるが、ここでは現在のユーロ圏との共通点である、銀行の不良債権処理と企業の過剰債務処理の遅れに焦点をあてて論じていく。

日本では、1991年のバブル崩壊以降、以下のような経路で過剰債務の問題が物価の下押し圧力となった(図表2)。

まず、銀行部門では、1990年代初めのバブル崩壊後、不良債権が大幅に増加したものの、抜本的な不良債権処理を行わなかったため、徐々に体力を消耗し、97年には金融危機に陥った(次頁図表3)。その後、公的資金投入等の対応もあり、不良債権処理に前進がみられたものの、不良債権が抜本的に処理され、金融システムが正常化したのは、大量増資のあった2003年に入ってからであり、その間貸し出しの大幅な圧縮が続いた。一方、企業部門でも、90年代には、バブル期に積みあがった過剰債務の圧縮はみられず、債務返済負担が業績を圧迫し、投資や人件費が抑制された(次頁図表4)。97年の金融危機発生後は、過剰債務の圧縮が優先され、投資や人件費の圧縮がさらに強まった。以上のように、銀行の不良債権処理や企業の過剰債務処理の長期化によって、企業が積極的な事業拡大を図ることができない時期が続いたといえる。

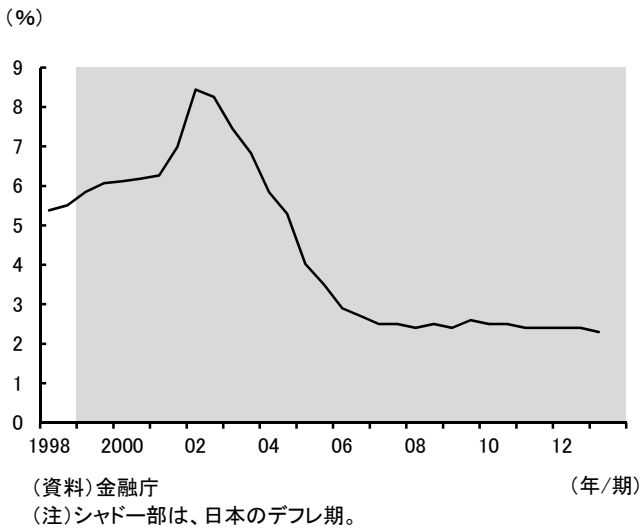
(図表2) 過剰債務の問題が物価への下押し圧力となるまでの経路



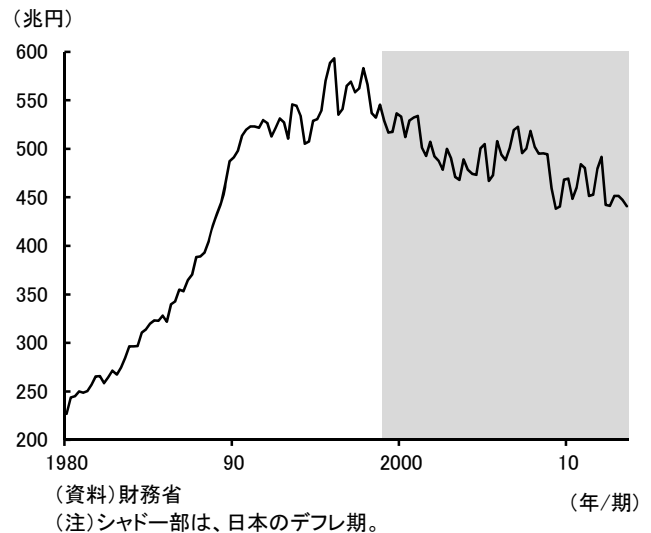
家計部門をみても、90年代は企業業績の悪化により新規採用や賃上げが抑制されたほか、バブル崩壊後の資産価格の下落によって消費者マインドが冷え込み、個人消費が低迷した（図表5）。99年以降は、企業の人件費抑制姿勢が一段と強まるなか、正規雇用から非正規雇用へのシフト、ベア抑制等が常態化し、労働分配率が大きく低下しており、企業の成長が家計へ波及しにくい状態となっている（図表6）。

以上のように、銀行の不良債権処理・企業の過剰債務の圧縮が長期化したことが、投資の弱含みと個人消費の低迷を引き起こし、内需の弱さが物価の下押し圧力となり、消費者のデフレマインドが定着した。さらに、デフレマインドの定着が一段の内需低迷を招き、日本は物価下落と内需低迷の悪循環に陥ることとなった。

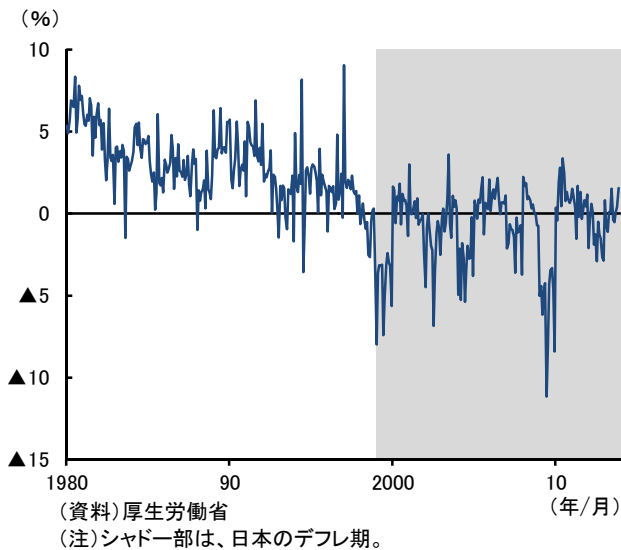
（図表3）日本の銀行の不良債権比率



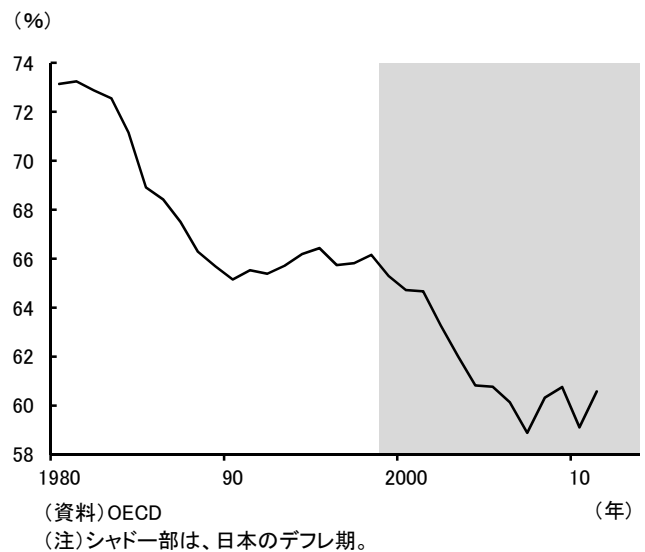
（図表4）日本非金融法人企業債務残高



（図表5）日本の名目賃金（前年比）



（図表6）日本の労働分配率



(2) ユーロ圏の現状

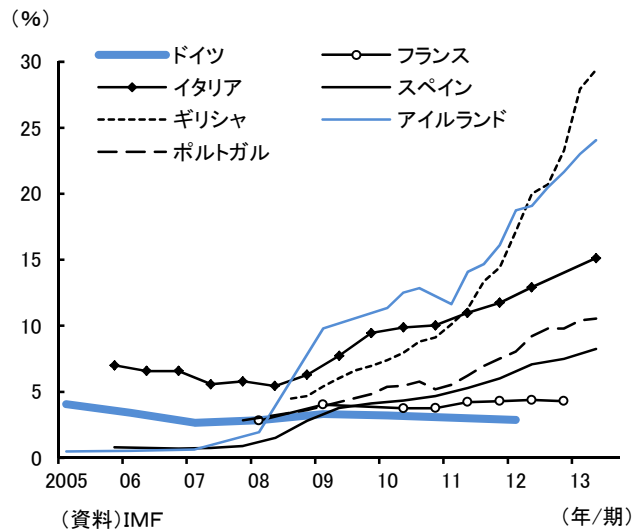
足許、ユーロ圏全体では、消費者物価の下落はみられないものの、各国の債務や賃金の状況をみると、日本のバブル崩壊後やデフレ期に類似した状況にある国が多く存在する（図表7）。

(図表7) 日本がデフレに陥った過程とユーロ圏各国の現状

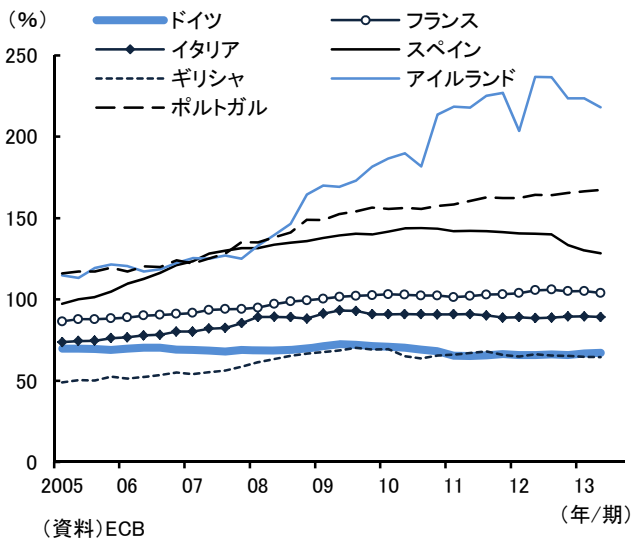
	日本のバブル崩壊後(1991年～)		日本のデフレ期(1999年～)
不良債権比率	上昇	→	上昇→低下(2002年～)
民間債務比率	上昇		低下
固定資本形成	緩やかな増加		低迷
賃金	増加		低迷
労働分配率	横ばい		低下
	フランス・イタリア		スペイン・ポルトガルなど
	ユーロ圏各国の現状		

まず、ユーロ圏の銀行及び企業の債務状況をみると、銀行の不良債権比率が上昇傾向にあるほか、企業の債務残高も高止まりしている（図表8、9）。このため、銀行の貸出能力の低迷が続いているほか、企業も、借入需要の増加は、返済条件改善のための借り換えにとどまり、投資目的の借入需要は減少している（図表10）。

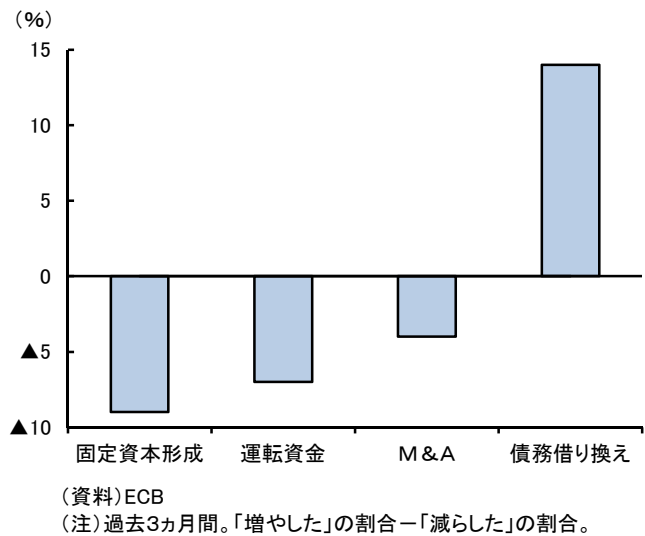
(図表8) ユーロ圏各国銀行の不良債権比率



(図表9) ユーロ圏非金融法人企業債務残高(対GDP比)



(図表10) ユーロ圏企業の目的別借入需要(2014年1月)

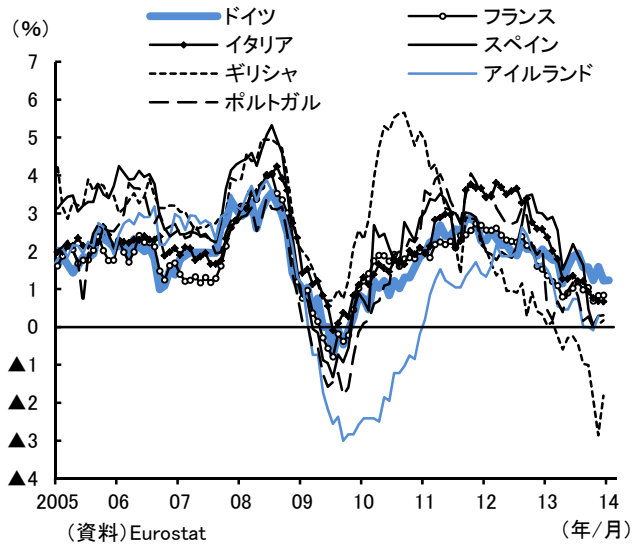


ただし、債務の状況は国ごとにやや異なる。

スペインやアイルランドなど、市場からの圧力にさらされた国々では、すでに債務圧縮が始まっており、日本のデフレ期と同様の負のメカニズムが働き始めている可能性がある。実際に、こうした国々の消費者物価指数は、すでに前年比ゼロ%近辺で推移している（図表11）。

一方、フランスやイタリアでは、債務残高が高止まりしている。こうした国々では、債務残高の水準は債務危機前に比べて高くなっており、いずれ債務の圧縮を迫られるとみられ、日本のバブル崩壊後に類似した状況にある。

（図表11）ユーロ圏各国の消費者物価指数（前年比）

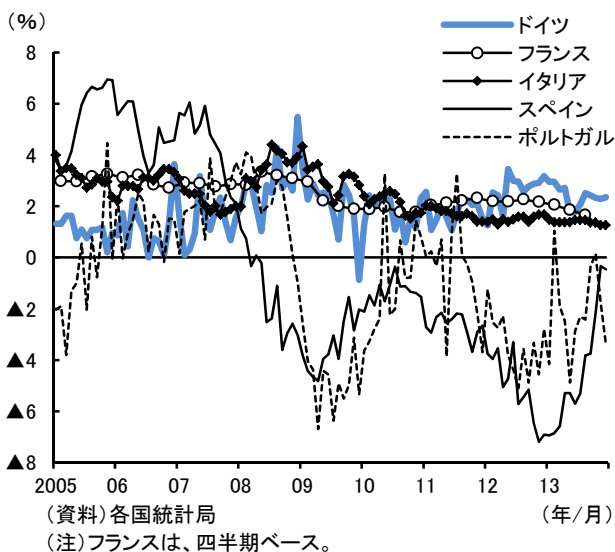


加えて、ユーロ圏では、共通通貨ユーロを採用していることから、通貨価値の下落による対外競争力の向上が期待できず、各国は賃下げを推し進めざるを得ない。

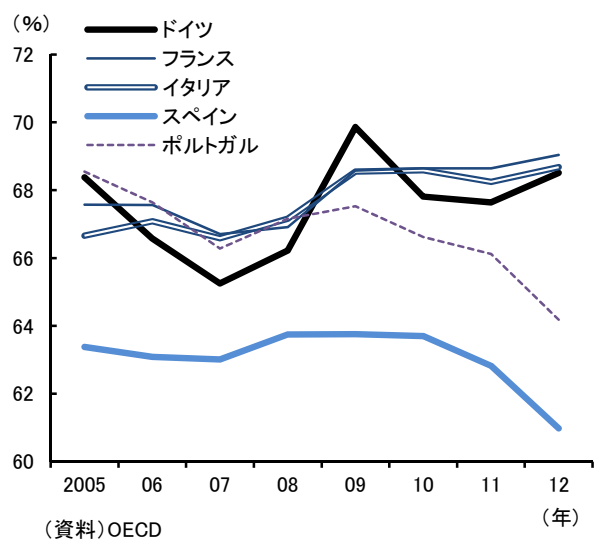
スペインやポルトガルなど重債務国では、財政支援の条件として労働市場改革を課されたため、すでに賃金が大幅に低下している（図表12）。こうした国々では、日本のデフレ期の初期にみられたように、労働分配率が低下しており、消費低迷と物価下落の悪循環に陥る可能性がある（図表13）。

一方、フランスやイタリアでは、労働市場改革が進まないなか、依然として賃金は上昇傾向にあり、バブル崩壊後の日本と同様、労働分配率は緩やかに上昇している。労働分配率の高止まりは競争力喪失を招きかねず、先行き、競争力向上に向けた労働市場改革により、賃金抑制を余儀なくされる公算が大きい。

（図表12）ユーロ圏各国の名目賃金（前年比）



（図表13）ユーロ圏各国の労働分配率



(3) ユーロ圏に求められる対応

以上のような日本の経験、および、ユーロ圏の現状を踏まえると、ユーロ圏がデフレに陥るリスクは排除できず、デフレ回避に向け、以下の三点に取り組んでいく必要があるだろう。

第一に、銀行の不良債権や企業の過剰債務の迅速な圧縮である。日本では、過剰債務の抜本的な処理の先送りが、問題の深刻化につながり、長期的な物価の下落を招くこととなった。こうした日本の経験を踏まえると、ユーロ圏が日本のような物価下落と内需低迷の悪循環に陥らないためには、銀行の不良債権処理や企業の債務圧縮を長引かせない必要がある。

そのための方策の一つとして、欧州では、銀行の信用力を高め、企業への資金供給を積極化させるため、銀行同盟の完成が急がれている。もっとも、昨年12月にEU経済・財務相理事会で合意された銀行破たん処理案では、破たん処理方法の決定や費用負担に関して各国政府の関与が必要となっており、早期の処理が進むのか懸念が残る。今後の協議により、こうした懸念を払拭する破たん処理の枠組みを策定し、銀行の信用力回復に結び付けられるかが焦点となるだろう。

第二に、労働市場改革などを通じて企業の競争力を高め、輸出の増加を起点に、景気回復に努めることである。上述の通り、労働市場改革は、賃金の抑制を通じて物価の下押し圧力となるが、緊縮財政下の国々では、内需の拡大を契機とした景気回復は期待し難く、当面は、外需に頼らざるを得ない。

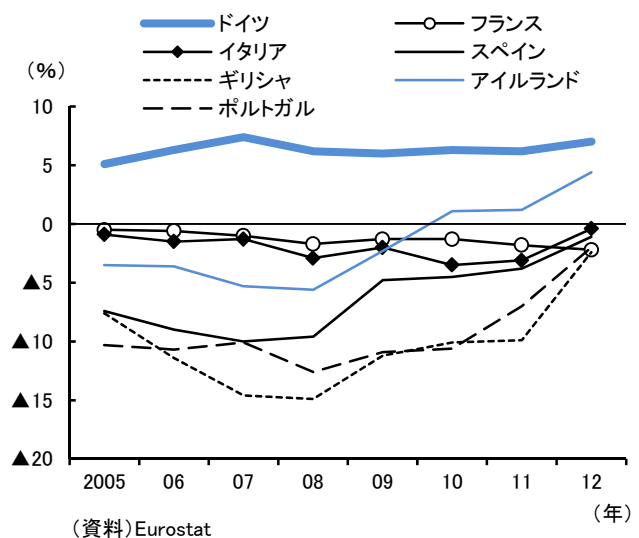
スペインなど重債務国では、労働コストは既に大幅に低下し、輸出が伸び始めていることから、この成長を賃金増や雇用増を通じた個人消費の拡大につなげていくことが、次の課題となる。

一方、輸出の増加ペースが低調なフランスやイタリアでは、企業の競争力を高めるため、労働コストの削減が求められている。労働市場改革が進まず、競争力の低迷が続けば、低成長を余儀なくされ、物価への下押し圧力が恒常的に作用することになる。フランスやイタリアのようなユーロ圏中核国は、2000年代前半のドイツや過去数年間の重債務国と同様に、労働市場改革による賃金抑制という一時的な痛みを耐え、対外競争力を向上させる必要があるだろう。

第三に、ドイツの成長を他のユーロ圏諸国へ波及させることである。ドイツは、高水準の経常黒字が続いている(図表14)。この背景には、対外競争力の高さにより輸出が堅調であるほか、内需が力強さを欠いているという側面もある。先行き、最低賃金の段階的な導入によって賃金への上昇圧力が強まり、個人消費が増加すると期待されている。こうした国内の格差是正を目的とした政策をさらに加速させることにより、内需拡大・他のユーロ圏からの輸入拡大を通じてユーロ圏の成長に寄与することが求められる。

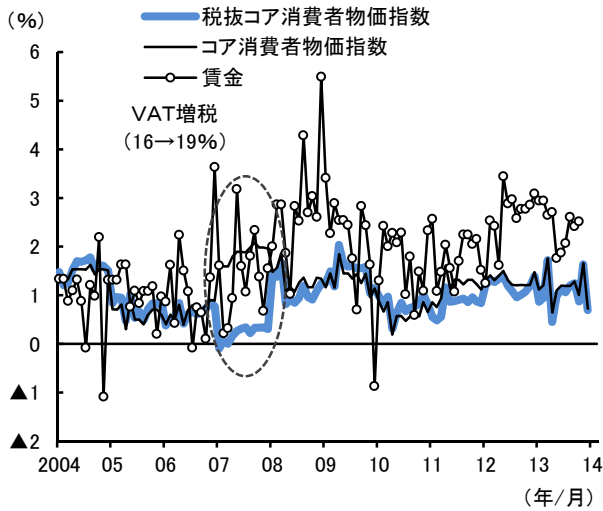
以上

(図表14) ユーロ圏各国の経常収支(対GDP比)



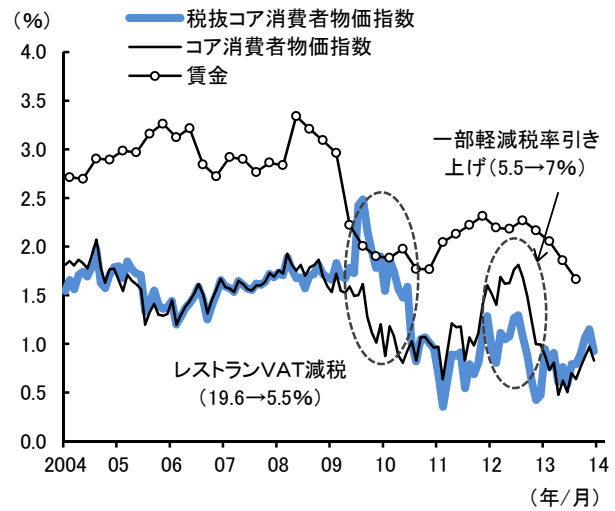
【参考資料】

ドイツのコア消費者物価指数と名目賃金(前年比)



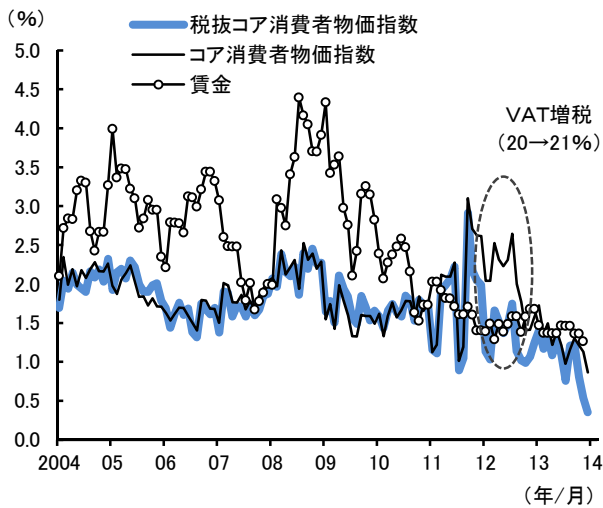
(資料)Eurostatより日本総研作成

フランスのコア消費者物価指数と名目賃金(前年比)



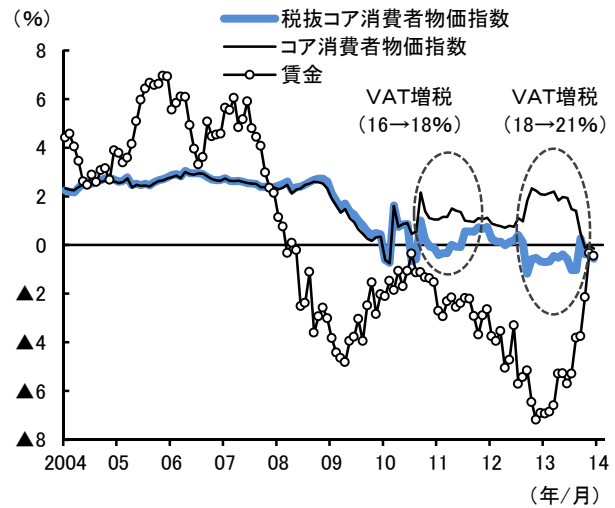
(資料)Eurostatより日本総研作成

イタリアのコア消費者物価指数と名目賃金(前年比)



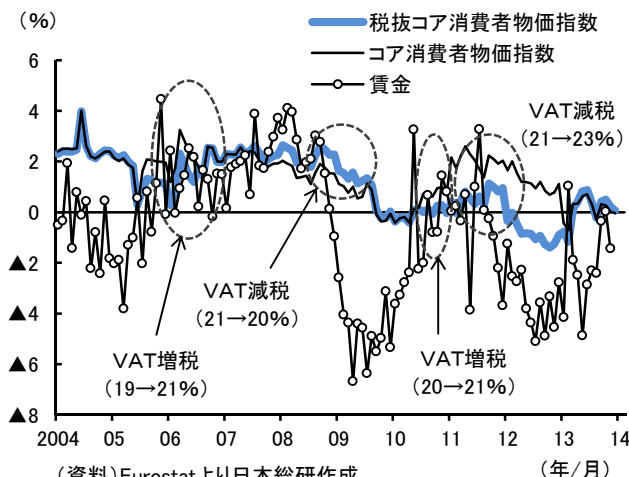
(資料)Eurostatより日本総研作成

スペインのコア消費者物価指数と名目賃金(前年比)



(資料)Eurostatより日本総研作成

ポルトガルのコア消費者物価指数と名目賃金(前年比)



(資料)Eurostatより日本総研作成

(注)2013年にウェートの大幅な変更があったため、2013年は2012年のウェートを採用。