欧州経済金融

コロナ禍の欧州経済、デフレかインフレか？

～需要の低迷でデフレ圧力が優勢に～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、8 月にはマイナス圏に落ち込んだ。今後、諸コストの上昇でインフレに転じるとの見方があるが、当面は需要の低迷でデフレ圧力が優勢となるとみられる。ECB の次の政策対応や、「戦略的見直し」の議論の行方が注目されることになる。

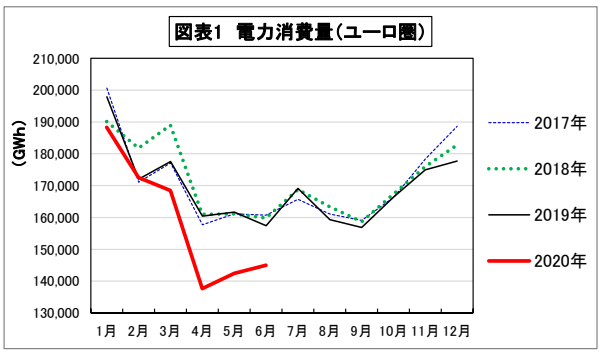
はじめに

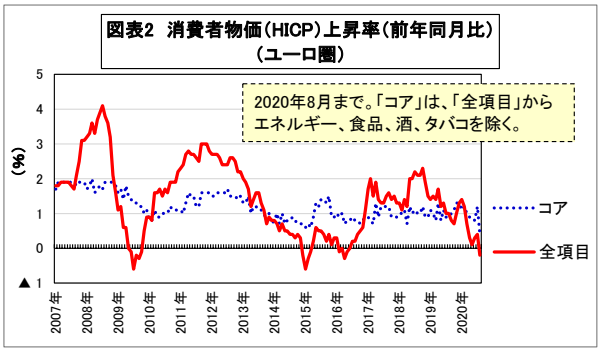
ユーロ圏の経済活動は、4 月にひとまず底打ちをした（図表 1）。これは 5 月以降に進んだ、ロックダウン（都市封鎖）などの感染症拡大防止措置の段階的な緩和に対応した動きであり、家計消費が主導し、生産がそれを追いかける形での回復となっている。その後は、夏場の人の移動が活発化する時期を経て、スペインやフランスなどで感染の再拡大が見られている。しかし各国では厳格な措置の再導入は見送っており、基本的に景気の回復基調は維持されている。

経済情勢の先行きについては引き続き不透明感が強いが、こうした中で注目されるのは物価の動向である。ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP）は、6 月、7 月と持ち直した後、8 月には全項目ベースで前年同月比▲0.2%と、マイナス圏にまで落ち込んだ。16 年 5 月以来、約 4 年ぶりとなるマイナス圏入りである（図表 2）。

いま物価動向が注目されるのは、主に次の二点による。第一に、物価の低迷は欧州中央銀行（ECB）の次の政策対応に直接関わるばかりでなく、感染症の拡大以前からの課題である、金融政策のあり方などを巡る議論にも影響が及ぶためである[注 1]。第二には、感染症の拡大に伴って大幅に悪化した各国の財政状況がある。今後、ユーロ圏では財政危機時以上に拡大した政府債務残高の削減が重要な課題となるが、デフレ基調の下では債務負担は実質的に増加し、財政改革の難度が一層増すことになるためである。

今後の見通しとしては、サプライチェーンの分散化や戦略的に重要な産業の国内回帰に伴い諸コストが上昇しインフレに転じるとの見方がある。しかし当面のところは需要の低迷で、デフレ圧力が優勢となる可能性が大きいものとみられる。





（資料）図表 1、2 は Eurostat のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

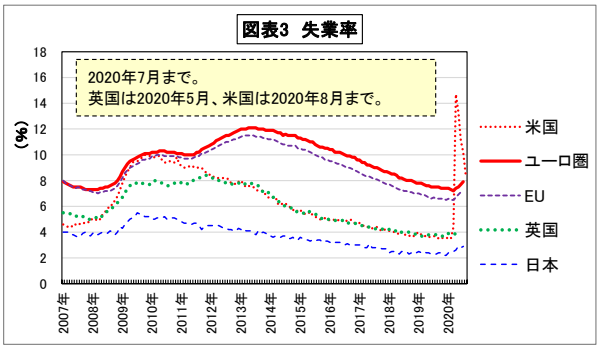
予想される内需や外需の低迷

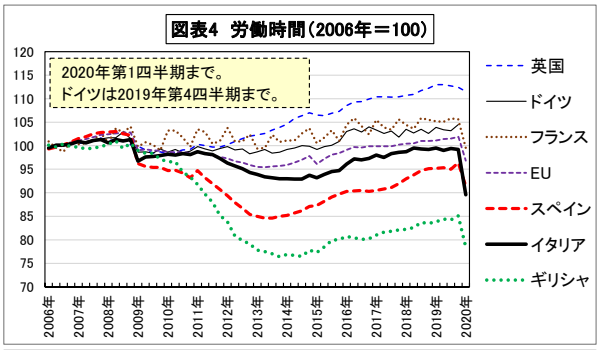
まず内需の動向であるが、今後に向けて注意を要する材料がある。これまで欧州では、短時間労働制度の拡充により雇用の維持が図られてきている(注2)。これが機能している姿は、失業率の上昇が抑制される一方で労働時間が大幅に縮小しているところに現れている（図表3、4）。しかし今後は企業の人員削減や倒産などで失業者が大幅に増加し、この結果、需要が一層縮小する可能性が浮上してきている。

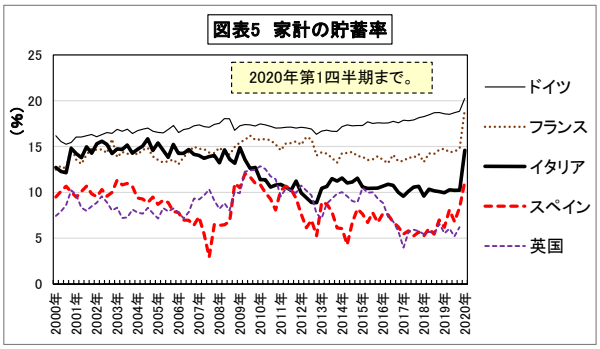
それというのも、短時間労働制度を継続するには財政負担が大きいのみならず、今後は雇用の維持策から労働者の適切な再配置策に、政策の軸足を移す必要性が強まってくるとみられるためである(注3)。それは、感染症を機に産業構造の転換も見込まれる中でいつまでも雇用の維持を図るばかりでは、生産性の劣る労働者を温存する結果に終わりかねないからである。また、中小企業に対する収入補填策なども同様である。変化への適応力に乏しく収益性の低い企業も含めて生き残りを促す政策は、経済競争力を維持する上では望ましいものと言えないことになる。

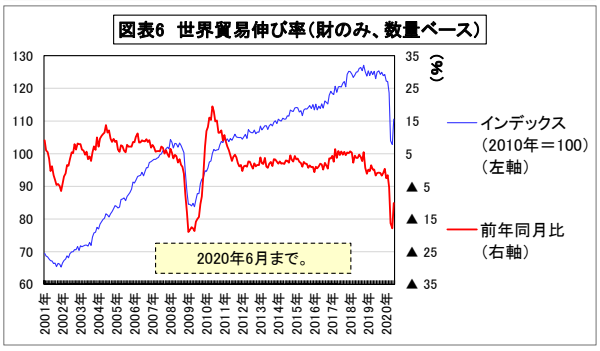
このため、これらの政策の見直しを受けてこれから企業倒産や失業者が増加に転じる展開を見込む必要がある。この結果、家計の貯蓄率はさらに上昇し、ロックダウンの段階的な解除後に見られた消費の急速な回復も、感染症の拡大で抑え込まれた需要（pent-up demand）の一時的な反発に終わる可能性がある（図表5）。

さらに内需ばかりでなく、感染の世界的な拡大からすれば外需も同様に低迷し、輸出の回復力は弱いものに留まることが予想される。また世界貿易については、米中間の貿易摩擦を主因に感染症の拡大以前から既に停滞色が強く、この面での改善が見込み難い点も考慮に入れる必要がある（図表6）。このように当面のところ内需と外需の双方の低迷が続き、少なくとも今後1年程度の間はデフレ圧力が強まる可能性が大きいものと考えられる。









（資料）図表3～5はEurostatの、図表6はCPB（オランダ経済政策分析局）の、各データから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

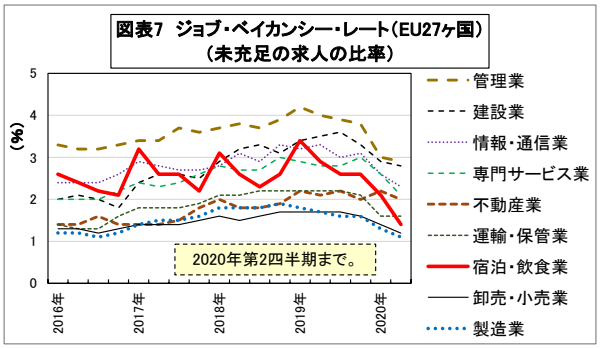
厳しさを増す労働市場の実態

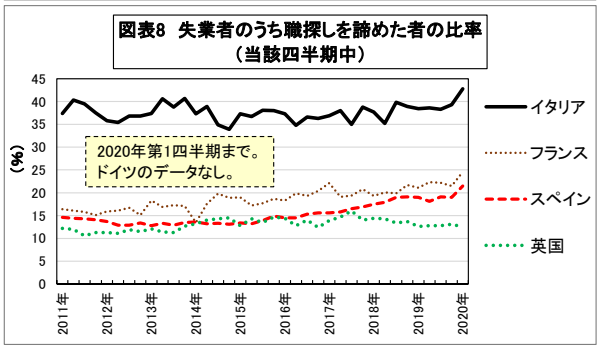
以上のように今後、失業者の増加が見込まれる中では、労働市場の実態についてさらに点検が必要である。ユーロ圏の失業率は、先に見たように米国に比べれば低い水準にあるものの、それでも 20 年 3 月の 7.2%を底にその後は毎月上昇を続け、7 月には 7.9%に達している（図表 3）。しかし労働市場の実態は、これ以上に厳しさを増しつつあるようである。

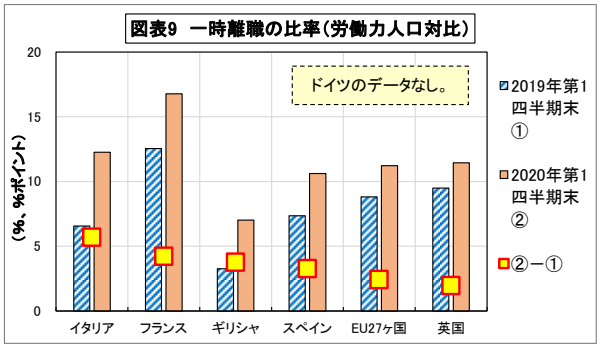
まず、未充足の求人の比率を示すジョブ・ベイカンシー・レートを見ると、感染症拡大の影響が大きい宿泊・飲食業などを中心に低下が著しい（図表 7）[注 4]。その背後には困難な環境下での求人数の減少が働いているとみられるが、同レートの低下に対応する形で、失業者のうち職探しを諦め労働市場から離脱した者の増加が確認できる（図表 8）。これらの離脱者は失業者の範疇からは外れ失業率には含まれないため、労働市場では表面的な数字以上に実質的な失業者は増加し困難な状況が拡大していることになる。

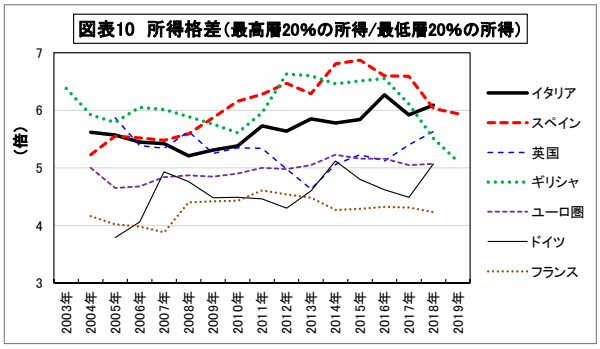
次に、短時間労働制度の適用状況である。職場からの一時離職者の比率は感染症発生前との比較でイタリアやフランスなどを中心に数ポイント増加していることがわかる（図表 9）。この一時離職者には休暇中や病気療養中の者を含むなど短時間労働制度の対象者に正確に対応するものではないこともあり一応の目安でしかないが、これらの国々では同制度の縮小に伴い、今後、この中から新たに失業者や労働市場からの離脱者が生じる可能性をはらんでいるものと捉えられる。

以上の厳しさを増す雇用情勢は内需の下押しでデフレ圧力を強めるばかりでなく、所得格差をさらに拡大させ社会情勢の不安定化を招くことで問題を一層複雑化することにも繋がりかねない（図表 10）。このため、7 月には既に 15.8%に達したスペインや 9.7%にまで上昇しているイタリアなど、ユーロ圏の主要国の中でも失業率が高い国々を中心に、労働市場の動向に十分な注意が必要になっている。









（資料）図表 7～10 は Eurostat のデータから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

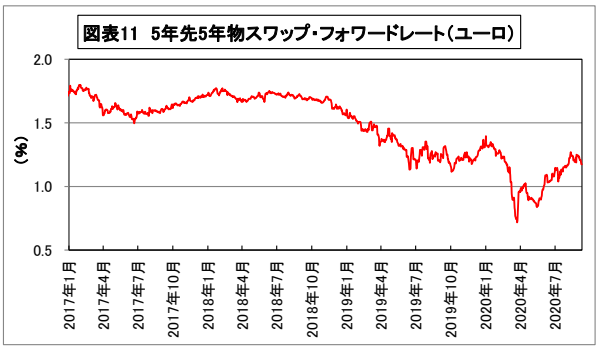
おわりに

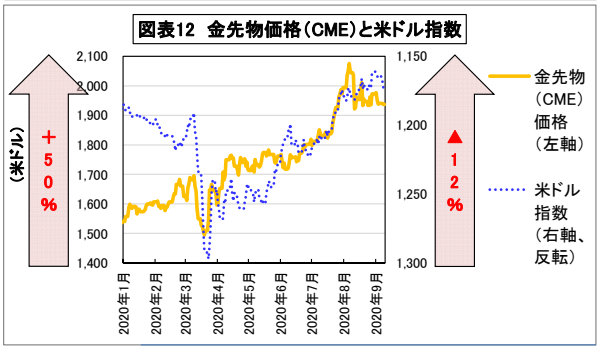
確かに感染症拡大後のグローバル化の巻き戻しは、コスト増を伴うことになる。また、温暖化対策に伴う対策により、エネルギー価格などが上昇する可能性もある。このため、様々なコスト・プッシュ要因を通じてこれまでの低インフレ状態が転機を迎えるシナリオも考えられる(注5)。

一方で、需給ギャップは拡大している。こうした下では、コスト増の製品価格への転嫁は容易ではない。完全雇用から遠ざかった労働市場では賃金上昇は望み難い。商品価格の上昇にも結び付きにくい。また、低インフレを促すとみられる IT 化は今後、一層加速することが見込まれる。

以上のインフレ要因とデフレ要因のせめぎ合いの中で、当面は後者が優勢となる可能性が大きいものと考えられる。市場でも、インフレ期待はいったん底打ちしたものの目立った回復には至っていない(図表 11)。また金価格の上昇にしても、米ドルの下落による割安感の拡大で説明できる部分がある（図表 12）(注6)。

足元のユーロ圏の物価上昇率の落ち込みにはドイツの付加価値税率の引き下げの影響などの他にエネルギー価格の下落が大きく働いているが、今後はコアも含めて物価の低迷が予想される。金融政策の手詰まり感が強まるなか、ECB の次の政策対応や「戦略的見直し」の議論の行方が注目されることになる。(20.9.18 現在)





（資料）図表 11、12 は、Bloomberg のデータから農中総研作成

(注1) ECB は 2020 年 1 月、政策の枠組みに関する「戦略的見直し」について、実施内容を明らかにした。これによれば ECB は、物価安定の数値目標、金融政策の手段、経済・金融の分析手法、市場との対話方法を対象に、金融の安定性や、雇用や環境の持続可能性などを考慮に入れつつ検討することとしている。結論を出す期限は当初は 20 年末を目途としていたが、感染症の拡大を受け、4 月に 21 年半ばまで延期された。本件については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「進むリスクの蓄積と ECB の「戦略的見直し」」(『金融市場』2020 年 3 月号所収)

(注2) 短時間労働制度として、例えばドイツでは、勤務時間を短縮しつつも雇用を継続する企業に対して政府が労働コストの一部を助成する「操業短縮制度」がある。同制度は 1969 年に導入された後、世界金融危機時の 2008 年に拡充され、また、新型コロナウイルス感染症の拡大に際して支給要件が緩和された。ドイツ以外でも、各国で同種の制度を整備している。

これらの国々のうち、英国政府は 5 月 29 日、3 月に開始した企業が従業員を一時帰休(furlough)としつつ雇用を継続する場合の政府による賃金の補助制度について、予定どおり 10 月末で政策を終了させるほか、8 月以降は段階的に政府負担の一部を企業負担に置き換えていく方針を発表した。

(注3) こうした政策の段階的な転換の必要性については、IMF や OECD などが問題喚起を行っている。例えば次を参照されたい。

・ OECD(7 July 2020)“OECD Employment Outlook 2020 – Worker Security and the COVID-19 Crisis”

(注4) ジョブ・ベイカンシー・レートは、期末時点における、「未充足のポジション数/(既充足のポジション数＋未充足のポジション数)x100」である。

(注5) 第二次世界大戦ではやはり各国の財政は大幅に悪化し、また戦後にはインフレが亢進した。この際には、英国などでは財政改革を進めるため名目金利を人為的に抑制する、いわゆる「金融抑圧(Financial Repression)」の政策を採用したとされている。

(注6) 図表 12 の米ドル指数は、Bloomberg が算出する、主要 10 ヶ国の通貨で構成されるバスケットの米ドルに対するパフォーマンスに連動する指数である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます