

21 年の欧州経済、インフレ回帰による波乱はあるのか？

～小幅で一時的な物価上昇に留まり影響は限定的～

山口 勝義

要旨

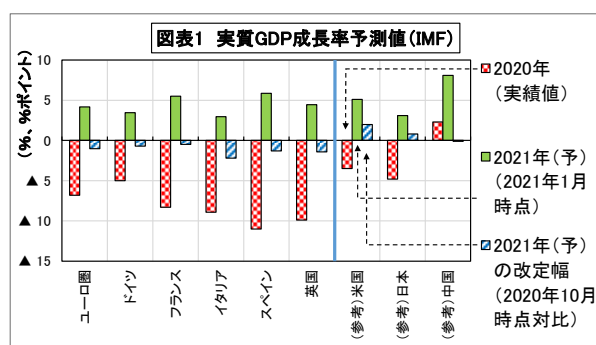
欧州では新型コロナワクチンの普及に伴う外出制限などの緩和を受けて、需要の拡大と供給の制約により物価が上昇する可能性がある。しかし比較的小幅で一時的な上昇に留まり、緩和政策の見直しが迫られるなどのリスクシナリオの蓋然性は高くないものとみられる。

はじめに

2021 年の世界経済を巡る主要テーマは、「ワクチン接種の普及による新型コロナウイルス感染症の収束と経済活動の回復」ということになるのだろう。しかし欧州にはこれまで本誌で述べてきたように様々な懸念点が残されているため、米国などと比較して経済回復が順調には進まない可能性が大きい^(注1)。こうした見方は国際通貨基金（IMF）による経済見通しでも共通している。前回の 20 年 10 月の見通しで、欧州については 20 年の経済活動の落ち込みの大きさとともに 21 年の戻りの鈍さを指摘していた IMF は、この 1 月には、欧州の 21 年の成長率予測値をさらに下方改定してきている（図表 1）^(注2)。

このように経済回復の道のりが平坦ではない欧州であるが、しかし一方で、21 年にはワクチンの普及により景気回復に向けたセンチメントが好転するにつれ、物価が先行して上昇に向かう展開も想定される。その根拠のひとつは需要側にある。外出や旅行、飲食などの制限の緩和を受けて、これまで抑えられてきた消費を、コロナ危機下で大幅に拡大した家計の貯蓄が急回復させるとみられるためである。

これと同時に注目されるのは、このところ表面化している供給側の問題である。



（資料）IMF（2021 年予測値）および各国統計局等（2020 年実績値）の、各データから農中総研作成
（注）（予）は IMF による予測値である。

これには、例えばパソコンなどの需要の高まりの中で生じた半導体不足による自動車生産の停滞がある^(注3)。海運コストの上昇によるモノ不足もある^(注4)。原油などの資源価格や大豆を始めとする農産物価格の上昇も見られている。コロナ危機による企業の廃業や失業者のスキルの喪失に加えて、少子高齢化や温暖化対策なども物価を上昇させる要因となり得る。

では実際に、欧州で 21 年に需要の拡大と供給の制約により足元で物価が上昇し、中期的なインフレ期待も押し上げられる蓋然性はどの程度高いのだろうか。そして長期金利が上昇し、当面の間は継続が求められる金融・財政双方の緩和策についても見直しが迫られ、スタグフレーションに陥るなどのシナリオを、どの程度、考慮に入れる必要があるのだろうか。

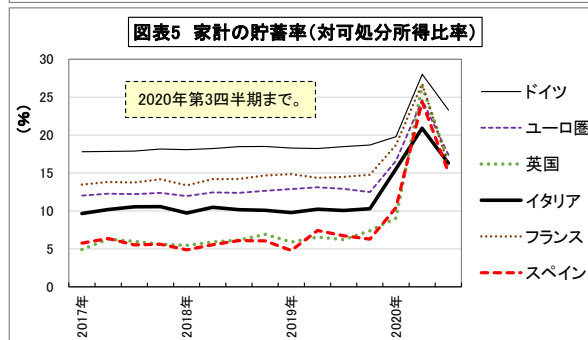
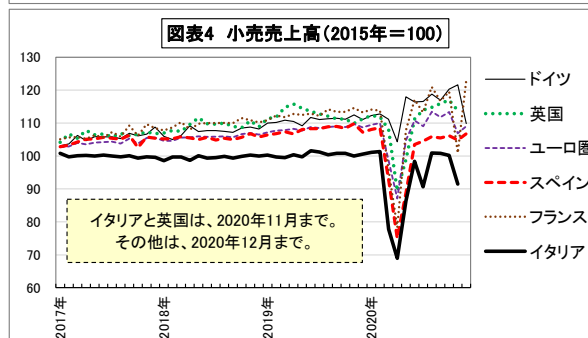
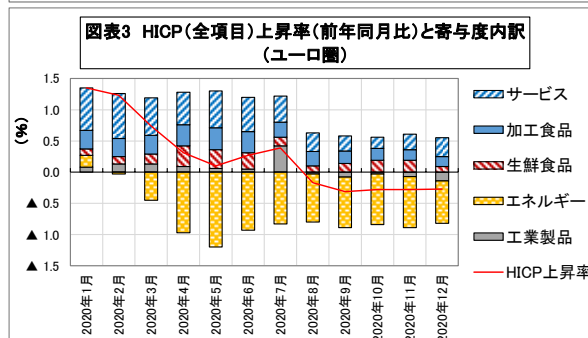
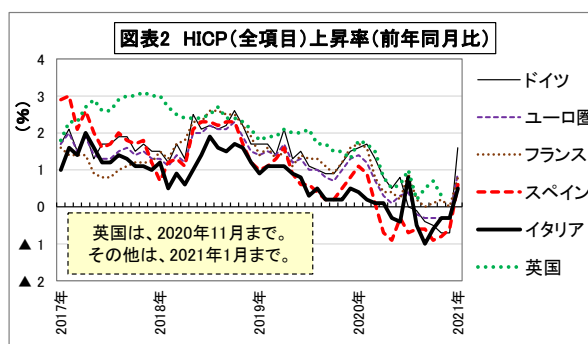
消費者物価や貯蓄・消費の現状

最初に欧州の物価と、貯蓄や消費の現状を確認しておく、次のとおりである。

ユーロ圏の消費者物価（HICP）上昇率（前年同月比）は、直近の21年1月のデータでは全項目ベースで前月の▲0.3%から0.9%へ大幅に回復し、6ヶ月ぶりにマイナス圏を脱した。エネルギーや食品などを除くコアも、前月の0.2%から1.4%に上昇している（図表2）。しかし、この回復は主に外出制限に伴うセールの先延ばしやドイツの付加価値税（VAT）減税の終了などの一時的な要因によるものとみられ、今後も同じ傾向が継続するとは考えにくい^(注5)。このほか寄与度内訳では、20年12月までのデータであるが、サービスや食品のプラスの寄与に対して、エネルギー価格によるマイナス寄与が継続している状況が見て取れる（図表3）。

次に、貯蓄と消費の動向はどうか。欧州では18年以降の貿易摩擦の拡大や、同年の欧州連合（EU）による新たな乗用車等の燃費試験の導入に関連した自動車生産の低迷などの影響を受け、17年末をピークに、その後、経済活動は減速感を強めていた。この生産の低迷に対し景気の下支え役として機能してきたのが消費であったが、これがコロナ危機により一転して打撃を被ったわけである。こうした中で、制限の緩和や再強化で変動はあるものの、消費の低迷と家計の貯蓄の拡大が並行して現れている（図表4、5）。

以上の下で注目されるのが、外出制限などが緩和された場合の消費の動向である。消費と貯蓄の現状は、そのかなりの部分が外出などの人為的な制限の結果とみられるため、これが緩和される局面では大きな反動が起こるものと予想される。



(資料) 図表2～5はEurostatのデータから農中総研作成

そして、この需要の急拡大は、足元で需給を引き締めるとともに中期的なインフレ期待をも押し上げる可能性がある。しかし、果たしてこうした効果が想定どおりに生じるのかどうかについては、影響を及ぼし得る他の材料などを含めて総合的に検討する必要があるものと考えられる。

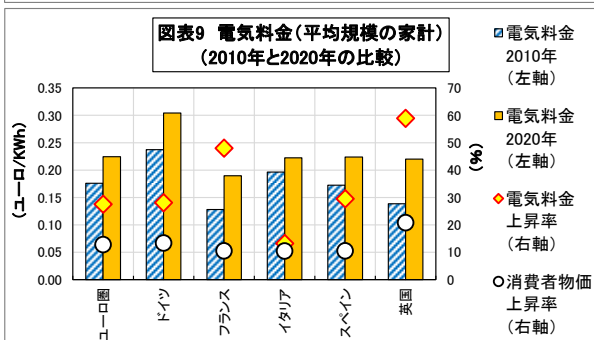
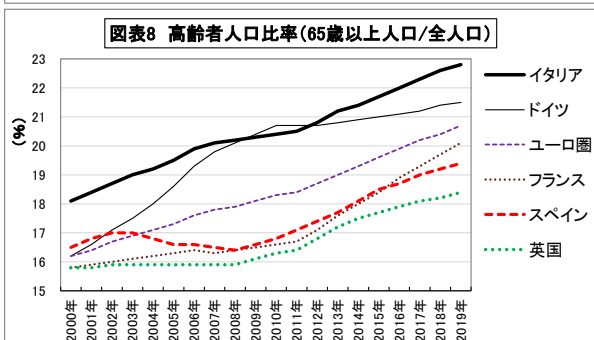
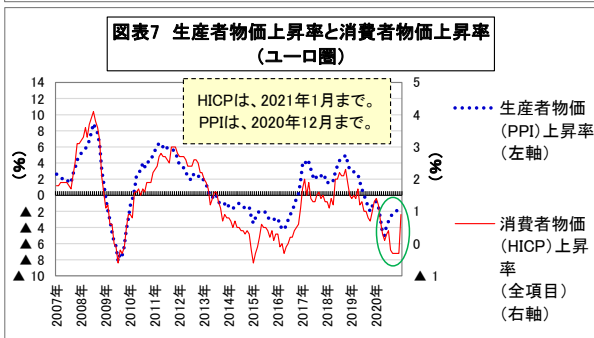
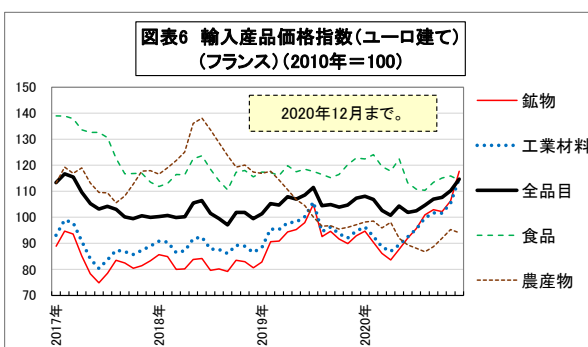
物価動向に影響を及ぼす様々な材料

まず、物価の上昇にはワクチン接種の順調な普及が前提となる。しかし欧州ではワクチンの供給不足などで接種に遅れが生じており、21年9月末にはひと通りの完了を目指すドイツやフランスでも、その達成は困難との見方が強まっている^(注6)。しかも、感染力が強く、ワクチンの効果が疑われる変異種も発生している。このため、感染症の収束は遅れ、外出制限などの緩和に時間を要するとともに国民の間で警戒感が長引き、需要の反発が緩やかで小幅なものに留まる可能性がある。

こうした点で不透明感が残る一方では、物価上昇に結び付く材料が複数存在するのも事実である。先に挙げた半導体不足や海運コストの上昇に伴う供給の制約などに加え、昨年の春から夏以降には鉱物資源や農産物の価格の上昇が現れている。ユーロ高傾向の下でも輸入製品の価格は上昇しており、今後、この影響が具体化してくることが考えられる(図表6)。その際、足元では一時的な要因による1月のHICPの急反発を除けば需要の低迷の下で生産者物価と消費者物価の上昇率の間には乖離があるが、ワクチン接種の普及に伴う需要の回復に従い、生産コストの消費財価格への転嫁が進みやすくなることも考慮に入れる必要がある(図表7)。

このほか構造的な物価上昇要因として、少子高齢化や温暖化対策などがある^(注7)。人口の伸び悩みと高齢化により、生産年齢人口は減少し、生産よりも消費に重点が移ることになる(図表8)。また温暖化対策では、再生エネルギーの買い取り価格の電力料金への上乗せなどにより、消費者のコスト増は不可避である(図表9)。

しかし現実には、これらがうまく複合



(資料) 図表6はINSEE(フランス国立統計経済研究所)の、図表7~9はEurostatの、各データから農中総研作成

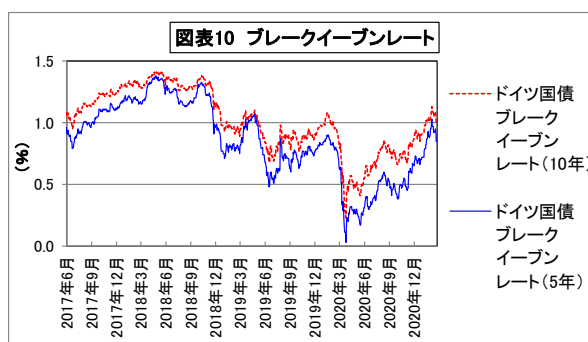
しない限り、物価を継続的に上昇させ、インフレ期待を押し上げるには力不足のように考えられる。このため、当面のところ欧州では物価が上昇しても比較的小幅で一時的なものに留まる可能性が大きい、と捉えるのが相当ではないかとみられる。

おわりに

当面のところインフレの昂進は考えにくいとする根拠には、以上の個別の材料の特性と合わせて、コロナ危機の下、非正規労働者に対する負荷の増大などで拡大した貧富の格差がある。この結果、本来消費性向の高い低所得層の立ち直りには時間を要し、外出制限などの緩和に伴う需要の高まりは生じるとはしても、いったん拡大した需給ギャップの解消には2年以上の時間を要するものとみられている。

実際に市場でも、インフレ期待は底打ちした後も高い水準に上昇しているわけではない(図表10)。こうして基調としてのインフレ圧力は強くはないまま、21年にはエネルギー価格のマイナス寄与度の縮小などもありHICPの年間上昇率が2%近くに達する局面は見込まれるものの、それ以上にインフレが政策などに影響を及ぼす状況に発展するとは考えにくい。

そして、この先注目されるのは、持続的な物価上昇をもたらす原動力としての賃金の動向ということになる。この数年間、



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

欧州では労働分配率は低下傾向にあるが、労働者不足で賃金交渉力が強まりこの動きに反転が生じるのかどうか、あるいは、ロボットや人工知能(AI)の普及が加わり従来の傾向が助長されることになるのかどうか、などに注意を払う必要がある。

特にインフレ期待は将来に向けた消費者の集団心理などにも左右されるため、その動向を見通すことは簡単ではない。しかし21年の欧州については、以上から、インフレの回帰により緩和政策の見直しが迫られ、またスタグフレーションに陥るなどのリスクシナリオの蓋然性は高くはないものと考えられる。(21. 2. 22 現在)

(注1) コロナ危機の下での欧州経済の特徴については、次を参照されたい。

- ・ 山口勝義「世界的な感染症拡大で日・米以上に縮小する欧州経済」(『金融市場』2020年8月号所収)
- ・ 山口勝義「コロナ危機が拡大する国家間の格差、国民間の格差」(『金融市場』2021年1月号所収)
- ・ 山口勝義「コロナ危機下の企業、銀行、家計の動向と今後の懸念点」(『金融市場』2021年2月号所収)

(注2) 次による。

- ・ IMF (January 2021) “World Economic Outlook Update” p4

(注3) 例えば次による。

- ・ Financial Times (8 January 2021) “Car manufacturing hit by global semiconductor shortage”
- ・ Financial Times (26 January 2021) “Global chip shortage brings vehicle production lines to a grinding halt”

(注4) 例えば次による。

- ・ Financial Times (20 January 2021) “Shipping costs quadruple to record highs on China-Europe ‘bottleneck’”

- ・ Financial Times (31 February 2021) “European retailers face goods shortage as shipping costs soar”

(注5) ドイツは20年7月から12月末まで、コロナ危機対策としてVATの標準税率を19%から16%に、食品などの軽減税率を7%から5%に引き下げた。

(注6) 例えば次による。

- ・ Wall Street Journal (January 4, 2021) “How Europe Tripped in Covid-19 Vaccine Race”

また、ドイツの研究機関Ifoによる最新の調査では、ドイツ企業関係者の見通しとして、生活上の制限は現時点から7.4ヶ月間(つまり2021年9月半ばまで)継続し、また自己の業務のコロナ危機前への復帰は10.3ヶ月後(つまり2021年12月半ば)を見込む、との結果が示されている。次による。

- ・ Ifo (4 February, 2021) “Companies Expect Germany’s Coronavirus Restrictions to Last until Mid-September”

(注7) 物価上昇要因としては、以上に挙げた要因以外にも、コロナ危機の下での企業の廃業や失業者のスキルの喪失に伴う供給面の弱体化、コストよりもサプライチェーンの安定性を優先する生産の国内回帰の動きの強まり、なども考えられる。