分析レポート

欧州経済金融

長期化する供給面の制約とECBの政策対応

～3つのミスマッチと3つのジレンマ～

山口　勝義

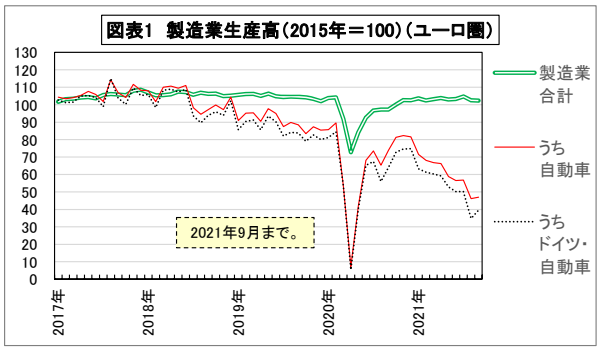
要旨

新型コロナウイルスと気候変動対策の双方の影響の下で複数のミスマッチが同時に発生したことにより、供給面の制約が生じている。この制約が長く継続する、あるいは頻繁に再発する可能性が否定できず、物価上昇を巡ってECBは難しい政策判断を迫られることになる。

はじめに

欧州では労働力不足やモノ不足の他に夏以降はエネルギー価格の高騰も加わり、経済の供給面にのしかかる様々な制約がコロナ危機からの景気回復に陰を投げかけている。例えば主力の自動車産業では、半導体不足などで生産の不振が鮮明である（図表1）。サービス業でも、業務の制約要因として労働力不足を指摘する事業体が増加している。同時に物価上昇圧力がかかっており、欧州経済がスタグフレーションに陥る懸念もないとは言えない。

こうした動きの背後では、新型コロナウイルスの影響と気候変動対策による影響の、双方が働いている。まず新型コロナウイルスの関連では、移動等の制限措置の緩和に伴い需要が急回復する一方で、供給側でボトルネックが拡大している。欧州では、ワクチン接種の進捗で新規感染者数が減少した後にも長く労働力不足が続いている。また東南アジアにおける感染の拡大により、部品の供給が停滞しモノ不足の形でグローバルなサプライチェーンの機能低下が現れているほか、港湾機能の低下などで海運運賃の高騰も生じている。次に気候変動対策の関連では、エネルギー価格の上昇が著しい。なかでも比較的クリーンなエネルギー源である



（資料）Eurostatのデータから農中総研作成

天然ガスに対する需要が拡大するとともに、風力発電などの発電量低下による代替需要の強まりや供給側の増産への慎重姿勢などが重なり、欧州では天然ガス価格が急上昇するに至っている。

はたしてこうした供給面の制約は一時的な現象なのだろうか。遠からず、感染症の収束に応じて労働力不足やモノ不足は解消し、また需給の引き締まりの緩和で資源価格は落ち着きを取り戻すと見てよいのだろうか。そして物価の上昇は鎮静化し、欧州中央銀行（ECB）も、コロナ危機からの経済の正常化の行方が依然として不透明な中で、現行の緩和政策を支障なく維持することができるのであろうか。

これらを議論するには、まず、労働力不足やモノ不足、エネルギー価格の高騰などの供給面の制約を生じた要因について、改めて検討することが必要と考えられる。

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

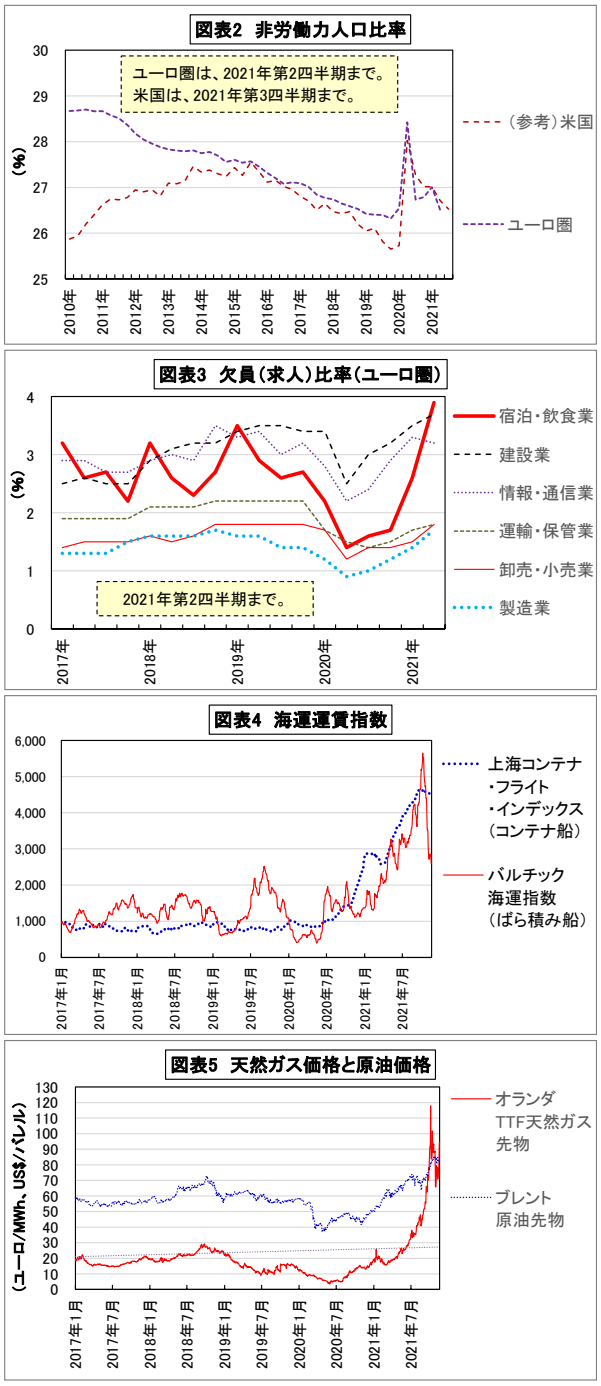
3 つのミスマッチと供給面の制約の継続

供給面の制約を招いた要因としては、新型コロナウイルスと気候変動対策の双方の影響の下で、複数のミスマッチが同時に発生した事実を挙げることができる。

その第一は、労働需給のミスマッチである。ユーロ圏では、コロナ危機で急上昇した非労働力人口比率が、米国とは異なり今ではほぼ危機前の水準に低下してきている（図表 2）(注 1)。しかしその一方で、職種によっては労働力の不足感がむしろ強まっているという特徴がある（図表 3）(注 2)。第二には、感染状況のミスマッチである。ワクチン接種の進捗で新規感染者数が低下し需要が急回復したユーロ圏に対し、新興国の中では感染者数の増加や高止まりが見られている。サプライチェーンに組み込まれたこれらの国々の移動制限や職場閉鎖などが、モノ不足や海運運賃の上昇として現れている（図表 4）。

同時に気候変変動対策に関連した第三のミスマッチがある。経済活動の正常化に伴う一般的なエネルギー需要の回復に脱炭素対策での比較的クリーンな天然ガスへの需要拡大が加わり、資源需給の不均衡が強まっている（図表 5）(注 3)。

以上のミスマッチはいずれも一時的な現象であり、感染症の収束に応じて解消に向かうとの見方もある。しかし、第一の点については、既に非労働力人口比率が元の水準に戻った下では、労働力の職場復帰によって単純に解消が見込める類のものではない。また第二の点に関しては、ワクチン接種の進捗には国によって格差が大きいこと、今後とも感染力が強い新たな変異株が発生し世界各地で影響を拡大する可能性があること、また第三の点では今後は気候変動対策が一層加速する中で様々な不均衡をこれまで以上に生じやすくなること、などを指摘することができる(注 4)。これらを勘案すれば、3 つのミスマッチとこれに伴う供給面の制約が長く継続する、あるいは頻繁に再発する可能性を否定できないことになる。



（資料）図表 2 は OECD の、図表 3 は Eurostat の、図表 4、5 は Bloomberg 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

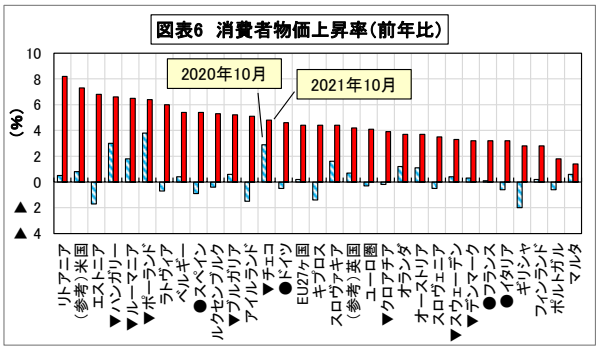
3 つのジレンマと ECB の政策対応

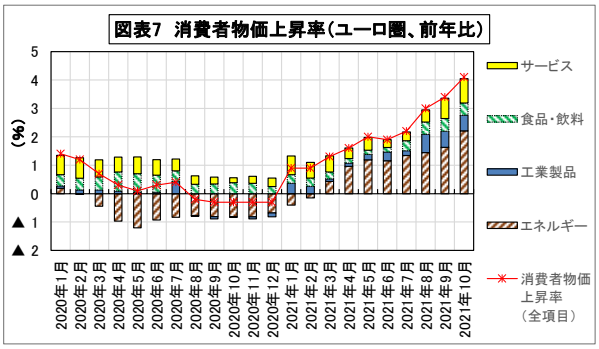
このような環境の下で、ECB が抱えるジレンマはこれまで以上に強まっている。まず、ユーロ圏全体としては物価上昇圧力が強いとはいえ各国毎には大きな格差が存在している。このため、その第一として、ユーロ圏にはあるべき唯一の政策は存在しないという点がある（図表 6）。

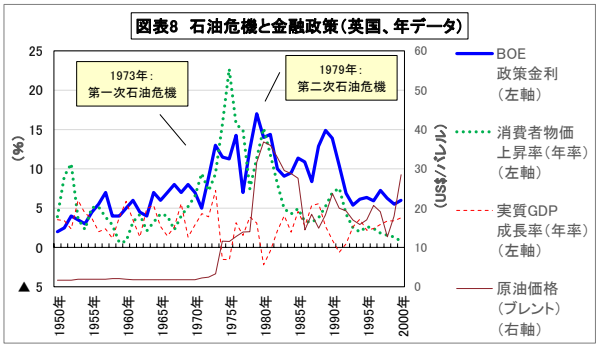
第二には、金融政策の有効性に関わるより本質的なジレンマである。最近の物価上昇の主な要因はエネルギー価格の上昇である（図表 7）。ここで引き締め政策へ転換しても資源需給の不均衡などの供給面の制約を軽減するには効力は乏しく、同時に経済には負荷を負わせることになる。ちなみにかつての石油危機時には、原油価格の上昇と政策金利の引き上げで経済の低迷が続いた状況が、例えば英国のデータによって確認できる（図表 8）。しかしその一方で、ECB は遅滞のない政策変更により経済主体のインフレ予想を目標値に繋ぎ止めておく責務を担っている。

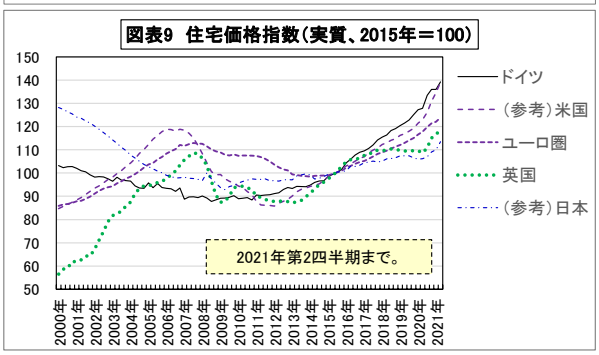
次に第三のジレンマは、資産バブルに関わるものである。ドイツなどでは既に住宅価格の上昇の勢いが強まっており、ECB が引き締め策の効果の限界や負の側面に配慮し現行の緩和策を継続する場合には、将来に向けて経済波乱の芽を拡大することになりかねない（図表 9）。

こうしたなか、欧州連合（EU）に加盟する非ユーロ圏の国々には政策金利の引き上げに動いた国もある[注 5]。英国でも、イングランド銀行（BOE）は 11 月には引き上げを見送ったものの、今後数ヶ月内に利上げが必要になるとの見方を強めている。これに対し ECB は、ユーロ圏に固有の第一のジレンマも含め難しい立場に立たされている。各種のミスマッチを背景とする物価上昇にどう対処するのか、後手に回った政策対応をどう回避するのか、また景気回復や気候変動対策で重要となる企業投資を阻害しない政策をどう打ち出していくのかなどの課題を巡って、難しい政策判断を迫られることになる。









（資料）図表 6、7 は Eurostat の、図表 8 は BOE の、図表 9 は OECD の、各データから農中総研作成
（注）●は四大国、▼はユーロ圏外の国々を示す。

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

こうして欧州経済は、1年前の低インフレ懸念からスタグフレーション懸念へと、短期間に大きな変化を遂げたことになる。

この間の教訓の第一は、ウイルスとの共生が続く下では労働力やモノの不足を通じて供給サイドにボトルネックが生じやすくなり、これが物価上昇を促すという点である。また、今後は中期的に安定性をより重視したサプライチェーンへの組み直しの動きが強まり、製造プロセスの分散化や国内回帰（オンショアリング）を通じて企業のコストが上昇し、物価の押し上げ要因となる可能性もある。加えて、労働力不足が継続することで賃金に上昇圧力がかかり、需要面から物価上昇圧力が強まる可能性にも注意が必要となる。

また気候変動対策に関して今回の経験は、化石燃料からクリーンエネルギーへのエネルギー転換は一方向に単純に進むものではないこと、この移行の過程ではエネルギー価格が一段と不安定化する可能性を否定できないことを示している。

では、このような環境の下で ECB はどう動くのだろうか。利上げはエネルギー価格主導の物価上昇に対し逆にスタグフレーションのリスクを高めることになる。一方、気候変動対策で企業に生産性や収益性の改善に直接結び付かない大規模な投資を促す観点からは長期の実質金利を低く抑えることが重要である。このため、経済主体のインフレ予想を注視しつつ、引き締め策への転換には慎重姿勢を継続するものと考えられる。（21.11.22 現在）

（注1） ILO の分類による、「employed」（就業者）、「unemployed」（失業者）（以上の合計が「active population」（労働力人口））、および「economically inactive」（非労働力人口）のうち、「非労働力人口比率」は「economically inactive」の、対人口比率である。

コロナ危機では、求人の減少に伴い職探しをあきらめた者や子弟の学校の閉鎖により在宅を強いられたことで退職した者など、いったん労働市場の外に退避した者が増加したが、ここにはこれらが含まれている。

なお、ユーロ圏全体としては非労働力人口比率がほぼ危機前の水準まで低下しているが、フランスでは危機前の水準をやや超えてこれが低下しているのに対し、ドイツなどでは危機前の水準を若干上回るなど、国ごとには幾分差異が見られている。このほか英国でも、同比率は危機前の水準をまだ上回っている。

（注2） 「欠員（求人）比率」（ジョブ・ベイカンシー・レート）は、採用が未了のポジション数を、採用済みのポジション数と採用未了のポジション数の合計で除したものである。

対人接触が多く感染リスクが高い飲食業の従業員や、将来的に自動化が進むとみられる運転手などの職種では経済活動の正常化の過程でも労働力の供給が滞り、また一方では人材の需要が強まっている情報処理分野などで十分なスキルを持った人材の供給が追い付かず、労働市場では労働供給側の職種選択と労働需要側が求めるスキルの両面で需給のミスマッチが強まっているものと考えられる。また、運転手などの職種では、感染拡大防止のための外国人労働者の入国制限なども影響しているものとみられる。

（注3） 天然ガスは、石炭や石油と比較して温室効果ガスの排出量は少なく、化石燃料の中では比較的クリーンなエネルギー源である。また、発電の燃料や暖房の熱源などのほか、メタノールやアンモニアなどの製造に使用され肥料製造などで広く利用されている。

今回の天然ガス価格の上昇の背景には、再生可能エネルギーの貯蔵が困難で、これによる発電量の変動が大きい点がある。このため今後とも化石燃料からクリーンエネルギーへの移行は前者から後者への単純な置き換えとはならず、化石燃料への並行的な依存がしばらく継続するとの見方が一般的である。こうしたなか、比較的クリーンな化石燃料である天然ガスには再生可能エネルギーの一時的な供給不足を補うためのバックアップ発電などを含め、この移行を円滑にするエネルギー源として需要が継続するとみられる。しかし逆に見ると、欧州が 2050 年までの温室効果ガス実質ゼロ化を目指す移行期においては、天然ガスに対する需要の頻繁な変動によりその価格が一段と不安定性を増す可能性を否定できないことになる。

なお、今回の天然ガス価格の上昇では、産出国で天然ガスの採掘量を増加させても現存のパイプラインや液化施設の余力は限られるため供給量を即座に増加できるとは限らず、価格の高止まりが長期化する可能性がある。また、ロシアに対する天然ガス依存の大きさという点で地政学的リスクが露呈した側面もある。

（注4） 気候変動対策に伴う不均衡の発生と、これに伴うコストの上昇の可能性としては、（注3）で述べたエネルギー価格の上昇や不安定化のほか、脱炭素製品の生産に必要な資源や素材の供給不足や価格の上昇、また運輸コストの上昇などがある。

（注5） EU 内で政策金利の引き上げを実施した国としては、ハンガリー、チェコ、ルーマニア、ポーランドがある。また、EU 外の欧州ではノルウェーがある。

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