分析レポート

欧州経済金融

2022 年、転換期のユーロ圏経済

～コロナとの共生と気候変動対策が同時進行する下で～

山口　勝義

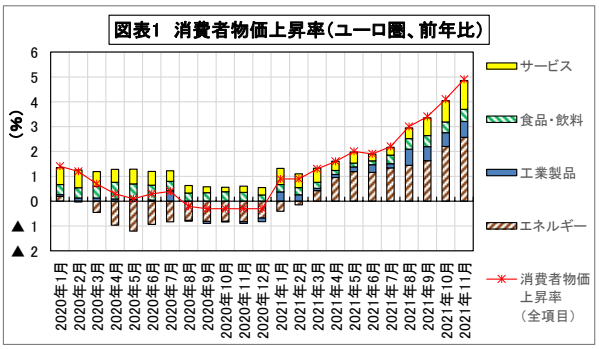
要旨

22 年にはコロナとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が同時進行する下で、ユーロ圏経済はひとつの転換点を迎えることになるものとみられる。まずは物価情勢と ECB の政策対応が、そしてこれとの関連で社会情勢が、注目点になると考えられる。

はじめに

2021 年の欧州経済を振り返ると、特徴的な動きとして次の 2 点を指摘できる。第一は新型コロナウイルスのデルタ株の感染拡大に翻弄され、また年末には新たにオミクロン株の影響が懸念される状況に置かれたことである。ここでの教訓は、感染が拡大する下では供給サイドにボトルネックが生じやすくなり、これが労働力やモノの不足を通じて物価上昇を促す点である。今後とも感染力が強い新たな変異株が発生し世界で影響を拡大することでコロナとの共生が長期化し、この歪みが長く継続する、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。

第二は気候変動対策を巡る影響である。欧州連合（EU）では 6 月に「欧州気候法」が採択され、50 年までの温室効果ガス実質ゼロ化に向けて具体的な対策が本格化しつつある。こうしたなか、比較的クリーンなエネルギー源である天然ガスに対する需要が拡大する一方で、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。今回の経験は、化石燃料からクリーンエネルギーへの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が小さくないことを示している。



（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

このように、21 年にはコロナとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が経済情勢を左右する要因として浮上してきたわけである。そして 22 年にはこれらの 2 要因が同時進行することで、21 年中に生じた供給制約や物価上昇圧力が残存し根強く影響し続けるものと考えられる(注 1)。

こうしてユーロ圏経済は低インフレ懸念からスタグフレーション懸念へと短い期間に大きな変化を遂げ、欧州中央銀行（ECB）の政策対応が注目点となっている（図表 1）。加えてデジタル化や AI 化などが進捗するほか、貿易関係に影響を及ぼす国際関係も一層複雑化してきている。基調としては少子高齢化の動きもある。今やユーロ圏経済は、大きな環境変化の中でひとつの転換期を迎えていると見ることができるのではないだろうか。

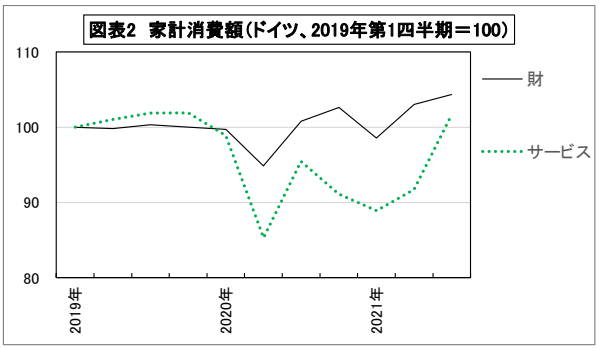
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

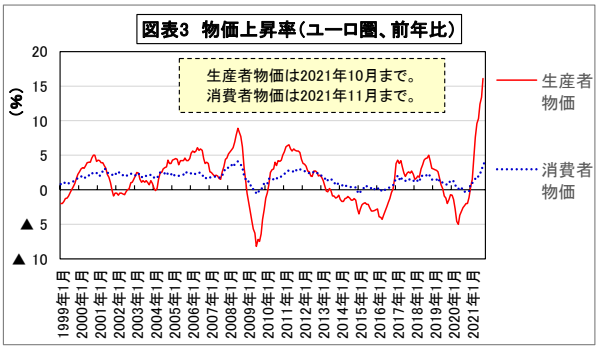
物価情勢を巡る注目点とECBの対応

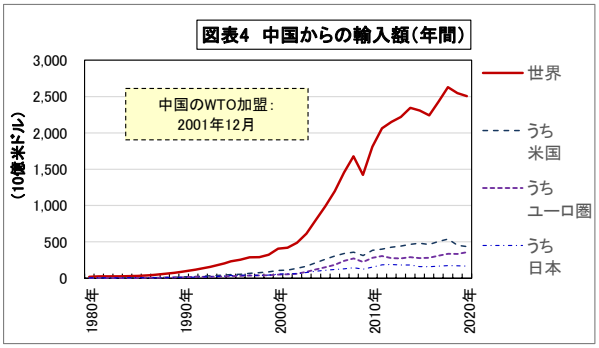
このようななか目下の議論においては、オミクロン株などの新たな変異種の発生は需要を抑制し、物価上昇圧力を緩和するのではないかとの見方がある。しかしこれまでの経験では、感染の拡大に伴いサービス需要は大きく落ち込む一方で、財に対する需要は底堅く推移してきている（図表 2)。このため今後についても、変異種の発生は供給制約を拡大し、逆に物価上昇圧力を強める方向で働く可能性が大きいのではないかと考えられる。

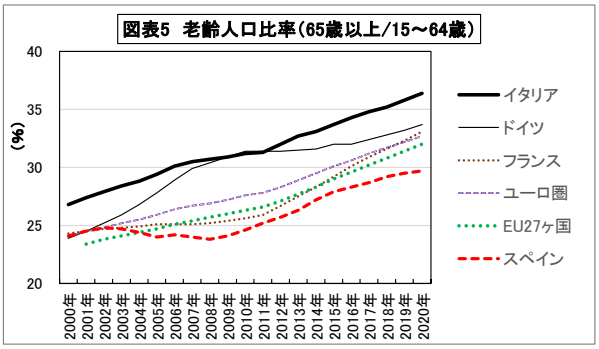
この他の注目点としては、第一に過去に例を見ない生産者物価の上昇と消費者物価との乖離がある（図表 3)。これからすれば、生産者側のコスト上昇分の、消費者側への潜在的な転嫁の余地はかなり大きいことになる。第二には、貿易を巡る動向である（図表 4)。サプライチェーンの分散化や、中国やロシアなどとの緊張の高まりに伴う脱グローバル化の動きなどが、今後、企業のコスト増加要因となる可能性がある。また中期的には第三として、少子高齢化の影響も重要である（図表 5)。生産年齢人口の減少や貯蓄率の低下などが物価上昇要因としてどの程度働くことになるのか、見極めが必要となっている。

こうした中でのポイントは、ECB の政策対応である。ECB は、物価上昇は一時的な現象であるとして金融政策の正常化には慎重であり、早期の利上げの可能性を否定している。一般的にも、確かに金融引き締め策への転換は資源需給の不均衡などを主因とする物価上昇には効力が乏しく、逆に実体経済に負荷を及ぼすことになる。しかしその一方で、ECB は適時の政策変更を通じ経済主体のインフレ予想を目標値に繋ぎ止める責務を担っている。ここで









（資料）図表 2、3、5 は Eurostat の、図表 4 は IMF の、各データから農中総研作成

ECB が信任を失えば、市場や経済の大きな混乱を招く結果にも繋がりかねない。

このように 22 年のユーロ圏では、物価動向と ECB の政策対応が何よりの注目点である。国際的な政治情勢などを含めて、注意深いフォローが必要となる。

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

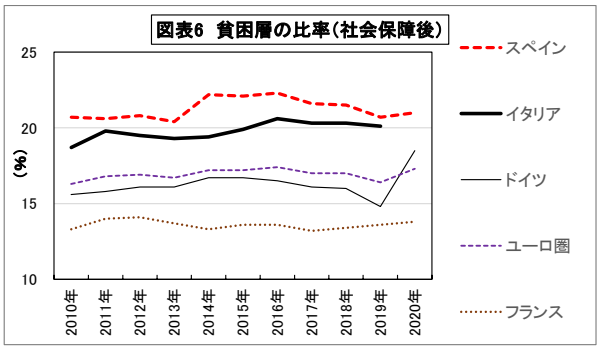
預金者や若年層への負担のしわ寄せ

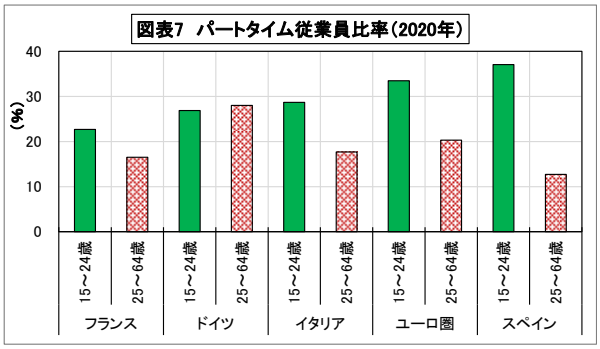
一方で、ECB の第一の使命である物価の安定が達成されている下では、ECB が資産買い入れ策などを含め現行の緩和政策を維持することは理にかなった対応である。というのも、コロナ危機からの景気回復のみならず、本格化する気候変動対策や、さらには財政改革のために緩和策は重要な支援材料となるためである。気候変動対策では、企業は耐用年数の残る資産の廃棄を迫られるとともに生産性や収益性の改善に直接結びつかない巨額の投資を強いられることになる。また、政府債務は財政危機時の水準を超えて悪化しており、財政改善の取り組みが必要になっている。

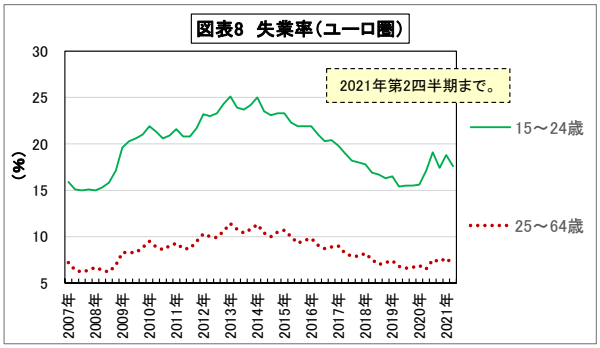
しかしその反面で、緩和策の継続は社会経済情勢に与える弊害をも伴っている。物価上昇に伴う負荷ばかりか、現行の政策が債務者である企業や政府には有利に働く一方で、低金利を通じて預金者など広く国民に負担を及ぼすためである。

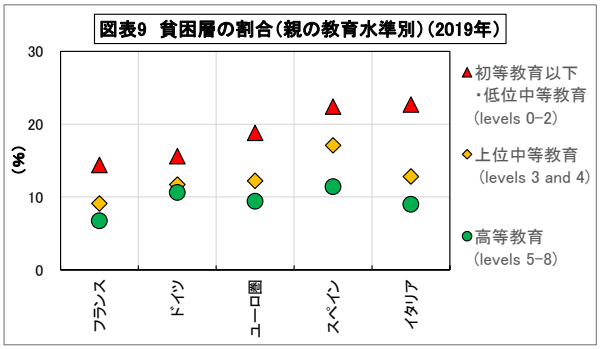
既にコロナ危機では貧困層が拡大する気配も出ているが、なかでも懸念されるのは若年層の状況である（図表 6）[注 2]。パートタイム従業員比率が高く雇用は安定性を欠いており、現実に失業率も高止まりするなど、若年層は厳しい状況に置かれている（図表 7、8）。加えて、一般に若年層は不動産や株式などの資産の保有が限られているため、住宅価格などに資産バブルの兆候も現れている中で、経済面で一層不利な立場に立たされることになる。そして、若年層の疲弊はスキルの習得やキャリア開発に支障をきたし経済成長を抑制する要因となるとともに、不満の蓄積が社会情勢の不安定化を呼び起こすことに繋がりかねない。加えて、現在の若年層の疲弊が後の世代に貧困状態を代々引き継ぎ、長期間に渡り格差を定着化させることも懸念点である（図表 9）。

デジタル化や AI 化などが着実に進む下で、特に現代は若年層の教育・訓練が重要な時代である。22 年を通じて、こうした社会情勢の推移にも目を配ることが重要になるものと考えられる。









（資料）図表 6～9 は、Eurostat のデータから農中総研作成

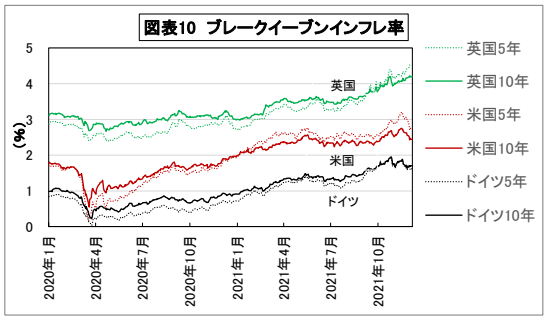
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

おわりに

以上のように22年にはユーロ圏経済はひとつの転換点を迎え、まずは物価情勢と ECB の政策対応が、そしてこれとの関連で社会情勢が、注目点になるものと考えられる。このうち ECB については、既に現在、非常に難しい立場に置かれている。

前述のとおり、物価上昇は一時的な現象であるとする ECB は金融政策の正常化には慎重な姿勢を維持している。一方、経済主体のインフレ予想はと言えば、ECB が目標値とする 2%近辺に納まっており、現在のところ市場の ECB に対する信任は維持されているものと判断できる（図表 10）(注3)。このように経済主体のインフレ予想が目標値に繋ぎ止められている限り、様々な経済ショックがインフレ予想に与える影響は限定され、実際の物価上昇に対する影響も軽減されることになる。

しかしこれは極めて微妙なバランスの上の繋ぎ止めである。確かに金融引き締め策は現在の物価上昇には効力が乏しく、実体経済には負荷を及ぼすことになる。一方、22 年にはコロナとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が同時進行する下で、物価上昇圧力が根強く継続することが見込まれている。このまま物価水準



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

が高止まりすれば、ECB は必要以上に緩和政策に拘泥しているとして信任を失い、長期金利の急上昇により市場や経済は混乱に陥りかねないことになる。そもそも資産買い入れ策で国債利回りに歪みが生じ、インフレ予想を示す指標は実態を正確に反映していない可能性もある。こうして、ECB にとり時機を逸しない適切な行動をとることが極めて重要になっている。

後手に回った政策対応をどう回避するのか、しかも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、ECB は非常に難しい政策判断を迫られている。ユーロ圏では新たな大規模な感染拡大などはないとの前提の下で、22 年には 4%程度の経済成長が予想されている。しかし以上からすれば、下振れリスクは依然大きいものと見る必要があろう。（21. 12. 17 現在）

(注1) コロナとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が同時進行する下で物価上昇が生じる要因としては、次の 3 つのミスマッチが同時に発生する可能性が強まっている点を指摘できる。

第一に、労働需給のミスマッチであり、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る点である。これは構造的な問題であり、いったん労働市場から退出した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とは考えられない。また、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することになる。

第二には、感染状況のミスマッチである。ユーロ圏で感染が鎮静化し需要が回復する一方でサプライチェーンに組み込まれた新興国などでは移動制限や職場閉鎖などが残り、モノ不足や海運運賃の上昇を引き起こすミスマッチである。これは、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下で、ワクチン接種の各国間格差などにより容易に再発することが見込まれる。

第三は気候変動対策に関連したミスマッチである。今回の天然ガスを巡る需給の不均衡化などは、今後は気候変動対策が一層加速する中でこれまで以上に頻繁に生じ易くなるものと考えられる。

(注2) 図表 6 の「貧困層」は、可処分所得が「当該国における可処分所得（社会保障勘案後）の中央値の 60%を下回る層」を指す。図表 9 も同じである。

(注3) ブレークイーブンインフレ率とは物価連動債と固定利付債の利回りを等しくさせるレートであり、市場が織り込んでいるインフレ予想にほぼ等しいとされている。

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