欧州経済金融

金融引き締めを織り込み始めたユーロ圏情勢を読む視点

～「ヘッドライン」か「コア」か、「名目」か「実質」か～

山口　勝義

要旨

ECB のハト派スタンスからの転換を受けて、金利に上昇圧力がかかってきている。ユーロ圏ではコアの上昇の緩やかさをもって物価上昇の影響は小さいと判断することはできず、また金利水準の上昇に伴う影響については実質金利の動向にも目を配る必要がある。

はじめに

2 月に入り、イングランド銀行（BOE）は追加利上げと量的緩和の縮小を決めた。また、欧州中央銀行（ECB）も物価上昇リスクが増大している事実を認め、ハト派スタンスからの転換を明らかにした(注 1)。

BOE の政策決定は市場予想どおりの 25bp の利上げであったが、委員間で意見が割れた点が注目された。投票権を持つ 9 人のうち 5 人が 25bp の利上げを支持したのに対し、4 人はインフレ加速の可能性を理由に 50bp の利上げを主張した。一方の ECB は、ラガルド総裁が政策理事会後の記者会見で物価上昇は一時的であるとしてきた従来の認識を修正し、物価上昇リスクは上方に傾いているとした。さらに、これまで「2022 年内の利上げの可能性は極めて低い」としてきた説明に対し、今回はこの点について明言を避け、年内利上げを排除しない姿勢を示すことになった。

この背景にはユーロ圏で過去最高の前年比 5.1%に達した 1 月の消費者物価上昇率や最低の 7.0%にまで低下した昨年 12 月の失業率があるが、今回の ECB の方向転換を受けて、ユーロ圏の金融市場では国債利回りが急上昇するに至っている。そして、これまでは引き締め策で先行する英国でイールドカーブのフラット化が進む一方でドイツなどではスティープ化の動きが続いていたが、ドイツにおいても ECB の政策理事会直後には利上げの可能性を織り込む形で特に短期ゾーンの利回り上昇が強まるなど、神経質な動きが現れてきている（図表 1、2）。

（資料）ともに Bloomberg のデータから農中総研作成

こうしてユーロ圏では、ECB の方向転換を受けて物価上昇の定着化が強く意識されるとともに、金融市場も動意付き始めている。では、このような環境の下に置かれたユーロ圏情勢を読むに当たっては、どういった点に着目すべきなのだろうか。

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

「ヘッドライン」で見るか「コア」で見るか

第一に物価の上昇を、全項目を含む「ヘッドライン」で見るか、特定の項目を除外した「コア」で見るか、という点がある。ユーロ圏では通常、全項目から食料品やエネルギーのほか酒、タバコを除いた指標を「コア」として位置付けている。この除外項目は、変動が大きく、金融政策の効果も及びにくい項目ということになる。

ここで英国とユーロ圏を比較すると、英国ではこの両者ともに上昇が著しい一方で、ユーロ圏ではコアの上昇は比較的緩やかであるという特徴がある（図表 3）。英国の指標には、コロナ危機ばかりか欧州連合（EU）からの離脱の影響も加わり労働力不足やモノ不足が拡大し、物価上昇圧力が広範囲に及んでいる姿が現れている。賃金にも上昇傾向が見られる英国で、ユーロ圏に比べ早期に引き締め政策に転じた合理性はより大きいことになる。

しかし、コアの上昇の緩やかさをもって、ユーロ圏の物価上昇は近く鎮静化し、経済に及ぼす影響も限定的であるとは判断できない。まず、コアの中でもサービス価格も含め幅広い品目に物価上昇が拡大しつつある実態がある（図表 4）。しかも失業率の低下で、需要面から物価押し上げ圧力が強まる可能性もある。加えて、エネルギーや食料品価格の上昇も一時的なものに終わるとは考え難い。新型コロナウイルス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、これらに対する物価上昇圧力が根強く継続する可能性が強まっているためである[注 2]。

家計に直接的に影響が及ぶエネルギーや食料品を含め、幅広い品目の物価の上昇が及ぼす影響は軽視できない。家計では貯蓄の取り崩しが進むほか、賃金の上昇はインフレに遅行することで実質ベースの購買力が減少し、これらが今後、家計消費を抑制する要因として働く可能性がある（図表 5、6）。また、貧富の格差の拡大による政治情勢の不安定化など、連鎖的な影響波及にも注意が必要となる。

（資料）図表 3 は Bloomberg の、図表 4～6 は Eurostat 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

「名目」で見るか「実質」で見るか

第二には、経済指標を「名目」で見るか、物価上昇の影響を控除した「実質」で見るか、という点である。これは足元では、特に金利の上昇がコロナ危機下で拡大した債務残高に与える影響に関わっている。

コロナ危機を通じ、政府、企業、家計の各部門ではそれぞれ債務残高が増加した。このうち政府部門では、一部の例外を除き各国で債務残高比率の大幅な上昇が見られている（図表 7）。こうしたなか、ECB の方向転換を受けて高債務国のリスク・プレミアムは上昇し、ドイツ国債に対する利回りスプレッドは急拡大してきている（図表 8）。かつて財政危機を経験したユーロ圏では、こうした動向に対し警戒的な目を向けざるを得ないことになる。

しかし、実質金利の動向に着目すれば、少なくとも現在のところは懸念を強める段階には至ってはいない。というのも、実質金利は十分低く、債務負担は実質的に軽減される状況にあるためである。まず期待インフレ率が把握し易い主要国では、実質金利は依然として大幅なマイナスの水準にある（図表 9）(注 3)。それ以外の国々について消費者物価上昇率で近似した場合にも、この値はギリシャを含めて十分低い水準に留まっている（図表 10）。

確かに実質金利の水準は、今後の ECB の政策運営に左右されることになる。ECB が想定外に急速な引き締め政策を採用した場合などには名目金利が上げ足を速め、実質金利も上昇することになる。しかし現時点では賃金に対する上昇圧力が限られているユーロ圏では、ましてコロナ危機からの景気回復は途上であり、気候変動対策で重要となる企業投資を阻害しないよう配慮が必要となることからも、ECB は金融政策の正常化に向けては慎重な姿勢を継続するものと考えられる。そしてこうした政策運営により市場の名目金利に大幅な上昇が生じない限り実質金利は低位に留まり、債務問題が急速に浮上する可能性は小さいものとみられる。

（資料）図表 7 は IMF の、図表 8、9 は Bloomberg の、図表 10 は Eurostat と 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

おわりに

以上のように、ユーロ圏の物価動向を見るに当たってはコアの上昇の緩やかさをもって影響は小さいと判断することはできず、また金利水準の上昇に伴う債務問題への波及の可能性については実質金利の動向にも目を配る必要があることになる。ただし、ECB が金融政策の正常化に向けて慎重で段階的な姿勢を維持し、同時に市場からの信認を確保することを通じて実質金利の上昇を回避できるかどうかは、今後の物価上昇の速度と程度に大きく依存するものとみられる。

この物価の動向については、エネルギー価格の頭打ちや供給制約の緩和で上昇率は徐々に低下に転じるとの見方もある。しかし、前述のとおり現在は新型コロナウイルス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時代に入っており、新たな視点で情勢を注視することが求められている。このような環境下では、物価上昇圧力が長く持続し、また頻繁に再発する可能性が強まっていると捉える必要があるものと考えられる。

一方で、これまでの生産者物価の上昇は極めて大幅であり、企業がコスト上昇を製品価格に転嫁する潜在性が拡大している点にも注意が必要である（図表 11）。インフレの進行は債権者や預金者、家計から債務者や企業に向けての一種の所得移転となるため、部分的には企業がコスト上昇に対する耐久力を強めている側面もある。しかし、コストの上昇幅が大幅であるために、生産者物価の上昇圧力が継続するに連れ企業はその転嫁を進めざるを得なくなり、これが継続的に消費者物価を押し上げる要因になる可能性がある。

ユーロ圏では ECB の方向転換を受け、市場は金融引き締めを織り込み始めている。経済や市場の情勢は一層複雑化しつつあり、こうした中で ECB は引き続き困難な政策の舵取りを迫られることになりそうである。（22.2.22 現在）

（資料）Eurostat のデータから農中総研作成

(注 1) BOE は 2 月 3 日、金融政策員会で政策金利を 25bp 引き上げ、0.50%とすることを決定した。これは昨年 12 月に続く連続の利上げである。このほか、量的緩和で購入した債券の償還分の再投資を終了し、残高の自然減に着手することとした。また、ECB の政策理事会も、同日の 2 月 3 日に実施された。

(注 2) 今後、新型コロナウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化が見込まれている。両者が同時進行することにより、労働力不足やモノ不足による供給制約や、エネルギー価格の上昇・高止まりが生じ、物価上昇圧力が持続することが考えられる。

具体的には、特にエネルギー転換の移行期には再生可能エネルギーの供給は安定せず、この間、これを補う化石燃料を巡る需給が不均衡となりその価格に上昇圧力が生じる局面が増加するものと考えられる。また、電動化等に必要な鉱物資源なども需要の強まりで価格は上昇傾向で推移するとみられる。生鮮食品については、コロナ下での作業員不足による収穫作業や輸送の停滞、化学肥料の原料となる天然ガス価格の上昇などが価格の押し上げ要因となるほか、異常気象による生産の落ち込みも随所で発生が継続することが見込まれる。また、原材料価格のほか、燃料や資材、物流などを巡るコストの上昇が、加工食品の価格上昇圧力として働くことになる。

なお、これらの点については次を参照されたい。

・ 山口勝義「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～」（『金融市場』2022 年 1 月号所収）

(注 3) 図表 9 では、期待インフレ率としてはブレークイーブン・インフレ率を使用した。これ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、市場が織り込むインフレ予想にほぼ等しい。

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