

ユーロ圏で進行する二つの分断化

～国債市場の分断と経済情勢の分断～

山口 勝義

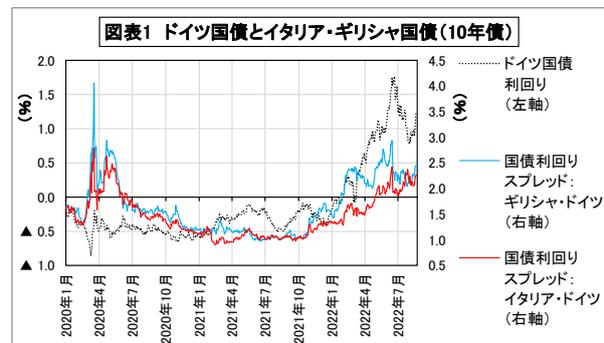
要旨

ユーロ圏では国債市場の分断化とは別に経済情勢の分断化が進行しつつあり、成長率は鈍化し景気後退入りも現実味を帯びてきている。また ECB は経済情勢の分断に対しては政策手段を持たず、各国の経済情勢の格差が拡大する傾向が定着する可能性が高い。

はじめに

欧州中央銀行（ECB）は7月、2011年以來となる政策金利の引き上げを決定した。事前に示唆した2倍の、50bpの引き上げであった。同時にECBは、新たな債券買入れ策の導入を承認した。この「伝達保護措置」（TPI=Transmission Protection Instrument）は、一部のユーロ圏加盟国の国債利回りの上昇による市場の分断化を防止し域内での政策効果の浸透を容易にすることを目的とするものである^(注1)。

実際にユーロ圏では、消費者物価の上昇が継続しECBが従来の様子見姿勢から物価対策重視の姿勢に転換するに連れ、高債務国を中心として国債利回りは神経質な動きに転じている（図表1）。特にイタリアでは、ドラギ首相の辞任を受けた9月の総選挙を経て政治情勢が混乱する可能性も否定できず、今後の市場動向に注意が向けられている。同国では課題である経済の構造改革が滞り、コロナ危機からの復興基金の資金実行が欧州連合（EU）により中断される展開も想定される。こうしてユーロ圏では市場が不安定化するリスクは軽視できず、この結果、進行する市場の分断化がユーロ圏内で統合されたECBの金融政策の効果を不均一なものとする要因になりかねない状況にある。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

しかしユーロ圏では、市場情勢とは別にもうひとつの分断化が生じてきている点にも目を向ける必要がある。それはロシアやウクライナとの経済関係の密接さなどに応じて現れている各国間での消費者物価上昇の格差であり、これがもたらす経済情勢の格差の拡大である。

当面のユーロ圏の経済情勢としては、急速かつ大幅な消費者物価の上昇の下で、実質賃金の低下による購買力の縮小の結果、家計の貯蓄の取り崩しや借り入れの増加とともに消費を抑制する動きが強まり、消費の低迷が経済成長の下押し要因として働くことが考えられる。この過程で、各国間の物価上昇の格差の拡大は消費動向を通じて各国の経済情勢自体の分断をもたらすことになり、国債市場の分断ばかりかこの点からも、ECBの政策の舵取りは困難さを増すことになる。

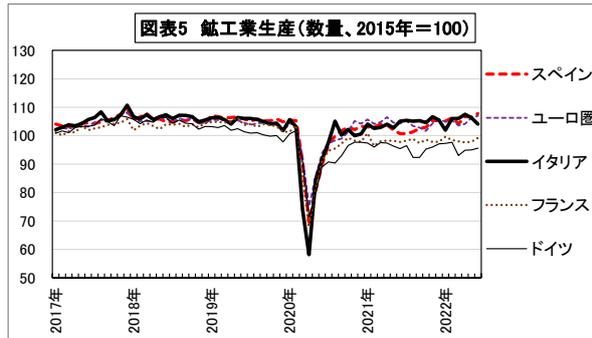
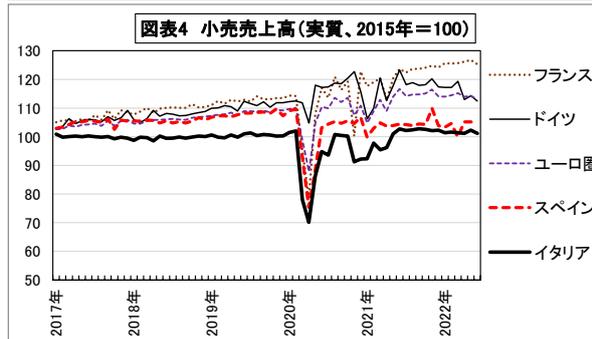
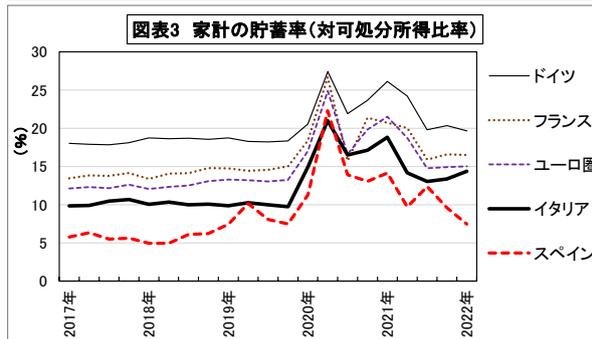
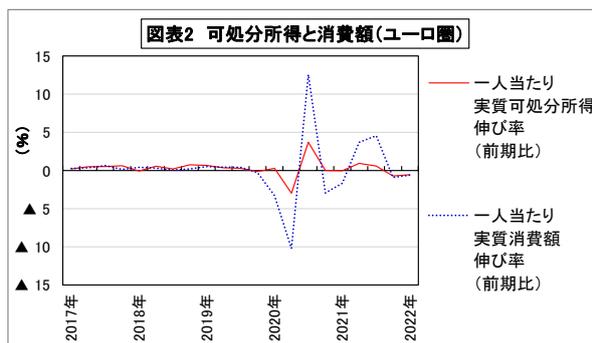
経済情勢を左右する消費の動向

ユーロ圏では各国で家計に対する支援策が拡充されてはいるものの、エネルギー価格や食料品価格の高騰により低所得層を中心に「生活費危機」(cost of living crisis)の様相が強まっている。全体的な動向として、昨年半ば以降、実質所得の伸び率がマイナス圏に沈み込み、これに呼応して消費の低迷が現れている(図表2)。

この過程ではコロナ危機で上昇した貯蓄率が低下傾向に転じるなど、貯蓄の取り崩しの気配が見られている(図表3)。また同様にコロナ危機で急上昇した債務比率は、その後は非金融企業で低下傾向にあるのに対し、家計では高止まりが続いている(注2)。こうしたなかユーロ圏の小売売上高は、6月には前月比で▲1.2%、前年同月比では▲3.7%となるなど、頭打ちの度合いが強まりつつある(図表4)。またユーロ圏の業種別の景況感指数も、特に小売業において低下が著しい(注3)。

このため、足元ではコロナ規制の緩和を受けて、とりわけ観光業の業績回復への期待が大きい。が、夏季の繁忙期の労働力不足に消費の抑制が加わり、大きな景気浮揚効果は期待し難い状況にある(注4)。これに対し、経済活動の一方の柱である生産については、供給網の制約の長期化により自動車を中心に消費財の生産低迷が長引いてはいるものの、資本財がこれを補うことで全体としては概ね均一的で安定的な推移となっており、消費の動向とは対照的な姿を示している(図表5)。

このようにユーロ圏では、第一に消費動向が経済情勢を左右する主要な要因である点に着目する必要がある。確かに、冬のエネルギーの需要期に向けてロシア産天然ガスの供給がさらに削減される可能性



(資料) それぞれ、Eurostat のデータから農中総研作成

も考えられ、この場合にはロシア依存の程度に応じて生産面に影響が拡大することが見込まれるが、当面の注目点は消費動向ということである。そしてその上で、第二として、この消費動向を左右する要因である物価について、各国の特徴を点検する必要があることになる。

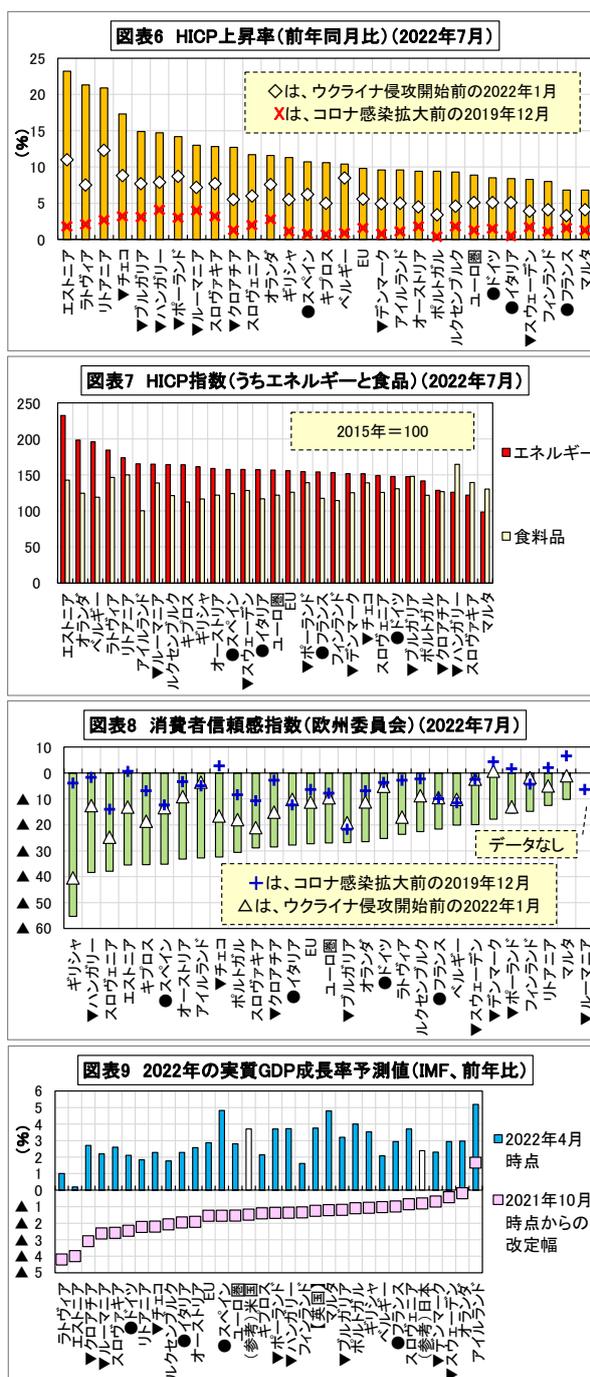
消費動向を左右する物価の動向

欧州では新型コロナウイルスとの共生の長期化や気候変動対策の加速化に伴い生じた様々な供給面の制約を主な要因として消費者物価指数（HICP）には上昇圧力が掛かり続けてきたが、これに加えてロシアによるウクライナ侵攻が与える影響は大きい。両国との経済関係の密接さの程度などに応じて、各国間で物価の動向には格差が拡大している実態がある^(注5)。

まず直近の22年7月のデータをウクライナ侵攻開始前の22年1月のデータと対比すると、なかでもバルト三国（エストニア、ラトヴィア、リトアニア）や、ユーロ圏への未加盟国を含んでいるがチェコ、ポーランド、ハンガリーなどの東欧諸国やバルカン諸国において物価上昇の程度が大きい（図表6）。また、HICPの内訳としてエネルギーと食料品を取り出した場合には、バルト三国では特にエネルギー価格が、またハンガリーなどでは食品価格が、それぞれ高い水準に達している特徴を見て取ることができる（図表7）。

こうした下で欧州委員会による消費者信頼感指数は各国で落ち込んでおり、ハンガリーやエストニアなどのほか、観光産業への依存が大きいスペインやイタリアなどで落ち込みが大幅である（図表8）^(注6)。また国際通貨基金（IMF）が22年の実質GDP成長率の予測値についてウクライナ侵攻後に行った改定では、特にバルト三国や東欧諸国、バルカン諸国で下方改定が大幅なものとなっている（図表9）。

このようにロシアによるウクライナ侵攻を受けて各国間で物価の動向に格差が拡大しており、これは各国の経済情勢にも反映していることが確認できる。またこうした現状に加えて、今回の紛争が早



(資料) 図表6～8はEurostatの、図表9はIMFの、各データから農中総研作成

(注) ▼はユーロ圏未加入の国、●はユーロ圏の四大国、【】はEU外の欧州の国であることを示す。

期に鎮静化した場合にも欧州とロシアとの経済関係が容易に旧に復するとは考え難いため、この物価動向と経済情勢の格差が近い将来、縮小方向に転じる可能性は限られているとみられる。

おわりに

前述のとおり各国間の経済情勢の分断化の要因として、これまでの消費の他に、新たに生産が加わる可能性がある。そして、この生産についても同様に、ロシアなどとの経済関係に左右されることになる。

ロシアは欧州に対する天然ガスの供給を冬に向けてさらに削減する可能性がある^(注7)。これに対しEUでは8月、「ガス需要削減規則」を採択するなど対策を講じているが、今後、国によってはガスの配給制度の導入を余儀なくされる可能性も否定できず、「生活費危機」から「エネルギー危機」への拡大が懸念されている^(注8)。

こうした中での最大の懸念国は、製造業立国であり「ノルドストリーム」を通じてロシア産ガスへの依存度が大きい、経済大国ドイツである。最近の貿易収支の急速な縮小にドイツの苦境が現れているほか、IMFは同国の成長率の予測値を相次いで大幅に引き下げている(図表10、11)。

ユーロ圏では以上のように、国債市場の分断化とは別に経済情勢の分断化が進行しつつある。こうした下で成長率は鈍

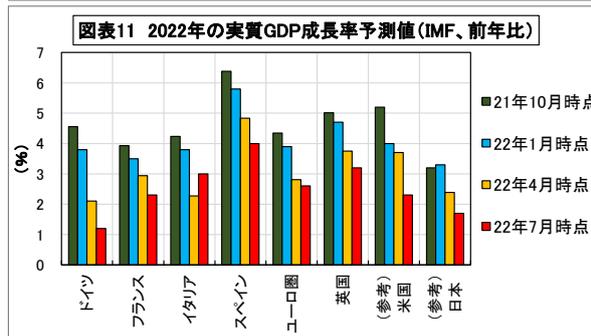
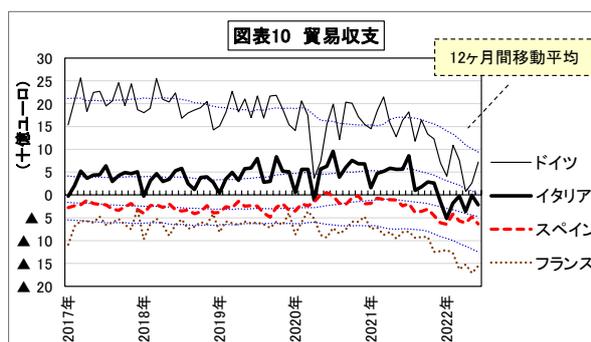
(注1) TPIの発動は当該国が健全な経済や財政を維持していることが前提であり、投機的な動きなどにより国債利回りが上昇した場合に限定されている。ただし、ECBはTPIの仕組みの大枠を示すに止まっており、その具体的な運用基準などについては明らかにしていない。なお、ECBはTPIとは別に2012年に導入した国債買入れプログラムであるOMT(Outright Monetary Transactions)を有している。OMTの発動は、当該国が欧州安定メカニズム(ESM)による支援を受け、その下で経済の構造改革や財政健全化などの支援条件を遵守していることが条件となる。

(注2) ECBのデータによる。

(注3) Eurostatのデータによる。

(注4) 欧州ではコロナ危機時の労働力不足は解消されてきてはいるが、夏季の休暇シーズンの繁忙期には人手不足による観光地でのサービス低下や飛行機の欠航多発、空港の混乱発生などが報じられている。

(注5) 物価動向の各国間格差は、ロシアやウクライナとの経済関係の密接さの程度のほかにも、家計消費



(資料) 図表10はEurostatの、図表11はIMFの、各データから農中総研作成

化し、景気後退入りも現実味を帯びてきている。また、ECBは国債市場の分断に対してはTPIなどにより対処が可能であるとはしても経済情勢の分断には有効な政策手段を持たず、域内で各国の経済情勢の格差が拡大する傾向が定着する可能性が高まっている。(22.8.24現在)

全体に占めるエネルギーや食料品の比率の違いとそれによるHICP算出上の各項目のウエイトの差にも影響を受ける。IMFは次のペーパーで、家計消費全体に占めるエネルギー消費について、東欧諸国やバルカン諸国においてこの比率が大きく、ユーロ圏の四大国などではこれが比較的小さいことを示している。

・ IMF (July 2022) “Surging Energy Prices in Europe in the Aftermath of the War” WP/22/152

(注6) 欧州委員会による「消費者信頼感指数」は、各質問事項に対する肯定的な回答の割合から否定的な回答の割合を差し引いた値を平均したものである。

(注7) ロシアはこれまでに、ポーランド、ブルガリア、フィンランド、オランダ、デンマーク、ラトヴィアに対し、天然ガスの供給を停止した経緯がある。また、ドイツに対する「ノルドストリーム」経由の供給を、6月には6割、7月には8割削減した。

(注8) EUの「ガス需要削減規則」では、例外規定を含むものの、各国がガス消費量を過去5年間の平均値対比で15%削減することなどを規定している。