

## 「コア」が高止まりさせるユーロ圏の消費者物価上昇率

～ECB の金融引き締めは長期化し政策判断は困難なものに～

山口 勝義

### 要旨

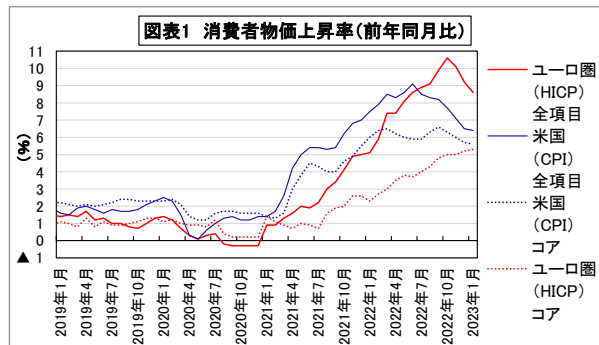
ユーロ圏では全項目ベースで消費者物価の頭打ちが現れているが、コアの上昇率には継続的な拡大が生じている。ECB は利上げの打ち止めや緩和へは容易に転換できず、かつインフレ要因が複雑化する中で政策判断は一層難度を増すことが予想される。

### はじめに

エネルギー危機のただ中に置かれたユーロ圏経済は、暖冬や各国の財政措置に支えられ想定よりも底堅く推移している。2022年第4四半期の実質GDP成長率（前期比）は0.1%となり、マイナス成長入りを免れた。また足元のエネルギー価格の下落や生鮮食品価格の落ち着きを受けて、23年1月の消費者物価上昇率（前年同月比）は前月の9.2%から8.6%に鈍化した。

こうした中で2月には、欧州中央銀行（ECB）は50bpの政策金利の引き上げを決定している。この時、ラガルド総裁は記者会見で、3月にも同様の利上げを実施する方向であることを示すとともに、「まだすべきことがある」と発言し、その後も利上げが続く可能性が高いことを強調した。

ユーロ圏では着実な賃金上昇などを通じて内需に支えられた米国のインフレとは異なり、新型コロナウイルスの感染拡大や気候変動対策、ロシアのウクライナ侵攻に伴う供給面の制約が、インフレの主な要因となっている。今後とも供給制約の恒常化や価格転嫁圧力の継続により、特にこれらの影響を受けやすいユーロ圏では物価上昇率は高止まる展開が予想される。一方で、このような主として供給制約に起因するインフレに対しては需要の



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

抑制を通じて物価の鎮静化を図る金融引き締め策の効果は限られることから、ECBの利上げ対応はインフレ期待の動向や経済情勢を確認しながらの、段階的なものにならざるを得ないことになる(注1)。

この供給面を主因とするインフレの特徴は、例えば消費者物価上昇率のうち、全項目と、エネルギーおよび食品を除いたコアとの間で、上昇率の格差が大きい点に現れている(図表1)。またこれと同時にユーロ圏では、コアの上昇率の継続的な拡大が、別の特徴として生じていることが確認できる。このコアの動向は、エネルギー価格や食品価格以外の分野で物価押し上げ圧力が蓄積されつつある事実を示している可能性がある。こうした動きはECBの政策に影響を与える新たな要因になるともみられ、その背景を探ることが重要であると考えられる。

## 労働力不足と賃上げの動向

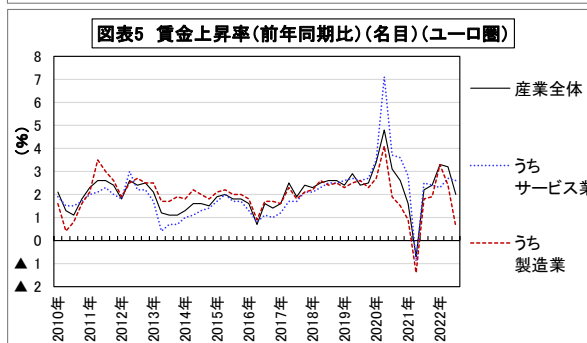
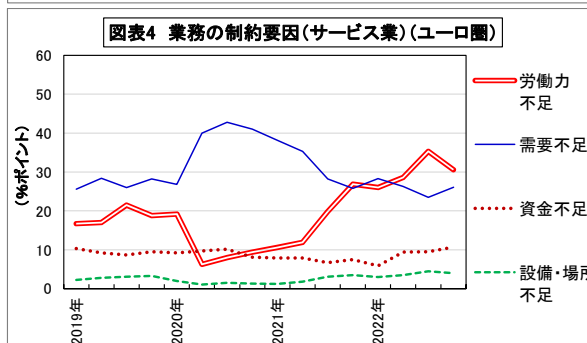
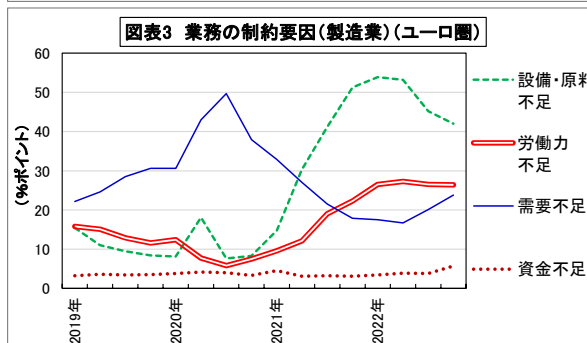
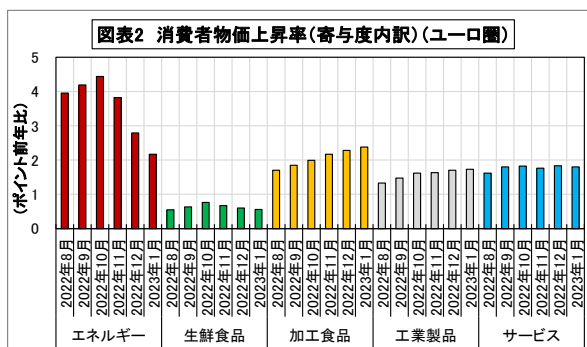
これまでのコスト・プッシュに対し、コアの上昇圧力の蓄積には内需がデマンド・プルとして関与している可能性があるため、この点からの検証が必要である。

まずユーロ圏の消費者物価上昇率（全項目）の寄与度内訳の推移を見ると、エネルギーと生鮮食品が縮小に転じたのに対し、加工食品や工業製品が拡大傾向を維持しているほか、サービスについても横ばいから拡大に向かう気配が認められる（図表 2）。この寄与度の拡大要因としては、原材料等のコスト上昇分の製品価格への転嫁が、タイムラグを伴いながら進行しつつある可能性を指摘することができる。しかし人件費の増加がその価格に反映されやすいサービス分野の特性を考慮に入れると、そればかりではなく、製造業とサービス業の全般にわたり賃上げに伴う内需の拡大が物価上昇に影響を及ぼし始めている可能性も考えられる<sup>(注2)</sup>。

この他にも欧州委員会による業務の制約要因に関する調査では、特にサービス業でより顕著であるが製造業をも含めて、ユーロ圏においては依然として「労働力不足」が主要な制約要因に留まっている姿を確認することができる（図表 3、4）<sup>(注3)</sup>。またこれとは別に、採用未了の求人比率を示すジョブ・ベイカンシー・レートも高い水準にあり、ここからも同様の傾向を見て取ることができる。

この他にも欧州委員会による業務の制約要因に関する調査では、特にサービス業でより顕著であるが製造業をも含めて、ユーロ圏においては依然として「労働力不足」が主要な制約要因に留まっている姿を確認することができる（図表 3、4）<sup>(注3)</sup>。またこれとは別に、採用未了の求人比率を示すジョブ・ベイカンシー・レートも高い水準にあり、ここからも同様の傾向を見て取ることができる。

このようにユーロ圏では、労働力不足の問題が根強く残存していることがわかる。しかしその一方で、現在のところは大幅な賃金上昇の動きは見られていない事実もある（図表 5）。むしろ足元では貯蓄率の低下が明らかになっており、コロナ危機以降に蓄積された貯蓄の取り崩しを



（資料）図表 2～5 は、Eurostat のデータから農中総研作成

含めて、これらが内需を支える要因として働き始めている可能性がある。ただし、賃上げは物価の上昇に遅行する性格があるため、今後の動向に注意を払う必要がある。また加えて、この労働力不足の他にも、失業率や GDP ギャップなどのデータを巡って注目される変化が現れている。

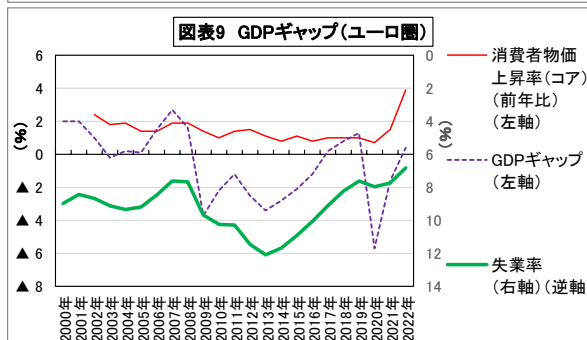
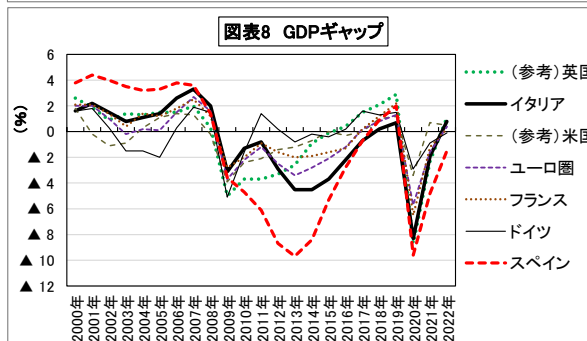
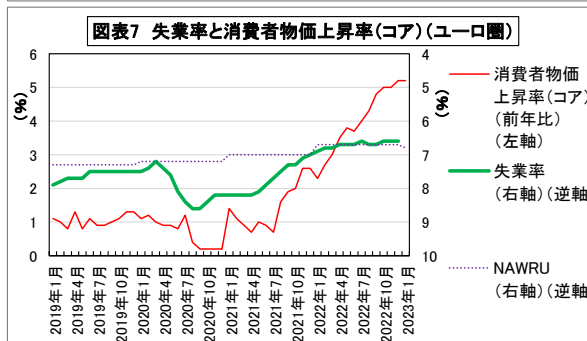
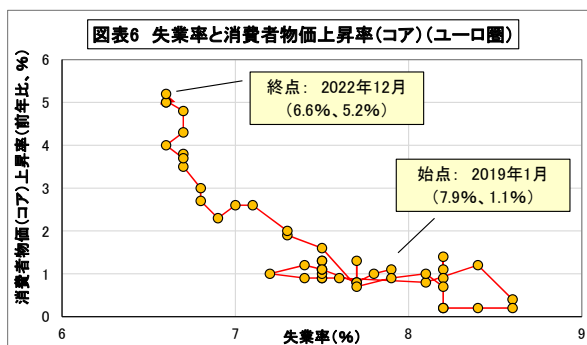
## 失業率や GDP ギャップの動向

このうち失業率については、最近では6.6%と、ユーロ圏設立以来の低い水準にまで低下してきている。また同時に21年半ば以降には、失業率と消費者物価上昇率(コア)の間で、それまで失われていた相関関係の回復も見られている(図表6)。このため、労働力不足の問題が残存し労働市場の逼迫感が容易に軽減されない環境の下では、コアの物価を押し上げる圧力が働き続けることが見込まれる。

しかも、この失業率を欧州委員会が算出する賃金上昇を加速させない失業率(NAWRU)と対比すると、前者が後者を下回り始めていることがわかる(図表7)。これは労働市場の引き締めりの下で賃上げが勢いを増し、需要増を通じてコアの物価を押し上げる力が強まる可能性を示唆するものである。またユーロ圏ではGDPギャップも解消されつつあり、ここにも同様の可能性が示されている(図表8,9)。

確かに、ユーロ圏では全項目ベースでは消費者物価の頭打ちが現れている。ただし世界的に供給制約が再発する材料に事欠くわけではなく、中でも資源の輸入依存度が高いユーロ圏が物価の反転上昇リスクに晒されている事実は否定し難い。しかもこれに加えて、今後は賃上げの影響も考慮に入れる必要があることになる。このような下では、仮にエネルギーや生鮮食品の価格が低下傾向を辿ったとしてもコアは下支えされ、全項目の物価上昇率が高止まる展開が見込まれる(注4)。

これに対して ECB が大幅な利上げに踏み切れば、失業率は上昇し物価を巡る環境は大きく変化することになる。しかし、供給制約に起因するインフレの下で景気後退リスクを抱えるユーロ圏では、ECB が



(資料) 図表6はEurostatの、図表7,9はEurostatと欧州委員会の、図表8は欧州委員会の、各データから農中総研作成

現実にもこうした対応を取ることは想定し難い。こうして ECB は利上げの打ち止めや緩和には容易に転換できない立場に追い込まれ、かつインフレ要因が複雑化する中で利上げのペースを巡る政策判断は一層難度を増すことが予想される。

## おわりに

ECB の政策への上記の含意に加え、ここにはさらに何点かの論点が残されている。

その第一は、失業率の歴史的な水準までの低下にもかかわらず労働力不足が一向に解消されない要因についてである。ユーロ圏では、失業者のほか労働市場から一時的に離脱した休業者や希望する時間をフルに働くことができていないパート労働者などを含む、労働力人口の中でのスラック（ゆるみ）の比率は、既にコロナ危機前の水準を下回っている（図表 10）。また生産年齢人口に対比した雇用率についても、これと同様に回復が見られている。こうした中での労働力不足であるが、ひとつの可能性としてはコロナ危機後の人的資源の質の低下が考えられる。熟練労働者を含む離職者の拡大を経て労働生産性の低下が生じており、構造的に労働力不足が継続している可能性である<sup>(注 5)</sup>。この場合には労働市場の逼迫は短期間では軽減されず、インフレ圧力も長期化する可能性が大きいものと考えられる。

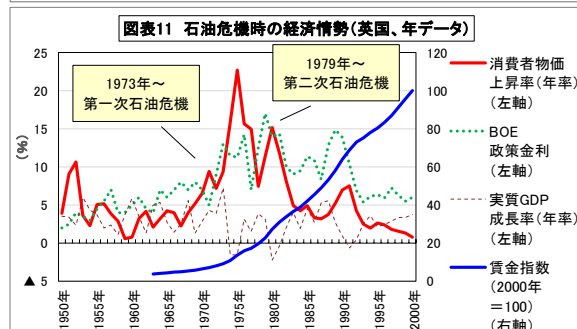
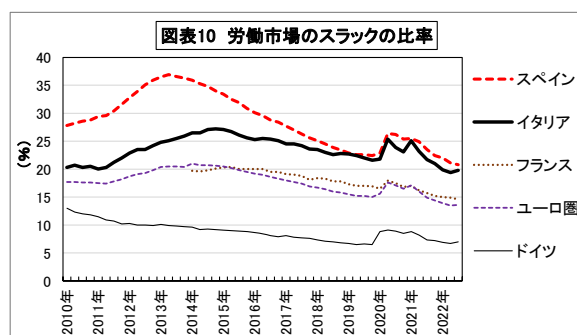
第二は、賃金上昇とインフレがスパイラル状態に陥るリスクである。1970 年代の石油危機の際には、当時に遡るデータは限られるためイングランド銀行（BOE）の長期データにより英国の事例を点検すれば、賃金が急速に上昇した経緯がある

(注 1) 米国の FRB に比べ ECB が引き締め策に転じたのは遅く、政策金利の累計の利上げ幅は小幅に留まっている（FRB は 450bp、ECB は 300bp。ちなみに英国の BOE は 390bp）。なお、次を参照されたい。

・ 山口勝義「2023 年のユーロ圏、高止まる消費者物価上昇率」、『金融市場』23 年 1 月号所収

(注 2) サービス業で物価上昇率が高く、かつ上昇傾向にあるのは、宿泊、飲食、リクリエーションなどである。

(注 3) 図表 3, 4 は、各項目について「該当する」と回答した企業の割合 (%) から「該当しない」と回答した企業の割合 (%) を差し引いた %ポイントである。



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

(図表 11)。この時にはインフレの鎮静化と政策金利の低下に、90 年代に至る長い時間を要している。今回、ユーロ圏が同様の道筋を辿ることにはならないか、ECB の警戒心も強いものと思われる。

ラガルド総裁は 2 月の発言に先立ち、その前回に当たる 22 年 12 月の理事会後の記者会見でもインフレの沈静化のために利上げがしばらく続くと発言し、その戦いは長期戦になるとの見通しを示している。ECB がこのようにタカ派的な姿勢を維持する背景には、以上のように十分な根拠があることになる。(23. 2. 22 現在)

(注 4) 消費者物価(全項目)の算出上、コアに属する品目は 69.7% (うち工業製品が 26.2%、サービスが 43.5%) という高いウエートを占めている。この他にも、コアに含まれない加工食品の 15.5% がある。

(注 5) ドイツの Ifo による 23 年 1 月のデータでは、同国では熟練労働者不足が幾分縮小したものの、依然、高い水準にあることが示されている。製造業に比べサービス業で高く、法務・税務コンサルタントのほか倉庫、運輸、宿泊などが高い水準にある。次による。

・ Ifo (15 February 2023) “Shortage of Skilled Workers Eases Somewhat in Germany”