欧州経済金融

変質したユーロ圏のインフレとその影響

～ECB の引き締め姿勢の堅持で強まる景気の下振れリスク～

山口　勝義

要旨

ECB は 6 月に政策金利の引き上げを決定した後にも、金融引き締め姿勢の堅持を明確にしている。折からユーロ圏のインフレは、もっぱら供給制約の強まりがインフレを主導した第一期から、供給制約が緩和されると同時に供給面の他の材料にインフレ要因が変化した第二期に移ってきている。そして今後は、需要面・供給面双方でインフレ要因が拡大する第三期に移行する可能性が考えられる。こうした中では、消費者物価上昇率の下げ渋りが一層強まることが見込まれる。この結果、ECB のインフレに対する警戒感は容易に軽減されず、金融引き締め策の継続によりユーロ圏経済の下振れリスクが大きくなるものとみられる。また、2%という消費者物価上昇率の目標値の見直し議論の活発化も見込まれる。

1. はじめに ～ 金融引き締め姿勢を堅持する ECB

6 月にはコアの物価上昇率が加速

ユーロ圏では、6 月の消費者物価指数の上昇率（前年同月比）は全項目ベースで 5.5%となり、前月の 6.1%から減速した。2022 年 10 月の 10.6%をピークとして、その後は上昇率の鈍化傾向が続いている。しかしこの 5.5%は欧州中央銀行（ECB）が目標とする 2%に比べればまだかなり高い水準にあるばかりか、全項目からエネルギーと食品を除いたコアの上昇率は 6 月には 5.5%となり、前月の 5.3%から加速する結果となっている（図表 1）。

ECB は金融引き締め姿勢の堅持を明確に

これに先立ち ECB は 6 月 15 日の理事会で、「基調的な物価圧力を示す指標は依然として強い」と判断し 25bp の政策金利の引き上げを決定している。しかもラガルド総裁は理事会後の記者会見で、「まだやるべきことがある」とし「利上げの停止は考えていない」と述べたうえで、次回の 7 月の理事会でも「利上げを続ける可能性が高い」と強調した。同総裁はその後も 6 月 27 日に、恒例の ECB が主催するポルトガルのシントラにおける国際金融フォーラムの席上で、労働市場や賃金の動向に注意が必要であり、現時点では利上げ停止の時期を見通すことはできないと述べている。

一方でリセッション入り近辺で推移するユーロ

こうした動きの一方で、ユーロ圏の経済情勢は大変厳しい状況にある。ユーロ圏の 23 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率（前期比）は 0.0%であり、低成長が続いている(注 1)。そして、これまでにコ

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　https://www.nochuri.co.jp/

圏経済

ロナ危機、生活費危機、エネルギー危機と、相次ぐ危機を経てきたユーロ圏では今後とも厳しい環境の継続が見込まれており、経済活動の落ち込みに注意が必要となっている。

（資料）図表 1～3 は、Bloomberg のデータから農中総研作成

この厳しい環境としては、次を挙げることができる。第一にユーロ圏のエネルギー危機は決して終息したわけではなく、エネル

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

ギー問題が今後とも少なくとも数年間にわたり、ユーロ圏経済を取り巻く大きなリスクであり続けるとみられる点である。また第二には、ユーロ圏の成長の先導役であったドイツ経済が不調に陥っており、構造的な問題点を抱えつつ回復には時間を要すると考えられる点がある(注2)。そして第三は、上に見たECBの金融引き締め姿勢の堅持である。ECBはコアの上昇率で代表される「基調的な物価圧力」に注目しており、労働力不足を背景とした賃金上昇の継続や、なかでも人件費の上昇がその価格に反映されやすいサービス部門の動向に注意を払っている。しかしユーロ圏では、8理事会連続で合計400bpとなる異例に速いテンポでの利上げ対応により、既に金融環境は引き締まり経済活動に対する負荷が強まっている実態がある（図表2、3）(注3)。

インフレの質的な変化を踏まえることが必要に

このため、ユーロ圏の今後の景気動向を展望するためには、その前提として、ECBの政策を左右するインフレの特性を把握することが何より重要である。そしてその適切な把握のためには、ユーロ圏がこれまでに辿ってきたインフレの質的な変化を踏まえることが必要であるとみられる。

2. 変質したユーロ圏のインフレ

ユーロ圏におけるインフレの質的な変化としては、もっぱら供給面の制約の強まりがインフレの主要因であった第一期と、その後に供給制約が徐々に緩和されると同時に、インフレ要因が別の材料に変化した第二期の、2つの時期に区分してこれを捉えることができる。そしてその上で、今後の展開として、新たな動きを伴う第三期への移行の可能性を点検することが求められている。

(1) 第一期(21年初～22年秋)
～ もっぱら供給制約の強まりがインフレを主導した時期

3つの要因の同時進行

この第一期は、以前からの①気候変動対策が加速化するとともに、これに②新型コロナウイルスの感染拡大（20年初以降）と、③ロシアによるウクライナ侵攻（22年2月以降）が加わったことで、インフレ圧力が拡大した時期である。この時期には、これらの3つの要因が同時進行する下で強まった様々な供給面の制約が、物価を急速かつ大幅に押し上げてきたことになる（図表4）。ユーロ圏ではエネルギー資源を含め原材料の輸入依存度が高いうえ、ロ

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 https://www.nochuri.co.jp/

シアやウクライナとの経済関係が密接であったことで、自国完結型経済の性格が強く、また大規模な財政出動や着実な賃金上昇などを通じて内需に支えられた米国などに比べて、供給制約の影響がインフレ動向により強く反映したという特徴がある。

図表4　供給面の制約の強まり（第一期）

（資料）農中総研作成

ECB のジレンマ

これに対して、この時期の ECB は、物価上昇は一時的な現象であるとして金融引き締め策への転換には慎重な姿勢を維持していた。ECB が初めて物価上昇リスクの増大を認めたのは 22 年 2 月の政策理事会であるが、4 月の理事会では政策金利の引き上げは慎重に行う姿勢を改めて確認している。

こうした姿勢には、インフレ対策と景気対策の間で姿勢を決めかねる、当時の ECB の困難な立場が現れている。確かに資源価格などの上昇を主因とするコストプッシュ型のインフレに対して中央銀行は直接的な政策手段を持たず、金融引き締めによる需要の抑制を通じて間接的に働きかけるのみである。そしてこの需要の抑制は、コロナ危機からの景気回復の腰折れに直結し、物価上昇が抑制されないまま景気が後退しスタグフレーションに陥る大きなリスクを伴うことになる。また同時に、金融引き締めはイタリアなどの高債務国の経済混乱を招きかねない事情も存在していた。加えて、ウクライナ侵攻の勃発により先行きの不透明感が強まっており、政策の柔軟性を確保しておく必要もあった。しかし

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　https://www.nochuri.co.jp/

その反面で、金融引き締め対応を見送れば、ユーロ安の進行による輸入物価の上昇のみならず、資産価格を押し上げバブルの発生を招くなど、今後に波乱の芽を残す結果となることも懸念された。そしてそもそも ECB の慎重姿勢により、経済主体のインフレ期待のアンカーが外れ上放れることで、インフレの一層の高進を許すリスクが存在していた。

このように大きなジレンマを抱えていた ECB が結局のところ 11 年以来となる政策金利の引き上げを決定したのは、22 年 7 月の理事会においてであった。またこの時 ECB は、事前に示唆していた 2 倍の、50bp の利上げに踏み切っている。

(2) 第二期(22 年秋～現在)
～ 供給制約から供給面の他の材料にインフレ要因が変化した時期

供給制約の緩和と新たな供給面の要因の強まり

その後の動きとして、特に 22 年の夏場以降には、供給制約を主因としていたユーロ圏のインフレを巡る環境に変化が生じてきている。天然ガス価格については、各国の省エネ努力や備蓄の積み増しにより、また想定外の暖冬が寄与したことで、上昇率が縮小した。また、ウクライナ侵攻を受けて上昇した食品価格にも、同様の傾向が生じている。同時にコンテナ船などの海運運賃について低下傾向が明らかとなったが、ここにもコロナ危機に伴い拡大した供給制約の大幅な緩和が反映されている。これらによる影響が浸透したのがユーロ圏のインフレの第二期であり、消費者物価上昇率は全項目ベースで、22 年 10 月をピークとして、その後は鈍化傾向に転じている。

このユーロ圏のインフレの質的な変化は、消費者物価上昇率に対する寄与度内訳の変化により概観できる（図表 5）。なかでもエネルギーの寄与度は大幅に縮小しており、これが第二期における物価上昇率の減速の主要な要因となっている。しかしその一方で、加工食品や工業製品では寄与度の下げ渋りの動きが現れている。さらに、サービスの寄与度は横ばいからむしろ拡大傾向に転じている点が特徴的である。

原材料費の転嫁やサービス業における人件費の転嫁

このうち加工食品や工業製品の寄与度の下げ渋りの要因としては、企業による原材料費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ている可能性が指摘できる。ユーロ圏では生産者物価の上昇率は明確に縮小傾向にはあるものの、ピーク時には前年同月比で 40%を越えた経緯があり転嫁圧力の根

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 https://www.nochuri.co.jp/

強さを窺うことができる（図表 6）。またサービスについては、人件費の増加がその価格に反映されやすい業態の特性から、賃上げが寄与度の拡大を促し始めているものと考えられる（図表 7）。

（資料）図表 5～7 は、Eurostat のデータから農中総研作成

強まるコアの上昇率の下げ渋り

以上から、この第二期のユーロ圏のインフレの特徴としては次を指摘できる。インフレの主要因は引き続き経済の供給面にある

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

と捉えることができるが、第一期においてはもっぱら供給制約がインフレの主要因であったのに対して、第二期においてはこの供給制約が緩和される一方で、製造業を中心に原材料費などのコスト転嫁が正面に出てきているという点である。加えて同じ供給面であり、またコスト転嫁という点でも共通しているが、サービス業において人件費の上昇を反映したサービス価格の引き上げが浮上しつつあるという点を挙げることができる。そしてこうした動きの中で、ユーロ圏の消費者物価上昇率は全項目ベースでは減速に転じたものの、コアでは押し上げ圧力が継続し、その上昇率の下げ渋りが強まっている点が大きな特徴となっている。

3. 今後のユーロ圏のインフレ動向と経済情勢

以上を踏まえて今後の展開として考えられるのは、経済の供給面のインフレ要因が影響を維持するとともに、需要面を含めて新たな要素がこれに加わる、第三期への移行である。

(1) 第三期(現在～)
～ 供給面・需要面双方でインフレ要因拡大の可能性をはらむ時期

労働力不足の影響が供給面・需要面双方で拡大

今後の第三期で考えられるのは、第一に、労働力不足に伴う賃金上昇の広がりが与える影響の拡大である。これは、①供給面において人件費の上昇分の転嫁がサービス業から製造業に波及するとともに、②需要面においても購買力の強まりを通じてインフレ圧力の上昇をもたらす、という供給と需要の双方での影響となる。

ユーロ圏では、失業率は歴史的な低水準にまで低下し雇用率についても同様に上昇している一方で、欧州委員会による業務の制約要因に関する調査ではサービス業のみならず製造業も含めて労働力不足が継続している実態がある（図表 8、9）(注4)。このように労働力不足が続く要因としては、コロナ禍における熟練労働者の離職の増加や一般の労働者の労働時間の短縮などを通じて労働生産性が低下し、これが影響を及ぼしている可能性が考えられる。これを前提とすれば、労働市場の逼迫は構造的な問題として容易には軽減されず、賃金上昇による需給両面での物価上昇圧力が今後、さらに拡大する展開を想定する必要があるものと考えられる。

なお今のところ、需要面では実質可処分所得の回復は力強さに欠け消費には重荷となっているが、今後はこれが労働者の賃上げ

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 https://www.nochuri.co.jp/

要求の強まりに繋がる展開が見込まれる（図表 10、11）。また供給面でも、バケーションシーズンが本格化する欧州では労働力不足の拡大により賃金上昇が継続し、特にサービス価格の引き上げが促される可能性が考えられる（図表 12～15）。こうしたことからも、第三期へ移行する可能性は小さくはないものとみられる。

（資料）図表 8～10 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

（資料）図表 11～13 は、Eurostat のデータから農中総研作成

「強欲インフレ」も注視が必要に

第二は、供給面における「強欲インフレ」（greedflation）の可能性である。これは原材料等のコスト上昇を背景にして、企業がその負担増以上に製品価格を引き上げる動きである。ここで企業の利益率の推移を見ると足元ではスペインやイタリアなどで急速な拡大が認められるが、これが単にこれまでの利益率の落ち込みを補おうとする動きの結果であるのか、あるいはこれを越えて利

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

益の拡大を求める動きの反映であるのか、現時点では判断し難い（図表 16）。ただし「強欲インフレ」に至るためには堅実な需要がその前提条件となるが、相次ぐ危機を経たユーロ圏では今のところこの点では十分であるとは考えにくい。しかしその一方で、今後の賃上げ動向次第では需要面でも「強欲インフレ」を受け入れる素地が整う可能性も否定できず、引き続き注視が必要である。

（資料）図表 14、15 は、Eurostat のデータから農中総研作成
（注）図表 14 で、●はユーロ圏の四大国を、▼はユーロ圏未加入の EU 加盟国を示す。

一層明確になる物価上昇率の下げ渋り

以上のように、ユーロ圏のインフレが今後は第三期へ移行する可能性は小さいものとは言えない。この第三期では供給面で人件費の上昇分のサービス価格や製品価格への転嫁について裾野が拡がるとともに、賃上げの進行に伴う内需の拡大も物価上昇要因として考慮に入れる必要が生じることになる。そして、こうした需要の回復を受けて、企業が利益率の拡大を図る新たな供給面の動きが生じ、「強欲インフレ」に繋がる可能性も否定はできない。これらの結果、ユーロ圏で物価上昇率の下げ渋りが一層明確になる

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
https://www.nochuri.co.jp/

ことを想定する必要があるものと考えられる（図表 17）。

これを踏まえると、労働市場や賃金の動向に注意が必要であり現時点では利上げ停止の時期を見通すことはできないとするラガルド ECB 総裁の発言には、もっともな根拠があることになる。そして、こうしたラガルド総裁の発言からは、物価上昇は一時的な現象であるとして金融引き締め策への転換には慎重な姿勢を維持していた第一期の時点とは全く異なる、インフレファイターとしての ECB の強い決意を窺うことができる。

図表16　企業の粗利益率

図表17　変質したユーロ圏のインフレ（まとめ）

＜もっぱら供給制約の強まりがインフレを主導した時期＞	
第一期 **（21年初～22年秋）**	・ ①気候変動対策の加速化、②新型コロナウイルスの感染拡大、③ロシアによるウクライナ侵攻、の同時進行 ・ （供給面） 上記に伴う様々な供給制約の強まり
＜供給制約から供給面の他の材料にインフレ要因が変化した時期＞	
第二期 **（22年秋～現在）**	・ （供給面） 供給制約が緩和 ・ （供給面） 原材料費等のコスト転嫁（主に製造業） ・ （供給面） 人件費のコスト転嫁（主にサービス業） ・ 全項目ベースの物価上昇率の減速 ・ 一方で、コアの上昇率の下げ渋りの強まり
＜需要面・供給面双方でインフレ要因が拡大する時期＞ **（今後、この期に移行する可能性）**	
第三期 **（現在～）**	・ （供給面） 原材料費等のコスト転嫁の継続（製造業など） ・ （供給面） 人件費のコスト転嫁（サービス業に加え製造業） ・ （供給面） 「強欲インフレ」の可能性 ・ （需要面） 賃金上昇に伴う購買力の強まり ・ 物価上昇率の下げ渋りの一層の明確化

（資料） 図表 16 は、Eurostat のデータから農中総研作成
図表 17 は、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　https://www.nochuri.co.jp/

(2)　今後のユーロ圏の経済情勢

逆イールドの進行

さて、国債市場では、こうした ECB による引き締め姿勢の堅持を受けて、経済主体のインフレ期待は十分にアンカーされており、これが上放れる気配は認められない（図表 18）(注5)。しかし他方ではイールドカーブに逆イールドの進行が見られており、ここには先行きの景気情勢に対する市場の警戒感が反映しているものと捉えられる（図表 19）。一方で、ECB は 23 年 6 月に公表した経済予測では、ユーロ圏全体として、消費者物価上昇率は 23 年には前年比 5.4%に留まり、24 年に至ってようやく同 3.0%にまで低下すると見込んでいる。また実質 GDP 成長率は、23 年に前年比 0.9%、24 年には同 1.5%と予測している（図表 20）。

低成長が継続する可能性

しかしながら ECB の引き締め姿勢堅持の下で、ユーロ圏がこれだけの成長率を確保できるかどうかは不確かな情勢である。特に製造業では、全般的には供給制約緩和の恩恵を受けるとはいうものの、エネルギー危機の下で上昇した製造コストの影響が残り国際的な競争力に陰りが生じている。加えて金融引き締めに伴う調達コストの上昇が、投資に対する負荷を増加させることになる。これに対し確かに労働市場は堅調であり、賃金上昇で消費が刺激される可能性がある。また、コロナ危機からの反動が続き、サービス消費は堅調さを維持することも期待できる。このため、経済全体としては大幅なリセッションへの落ち込みは回避されることが予想されるが、その場合にも先行き少なくとも 1 年程度の間は、ユーロ圏経済が年率で 0.5%を下回る低成長状態に置かれる可能性が大きいのではないかと考えられる。

（資料）Bloomberg 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
https://www.nochuri.co.jp/

（資料）図表 19 は Bloomberg の、図表 20 は ECB の、各データから農中総研作成
（注）図表 20 の（予）は、ECB による予測値である。

世界的な成長減速がリスクシナリオ

しかも以上に加えて、ユーロ圏の経済成長のリスクシナリオとして、世界的な成長減速の可能性を認識する必要があるものとみられる。米国や中国、それに英国など、ユーロ圏と経済関係が密接である国々の成長鈍化は、ユーロ圏の経済成長の下振れリスクを強めることになる。

4. おわりに

中長期的に物価上昇を促す材料の存在

ユーロ圏ではこれまでに見た短期的な動向とは別に、構造的に物価を下支えし上昇を促す材料が存在しており、中長期的に物価上昇率の下げ渋りが見込まれる点にも注意を向ける必要があるものと考えられる。

その第一には、高齢化の進展がある。これは生産年齢人口の減少という形で供給量の低下に繋がると同時に消費への傾斜を強め、

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

過剰需要を通じた物価上昇の可能性を生じさせることになる。

第二は、世界経済のブロック化が進行する可能性である。世界経済は、東西間の冷戦の終結や中国の「世界の工場化」などを通じて生産コストの削減効果を享受してきた。しかし地政学的リスクの高まりで、この反転を考慮に入れる必要が生じている。

第三は、気候変動対策への取り組みの強化である。この過程で、企業は直接的に収益増加に結び付かない投資を強いられ、また耐用年数が残る既存資本の廃棄を迫られることとなる。これにより生産コストは上昇し、その製品価格への転嫁を通じて気候変動対策が物価上昇を促すことが考えられる。

これらに対して、物価上昇圧力を緩和する材料としては、技術革新などを通じた労働生産性の向上がある。しかしユーロ圏では、米国などとの対比でこの動きは活発とは言い難い状況にある。

今後も数年間にわたり注目点であり続けるインフレ

以上からユーロ圏では、中長期的にも消費者物価上昇率の下げ渋りが強まることが考えらえる。これに伴う影響として、ECB が消費者物価上昇率の目標値とする 2%の妥当性についての議論が活発化することも見込まれる。

この際、2%の目標値を維持する場合には景気に過度な負担を及ぼす懸念を伴う一方で、目標値を引き上げた場合には実質金利は低位で推移し、気候変動対策や情報技術化対応などで企業投資の拡充が重要な時期である現代においては追い風となることが考えられる。しかしその一方で、資産バブルを生じさせる可能性や、高物価環境下での低所得層や年金生活者の負担増などのマイナスの側面もあり、合意形成は容易ではないものとみられる。

このようにして、ユーロ圏では今後も数年間にわたり、インフレがマクロ経済の主要な注目点であり続けるものと考えられる。

(23.7.24 現在)

(注 1) ユーロ圏の 23 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率(前期比)は、7 月 20 日に▲0.1%から 0.0%に改定された。22 年第 4 四半期の▲0.1%に続く 2 四半期連続のマイナス成長は回避され、リセッション入りを免れた。

(注 2) ドイツ経済の不調については、次を参照されたい。

・ 山口勝義「ドイツ経済の不調、ユーロ圏の重荷に～構造的な問題で回復には時間～」(『経済金融ウォッチ』23 年 7 月号所収)

(注 3) 図表 3 で、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。

(注 4) 図表 8、9 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。

(注 5) ブレークイーブンインフレ率については、(注 3)のとおり。

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 https://www.nochuri.co.jp/