欧州経済金融

物価の下げ渋りの一方で強まるユーロ圏の景気後退の懸念

～ジレンマに直面するECB～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏では労働市場の逼迫が当面のところ継続することが見込まれ、消費者物価上昇率の下げ渋りは容易には解消されないものと考えられる。また、エネルギーや穀物などの価格推移には底打ちの動きが認められているほか財政ルールの適用再開もあり、今後はこれらが物価の押し上げ要因として働く可能性がある。その一方では、ドイツ経済の不調に端的に示されるようにユーロ圏では景気後退懸念が強まっている。物価の下げ渋りと景気を巡る懸念の下でECBはジレンマに直面しており、政策の舵取りは難度を増してきている。

1. はじめに ～ 不冴えな経済指標と9月のECB

不冴えな経済指標

ユーロ圏で景気の減速感が強まっている。9月に発表された7月のユーロ圏の経済指標は、その多くが不冴えである。例えば、数量ベースで、鉱工業生産は前月比▲1.1%、前年同月比▲2.2%であったほか、インフレ圧力が続くなか小売売上高も重く、前月比▲0.2%、前年同月比▲1.0%となった(注1)。またドイツでは、材の輸出額が、前月比、前年同月比でそれぞれ▲1.6%であった(注2)。

このほかユーロ圏では、足元のハードデータばかりでなく景況感の悪化も進んできている。ユーロ圏の購買担当者景気指数(PMI)は、9月には総合指数が47.1となった。先月の46.7からは幾分回復したものの、4ヶ月連続の50割れである。内訳としては、長く低調な状態にある製造業に続いてサービス業でも8月、9月と50を割り込み、経済活動の縮小が示されている。さらにユーロ圏の主要国では、これも先月からはやや回復したとはいえ、最大の経済規模を有するドイツの不調が明らかである（図表1～3）(注3)。

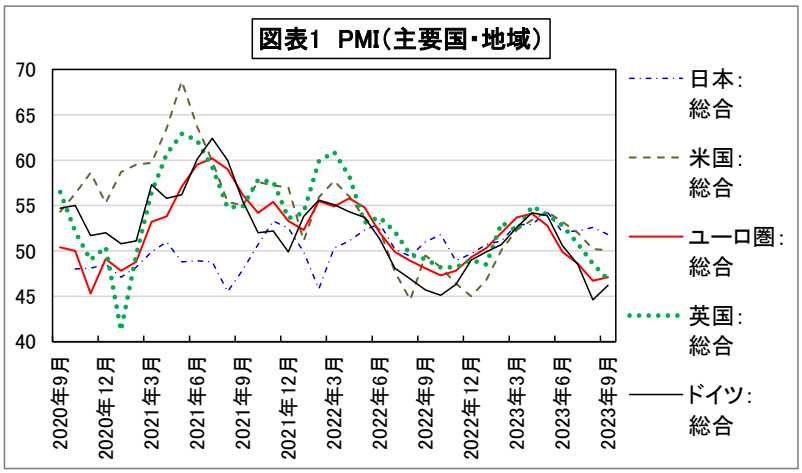
ECBの政策金利の引き上げと難度を増す舵取り

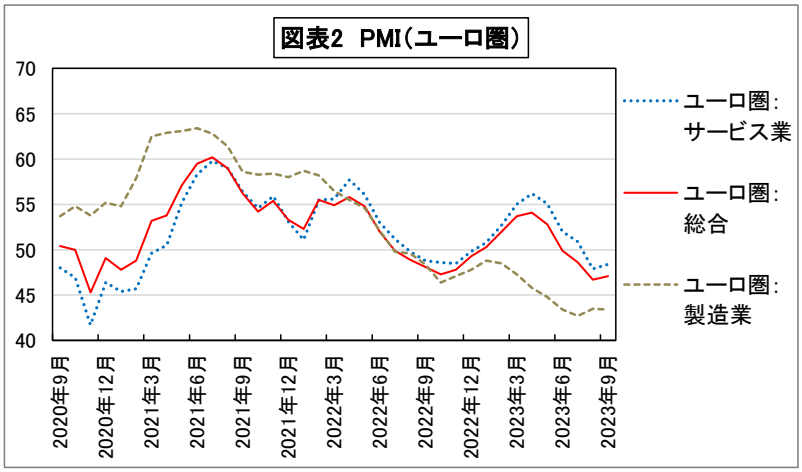
このような状況の下で、欧州中央銀行(ECB)は9月14日に25bpの政策金利の引き上げを決定した。この際、ECBは声明では、政策金利は十分長い期間維持されれば消費者物価上昇率を目標値に適時に戻す効果がある水準に達した、としながらも、ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、政策金利はピークを付けたとは言えない、と明言している。

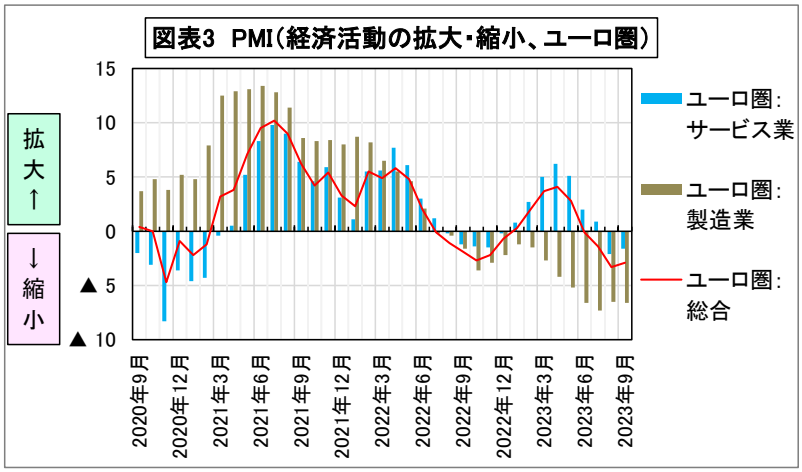
今回のECBの政策決定を受けて、市場関係者の関心は追加利上

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/

げの可能性からむしろ高い金利水準の持続期間に移ってきている。しかしいずれにせよ ECB が引き締め姿勢を維持する方向にあることに変わりはなく、一方で景気の後退懸念が強まる中で、ECB は難しいジレンマに直面していることになる。







（資料）図表 1～3 は、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

2. 消費者物価上昇率の下げ渋り

ここでまず、ユーロ圏の消費者物価上昇率の下げ渋りの状況を確認すると、次のとおりである。

コアの下げ渋りばかりか全項目ベースでの下げ止まり感も

全項目ベースで見た場合には、物価上昇率は 22 年 11 月以降、主としてエネルギー価格の下落を受けて減速傾向にある。しかし、全項目からエネルギーと食品を除いたコアでは上昇率の下げ渋りが明らかになっている。またこればかりでなく、最近では全項目ベースの上昇率自体についても下げ止まり感が現れ始めている。8月の全項目ベースの上昇率は前年同月比で5.2%であったが、これは前月の5.3%からわずかな低下に留まっている（図表4）。

消費者物価上昇率の性格の変化

こうした動向には、コロナ危機以降の、ユーロ圏の消費者物価上昇率の性格の変化が密接に関係していることが考えられる（注4）。ユーロ圏ではコロナ危機の頃にはもっぱら供給制約の強まりがインフレを主導していたが、その後は、供給制約は緩和に転じる一方で供給面の他の材料がインフレ要因として働き始めた、という変化である。

根強い労働力不足の影響

この供給面の他の材料とは、主として原材料費や人件費の増加分を製品やサービスの価格に転嫁する動きである。なかでもユーロ圏では労働力不足が根強く継続しており、それに伴う賃上げの動きが、特に人件費の増加が価格に反映されやすいサービス業を中心にしてその価格の上昇を押し進め、コアばかりか物価全体をも下支えする結果に繋がっているものと捉えられる。

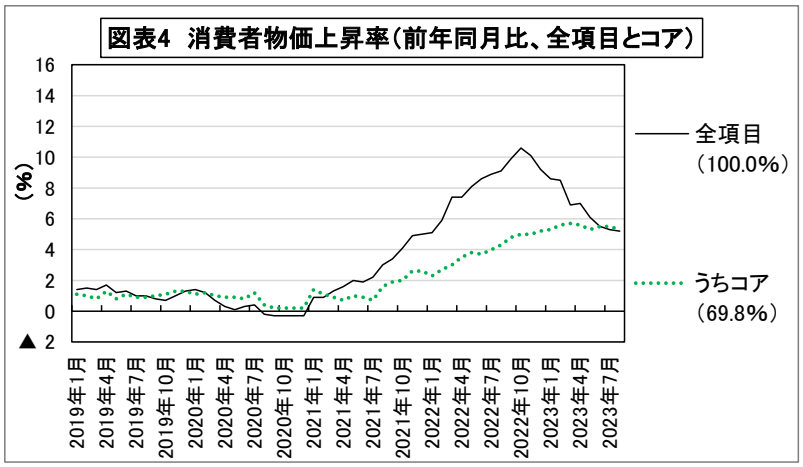
労働力不足の背後で働く労働生産性の低下

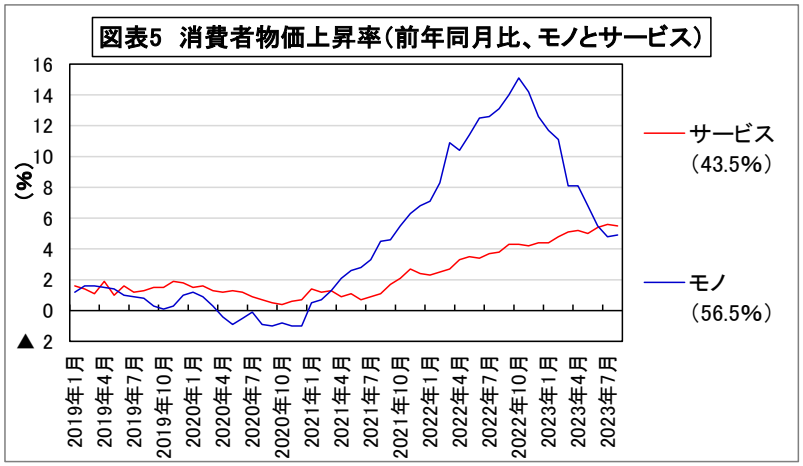
ではなぜユーロ圏で労働力不足が一向に縮小に向かわないのかという点が、このような状況の下では重要な論点となる。これについては、コロナ危機の下で熟練労働者の離職が拡大し、また一般の労働者についても労働時間の短縮が進んだことで労働生産性が低下し、それが労働力不足の恒常化をもたらしている可能性が考えられる（注5）。

容易には解消されない物価上昇率の下げ渋り

そしてこの労働市場の逼迫は、構造的な問題として、その軽減にはまだ時間を要することが見込まれている。この結果、労働力不足が当面のところ継続する中で、供給面における人件費の増加分の転嫁の他に、賃金上昇の広がりによる需要面からの物価上昇率に対する影響の拡大も考慮する必要があることになる。このため、少なくとも見ても、ユーロ圏の消費者物価上昇率の下げ渋りは容易には解消されないものと判断される。

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/





(資料) 図表 4、5 は、Eurostat のデータから農中総研作成
(注) 凡例に付記した( )内の%は、消費者物価指数の算定に当たり適用されるウェート(23 年)である。

他の観点から見たユーロ圏のインフレの特徴

以上を踏まえた上で、ユーロ圏のインフレの特徴について他の観点からも点検を行えば、次の点を指摘することができる。

①モノとサービスの区分で見た場合

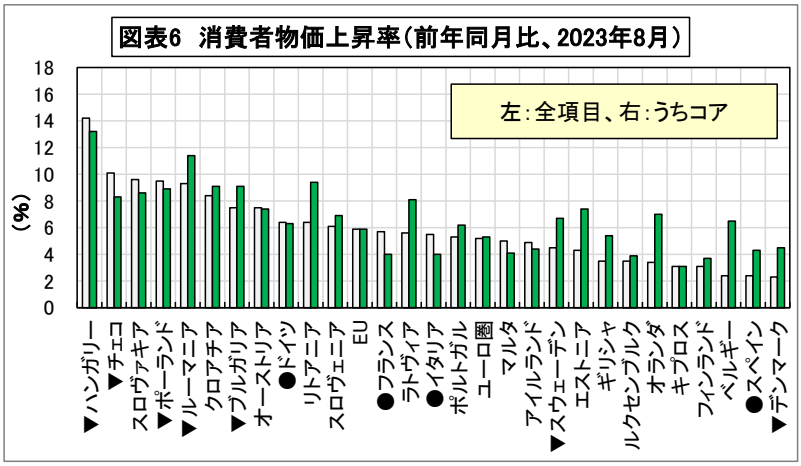
その第一は、この消費者物価上昇率について全項目とコアの区分から視点を転換し、モノとサービスの区分で見た場合はどうかという点である。この場合には、前者が急速に上昇率を縮小させているのに対し、後者はむしろ上昇率が拡大している実態がある。サービス価格の上昇率は8月にはいったん前月の5.6%から5.5%に小幅減速したものの、趨勢としては拡大傾向が続いている。こうした動きの中には、人件費の増加が価格に反映されやすいサービス業を中心として、根強い労働力不足の下で生じている賃上げの影響を、直接的に見て取ることができる(図表5)。

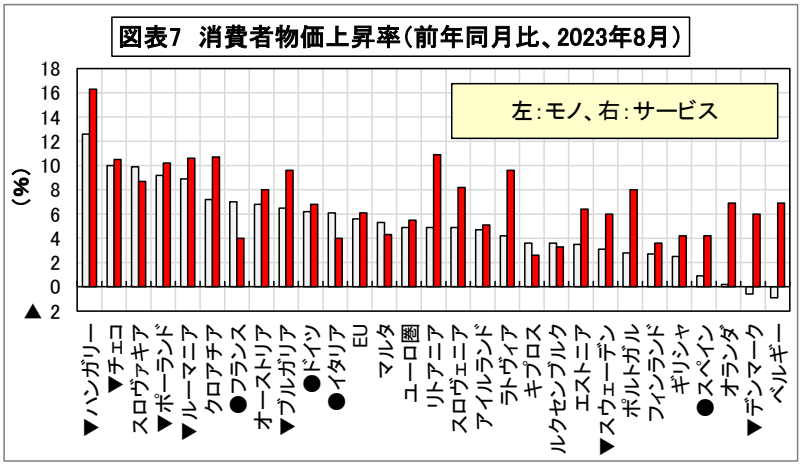
②各国横断的に見た場合

第二は、各国横断的に見て物価上昇率の実態はどうかという点である。全項目とコアで見た場合も、モノとサービスの対比で見た場合も、いずれの場合も前者が低下した国々でも後者について

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

は依然として高い水準に留まっている国が多く、金融引き締めの効果が必ずしも浸透していない姿が見て取れる。例えばスペインでは、全項目ベースの物価上昇率が他の主要国に先立って2%台に低下した事実が注目されているが、コアやサービスについては今も4%台である点にも目を向ける必要がある（図表6、7）。こうした下では、全項目ベースで物価上昇率が減速している場合にも、ECB はインフレに対する警戒感を簡単には緩和することはできないものとみられる。





（資料）図表6、7は、Eurostatのデータから農中総研作成
（注）●はユーロ圏の四大国を、▼は参考としてユーロ圏未加入の EU 加盟国を、それぞれ示す。

時間がかかるユーロ圏でのインフレとの戦い

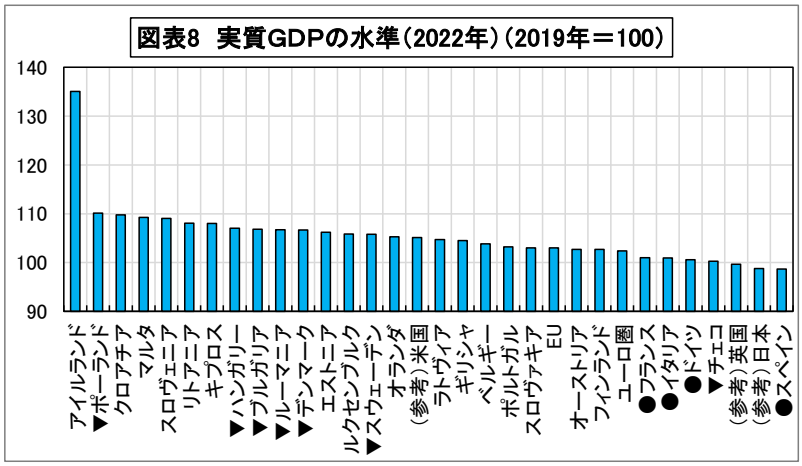
ラガルド ECB 総裁は繰り返し、ECB にはまだやることが残っていると発言している。以上からすればこの発言は正当なものであり、ユーロ圏でのインフレとの戦いは時間がかかるものになると考えられる。利下げへの転換を見通すには時期尚早であり、高い金利水準が長く維持される可能性が大きいということになる。

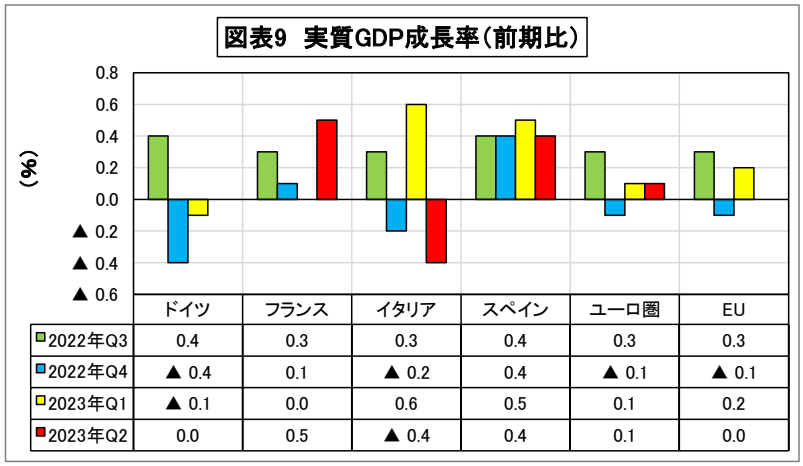
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

3. 景気後退懸念の強まり

深いリセッションに入りを回避してきたユーロ圏

ユーロ圏では確かに、相次ぐ危機の中で足元では低成長が続いているものの、大部分の国々で22年にはコロナ危機前の実質GDPの水準を回復している（図表8）。また最近の動きとしては、国によっては、あるいはユーロ圏全体としても、これまでに一時的にマイナス成長に陥ることはあっても、深いリセッションに陥ることは回避することができている（図表9）。





	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	ユーロ圏	EU
2022年Q3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
2022年Q4	▲ 0.4	0.1	▲ 0.2	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1
2023年Q1	▲ 0.1	0.0	0.6	0.5	0.1	0.2
2023年Q2	0.0	0.5	▲ 0.4	0.4	0.1	0.0

（資料）図表8は欧州委員会の、図表9はEurostatの、各データから農中総研作成
（注1.）図表8で、●はユーロ圏の四大国を、▼は参考としてユーロ圏未加入のEU加盟国を、それぞれ示す。
（注2.）図表9は、Eurostatが9月7日に発表した改定値による。なおQは、四半期を示す。

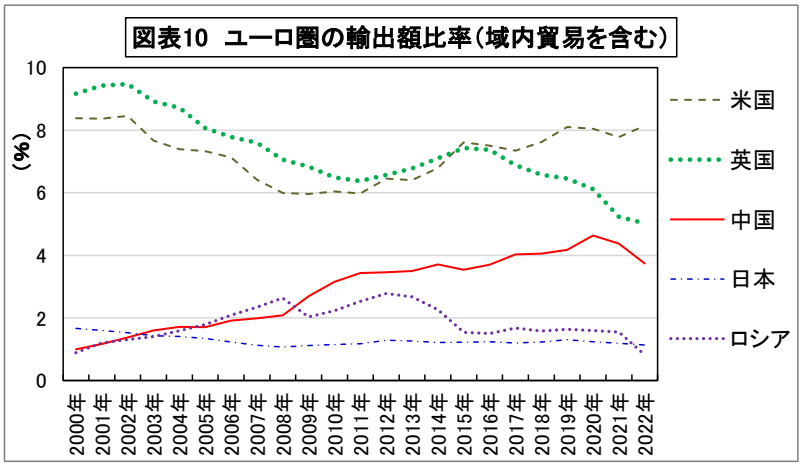
しかし厳しい経済の先行き

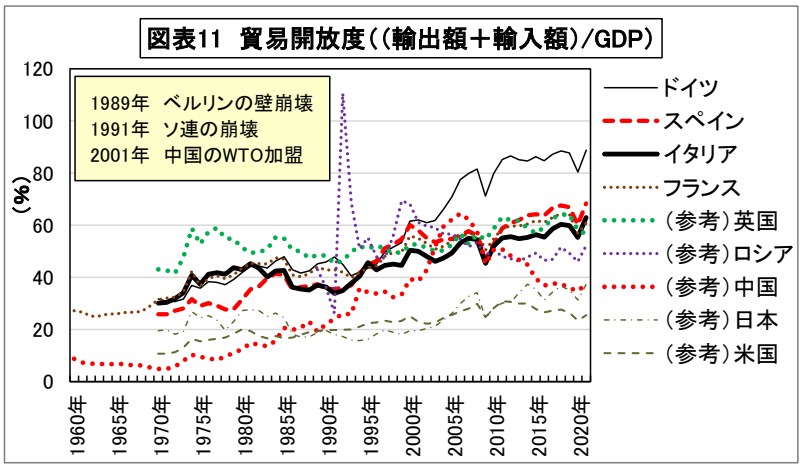
しかしユーロ圏では、景気動向は厳しさを増してきている。先に見たように足元の経済指標で景気の減速感が強まるとともに景況感の悪化も進んでおり、なかでも、過去には常に景気回復の先導役であったドイツ経済の不調が注目される。製造業立国であり輸

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

出依存度が大きいドイツでは、労働力不足や生産コストの高さによる国際的な競争力の低下が否定できず、しかもこの影響が今後ともしばらく残存する可能性が小さくない状況にある[注6]。

さらに、ユーロ圏経済を取り巻く環境には他の懸念点も生じている。まず、主要な輸出相手国である中国では、経済成長の減速懸念が強まっている（図表 10）。また、昨今の地政学的リスクの高まりから世界経済のブロック化が進行する可能性もある。これまでに世界の主要国は、東西間の冷戦の終結や中国の世界の工場化などによりコスト削減効果を享受してきたが、今後はこれが反転する可能性が否定できないわけである（図表 11）。





（資料）図表 10 は IMF の、図表 11 は世界銀行の、各データから農中総研作成

難度を増す ECB の政策の舵取り

このようにして、ユーロ圏では 23 年の第 3 四半期にマイナス成長に陥る可能性も否定できなくなっている。そして、その一方では消費者物価上昇率は下げ渋りが明らかであり、ECB による政策の舵取りはますます難度を増してきたことになる。

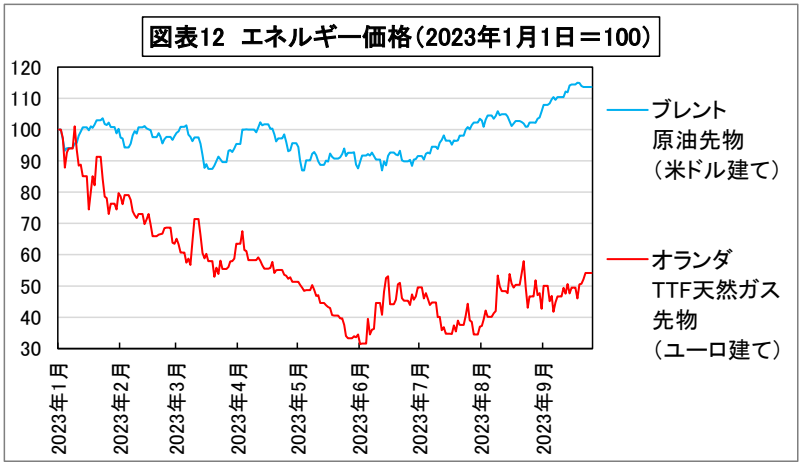
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

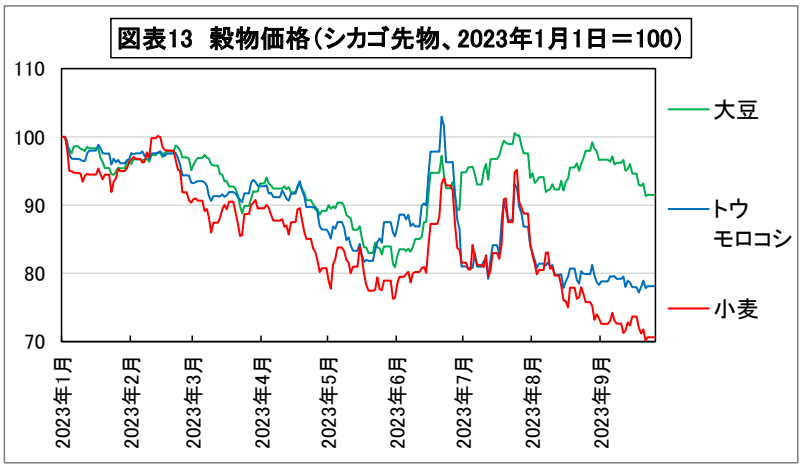
4. おわりに

物価を巡るその他の注目点

物価上昇を巡っては、サービス価格に掛かり続けている押し上げ圧力などの他にも、注意を要する動きがある。その第一は、モノの価格にも下げ止まりの兆しが見え始めていることである。ウクライナ紛争の影響以外にも異常気象や自国を優先した輸出制限などが加わり、エネルギーや穀物などの価格推移の中には底打ちし、なかには反転に向かう動きも認められている。これまでは物価の押し下げ要因として働いていたモノの価格動向が、今後は逆に、徐々に押し上げ要因に転じる可能性がある（図表 12～14）。

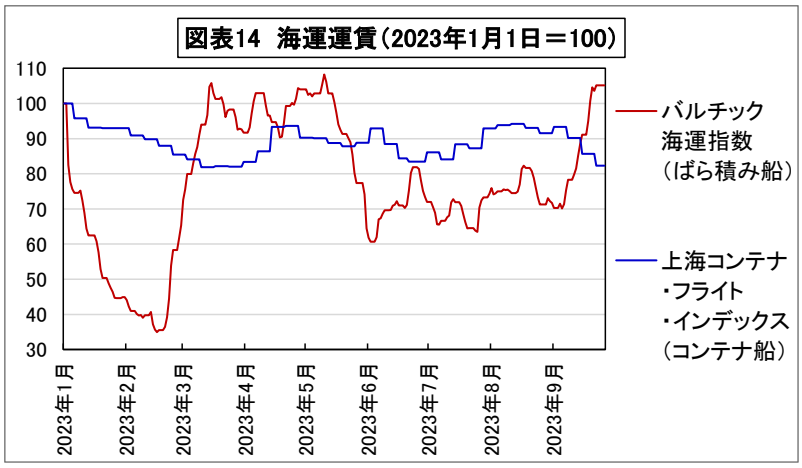
また第二としては、財政規律を重視する EU では、24 年には財政ルールの適用を再開する方針であることである[注 7]。これによりエネルギー価格対策などの財政支援策の段階的な縮小が着実に進捗し、この点も物価の押し上げ要因として働く可能性があることになる。





（資料）図表 12、13 は、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



（資料）Bloomberg のデータから、農中総研作成

ECB が直面するジレンマ

このようにユーロ圏では、労働市場の逼迫を背景にしたコアやサービス価格の動向のほかにも、少なく見ても消費者物価上昇率を下げ止まりさせ、場合によってはこれを押し上げる材料が複数存在していることに注意を向ける必要がある。

こうした下で ECB は、難しいジレンマに直面していることになる。急速で深いリセッション入りのリスクを認めながら、それでも原則どおり金融引き締め姿勢を継続し、需要の縮小を通じて物価上昇率の下げ渋りの背後にある根強い労働力不足の解消などを優先すべきなのか、あるいはこのリセッション入りを回避するために引き締め策を緩和することで、自らに対する信認の低下を招くリスク、すなわちアンカーが外れてインフレ期待が上離れするリスクを容認すべきなのか、というジレンマである(注8)。

(23.9.25 現在)

(注1) ユーロ圏の鉱工業生産および小売売上高のデータは、ともに Eurostat による。
(注2) ドイツの輸出額のデータは、ドイツ連邦銀行による。
(注3) 購買担当者景気指数(PMI)は、Bloomberg の提供による、S&P Global 社取りまとめの PMI を指す。
(注4) ユーロ圏の消費者物価上昇率の性格の変化については、次を参照されたい。
・山口勝義「変質したユーロ圏のインフレとその影響」(『経済金融ウォッチ』23 年 8 月号所収)
(注5) 労働生産性の低下と労働力不足については、次を参照されたい。
・山口勝義「労働生産性で読み解くユーロ圏経済」(『経済金融ウォッチ』23 年 9 月号所収)
(注6) 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、ユーロ圏経済の重荷に」(『経済金融ウォッチ』23 年 7 月号所収)
(注7) EU では、加盟国の各年度の財政赤字を GDP 比 3%以内に、また債務残高を GDP 比 60%以内とすることなどを定めた財政ルールを有している。コロナ危機を経て一時的に中断していた同ルールの適用を、EU では 24 年に再開する方針である。これについては、次を参照されたい。
・European Commission (8 March 23) "Fiscal Policy Guidance for 2024: Promoting debt sustainability and sustainable and inclusive growth"
・European Commission (26 April 23) "Commission proposes new economic governance rules fit for the future"
(注8) EU 条約では、ECB の果たすべき役割は第一に物価の安定であり、その上で第二としてバランスの取れた経済成長や雇用の改善などの欧州連合(EU)の目標達成に資することである、と規定されている(第 127 条)。

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/