

物価上昇圧力の下で利上げに慎重姿勢を続ける ECB

～バブル発生などのリスクが拡大～

山口 勝義

要旨

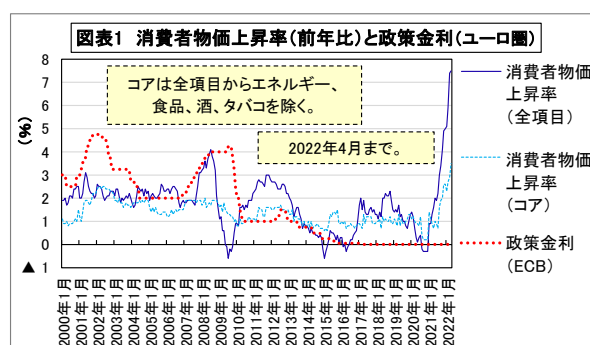
ユーロ圏では物価上昇圧力の早期の鎮静化は見込み難い。しかし政策の有効性や景気動向などを考慮すれば、ECB はやはり慎重で段階的な利上げ対応を優先せざるを得ないものとみられる。この結果、欧州経済は様々なリスクを伴いつつ困難な道を歩むことになる。

はじめに

エネルギー価格や原材料価格などが高騰する下で、欧州では消費者物価に上昇圧力が掛かり続けている（図表 1）。従来からの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というインフレ要因に加えて、今年 2 月には新たにロシアによるウクライナ侵攻が始まり、かつての欧州の低インフレ基調には構造的に大きな変化が生じている。

これに対し物価上昇は一時的な現象であるとしてきた欧州中央銀行（ECB）は、2 月の政策理事会で初めて物価上昇リスクの増大を認め、続けて 3 月には資産買い入れ策を市場予想よりも早く 7～9 月期にも終了する方針を決めた。しかし 4 月の理事会では、この資産買い入れ策の終了時期を維持しつつも政策金利の引き上げは慎重に行う姿勢を明確にした。

ウクライナ侵攻の勃発により、確かに政策の柔軟性を確保する必要性は強まっている。しかしこの経緯には、インフレ対策と景気対策の間で姿勢を決めかねる、ECB の困難な立場が現れている。現在の資源価格などの上昇を主因とするインフレに対しては、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



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

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するリスクをはらんでいる。一方、その反面で、引き締めの手を緩めれば、物価と賃金のスパイラル的な上昇という制御困難な状況に陥るリスクを抱えることになる。

以上の諸情勢を総合的に勘案した場合、特にウクライナ紛争の影響が大きい欧州では、ECBはおそらく、米国のような本格的な金融引き締めには踏み切れないものとみられる。また他にも、気候変動対策関連の投資促進の重要性や、コロナ危機の下での債務残高の積み上がりなどが、ECBの考慮の対象となることも考えられる。しかしこの慎重姿勢はインフレの高進を許すばかりか、不動産などの資産価格を押し上げバブルの発生を招くなど、今後波乱の芽を残すことに繋がりがねず、ECBはジレンマを抱えることになる。

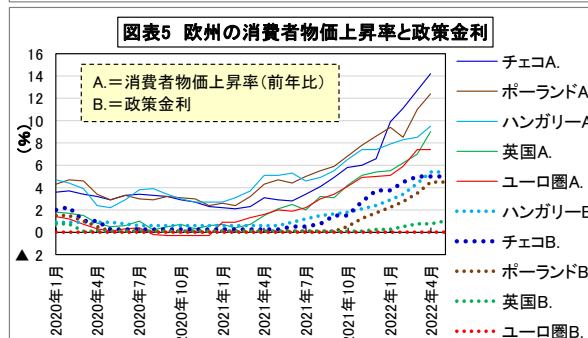
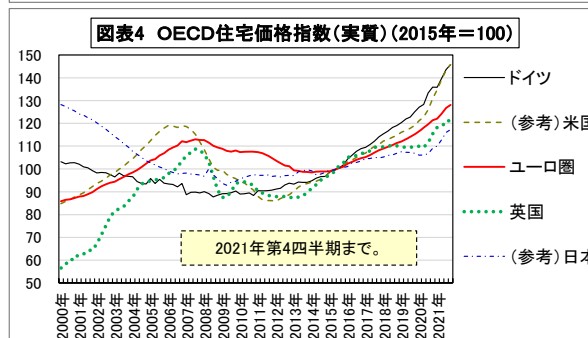
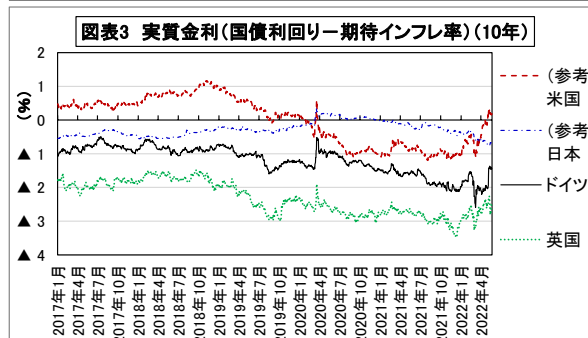
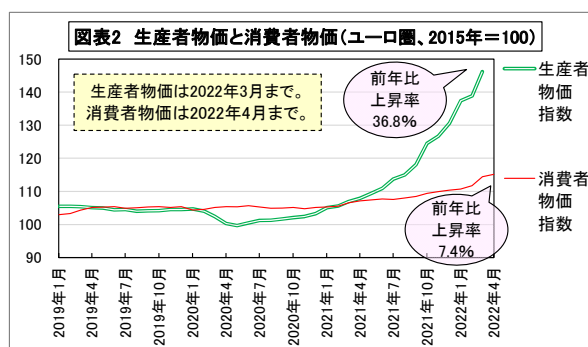
金融引き締めへの転換が必要な理由

ECB のデギンドス副総裁は 4 月 28 日、欧州議会の委員会で、ユーロ圏のインフレ率はピークにかなり近づいており下期には低下し始めると見ている、と述べた。確かに資源価格などが今後も途切れることなく上昇を続けるとは考え難いため、この見解は妥当なものとも捉えられる。

しかし物価上昇率は落ち着くとしても、物価の水準自体は高い位置に留まり、引き続き欧州の家計や企業の活動に影響を与え続けることになる。またそれ以上に、これまでの生産者物価の上昇が極めて大幅な点に注意が必要である（図表 2）。資源価格などの上昇が頭打ちになったとしても、その後も企業は既に生じたコストの上昇を製品価格に転嫁する動きを継続することが見込まれ、消費者物価を押し上げる力は根強いまま物価上昇率は下支えされる可能性が大きい^(注1)。加えて、これから夏に向けて収穫期を迎える小麦やトウモロコシについて、ウクライナやロシアでの生産や輸出の停滞の影響が具体化することにより価格が一層上昇し、物価の押し上げ要因となる可能性もある。

こうした下で金融引き締めが遅れば、インフレ高進を許すばかりか、実質金利を長い期間、低水準に留めることになる（図表 3）。これは企業投資の促進や積み上がった債務残高への対策の上では望ましい環境ではあるものの、資産価格にバブルの発生を促すなど、将来の経済情勢の波乱要因を生む結果に繋がりがねないリスクを有している（図表 4）。

このほか米国を始め、欧州でも多くの国で利上げ対応が先行している。英国では 4 月にイングランド銀行（BOE）が政策金利を 0.25% 引き上げ年 1.0% としたが、



(資料) 図表 2 は Eurostat の、図表 3、5 は Bloomberg の、図表 4 は OECD の、各データから農中総研作成

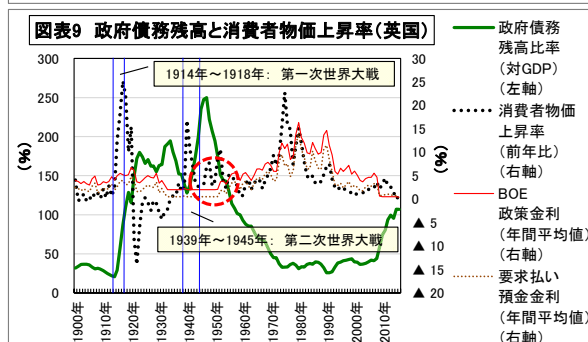
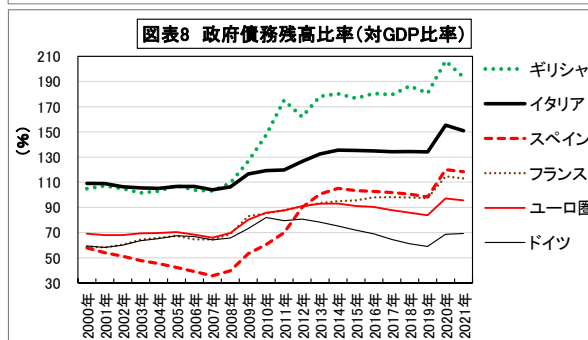
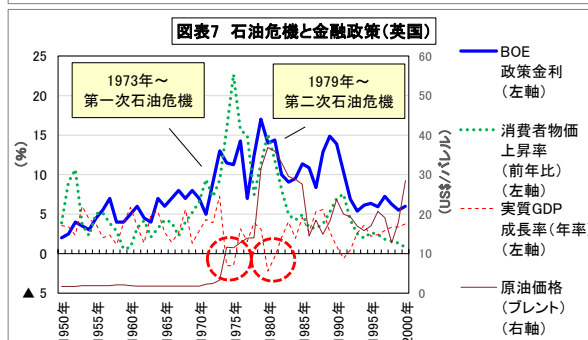
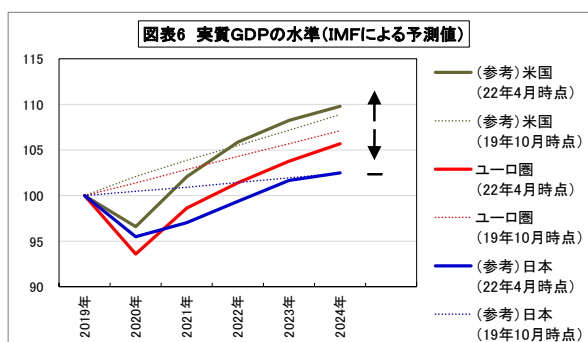
この 4 会合連続の利上げにより政策金利は 13 年ぶりの水準に達している（図表 5）。ECB については金融引き締めへの転換で出遅れ感が鮮明になってきたが、これによるユーロ安は、輸入物価の押し上げや経常収支の悪化を招くことになる。

本格的な利上げに踏み切れない理由

しかしこれらの一方で、ECB には本格的な利上げには踏み切れない理由がある。それはまず、ウクライナ紛争の影響が、ロシアやウクライナと隣接し貿易や直接投資、銀行与信などを通じた経済関係が密接な欧州において、世界の中でも特に大きなものとなると考えられる点である。

こうした情勢は、例えば国際通貨基金（IMF）の「世界経済見通し（WEO）」のデータに現れている。ここでコロナ危機発生前の 19 年 10 月時点とウクライナ紛争勃発後の 22 年 4 月時点の 2 時点におけるその後の実質 GDP の予測値を取り上げ、19 年の水準を基準に推移を比較した場合、米国では 22 年には後者が前者を上回ることに対して、ユーロ圏では 24 年においても後者が前者を下回ったままである（図表 6）^{（注 2）}。ユーロ圏ではこのように景気回復の鈍さが見込まれており、これが米国並みの本格的な利上げ対応を受け入れ難い主要な理由となっている。

この他に過去の経験からの教訓もある。かつての石油危機時には、例えば英国のデータにより、原油価格の上昇と金融引き締めの下で経済情勢の低迷が続いた状況が確認できる（図表 7）。また、コロナ危機を経て、ユーロ圏では債務残高の増大が顕著となっている（図表 8）。第二次世界大戦中の債務残高の急拡大に対して英国や米国では、戦後のインフレ期にも金利水準を低位に留め、この「金融抑圧」を財政改革のひとつの手段とした経緯があるとされている（図表 9）。確かに現在は当時の規制金利の時代とは異なるものの、厳しい財政危機を経験した ECB としては、緩やかな利上げに止めることで財政改善に好ましい環境を持続するインセ



（資料）図表 6 は IMF の、図表 7、9 は BOE の、図表 8 は Eurostat の、各データから農中総研作成

ンティブが働きやすいものと考えられる。

このように、特に金融政策の効果が限られる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は、ECB が本格的な利上げの回避に傾く合理的な理由が存在していることになる。

おわりに

こうしたなか、5月に入り ECB 当局者の間では、7月の利上げを支持する発言が相次いでいる。ラガルド総裁も5月11日、スロヴェニア中銀の記念会合の演説で、7～9月期の初めに資産買い入れ策を終了する可能性が高く、その後、数週間後には利上げを実施する可能性がある、と述べている。これを受け、7月21日の理事会で ECB が11年7月以来の11年ぶりとなる利上げに踏み切るとの見方が強まっているが、確かに、インフレ期待を繋ぎ止め ECB への信認を確保するために、まずは早期の利上げが必要であると考えられる。

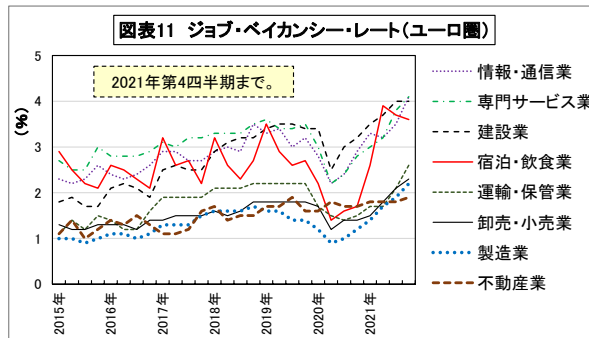
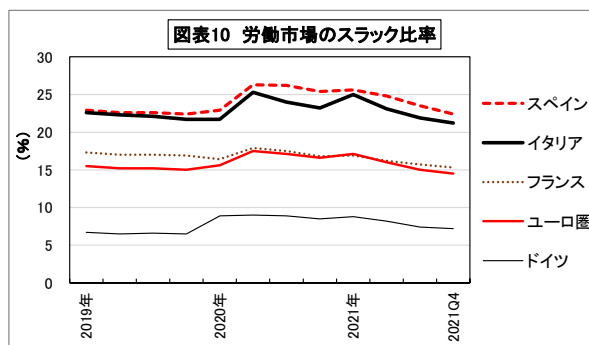
しかし問題はその後の政策対応である。引き締めの手を緩めればユーロ安に伴う悪影響を招くとともに、インフレ高進ばかりか資産バブルを生じさせかねない。しかし現在のインフレには金融政策の効果は限られ、逆に引き締め策はウクライナ紛争の影響を直接受ける欧州の景気回復には重荷となる。このように ECB のジレンマは大きい。実際に ECB が本格的な利上げ対応を回避し慎重で段階的な利上げに徹することができるかどうかは、物価と賃金のスパイラル的な上昇に陥るリスクの程度に依存すると考えられる。

この点については、ユーロ圏では近年、賃金の上昇は米国や英国などに比べて低位で推移してきたが、最近では失業率が歴史的水準にまで低下するなど、コロナ

(注1) ドイツの IFO 研究所の4月の調査によれば、今後3ヶ月間に自社製品やサービスの価格を引き上げるとするドイツ企業の割合が91年以降で最高水準に達している。業種別には、卸売業、小売業、製造業、建設業、サービス業の順で高い。次による。

・ IFO (5 May 2022) "German Companies' Price Plans Set New Record"

(注2) なおコロナ危機前の19年の実質 GDP の水準を上回る時期は、22年4月時点の WEO によれば、



(資料) とともに、Eurostat のデータから農中総研作成

危機からの回復の過程で労働市場のスラック（需給の緩み）はかなり縮小してきている（図表10）^(注3)。また、採用未了の求人の比率を示すジョブ・ベイカンシー・レートの上昇も現れている（図表11）^(注4)。

つまり労働市場の過熱の可能性も加わり、ユーロ圏では物価上昇圧力の早期の鎮静化は見込み難いことになる。しかし政策の有効性や景気動向などを考慮すれば、ECB としてはやはり慎重で段階的な利上げ対応を優先せざるを得ないものとみられる。その結果、欧州経済はインフレ高進ばかりかバブル発生などのリスクを伴いつつ、困難な道を歩むことになりそうである。（22.5.24 現在）

米国では21年であったのに対し、ユーロ圏では22年、日本では23年と米国に遅れる見通しである。

(注3) Eurostat では、失業者のほか、希望する時間働くことができていないパートタイム従業員や、離職中であり求職活動を行っていない者を含めて、労働力人口対比で「労働市場のスラック比率」を算出している。

(注4) ジョブ・ベイカンシー・レートは、採用が未了のポジション数を、採用済みのポジション数と採用未了のポジション数の合計で除した比率である。