

### ユーロ圏が直面するスタグフレーションと財政問題の複合リスク

#### ～ECB に求められる政策運営の微妙なバランス～

山口 勝義

#### 要旨

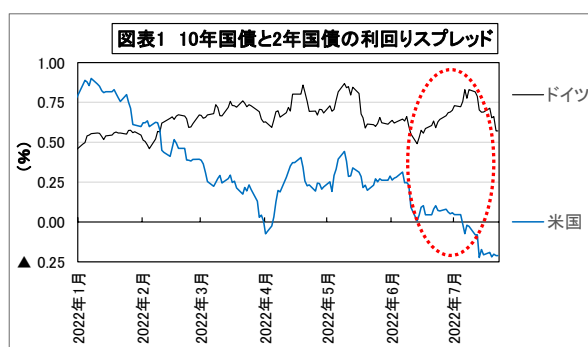
供給面の制約がインフレの主要な要因となっているユーロ圏では、インフレ対策としての金融引き締め策の効果は限られている。ECB がインフレ対策に過度に傾斜した場合には、スタグフレーションのみならず、これに財政問題が加わる複合リスクに直面することになる。

#### はじめに

6 月半ば以降、米国や主要なユーロ圏の国債市場では利回りの上昇に一服感も現れている。ただし、その後のイールドカーブの形状変化は米欧間で対照的である。米国債のフラット化に対しドイツ国債では一時スティープ化の動きが強まったが、中短期利回りの低下が長期ゾーンよりも大幅であるブル・スティープ化であった（図表 1）<sup>(注 1)</sup>。これについてのひとつの解釈は、市場の主要なテーマが景気後退である米国に対し、ユーロ圏では金融引き締めが想定よりも小幅に留まる可能性がその焦点になったとの見方である<sup>(注 2)</sup>。

その欧州中央銀行（ECB）は、7 月には政策金利の引き上げに着手した。市場予想を上回る 50bp の利上げであったが、現時点で十分なインフレ対策が不可欠との判断によるものである。一方、これに先立ち国際決済銀行（BIS）は、6 月に公表したレポートで、世界の主要国ではインフレ期待が強まっており、今や経済情勢が急変する「転換点」（tipping point）に達する可能性が生じているとして、中央銀行は一時的な経済成長の減速を恐れずに、何よりもインフレの定着化を回避する政策を優先すべきであるとした<sup>(注 3)</sup>。

こうして主要な中央銀行の間では、経



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

済成長よりも物価対策を重視する姿勢が強まってきている。しかし注意を要するのは、ユーロ圏と米国ではインフレの性質が異なる点である。コロナ危機下での手厚い財政支出や着実な賃金上昇を通じて内需に支えられた米国のインフレとは違い、ユーロ圏では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い生じた供給面の制約がその主要な要因となっている。このためユーロ圏の引き締め策はインフレ対策の効果が乏しいばかりか、景気後退をもたらし、高債務国のリスクを高める結果に終わりがねない可能性をはらんでいる。

このスタグフレーションと財政問題の併存状態は、ユーロ圏経済にとって非常に大きな打撃となる。このため、市場が ECB の政策対応を巡り敏感な反応を示すのももったもなことであると考えられる。

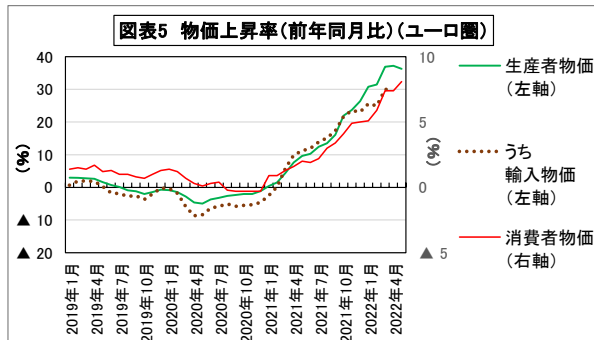
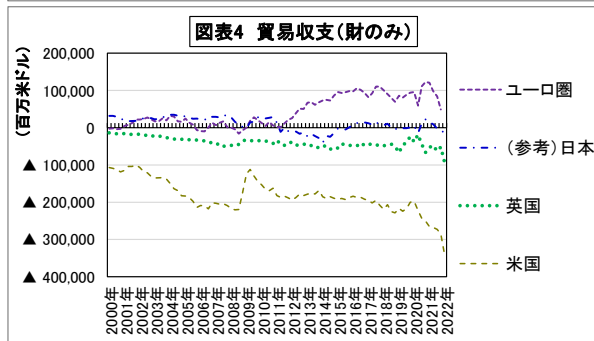
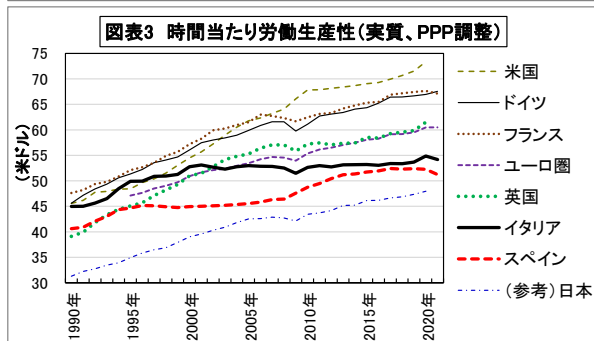
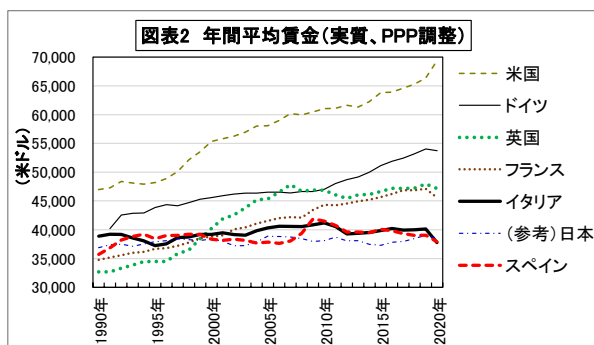
## ユーロ圏のインフレと米国のインフレ

このようにユーロ圏経済は大きなリスクに直面しているが、このリスクを考察するに当たっては、まず改めて現在のインフレの特徴に着目する必要がある。

ユーロ圏では新型コロナウイルスの感染の収束過程で経済活動の再開に伴う需要の急回復がインフレ要因として強く働く局面が一時的にあったとしても、総体としては供給面の制約がインフレ進行の主要因となってきた。コロナ危機により世界各地で生じた供給のボトルネックや、ロシアによるウクライナ侵攻に伴うエネルギーや農産物などの供給ショックがこれである。なかでも気候変動対策の移行期には化石燃料に対する需要が依然根強いと、天然ガスや原油をロシアからの輸入に大きく依存する欧州は、その価格の上昇によるインフレ圧力の強まりばかりか必要なエネルギー量の確保にさえ不安が生じる状態に置かれ続けている。

これとの対比で米国のインフレは、より内需に強く支えられたものとなっている。米国では手厚い財政支出に加えて、実質賃金がコロナ危機時を含め着実に上昇している事実がある（図表 2）。その根本的な要因は労働生産性の改善にあるものとみられ、これが米国経済の強みとなっている（図表 3）。そして、米国の内需の堅調さは、貿易収支の赤字基調に特徴的に現れている（図表 4）。この一方で供給側の要因を主因とする欧州のインフレは、輸入物価が主導する消費者物価の上昇からも見て取ることができる（図表 5）。

こうした中で、需要の抑制を通じて景気の過熱を鎮静化する金融引き締め策は米国のインフレには有効であるとしても、ユーロ圏ではインフレ対策としての効果



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

に限られるばかりか、景気の腰折れに直結する可能性が大きいことになる。このため、米国のリスクが景気後退であるとするならば、ユーロ圏では、物価上昇が抑制されないまま景気後退に至るスタグフレーションのリスクということになる。

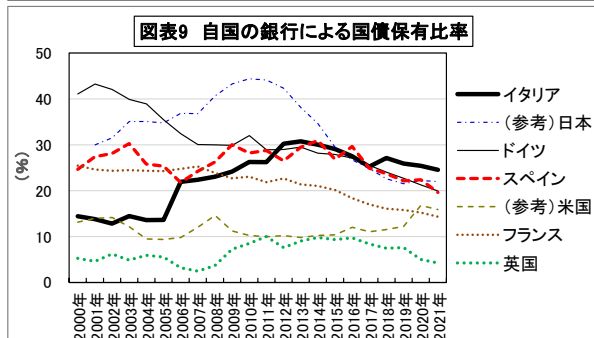
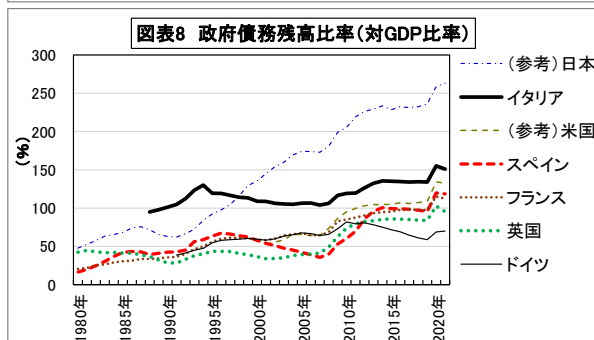
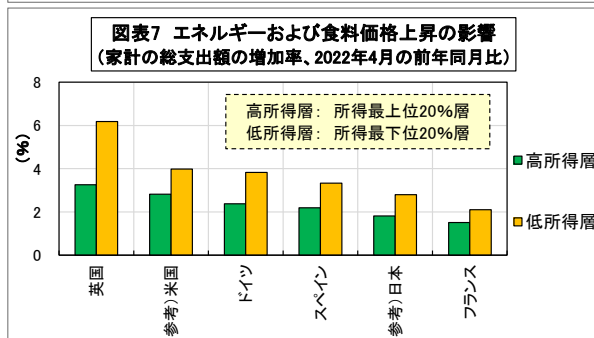
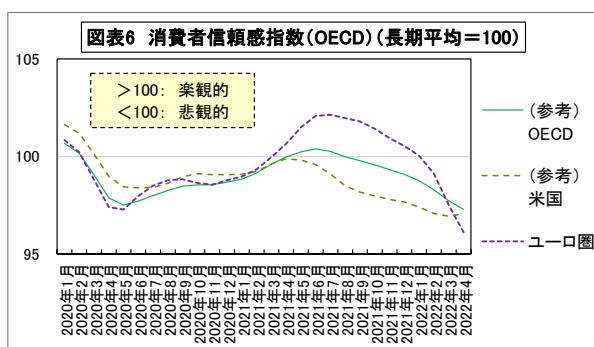
## ユーロ圏が直面する複合リスク

しかし ECB は、特に 5 月以降、従来の姿勢を転換し物価対策重視の姿勢を明確にしてきている。現実には、ユーロ圏ではエネルギー価格や食料価格の高騰で「生活費危機」(cost of living crisis) の懸念が強まり、消費者信頼感指数も急速に低下している(図表 6)。しかも、この価格高騰の影響は低所得層でより大きく現れることから、貧困層の疲弊やそれに伴うポピュリスト勢力の伸長、政治情勢の不安定化などを含め、社会的な問題を拡大させる可能性をも伴っている(図表 7)。

加えて BIS が指摘するとおり、経済主体のインフレ期待のアンカーが外れて大きく上放れれば、その行動が一変し、一挙にインフレが高進する可能性が存在している。そして、いったんこの「転換点」を越えた場合にはインフレの鎮静化のためにより大規模な引き締め対応が必要となるため、ECB には手遅れとならない、適時の対策が求められることになる。

しかし同時に、供給制約を主要因とするインフレの場合にはインフレ期待の繋ぎ止めのみならず経済成長への配慮も重要であり、両者の間で微妙なバランスを取る、難度の高い政策運営が不可欠となる。ECB がこのままインフレ対策に過度に傾斜した場合に何よりも懸念されるのは、スタグフレーションに陥ると同時に金利水準の上昇に伴い高債務国経済の混乱が誘発される、複合リスクの顕在化である。

多くの国々ではコロナ危機を通じて財政危機時以上に財政悪化が進行しているほか、イタリアなどでは政府財政と銀行財務のリスクの連関が今も残存している実態がある(図表 8, 9)。財政危機には至らずとも高債務国の成長は抑制され域内



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

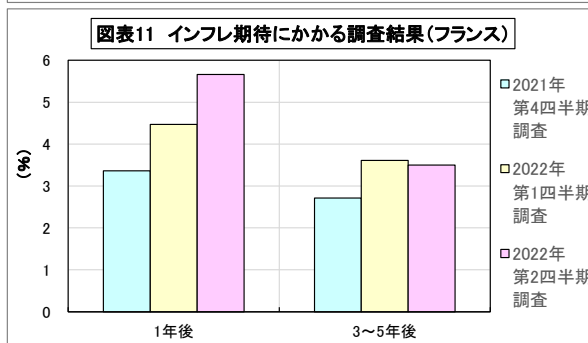
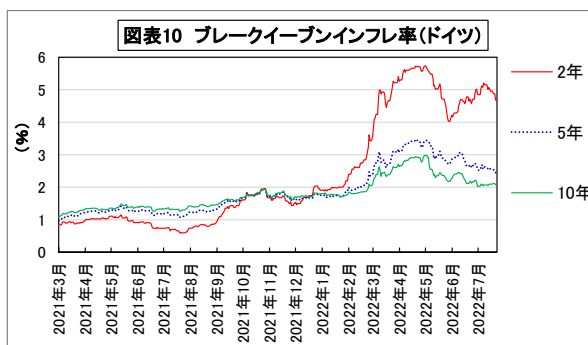
で経済情勢の分断が進み、ECB の政策運営は一層難度を増すことになる<sup>(注4)</sup>。かつての石油危機時には財政問題が、また財政危機時にはインフレの高進がなかった点では、この複合リスクは欧州で、これまでに経験したことのない新たな試練である。

## おわりに

このように、政策金利の引き上げに着手した ECB のジレンマは大きい。金融引き締め策は供給制約を主因とする現在のインフレには効果が乏しく、物価上昇が抑制されないまま景気後退に至りスタグフレーションに陥るばかりか、それと同時に高債務国の経済混乱を生じる結果に繋がりがかねない。しかしその反面、引き締めの手を緩めれば、貧困層の疲弊などの社会問題の拡大や、家計支援の継続に伴う財政の悪化、またユーロ安の進行による輸入物価の上昇が懸念されるのみならず、インフレ期待のアンカーが外れインフレの一層の高進を招く恐れがある。

一方、ユーロ圏では、今後も当面は強いインフレ圧力の継続が見込まれている。最大の懸念点は、需要期である冬に向けてのエネルギー価格の一層の上昇である。加えて、これまでの大幅な生産者物価の上昇の中には消費者物価の押し上げ圧力が蓄積されているほか、賃金の上昇が低位で推移してきた背後には大きなキャッチアップ圧力が潜在している。

このため注目されるインフレ期待の動向であるが、ユーロ圏では消費者物価上昇率が直近の前年同月比で 8.6%にまで上昇したなか、インフレ期待についても、



(資料) 図表 10 は Bloomberg の、図表 11 はフランス銀行(中央銀行)の、各データから農中総研作成

特に先行き 1～2 年の期間で高い水準での推移が見られている(図表 10、11) (注5)。

このような下では経済主体の行動が一変し、賃金と物価の上昇スパイラルに落ち込む可能性が小さいとは言えず、少なくとも今回の ECB の政策金利の引き上げは必須の対応であったとみることができる。しかし、今後の推移はこの後の ECB の政策運営次第ではあるが、いずれの場合にしてもユーロ圏の経済情勢は多難となるものと考えられる。(22. 7. 25 現在)

(注1) ドイツでは 2022 年前半にもスティープ化の動きが生じたが、この際には長期ゾーンの利回りの上昇幅がより大きいベア・スティープ化が主流であった。

(注2) ドイツ国債のイールドカーブのブル・スティープ化と同時期に、市場ではユーロ安も進行した。

(注3) BIS は、現在、世界の主要国では、経済主体のインフレ期待が強まりそれが定着化することにより、収益率が低下した企業は消費財へのコスト転嫁を進め、実質賃金が低下した家計は賃金の引き上げ要求を強めるなど経済主体の行動が一変し、元のインフレが落ち着いた状態には戻りにくい「転換点」を超えてしまう可能性に直面しているとしている。次による。

・ BIS (June 2022) “Annual Economic Report”

(注4) ECB は 7 月の理事会で、高債務国の金利水準の上昇による情勢の格差を是正し金融政策を適切に伝達するため、新たな債券買い入れ策(TPI)の導入を決定したが、具体的な運用基準などについては未だ明らかにしていない。またドイツなどからは、こうした仕組みの導入に対し強い反対が上がっていた。

(注5) 図表 11 は、フランス銀行による、企業を対象とした消費者物価の年間上昇率についての調査結果である。一方、ドイツ連銀による直近の同種の調査では、今後 5 年間のインフレ期待(年平均)は家計で 5.3%、企業で 4.7%となっている(この点は、ナーゲル総裁によるスピーチ、“Return of inflation: What do we learn from survey data?” (23.06.2022)による。)。