

ユーロ圏は今冬にかけて景気後退へ インフレに加え政治リスクにも要警戒

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
080-1069-4757

- ロシアのウクライナ侵攻に伴う天然ガス供給停止懸念の高まりを背景に、エネルギーを中心にユーロ圏の物価は高騰。一方で、賃金の上昇は鈍く、消費者の実質購買力は大幅に低下
- 暖房需要が増加する今冬にかけてエネルギー価格は一段と上昇し、インフレはピークを迎える公算。実質購買力の低下による消費の落ち込みを主因に、ユーロ圏は景気後退入りの見通し
- ECBは11年ぶりの利上げを決定したが、先行きの政策運営は、景気後退下でのインフレ抑制や域内経済格差、各国政治リスクへの目配りも必要な極めて難しいものになるだろう

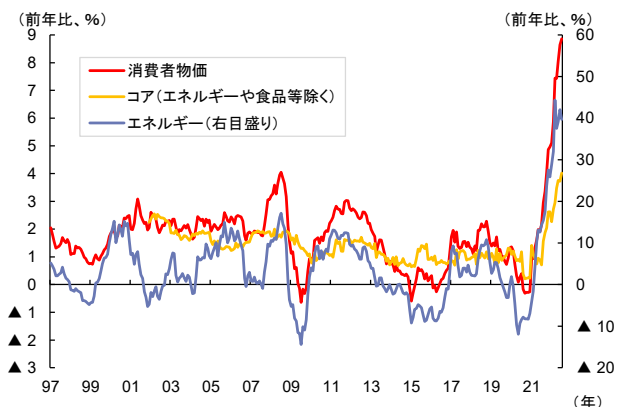
1. 深刻なインフレに見舞われる欧州経済

(1) ユーロ圏のインフレ率は過去最高を記録。エネルギー・食料に加えコア物価も上昇

2月に始まったロシアのウクライナ侵攻により、エネルギーや穀物の価格が高騰し、欧州は深刻なインフレに見舞われている。直近7月のユーロ圏消費者物価は前年比+8.9%と過去最高の伸びを記録した(図表1)。とりわけ顕著なのが、天然ガス価格の上昇だ。EUは天然ガス輸入の約4割をロシアに依存しているため、ウクライナ情勢緊迫化に伴う供給停止懸念を背景に急騰したガス価格が、物価を大きく押し上げている。足元では、ロシアからのノルドストリーム1経由のガス供給量減少を受けて価格が一段と上昇していることから、今後発表される8月以降の消費者物価は、さらに伸びを高める公算が大きい。

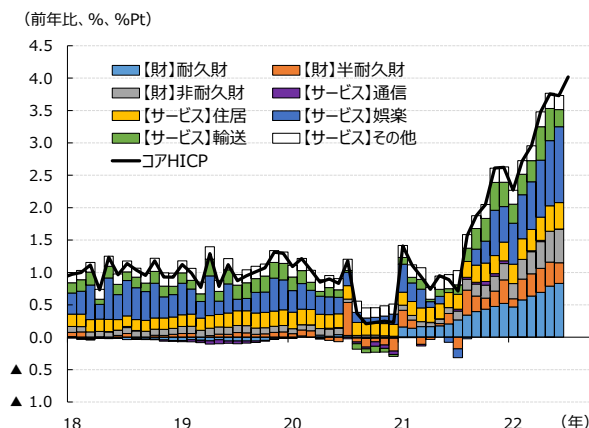
インフレ加速の主因はガスをはじめとするエネルギー価格の上昇だが、川畑(2022)でも指摘されている通り、足元ではコア物価の伸びも高まっており、資源高の影響が価格転嫁を通じて幅広い品目に波及していることを示唆している。コア物価の中身を見ると、財では、供給制約が生じている自動車を中心に耐久財の伸びが高まっているほか、資源価格の高騰を受け衣料品や家事用品など半耐久財・非耐久財でも値上げの動きが広がっている。また、サービスでは、いわゆる「リベンジ消費」による需要増を背景に、外食・宿泊を含む娯楽関連の物価上昇が顕著だ(図表2)。

図表1 消費者物価（HICP）上昇率



(出所)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 コアHICPの寄与度分解



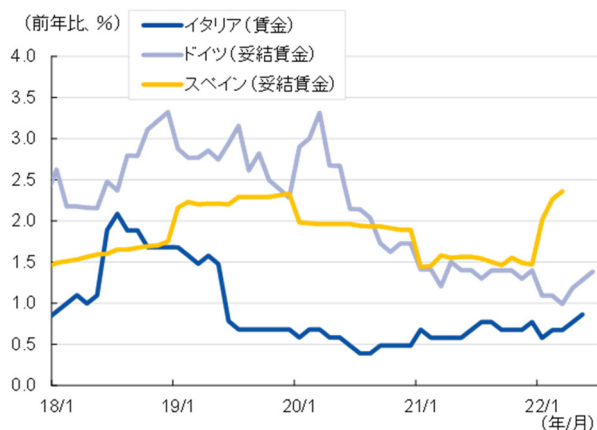
(注)直近7月の内訳は未公表

(出所)Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) 物価高騰の一方で、賃金は伸び悩み。消費者の実質購買力は低下

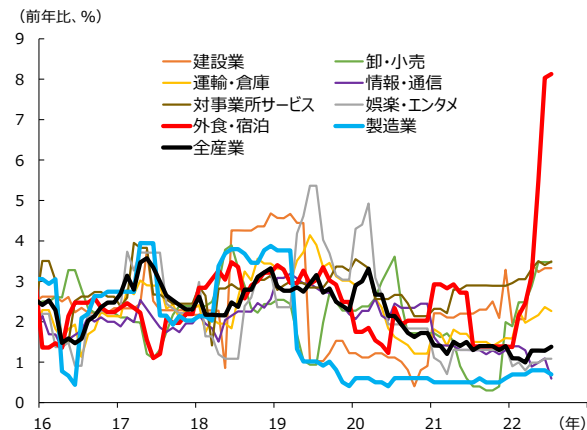
米国と異なり需要が力強さを欠くユーロ圏では、インフレ率が高まる中でも賃金の伸びは鈍いままとなっている。月次でデータが公表されるユーロ圏主要国の賃金や妥結賃金の伸び率を確認すると、年初に政府による労働市場改革の一環で最低賃金の引き上げが行われたスペインを除いて、目立った賃金の伸びは確認されない(図表3)。このうち、業種別のデータが得られるドイツの妥結賃金を見ると、リベンジ消費による需要増を受け外食・宿泊では賃金上昇率が急伸しているものの、製造業などその他業種の賃金上昇率は、総じて落ち着いたままだ(図表4)。

図表3 各国の賃金上昇率



(出所)イタリア国家統計局、ドイツ連邦統計局、スペイン社会経済労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 ドイツの妥結賃金(業種別)

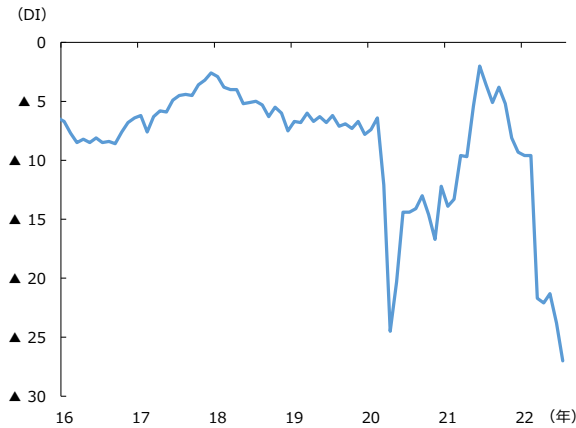


(注)ボーナスなど一時金を除く

(出所)ドイツ連邦統計局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

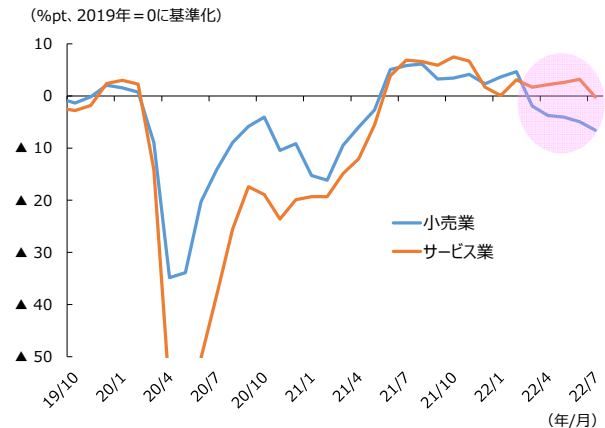
物価の急騰と賃金の伸び悩みにより、消費者の実質購買力は大きく落ち込み、消費者信頼感は新型コロナ発生直後の2020年4月を下回る水準まで低下している(図表5)。こうした中、小売業の景況感は今春以降、低下傾向が鮮明になり、財消費が減少していることを示している。一方、サービス業の景況感は相対的に底堅く、足元の消費は外食や旅行などのリベンジ消費に支えられる格好となっている(図表6)。

図表5 消費者信頼感



(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 企業の景況感

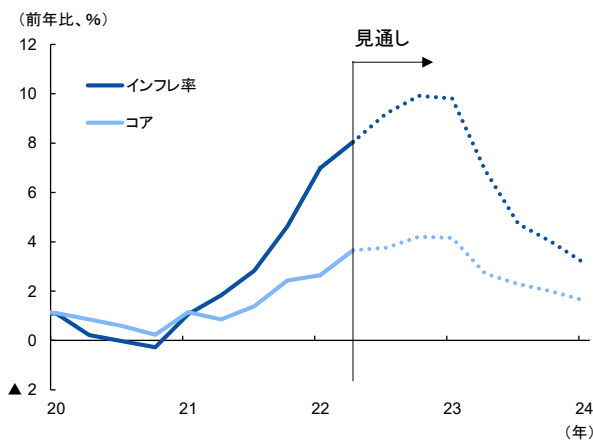


(出所) 欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2. エネルギー価格の一層の上昇により、今冬にユーロ圏は景気後退の見通し

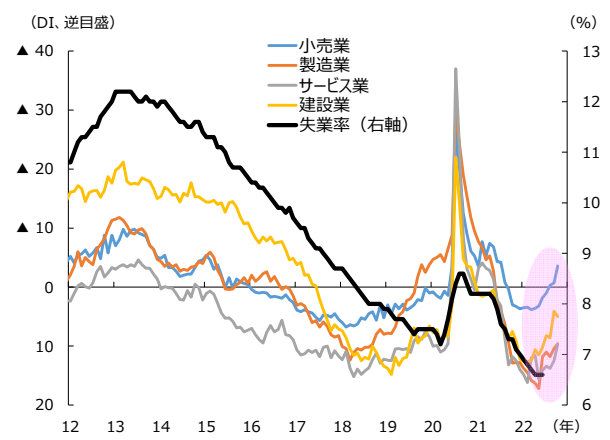
先行きのユーロ圏経済は、さらなるインフレの高進により、景気後退入りが予想される。暖房需要が増加する今冬にかけて、天然ガス価格が一層上昇し、インフレ率は前年比+10%近傍に達するとみられる(図表7)。他方で、欧州委員会の調査によれば、景気悪化に対する懸念などを背景に企業の雇用見通しは足元で悪化に転じており、労働需給は緩和していく公算が大きい。そのため、先行きも賃金上昇圧力は高まりにくい見通しだ(図表8)。物価の上昇に賃金の伸びが追いつかず、実質購買力が低下することで消費が一段と冷え込む展開が見込まれる。現に、財消費の先行指標である小売業の3か月先の売上期待はマイナス幅が拡大しているほか、これまで底堅かったサービス業についても、先行指標の一つであるホテルの予約状況が足元で頭打ちになっている。夏の旅行シーズンが過ぎれば、サービス消費も息切れが鮮明になってこよう。

図表7 ユーロ圏の物価見通し



(注) 見通しはみずほリサーチ&テクノロジーズ予測値。
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 企業の雇用見通しDIと失業率



(注) 雇用見通しDIを3か月先行させている
(出所) Eurostat、欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

仮に、賃金上昇率を1～3月期のユーロ圏の妥結賃金の伸び率（前年比+2.8%）とし、物価上昇率を弊社見通し（2022年平均で前年比+8.6%）とした場合、実質所得は6%程度減少する計算になる。これを踏まえて消費関数を用いて実質個人消費の落ち込み幅を推計すると、3%程度の下押し圧力がかかる結果となった（図表9）。実際は、各国政府が実施している減税や補助金等のインフレ対策に加えて、コロナ禍で蓄積した超過貯蓄の下支えもあり、試算値ほどの落ち込みには至らないとみられるが、エネルギー価格の高騰が予想される冬場にかけて個人消費に大きな下押し圧力がかかることは避けられないだろう。

供給制約が残存する中で製造業はなお在庫不足の状態にあることから、大規模なストック調整を伴うような景気後退には至らないが、ユーロ圏経済は今年終盤～来年初にかけてテクニカル・リセッション（2四半期連続マイナス成長）に陥ると予想される。2023年通年では小幅なマイナス成長となるだろう。

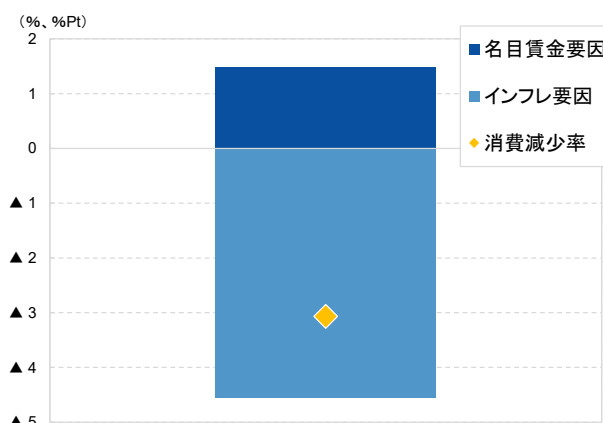
3. ECBは極めて困難な政策運営を迫られる公算

（1）景気後退の中で利上げを続けられるのか

ECBは7月の政策理事会で、事前のガイダンスを上回る50bpの利上げに踏み切った。利上げは2011年7月以来、11年振りのこととなる。ラガルド総裁は理事会後の会見で、今後も「概ね中立的な水準」まで金利を引き上げていく方針を示した。ユーロ圏の中立金利が何%なのかは分からないが、過去の発言等からすると政策理事会のメンバーらは概ね1～2%程度と認識しているようである。具体的な利上げペースは各会合時点でのデータ次第とし、ガイダンスは明示されなかったが、エネルギーを中心にインフレ高進が続いている点に鑑みれば、次回9月の政策理事会でも50bpの利上げが実施される可能性が高いだろう。

問題は10月以降である。図表10のとおり、みずほリサーチ&テクノロジーは現時点で、ECBが10月と12月の政策理事会でもそれぞれ25bpの利上げを行い、預金ファシリティ金利を中立金利（1～2%程度）の下限程度まで引き上げると見込んでいるが、不確実性は大きい。上述の通り、エネルギー価格は暖房需要が増える冬場にかけてさらに高騰し、家計の実質所得が大きく損なわれる中で、消費は年末にかけて冷え込みが予想される。利上げを断行すれば、こうした消費の悪化に加え、設備投資や住宅投資にも下押し圧力が生じることになる。われわれの試算によると、合計150bpの利上げを行った場合、GDPに対しては▲1.5%程度の下押し圧力となる（図表11）。このような景気への悪影響を甘受してでも、物価の安定を優先し利上げを続けるのか、ECBは難しい判断を迫られることになるだろう。

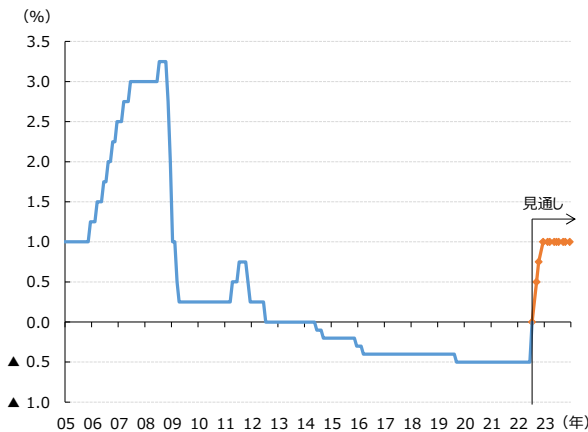
図表9 実質個人消費下押し幅



（注）名目賃金要因とインフレ要因には、2022年1～3月期のユーロ圏妥結賃金と、みずほリサーチ&テクノロジーによる2022年のインフレ率の予測値をそれぞれ使用。消費関数を用いて試算

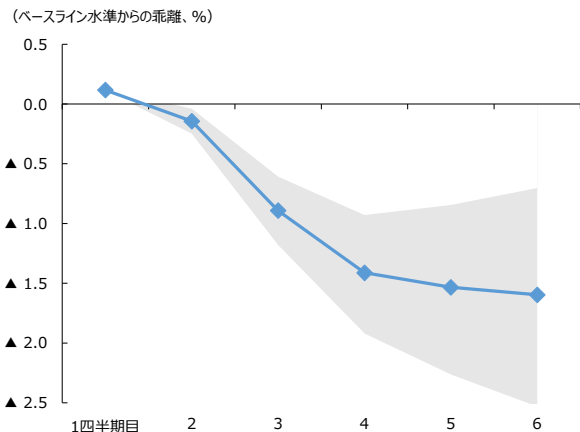
（出所）Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表10 預金ファシリティ金利



(出所)ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表11 利上げのGDPへの影響



(注)約80個のマクロ変数・金融変数を含む時系列(FAVAR)モデルを用いて試算。モデル上で預金ファシリティ金利に対し、1期目+1%、2期目+0.5%のショックを与えた場合の、ユーロ圏の実質GDPのインパルス応答。シャドローは1標準偏差バンド。1期目を2022年3Qとすると、6期目は2023年4Qに当たる

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(2) 域内経済格差や政治リスクによる市場の分断化にも留意が必要

今年に入って利上げ観測が浮上する中で、財政基盤の弱い南欧諸国の国債利回りが上昇し、ドイツ国債との利回りスプレッドが拡大する動きが出ている。こうしたユーロ圏国債市場の“分断化”への対応策として、ECBは7月の政策理事会で、「トランスミッション・プロテクション・インスツルメント」(TPI)と呼ばれる国債買入プログラムを新たに導入した(図表12)。類似のツールとしては欧州債務危機下で導入されたOMT(Outright Monetary Transactions)があるが、TPIはOMTに比べて実施条件等の面でECBの裁量が大きく、より柔軟な発動が可能になっていることが特徴である。

図表12 TPIとOMTの比較

	OMT	TPI
目的	金融政策の効果を全ての国に行き渡らせ、ユーロ圏の金融市場の統一性を確保する	市場の無秩序な動きを抑制し、金融政策の効果を円滑に波及させる
実施条件	EFSF/ESMの財政再建プログラムを遵守し、かつ金融政策の観点から必要と判断されること	①EUの財政ルールを順守し、欧州委員会の「過剰財政赤字是正手続き」対象となっていないこと ②過大な経常赤字などのマクロ経済不均衡がないこと ③財政の持続可能性が維持されていること(欧州委員会やIMFなどによる評価も考慮) ④健全かつ持続可能なマクロ経済政策が取られていること
停止条件	買取の目的が達成された場合、又は条件が順守されない場合	金融政策の適切な伝達が確保された場合、又は金利上昇が当該国のファンダメンタルズから正当化される場合
規模	明示的な上限は無し	明示的な上限は無し
対象	短期ゾーン(残存期間1~3年)の国債	残存期間1~10年の公債、状況によっては民間証券も対象とする
不胎化の有無	不胎化する	不胎化を示唆

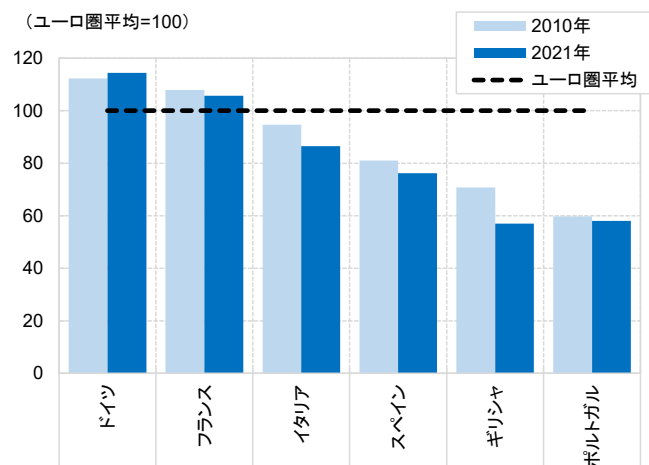
(出所)ECBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

もつとも、TPIはあくまでも、国債利回りが当該国のファンダメンタルズから正当化できないほど上昇している場合にECBが国債買入れで市場を是正する措置であり、個別国のソブリンリスクに起因する利回り上昇には適用できない点に留意する必要がある。イタリアでは、ドラギ首相の辞任に伴う解散・総選挙が9月25日に予定されており、直近の世論調査を踏まえると、選挙後はEU懐疑派の極右ポピュリスト政党「イタリアの同胞」を中心とした右派連立政権となる可能性が高い。財政規律を巡ってEUとの間で摩擦が強まる可能性があるなど、政治不安が高まっている。しかしながら、こうした個別国の政治リスクに起因する利回り上昇は原則としてTPIの適用対象外だ。実際、ECBは今のところイタリアにTPIを適用する予定はないとしている。政治リスクを背景にイタリア国債利回りには当面、上昇圧力が加わるとみられる。

イタリアの政治不安は、国債利回りの上昇を通じて同国経済を下押しするだけでなく、ユーロ安を通じてユーロ圏のインフレを増幅しかねない。ユーロはこのところ、米国との金利差拡大への思惑などから対ドルで一時パリティ割れまで下落し、ECBのデギンドス副総裁は、7月理事会での50bp利上げに関してこうしたユーロ安も考慮に入れたと述べている。足元では米金利の低下を受けてユーロ安も一服しているが、今後のイタリアの政治情勢次第では再びユーロ安圧力が強まる可能性があり、インフレ抑制に腐心するECBにとって悩みの種となりそうである。

そもそも、こうした域内市場の分断化は、より本質的にはユーロ圏各国の経済が「収斂」していないことに原因がある。ドイツやフランスと比べて、イタリアやスペインなどの南欧諸国は一人当たりGDPの水準が低く、ユーロ圏内での経済格差が顕著だ（図表13）。また、2021年と欧州債務危機時（2010年）を比較すると、南欧諸国を中心にユーロ圏平均との差が拡大している。南欧諸国はコロナによる打撃が大きいサービス産業への依存度が高いこと等が背景とみられ、コロナ禍はユーロ圏内の経済格差を広げる方向に働いた可能性がある。こうした域内格差が存在する一方で、加盟国は単一通貨ユーロを導入しているため、それぞれの国の経済・財政事情に合わせた金融政策を適用することはできない。結果として、ECBが適用した同一の政策金利でも、加盟国ごとのファンダメンタルズの違いによって与える影響が異なるという問題が生じる。特に、足元のような利上げ局面では、経済力が相対的に弱い国では過度に引き締め効果が出る一方、強い国では引き締め効果が十分に発現しにくくなりがちだ。つまり、利上げ局面における、ある程度の国債利回りスプレッド拡大（＝域内市場の分断化）は、ファンダメンタルズを反映した不可避の現象と言える。こうした問題の根本的解決には、通貨のみならず財政統合が不可欠なのは自明だが、大半の加盟国の政治が安定感を欠き、反EUを掲げる政党が勢力を増している国も多い現状を踏まえると、当面は期待できない。“分断化”の問題は、今後も熾り続けることになるだろう。

図表13 一人当たりGDP



[参考文献]

- 川畑大地 (2022) 「高インフレに見舞われる欧州経済～ECBはマイナス金利終了に向けた準備を加速」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2022年6月2日
- 江頭勇太・川畑大地 (2022) 「ECBが11年振りに利上げ～難局が予想される秋以降のユーロ圏政治・経済」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2022年7月22日

[共同執筆者]

経済調査チーム	上席主任エコノミスト	江頭 勇太	yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp
経済調査チーム	エコノミスト	川畑 大地	daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp

【PR】YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。