

ユーロ圏の賃金インフレリスク まだECBは、利上げの手を緩められず

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
080-1069-4550

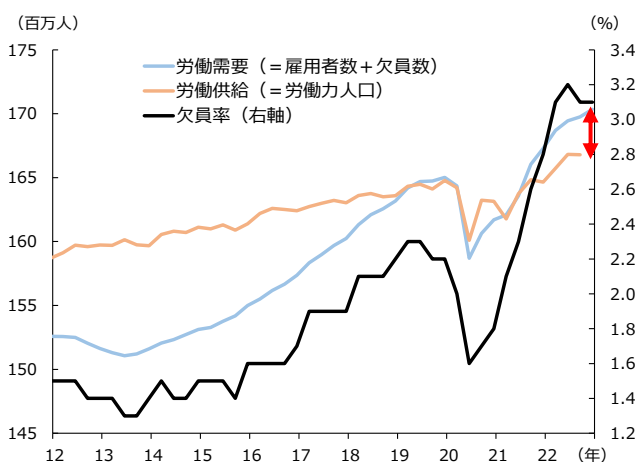
- ユーロ圏では、潜在的なインフレ圧力の高まりに対する警戒が続いている。賃金上昇ペースがこれまでに比べ加速しており、さらに加速するリスクがあることが背景にある
- 賃金上昇率はインフレを上回るほどには加速しない可能性が高い。推計では2023年の賃金上昇率は前年比+3.7%にとどまる。消費は伸び悩み、インフレ(+5.4%と予想)の鈍化が続くだろう
- ただし、労働需給ひっ迫が構造的要因により常態化するリスクや、政治的な要因で大幅に賃金が引き上げられるリスクなど、懸念材料は多い。賃金インフレへの警戒感はまだぬぐい切れない

1. 労働需給がひっ迫する中、インフレはこのまま鈍化するのか

ユーロ圏のインフレは鈍化しているものの、先行きに対する警戒感をぬぐい切れない。ECB（欧州中央銀行）は、2023年2月の政策理事会で、政策金利を同月+50bp引き上げるだけでなく、翌月（3月）も+50bp引き上げると異例の予告を行い、潜在的なインフレ圧力の高まりに強い警戒感を示した。3月の政策理事会では、インフレが長い間高水準にとどまる見込みであると述べ、予告通り+50bp利上げしたうえで、今後もデータを注視しつつ慎重な対応を続ける方針を強調した。

特に懸念されるのは、賃上げによる、インフレの高止まりや再加速である。ユーロ圏の労働需給は、足元で300万人程度需要が供給を超過しており、ひっ迫した状態が続いている（図表1）。欠員率が高止まりしているほか、失業率は2022年12月時点で6.6%と過去最低水準まで低下している。昨年以降、ウ

図表1 ユーロ圏：労働需給と欠員率



(出所) Eurostat、OECDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 ユーロ圏：企業の景況感と雇用見通し



(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

クライナ情勢の緊迫化を背景に、景気悪化懸念が強まる中でも企業の雇用意欲は底堅く推移しており、企業景況感と雇用見通しは過去にないほど大きく乖離している（図表2）。こうした動きは、足元の労働需要が、景気要因とは別の要因で構造的に押し上げられている可能性を示唆している。

労働需給がひっ迫する中、インフレはこのまま鈍化するのか。以下では2023年のユーロ圏経済見通しについて解説したのち、見通し対比でインフレが上振れるリスク要因について考察する。

2. 2023年のユーロ圏賃金・物価・金融政策の見通し

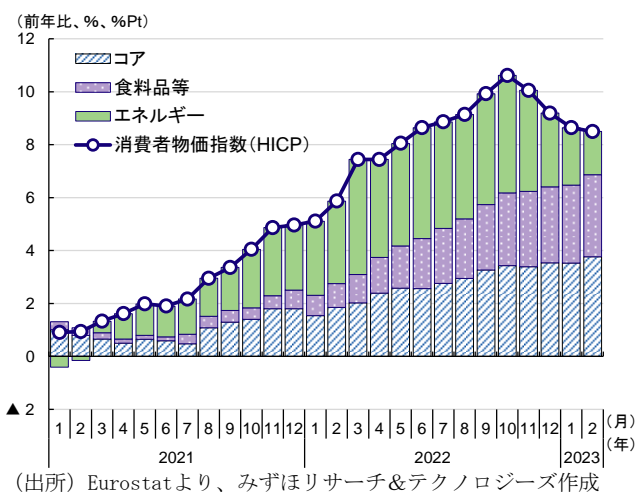
労働需給ひっ迫と高インフレを背景に、ユーロ圏の賃金は当面上昇が続くとみられる。しかし、賃金はインフレを上回るには至らず、実質賃金はマイナス圏で推移すると予測している。その結果、個人消費が徐々に抑制されて、先行きのインフレは緩やかながら鈍化していくと予想する。

足元のユーロ圏のインフレ率鈍化の主因は、エネルギー価格の下落である。2022年の夏場までは、ロシアによるウクライナ侵攻を背景に強まったロシア産天然ガスの供給停止懸念により、欧州の天然ガス価格（Title Transfer Facility、以下TTF）が高騰し、これを受けてユーロ圏の消費者物価は歴史的な伸びを記録した。しかしながら、ロシア以外からのガスの代替調達進展や、暖冬で暖房用ガス需要が抑制されたことがガス不足懸念の後退につながり、ガス価格は急速に下落した。それに伴いインフレ率は、2022年10月に前年比+10.6%とピークをつけた後、直近2023年2月には同+8.5%までプラス幅を縮小させている（図表3）。

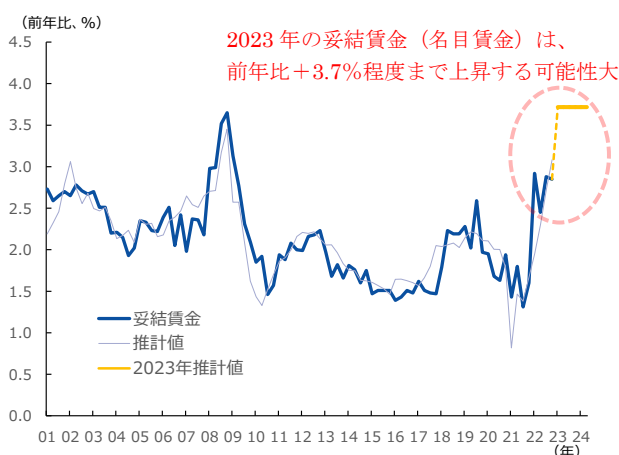
TTFは足元で50ユーロ/MWh前後まで下落しており、井上（2023）のシミュレーションによれば価格再騰リスクも低下していることから、2023年のガス価格は40～50ユーロ/MWh程度での推移が予想される。しかしながら、これまでのエネルギー高を受けた価格転嫁の進展等を背景に、短期的にインフレ率は2%を上回る高い水準で推移すると見込まれる。みずほリサーチ&テクノロジーズ（2023）では、2023年のユーロ圏のインフレ率を同+5.4%と予測している。

労働需給ひっ迫の状況下で物価が高止まりすることから、賃金には当面上昇圧力がかかり続けるだ

図表3 ユーロ圏の消費者物価



図表4 ユーロ圏の妥結賃金



(注) 推計値は需給ギャップ（3期ラグ）と、インフレ率（3期ラグ）により推計。2023年推計値は、当社のGDP見通しと欧州委員会の潜在成長率見通しを基に作成した予想需給ギャップ、当社のインフレ見通しを用いて算出

(出所) ECB、Eurostat、欧州委員会より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ろう。これまで前年比+1.5%程度の伸びが続いていたユーロ圏の妥結賃金は、物価高による生活費の高騰などを受けて賃上げ要求が高まり、2022年10～12月期時点で同+2.9%までプラス幅が拡大している。みずほリサーチ&テクノロジーズの推計によれば、2023年の妥結賃金上昇率は同+3.7%台まで上昇する可能性がある（図表4）。

当面、名目賃金は高い伸びが予想されるが、それでもインフレ率に比べて伸びは緩慢である。2023年の当社インフレ見通しと、同+3.7%の名目賃金の伸びを仮定した場合、2023年の実質賃金は▲1.7%程度のマイナスになる。実質賃金の減少は消費を中心に景気を下押しする要因となる。みずほリサーチ&テクノロジーズは2023年のユーロ圏の実質GDP成長率を同▲0.1%と予測している。

このように、当社は2023年のユーロ圏経済がマイナス成長になると予測しているが、そうした状況下でもECBは金融引き締めを継続するとみられる。インフレ率は鈍化しているものの、前述の通り過去のエネルギー高を受けた価格転嫁の進展のほか、サービス需要の持ち直しや供給制約等を背景に、エネルギーや食料品等を除くコア物価は依然として高止まりしており、基調的なインフレ圧力は根強い。また、ガス価格の下落により、個人消費の大幅な落ち込みが避けられそうなことも、物価と賃金の上昇を長引かせる要因となり得る。現時点では、賃金とインフレのスパイラルが発生するには至っていないものの、インフレに歯止めがかからなくなるリスクを排除すべく、コア物価が明確に鈍化してくるまでは利上げが続けられるだろう。みずほリサーチ&テクノロジーズは、次回5月の政策理事会で+25bpの利上げを実施し、その後は金利水準を維持すると予想している。

3. 賃金が想定以上に上昇するリスク要因

もっとも、賃金が想定以上に上昇し、インフレが長引くあるいは再加速するリスクを完全に排除することはできない。(1) ユーロ圏の根強い労働需給ひっ迫の背景に構造的要因が存在し、短期的には解消しないことに加え、(2) 政治的な要因により、賃金が大幅に引き上げられるリスクがあるためだ。

(1) 労働需給がひっ迫する構造的要因

労働需給をひっ迫させる構造的要因は、2つ挙げられる。

第一は、DX（デジタルトランスフォーメーション）やグリーン化など、今後の成長分野における人材ニーズが高まっていることである。図表5は、コロナ禍前と比べた労働需要と欠員率の変化を、業種別に示したものである。労働需要や欠員率の上昇が特に大きいのは、「情報通信業」、「学術・専門サービス業」、「建設業」である。欧州では「復興・強靱化ファシリティ」の下、デジタルや気候変動対応に絡む研究開発、インフラ投資などに総額7,200億ユーロが投じられる予定になっている。これら中長期的な成長が見込まれる分野において、景気循環によらず労働需要が構造的に増加している。なお、上記3業種に次いで「卸小売・運輸・宿泊・飲食業」も欠員率の上昇が大きい。労働需要の増加は小幅にとどまっていることから、労働需給のひっ迫は主に供給サイドの要因で生じているとみられる。具体的には、感染リスクを忌避して労働者が対面型サービス業での就労を避けていることなどが考えられよう。

第二は、将来の一段の人手不足を見越した、企業の雇用保蔵の積極化である。欧州委員会は、高齢化を背景にユーロ圏の生産年齢人口が2030年にかけて▲640万人(▲3%)程度減少すると見通している。労働力プールの減少により人材の新規採用は今後ますます困難になるとみられ、こうした見通しの下

で企業は、景況感が悪化する中でも雇用調整に慎重になっている可能性がある。実際、企業の雇用スタンス（「増やす」/「現状維持」/「減らす」）の変化をコロナ禍前の景況感悪化局面（2017～19年）と比べると、今回の局面では雇用を「減らす」とする割合はそれほど増えておらず、「現状維持」とする企業の割合が増えている（図表6）。

以上の通り、足元の労働需要は複合的な要因によって押し上げられており、先行き高インフレの影響で景気が減速しても、労働需給は十分に緩和しない可能性がある。高インフレと労働需給ひっ迫が併存する中では、労働者の賃上げ要求が強気化しやすく、賃金インフレに陥るリスクが高くなる。

（2）政治的理由により賃上げにいたる2つのリスクケース

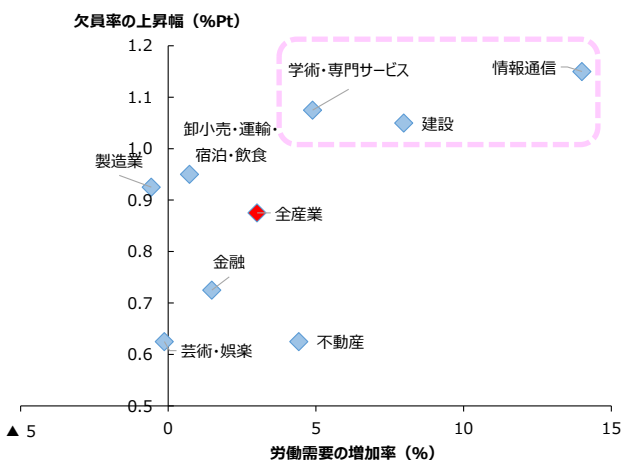
賃金が政治的要因で引き上げられ、インフレが再加速するリスクも無視できない。蓋然性の高いケースとして2点挙げられる。

第一は、公共部門の賃上げである。例えばドイツでは、2月にサービス産業の労働組合ver. diと公務員労働組合dbbが、500ユーロ以上かつ10.5%の大幅な賃上げを要求している。雇い主である政府および自治体側は要求を拒否し、組合側は空港職員によるドイツ全土での主要空港のストライキなどに踏み切った。公共部門の労働者数が全産業に占める割合は、約25%と大きい。今後、政府が公共部門の大幅な賃上げに合意した場合、平均賃金を押し上げる要因となる。

第二は、政府により最低賃金が引き上げられるケースである。ユーロ圏では、20カ国中、イタリア、オーストリア、フィンランドを除く17カ国で最低賃金が導入されている。キプロスは、2023年1月に初めて法定最低賃金を導入した。

最低賃金の引き上げは、賃金全体を押し上げる効果がある。ECBの試算によると、2023年は最低賃金引上げに伴い、ユーロ圏全体の賃金が+0.2～0.4%Pt押し上げられる¹。主因は、2021年に現シュルツ連立政権が発足する際に発表した公約に基づく、ドイツの最低賃金引上げである。ドイツ政府は、2022年10月に最低賃金を大幅に引き上げ、2023年上期の最低賃金が前年比+22%となった（図表7）。ifo Instituteの6,900社に対するアンケート調査（2022年6月実施）によると、最低賃金引上げは幅広い業

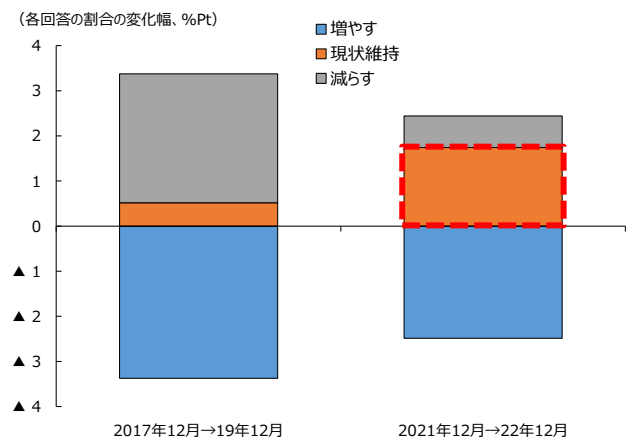
図表5 ユーロ圏：労働需要と欠員率の変化
（コロナ禍前比）



(注) 2019年平均と2022年平均との比較

(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 ユーロ圏：企業の雇用スタンスの変化



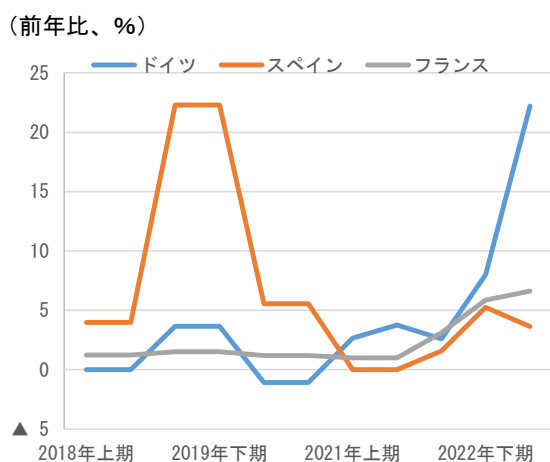
(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

種の賃金引上げにつながっている（図表8）²。

インフレ率が依然として高水準にあり、実質所得がマイナス圏で推移する中、今後、ドイツ同様に、最低賃金を大幅に引き上げる国がでてくる可能性がある。最低賃金の水準は、事前に決められた算定式や、専門委員会の勧告、関係者との協議のほか、政府の裁量で決められることも多いとされる。特に、コロナ危機以降財政余力が限られている国家にとって、低所得者への補助金による救済が難しくなる中、財源を必要としない最低賃金の引上げは、魅力的な選択肢となろう。

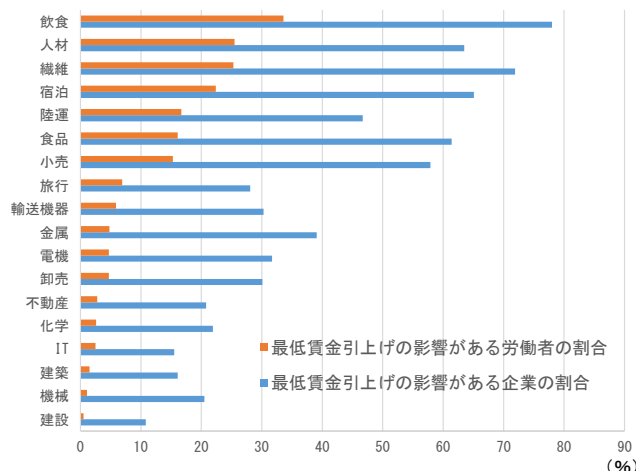
これらの要因を踏まえると、ユーロ圏の賃金動向にはまだ注意が必要である。

図表7 ユーロ圏主要国の最低賃金推移



(出所) Eurostatより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表8 ドイツ最低賃金引上げ (2022年10月) の影響



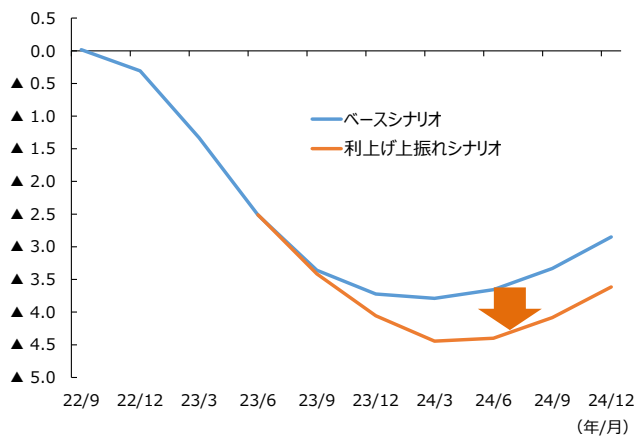
(出所) ifo Instituteより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4. おわりに

以上の通り、ユーロ圏のインフレ率は足元でエネルギー価格を中心に鈍化しているものの、先行き賃金上昇率が想定以上に加速し、価格転嫁を通じてインフレが長引くあるいは再加速するリスクを排除できない。仮に賃金やインフレ率が上振れた場合、ECBはより大幅な利上げを迫られ、設備投資や住宅投資などの投資需要には一段の下押し圧力が加わることになる。時系列モデルを用いた試算では利上げの影響が实体经济に現れるまで半年程度のラグがあり、仮に5月以降の利上げパスが上振れた場合は、今年終盤以降の景気に対して追加的な下押し要因となる（図表9）。セクター別では特に、設備投資や住宅投資の影響を受けやすい中間財、資本財セクターにおいて需要・生産への影響が大きい（図表10）。これらの財を中心とした内需の減少に伴って、ユーロ圏外からの輸入にも下押し圧力が加わるため、利上げの影響は貿易を通じて日本を含む欧州域外にも波及する。ユーロ圏経済だけでなく、世界経済のリスクシナリオとして意識しておく必要がある。

図表9 ユーロ圏：利上げのGDPへの影響

(実質GDP水準に対する下押し効果、%)

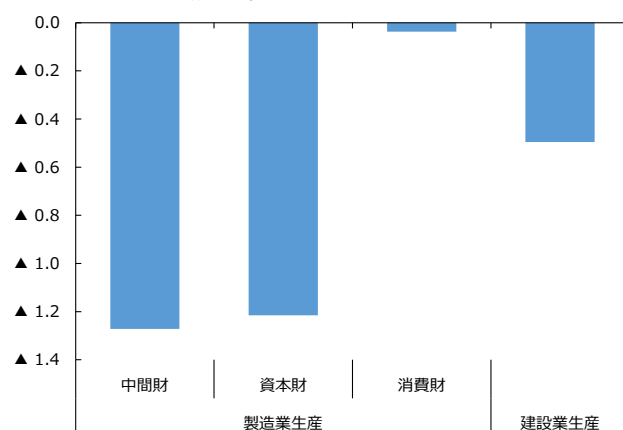


(注) 約100個のマクロ・金融変数から成るFAVARモデルにより試算。
 利上げ上振れシナリオでは、2023年6・7・9月の政策理事会でそれぞれ+25bpの利上げが実施され、預金ファシリティ金利が4%に引き上げられると想定

(出所) Eurostat、ECBなどより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表10 ユーロ圏：セクター別の利上げの影響

(生産水準に対する下押し効果、%)



(注) +25bp利上げによる1年後の生産への影響。図表9と同様のモデルにより試算

(出所) Eurostat、ECBなどより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

井上淳 (2023) 「低下する欧州のガス不足リスク～今後は調達競争がガス高要因に」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2023年2月9日

みずほリサーチ&テクノロジーズ (2023) 「2023・2024年度 内外経済見通し～根強いインフレ圧力。財政・金融の引き締めが世界経済の重石に」、2023年2月11日

¹ Koester and Wittekopf (2022) “Minimum wages and their role for euro area wage growth,” Economic Bulletin, Issue 3 /2022, European Central Bank.

² Blömer, Link and Sauer (2022), “Die Anhebung des Mindestlohns auf 12 Euro und die Reaktion der Unternehmen: Ergebnisse einer Sonderumfrage in den ifo Konjunkturumfrage”, ifo Schnelldienst 9/2022, ifo Institute, September 2022

[共同執筆者]

調査部付みずほ銀行産業調査部欧州調査チーム 参事役
経済調査チーム 上席主任エコノミスト
経済調査チーム エコノミスト

山本武人

takehito.yamamoto@mhcb.co.uk

江頭勇太

yuta.egashira@mizuho-rt.co.jp

川畑大地

daichi.kawabata@mizuho-rt.co.jp

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



[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ーブの登録商標です)

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。