

アナリストの眼

欧州中央銀行（ECB）による金融政策正常化の行方

【ポイント】

1. ECBはインフレ下のウクライナ紛争という難題に直面している。
2. ECBは金融政策を行う上で賃金の動向を注視しており、改善を続ける労働市場から遅くとも年内には利上げを開始する見込みである。
3. リスク要因は企業センチメント（景況感）の悪化とユーロ圏各国間の経済格差拡大となる。

1. ECBはインフレ下のウクライナ紛争という難題に直面

欧州中央銀行（ECB）は、深刻なインフレに対処すべく金融政策正常化（資産買入の終了及び利上げ開始）を検討しているなか、ウクライナでの紛争という難題に直面している。2021年秋、世界的な脱炭素への移行による化石燃料分野への投資不足に加え、コロナ禍からの経済再開に伴う需要増加によりエネルギー価格が急騰し、インフレが急加速した。そこへ、欧州諸国への天然ガス等のエネルギー供給源となっているロシアがウクライナへ侵攻したため、エネルギー価格が一段と上昇することとなった。

ECBのラガルド総裁は、3月10日のECB理事会後の記者会見で、「ユーロ圏¹経済は、2022年中は堅調な成長が見込まれるがそのペースはウクライナ紛争前に比べて弱まる」との見解を示した。ECBの2022年3月の経済見通しでは、インフレ見通しが上方修正され、ウクライナ紛争の影響が深刻になる場合には、2022年のCPI（消費者物価指数）²が前年比7.1%まで上昇するとしている（図表1）。

ユーロ圏と同様に大幅なインフレに見舞われている米国では、2022年3月の連邦公開市場委員会（FOMC）で資産買入の終了及び0.25%の利上げを行い、その後もさらなる金融引き締めによってインフレを抑え込む姿勢を示している。一方、ECBは3月の理事会で金融政策正常化の時期を明示しなかった。ECBが米国のように即座に金融政策正常化に踏み切れなかった背景としては、外的な供給制約によるエネルギー価格の高騰が主因であるインフレに対して、金融引き締めによって内需を抑えることは直接的な解決にはならず、インフレを抑え込む代償として景気に大きな悪影響を与える可能性を懸念しているものと思われる。

図表1. ユーロ圏のCPI（実績）とECB予測

	実績（前年比）											ECB予測(2022.3)			
	2021										2022		2022	2023	2024
	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2				
CPI	1.6	2.0	1.9	2.2	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	5.1	2.1	1.9	
悪化シナリオ													5.9	2.0	1.6
深刻シナリオ													7.1	2.7	1.9

（資料）EURO STAT、ECBより富国生命作成

¹ 欧州連合（EU）加盟27カ国のうち、通貨ユーロを使用する19カ国の経済圏

² HICP（Harmonised Index of Consumer Prices）のことで、ユーロ圏各国のCPIをまとめたもの

2. ECBは金融政策を行う上で賃金の動向を注視

ECBは今後の金融政策を行う上で、賃金の動向を注視することを強調している。エネルギー価格の高騰によりエネルギー関連の物価が上昇した場合でも、賃金の上昇が限定的であれば、家計は節約行動を取り、エネルギー関連以外の物価には下押し圧力が掛かることを懸念しているためである。

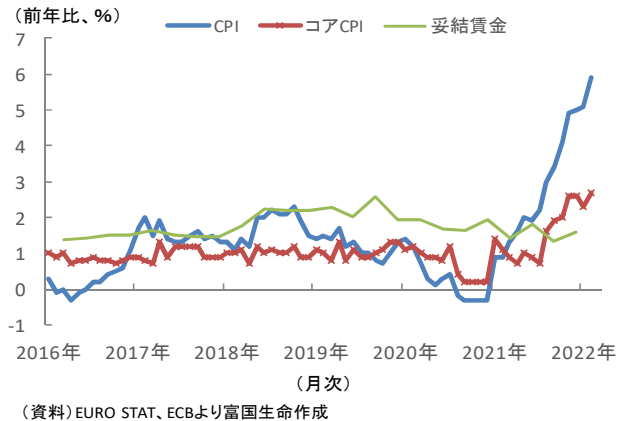
2022年3月時点で前年比5%以上の賃金上昇となっている米国に対し、ユーロ圏の賃金上昇は限定的でありCPIとも大きな開きがあるため(図表2)、ECBは強いインフレ抑制姿勢を見せていない。

ユーロ圏の賃金上昇が限定的である背景として、コロナ禍における従業員解雇の反動が米国ほど大きくないことが要因と推測される。不況時にドラスティックに雇用調整する米国に対し、ユーロ圏では解雇に対する規制が強く、労働者の給与や若年者の新規雇用を減少させることで既存の労働者の雇用を守る傾向がある。

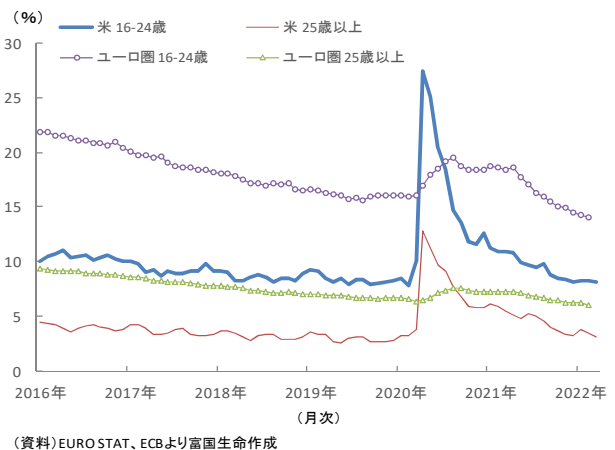
コロナ禍においては、欧州委員会³が、EU域内企業の従業員解雇を防止するため、ドイツの「操業短縮手当」制度をモデルとした「緊急時の失業リスク緩和のための一時的支援策(SURE)」を導入したことも重要である。SUREは、欧州委員会が最大1,000億ユーロを市場から調達し、EU加盟国へ融資することで財政支援を行う制度で、SUREの効果もありコロナ禍の2020年もユーロ圏の25歳以上の失業率は大きく上昇していない(図表3)。

こうした背景から、ユーロ圏においてコロナ禍からの経済再開過程で不足したのは、コロナ禍による新規雇用減少の影響を受けたベース給与の低い若年者に限定されたため、経済再開時に米国ほどの激しい人材獲得競争に直面せず、賃金上昇が限定的であったと考えられる。ただし、ユーロ圏においてもコロナ禍以前よりも失業率が低下していることや、賃金と物価上昇に大きな開きがある状況から、今後、労働者の賃上げ要求が強まり、賃金上昇圧力は徐々に高まっていくであろう。既に賃金が大きく上昇している米国ほど強い金融引き締めが必要とされる状況にはないものの、改善を続ける労働市場を受け、ECBは遅くとも2022年中に利上げを開始すると思われる。

図表2. ユーロ圏のCPIと妥結賃金



図表3. 米とユーロ圏の失業率比較



3. リスクは企業センチメント悪化とユーロ圏各国間の経済格差拡大か

ECBが金融政策正常化を行うことが適切かどうかを考えるうえで労働市場のほかに見逃してはいけないポイントとして、企業収益の見通しがある。企業収益の減少が予想される環境下では、設備投資は積極的に行われず、賃金の伸びも鈍化することで

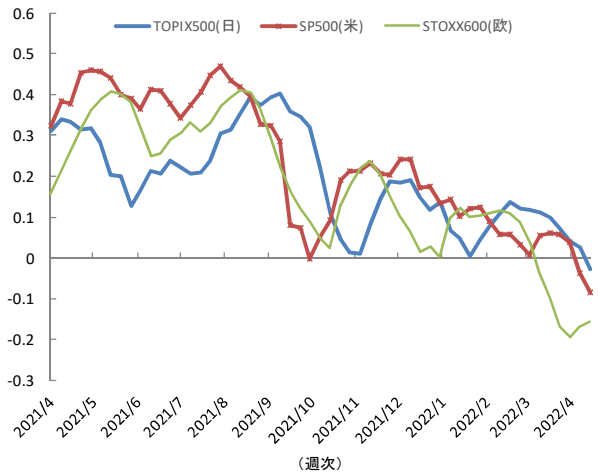
³ 欧州連合(EU)の行政執行機関

消費が下押しされ、金融引き締めをせずともインフレ圧力は弱まると考えられるからである。図表4で示すリビジョンインデックスは、日米欧それぞれの株価指数構成企業のアナリスト予想EPS（1株当たりの当期純利益）が上方修正された企業数と下方修正された企業数との差を算出し、全企業に対する割合を算出した指標で、企業センチメント（景況感）を表した指数である。2022年2月半ば以降の欧州の指数急落は、ウクライナ紛争による悪影響が懸念された結果、企業業績の見通しが悪化したことを示している。

また、紛争の行方の不確実性や深刻なインフレ及び米国の急激な金融引き締めによる世界経済の減速懸念から企業センチメントが更に悪化し、今後投資や生産を控える企業が増加していく可能性も十分に考えられる。

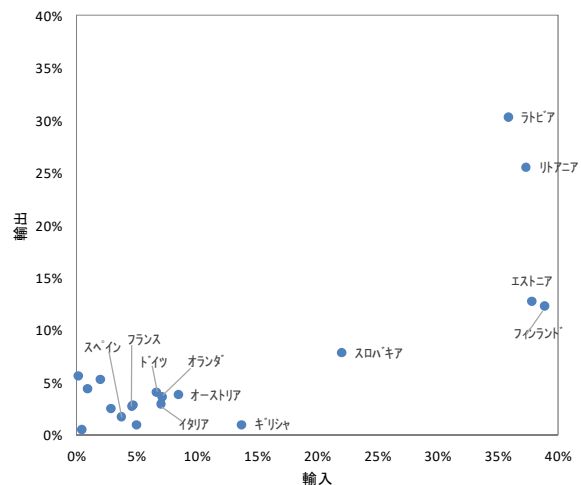
もう一点、ユーロ圏固有の問題としては、ユーロ圏各国間の経済格差がある。経済が底堅く推移している国もある一方、コロナ禍からの経済回復がまだまだ充分でない国もある。図表5はユーロ圏各国のユーロ圏外との貿易額のうちロシアが占める割合を示した図であるが、国毎にロシアとの関係は大きく異なるため、ウクライナ紛争を受けたロシアへの制裁及びエネルギーなどからの脱ロシアの動きによる経済的なインパクトも国毎に大きく異なり、今後ユーロ圏各国の経済格差が更に拡大する可能性もある。ECBは金融政策正常化をどこまで行うべきか、慎重な対応を要求されることになるだろう。

図表4. 予想EPSのリビジョン
インデックス（日・米・欧）



(資料) Bloombergより富国生命作成

図表5. ユーロ圏各国のユーロ圏外との輸出・輸入額に占めるロシアの割合



(資料) EUROSTATより富国生命作成

4. ECBは過去の経験を活かせるか

金融政策正常化は、判断を誤ると経済を大きく減速させてしまうリスクがある。利上げの効果は、半年～1年後に効果が出るといわれているため、事後的に利上げすべきでなかったと判断するにも時間を要する。ECBは、欧州債務危機からの回復途上にもかかわらず、物価上昇リスクを警戒して2011年4月と7月に利上げを行ったが、開始からわずか7ヵ月後の11月に景気減速を警戒し利下げに転じ、その後も利下げを継続したという経験がある。今回、インフレ下のウクライナ紛争という非常に難しい局面で、どのように金融政策正常化を行っていくのか、今後の理事会に注目していきたい。

(金融商品グループ 伊藤 拓也)