

Weekly
エコノミスト・
レター高インフレ、景気停滞下のユーロ圏の
財政ルール再起動

経済研究部 常務理事 伊藤 さゆり
(03)3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1. ユーロ圏のインフレ率は大きく鈍化したがる、賃上げ分の価格転嫁でサービス価格は上昇している。利益と賃金と物価のスパイラルの上昇リスクへの警戒は解けない。ECBは、7月0.25%の追加利上げ後、累積的な利上げ効果を見極めるとの姿勢を一層強めよう。
2. 財政政策は、ユーロ圏の予想を大きく超えるインフレの高進、長期化の一端を担った可能性がある。2020年以降、過剰な財政赤字の是正などを求めるEUの財政ルールは一時的に適用停止されてきた。各国がエネルギー危機対策に動いた2022年の財政スタンスは、21年よりも緩和的で、対象を絞るなどの要件を満たしていないものが多かった。金融政策との関わりでは、各国の対策の違いが、インフレ格差につながる悩ましさもある。
3. 欧州委員会は、23年度のユーロ圏の財政スタンスはやや緊縮的な方向に転じ、財政ルールの適用停止が解除される24年度は0.75%相当の緊縮的な運営を予測している。独立機関のEBFは、大幅利上げと金融システム不安定化リスク封じ込めのため、より緊縮的な運営が適当と評価する。
4. 財政ルールは枠組み自体も24年から改定が見込まれる。財政赤字のGDP比3%などの基準値は変えず、各国の裁量と時間的猶予を拡大する方向で調整が進められている。ルール再適用の場合、財政健全化を求められる国はそれなりの数に上り、フランス、イタリアという大国も含まれる可能性が濃厚だ。

財政ルールに関する欧州委員会の提案（23年4月26日）

目標と基本原則		<ul style="list-style-type: none"> ● 加盟国の自主権尊重 ● ルールの簡素化 ● EUの優先課題の投資と改革促進 ● 実効性の向上
監視プロセス (ヨーロッパ・ Semester に組み込む)	欧州委員会	● 政府債務残高GDP比60%、財政赤字同3%の基準値を超える国(=基準値非適合国)への歳出削減目標のガイドライン提示
	加盟国	● 財政健全化と改革・公共投資を含む「中期財政構造計画」提出
	閣僚理事会	● 欧州委員会による評価を経た計画の承認
健全化の軌道	適合国	● 財政健全化措置不要
	非適合国	<ul style="list-style-type: none"> ● 4年間にわたる財政健全化計画策定(一定の基準を満たす改革公共投資を約束する場合には、最大7年まで延長可) ● 財政計画の要件: <ul style="list-style-type: none"> ① 財政赤字を基準値以下に抑える ② 債務残高をそれ相応な水準で削減 ③ 計画終了時の債務残高を計画開始時よりも削減 ④ 赤字基準超過の場合、政府債務残高を最低年GDP比0.5%削減

(資料) European Commission “New Economic Governance Rules fit for the Future” 26 April 2023

（ インフレは大きく鈍化もサービス価格は上昇。利益と賃金と物価スパイラルのリスクも ）

ユーロ圏のインフレ率が大きく鈍化している。消費者物価は22年10月のピーク時には前年同月比10.6%に達していたが、6月には前年同月比5.5%まで鈍化した。

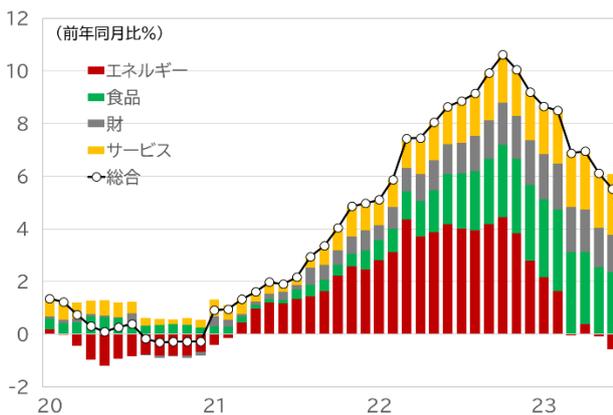
インフレ率の大幅な鈍化の主因は、ピーク時には、CPIを4.44%押し上げていたエネルギー価格が物価押し下げ要因に転じたことにある（図表1）。食品のCPIへの寄与度は今年3月のピークの3.12%から2.35%へ、財は今年2月の1.74%から1.42%へと縮小している。しかし、サービスは前年同月比の上昇率は5.4%、CPIへの寄与度は2.31%へと拡大しており、インフレの主因となりつつある。

サービス価格の上昇ペースの加速は、所得の伸びを上回るインフレで縮小した購買力を取り戻すため、賃上げ圧力が強まり、賃上げ分が転嫁される局面に入りつつあることを反映する。

域内の物価上昇圧力の指標となるGDPデフレーターへの寄与度分析からは¹、単位当たりの労働コストとともに、単位当たりの利益の上昇傾向が確認されており、コスト上昇分を上回る価格転嫁がインフレを加速させた可能性がある。

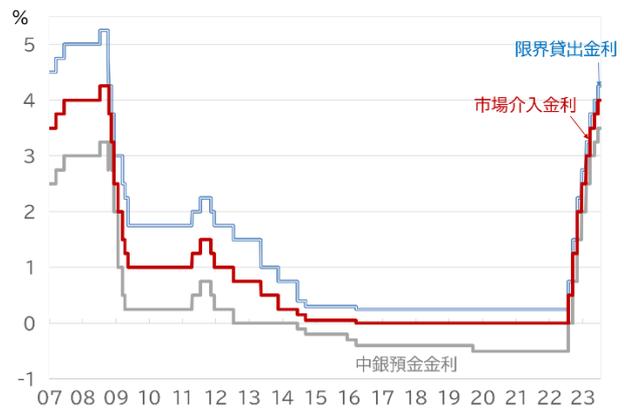
今後は、企業が、賃上げによるコスト上昇分を、利益で吸収し、価格転嫁を抑制することが期待されている。しかし、賃上げ分を価格転嫁し、利益と賃金と物価のスパイラルの上昇に転じるリスクへの警戒は解けない。

図表1 ユーロ圏のCPI寄与度



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

図表2 欧州中央銀行（ECB）政策金利



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

（ 休止も意識され始めたECBの利上げ ）

ECBは、昨年7月の利上げ開始から毎会合連続で利上げを実施し（図表2）、7月27日の次回政策理事会でも、事実上の予告通り、0.25%の利上げを決める見通しだ。しかし、「タカ派」の政策理事会メンバーであるクノット・オランダ中銀総裁が「7月は利上げが必要だろう。その後はせいぜい可能性で、決して確実ではない」と述べるなど²、9月以降の利上げ継続については、慎重な発言が聞かれるようになっている。

7月政策理事会後のラガルド総裁の記者会見では、9月以降は、今後のデータから、累積的な利上げ効果を見極めた上で判断するとの姿勢を一層強めよう。

¹ 「[欧州経済見通し - インフレ率低下で、今後は緩やかな回復へ](#)」 ニッセイ基礎研究所 Weeklyエコノミスト・レター 2023-06-14 図表19をご参照下さい。

² 7月18日の[ブルームバーグテレビジョンのインタビュー](#)による。これまではインフレの持続性に集中してきたが、リスク・バランスは徐々に変わりつつあり、引き締め過ぎるリスクについても注意を払うべきと述べている。

（ 財政政策がインフレ高進の一端を担った可能性 ）

財政政策は、ユーロ圏の予想を大きく超えるインフレ高進、長期化の一端を担った可能性がある。この3年余りで、ユーロ圏は、コロナ禍と、ロシアのウクライナ侵攻が引き金となったエネルギー危機という2つのショックに見舞われた。ユーロ圏では、特に圏内でも債務危機拡大という経験を経て、名目GDPの3%を超える過剰な財政赤字の是正を求めるなどのEUの財政ルールを、より厳格に適用するようになっていた。しかし、2020年度から今年度までは、危機対応に必要な各国の財政出動を妨げないよう、財政ルールの適用は一時的に停止されてきた（図表3）。

図表3 EUによる加盟国支援の枠組み

	枠組み	概要
ルール 柔軟化	国家補助の一時的な枠組み (20年3月19日～22年6月30日)	条件付きで国家補助を認めるコロナ対応の枠組みは終了(投資・ソルベンシー支援は23年末まで継続)後、ウクライナ侵攻を受けたエネルギー危機対応のための「一時的な危機な枠組み」が始動(22年3月23日～)、さらに23年2月1日に「一時的な危機・移行枠組み(～25年末まで)」、「(事前に欧州委への通知・承認なく直接の補助を可能にする)一般一括適用除外(GBER)」の改正を提案
	安定成長協定(SGP)一般免責条項(20年3月23日～)	財政規律要件の適用の一時停止 ウクライナ侵攻を受けて23年度の解除予定を1年延期
各国政府 支援	EUの基金の活用 (20年4月1日～)	欧州構造投資基金、欧州連帯基金等のコロナ対策への活用 (コロナ対応投資イニシアチブ)
	危機対応パッケージ (20年4月合意)	失業リスク軽減の緊急枠組み・SURE(1000億ユーロ)
		欧州投資銀行(EIB)汎欧州保証ファンド(2000億ユーロ相当の投資動員のための244億ユーロの基金創設)
		欧州安定メカニズム(ESM)パンデミック危機支援(2400億ユーロ)
復興基金「次世代EU」 (20年7月合意)	EUが債券発行、補助金と融資で配分(58年末償還終了)総額8069億ユーロ、中核の復興・強靱化ファシリティーRRFは7238億ユーロ(補助金3380億ユーロ、融資3858億ユーロ) 脱ロシア産化石燃料の「REPowerEU」計画推進のため改定	

(資料) 欧州委員会等資料を参考にニッセイ基礎研究所作成

（ 対象や期間を限定するなどの要件を満たしていないものが多かったエネルギー危機対策 ）

結果として、各国がエネルギー危機対策に動いた2022年のユーロ圏の財政スタンスは、インフレ高進にも関わらず、21年よりも緩和的であった(図表4)。高インフレ下でのエネルギー危機対策には、脆弱な世帯等に対象を絞り、期間を限定し、エネルギー需要の削減効果を持つことなどが求められた。しかし、実際の対策は、市場価格の急騰という緊急事態に対処を迫られたこともあり、これらの要件を満たしていないものが多かった³。

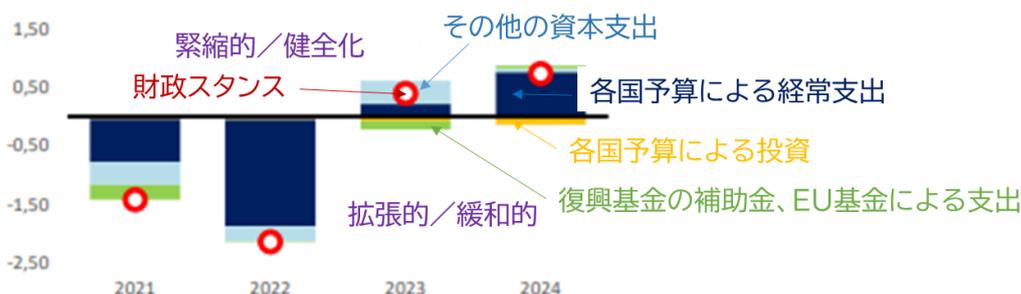
利益と賃金と物価のスパイラル的上昇に転じるリスクへの警戒が解けないのは、ECBの急ピッチの利上げでも、景気底割れには至らず、労働市場がタイトさを保っているからである(図表5)。

³ 欧州委員会のユーロ圏の財政スタンスに関する評価レポート(“The 2023 Stability & Convergence Programmes An Overview, with an Assessment of the Euro Area Fiscal Stance” July 2023)のBox 2.2(pp.21-22)は、各国のエネルギー危機対策の分析を行っており、主な政策としての的を絞らない価格安定化対策が実施されたことが示されている。

利上げ効果浸透までのタイムラグも一因ではあるが、コロナ禍で積み上がった剰貯蓄など、過去の財政出動が下支えの役割を果たしている面もあると思われる。

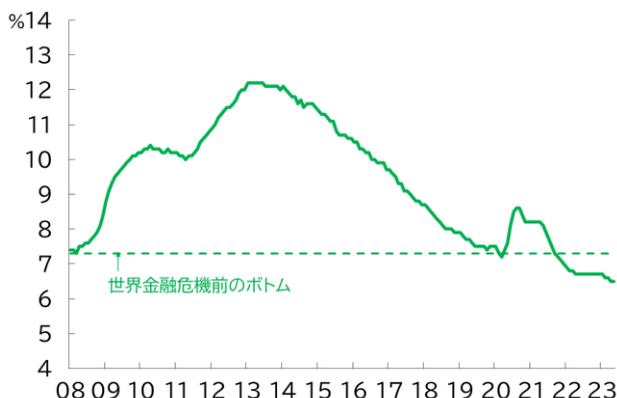
危機対応の財政政策の金融政策への影響という面では、エネルギー危機対策の規模や内容、さらに解除のタイミングの違いが、圏内のインフレ格差の一因となるという問題もある。ユーロ圏内のインフレ格差は、エネルギー価格の押し上げ効果が強く働いたピーク時に比べると縮小してはいるが、なお開いた状態にあることは（図表6）、ECBの金融政策にとって悩ましい。

図表4 ユーロ圏の財政スタンスとその内訳（21～24年）



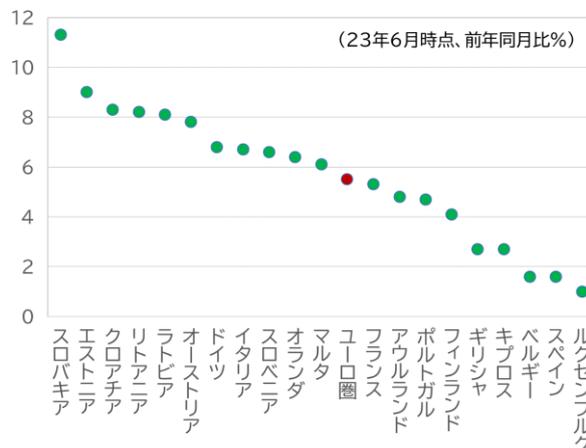
（資料）European Commission “The Implications of Higher Euro Area Inflation for Public Finances Technical Note for the Eurogroup”

図表5 ユーロ圏の失業率



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

図表6 ユーロ導入国インフレ率



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

（ 財政ルールが再起動される 2024 年 ）

2023 年度のユーロ圏全体の財政スタンスは、各国の計画をベースとする欧州委員会の試算によれば、22 年の拡張的なスタンスから、わずかに緊縮的な方向に転じる（図表4）。エネルギー危機対応の財政措置が段階的な廃止の局面に入るためである。

さらに、2024 年には、2020 年から続いた財政ルールの適用停止措置の解除が見込まれている。6月16日の閣僚理事会では、2024年度に向けた財政運営の方針として、新たなエネルギー危機がなければとの条件付きで「23年から24年の出来るだけ早い時期に危機対応の財政措置終了し、関連する貯蓄を赤字削減にあてる」ことで合意している。欧州委員会現在の各国計画に基づく試算では、2024年の財政スタンスはGDPの0.75%相当の緊縮的な運営となる（図表4）。

こうした欧州委員会による財政政策の評価とユーロ圏の財政スタンスの方向性に対して、独立し

た立場から評価を行う役割を担う欧州財政委員会（E B F）は 2024 年のユーロ圏の財政スタンスの適切性を評価する報告書で、2024 年は、より大幅な利上げと金融システム不安低化のリスクを封じ込める観点からも、0.75%を超える緊縮的なスタンスが適当と評価を示している。

（ 財政ルールの特組みも 24 年から改定。基準値は変えず、各国の裁量と時間的猶予拡大へ ）

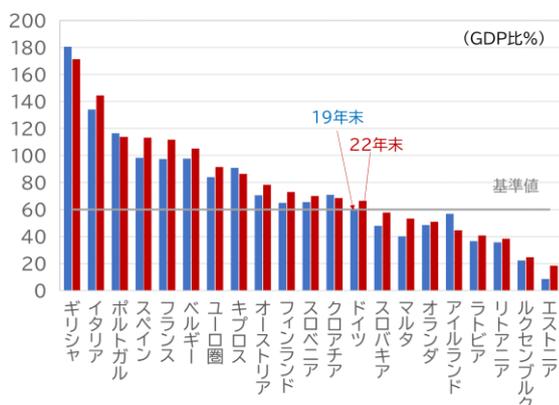
E Uの財政ルールは 24 年から適用が再開されると同時にルールの改定も行われる予定である。2010 年代の財政ルールの改定は、ユーロ圏に広がった債務危機を教訓としたため、G D Pの 60%を超える過剰な政府債務残高の削減を重視したが、ルールが複雑化した上に、必ずしも政府債務残高の削減という効果につながらなかったことなどから、見直しが求められていた。

財政ルールの見直し作業も、コロナ禍、エネルギー危機で中断されていたが、今年 4 月には欧州委員会が提案の文書を示した（表紙図表参照）。新たなルールでも、政府債務残高のG D P比 60%と財政赤字の同 3%の財政健全化の基準値は変えないが、各国政府の裁量の余地と時間的な猶予を拡大する方向で調整が進められている。財政健全化計画の対象期間は、財政赤字がG D Pの 3%以下など、一定の条件を満たした場合には、7 年間に延長される。

7 月 13 日に開催されたユーログループ（ユーロ圏財務相会合）では、新たな財政ガバナンス枠組みのための法的な手続きを 23 年中に完了し、12 月の会合で、ユーロ導入国の財政政策のレビューを行うことなどで合意している。

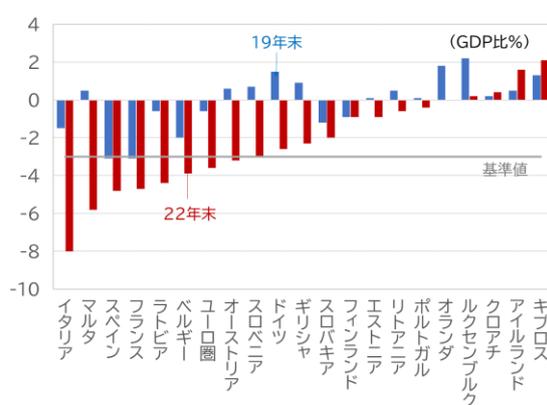
2024 年以降は、財政ルールの再適用とともにルール変更による影響についても、考慮する必要がある。コロナ禍、エネルギー危機は、圏内格差を増幅するが、政府債務残高G D P比に関しては、懸念されたほどには差は広がらなかったが（図表 7）、22 年時点で、財政赤字が対G D P比の 3%の基準値を超える国が 7 カ国ある（図表 8）。欧州委員会が 5 月 15 日に公表した「春季予測」では、ユーロを導入する 20 カ国のうち 9 カ国の財政赤字が 3%を超えると予測されている。予定通り、財政ルールが再適用された場合、ルールへの適合のために財政健全化を求められる国はそれなりの数に上る。その中には、フランス（欧州委による 23 年財政赤字予測 4.7%）、イタリア（同 4.5%）という大国も含まれる可能性が濃厚だ。

図表 7 ユーロ導入国政府債務残高



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

図表 8 ユーロ導入国財政赤字



（資料）欧州委員会統計局（eurostat）

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。