

2023年8月21日

MURC Focus

依然としてインフレが深刻なヨーロッパ経済

～高金利政策が続く中で高まる景気後退と金融不安リスク

調査部 副主任研究員 土田 陽介

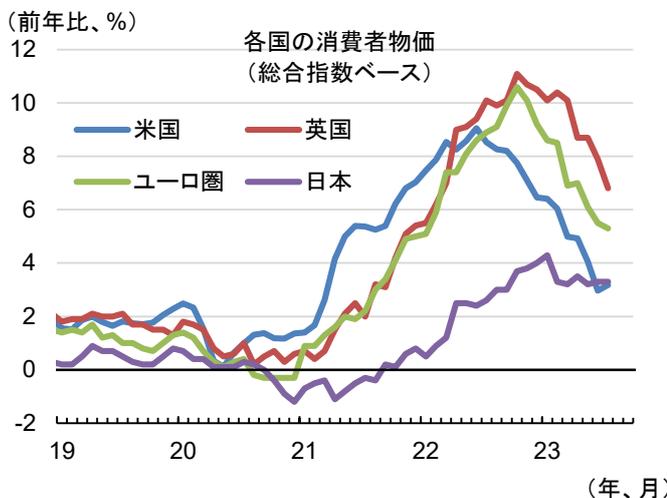
- ECB と BOE は、物価目標を上回るインフレを受けて、2024年中は政策金利を据え置き続けるだろう。このように金融引き締めが長期化すれば、ヨーロッパが景気後退に突入する可能性が高まる。
- 景気後退入りの起点となりうるのが、不動産市場の調整である。特に住宅価格は、この間のインフレに鑑みても上昇が顕著であるため、金融引き締めの長期化で大幅な下落を余儀なくされるだろう。
- 不動産市場の調整が深刻化し、本格的な景気後退となれば、金融不安が発生すると懸念される。インフレの問題に隠れがちであるが、金融不安の萌芽が膨らんでいる状況に留意すべきである。

(1) 依然として深刻なヨーロッパのインフレ

ヨーロッパのインフレは依然として深刻である。先行してディスインフレ（インフレの鈍化）が進む米国の場合、消費者物価は2023年7月時点で、前年比3.2%上昇まで伸びが鈍化している（図表1）。他方で、英国の消費者物価は同月時点で同6.8%上昇であり、またユーロ圏は同5.3%上昇と、いずれもピーク時より鈍化したとはいえ、米国に比べると高い伸びであった。

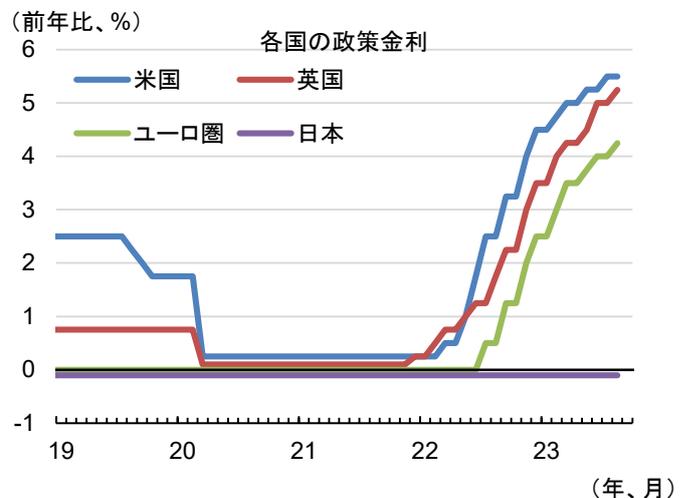
米国がインフレのピークを迎えたのは2022年6月だったが、英国とユーロ圏は同年10月までそれが後ズレした。ヨーロッパでインフレのピークが米国よりも後ズレした理由は、米国の方が先にインフレの加速が始まったことに加えて、2023年上期に生じたロシア発のエネルギーショックの影響がヨーロッパを直撃したことにある。特に天然ガスの価格の高騰が、ヨーロッパのインフレを深刻化させた。

図表1. 依然として深刻なヨーロッパのインフレ



(出所) 各国統計局

図表2. 利上げを続ける米欧の中銀



(注) 米国はFFレートの上限、英国はバンクレート、ユーロ圏は主要リファイナンス・オペ金利、日銀は付利
(出所) 各国中銀

米連銀(FRB)は7月の連邦公開市場委員会(FOMC)で2会合ぶりとなる利上げを実施し、政策金利(FFレート)を0.25%引き上げて、年5.25-5.5%とした(図表2)。年内のFOMCはあと3回(9月、10月、12月)だが、米国ではデイスインフレが進んでいるため、金融市場は、FRBがあと一回の追加利上げを行い、政策金利が上限(ターミナルレート)に達するという見方を強めている。

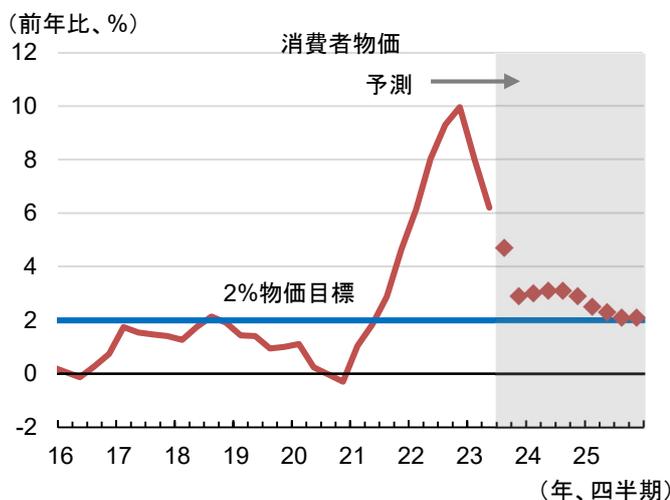
しかしヨーロッパでは、インフレが米国以上に粘着的であるため、利上げの終了が米国よりも後ズレする可能性が高まっている。欧州連合(EU)の欧州中銀(ECB)の場合、年内のあと3回の理事会(9月、10月、12月)で、1回以上の追加利上げが行われることが確実な情勢となっている。しかしデイスインフレの進展次第では、年内に利上げを終える展望が描けてくる。

一方で英国の場合、ユーロ圏と比べてもインフレがさらに粘着的である。その主因は、EUから離脱したことに伴う供給ショックにある。つまり英国のインフレは、供給不足の性格が強い分、EUに比べて粘着的となっている。そのため金融市場は、英中銀(BOE)が、年内のみならず年明け以降も利上げを継続するという見方を強めている。

ここでECBとBOEのインフレ見通しを比較すると、ECBはユーロ圏の消費者物価上昇率が2024年に入ると3%前後まで低下するが、最低賃金引き上げの影響などから、しばらく消費者物価上昇率は低下しないという見方を示している(図表3)。その後、2025年にかけて再びデイスインフレが進み、物価目標である2%近傍まで、ユーロ圏の消費者物価上昇率は低下する見通しである。

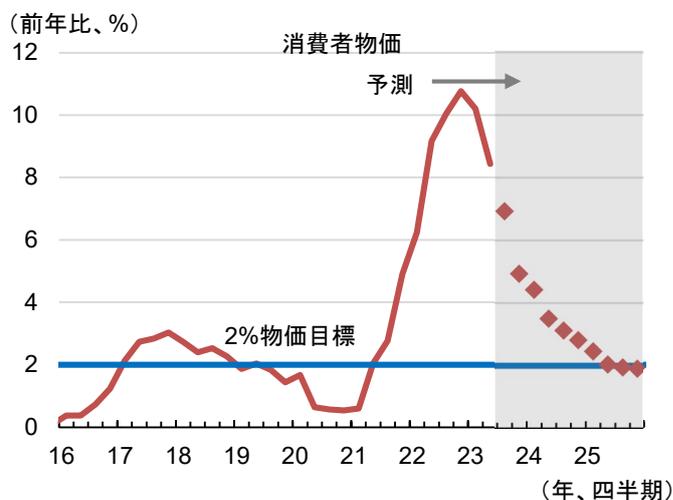
他方でBOEは、ECBよりも緩やかなデイスインフレを見込んでいる(図表4)。特に2024年の間は、英国の消費者物価上昇率は3-4%程度で推移し、ユーロ圏と比べても高い状況が続くことになる。BOEは英国のインフレが物価目標(2%)に達するのは2025年後半という認識を示しているが、BOEの認識に基づけば、2024年の間、英国のインフレはEUに比べて高い状況が続くことになる。

図表3. ECBのインフレ見通し(6月時点)



(注) 予測はECB(6月の『マクロ経済見通し』より)
(出所) ユーロスタット及び欧州中銀(ECB)

図表4. BOEのインフレ見通し(8月時点)



(注) 予測はBOE(9月の『金融政策見通し』より)
(出所) 英国立統計局(ONS)及び英中銀(BOE)

(2) 金融引き締め長期化で高まる景気後退リスク

ECB と BOE は、物価目標を上回るインフレを受けて、景気が低迷する中でも2024年中は政策金利を下げずに据え置き続けるだろう。懸念される事態は、今年の冬が厳しく、暖房需要が急増することである。この場合、天然ガスの価格が再び上昇し、インフレが再加速する展開も視野に入る。そうなれば、さらなる金融引き締めと引き締めの長期化は免れない。

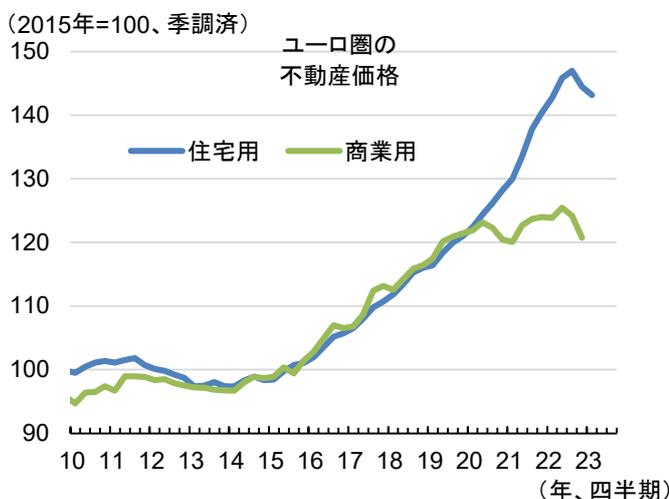
当然、金融引き締めが長期化すれば、ヨーロッパが景気後退に突入する可能性が高まる。景気後退入りの起点となりうるのが、不動産市場の調整である。ヨーロッパの不動産価格は、2010年代後半を通じて行われた量的緩和策を受けて、住宅用と商業用の両方で価格が上昇していた(図表5)。さらに、コロナショックに伴う大規模金融緩和を受けて、ヨーロッパの不動産価格は一段と上昇した。

2020年になり、商業用不動産価格は上昇が止まったが、これはコロナショックに伴ってオフィスや店舗の需要が減退したためと考えられる。2022年に入ってヨーロッパ各国の中銀が利上げに着手すると、不動産価格は住宅用と商業用の両方で低下した。とはいえ不動産価格は、住宅用と商業用の両方で、ECB が量的緩和に着手した2015年の水準よりも高水準である。

特に住宅価格は、この間のインフレを鑑みても上昇が顕著であるため、金融引き締めの長期化で大幅な下落を余儀なくされるだろう。住宅価格の大幅な下落は、逆資産効果を通じて個人消費を圧迫すると考えられる。また金融引き締めが長期化すると、家計の住宅ローンの返済負担が重くなる。このこともまた、個人消費を圧迫する。

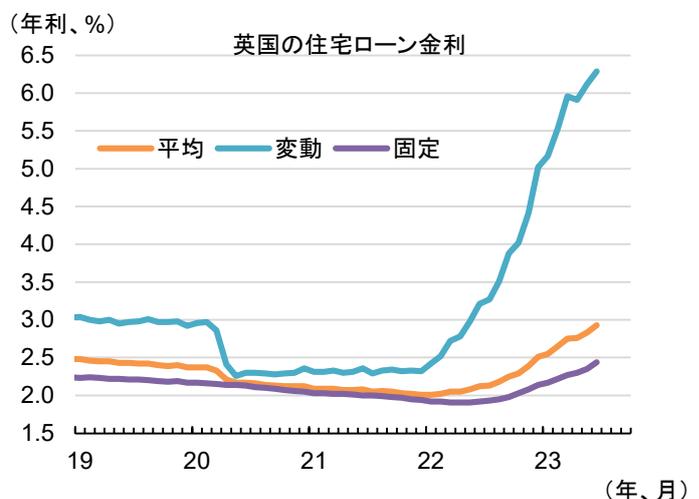
北欧諸国を除き、EU では、長期固定金利による住宅ローン借入が好まれてきた。そのため、家計の住宅ローンの返済負担は、限定的な増加にとどまっている模様である。しかし英国の住宅ローンは期間5年未満の比較的短期の固定金利物が主流であるため、金利は変動しやすい(図表6)。そのため、住宅ローンの返済負担増加による個人消費への圧迫は、EU よりも英国で懸念される問題である。

図表5. 住宅用と商業用の両方で上昇した不動産価格



(出所) ECB

図表6. 英国の住宅ローン金利



(出所) BOE

英国では、既にこの間の金利上昇で、固定金利期間が終了し、住宅ローンの返済負担が急増した家計が少なくないと考えられる。金融引き締めが長期化すれば、返済負担が急増する家計も増えるため、個人消費に対する圧迫が強まる。個人消費は英国の景気のけん引役であるため、金融引き締めの長期化で住宅市場の調整が深刻化すれば、景気後退に陥るものと危惧される。

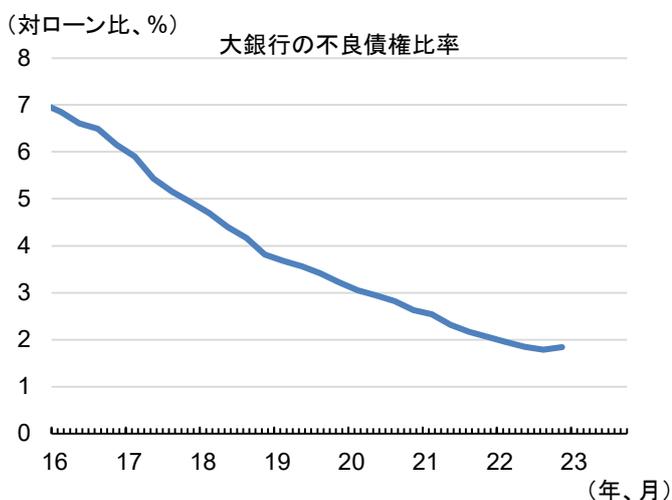
(3) 視野に入る金融不安

加えて、金融引き締めが長期化して景気が低迷することで、銀行に代表される金融機関の経営悪化も懸念される場所である。EU で一般的な銀行に相当する預金取引金融機関(MFI)の不良債権比率(ECB による直接監督を受ける大銀行ベース)は、2022年後半に横ばいからやや上昇に転じている。これは利上げの影響と考えられる(図表7)。

これまでヨーロッパ、特に EU の銀行は、ECB からの要請に基づき、自己資本を厚く積み増してきた(図表8)。そのため、不良債権の増加によるヨーロッパの銀行の経営不安は、生じたとしても基本的には限定的なものにとどまると考えられる。一方で、ドイツやイタリアでは、市場での大銀行の経営不安の噂が続いている。それに、クレディスイスの実質的な経営破たん記憶も冷め止まぬところである。

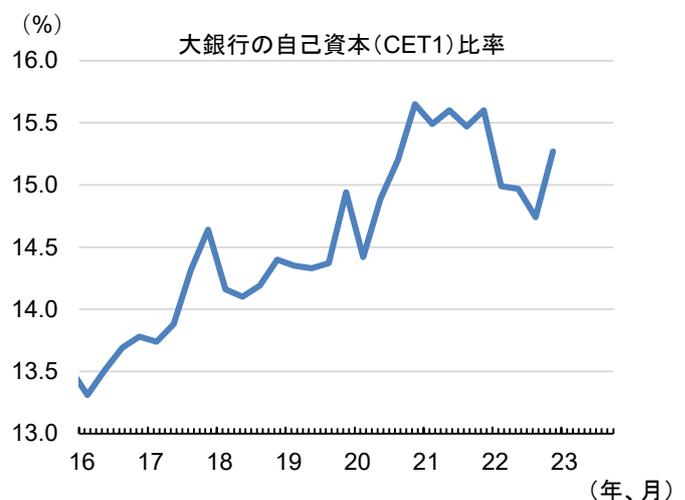
いずれにせよ、金融引き締めの長期化で景気が低迷すれば、金融機関の経営にも悪影響がおよぶことになる。また不動産市場の調整が深刻化し、本格的な景気後退となれば、金融機関の経営もさらに悪化し、金融不安に転じる可能性もあろう。インフレの問題に隠れがちであるが、金融引き締めが長期化される中で、金融不安の萌芽が膨らんでいる状況に留意すべきである。

図表7. 上昇していると考えられる不良債権比率



(注) ECB による直接監督を受ける大銀行ベース
(出所) ECB

図表8. 銀行の自己資本は潤沢



(注1) 普通株式等 Tier1比率
(注2) ECB による直接監督を受ける大銀行ベース
(出所) ECB

— ご利用に際して —

- 本資料は、執筆時点で信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所: 三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。