

欧州で強まる物価上昇圧力とその影響の拡大

～ECB、新興国、そして気候変動対策にも～

山口 勝義

要旨

欧州ではインフレ高進に対する警戒感が強まっている。この物価上昇は、ECBの政策運営の困難化のみならず新興国からの資金流出の可能性など、多方面に影響を与えることになる。加えて、気候変動対策への問題提起を含め、注目すべき様々な論点を含んでいる。

はじめに

欧州では、9月の消費者物価上昇率（前年比）がドイツで4.1%に、またユーロ圏全体でも3.4%に達し、インフレ高進に対する警戒感が強まっている。金融市場では国債利回りに上昇圧力がかかり、株式市場にも不安定な動きが生じている。

この物価上昇の背後には、新型コロナウイルスと気候変動対策の双方の影響がある。前者については、移動等の制限措置の緩和に伴い需要が急回復する一方で、供給側で生じたボトルネック（供給制約）が大きな影響を与えている。まず欧州では、労働市場からの離脱や自主隔離、人材需給のミスマッチなどによる労働力不足が続いている。加えて、東南アジアでの感染の拡大で部品などの供給が停滞し、モノ不足の形でグローバルなサプライチェーンの機能低下が現れているほか、海運運賃も高騰している。一方、後者の関連では、エネルギー価格の上昇が著しい。なかでも石炭や石油からクリーンなエネルギー源に転換する移行期において中心的な役割を果たす天然ガスに対する需要が増大するとともに、天候要因による風力発電などの発電量の低下、天然ガスの供給側の増産への慎重姿勢などが重なり、欧州では天然ガス価格が特に夏場以降、急



(資料) Bloomberg のデータから農中総研作成

激に上昇するに至っている（図表1）。

こうした要因は一過性のものとして、いずれ影響度合いが低下するとも考えられる。しかし、感染力が強くワクチンの効果が劣る新たな変異株が今後も発生し影響を拡大させる可能性があること、また気候変動対策が加速するにつれ脱炭素社会への移行過程で様々なコストの上昇が予想されること、しかも今後はこの両者が併存することからすれば、物価上昇圧力が長く持続する、または頻繁に再発する可能性が否定できないことになる^(注1)。

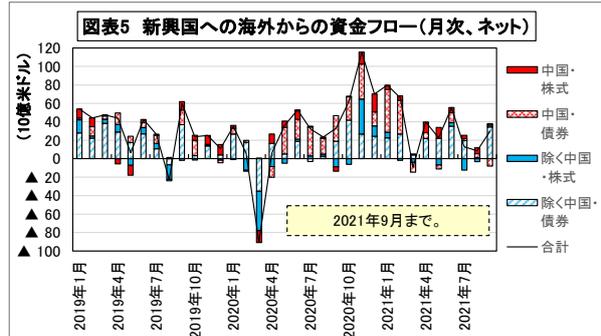
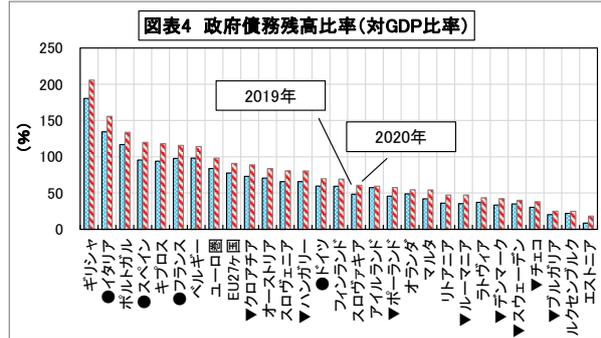
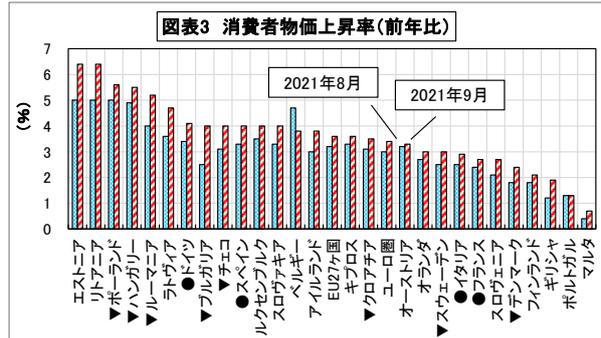
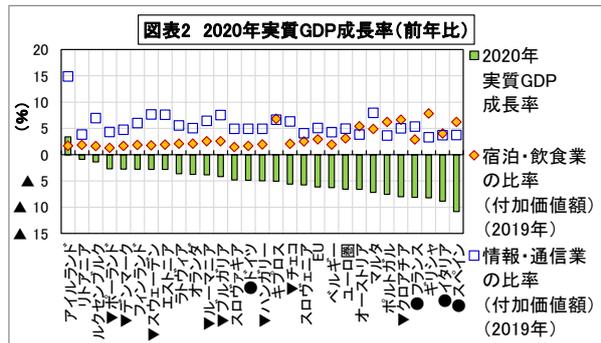
そして、この物価上昇が与える影響は多岐に渡ることが考えられる。例えば欧州中央銀行（ECB）の政策運営の困難化や、新興国からの資金流出の可能性などが挙げられる。しかしこれらに留まらず、これから本格化する気候変動対策への問題提起を含むことにもなりそうである。

ECB や新興国を巡る新たな課題

欧州での物価上昇の影響としてはまず、コロナ危機からの景気回復の足元が未だ定まらない中で ECB の政策の舵取りが難度を高めることがある。また、キャリートレードの巻き戻しなどにより新興国への資金流入が流出に転じ世界経済の回復を阻害する可能性も考えられる^(注2)。

コロナ危機を通じて欧州各国の経済格差は拡大するに至っているが、この格差は経済の成長力ばかりでなく消費者物価についても当てはまる(図表2、3)。9月の前年比上昇率で見れば、ユーロ圏の消費者物価上昇率はエストニアとリトアニアが6.4%という高率で並び、一方の極ではマルタが0.7%に留まっている。四大国の中ではドイツが4.1%であるのに対し、フランスは2.7%と、比較的低い水準にある。既にユーロ圏外の欧州連合(EU)加盟国では政策金利の引き上げが相次いでいるが、この格差の大きい物価情勢の中では ECB の政策運営はますます難度を高めることになる^(注3)。コロナ危機を通じて各国の債務残高が大幅に拡大していることから、市場の混乱を避けるためにも ECB にとっては慎重な判断と適切な市場との対話が重要である(図表4)。

一方で目を世界に転じれば、欧州の物価上昇は新興国からの資金流出を引き起こす可能性もある。新興国への資金フローには現在のところ大きな変動はないものの、インフレ懸念で欧州の金融市場が不安定化し、また金利水準が上昇すれば、キャリートレードの巻き戻しにより一転して新興国からの資金の引き上げが生じる可能性が考えられる(図表5)。こうして、グローバルなサプライチェーンの一端を担う新興国の経済が打撃を被れば、



(資料) 図表2～4はEurostatの、図表5はIIFの、各データから農中総研作成

(注) ●は四大国、▼はユーロ圏外の国々を示す。

世界経済全体に影響が及ぶことになる。

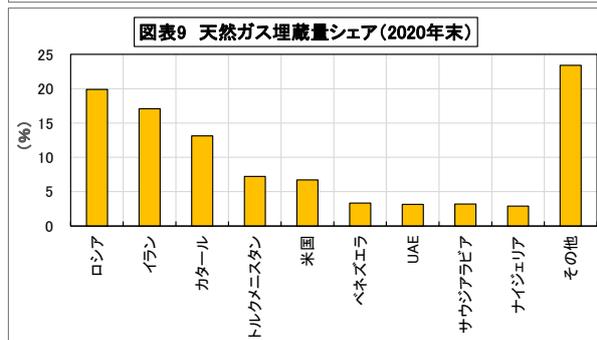
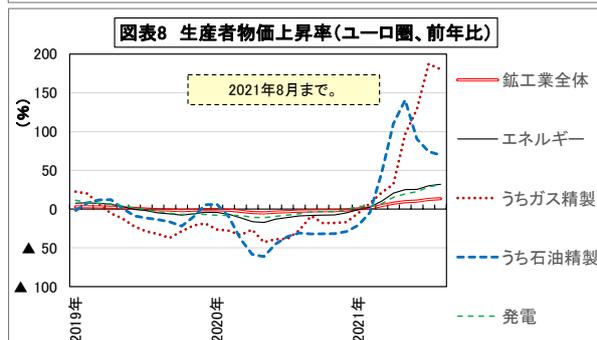
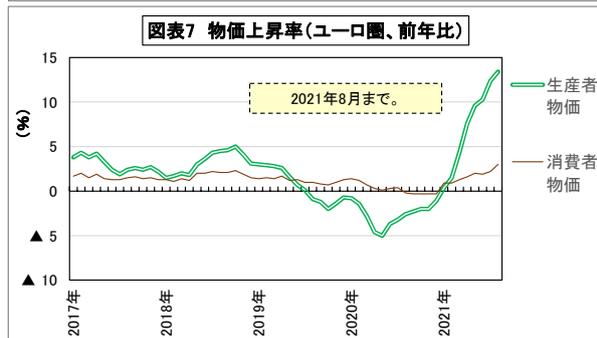
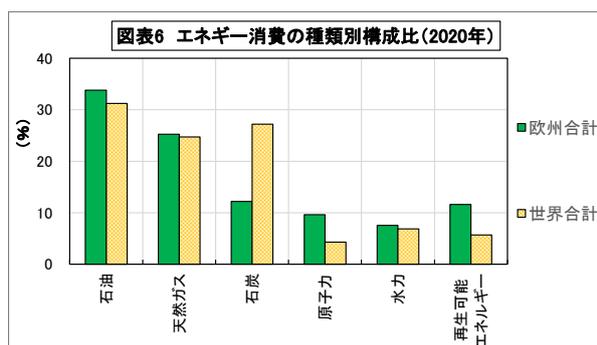
欧州はようやくコロナ危機からの本格的な景気回復が期待される段階にあるが、その反面で、ECBの異例な金融緩和からの出口対応などを巡り、このように新たな課題を抱えるに至っている。

天然ガス価格の上昇が提起する論点

次に注目が必要なのは、天然ガス価格の上昇である。天然ガスは比較的クリーンなエネルギー源として、脱炭素社会への移行を円滑にする役割を担うものとの期待が大きい（図表 6）^(注 4)。このため、今回の価格の急上昇とそれが惹起した混乱については多面的な検証が必要である。

ひとつのポイントは、天然ガス価格の上昇を背景に大幅に上昇した生産者物価の消費者物価への波及である（図表 7、8）。既に家庭向けガス価格や電力価格の引き上げなども生じているため、今後の動向に注視が必要となる^(注 5)。これに対して、ロシアなどの増産により、近く足元の異例な高価格は修正されるとの見方もある。しかし問題は簡単に終結しそうにはない。掘削現場で天然ガスの採掘量を増加させても既存のパイプラインや液化施設の余力は限られるため、供給量を即座に増加できるとは限らないためである^(注 6)。この点に関しては、ロシアに対する依存の大きさに地政学的リスクが改めて大きく浮上した点にも注意が必要となる（図表 9）。加えて、エネルギー価格の上昇は社会や政治の不安定化の要因となる可能性もある。欧州では、燃料税の引き上げを機に 2018 年にフランスで拡大した「黄色いベスト」運動の記憶が今も新しい。

しかし、何より注目すべきは気候変動対策への問題提起である。今回の経験は、エネルギー転換は一方に単純に進むものではないこと、移行の過程では天然ガス価格が一段と不安定性を増す可能性を否定できないことを示している^(注 7)。このリスクの軽減のため化石燃料の貯蔵力の増強などの脱炭素とは逆行する投資が必要となり、また現行の排出権制度の妥当



(資料) 図表 6、9 は BP の、図表 7、8 は Eurostat の、各データから農中総研作成

性についても議論が及ぶ可能性がある。

このように、今回の天然ガス価格の上昇は多くの論点を含んでいる。なかでも気候変動対策に関しては、EU 全体として改めて論議すべき重要な問題を提起しているように考えられる。

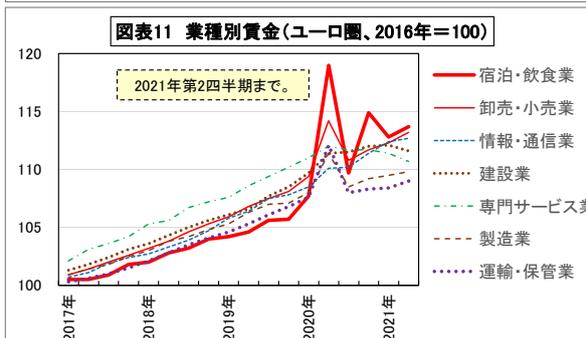
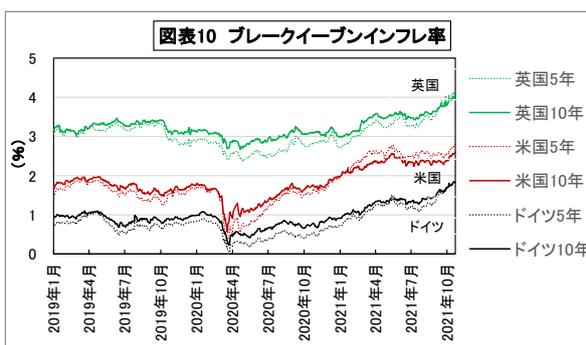
おわりに

以上の下で、市場が織り込むインフレ期待ほどの程度であろうか。ユーロ圏では例えばドイツのブレイクイーブンインフレ率は英国など対し低い水準にあるが、直近では急速にインフレ期待が高まる姿が現れている（図表 10）^{（注 8）}。

これに対し、当面の注目点は賃金動向である（図表 11）。労働力不足や物価上昇を根拠に賃金上げが相次げば、需要の拡大を通じた本格的な物価上昇に繋がる可能性が一層強まることになる。ドイツの製造業では一部で賃上げストなどの動きが出ており、注視が必要である^{（注 9）}。

こうして欧州経済は、低インフレ懸念からスタグフレーション懸念へと、短い期間に大きな変化を遂げたことになる。

しかも今回の欧州の物価上昇は、多方面に影響を拡大するばかりではなく重要な論点を多く含んでいる。単に物価上昇



（資料）図表 10 は Bloomberg の、図表 11 は Eurostat の、各データから農中総研作成

の現象面を捉えるばかりではなく、これらの論点のひとつひとつに目を配る必要があるように考えられる。（21. 10. 20 現在）

（注 1） 欧州では今後、ウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化の同時進行でインフレ圧力が定着し、景気回復が本格化しないままスタグフレーションに陥る懸念もある。次を参照されたい。

・ 山口勝義「欧州で定着するインフレ圧力とスタグフレーションの懸念」（『金融市場』2021 年 10 月号所収）

（注 2） キャリートレードとは、低金利国（主として先進国）で資金調達を行い、これを原資として高金利国（主として新興国）の資産に投資し、利鞘を稼ぐ取引。

（注 3） ユーロ圏外の国々の政策金利引き上げの例としては、直近ではポーランド中銀が 10 月 6 日に 40bp の、また 10 月 5 日にはルーマニア中銀が 25bp の引き上げを決定した。またこれらに先立ち、チェコ中銀は 8 月 5 日に 25bp の、ハンガリー中銀は 6 月 22 日に 30bp の引き上げを決定している。このほか、EU 外のノルウェーも、9 月に政策金利を 25bp 引き上げた。

（注 4） 天然ガスは、暖房などの熱源や発電の燃料のほか、メタノールやアンモニアなどの製造に使用され肥料製造などで広く利用されている。石炭や石油と比較して温室効果ガスの排出量は少なく、再生可能エネルギーの一時的な供給不足を補うためのバックアップ発電の燃料としての利用なども見込まれている。

（注 5） 電力価格の上昇の主要な要因としては、燃料である天然ガス価格の上昇とともに、代替策としての石

炭火力の稼働拡大に伴い増加した排出権コストの双方がある。

（注 6） 天然ガスの生産では、原油生産における石油輸出国機構（OPEC）のような世界的な団体が存在しない点も、柔軟で、かつ各国間で整合性が取れた供給量の調整が困難である一要因であるとされている。

（注 7） 今回の天然ガス価格の上昇の背景のひとつには、再生可能エネルギーの貯蔵が困難であり、発電量の変動が大きい点がある。このため、化石燃料からクリーンエネルギーへの移行は前者から後者への単純な置き換えとはならず、化石燃料への並行的な依存がしばらくは継続するとの見方が一般的である。こうした中で、比較的クリーンな化石燃料である天然ガスにはこの移行を円滑にするエネルギー源としての期待が大きい。逆に見ると、欧州が 2050 年までの温室効果ガス実質ゼロ化を目指す移行期においては、需要の頻繁な変動により天然ガス価格が一段と不安定性を増す可能性を否定できないことになる。

（注 8） ブレイクイーブンインフレ率とは、物価連動債と固定利付債の利回りを等しくさせるレートであり、市場が織り込んでいる期待インフレ率にほぼ等しい。

（注 9） 例えば、次を参照されたい。

・ Financial Times（1 October 2021）“German workers strike for higher pay as inflation surges”