分析レポート

欧州経済金融

欧州で今後も続く物価上昇圧力と経済を取り巻くリスクの拡大

～新興国の疲弊、家計消費の縮小、財政悪化の進展など～

山口　勝義

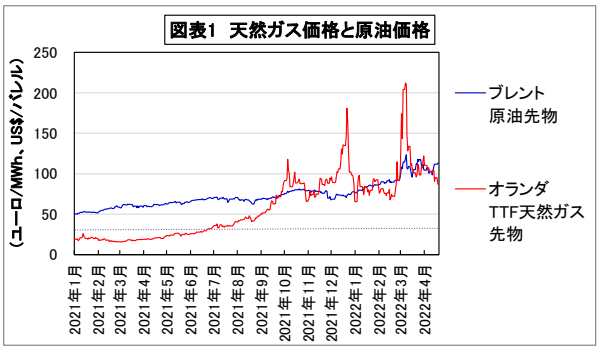
要旨

欧州では、今後も物価上昇圧力が継続するものとみられる。その中で経済を取り巻くリスクは拡大しつつあり、これには新興国経済の疲弊の影響の波及、家計消費の縮小や財政悪化の進展のほか、ECB の政策に伴うインフレの高進やバブル発生のリスクが含まれる。

はじめに

欧州では資源価格や原材料価格、物流費などが高騰し、消費者物価に対して上昇圧力が掛かり続けている。これまでに、新型コロナウイルスとの共生の長期化と気候変動対策の加速化という 2 つの要因が同時進行することにより、物価に与える影響の度合いが拡大してきた。

まず、ウイルス感染の拡大期には供給サイドにボトルネックが生じ易くなるとともに感染の収束過程では経済活動の再開に伴い需要が急回復し、モノや労働力の不足を通じて物価上昇が促されてきた。新たな変異株の発生は今後も見込まれることから、こうした歪みが長く継続する、あるいは頻繁に再発する可能性が否定できないことになる。また、欧州連合（EU）では昨年 6 月に「欧州気候法」が採択され、50 年までの温室効果ガス実質ゼロ化に向け対策が本格化してきている。こうした下で比較的クリーンな天然ガスに対する需要が拡大する一方、天候要因による風力発電量の低下や輸出国の供給増への消極姿勢などが重なり、昨年夏以降、天然ガス価格が急上昇するに至っている（図表 1）。この経験は化石燃料からクリーンエネルギーへの転換は一方向に単純に進むものではないこと、移行期には引き続きエネルギー価格が不安定化する可能性が小さくないことを示している。



（資料）Bloomberg のデータから農中総研作成

そして今回、この 2 つに新たに加わったのがロシアによるウクライナ侵攻である。足元では天然ガスのほか小麦やニッケルなどの価格の上昇が見られているが、紛争が沈静化した場合にもロシアリスクの高まりの下でロシア排除の動きが継続することが予想されるため、今回生じたエネルギーのほか農産物や鉱物資源などを含む新たな供給ショックは容易に収束するとは考え難い。加えて中長期的には、この紛争を機にこれまでの世界経済のグローバル化の流れが反転し、コストの増加が長く定着化する可能性もある(注 1)。

こうして欧州では、この 3 つの材料により、物価を巡る環境には大きな構造的な変化が生じている。これまでの低インフレ基調からの、急速な転換である。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

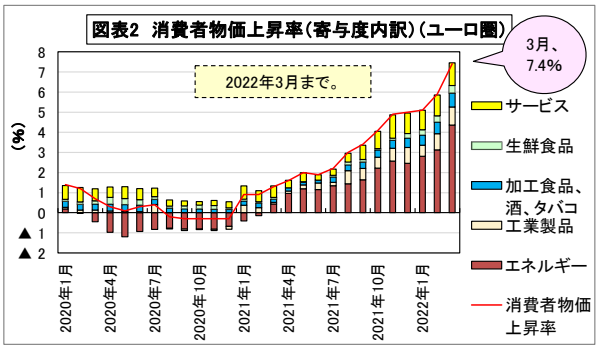
食糧価格上昇による新興国の疲弊

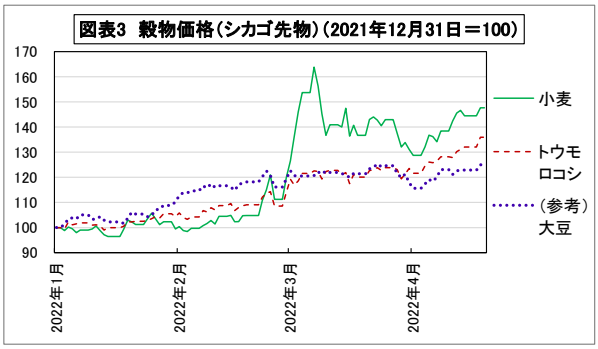
ユーロ圏の最近の消費者物価上昇率に対する寄与度では、エネルギー関連項目が主要な役割を果たしている（図表 2)。ロシアによるウクライナ侵攻の後も天然ガスなどの価格が大幅に上昇したほか、ロシアが欧州に対する天然ガスや原油の最大の供給国であるため、欧州は必要なエネルギーの量の確保にさえ不安が生じる状況に置かれている。

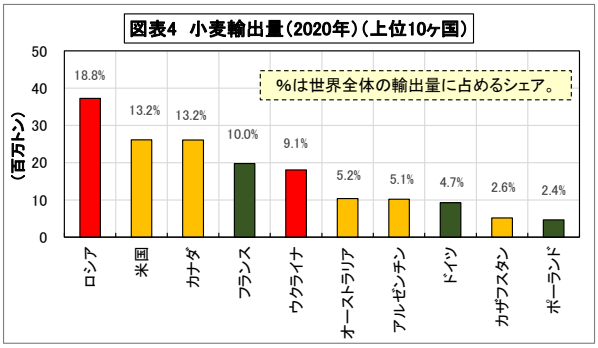
これに対して、食品の、物価上昇への寄与度は現時点では限定的である。しかし、ウクライナやロシアは小麦やトウモロコシの主要な輸出国であることから、今後の影響の拡大が懸念されている。つまり、秋または春に播種された小麦は夏から秋にかけて収穫され、トウモロコシも 6～9 月が収穫期であるため、これからウクライナやロシアの生産や輸出の停滞の影響が具体化することになる。これまでは南半球の生産により量の確保はなされてきたが、今夏には初めて紛争の直接的な影響が及ぶわけである（図表 3、4、5)。

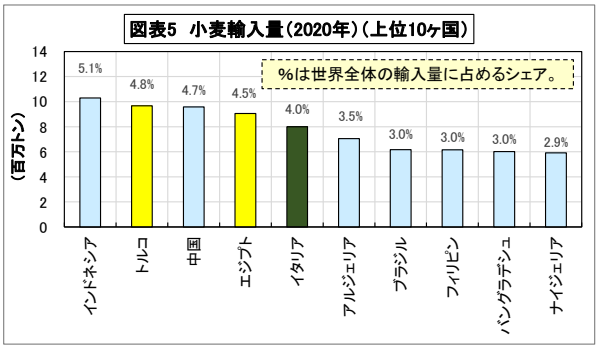
この際、小麦などの供給量の減少と価格上昇の影響は、まずはエネルギーとともに食糧を輸入に依存する新興国で大きなものとなり、新興国経済の疲弊を伴いつつユーロ圏への影響を拡大する可能性が大きい。近隣国の中でもトルコの 3 月の消費者物価上昇率（前年比）は既に 61.1%に達し、またエジプトが 3 月に国際通貨基金（IMF）に支援を要請するなど、注意を払うべき動きが生じてきている。

エネルギー調達先の多角化や再生可能エネルギーへの転換の加速化が重要課題として急浮上している欧州であるが、このように物価押し上げ要因としてはエネルギー価格とともに食品価格の動向にも注意が必要となる。そして、米金利の上昇や米ドル高の影響も及ぶ中で、欧州以前に、資源を専ら輸入に依存し財政基盤も脆弱な新興国経済が疲弊し危機に陥り、これが欧州経済の成長抑制要因として働くことになる可能性も強まってきている。









（資料）図表 2 は Eurostat の、図表 3 は Bloomberg の、図表 4、5 は FAO の、各データから農中総研作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

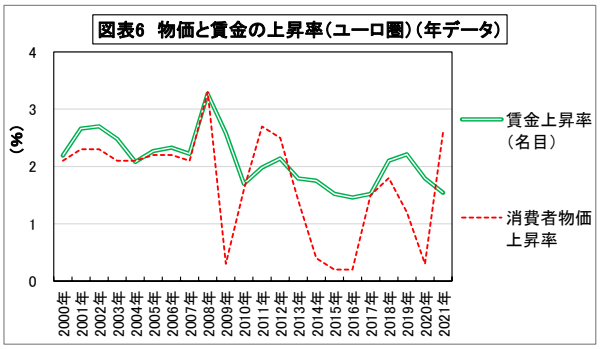
家計消費の縮小、財政悪化の進展

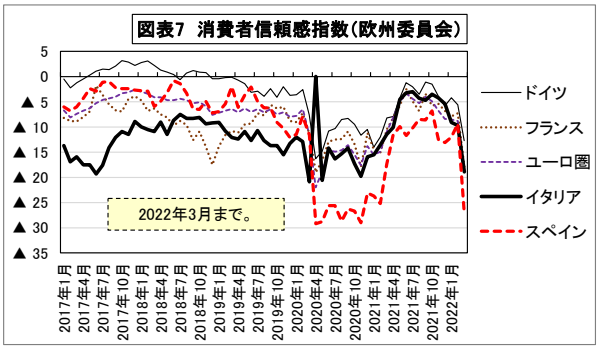
一方、欧州自身の経済情勢に目を戻すと、今後に向けて、家計消費や財政を巡るリスクの拡大を指摘することができる。

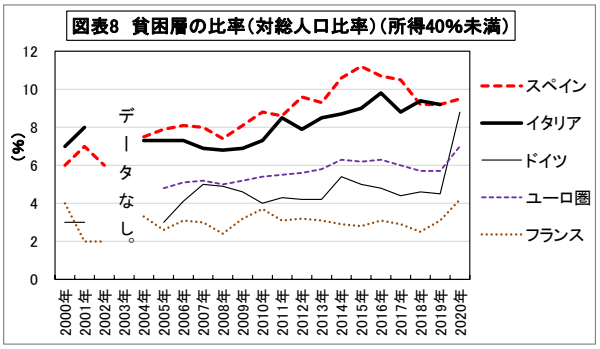
まず、光熱費やガソリン、食品などの価格の上昇が家計に及ぼす影響の程度は軽視できない。何よりも賃金の上昇はインフレに遅行することで実質賃金は低下し、家計の購買力の縮小が進むことが予想される（図表 6）。ユーロ圏ではウクライナ侵攻後の 3 月には消費者信頼感指数が急低下したが、今後は家計の貯蓄率の低下や借り入れの増加のほか消費を抑制する動きが強まり、経済成長の下押し要因となることが考えられる（図表 7）[注 2]。

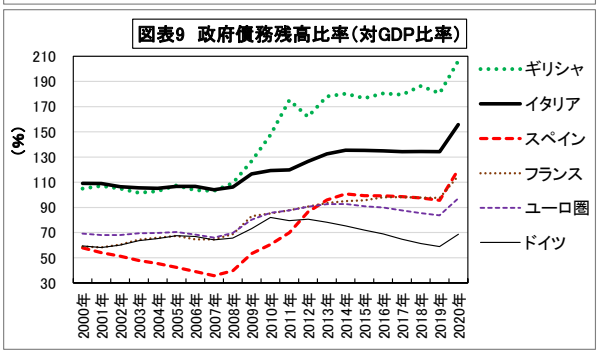
次に、政府財政の一層の悪化も予想される。既にユーロ圏の多くの国では、コロナ危機を通じて貧困層の比率の上昇が生じている（図表 8）[注 3]。こうした中での物価上昇であるため、各国では家計支援のために財政支出が不可避となる可能性が大きい。4 月のフランス大統領選挙でもこの支援策が争点となり、ルペン候補がマクロン候補を急速に追い上げた経緯がある。また他方では、国防費の増額も控えている。近年、いわゆる「平和の配当」を享受し、国防費を漸減させるとともにこれを他の歳出に振り向けることができた各国では、今後は、逆に国防費の増加が財政の圧迫要因になるものと考えられる。このような複数の要因により、コロナ危機で既に増大した政府債務はさらに拡大するものと見込まれている（図表 9）。

加えて、エネルギーや食糧について輸入依存度の高い欧州の国々では、これらの価格の上昇の下で経常収支も悪化しつつある。債務の増大と経常収支の双方の悪化はユーロ圏の財政危機時と同様のリスクの拡大を意味しており、実際にイタリアなどでは自国の国債のドイツ国債との利回りスプレッドに拡大の動きが現れている。こうして、異例な金融緩和からの転換に取り組む欧州中央銀行（ECB）にとっては、新たな難題が加わることになる。









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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

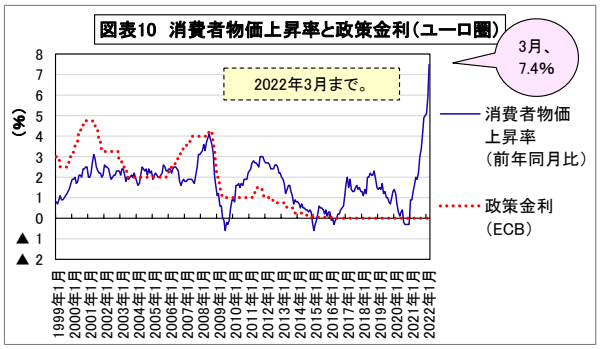
おわりに

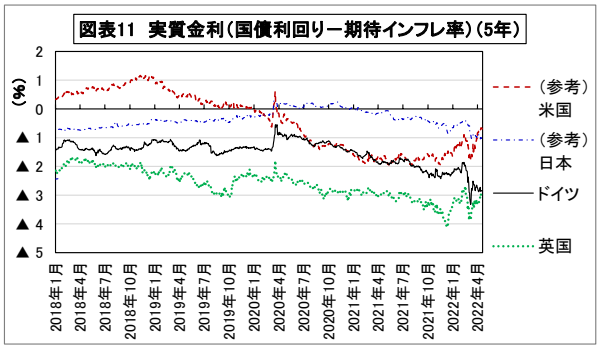
ECB は、それまでは物価上昇は一時的な現象としていたが、2 月の政策理事会で初めて物価上昇リスクが増大している事実を認め、続けて 3 月には資産買い入れ策を市場予想よりも早く第 3 四半期にも終了する方針を示した。しかし、これに対し 4 月の理事会では、この資産買い入れ策の終了時期を維持する一方で、利上げは慎重に行う姿勢を強調した（図表 10）。

もとよりウクライナ紛争の勃発により政策の柔軟性を確保する必要性が強まっているが、この経緯にはインフレ対策と景気対策の間で政策を決めかねる、ECB の困難な立場が現れている。資源価格の上昇を主因とするインフレに対しては、中央銀行は直接的な政策手段を持たず、金融引き締めによる需要の抑制を通じて間接的に働きかけるのみである。そしてこの需要の抑制は、コロナ危機からの景気回復の腰折れに直結するリスクをはらんでいる。しかしその一方で引き締めの手を緩めた場合には、いずれ物価と賃金のスパイラル的な上昇という制御困難な状況に陥るリスクを抱えることになる。

これらを総合的に勘案した場合には、ウクライナ紛争の影響の大きい欧州で、おそらく ECB は大幅な引き締め策は回避せざるを得ないものとみられる。この他にも、気候変動対策関連の投資促進の重要性や債務残高の積み上がりなどが ECB の考慮の対象となることも考えられる。しかしこの反面、インフレ高進のリスクばかりか、低水準の実質金利が長期間継続することで不動産や株式などの価格が押し上げられバブルの発生に至るリスクを容認することにもなる（図表 11）[注 4]。

以上に見たように、欧州では物価を巡る環境に大きな構造的な変化が生じており、今後も物価上昇圧力が継続するものとみられる。その中で経済を取り巻くリスクは拡大しつつあり、これには新興国経済の疲弊の影響の波及、家計消費の縮小や財政悪化の進展のほか、ECB の政策に伴うインフレの高進やバブル発生のリスクが含まれることになる。(22.4.25 現在)





（資料）ともに Bloomberg のデータから農中総研作成

(注 1) ウクライナ紛争勃発を受けサプライチェーンの見直しや戦略的な製品の内製化の推進が重要な課題として浮上しているが、3 月の EU 首脳会議では、半導体、医薬品、原材料、食糧、デジタル技術などについて域外依存を低下させる対応で合意した。

(注 2) 欧州委員会による「消費者信頼感指数」の調査は月次で実施されている。この指数は、①過去および今後の家計の財政状況、②今後の一般的な経済情勢、および③今後 12 ヶ月間にまとまった消費をする計画、の各項目について、肯定的な回答の割合（%）から否定的な回答の割合（%）を差し引いて算出した値（%ポイント）を平均したものである。

(注 3) 図表 8 の貧困層は、「当該国における可処分所得の中央値の 40%を下回る層」である。

(注 4) 図表 11 では、期待インフレ率としてブレークイーブン・インフレ率を使用した。これ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、市場が織り込むインフレ予想にほぼ等しい。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます