分析レポート

欧州経済金融

2023 年のユーロ圏、高止まる消費者物価上昇率

～続くスタグフレーションや債務問題の懸念～

山口　勝義

要旨

ユーロ圏では消費者物価上昇率がピークを迎える兆候もあるが、今後、一方向に低下傾向を辿るとは考えにくい。スタグフレーション入りのほか債務問題の顕在化などをも含む複合リスクの下で、ユーロ圏では今後も中期的に困難な状況が継続する可能性が大きい。

はじめに

ユーロ圏の 2022 年 11 月の消費者物価上昇率（前年同月比）は、10.1%であった。エネルギー価格の動向を主因に上昇率は前月から縮小したが、こうした縮小は 21 年 6 月以来のことである（図表 1、2）。

ユーロ圏ではこれまでにエネルギーや食料の価格高騰で「生活費危機」の様相が強まり、さらに 9 月にはロシアがノルドストリーム経由による天然ガスの供給を停止したことで「エネルギー危機」へと問題は拡大してきている。つまりインフレ圧力の高まりからそれに加えて必要なエネルギー量が確保し難い段階への、消費の下押しからさらに生産縮小への圧力を伴う状態への、情勢の困難化である。

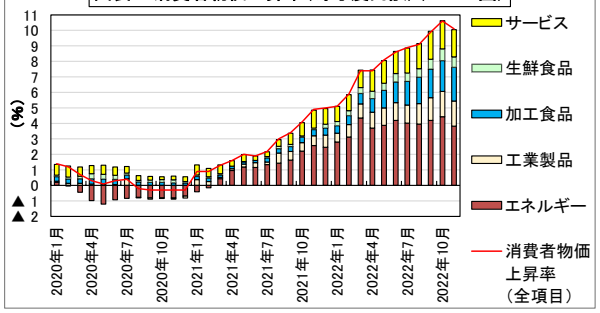
これに対し欧州中央銀行（ECB）は 7 月には 11 年以来となる政策金利の引き上げを決定し、この 50bp の引き上げの後にも連続して、9 月、10 月には各 75bp の、12 月には 50bp の引き上げを行ってきた。しかし、米国などと比較して供給制約の影響を強く受けるユーロ圏では需要の抑制を通じてインフレの鎮静化を図る金融政策の効果は限られており、景気回復が腰折れしスタグフレーションに陥るより大きなリスクを抱えることになる。

このような下での、今回の消費者物価上昇率の前月からの縮小である。これを受けて、はたして 23 年にはユーロ圏の経済情勢は転換に向かうと期待してよいのだろうか。物価上昇率は今後も縮小傾向を辿り、ECB は早期に金融引き締めの手を緩める方向に進むのだろうか。そしてこの結果、スタグフレーションの懸念も和らぐと見ることができるのだろうか。

図表1　消費者物価上昇率

		ウエイト（%）	前年同月比 2022年10月（%）①	前年同月比 2022年11月（%）②	差異 ②-①（%P）
ユーロ圏	全品目	100.0	10.6	10.1	▲ 0.5
	コア	68.2	5.0	5.0	0.0
	加工食品	15.9	12.4	13.6	1.2
	生鮮食品	5.0	15.5	13.8	▲ 1.7
	エネルギー	10.9	41.5	34.9	▲ 6.6
	工業製品	26.5	6.1	6.1	0.0
	サービス	41.7	4.3	4.2	▲ 0.1
ドイツ	全品目	100.0	11.6	11.3	▲ 0.3
フランス	全品目	100.0	7.1	7.1	0.0
イタリア	全品目	100.0	12.6	12.6	0.0
スペイン	全品目	100.0	7.3	6.7	▲ 0.6

図表2　消費者物価上昇率（寄与度内訳）（ユーロ圏）



（資料）それぞれ、Eurostat のデータから農中総研作成
（注）コアは全項目から食品とエネルギーを除く。

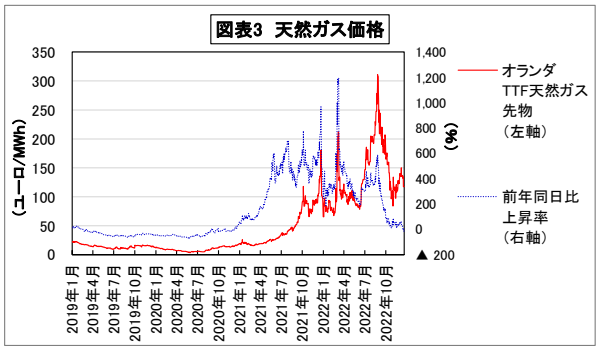
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます　https://www.nochuri.co.jp/

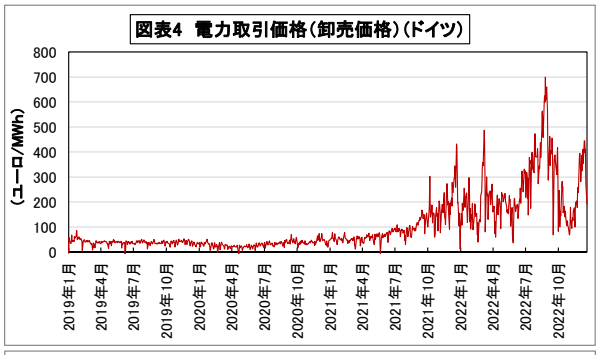
物価の上昇がピークを迎える兆候

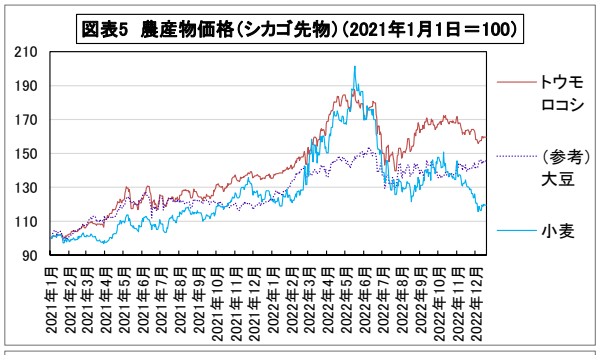
確かに、これまでにユーロ圏の消費者物価を押し上げてきた要因には様々な面で落ち着きが現れている。まず天然ガス価格については、ウクライナ侵攻以前との対比では依然として高いレベルにあるものの、ロシアがノルドストリームによる供給を停止した 9 月時点からは大幅に低下している（図表 3）。これを受け、同様に電力価格も、当時の高値からは水準が切り下がってきている（図表 4）。

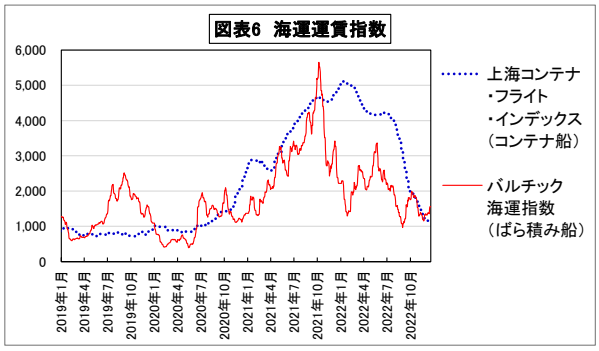
この間、欧州連合（EU）では 3 月に欧州委員会がロシア産化石燃料からの脱却計画である「リパワーEU」を発表した。これは天然ガスの調達先の多角化と化石燃料への依存解消の加速化を柱とするものであるが、その後はガス需要の削減や備蓄強化などの緊急の対策も押し進められ、域内でのガスの共同購入や相互の融通策などについても検討が行われてきている。このほか、国によっては原子力や石炭による発電に一時的に回帰する対策が取られている。こうした結果、暖かな天候にも助けられ、11 月には EU 全体でガス需要の削減率は 23%に、また備蓄能力に対する備蓄率は 97%程度にまで達しており、これらが好材料として最近のガス価格の低下に寄与しているものと考えられる(注 1)。

一方、小麦等の農産物価格も上昇は一服した形である（図表 5）。ウクライナ産穀物については、7 月に国連の支援の下でウクライナ、ロシア、トルコ間で輸出再開に関する合意がなされ、10 月にはロシアがその無期限停止を表明するなどの波乱はあったものの、運用が継続されている。またロシアなどでの小麦の豊作も、この価格低下の一要因と考えられる。さらに、コロナ禍の下で高騰した海運運賃についても、最近ではほぼコロナ危機前の水準近くにまで低下が見られている（図表 6）。









（資料）それぞれ、Bloomberg のデータから農中総研作成

このようにエネルギーや食料の市場は安定しつつあり、コロナ危機に伴う供給制約も軽減されている。このためユーロ圏では、消費者物価の上昇も近くピークを迎えるとの見方が広がってきている。

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 https://www.nochuri.co.jp/

しかし高止まりが続く物価上昇率

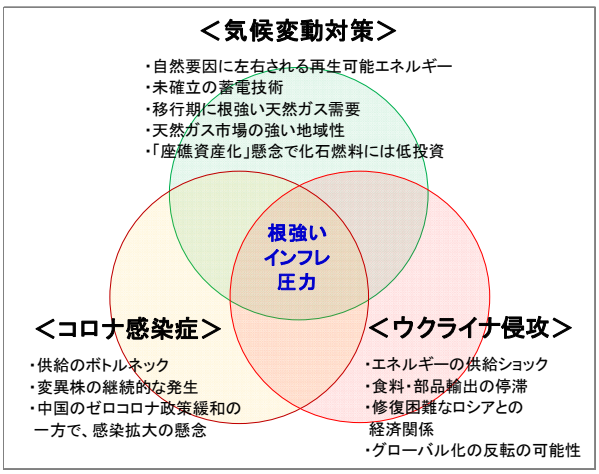
しかし、ユーロ圏の消費者物価上昇率はピークを付けるとしても、その後もECBの目標値である 2%に向けて一方向に縮小傾向を辿るとは考えにくい。むしろ 23年を通じて、上昇率が再度上向く潜在性を伴いながら、高止まりを続ける可能性が大きいのではないかと考えられる。

その根拠の第一には、供給制約の恒常化がある。コロナ感染症、気候変動対策、ウクライナ侵攻の 3 要因が同時進行する現在の環境の下では、世界経済は供給制約が拡大する可能性に常に直面していることになる（図表 7）。そしてなかでも注意すべきは、資源などの輸入依存度の高いユーロ圏経済は自国完結型の性格を持つ米国などに比べて供給制約の影響をより強く受ける点であり、特に気候変動対策の移行期における継続的な天然ガス依存の中で今後ともウクライナ侵攻の影響が大きく現れるとみられる点である(注 2)。実際にロシア以外から安定的なガス供給を確保するためのインフラ整備には 3 年から 5 年は必要とされており、当面の間は引き続きユーロ圏経済は供給制約のリスクに晒されることになる。加えて、中国経済の動向も波乱材料である。ゼロコロナ政策の緩和に伴い感染が拡大し供給制約の再燃に繋がる懸念がある一方で、感染の拡大が限られ経済成長が加速した場合には中国の資源需要の急回復が世界で物価上昇を促す可能性も存在している。

根拠の第二は、潜在的な価格転嫁圧力の存在である。生産者物価上昇率には先行して頭打ちの姿が現れてはいるものの、依然として高い水準にある（図表 8）。米国などとの対比で労働生産性の改善は低調であり企業の収益力についても見劣りがするユーロ圏では、コストの増大に対する財務の耐性は限られており、企業がこの増大分を製品価格に転嫁する力が常に強く働くものと考えられる（図表 9）。

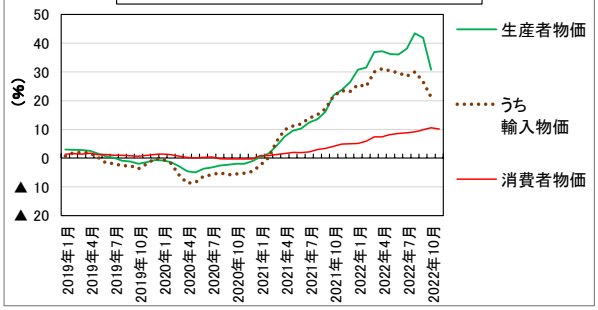
以上のように、供給制約の恒常化と価格転嫁圧力の継続の下で、特にこれらの影響を受けやすいユーロ圏では今後も消費者物価上昇率は高止まりし影響を及ぼし続ける可能性が大きいものとみられる。

図表7　供給制約の恒常化

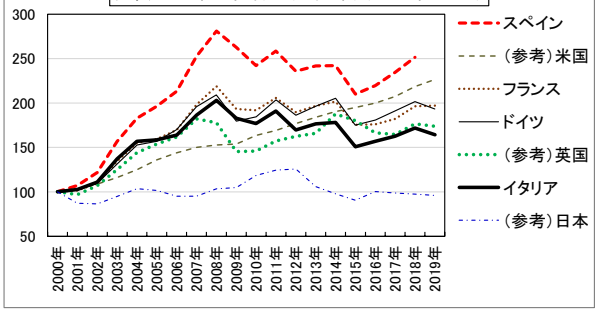


（資料）農中総研作成

図表8　物価上昇率（前年同月比）（ユーロ圏）



図表9　企業の粗利益（全産業）（2000年＝100）



（資料）図表 8 は Eurostat の、図表 9 は OECD 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　https://www.nochuri.co.jp/

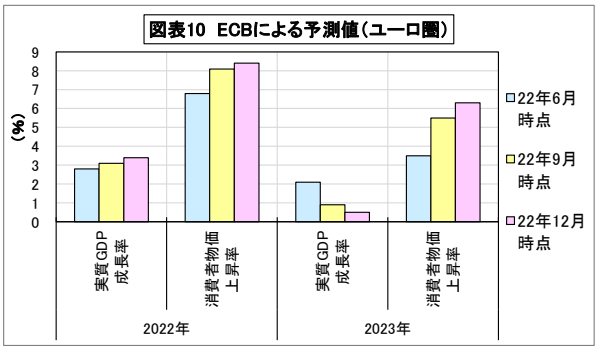
おわりに

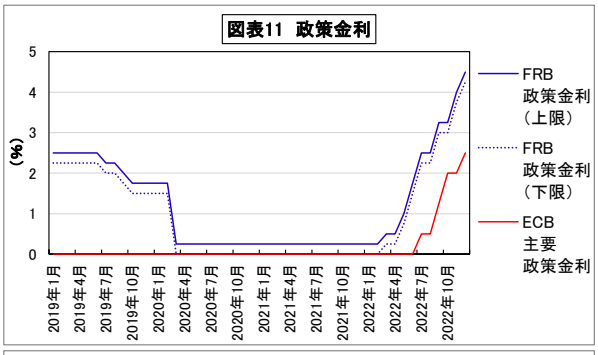
さてECBは12月に公表した経済見通しで、23年の実質GDP成長率の予測値を前回から引き下げるとともに消費者物価上昇率については引き上げを行い、今後に向けて慎重な見方を強めている（図表10）。

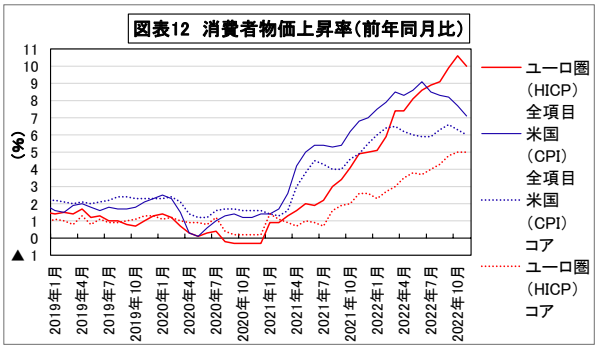
これに対し米国では、より迅速な利上げ対応とより明確な消費者物価の落ち着きが特徴として現れている（図表11、12）。こうした両者の情勢の相違はやはり需要に支えられた米国のインフレと主に供給要因によるユーロ圏のインフレの違いに大きく影響を受けているものとみられるが、さらに23年は、米国とユーロ圏の間で経済情勢の格差が一段と拡大する年になるのではないかと考えられる[注3]。

つまり、ユーロ圏では需要の抑制を通じてインフレの鎮静化を図る金融政策の効果は限られることから、ECBの利上げ対応はインフレ期待などの動向を確認しながらの緩やかなものにならざるを得ず、かつ、政策金利は長い期間にわたり高止まりする可能性が大きいことになる。この間、ユーロ圏の経済情勢は供給制約の存続と金利水準の高さから停滞を余儀なくされ、米国におけるメリハリの利いた政策対応とそれに応じた景気動向とは相当異なる展開になることが予想される。

米国では矢継ぎ早の金融引き締めによる景気のオーバーキルが当面の懸念点であるとするならば、一方のユーロ圏ではスタグフレーション入りの懸念が常につきまとうことになる。しかもユーロ圏では同時に高金利環境下で債務問題が顕在化するリスクをも伴っており、また高エネルギーコストがもたらす製造業の空洞化懸念などもある。こうしてユーロ圏では、これらの複合リスクの下で、今後も中期的に困難な状況が継続する可能性が大きいものと考えられる。（22.12.23 現在）







（資料）図表10はECBの、図表11、12はBloombergの、各データから農中総研作成

（注1）Bruegelのデータによる。「ガス需要の削減率」は、19年～21年の平均値に対する削減率である。

（注2）例えば、8月まではノルドストリームによりロシアから天然ガスが供給されていた22年に対し、23年以降には欧州において備蓄の確保が一層困難な課題となることが指摘されている。また、22年にはガス需要削減のための緊急対策として企業による大幅な減産対応もとられたが、こうした異例な取り組みが今後とも持続可能であるとは考えにくい点がある。このほか、22年はこれまで温暖な天候に恵まれてきたが、今後の天候が波乱要因となる可能性も大きい。

（注3）ユーロ圏のインフレが主に供給要因に起因する事実は、図表12で全項目とコアの差が大きい点や、図表8で輸入物価上昇率が高い点に現れている。

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 https://www.nochuri.co.jp/