

基礎研 レター

ユーロ圏物価上昇の特徴と今後

経済研究部 准主任研究員 高山 武士

TEL:03-3512-1818 E-mail: takayama@nli-research.co.jp

1—要旨

世界的なインフレ圧力が上昇、現在も継続している。

ユーロ圏では賃金インフレ圧力が米国や英国に比べれば限定的で、エネルギー価格を中心としたコストプッシュ型のインフレであったことから、ECBの金融引き締めスタンスはこれまでは慎重であった。しかし、最近ではECBも利上げに対する積極姿勢を見せつつある。

本稿では、ユーロ圏の物価上昇の特徴について概観する。得られた主な結果は以下の通りである。

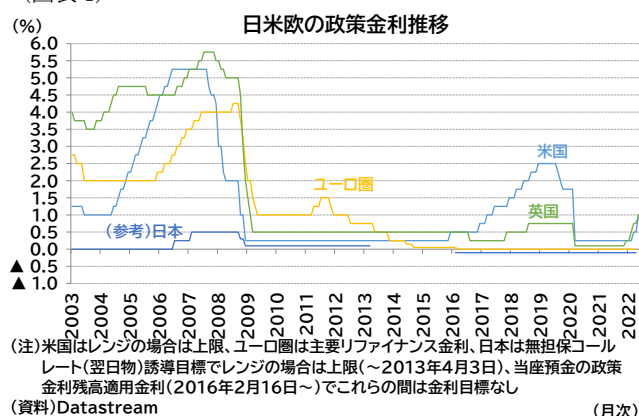
- ・ユーロ圏の消費者物価は、エネルギー価格により押し上げられている。ユーロ圏の消費者物価上昇率のうち、エネルギー価格上昇率が他国と比較して突出して高いという訳ではないが、消費に占めるエネルギー支出の割合が相対的に大きいため、消費者物価もエネルギー価格の変動の影響を受けやすい。
- ・ユーロ圏のHICP（EU基準の消費者物価指数）には持ち家の帰属家賃が含まれない。持ち家の帰属家賃を考慮したインフレ率はさらに押し上げられている可能性がある。
- ・ユーロ圏の食料品およびエネルギーを除く財・サービスの上昇率は、米国や英国ほど上昇しているわけではないが、ECBの物価目標である2%を上回る3%台で推移している。
- ・ユーロ圏のコア財・コアサービスの上昇率を見ると、昨年後半からは2%を超える品目のシェアが過半に達している。さらに、22年4月時点では5%を超える財のシェアが38%、同サービスのシェアが16%となっており、物価上昇の裾野は拡大している。
- ・インフレの今後について、コロナ禍を端に生じた、貿易財を中心とした財価格上昇については、今後の減速が見込まれる。特に財消費をけん引している米国で、経済活動の正常化によるサービス消費への回帰が進み、また積極的利上げが実施されることが財需要の抑制要因になるだろう。
- ・資源価格はロシア・ウクライナ戦争により、不透明感が強い状況が続くと見られる。ただし、現在のペースでの上昇が続くことは考えにくい。
- ・一方、こうした上流の物価上昇が主導するインフレが解消に向かった場合でも、域内需要が底堅く推移すれば、賃金インフレが生じる可能性がある。つまり、企業にとってコスト負担が原材料から人件費に変わることによって、インフレが賃金上昇を伴った持続的なものとなりうる。

2—エネルギー主導のユーロ圏インフレ

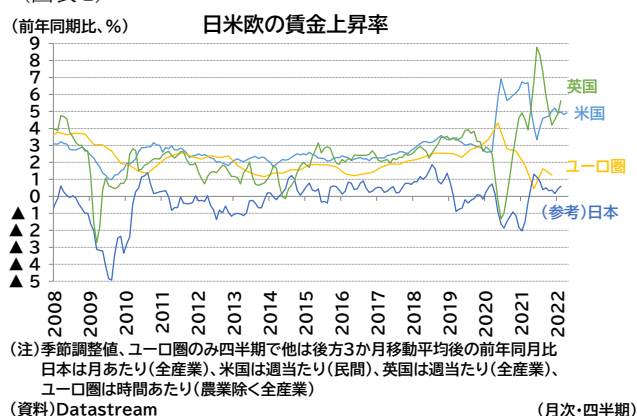
昨年後半以降、世界的なインフレ圧力が上昇、現在も継続している。背景にはコロナ禍からの復興や地政学的リスクの高まりがあると見られる¹。特に、米国や英国では賃金上昇率も高まっており、中央銀行は利上げを実施してインフレ圧力の鎮静化に努めている² (図表1)。他方、ユーロ圏では米英と比較して賃金インフレ圧力が限定的であり、エネルギー価格を中心としたコストプッシュ型のインフレであったことから、ECBの金融引き締めスタンスは慎重であった (図表2)。ただし、足もとの高インフレを受けて、ユーロ圏でもインフレ期待が上昇、ECBも利上げに対する積極姿勢を見せつつある。

本稿では、ユーロ圏の物価上昇の特徴について、米国や英国との違いにも触れつつその特徴を概観したい。

(図表1)



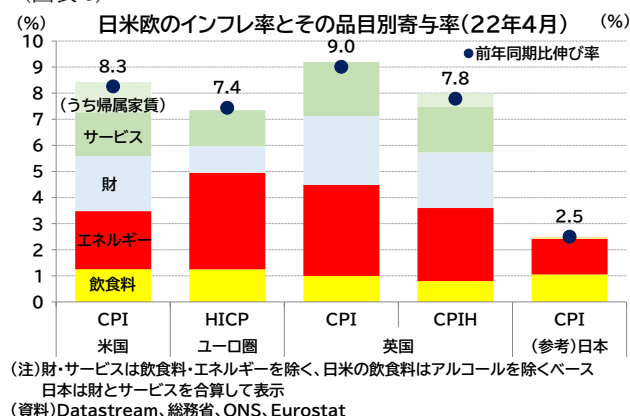
(図表2)



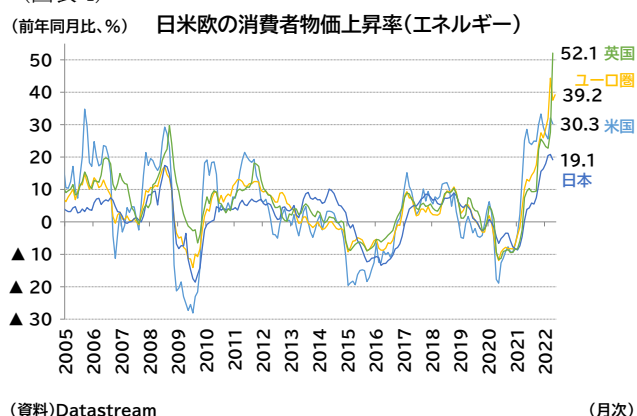
3—22年4月の消費者物価の各国比較とユーロ圏の特徴

主要国の4月の消費者物価上昇率を見ると、欧米のインフレ率は総じて7%を超えている(図表3)。ユーロ圏は前年同月比7.4%であり、米国(8.3%)や英国(9.0%)よりも伸び率は若干低いとはいえ、中央銀行の目標である2%は大幅に上回る(さらにユーロ圏で5月30日に公表された5月速報値では前年同期比8.1%まで加速している)。

(図表3)



(図表4)



¹ 高山武士 (2021) 「長期化するインフレ懸念」『基礎研レター』2021年11月15日でコロナ禍に関連したインフレ要因について言及している。

² 高山武士 (2022) 「利上げサイクル再考—政策金利ピークとターミナルレート」『基礎研レポート』2022年5月9日では足もとのインフレ圧力の高まりと金融引き締めを受けて、中央銀行の政策金利について考察している。

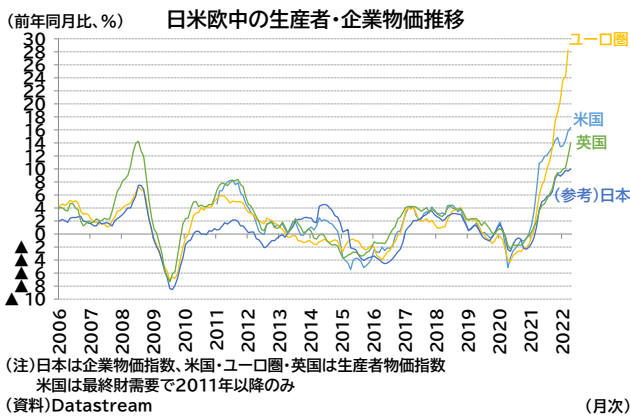
ユーロ圏の消費者物価上昇の特徴は、エネルギーが総合指数を押し上げている点である（図表3の棒グラフの寄与度を見ると赤色のエネルギー部分が多い）。エネルギーを除く財・サービスの上昇率は、米英と比較して低い（なお、日本もエネルギー（および飲食料）が消費者物価を押し上げる主要因ではあるものの、総合指数の伸び率自体が前年同月比2.5%であり、欧米と比較してかなり低い³⁾）。

このエネルギー価格上昇率を見ると、ユーロ圏は前年同月比37.5%（22年4月時点）である。米国（30.3%）よりも高く、英国（52.1%）よりは低い（図表4の青丸印、なおユーロ圏の5月の速報値では前年同期比39.2%）。英国では、当局（Ofgem：ガス電力市場監督局）が定める公共料金の上限見直しが年2回（4月と10月）実施されるため、この見直しのタイミングでエネルギー価格の上昇率が大きく跳ね上がっている（22年3月27.6%→4月52.1%）。他方、日本では「燃料油価格激変緩和補助金」として、燃料油元売りに補助金を支給しているため、エネルギー価格の上昇率が19.1%に抑えられている。なお、欧州でも各国でエネルギー価格上昇への対応が講じられている⁴⁾が、必ずしも消費者物価の抑制を主眼としたものではない⁵⁾。

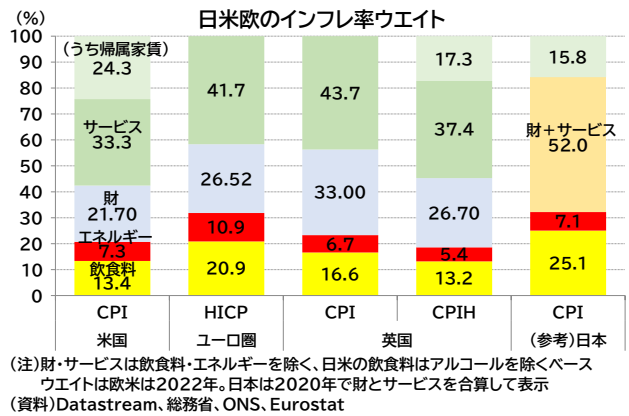
欧州はロシアへのエネルギー依存度が相対的に高く、ロシア・ウクライナ戦争による供給不安・資源価格高騰の影響を直接的に受ける。上流の物価上昇圧力を見ると、ユーロ圏は他国と比較して地政学的な要因によるインフレ圧力を強く受けていると考えられる（図表5）。

一方で、消費者物価におけるエネルギー価格上昇率については、ユーロ圏は他国と比較して突出して高い訳ではない。ただし、消費に占めるエネルギー支出の割合が大きいこともあって、消費者物価はエネルギー価格の変動の影響を受けやすい構造になっている（図表6）。

（図表5）



（図表6）



その他、指数の技術的な特徴として、ユーロ圏のHICP（EU基準の消費者物価指数）は持ち家の帰属家賃が含まれない。一方、日本や米国のCPIでは持ち家の帰属家賃が考慮されており、それぞれウエイトで24.3%、15.8%を占めている（図表7、薄い緑の部分）。そのため、ユーロ圏のHICP

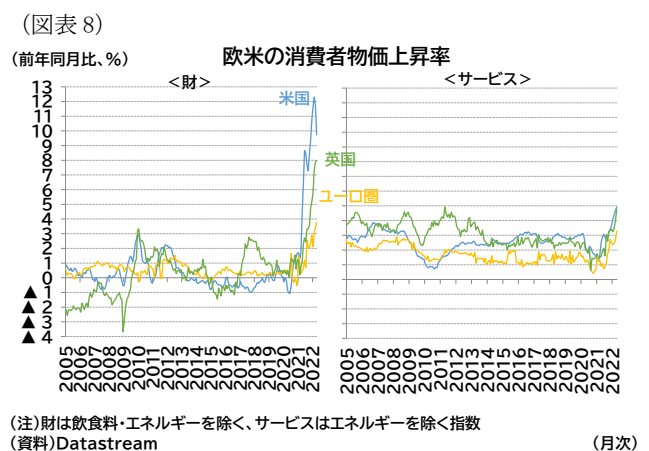
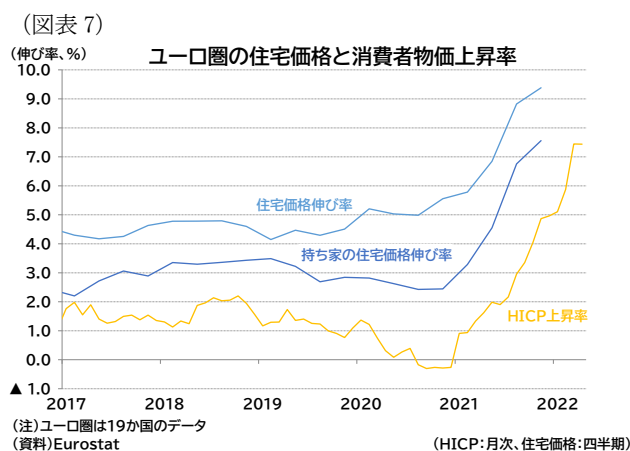
³⁾ 山下大輔（2022）「日本の物価は持続的に上昇するか～消費者物価の今後の動向を考える」『基礎研レポート』2022年5月26日では日本の物価の動向や特徴に言及している。

⁴⁾ エネルギー関係の減税や低所得者向けの給付金などであり、後者のように必ずしも物価抑制には寄与しない政策も講じられている。例えば、Sgaravatti, G., S. Tagliapietra, G. Zachmann (2021) 'National policies to shield consumers from rising energy prices', Bruegel Datasets, first published 4 November を参照。

⁵⁾ 日本のガソリンの場合、5月中旬時点で店頭価格が約170円で、補助金による価格抑制効果が約35円（170円の約20%）と消費者物価の抑制効果は大きいと見られる（資源エネルギー庁ウェブサイト「発動の効果について」）。

Pは、日本や米国の指数と比較して、持ち家の帰属家賃の分だけ、他品目のウェイトが大きくなる。ECBは21年7月の「戦略見直し」により、金融政策の物価指標としてはHICPに持ち家の帰属家賃も含めるべきと評価している⁶。ECBは持ち家の帰属家賃については、インフレ率の変動を増幅する (amplifies the cyclical) 傾向があるとしており⁷、持ち家の帰属家賃を考慮すると、昨年10-12月期時点で基礎的なインフレ率を0.7%ポイント押し上げるとの議論がなされている⁸。ユーロ圏では近年、持ち家の住宅価格指数 (OOHPI : owner-occupied housing price index) の伸び率がHICPの伸び率を上回っており (図表6)、ECBが見ているインフレ率はより押し上げられている可能性がある⁹。

なお、英国ではHICPベースの持ち家の帰属家賃を含まないCPI (4月で9.0%) と持ち家の帰属家賃を含むCPIH (4月で7.8%) の双方が公表されており、持ち家の帰属家賃の伸び率 (4月で2.9%) が低めであることから、CPIHの伸び率の方がCPIの伸び率よりも抑制されている¹⁰ (前掲図表3)。



4—ユーロ圏物価上昇の裾野

前節で見たように、ユーロ圏の物価はエネルギー価格の上昇が原動力となっており、米国や英国ほど財・サービス価格が大きく上昇しているわけではない (図表8)。品目別のインフレを見ても、エネルギー関係が多い (図表9 (伸び率の上位25品目) および図表10 (寄与度の上位25品目))。ただし、飲食料の物価上昇も目立つほか、レストランやホテルといった娯楽関係の物価上昇なども生じている。エネルギーを除く財・サービスの上昇率は、ECBの物価目標である2%を上回る3%台で推移しており (図表8)、物価上昇の裾野は拡大していると見られる。

⁶ 高山武士 (2021) 「ECBの新戦略」『基礎研レター』2021年7月13日を参照。

⁷ ECBは持ち家の帰属家賃の計測方法として、純取得アプローチ (net acquisition approach) を推奨しており、これは日米の帰属家賃の計測に採用されている家賃等価アプローチ (rental equivalence approaches) とは異なる。ユーロ圏の持ち家の帰属家賃は純取得アプローチではインフレ率の変動を増幅する傾向が、家賃等価アプローチではインフレ率の変動を抑制する (countercyclical) 傾向があると分析されている。Martin Eiglsperger, Rodolfo Arioli, Bernhard Goldhammer, Eduardo Gonçalves and Omiros Kouvaras (2022), Owner-occupied housing and inflation measurement, ECB Economic Bulletin Issue 1, 2022を参照。

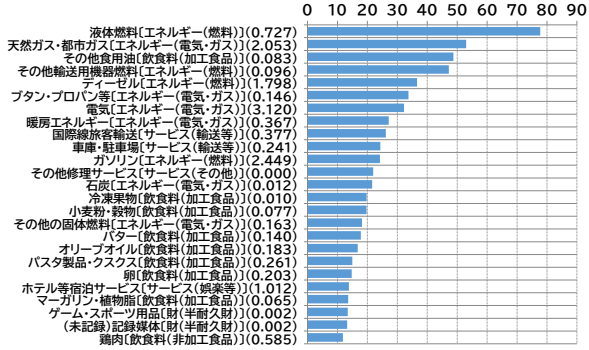
⁸ ECB (2022), Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 13-14 April 2022を参照。

⁹ 実際には、持ち家の住宅関連価格を資産価格に関連する部分と消費財・サービス価格に関連する部分に切り分け、「消費者物価」としては後者のみを考慮する必要がある。

¹⁰ 英国のCPIHも家賃等価アプローチだが、中銀の物価目標としては持ち家の帰属家賃を含まないCPIが採用されている。

(図表 9)

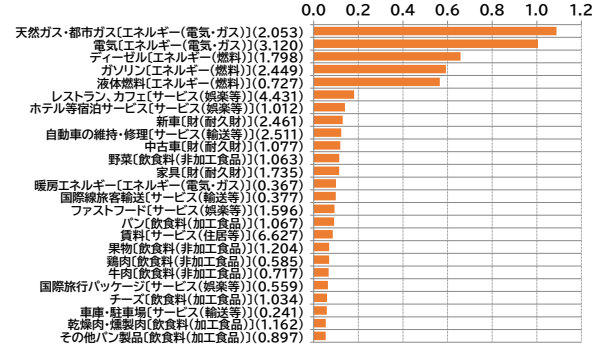
ユーロ圏の品目別インフレ率(22年4月、上位25品目) (%)



(注)個別品目(開示ベースで最も小さい細目)の上昇率、[]はカテゴリ、()は2022年のウエイト
(資料)Eurostat

(図表 10)

ユーロ圏の品目別インフレ(22年4月、寄与度上位25品目) (%)

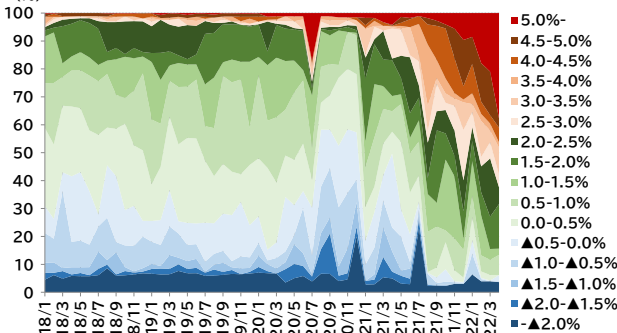


(注)個別品目(開示ベースで最も小さい細目)の寄与度、[]はカテゴリ、()は2022年のウエイト
(資料)Eurostat

食料品およびエネルギーを除く財・サービス(いわゆる欧米型の「コア」)に関して、どの程度の物価上昇が見られるのかを分布として示したものが図表 11・12 である。財価格については、コロナ禍前はほとんどが 2%以下の伸び率であったが¹¹、21 年後半からは 2%を超える財の(加重)シェアが急速に増えている。サービス価格については、コロナ禍前から 2%超の品目も一部見られていたが、足もとでそのシェアは急速に拡大している。

(図表 11)

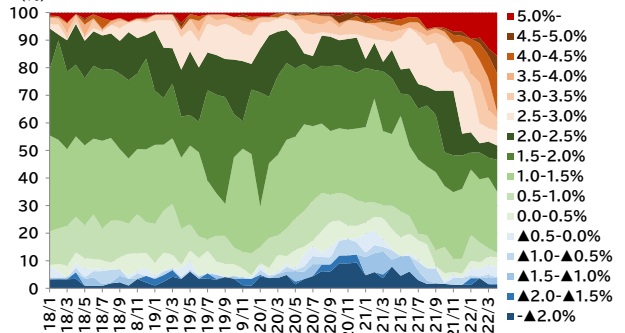
(%) ユーロ圏の品目別インフレ分布(食料品・エネルギーを除く財)



(注)個別品目(開示ベースで最も小さい細目)の上昇率を分布表示(ウエイトは2022年のもので固定)
(資料)Eurostat

(図表 12)

ユーロ圏の品目別インフレ分布(サービス)



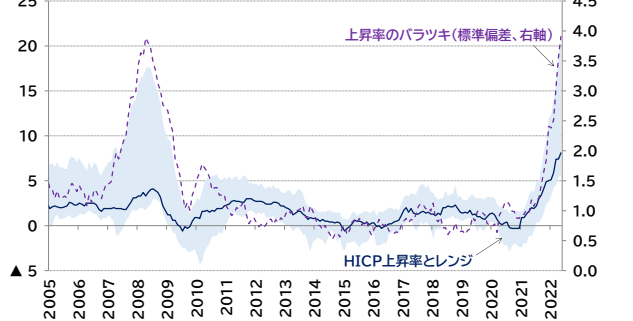
(注)個別品目(開示ベースで最も小さい細目)の上昇率を分布表示(ウエイトは2022年のもので固定)
(資料)Eurostat

その結果、財・サービスともに昨年後半から 2%を超える品目のシェアが過半を超えるようになってきている。さらに 22 年 4 月時点では、5%を超える財のシェアが 38%、サービスのシェアが 16%に達しており、実際に物価上昇の裾野が拡大していることが分かる。

また、国によって直面するインフレ率の状況は異なる。ユーロは、現在 19 か国が正式に導入しており、インフレ率のバラツキは足もとで大きくなっている(図表 13)。22 年 5 月時点は、5.6%

(図表 13)

(前年同月比、%) ユーロ圏インフレ率のバラツキ



(注)ユーロ圏は19か国のデータで網掛けは伸び率が最大の国と最小の国のレンジ
なお、ユーロ圏が19か国となったのは15年以降

(資料)Eurostat

(月次)

¹¹ なお、20 年 7 月にエネルギーを除く財のうち、5%を超える品目のシェアが急上昇しているが、これはコロナ禍によって夏の値引きシーズンが後倒しになったことが要因と見られる。

(マルタ) から 20.1% (エストニア) までの差がある。ユーロでは、物価上昇の裾野が拡大すると同時に、国によって直面するインフレにも差が生じている。

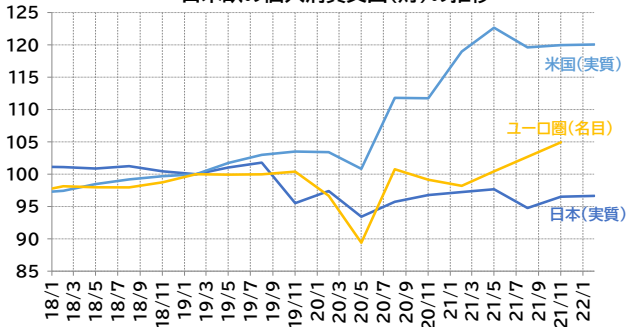
5—ユーロ圏のインフレの今後

以上、ユーロ圏のインフレの特徴を見てきたが、最後に、インフレの今後について考えたい。

今回のインフレ高騰は、コロナ禍からの回復にロシア・ウクライナ戦争という地政学的リスクが重なって生じたものと見られる。

(図表 14)

(19年1-3月期=100) 日米欧の個人消費支出(財)の推移



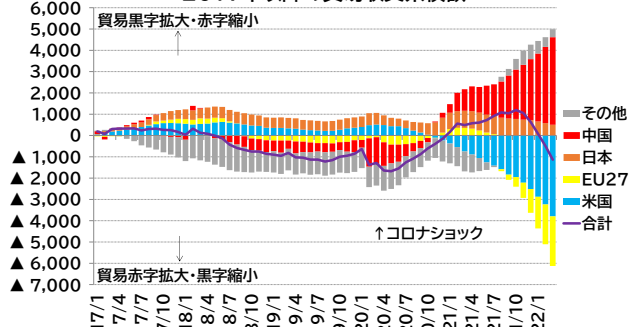
(注)日本と米国は実質。ユーロ圏は名目でドイツ・フランス・イタリア(耐久財のみスペインを含む)

(資料)DataStream

(四半期)

(図表 15)

2017年以降の貿易収支累積額



(注)OECDの集計対象国、17年1月以降の累積額、ロシアは22年2月以降データなし

(資料)OECD

このうち、コロナ禍については、ワクチンの普及などにより経済活動の正常化が進んでいる。したがって、コロナ禍により生じたモノ需要の高まりや供給制約は解消に向かうだろう。筆者はコロナ禍とその回復期における、モノ需要の強さと貿易財価格の上昇については米国がけん引している面が強いと見ている。コロナ禍では世界的に接触を避けるために対面サービス産業を中心に需要が減少し、巣ごもり消費などで財需要が増加したが、特にこの財需要が増加したのが米国だった(図表 14)。

コロナ禍以降の世界の貿易収支を見ると、中国の貿易黒字拡大と米国の貿易赤字拡大が目立っている。図表 15 の 17 年初からの貿易収支累積額を見ると、コロナ禍前は米中貿易摩擦を背景に中国の貿易赤字縮小、米国の貿易黒字縮小という動きが見られたが、コロナ禍後にはこうした傾向が大きく変わっている。政治的には米中関係の冷え込みが続いているが、両国の経済規模が大きいこともあって、コロナショックによって、この 2 か国を中心としたモノ貿易のグローバルインバランスは拡大している(なお昨年後半以降は、欧州でエネルギー輸入の増加に伴い貿易赤字が拡大している)。

したがって、中国からの輸出品となる、日用品や電気機器・コンピュータ機器やその部品などの貿易財は、米国の消費力や中国の供給力に左右されやすいと考えている。このうち米国の消費力は、FRBが積極的な利上げを指向していることもあり、今後は減速していくことが見込まれる。そのため、貿易財を中心とした財価格については下落圧力生じ、ユーロ圏にとっても、米国での消費が減速することが、貿易財を中心とした物価の下落圧力として働くだろう。

ただし、財の輸出国である中国が、コロナ禍により上海をロックダウンするなど経済活動を抑制する「ゼロコロナ戦略」を講じていることは、供給制約を通じた価格上昇圧力の継続要因になることから、中国の動向には注意が必要だろう。

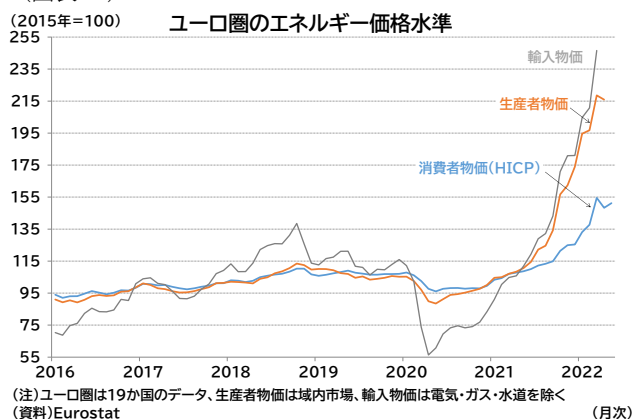
一方、地政学的要因による物価上昇の動向については不確実性が高い。

足もとでは、西側諸国がロシアへの貿易制裁などを講じ「脱ロシア」の動きを加速させる一方、ロシア側からも対抗措置として西側諸国へ資源供給を抑制する動きを見せている。供給網を突然分断すれば西側諸国とロシア双方にとって悪影響となるため、「脱ロシア」の動きは経済への影響に配慮しつつ進められると見られるが、少なくともロシア・ウクライナ戦争が続く限りは供給不安が持続し、物価にも影響するだろう。欧州はロシアと地理的に近く、とりわけエネルギー分野でロシアへの依存度が高いためこうした影響を大きく受けると見られる。

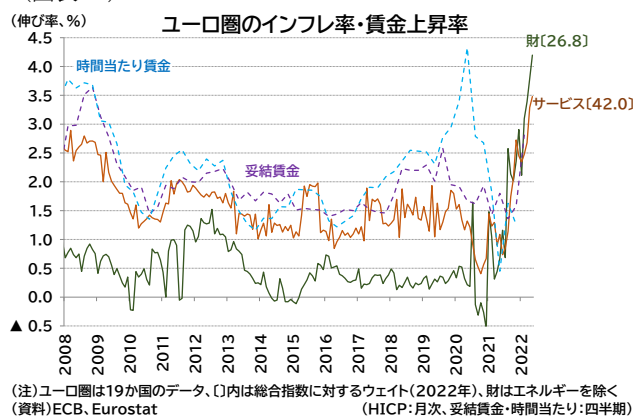
また、食料品については、ロシア・ウクライナ産の小麦に代表される穀物の供給減少や、ロシア産の肥料供給などが減少することが懸念されるほか、天候要因による不作懸念や保護主義的な食料確保の動きが価格上昇圧力に拍車をかけている¹²。

これらの資源・商品価格への上昇圧力は持続的なものとなり得るが、すでに価格に織り込まれた部分もあることを考えると、今後の上昇余地も小さくなっていくことが見込まれる。つまり、上昇率としては減速していくだろう。ただし、消費者物価に上流物価の上昇が完全に転嫁されていない可能性には注意したい。この場合は上流物価の上昇ペースが鈍化したとしても消費者物価の上昇が持続する可能性がある（図表 16、エネルギー価格の上流物価と消費者物価の水準がかなり乖離している）。

(図表 16)



(図表 17)



さて、以上で見てきたコロナ禍や地政学的要因による物価上昇は、「ショック」を端に発した物価上昇と捉えることができる。一方で、中長期のインフレ動向という観点からECBが重視しているのが、賃金動向や期待インフレ率である。

例えば、ECBのシュナーベル専務理事は、ユーロ圏のインフレ動向に関して、世界的な物価上昇圧力が生じているものの、輸出物価の上昇により、一部は交易条件の悪化を緩和しており、また企業が利益を確保できていることに着目する¹³（この観点では、上述した生産者物価と消費者物価の乖離は深刻ではないという評価になるだろう）。そして、ユーロ圏でも労働需給が引き締まっていることから、労働者が労使交渉を通じて賃金上昇の要求を強め、賃金が上昇していくシナリオを提示している。ま

¹² 天候要因による不作懸念としては、例えば、干ばつの米国産トウモロコシやフランス産小麦への影響、保護主義的な動きとしては、インドの小麦輸出停止など。例えば、[日本経済新聞電子版 2022年5月25日「ラニーニャ長期化、食品市場を揺らす 強まる先高観」](#)を参照(22年6月7日アクセス)。

¹³ [ECB \(2022\), The globalisation of inflation, Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at a conference organised by the Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, 11 May 2022.](#)

た、企業が値付けする際の要素として、期待インフレ率が重視されつつあることから、実際の物価安定のためにも、インフレ期待を安定させることが重要であることにも言及している。

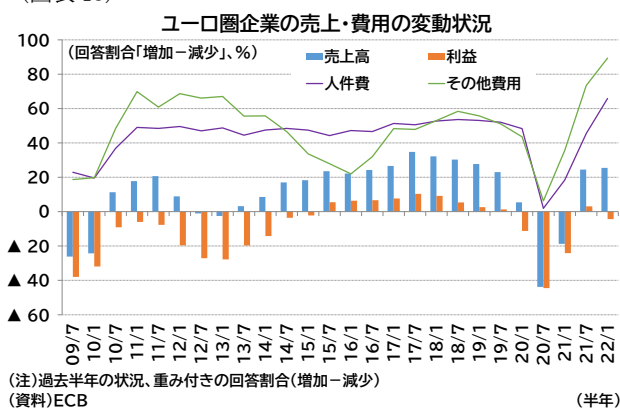
ユーロ圏で観測される期待インフレ率の上振れや、労働需要の強さはいずれも長期的なインフレ圧力となりうる要素である。

すでに見てきたように、ユーロ圏では、エネルギーや財価格だけでなく、サービス価格も上昇している。国際的な取引が行われにくいサービス価格においても上昇が加速していることは、ユーロ圏内でも需要が底堅いことを示唆している（図表 17）。むしろ、コロナ禍期間中の貯蓄の積み上がりなどを要因として消費需要が維持されれば、資源価格など上流の物価上昇が主導するインフレが鎮静化することで、むしろ企業の原材料負担が抑制され、賃金を引き上げる余地が拡大する。そして、賃金上昇を伴うインフレは物価上昇の持続性を強める可能性がある（いわゆる「second round effect（波及効果、2次的効果）」）。

つまり、現時点では企業の価格決定力が比較的維持されているため、企業コストの観点から見れば、コスト負担が原材料から人件費に変わること、賃金インフレの発生が促される可能性がある（図表 18）。

総じて見れば、ユーロ圏でも米国や英国と同様に賃金上昇圧力を伴うインフレ圧力として持続性が強まっているように見受けられる。ユーロ圏ではロシアの地政学的リスクの影響を受けやすいため、景気の下振れリスクにも配慮する必要があるが、インフレ動向に鑑みると、短期的な高インフレだけでなく、中長期的なインフレ圧力への懸念も増していると言える。こうした状況が、冒頭で述べたようなECBの金融引き締め姿勢を正当づけていると思われる。

（図表 18）



(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證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。