

# ユーロ圏の物価上昇と今後の経済・金融政策

## Topics

- ▶ ユーロ圏では、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が起こっているが、財・サービス品目も2%を超える割合が拡大しており、物価上昇の裾野は拡大している。
- ▶ 足元、ロシアによるガス供給停止の懸念が高まっており、物価をさらに押し上げる要因となっている。ガス供給が再開されない場合、ユーロ圏経済は景気後退入りする可能性が高いとみられる。
- ▶ ECBメンバーは高インフレに対する警戒感を強めているため、ECBは今後数カ月で利上げを段階的に進めていくとみられる。ただし、ガス不足の経済への影響が深刻になるリスクが高まった場合、ECBは利上げを一時中断する可能性もあることに留意が必要。

エコノミスト 門脇 大知

## 消費者物価指数は高水準で推移

ユーロ圏の6月の消費者物価指数は前年同月比+8.6%となっており、ECB(欧州中央銀行)の物価目標である2%を大幅に上回って推移しています(図表1)。物価高騰の背景には、コロナ禍からの経済回復に加えて、ウクライナ情勢の深刻化や中国のロックダウンによる供給制約などがあるとみられます。

特に、欧州は原油やガスに関してロシアへの依存度が高く、エネルギー価格の高騰により大きな影響を受けています。また、足元ではロシアによるガス供給停止の懸念が高まっており、物価や経済への影響が懸念されています。

そこで、ユーロ圏の物価上昇の特徴を概観したのち、足元のロシアによるガス供給削減の影響および今後の経済、金融政策の行方について考えてみたいと思います。

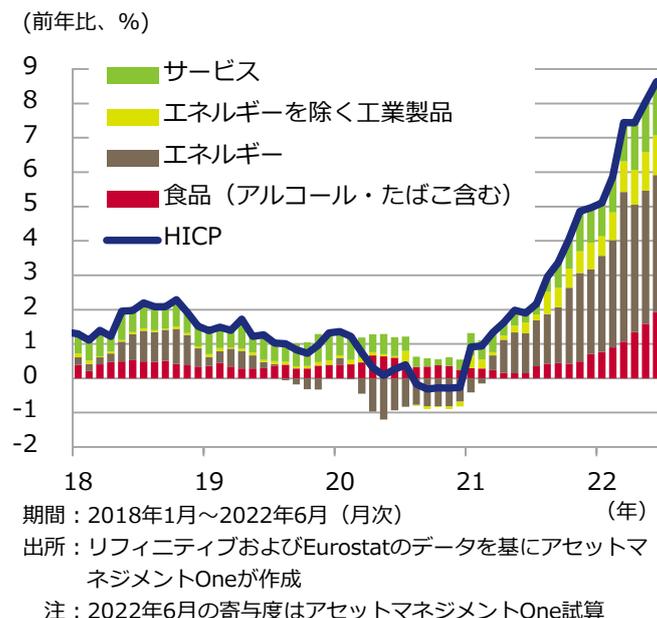
## ユーロ圏でも物価上昇の裾野は拡大

ユーロ圏の消費者物価の内訳をみると、6月のエネルギー価格上昇率は、前年同月比+41.9%と非常に高くなっています。総合指数の寄与度をみても、エネルギーの寄与度が高く、幅広い品目の価格上昇が加速している米国と若干異なり、ユーロ圏は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ることが分かります。欧州各国もエネルギー価格の引き下げや補助金給付などエネルギー価格高騰への対策を講じていますが、エネルギー価格上昇分を十分に相殺するには至っていません。

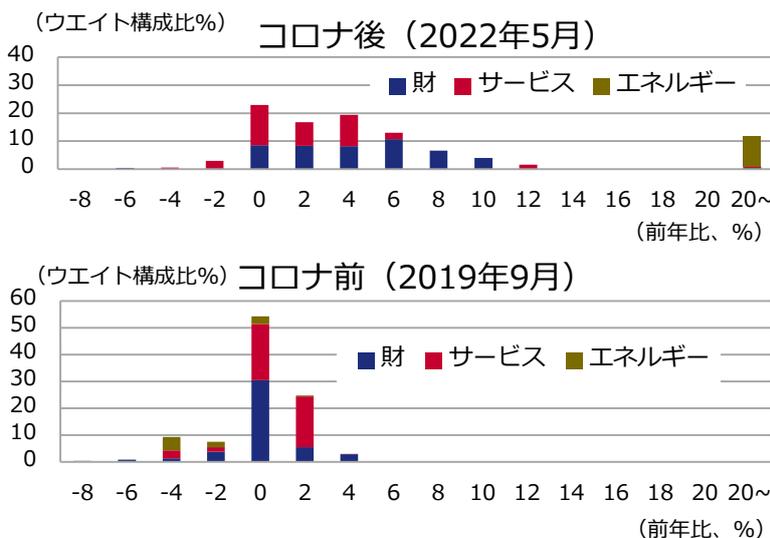
また、ユーロ圏でもエネルギーや食品だけでなく、レストランやホテルといったサービスや財の物価上昇も生じています。エネルギーと食品を除く6月のコア消費者物価指数は前年同月比+3.7%となっています。物価上昇の品目別動向をヒストグラムにしてみると、コロナ禍前(2019年9月時点)と比較しても、財・サービスともに2%を超える品目の割合が拡大しており、物価上昇の裾野は拡大しているとみられます(図表2)。

さらに、米国や英国ほどではないものの、ユーロ圏でも賃金上昇圧力が強まっているように思われます。ユーロ圏の22年1-3月期の妥結賃金上昇率は2.8%となっていることに加え、ドイツでは最低賃金の引き上げやドイツ最大の労働組合IGメタルの8%の賃上げ要求なども行われています。賃金上昇を伴う物価上昇圧力がさらに高まっているとみられ、高インフレが継続するリスクが強まっていると思われれます。

図表1 ユーロ圏の消費者物価指数の推移



図表2 ユーロ圏の品目別動向のヒストグラム



次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## ロシア産ガス供給削減の影響

足元、ロシアによるガス供給停止の懸念が高まっており、物価が一段と上昇するリスクがあります。ロシアは6月中旬から天然ガスパイプライン「ノルドストリーム1」を通じたドイツ向けのガス供給を従来計画と比べて約6割程削減しています（図表3）。また、7月11日から定期的な点検を理由に供給を停止しており、点検終了後も供給を再開しないのではないかと懸念が広がっています。

欧州のガス価格は7月中旬には一時180ユーロ/MWh（メガワット時）前後に急騰するとともに、各国の電力価格も上昇しており、高インフレ長期化のリスクが高まっています。夏場はガス需要が比較的少ないため、すぐにガス不足になるリスクは低いものの、ガス需要が高まる冬場にガス不足が懸念されます。

ガス供給が完全に停止するかどうか不透明ですが、供給が再開されない場合、エネルギー価格が一段と上昇することは避けられず、ドイツなどでガスの配給制が導入されるとみられます。配給制が導入された場合、ガス使用量が多い化学や鉄鋼などのエネルギー集約産業だけでなく、そういった産業での生産活動の鈍化が他の産業にも波及するとみられ、ユーロ圏経済は景気後退入りする可能性が高いと思われま

す。なお、ECBは6月の経済見通しにて、厳しいエネルギー供給制約を前提とした下振れシナリオを提示しており、そこでは22年7-9月期以降、ロシアからのエネルギー輸入が停止し、ガス供給が配給制となるとの前提を置いています。同シナリオでは、GDP成長率は22年で1.3%、23年が▲1.7%とマイナス成長に転じる予想となっています。インフレ率は22年で8.0%、23年が6.4%となると試算しています（図表4）。

## 先行きのユーロ圏経済は低迷

ロシアにとって欧州へのガス供給は重要な外貨獲得手段であるため、定期点検終了後、ガス供給は点検直前の従来計画比約40%に戻ることを現時点で想定しています。これを前提に先行きのユーロ圏経済の行方を考えてみたいと思います。それでも経済全体でガス利用を節約し、企業では一部生産活動を抑制せざるを得ないとみられます。ドイツは廃止予定だった褐炭・石炭火力発電を一時的に稼働することを表明していますが、すでに様々な節約措置が検討されており、天然ガスのオークション制度も夏に開始される予定となっています。

また、足元のユーロ圏経済は経済活動再開により、観光や娯楽などのサービス業がけん引していますが、エネルギー価格高騰による高インフレの悪化・長期化から、実質可処分所得減少による個人消費の低迷が懸念されます。さらに、ロシアのガス供給削減により、企業は設備投資に対して慎重にならざるを得ないため、企業活動が停滞するおそれもあります。

一方、各国政府は高インフレによる経済的影響を軽減する措置の強化やガス削減により影響を受ける企業向けの支援を検討するとみられます。また、復興基金による投資計画なども景気を下支えするので景気後退は回避されるとみられます。ただ、インフレ・ガス供給を巡る動向次第では、ECBの下振れシナリオどおりに来年にかけて景気後退に陥る可能性も十分にあるとみられます。

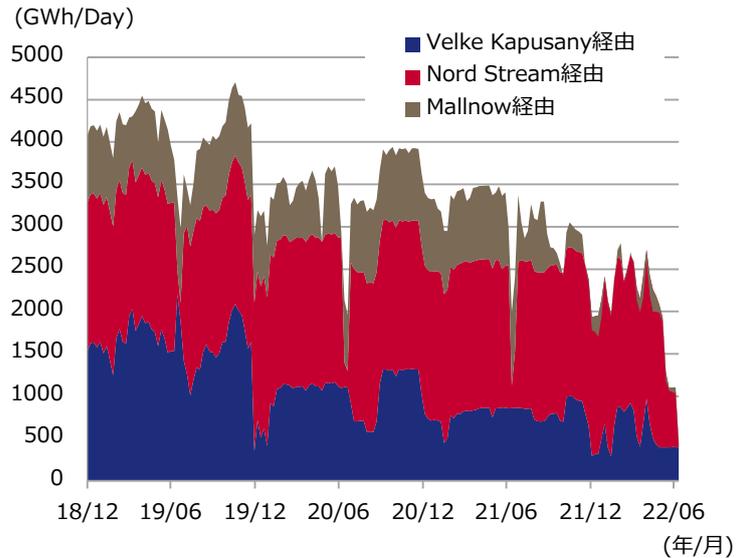
## ECBは段階的に利上げを実施

ECBは7月会合で0.25%の利上げを行う方針を発表しており、9月会合でも大幅利上げを実施する可能性も示唆しています。9月以降については、「漸進的であるが持続的

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 ロシアから欧州への主要パイプライン経由のガス供給



図表4 ECBの6月の経済見通し

	シナリオ	2022	2023	2024
実質GDP (前年比、%)	ベースシナリオ	2.8	2.1	2.1
	下振れシナリオ	1.3	▲1.7	3.0
失業率 (%)	ベースシナリオ	6.8	6.8	6.7
	下振れシナリオ	7.1	8.3	8.6
消費者物価 (前年比、%)	ベースシナリオ	6.8	3.5	2.1
	下振れシナリオ	8.0	6.4	1.9

出所：ECBのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

に金利をさらに引き上げることが適切になると予想している」としています。

足元、ECB理事会のメンバーは高インフレに対する警戒感を強めており、ECBは原則として金融引き締め姿勢を維持するとみられます。

また、ロシア産ガス供給削減により、高インフレが悪化・長期化する可能性を踏まえると、経済が停滞したとしても、今後数カ月間は利上げを段階的に進めていくとみられます。ユーロの対ドル相場をみても、ユーロ安が進んでいるため、輸入物価引き下げのためにも利上げを実施するとみられます。筆者は、預金ファシリティ金利を7月に0.25%、9、10月に0.5%、12月に0.25%引き上げると予想しています。

ただし、ガス不足の経済への影響が深刻になるリスクが高まった場合は、ECBは利上げを一時中断する可能性も排除できず、動向が注視されます。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。