

2021年10月8日

MURC Focus

「エネルギー危機」を受けて注目される ECB の金融政策

～金融緩和の修正が前倒しになる可能性

調査部 副主任研究員 土田 陽介

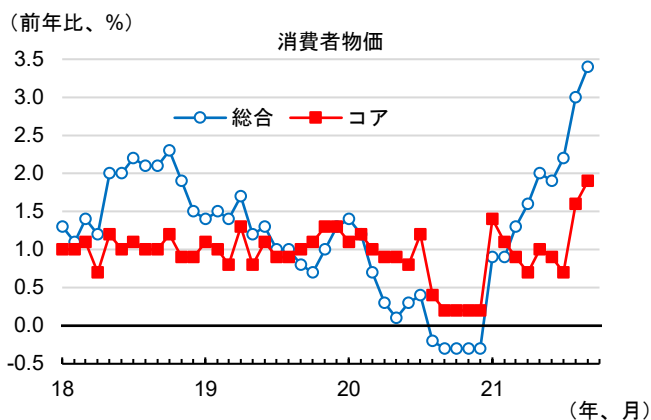
- ユーロ圏の消費者物価上昇率が13年ぶりの高水準になるなど、欧州ではインフレの加速に歯止めがかからない。背景には経済全体の需給の問題に加えて、エネルギー価格の高騰といった要因がある。
- エネルギー価格の高騰は主に天然ガス価格の上昇に起因している。コロナ禍に伴う整備不良に加えて、EU が進める「脱炭素化」の流れが、天然ガスの価格の上昇につながっている。
- 物価上昇の加速や高インフレの定着はかえって経済を不安定化させることから、ECB の想定以上に物価が強まった場合、ECB はテーパリングのペースを速めざるを得ないだろう。

(1) エネルギー価格の急騰が続く欧州

欧州では、インフレの加速に歯止めがかからない。欧州連合（EU）統計局（ユーロスタット）によると、ユーロ圏の直近9月の消費者物価（CPI）は総合指数ベースで前年比+3.4%と、約13年ぶりの水準まで上昇が加速した（図表1）。また食品やエネルギーなど変動が大きい項目を除いたコア指数ベースでも前年比+1.9%と、前月（同+1.6%）から伸び幅が拡大した。

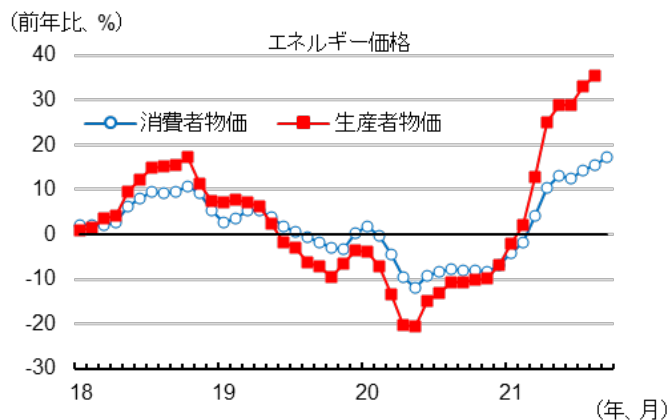
インフレの加速の背景には①いわゆる「行動制限」の解除に伴う需要の急回復¹、②半導体不足や労働力不足を受けた生産の停滞、といった経済全体の需給の問題に加えて、③エネルギー価格の高騰という要因がある。③エネルギー価格の高騰に関しては、消費者物価に先行する生産者物価ベースでも動きに歯止めがかかっておらず、今後も続く見込みである（図表2）。

図表1. 急上昇する物価



(注)コアは食品・タバコ・アルコール・エネルギーを除くベース
(出所)欧州連合統計局(ユーロスタット)

図表2. エネルギー価格は急騰



(出所)ユーロスタット

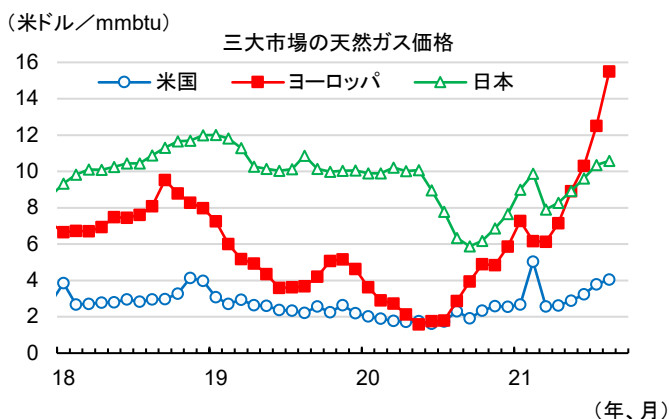
¹ ドイツの付加価値税(VAT)の一時的な引き下げ(2020年7月~12月)の反動というベース効果も含まれる。

エネルギー価格の高騰は主に天然ガス価格の上昇に起因している。世界的に天然ガスの価格は上昇しているが、世界銀行（図表3）のデータが示すように、欧州ではその動きが顕著である。①コロナ禍に伴う整備不足に加えて、②天候不良を受けた再エネ発電の不調、③欧州における排出権価格の高騰、などの要因が指摘されている。

②と③の点は、EUが進める「脱炭素化」の流れと密接に関わっている。EUは水力や風力、太陽光といった再生可能エネルギーの導入を進めてきた。その再生可能エネルギーは温室効果ガスを出さない一方、気象条件に左右されるため発電量が不安定である。今年の欧州は天候に恵まれないことから発電量が不十分となり、それが天然ガス価格を押し上げる一因となった。

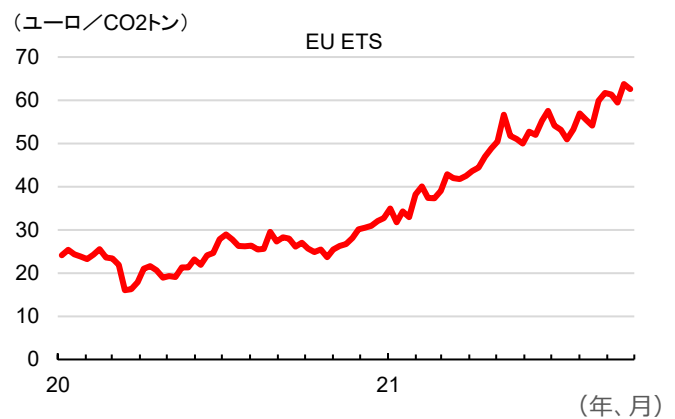
加えて、EUは独自の排出権取引制度（EU ETS）により温室効果ガスの排出権を売買しているが、EUの執行部局である欧州委員会が野心的な気候変動対策を志向していることなどから、年明けより排出権の価格が高騰している（図表4）²。そのため各事業者が温室効果ガスの排出が少ない天然ガスに注目、欧州市場での天然ガス価格の急騰を促した模様である。

図表3. 欧州で顕著な天然ガス価格の上昇



(出所)世界銀行

図表4. 急騰する排出権取引価格


 (注)週次
(出所)EU ETS

(2)筋違いの対露不信を強める欧州議会

バルト海を通してロシアとドイツを結ぶガスパイプライン「ノルドストリーム2」の完工が早ければ、欧州における天然ガスの価格は抑制されたと考えられる。この計画は本来なら2019年末に完工していたはずが、当時の米トランプ前政権による介入を受けて海底パイプラインの施設作業を行っていたオランダの企業が撤退するなどした結果、完工が今年9月に後ずれした。

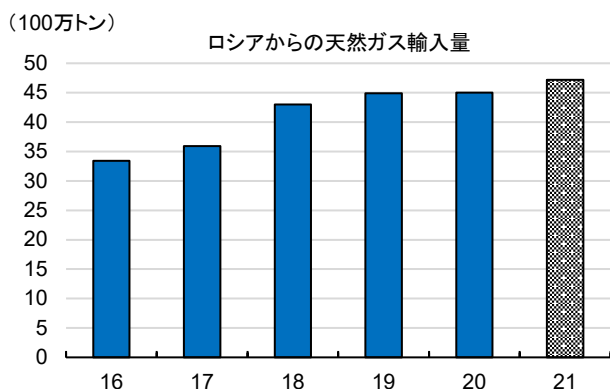
² EU ETSは2021年1月よりいわゆる「フェーズ4」に入ったが、そのことが趨勢的な排出権価格の上昇トレンドの起点にあると考えられる。また足元では、天然ガス需要の増加を受けて発電用石炭の需要が増えており、それが排出権価格の上昇を促している側面がある模様である(例えば”European gas crunch pushes up carbon price”, *Financial Times*, 4th Oct, 2021)。

このノルドストリーム2に関しては、ドイツ国内でも先の総選挙での議席増で政権入りを取り沙汰されている環境政党「同盟90/緑の党」が反対を表明するなど、世論が割れている。また EU 内でも、対露依存の高まりを警戒し同計画に懸念を表明する国が少なくない。完工後にガスパイプラインの検収・認証作業を行うノルウェーの企業も撤退したため、稼働までまだ時間を要する。

対露不信感が強い欧州議会は、ロシアが意図的にガスの供給を絞っており、それが価格の高騰を招いているという疑惑を強めた模様である。しかしながらユーロスタットの統計を確認すると、今年1~7月期のロシアからの天然ガス輸入量は前年同期比+4.9%と相応に増加しており、通年でも4,500万トン以上の輸入が見込まれるなど、供給が絞られているという事実は根拠に乏しい(図表5)。

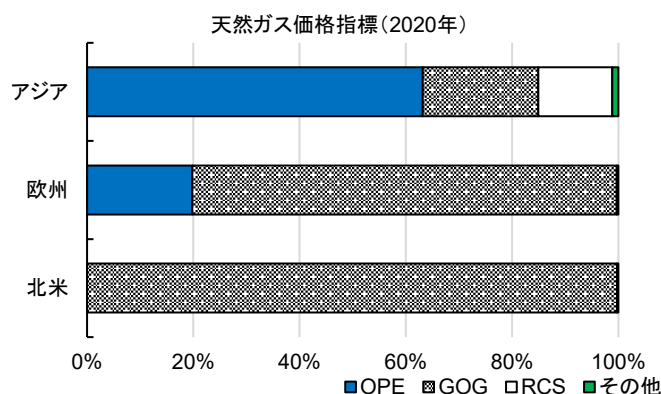
ロシアとの関係では、むしろ EU 側による価格決定の変化という要因の方が重要である。かつては欧州もロシア産を中心とする天然ガスの価格を OPE(原油連動)で決めていたが、現在では価格の約80%を市況が反映されやすい GOG(ガス対ガス)で決めている。GOG へのシフトは需要家である EU 側の選択であるため、ロシアとしてはそれに基づき天然ガスを供給するまでのことである。

図表5. 確実に増えるロシアからの天然ガス輸入



(注1) 液化天然ガス(27111100)と気化天然ガス(27112100)の合計
 (注2) 21年の数値は1~7月期実績値を年率換算したもの
 (出所) ユーロスタット

図表6. 欧州のガス価格は市況が反映されやすい



(注) OPE:原油連動、GOG:ガス対ガス、RCS:規制コスト
 (出所) 国際ガス連盟(IGU) Wholesale gas price survey 2021 edition, p. 24, Table.3

なおロシアのガス最大手ガスプロムは10月1日、ロシア産ガスをトルコ経由で欧州に運ぶパイプライン「トルコストリーム」を通じてハンガリーとクロアチアに天然ガスの供給を開始した。このように、ロシア側は契約に基づきガスの供給を履行している。欧州議会や一部の報道による「ロシア悪玉説」は筋違いであり、本質的に今回の天然ガス価格の高騰は需要側である欧州側の問題に起因する。

(3)「エネルギー危機」を受けて金融緩和の修正が前倒しになる可能性

この「エネルギー危機」とも言える状況を受けて、欧州中央銀行(ECB)の金融政策運営が困難に直面している。ECBは中長期で2%という物価目標を定めており、同時に一時的であれば2%を超える物

価上昇を許容している。金融緩和の見直しを慎重に行いたい ECB にとっての最大の懸念は、足元の欧州のインフレの加速が本当に一時的な現象に留まるかどうかにあると言えよう。

冒頭で述べたように、ユーロ圏の CPI は総合指数ベースでは既に ECB の物価目標を超えている。上昇をけん引するエネルギー価格に関しては、これから冬季を迎えて暖房需要が高まることや、気候変動対策という構造的な要因があることから、今後も暫くは上昇が加速するか、ないしは高値で横ばいとなる可能性が高いと考えられる。確かに現状だと、インフレの加速は食品やエネルギーなどの影響を除いたコア指数ベースではまだ限定的である。

しかし人手不足もあって賃上げの機運が高まるなど、EU 各国では価格転嫁に向けた動きが広がりつつある。コア指数ベースでもインフレの加速ないしは高止まりが意識されるようになると、ハト派色が濃い ECB もさすがに金融緩和の修正を速めざるを得ないだろう。目先の注目点は、パンデミック危機対応として導入した巨額の資産購入策「パンデミック緊急購入プログラム (PEPP)」の段階的な減額 (テーパリング) に ECB がいつ着手するかにある。PEPP の期限は来年3月を予定している。11月に米連銀 (FRB) がテーパリング着手を決定する公算も大きいため、ECB は10月28日の理事会で、PEPP のテーパリングに関する具体的なアナウンスを行うと考えられる。

メインシナリオとしては、ECB が年明けからの PEPP のテーパリングに着手すると同時に、PEPP の期限を半年程度延長する展開を予想する。或いは、ECB は予定通りに PEPP を終了させるものの、現在月額200億ユーロのオープンエンド型で行われている資産購入プログラム (APP) を増額させて、資産購入策を一本化するというオプションも考えられる。

いずれにせよ、ECB は景気のオーバーキルに配慮しながらも、PEPP の手仕舞いに向けた動きを進めていくことになると考えられる。とはいえ、物価上昇の加速や高インフレの定着はかえって経済を不安定化させることから、想定以上に物価上昇が強まった場合、ECB はテーパリングのペースを速めざるを得ないだろう。その場合、欧州の景気回復テンポは減速すると予想される。2023年以降になると予想されている再投資停止や利上げのタイミングと合わせて、この「エネルギー危機」を受けて ECB の金融緩和の修正のスケジュールが前倒しになる可能性に注目したい。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。