

再びインフレに見舞われる欧州

ECB はインフレ期待の上昇抑制に照準

みずほ総合研究所

調査部

+44 (0) 20 7012 5366

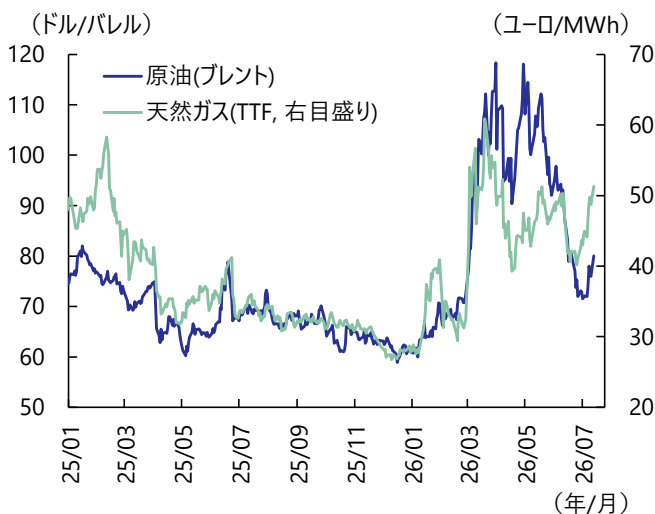
- 中東情勢緊迫化による供給不安定化を受けて原油・天然ガス価格は急上昇。2%近傍で推移していたユーロ圏のインフレ率はエネルギー物価が押し上げ要因となり3%程度まで加速
- 資源価格上昇という外部ショックに起因するインフレが生じた点ではウクライナ戦争後と共通するも、当時と異なり景気過熱は見られず。需給ひっ迫によるインフレ加速には至らない可能性
- もっとも、インフレ期待の上昇によるインフレ加速の懸念には要注意。ECBはノルムの変化に伴う持続的インフレ発生を抑制すべく年内に追加で1回の利上げを行うと予想

1. エネルギー価格上昇を受けて欧州のインフレ率は加速

イランとイスラエル・米国の武力衝突に伴い生じたホルムズ海峡の物流網の混乱は、世界経済に悪影響を及ぼしている。欧州の中東資源への直接的な輸入依存度はアジア諸国ほど高くないため深刻なモノ不足は生じていない。一方、世界的な供給不安により欧州の原油・天然ガス価格は急上昇し（図表1）、開戦前は前年比+2%近傍で推移していたユーロ圏のインフレ率も同+3%程度まで加速している（図表2）。一時は米国とイランの停戦に向けた動きを受けて原油・ガス価格は低下していたものの、足元では情勢悪化に伴い再び上昇に転じるなど不確実性は依然として高い。加えて、戦闘によりエネルギー関連施設が被害を受けていることもあり、終戦後も価格上昇圧力が残る可能性がある。

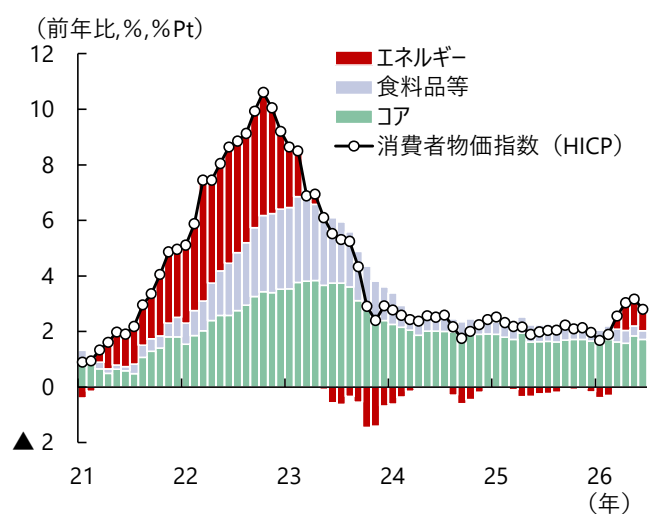
こうした資源価格上昇を起点とする物価上昇は、2022年に始まったロシアによるウクライナ侵攻後

図表1 原油・天然ガス価格



(出所) LSEGより、みずほ総合研究所調査部作成

図表2 ユーロ圏：消費者物価指数（前年比）



(出所) Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

にもみられた。本稿では、ウクライナ侵攻後のインフレ局面と足元の経済・物価情勢を比較することで、今次局面のインフレの持続性や今後の金融政策を考察する。

2. ウクライナ侵攻時と異なり景気過熱によるインフレ加速の可能性は低い

前述の通り、資源価格上昇という外部ショックによりインフレが加速している点でウクライナ侵攻時と足元の状況は類似しているが、当時とは経済状況がかなり異なる。

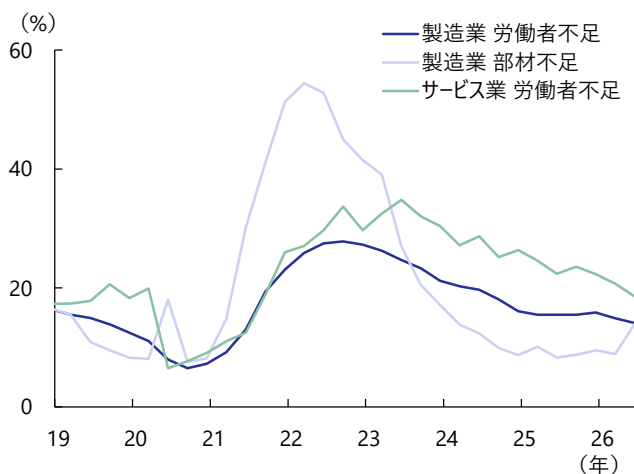
当時はコロナ・ショックにより停止していた経済活動が正常化する過程とも重なっていた。コロナ禍で大幅な雇用調整を行っていた宿泊・飲食サービス等の対人接触型サービス業では、経済活動の正常化に伴う人材確保が追い付かず、人手不足が深刻化した。また、製造業においても、各国での急速な生産活動の急回復を受けて、半導体等の部材不足が生じた。一方で、足元ではサービス業に深刻な人手不足感は見られないほか、製造業でも生産活動全体の目詰まりには至っていない。実際、企業に経済活動の制約要因を問う調査をみると、ウクライナ侵攻後と比べて足元で労働者不足や部材不足を挙げる企業の回答割合は低く、こうした問題は限定的にとどまっているとみられる（図表3）。

また、コロナ・ショックやウクライナ侵攻に対応するために、EUは2020年から2023年まで財政ルール（EUは加盟国に対して財政赤字をGDP比▲3%以内、政府債務残高を同60%以内とすることを規定している）の適用を一時的に停止していた。これを受けて、所得支援をはじめとする大規模な財政拡張が実施され、各国の景気が刺激された。一方で、足元では、エネルギー関連支出を対象にEU財政ルールが一部柔軟化されたものの¹当時ほどの自由度はない上に、度重なる危機を経て各国の財政状況が悪化していることもあり（図表4）、現時点で打ち出されているエネルギー高対策の規模は極めて小さい（図表5）。

こうした状況の違いは経済の過熱感を示す需給ギャップに顕著に現れている。2022・2023年は深刻な供給制約や財政拡張による需要の増加により需給ギャップが大幅なプラスとなっていたが、足元ではマイナスになっている（図表6）。

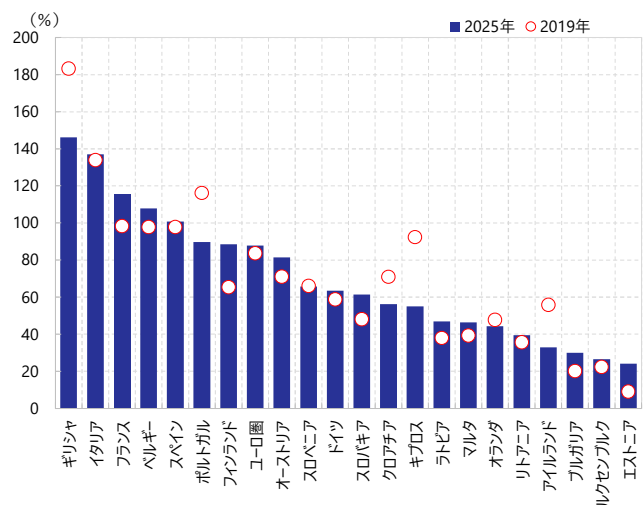
需給のひっ迫は価格転嫁を通じたインフレ加速の要因となりやすい。ウクライナ侵攻後のインフレ局面では、需要の強さを背景に企業がエネルギー価格上昇によるコスト増加分を上回る価格引き上げ

図表3 ユーロ圏：経済活動の制約要因



（出所）欧州委員会より、みずほ総合研究所調査部作成

図表4 政府債務残高対GDP比



（出所）Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

を行い、利幅を拡大する現象がみられた。こうした企業行動は大きな注目を集め、「物価上昇」を意味するInflationと「強欲」を意味するGreedを組み合わせたGreedflation（強欲インフレ）という造語も生まれた。実際、ユーロ圏内のインフレ圧力を示すGDPデフレーターを要因分解すると、当時は単位利潤が押し上げ要因となっており、需給ひっ迫を受けて企業が強気の価格設定を行っていたことがうかがえる（図表7）。需給ギャップがマイナスとなっている現在の経済環境では、当時のように積極的な価格引き上げが行われる可能性は低いだろう。

3. ECB はインフレ期待の上昇抑制を図りつつ慎重な政策運営を行う見通し

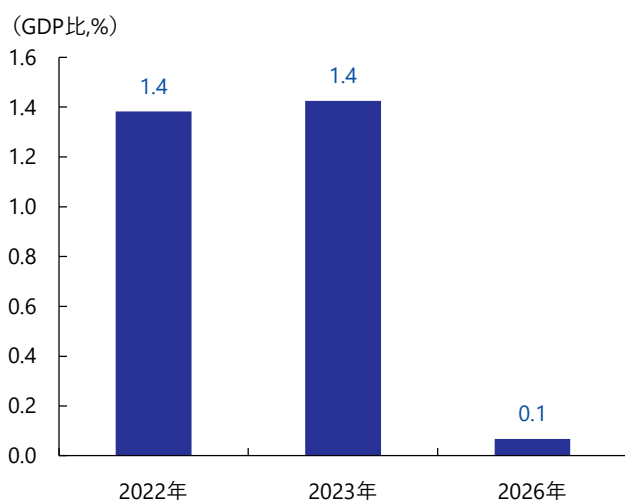
以上の議論を踏まえれば、景気過熱を背景としたインフレ加速の可能性は低いと考えられる。それにもかかわらず、ECBは6月の金融政策理事会で約3年ぶりの利上げに踏み切った。

ラガルド総裁は理事会後の記者会見で、エネルギー・ショックが経済全体に波及し始めており、利上げを実施しなければ中期的なインフレ率が目標を超過するとの認識を示した。

短期的にみれば、エネルギー価格上昇がインフレに波及する経路は、大きく分けて二つある。エネルギー価格をダイレクトに反映するガソリン、液体燃料、ガスなどの値上がり（＝直接的影響）と、発電・輸送・肥料・原材料といった生産・供給コスト増加分を企業が販売価格に転嫁することで生じる各種財・サービスの値上がり（＝間接的影響）である（図表8）。現在のインフレは、こうしたエネルギー・ショックの直接的・間接的な波及によって物価が一時的に押し上げられている段階、いわばインフレの第一段階（First Round）にあるといえる。

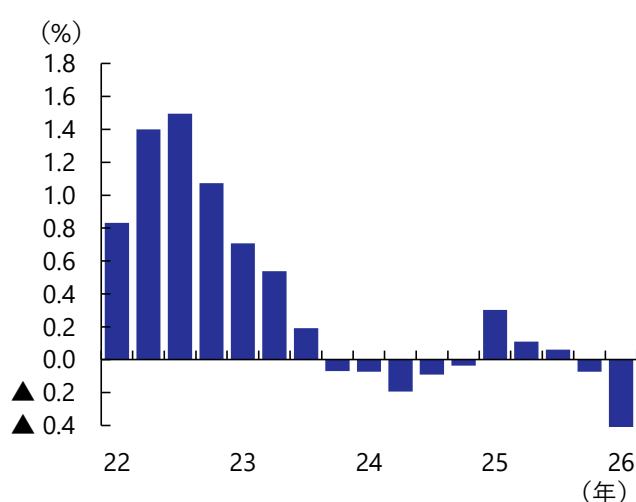
しかし、ECBが真に警戒しているのは、こうした一時的な物価上昇が持続的なインフレへと転化することである。人々のインフレ期待が高まることで、労働者が賃上げを求め、企業も将来のコスト上昇を見込んで販売価格を引き上げるようになると、エネルギー価格が落ち着いた後も高インフレが定着してしまう。このように、エネルギー・ショックを起点とした一時的な物価上昇が持続的なインフレに移行する現象は「二次的波及効果（Second Round Effects）」と呼ばれており、こうした状況に陥らないようECBはインフレ期待の動向にはとりわけ注意を払っている。

図表5 ユーロ圏：エネルギー高対策の規模



（出所）OECD、Bruegel、Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

図表6 ユーロ圏：需給ギャップ

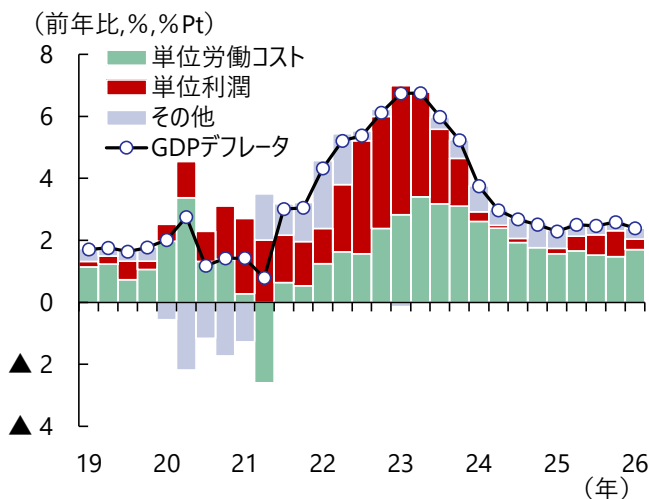


（出所）欧州委員会、Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

2022年の急激なインフレ高進が人々の記憶に生々しく刻まれていることを踏まえれば、今次局面においては二次的波及効果が顕在化しやすくなっている可能性がある。ECBの消費者期待調査によれば、インフレ率が前年比+2%程度で安定して推移していた2025年8月時点でさえ、物価変動に高い関心を払う消費者は全体の約4割を占めた。さらに、この割合はイラン戦争後の2026年3月に約5割まで上昇したことが明らかになっている。これは、インフレ率が同+8.6%に達していた2023年1月時点とほぼ同じ水準である。これらの調査結果を踏まえてECBは、ウクライナ侵攻後の高インフレを経て家計が以前よりも物価動向に敏感になっている可能性を指摘している²。

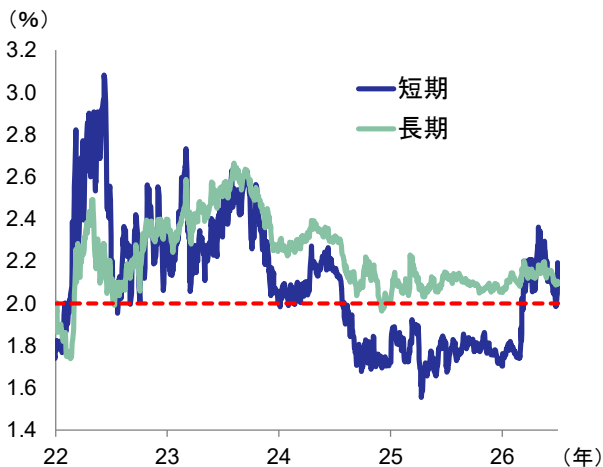
こうした状況下では、人々のインフレ期待は高まりやすくなるだろう。実際、開戦前には1%台後半で推移していた短期インフレ期待は開戦後に急上昇し、直近4カ月間は概ね2%を上回って推移している(図表9)。幸いにも長期のインフレ期待は今のところ安定しているが、今後エネルギー価格上昇の影響がラグを伴ってより多くの品目に波及する中で、水準を切り上げていく可能性もあろう。ECBが6月に行

図表7 ユーロ圏：GDPデフレーター



(出所) Eurostatより、みずほ総合研究所調査部作成

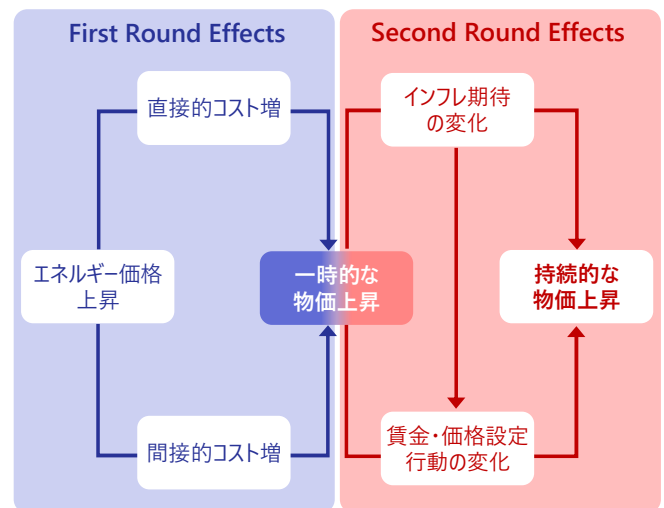
図表9 ユーロ圏：インフレ期待



(注) 長短インフレ期待は、インフレ連動スワップ金利から算出したもの。短期インフレ期待は1年後から1年間、長期インフレ期待は5年後から5年間の期待

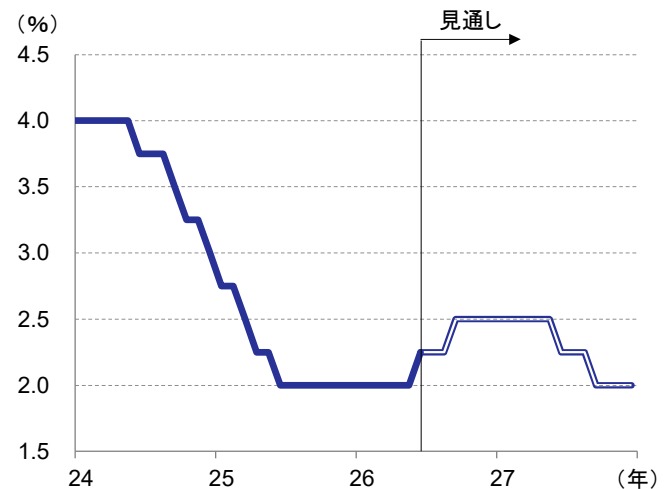
(出所) LSEGより、みずほ総合研究所調査部作成

図表8 インフレ加速の概念図



(出所) Lane (2026) より、みずほ総合研究所調査部作成

図表10 ECBの政策金利見通し



(注) 預金ファシリティ金利

(出所) ECBより、みずほ総合研究所調査部作成

った利上げは、インフレ期待の上昇により二次的波及効果が顕在化するリスクを抑制し、中期的な物価安定への信託を維持するための対応であったと位置づけられる。

もっとも、上述の通り景気の過熱感に乏しい現状に鑑みれば、ECBが大幅な利上げを余儀なくされるほどのインフレ急加速は想定しがたく、2022年～2023年のようなタカ派的な政策運営になる蓋然性は低いだろう。したがって、みずほ総合研究所では、ECBはインフレ期待の動向を注視しつつ2026年内に追加で1回の漸進的な利上げを行うと予想している（図表10）。

[参考文献]

- Lane, P. (2026). “Analytical perspectives on energy supply shocks.” Speech at the Centre for European Reform, 13 May
- Coibion, O., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y., Kenny, G., Meyer, J., & Pairan, T. (2026). “Geopolitical risk and scarring effects on consumer expectations: insights from the wars in Ukraine and Iran.” ECB Blog, 29 May

¹ 最大で GDP 比 1.5%までの防衛費を EU 財政ルール適用外とする既存制度の一部を、化石燃料依存低減に資する支出にも適用する内容。なお、当該目的に使用可能な金額規模は年間同 0.3%、3 年合計で同 0.6%までであるほか、化石燃料価格を引き下げる目的での支出は制度適用対象外となるなど、自由度は高くない

² Coibion et al. (2026)

[共同執筆者]

調査部	主任エコノミスト	川畑大地	daichi.kawabata@mizuhogroup.com
調査部	主任エコノミスト	北川梓織	shiori.kitagawa@mizuho-rt.co.jp

【PR】調査レポート公開中！

～ 国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミストが専門的な知見をご提供 ～
みずほ総合研究所 調査部サイト（みずほ銀行ウェブサイト内）、

<https://www.mizuho-bank.co.jp/corporate/mhri/research/index.html>

みずほ総合研究所 公式 X（旧 Twitter）

https://x.com/mizuho_mhri

にて、最新情報を発信しています。ぜひご覧ください！！

※みずほ総合研究所はみずほ銀行内の組織の名称です。

調査部サイト



X（旧 Twitter）



© 2026 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

本資料の著作権は弊行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。