

## ユーロ圏における物価の検証

2026年7月1日

(株)双日総合研究所

情報調査部 平田 明日香

- ・ 物価の上昇には、エネルギー価格が急上昇し投入コストの増加が販売価格に転嫁されることで物価が上昇する「1次的波及効果 (first-round effects)」と、エネルギーなどの輸入価格上昇が労働者の実質賃金を押し下げ、労働者が購買力維持を求めて賃金引き上げを要求し、それが実際に賃金上昇や企業の価格設定行動に波及するなど初期ショックが経済全体へ広がる「2 次的波及効果 (second-round effects)」がある。「賃金・物価スパイラル」は、こうした賃上げが更なるコスト増を招き、人々の期待インフレ率をより押し上げることで、更なる賃上げが続き物価が上昇するというスパイラルが発生しインフレが持続化することで政策対応が必要になることを指す。
- ・ 物価上昇局面において中央銀行が警戒するのは、賃金・物価スパイラルが発生しインフレが持続化することである。
- ・ 2022年のロシアによるウクライナ侵攻を機に、ここ数年でエネルギー価格上昇に起因する物価上昇を経験したユーロ圏では、過去のエネルギー高価格時期(2021年~2022年)において、①人々の長期インフレ期待がアンカーされていたこと、②実質賃金の回復の不完全性、③ECBの急速な利上げの実施の3点により賃金・物価スパイラルは発生しなかったとされている。
- ・ 2026年2月に米国・イスラエルがイランを攻撃し、ホルムズ海峡が封鎖されたことでエネルギー価格が上昇した局面においても、①2026年末までの協約賃金上昇率が概ね+2.5~2.6%程度を維持する見込みで安定していること、②中長期の期待インフレ率がECBの物価目標水準に収斂していくこと、③賃金上昇の影響を受けやすいサービス価格は高止まりしているものの、その要因はパンデミック後のサービス需要の底堅さ等が要因であることから、賃金・物価スパイラルは発生していないとの認識で一致している
- ・ ECBは今後の物価予想として4つのシナリオに基づいた見通しを6月に公表した。筆者は企業間取引価格の上昇や、ホルムズ海峡の正常化・生産停止の油井回復には時間を要することからヘッドラインのインフレ率は+4.0%台前半まで上昇しその後ピークアウトするのではないかと予想している。
- ・ 日本についてみると、欧州と同様に原油価格上昇を起点とした物価上昇圧力が高く、特に企業間取引ではやや早いスピードで価格転嫁が起こっており、これが消費者段階の価格上昇に幅広く波及する可能性があることや、中長期のインフレ期待が高まっていることを踏まえ日銀は政策金利の引上げを実施。
- ・ もとより日本は欧州とは状況が異なり約30年間デフレ状態であり、2021年後半以降の輸入物価・円安要因にはじまる物価上昇の流れを受けて、賃金も上昇する環境が出来上がりつつあるところ、物価の上昇圧力には注意を要するものの、適度なインフレ期待を持ち、それに応じた賃金・物価の好循環が定着する状況を構築することが日本経済の目標となる。

## 1. はじめに

2026年2月、米国・イスラエルはイランを攻撃した。これを受けてエネルギー価格は急上昇し、多くの国でエネルギーや石油関連製品をはじめとした幅広い品目の価格が上昇している。こうした物価上昇圧力を受けて、主要先進国では欧州中央銀行（以下、ECB）と日本銀行が政策金利をそれぞれ引き上げた。物価が上昇する環境において最も気を付けなければならないことは、賃金と物価がスパイラル的に上昇していくことである。現時点では欧州、日本ともに賃金・物価スパイラルが発生する可能性は低いと見られるが、本稿では2022年のロシアによるウクライナ侵攻を機にエネルギー価格の上昇をここ数年で幾度か経験したユーロ圏を主な分析対象とし、物価と賃金の関係について考えてみたい。

## 2. インフレが持続するメカニズム

今回のように中東における紛争によって、エネルギー価格が急上昇し投入コストの増加が販売価格に転嫁されることで物価が上昇する効果は、1次的波及効果（first-round effects）といわれる。他方、物価上昇の2次的波及効果（second-round effects）とは、エネルギーなどの輸入価格上昇が労働者の実質賃金を押し下げると、労働者が購買力維持を求めて賃金引き上げを要求し、それが実際に賃金上昇や企業の価格設定行動に波及するなど初期ショックが経済全体へ広がることを指す。そして賃金・物価スパイラルは、こうした賃上げが更なるコスト増を招き、人々の期待インフレ率をより押し上げることで、更なる賃上げが続き物価が上昇するというスパイラルが発生しインフレが持続化することで政策対応が必要になることを指す。賃金・物価スパイラルを発生させないためにも、中央銀行はスパイラルにつながり得る2次的波及効果が強まっていないか早い段階から注視することが求められる。

物価上昇の2次的波及効果の経路については様々な研究がなされている。欧州を対象に原油価格上昇が、賃金、消費者物価上昇率、インフレ予想に及ぼす影響を推定したIMFの分析（2022）によれば、原油価格ショック時に既にインフレ率が高い経済では、賃金へのパススルーが強まるとしている。この場合、外生的な物価上昇によって賃金交渉のインセンティブが更に高まること、企業の価格転嫁が容易な状態にあり、それが更なる賃上げに転嫁する可能性が高いことなど、パススルーが強くなる理由をいくつか指摘している<sup>1</sup>。他方、インフレ期待がより安定し、中央銀行の独立性が確保されている状況の場合は、賃金へのパススルーは弱くなるとしている。欧州と日本を対象に原材料価格上昇の2次的波及効果を実証的に分析した日本銀行（2025）によれば、原材料価格の上昇が物価に転嫁される1次的波及効果は、日本の方が欧州よりも緩やかである一方で、賃金上昇を通じた2次的波及効果は、日本・欧州ともに緩慢ではあるもののインフレを持続させることに寄与していたことが示されている<sup>2</sup>。

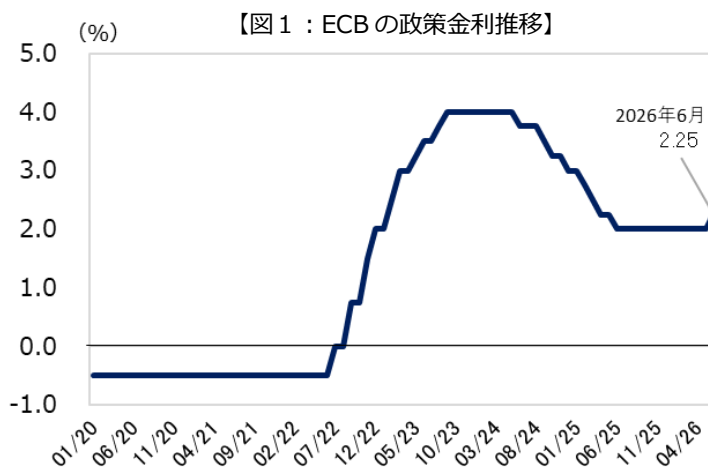
<sup>1</sup> 労働市場の特徴と賃金のパススルーの関係は明確ではないものの、中央集権的な交渉と組合結成のレベルが高いほど賃金へのパススルーの高さが関連している可能性も示唆されている。

<sup>2</sup> 2020年以降の高インフレ期においては、原材料コスト上昇による1次的波及効果が日本と欧州のインフレの主な原動力であり、2次的波及効果がインフレの持続に寄与したとしている。

### 3. ECBの見解と利上げ開始

こうした2次的波及効果や賃金・物価スパイラルに関して ECB はどのような見解を示しているのだろうか。イラン攻撃が実施された直後の2026年3月時点で ECB ラガルド総裁は次のように指摘している。「ユーロ圏では、エネルギー価格による広範なパススルーのリスクは例外であり、ショックの規模が小さく持続時間が短い場合、インフレへの影響はエネルギー価格のみにとどまる傾向があるものの、その状況を変える要因が二つある。一つ目は『ショックの強度と持続時間』。エネルギー価格ショックとインフレの関係は非線形であり、小さな上昇は価格に大きな反応を引き起こさない一方で、大きなショックは不釣り合いに強い影響を示す。二つ目は『ショックが発生した際のマクロ経済環境』。ECBの研究では設備稼働率が高く失業率が低い状況では、(エネルギーや原材料)コスト上昇などのショックが物価へ転嫁される度合いが強まること、また、インフレ率が高い局面で物価上昇よりも賃金上昇の方により大きな影響が現れることを示している。さらに、近年のインフレを人々がどのように体感したかも重要な要素であり、研究では直近の記憶に残りやすいインフレ局面があるほど、期待形成において不釣り合いに大きなウェイトを持つことが示されている」<sup>3</sup>。

上記の見解は3月時点の話であるが、エネルギーショックの物価に対する影響が明らかになった直近6月11日に開かれた ECB 政策理事会後のステートメントでは、「中東での戦争は依然として大きな不確実性の源であり、エネルギー価格が高騰し続けるほど、間接的及び2次的な効果を通じてより広範囲にインフレを押し上げる可能性が高まる。したがって、エネルギー価格の上昇規模と持続性、そしてそれが価格や賃金設定、インフレ期待、そして経済全体にどのように影響するかを注意深く注視する。」と述べ、入手可能なデータを基に理事会毎に政策判断していく方針を示している。結果として、ECBは6月の政策理事会にて政策金利を0.25%ポイント引上げ、2.25%とした(図1)。利上げの実施は2023年9月以来となるものの、今回の利上げについてラガルド総裁は、「大幅で持続的なインフレーションショックに対応した強力かつ持続的なものではない」との認識を示している。



(出典) CEIC より双日総合研究所にて作成。

<sup>3</sup> Christine Lagarde, "Navigating energy shocks- risks and policy responses (March 2026)" <https://www.bis.org/review/r260407d.pdf>

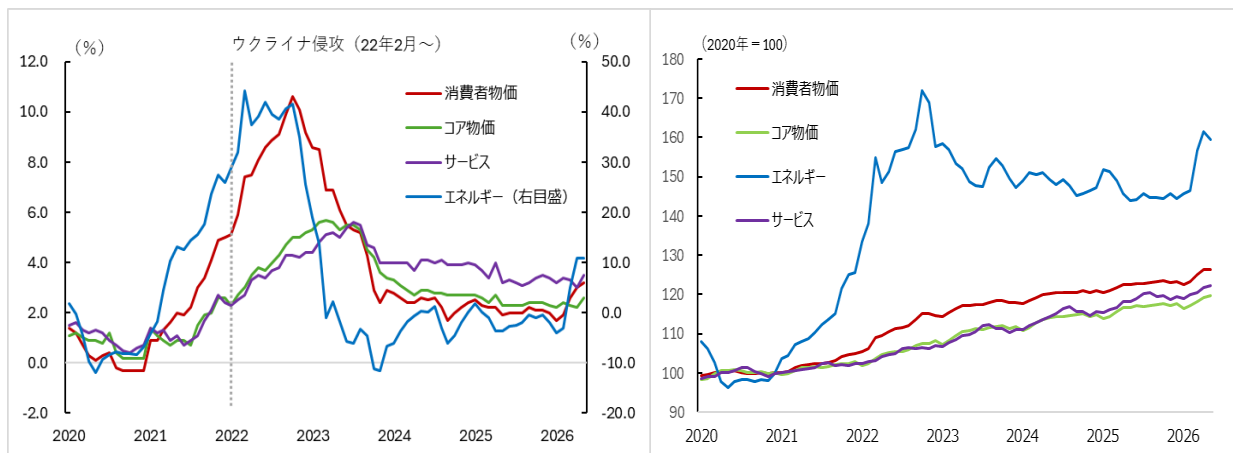
#### 4. ユーロ圏の物価動向と前回の高エネルギー価格時の検証

前述のとおり ECB は現時点では今回の物価上昇は持続的なものにならないとみているが、本節では 2020 年以降のユーロ圏における物価の推移について改めて確認するとともに、2021 年から 2022 年時のエネルギー価格高騰時を振り返り、その際に賃金・物価スパイラルがユーロ圏にて発生したのかどうかについて検証する。

##### 【物価の推移】

図 2 は 2020 年以降のユーロ圏の消費者物価の推移（前年比および指数）を表している。エネルギー価格は、コロナ後の急速な需要回復やロシアによるウクライナ侵攻を機に 2021 年から 2022 年にかけて急上昇した。エネルギー価格の上昇は消費者物価全般、コア物価、サービス価格など他の物価の上昇も引き起こした。2023 年に入ると EU の各種対策（ガス価格上限設定、共同調達等）、米国等からの LNG 供給増によってエネルギー価格は急落した。それに伴いその他の物価も下落し、2026 年 2 月までに消費者物価上昇率は ECB が掲げる 2% の物価目標の水準へと収斂した。米国・イスラエルによるイラン攻撃以降、ユーロ圏のエネルギー価格は再び上昇し<sup>4</sup>、消費者物価をはじめ他の物価も上昇傾向にある。一時期の物価の過熱感が一服していたとはいえ、コロナ前よりも物価水準が高止まりしていた中でイラン情勢が物価の再加速を引き起こしている状況となっている。

【図 2：ユーロ圏における物価の推移（前年比（左図））、（指数（右図））】



(出典) Eurostat より双日総合研究所にて作成。

##### 【2021 年～2022 年のエネルギー価格上昇時に賃金・物価スパイラルは起こったか】

ここで気になるのは、今回よりもエネルギー価格が大幅に上昇した 2021 年から 2022 年にかけて、賃金・物価スパイラルが発生したのかどうかである。ECB (2024) によると、「賃金上昇率は 2022 年後半から 2023 年にかけて加速したこと」、「サービス価格も上昇し高止まりしたこと」、「コア物価の上昇は総合消費者物価の上昇よりも遅れてピークを迎えたこと（※つまりエネルギーショックが経済全体へ波及した証）」から、2 次的波及効果は確実に発生したとする。しかし、そ

<sup>4</sup> 2026 年 5 月の総合消費者物価上昇率は、前年比 +3.2%、コア物価上昇率は同 +2.6%、エネルギー上昇率は同 +10.8%、サービス価格は同 +3.5%。

れが物価・賃金のスパイラルにまでは陥らなかったとしており、その理由として「①人々の長期インフレ期待がアンカーされていたこと<sup>5</sup>」、「②実質賃金の回復が不完全だったこと」、「③ECBが急速に利上げを実施したこと（※図1のとおり2022年7月から2023年9月までの間で-0.5%から4.0%にまで政策金利を引上げ）」をあげている。特に①は最も重要な要因であり、家計や企業が「将来的にECBが物価水準を2%に戻すだろう」と信じ、長期インフレ期待が2%近辺にとどまり続けたことである。それに加え、②で指摘するように、物価上昇率がこの間約+10%であったのに対し、賃金上昇率は+4~5%にとどまったこと、ECBの急速な利上げにより企業投資や銀行貸出が減速し需要が抑制された結果、企業側も無制限に価格転嫁できなくなったことが、エネルギー価格の下落と相まってインフレを沈静化させたとしている。

OECD（2023）は、この間欧州で実質賃金が物価上昇ほど上昇せず、賃金・物価スパイラルが発生しなかった理由として、欧州の協調的な賃金交渉制度をあげている。具体的には、欧州では賃金交渉の改定頻度が低いため賃上げが時間的な遅れを伴うこと、一時金等で対応し恒久的な賃上げが抑えられたこと、多くの欧州諸国で賃金がインフレに自動連動していないこと<sup>6</sup>、労働協約適用率が高くてもそれが必ずしも労働者の交渉力の強さとは結びついていないことなどである。OECDは欧州の団体交渉制度は、インフレを増幅させる仕組みではなく、むしろ賃金上昇をマクロ経済環境に即した形で調整し、景気や物価を安定化させる役割も果たしていると述べている。こうした性質から2021年から2022年にかけての著しいインフレ期に欧州で賃金・物価のスパイラルが発生しなかったとしている。

## 5. ユーロ圏における物価の今後の見通し

今回の物価上昇局面で賃金・物価スパイラルが発生する可能性は低いと、一般的には物価上昇局面で注意深く見ていく必要のある指標は、主に「①賃金上昇率」「②期待インフレ率」「③サービス価格上昇率（※賃金上昇の影響が最も反映されやすいため）」の3つとなる。この3つの指標をみることで、「物価高騰→インフレ期待上昇→賃金上昇→更なる価格上昇→更なるインフレ期待上昇、」というスパイラルが発生する可能性を見出すことができる。以下ではユーロ圏の今後の物価動向を予想するうえで重要になるこれら3つの指標を確認する。

### 【協約賃金上昇率】

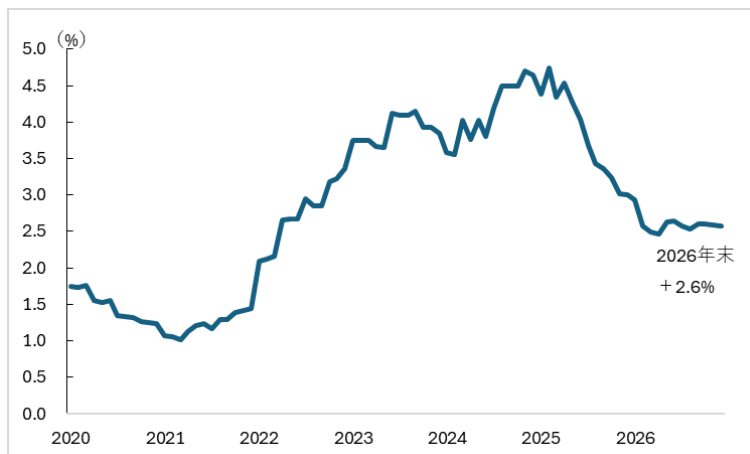
最初に賃金上昇率、中でも労使交渉の結果妥結された「協約賃金上昇率」を確認する。図3はECBが公表している「Wage Growth Tracker」に示されている2026年末までのユーロ圏の協約賃金上昇率（※一時金を除外した系列）を示しているが<sup>7</sup>、2026年末までの見通しでは賃金上昇率は概ね2.5~2.6%程度を維持する見込みであり、これは過去の高インフレ局面に対応するための賃金キャッチアップがほぼ終了しつつある状態であることを示している。

<sup>5</sup> インフレ期待がアンカーされているとは、人々のインフレ期待が安定している（将来の物価が大きく上がったり/下がったりしないだろうと予想されている）状態のこと。

<sup>6</sup> 賃金が全てのセクターにおいて完全にインフレと連動している国は、ベルギー、イタリア、ルクセンブルクの3か国。

<sup>7</sup> 2026年4月中旬までに締結された賃金協約に基づいている。2026年第2四半期の労働者のカバー率は43.5%。

【図3：ユーロ圏協約賃金上昇率】



(出典) ECB より双日総合研究所にて作成。

### 【期待インフレ率】

次に期待インフレ率について確認する。ECB が四半期ごとに専門家の見通しを調査している Survey of Professional Forecasters (SPF)によると、短期的には 2026 年には総合物価上昇率は 2.7%まで上昇すると予測しているが、長期的（2030 年）には 2.0%に収束すると予測されている。短期の予測は足元の状況を踏まえて振れ幅が大きくなるが、ここで重要なのは 2030 年の期待インフレ率が中央銀行の物価目標水準と同様の 2.0%になる点である。一方でユーロ圏の一般家計（消費者）を対象に期待インフレ率等を調査している ECB の Consumer Expectation Survey (CES)<sup>8</sup>は、SPF 調査よりも若干悲観的な結果を示している（図4）。これを見ると、短期（1年先）は 4.0%の上昇とかなり高く、3年先は 2.9%、5年先は 2.4%となっている。興味深いのは、期待インフレ率が 4.0%の上昇であるのに対して、期待所得増加率は 0.8%であり、家計は「高インフレだから高い賃上げを要求する」というよりは、「物価は上昇し生活も景気も苦しくなる」というスタグフレーション的な見方をしていることである。ただし、先述のとおり短期は足元の状況を踏まえて振れ幅が大き一方、ECB が重要視する中長期の期待が大きく上振れていないことから、中長期的なインフレ期待のアンカーは大きくは崩れていないと評価されている。

<sup>8</sup> ECB の CES では毎月約万人規模の消費者が回答。ユーロ圏各国の成人（個人）を対象に、年齢、所得、地域などが代表性を持つように抽出されている。

【図4：期待インフレ率等調査結果】

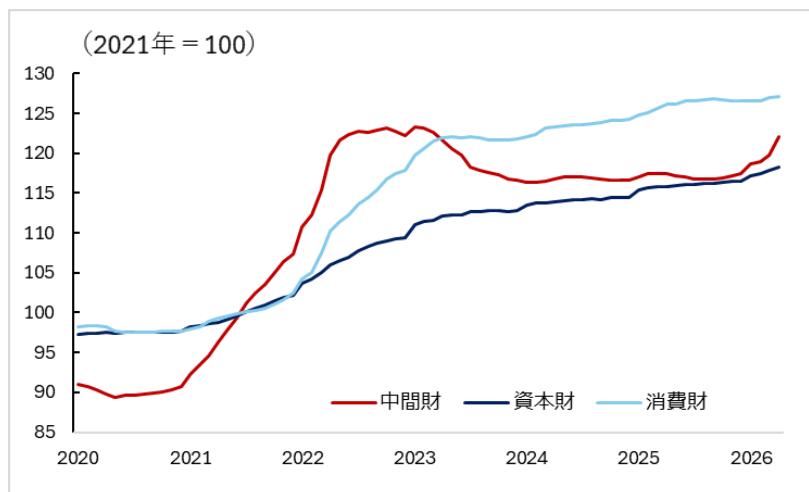
ECB Survey of Professional Forecasters (2026年第2に四半期調査結果)				
	2026	2027	2028	長期
消費者物価(%)	2.7	2.1	2.0	2.0
消費者物価(%) (エネルギー、食品、アルコール、 タバコ除く)	2.2	2.2	2.1	2.0
実質GDP成長率 (%)	1.0	1.3	1.3	1.3
賃金上昇率 (%)	3.3	3.1	2.9	2.8
ECB Consumer Expectations Survey results (2026年4月調査結果)				
	1年後	3年後	5年後	
消費者物価(%)	4.0	2.9	2.4	
今後12か月の実質GDP成長率予想 (%)	-2.2	-	-	
今後12か月の名目所得増加率予想 (%)	0.8	-	-	
※名目所得は、賃金、年金、自営業所得など家計所得全体を指す。				

### 【サービス物価上昇率】

賃金の影響を受けやすいサービス価格は ECB にとって最も重要な指標の一つである。図 2 で示されているように、サービス価格は 2021 年以降のエネルギー価格の上昇に合わせて 2023 年まで上昇を続け、2024 年以降は高止まりしている。この要因は「(現在ではない) 2021 年～2022 年のエネルギーショックの遅行的影響の現れ」「パンデミック後のサービス需要(特に旅行・外食)の底堅さ」「労働市場の逼迫(ユーロ圏失業率は 6%前後と低水準で推移)」だと考えられている。

以上のように特に重要な 3 つの指標をみるに、今回のエネルギーショックによる物価全般への価格転嫁はある程度みられるものの、中長期的にそれが賃金・物価スパイラルまで陥る可能性はデータからも低いと言えるだろう。ただ一方で、価格転嫁はもうしばらく進行していこう。それを裏付ける指標として「企業間取引価格」がある。企業間取引価格が上昇すれば、それは遅かれ早かれ消費者物価にも反映されることになる。ユーロ圏の企業間取引価格指数を確認すると、今回は消費財の上昇に対して、中間財及び資本財の上昇率が大きいことがわかる(図 5)。つまり、これら中間財・資本財の上昇が、これから消費財の更なる上昇につながることから、エネルギー価格が一旦は落ち着きを見せてきているとはいえ、物価上昇圧力は依然として高いと言えよう。

【図5：ユーロ圏における企業物価の推移】



(出典) ECB より双日総合研究所にて作成。

### 【ECBの予測】

では実際にどのぐらいの物価上昇を ECB は予測しているのだろうか。6月の金融政策理事会で公表された見通しでは、4つのシナリオに基づいて経済・物価の見通しが示されている(図6)。ECBはベースラインシナリオで、総合消費者物価上昇率は2026年に3.0%まで上昇した後に低下すると予測している。

筆者は、米国・イランの覚書がきちんと遵守されれば原油価格の更なる上昇リスクは避けられる可能性が高いが、停戦が確実となっても機雷の除去なども踏まえるとホルムズ海峡の正常化や生産を止めた油井の生産再開には数か月以上の時間がかかると予想されること、企業間価格の上昇もあいまって、ヘッドラインのインフレ率は+4.0%台前半まで上昇しその後ピークアウトするのではないかと予想している。

【図6：ECBによるマクロ経済予測】

	実質GDP成長率(%)			総合消費者物価上昇率(%)			消費者物価上昇率(%) (エネルギー、食品除く)		
	2026年	2027年	2028年	2026年	2027年	2028年	2026年	2027年	2028年
ベースラインシナリオ	0.8	1.2	1.5	3.0	2.3	2.0	2.5	2.5	2.2
緩やかなシナリオ	0.8	1.4	1.6	2.9	1.8	1.8	2.4	2.3	2.1
悪化シナリオ	0.7	0.9	1.5	3.3	3.0	2.3	2.5	2.7	2.3
深刻なシナリオ	0.5	0.4	1.6	4.0	5.3	3.0	2.5	3.8	2.9

#### 【エネルギー価格の想定】

ベースラインシナリオ：原油価格の下落が進み2027年央に80ドル/バレルを割り込む。

緩やかなシナリオ：紛争が迅速に解決し2026年末までに原油価格が紛争開始以前の水準に戻る。

悪化シナリオ：紛争が長期化。2026年央の原油価格が一次120ドル/バレルまで上昇後、2027年以降も90ドル/バレル台で推移。

深刻なシナリオ：紛争がエスカレート。2026年央の原油価格が一時160ドル/バレルを突破した後、2027年以降も120~130ドル/バレル台で高止まり。

(出典) ECB より双日総合研究所にて作成。

最後に簡単に日本の状況について確認する。日銀は6月15-16日に開かれた金融政策決定会合にて、政策金利を1.0%に引き上げた。経済が大きく下振れるリスクが低下した一方で、原油価格上昇を起点とした物価上昇圧力が引き続き高いことを理由としている。特に企業間取引ではやや早いスピードで価格転嫁が起こっており、これが消費者段階の価格上昇に幅広く波及する可能性があるとする。2026年5月速報値では、国内企業物価指数（総平均、前年比）は5月+6.3%と大きく上昇している（4月+5.3%、3月+2.8%、2月+2.1%）<sup>9</sup>。また、日銀は中長期の予想物価上昇率が引き続き上昇していることも政策金利引き上げの要因としている。日銀短観の公表値（26年3月調査結果）によれば、1年後の物価上昇率は+2.6%、3年後+2.5%、5年後+2.5%（いずれも前年比、全規模合計の値）となっており、中小企業に限定してみると+2.6%~+2.8%と更に高い結果がでている<sup>10</sup>。もとより日本は欧州とは状況が異なり約30年間デフレ状態であったが、2021年後半以降の輸入物価・円安要因にはじまる物価上昇の流れを受けて、賃金も上昇する環境が出来上がりつつある<sup>11</sup>。日銀はこうした状況について「・・・良いスパイラルというのはあまり使わない言葉かもしれないが、物価と賃金が相互に参照しながら上がっていくというメカニズム自体はそれなりに定着し、かつそのことが2%と整合的な状況にあるというのは、ここ数年の流れとしては良い方向の動き」と述べている<sup>12</sup>。賃金・物価がスパイラル的に上昇していく環境は望ましくないことから物価の上昇圧力には注意を要するものの、適度なインフレ期待を持ち、それに応じた賃金・物価の好循環が定着する状況を構築することが日本経済においては引き続き最重要目標の一つである。

## 参考文献

- ・ 日本銀行（2025）「原材料コストの第2ラウンド賃金価格影響：DSGEモデルを用いた実証的分析」
- ・ ECB（2022）"Wage share dynamics and second-round effects on inflation after energy price surges in the 1970s and today" ECB Economic Bulletin, Issue 5/2022
- ・ ECB（2024）"The 2021-2022 inflation surges and monetary policy in the euro area" Philip R. Lane, THE ECB BLOG (11 March 2024)
- ・ ECB "Monetary Policy Statement", (11 June 2026)
- ・ IMF（2022）"Second-Round Effects of Oil Price Shocks – Implications for Europe's Inflation Outlook" Chikako Baba and Mr. Jaewoo Lee, IMF eLIBRARY (9 Sep 2022)
- ・ OECD（2023）"OECD Employment Outlook"

<sup>9</sup> 消費者物価指数（総合、前年同月比）は、5月+1.5%、4月+1.4%、3月+1.5%、2月+1.3%と横ばいで推移しており、企業物価指数と比較して目立った上昇は今のところ見られていない。

<sup>10</sup> 家計に対して調査している「生活意識に関するアンケート調査」（日本銀行）の3月調査結果では、「1年後の物価上昇率は+10%、5年後の物価上昇率は+5%（いずれも中央値）」と更に高い結果となっている。

<sup>11</sup> 2026年春闘の第6回回答結果（2026年6月4日公表）によれば、全体の賃上げ率は5.02%（中小賃上げ率は4.7%）。

<sup>12</sup> 6月16日内田副総裁記者会見

本稿は情報提供のみを目的として作成されたものであり、双日株式会社及び株式会社双日総合研究所の見解を代表するものではありません。当社が信頼できると判断した各種データおよび資料に基づき作成しておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。レポートのご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。なお、無断引用および転載はお断り致しております。