

2021年11月11日 全8頁

# 欧州の利上げ据え置きは、グリーンフレーションが原因か？

COP26 による脱炭素移行がエネルギー価格高騰にさらに拍車をかける？

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 183

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

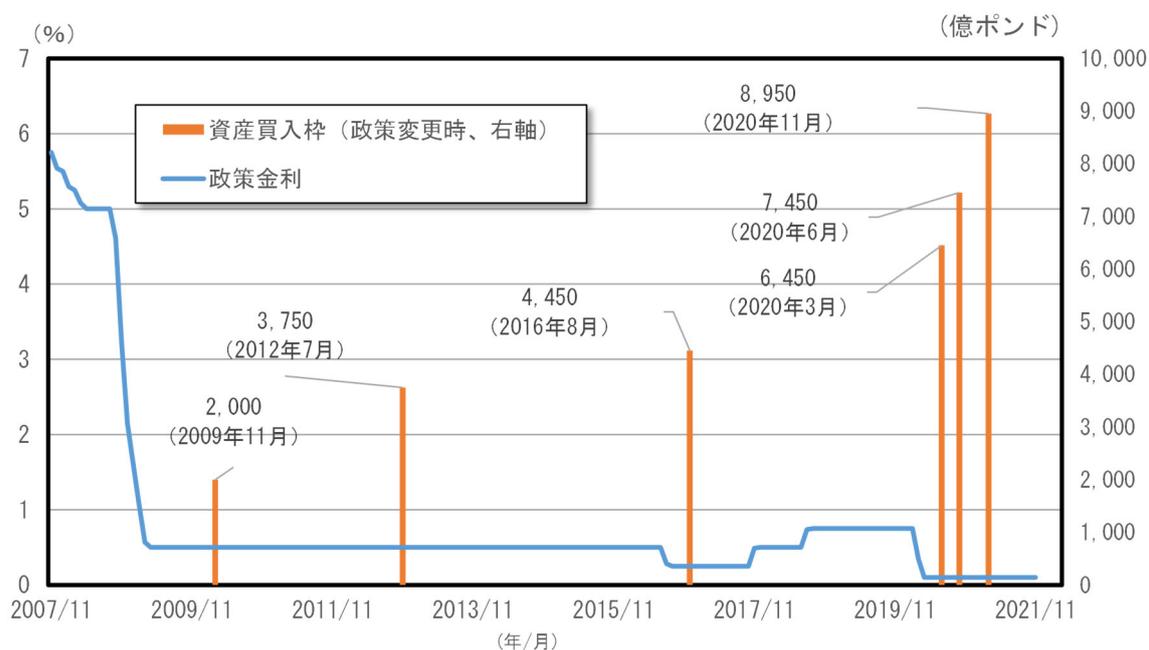
## [要約]

- 11月4日、英国中央銀行（BOE）の金融政策委員会（MPC）は、既存の金融政策スタンスが引き続き適切と判断し、政策金利を0.1%で据え置く決定をした。この1カ月、ベイリー総裁や一部の MPC 委員から利上げを示唆する発言が続いていただけに、この発表は多くの投資家にとってはサプライズとなった。金融市場では2018年以来となる利上げの実施となり、金利が0.25%まで上がると確信していただけに、更なるインフレへの懸念が生じている。欧州中央銀行（ECB）に続き、BOE も利上げに躊躇する姿勢が明確になるにつれ、金融市場は中央銀行がインフレ制御できないものと捉え、債券価格のボラティリティが大きくなっている。
- BOE は、利上げを見送ったもう1つの理由に、エネルギー価格を巡る不確実性の大きさを挙げている。BOE は2022年4月までにOfgem（英国ガス・電力市場局）がさらにガス料金を35%、電気料金を20%程度引き上げると予想している。ただ英国では過去20年で、再生可能エネルギーなどのクリーンエネルギーへの移行を加速させており、これにより BOE は長期的な見通しに関して確信を持たずにいる。温室効果ガス・ネットゼロ前倒しなどの野心的な公約は化石燃料インフラ投資の減少に拍車をかけ、急速なグリーンシフトによって、意図しないままにグリーンフレーションを誘発する可能性が高い。
- 今回のインフレは当初、持続的な現象というよりは、物価レベルの一時的な変化で、輸入物価経由のコストプッシュ型インフレとみなされていた。現在ではインフレ誘発の要因は、急速な脱炭素による意図せぬ副次的影響や当初の想定より長引いている供給サイドの混乱とされ、インフレがこのまま収束するとは限らないと懸念されている。現在英国グラスゴーで開催されている COP26 で議論される脱炭素政策には、グリーンフレーションに対する懸念を含め、より柔軟な政策を議論する必要性があると言っても過言ではない。

## 英国中銀（BOE）のサプライズ利上げ据え置きでインフレが加速

11月4日、英国中央銀行（BOE）の金融政策委員会（MPC）は、既存の金融政策スタンスが引き続き適切と判断し、政策金利を0.1%で据え置く決定をした<sup>1</sup>（賛成7vs反対2）。この1カ月、ベイリー総裁や一部のMPC委員から利上げを示唆する発言が続いていただけに、この発表は多くの投資家にとってはサプライズとなった。金融市場は2018年以来となる利上げの実施となり、金利が0.25%まで上がると確信していただけに、更なるインフレへの懸念が生じている。

図表1 英国政策金利と量的緩和の推移



(出所) 英国統計局、BOE より大和総研作成

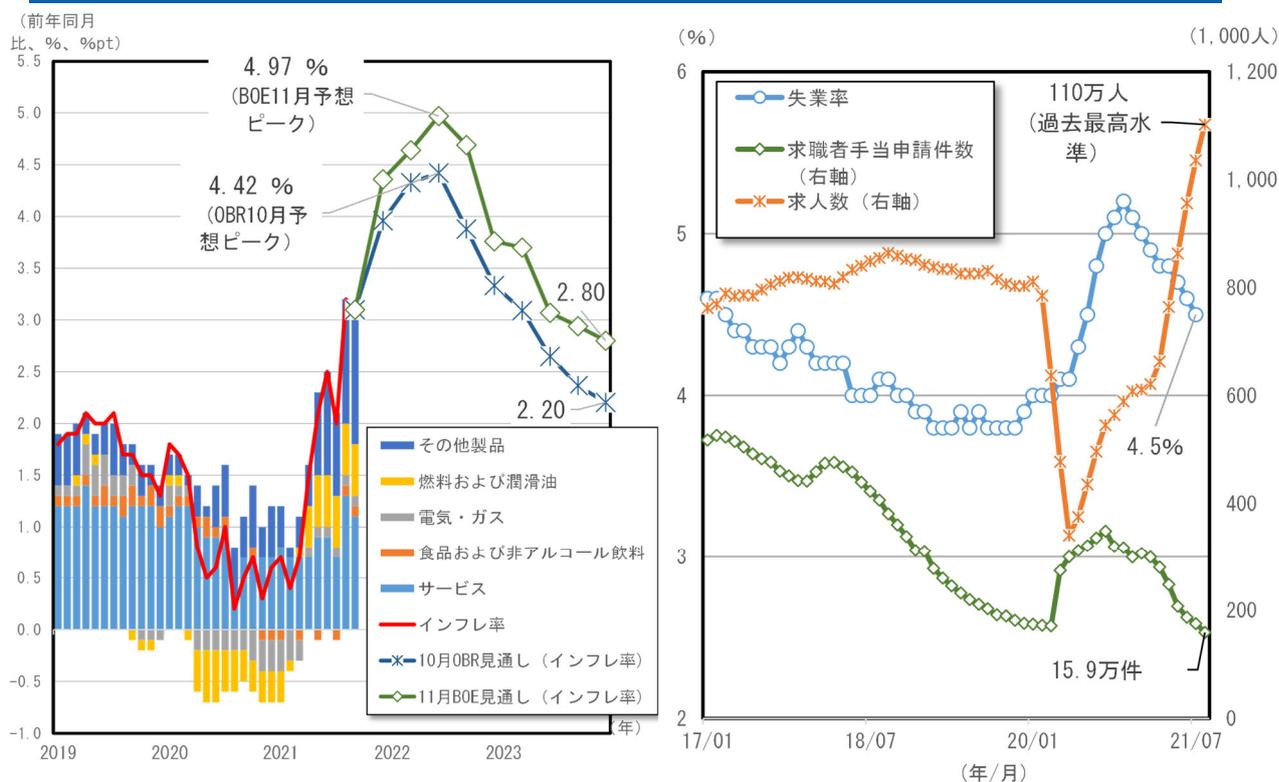
インフレ率の上昇は世界的な傾向であり、抑制に向け、既に米連邦準備制度理事会（FRB）が金融引締めの方角性を示唆し、幾つかの新興国でも利上げを開始している。10月の英国予算管理局（OBR）および11月のBOE金融政策報告書の見通しでは、英国のインフレ率（CPI）は2022年第2四半期に4.42%および4.97%のピークを迎え8年来の高い水準に達するとしている。

一方、ベイリーBOE総裁は、政策金利を据え置いた背景に、金融政策を引き締める前に、向こう数カ月で発表される労働市場に関する指標を確認したい意向を挙げている。特にコロナ危機を受けた一時帰休スキームが9月末で終了したことによる影響を注視していると述べた。11月16日発表の雇用統計では、10月の失業保険申請件数が明らかとなり、12月14日発表の指標では、11月の失業保険申請件数および、8～10月の労働力調査のデータも判明する。9月末時点で一時帰休対象となった雇用は100万人強と、8月のBOE金融政策報告書の予想を大きく上

<sup>1</sup> また社債買入目標額200億（全会一致）、国債買入れ目標額3,750億ポンド（賛成6 vs 反対3）も据え置いた。

回ったが、余剰人員解雇の増加の兆しはほとんどない。8月までの3カ月で失業率は4.5%に低下し、被雇用者数も継続して拡大し、求人数は増加している。また一時帰休者の大半が復職するとBOEはみており、利上げの環境が整ったとの評価もあった。ただし、MPC内では拙速な金融刺激策の引締めは、依然として脆弱なコロナ危機からの回復を危うくするとの恐れが勝った模様だ。12月のMPCでは、タカ派のラムステン副総裁とソンドース委員に加え、ベイリー総裁が利上げに票を投じるとみられている。一方、テンレイロ委員は最も利上げに抵抗しており、マン委員とハスケル委員も据え置きに票を投じる可能性が高い<sup>2</sup>。

図表2 英国インフレ率（CPI）の予測と要因分解（左）、英国労働市場データ（右）



(出所) 英国統計局、英国予算局、BOE より大和総研作成

なお、ユーロ圏のインフレ率（HICP）は10月に4.1%に達し、2008年以來、13年ぶりの高水準に到達した。欧州の市場関係者は、2022年末までに、欧州中央銀行（ECB）が利上げに踏み切るとの観測を強めているものの、当のラガルド ECB 総裁は、ユーロ圏のインフレ圧力は一時的なもので、利上げは当面様子見という見解を崩していない。金融政策据え置きを決めた10月28日の政策理事会後の記者会見でラガルド ECB 総裁は、（インフレは一時的であり）ユーロ圏のインフレ率は引き続き目標の2%を下回るとの考えを強調した。ECB、BOEともに利上げに躊躇する姿勢が明確になるにつれ、金融市場は中央銀行がインフレ制御できないものと捉え、債券価格のボラティリティが大きくなっている。

<sup>2</sup> チーフエコノミストのピル氏、ブロードバンド副総裁およびカンリフ副総裁らは、どちらを支持するかははっきりしていないため、キャストリングボードを握る可能性が高い。

## 利上げ据え置きは、グリーンフレーションが原因か？

金融政策発表後の記者会見で、ベイリー総裁は、「金利据え置きの決定は自身にとって非常にむずかしいものだった」ことを明かした。そのうえで利上げが近づいていることを強調するためにも、今回発表された経済見通しで、「現行の政策金利を続ければ物価安定性が達成されるとは示唆していない」と述べた。今後の経済指標（特に労働市場に関するデータ）が同報告書の基本見通しに全般的に沿ったものであれば、「今後、数カ月内に利上げをする必要がある」としている。11月の金融政策報告書では、利上げに踏み切れれば、2022年後半にはインフレ率は大きく低下し、見通し期間の終わりにはやや2%を下回ると予想している。ただ利上げしなければ、予想期間を通じて2%を上回り続けるとしている。

またBOEは、利上げを見送ったもう1つの理由に、エネルギー価格を巡る不確実性の大きさを挙げている。BOEは2022年4月までにOfgem<sup>3</sup>がさらにガス料金を35%、電気料金を20%程度引き上げると予想している。ただ英国では過去20年で、再生可能エネルギーなどのクリーンエネルギーへの移行を加速させており、これによりBOEは長期的な見通しに関して確信を持っていない。特に再生可能エネルギーには発電量のばらつきがつきものであり、想定されていた気象条件から逸脱すれば発電量は落ちる。再生可能エネルギー発電の割合がさらに拡大していけば、気候変動による電力不足も深刻となり、安定化技術が開発されるまでの「つなぎ」と目されている天然ガスの価格も高騰が予想されるなどの不確実性が顕在化する。既に9月以降、英国ではガス・電気の卸売価格上昇が止まらず、10月にOfgemがエネルギー価格の上限を引き上げたため、家計にはガス・電力料金の更なる上昇が迫っている。9月初めから、小売り向けのエネルギー供給会社18社が破綻し、これら企業を利用していた世帯（およそ200万世帯）の多くは、これまでよりも高額な料金に直面することになる。さらに風力発電や太陽光発電に必要な銅など一部コモディティ価格の上昇も指摘されている。最近では、このような急激なグリーン経済への移行を促進するための政策が結果的に意図せず招く物価上昇を、「グリーンフレーション（Greenflation）<sup>4</sup>」と呼び、その危険性に警戒が高まっている。

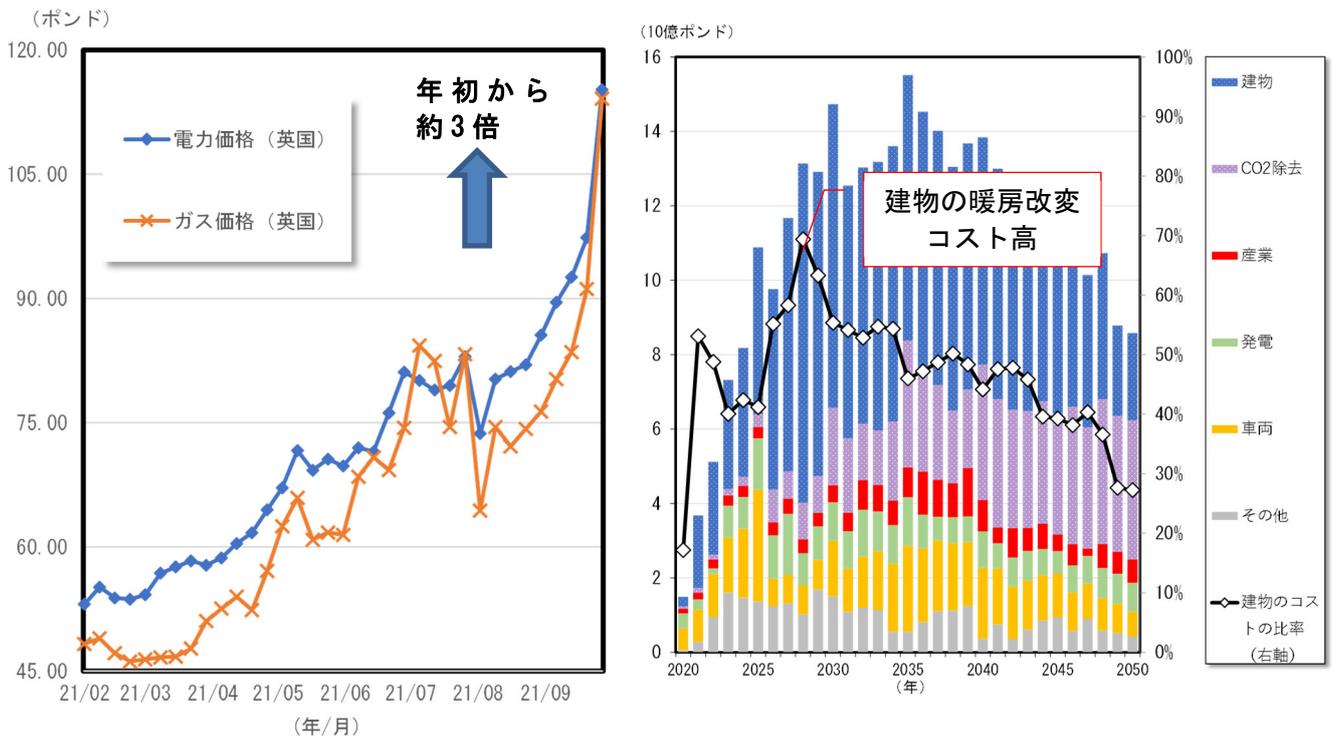
OBRの試算によれば、英国では温室効果ガス・ネットゼロへの移行にかかる政府負担支出が2020年代、2030年代に高止まりし、その後、2040年代以降によりやうく政府のコスト負担は後退するという。その大部分は、建物の脱炭素使用の改築（特に暖房）によるものであり、30年間で1,640億ポンド（全体の48%）も必要となると推定されている。英国政府はガスボイラーを用いた暖房による排出量が大きい点を懸念し、2035年までに新規設置される暖房を低炭素なものにするという目標を発表している。ガスボイラーから電気ボイラー（通称ヒートポンプ）への切替えのため、4億5,000万ポンド規模の暖房更新スキームが導入される予定になっている。ヒートポンプは熱効率が非常に高く、化石燃料ではなく電力を動力源とするものの、技術面での不安や高額な費用が切替えのネックと認識されている（無論、グリーンフレーションも

<sup>3</sup> 英国のガス・電力市場局（Office of Gas & Electricity Market）であり、市場監視および消費者保護の観点に立った規制当局である。電力とガスのパッケージ販売など、電力及びガス市場が融合されたことを受け、双方の規制当局を統合し、1999年に設立された。

<sup>4</sup> 気候変動対策（グリーン経済移行）の促進が物価上昇（インフレーション）を引き起こす現象を表す造語。

誘発する)。政府が 2050 年までのネットゼロ達成を急ぐあまり、広く普及しているガスボイラーからヒートポンプへの切替えを義務化するのではないかとの臆測もあり、このように恒久的に経済や生活様式の変更を強いる前に、もっと広範な議論を尽くすべきだとの声も上がっている。

図表3 英国の電力・ガス価格（左）と英国のネットゼロへの政府負担コスト（右）



(出所) Ofgem、英国予算局 (OBR)、英国気候変動委員会より大和総研作成

## COP26 による脱炭素移行がエネルギー価格高騰にさらに拍車をかける？

BOE の利上げ据え置き決定に先立つ 10 月 30 日、ローマで開催された G20 では、石炭火力発電所に対する国際的な公的資金供給を 2021 年末までに中止することが合意された。ただし、脱石炭への合意形成を目指す英国を中心とする一部諸国では、それでも不十分という評価が大勢であり、英国のジョンソン首相は「グラスゴーで開催される COP26 が失敗すれば、全てが失敗する」と述べ、COP26 での更なる進捗が必要との認識を強調した。COP26 は政府間協議の場だが、今回は政府による大きな動きは期待できないという。米国の公約に対する期待値は低く、中国やロシアが気候変動対策に関する公約の引上げをするとは考えられていないためである。

中国の習主席が COP26 に出席しないどころか、ビデオ会議にも参加せず、代表団も気候変動対策に関し、コミットメントをほぼ見せていないことから、米国のバイデン大統領領や欧州首脳らはブレイクスルー・アジェンダを実現するために、インドネシアやインド、南アフリカとい

った国との合意形成に尽力している。世界最大の排出国である中国は G20 で、欧米からのプレッシャーに屈せず、気候変動対策の強化に応じなかった。米国のバイデン大統領やジョンソン首相は世界有数の石炭輸出国、インドネシアのウィドド大統領と二国間協議を実施した。同国は排出量では全世界の 10 位と同 1 位の中国よりは少ないが、経済は急速に成長しつつある。ジョンソン首相によれば、インドネシアは 2040 年までに石炭火力発電所を段階的に廃止することを検討する可能性があるという。このように COP26 では、気候変動対策に関する中国の撤退を受けて、地域的な影響力を持つ諸国、特に東南アジア地域への働きかけが強化されている。中国の門前に位置するベトナムが 2050 年までにネットゼロ達成という目標を 11 月 1 日に発表したことは、このような努力の成果として認識されている。

図表 4 CO2 排出量上位国（左）と COP26 で発表された公約内容（右）（11 月 4 日時点）

| 順位 | 国名     | 排出量<br>(1,000トン、<br>2018年) | 日時    | COP26での新たな公約・取り決め   |
|----|--------|----------------------------|-------|---|
| 1  | 中国     | 10,313,460                 | 11月1日 | <b>インド</b> : 2070年までにネットゼロ達成、2030年までに再生可能エネルギーが発電量の半分を担う。<br><b>ブラジル</b> : 2030年までに排出量を50%削減(43%から引上げ、ただし基準年が不明)。<br><b>ベトナム</b> : 2050年までにネットゼロ達成。   |
| 2  | 米国     | 4,981,300                  | 11月2日 | <b>米国</b> : 2030年までに世界的なメタン排出量を30%削減(EUとともに「Global Methane Pledge」を促進)。<br><b>英米EU南ア</b> : 「Just Energy Transition Partnership」締結: 南アの石炭依存軽減に向け85億ドル拠出。<br><b>エクアドル</b> : ガラパゴス諸島周辺の保護地区を大幅拡大<br><b>英米印中など</b> : 「Glasgow Breakthrough Agenda」合意、リーン技術導入に向けた協調計画。 |
| 3  | EU     | 2,871,000                  |       |   |
| 4  | インド    | 2,434,520                  |       |   |
| 5  | ロシア    | 1,607,550                  |       |   |
| 6  | 日本     | 1,106,150                  | 11月3日 | <b>英国</b> : 世界初のネットゼロに沿った金融都市を実現。<br><b>メキシコ</b> : Global Methane Pledgeおよび森林・土地利用宣言に参加、持続可能な海洋経済2021~2024年に向けた計測戦略の準備。<br>「Glasgow Financial Alliance for Net Zero」: 金融機関450社がネットゼロへの移行に向け金融支援   |
| 7  | ドイツ    | 709,540                    |       |   |
| 8  | 韓国     | 630,870                    |       |   |
| 9  | イラン    | 629,290                    | 11月4日 | <b>チリ、シンガポール</b> : 「Powering Past Coal Alliance」に参加。石炭火力発電所の新設禁止を20か国が表明(ベトナム、ポーランド、モロッコなど)。<br>石炭火力発電の段階的廃止: 新たに28か国がコミットメント。  |
| 10 | インドネシア | 583,110                    |       |   |

(出所) 世界銀行、COP26 より大和総研作成

これに加えて、成長を続けるメキシコやブラジルといった国に、野心的な気候変動対策目標を設定させることで、英米は産業革命前比で平均気温上昇を 1.5 度内に留めるという目標達成を目指している。平均気温がこれ以上になれば、海面上昇や干ばつ、激しい嵐など気候変動を回避できない状況になる。ブラジルは 11 月 1 日に、2028 年までにアマゾンの違法伐採を廃絶し、2030 年までに温室効果ガス排出量を半減させ、2050 年までにネットゼロを達成する目標を発表した。ただし、温室効果ガス・ネットゼロ前倒しなどの野心的な公約は化石燃料インフラ投資の減少に拍車をかけ、急速なグリーンシフトによって、意図しないままにグリーンフレイションを誘発する可能性が高い。COP26 で先進諸国が新興国に対し脱炭素化の圧力をかければ、

更なるエネルギー価格上昇を招き、インフレスパイラルに陥る恐れが指摘されている。

また、バイデン大統領とケリー気候変動特使はインドのモディ首相とも積極的な交渉を行い、世界第三位の排出国であるインドが、2030年までに再生可能エネルギー発電量450GWを達成するために、官民両セクターからの金融支援を得られるような合意形成を目指している。モディ首相はCOP26で2070年までにネットゼロ達成という新たな目標を発表したほか、2030年前までにクリーンエネルギー容量の大幅拡大や排出集約度の低下といった目標を明らかにしている（ただインドの目標は少々物足りないといえる向きも多い）。

## インフレは本当に一時的なのか？

金融市場は11月4日の金融政策発表にあたり、BOEが主要中銀の先陣を切り、インフレ圧力を早い段階で抑制するために、利上げに向かうと確信していたのが実情である。FRBやECBに比べ、BOEは過去にインフレ目標を下回った時期が短く、それを補うために目標超過の期間を長く許容する必要はない。また英国ではブレグジットやコロナ危機により、移民流入数が減り、労働供給が他国に比べ長期的に抑制される可能性もある。英米で1970年代後半から1980年代初めに起きたスタグフレーションの経験から、この状況でインフレが抑制できない水準にまで達してしまえば、もとの水準に戻すには時間がかかり、苦痛を伴うことになるとの懸念が生じていることも、利上げを急ぐ理由である。物価高は短期的には経済成長の重しとなっていることは明白である<sup>5</sup>。

その一方で、今回のインフレは「一時的」なものであり、ロックダウンの期間中、使い道がなく積み上がった過剰貯金を消費者が使おうとした際に、ブレグジットやコロナ危機による供給制約が起きたことが原因との見解もある。コロナ危機からの異例な回復ペースが一時的なインフレを招いたという考えによるものといえるためである。それでも採用難となっているトラック運転手などの例外を除き、広範な賃金上昇の兆しは見られていない。国民所得は依然としてコロナ危機前の水準に戻っておらず、コロナ危機による打撃が永続的な影響になるかどうかを見極めるには時期尚早であるという。見通しが不確かな中、BOEが市場のプレッシャーを受けて急いで利上げをしなくてもよいとの意見も根強い。インフレはいずれ低下するので、現時点での利上げは不要という考え方である。さらに英国の秋の予算案からは、政府支出が大幅に拡大するが、増税により向こう12カ月で家計や企業の税負担が大きく増えることが明らかとなっている。このような状況下で、コロナ危機後の回復が停滞しつつあるときに、需要をさらに抑制するような利上げをすべきかどうか、疑問を呈する声があったことも確かである。また足許で英国が利上げに踏み切れば、国家財政への影響も甚大なものになる可能性がある。本来、インフレは、公的債務の価値を実質ベースで低下させるため、政府の役に立つこともあると考

<sup>5</sup> BOEは9月までの3カ月における経済成長率を1.5%と予想しており、8月の見通し発表時からほぼ半減となる。その結果、英国経済がコロナ危機前の水準に戻るのには2021年末ではなく、2022年初以降と後ろ倒しされた。2021年の経済成長率も7.25%から6%へと、2022年は6%から5%へと下方修正された。

えられてきた。しかし、今や英国の公的債務の約 21%は物価連動国債（インフレ連動型）<sup>6</sup>で、4 割弱を BOE が QE プログラムのもとに買い入れている。その結果、短期的な金利上昇は政府により大きな影響を与えることになる。

いずれにせよ、コロナ危機の被害から経済が回復するにつれ、来年以降の順調な景気回復への期待は消え去りつつあると言っても過言ではない。せいぜい 2023 年以降は低調な成長となるか、最悪の場合には、1970 年代ほどひどくはないもののスタグフレーションが到来すると予想されている。今回のインフレは当初、持続的な現象というよりは、物価レベルの一時的な変化で、輸入物価経由のコストプッシュ型インフレとみなされていた。現在ではインフレ誘発の要因は、急速な脱炭素による意図せぬ副次的影響や当初の想定より長引いている供給サイドの混乱とされ、インフレがこのまま収束するとは限らないと懸念されている。

近年、気候変動が最重要課題になると、投資家は ESG 課題に重点を置くようになり、化石燃料を主体とした工場や発電所などのインフラ資本投入は限定されるようになった。コロナ危機後に広範なセクターでの需要が再度拡大したが、それに対応するインフラは不十分となっており、エネルギー価格の上昇が続いている。現在英国グラスゴーで開催されている COP26 で議論される脱炭素政策には、グリーンフレーションに対する懸念を含め、より柔軟な政策を議論する必要性があると言っても過言ではない。

(了)

<sup>6</sup> 2021 年 3 月発表の英国財務省資料によれば、2020 年末時点での英国政府債務の内訳は、物価連動債が 4,481 億ポンド（21%）、固定利付国債が 1 兆 3768 億ポンド（65%）、国庫短期証券（T-Bill）が 620 億ポンド（4%）、その他 2,084 億ポンド（10%）となっている。