

欧州景気概況(2017年7月)

調査部 研究員 土田 陽介

【目次】

. 景気概況

【ユーロ圏】 景気は緩やかに拡大している p.1

【英国】 景気は緩やかに拡大しているが、弱めの動きもみられる p.3

【ロシア】 景気は緩慢ながらも回復している p.5

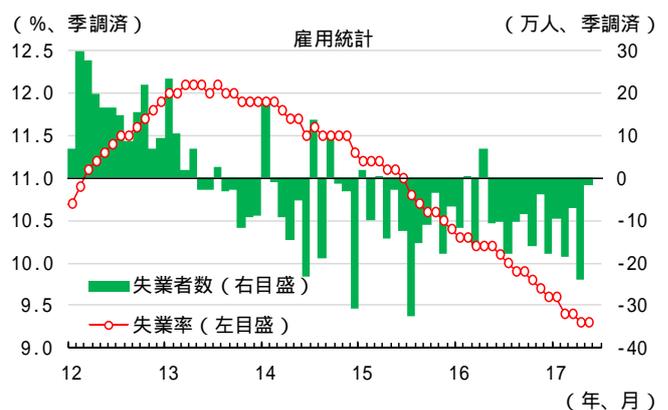
. 今月のトピック

年後半もユーロは強いのか p.7

景気概況

【ユーロ圏】～景気は緩やかに拡大している

- ・ユーロ圏景気は緩やかに拡大している。1～3月期の実質GDP（確報値）の前期比成長率は+0.6%と、3四半期連続で伸びが加速した。好調な総固定資本形成をはじめ、内需、外需ともにバランスが取れた経済成長が続いている。また6月の景況感指数は111.1と前月から上昇するとともに、4～6月期の平均水準も110.0と1～3月期（108.0）から上昇している。
- ・企業部門では、4月の製造業生産が前月比+0.1%と増勢は底堅い。同月のコア製造業受注は同-1.1%と1月以来の減少に転じたが、増加基調は保たれている。対外面を見ると、名目輸出の季調値が増加基調を維持しており、外需も堅調に推移している。企業の景況感は製造業や建設業で改善が続く一方で、サービス業や小売業ではもたつきが見られる。総じて評価すると、企業部門は緩やかな回復が続いていると判断される。
- ・家計部門では、5月の小売数量が前月比+0.4%と増勢が再び加速した。また同月の新車販売台数も前月比+3.0%の年率1,117万台と、好調を維持している。個人消費を取り巻く環境についてみると、まず雇用情勢に関しては、5月の失業率は9.3%と横ばいにとどまり、失業者数も1.6万人減に勢いを弱めたが、緩やかな改善基調にある。他方で物価動向については、6月の消費者物価が前年比+1.3%と上昇の鈍化が続いており、穏やかなインフレとなっている。家計の景況感も改善が続いており、消費は緩やかに増加していると判断される。こうした中で、欧州中央銀行の金融緩和修正観測が高まっている。



(出所) 欧州連合統計局 (ユーロスタット)、欧州中央銀行 (ECB)

ユーロ圏の主要経済指標

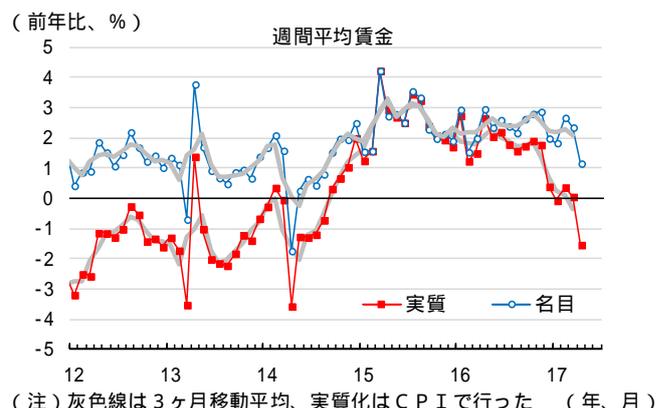
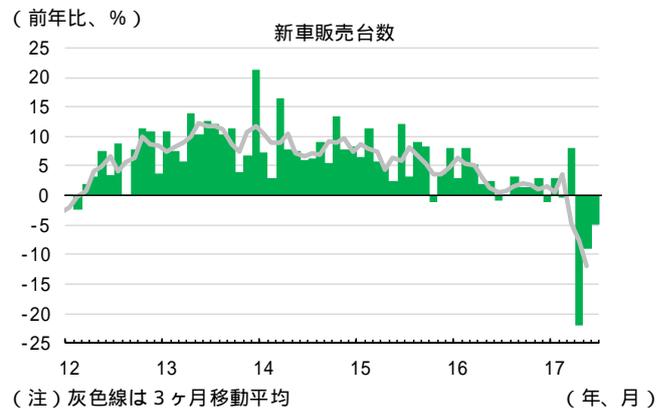
		2014	2015	2016	16/	17/	17/	17/2	17/3	17/4	17/5	17/6	
全体	実質GDP成長率(前期比、%)*	1.2	2.0	1.8	0.5	0.6	-	-	-	-	-	-	
	個人消費(寄与度、%ポイント)	0.4	1.0	1.1	0.2	0.2	-	-	-	-	-	-	
	総固定資本形成(寄与度、%ポイント)	0.7	0.6	0.6	1.1	0.3	-	-	-	-	-	-	
	景況感指数(長期平均=100)	101.4	104.2	104.8	106.9	108.0	110.0	108.0	108.0	109.7	109.2	111.1	
	ドイツ	105.1	105.2	105.9	108.6	108.9	110.8	108.3	109.2	111.0	109.5	111.9	
	フランス	96.1	99.7	102.3	103.5	105.3	107.9	105.9	105.1	106.2	107.6	109.8	
	イタリア	99.9	105.8	105.2	104.4	105.6	106.4	105.7	105.6	107.0	106.1	106.1	
スペイン	102.2	108.7	106.3	107.2	107.7	108.4	108.7	106.9	107.9	108.4	108.9		
景気	企業部門	鉱工業生産(前期比、%)*	1.3	3.7	1.4	1.0	0.1	-	-0.1	0.2	0.5	-	-
		うち製造業(前期比、%)*	1.7	2.4	1.6	0.8	0.3	-	0.5	0.7	0.1	-	-
		製造業受注(前期比、%)*	5.6	7.8	2.4	3.4	1.3	-	2.7	0.3	0.2	-	-
		うちコア(前期比、%)*	2.7	3.3	0.4	3.6	1.0	-	1.9	1.1	-1.1	-	-
		設備稼働率(%)	80.3	81.2	81.8	82.4	82.2	82.6	-	-	-	-	-
		製造業景況感指数(平均=-6.4)	-3.8	-3.1	-2.7	-0.6	1.1	3.3	1.3	1.3	2.6	2.8	4.5
		サービス業景況感指数(平均=9.5)	4.7	9.2	11.2	12.4	13.2	13.5	13.9	12.8	14.2	12.8	13.4
		小売業景況感(平均=-7.9)	-3.1	1.6	1.5	1.8	2.0	3.2	1.8	1.8	3.1	2.0	4.4
		建設支出(前期比、%)*	1.7	-1.0	1.9	0.0	0.8	-	5.5	-1.1	0.3	-	-
		建設業景況感(平均=-18.1)	-26.6	-22.4	-16.6	-13.1	-11.0	-5.0	-10.1	-9.9	-6.0	-5.6	-3.5
家計部門	小売数量(前期比、%)*	1.5	3.1	2.2	0.9	0.3	-	0.5	0.4	0.1	0.4	-	
	新車販売台数(年率、万台、季調済)	891	970	1,040	1,049	1,084	-	1,089	1,083	1,085	1,117	-	
	消費者信頼感(平均=-12.6)	-10.2	-6.3	-7.8	-6.5	-5.5	-2.7	-6.4	-5.1	-3.6	-3.3	-1.3	
	住宅価格(前年比、%)	0.3	1.7	3.4	4.1	-	-	-	-	-	-	-	
政府部門	財政収支(対GDP比、%)	-2.6	-2.1	-1.5	-1.5	-	-	-	-	-	-	-	
	公的債務残高(対GDP比、%)	91.8	90.1	89.1	89.1	-	-	-	-	-	-	-	
国際収支	経常収支(10億ユーロ)	252.2	336.2	373.0	76.0	90.8	-	34.3	33.8	22.2	-	-	
	貿易収支(10億ユーロ)	182.1	238.6	268.4	71.2	45.4	-	16.6	29.9	17.9	-	-	
	輸出(前年比、%)	2.2	5.3	0.5	2.4	10.6	-	5.0	14.4	-2.8	-	-	
	輸入(前年比、%)	0.7	2.7	-1.1	2.5	13.4	-	6.7	16.0	2.7	-	-	
雇用賃金	失業率(%,季調済)	11.6	10.9	10.0	9.7	9.5	-	9.4	9.4	9.3	9.3	-	
	失業者数(前期差、万人、季調済)	-65.9	-124.0	-115.8	-37.6	-35.3	-	-18.7	-7.1	-23.8	-1.6	-	
	名目賃金・給与(前年比、%)	1.3	2.1	1.4	1.6	1.3	0.0	-	-	-	-	-	
物価	消費者物価(前年比、%)	0.4	0.0	0.2	0.7	1.8	1.5	2.0	1.5	1.9	1.4	1.3	
	同コア(前年比、%)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	1.1	0.9	0.7	1.2	0.9	1.1	
	生産者物価(前年比、%)	-1.5	-2.7	-2.3	0.5	4.0	-	4.5	3.9	4.3	3.3	-	
金融	M3(前年比、%)	3.5	5.9	4.7	4.7	5.0	-	4.7	5.4	4.9	4.8	-	
	銀行貸出(前年比、%)	-1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	-	1.0	1.5	1.3	1.2	-	
	政策金利(年利、%)	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	EURIBOR3ヶ月物(年利、%)	0.20	-0.03	-0.27	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	
	ドイツ10年債金利(年利、%)	1.24	0.53	0.14	0.19	0.35	0.31	0.33	0.39	0.26	0.38	0.29	
	Eurostoxx50(期中値、91/12/31=1,000)	3,145	3,446	3,004	3,092	3,340	3,548	3,293	3,427	3,492	3,604	3,548	
	ユーロ/円(期中値)	140.5	133.6	120.4	119.6	120.1	124.6	118.8	119.6	121.8	124.4	127.8	
	ユーロ/ドル(期中値)	1.32	1.10	1.10	1.07	1.07	1.12	1.06	1.07	1.09	1.12	1.14	

(注)*のついた前期比は年次データが前年比、四半期データが季調済前期比、月次データが季調済前月比を意味している。

(出所) 欧州連合統計局(Eurostat)、欧州委員会ECFIN、欧州中央銀行(ECB)などの資料から作成。

【英国】～景気は緩やかに拡大しているが、弱めの動きもみられる

- ・英国景気は緩やかに拡大しているが、弱めの動きもみられる。1～3月期の実質GDP（確報値）の前期比成長率は+0.2%と、16年10～12月期（同+0.7%）から増勢が失速した。また6月の景況感指数は109.3と前月から上昇したものの、4～6月期平均水準は109.3と1～3月期（108.9）から0.4ポイントの小幅上昇にとどまった。
- ・企業部門では、4月の製造業生産が前月比+0.2%と4ヶ月ぶりに増加したものの、1月以降は減少基調にある。4月の建設支出も前月比-1.6%と再び減少に転じ、均した動きも下を向いている。また4月のサービス業生産も前月比+0.2%と、増勢は緩やかなテンポにとどまっている。景況感指数を業種別に見ると、サービス業を中心に低下基調での推移が目立つ。総じて、企業活動は停滞気味であると判断される。
- ・家計部門では、5月の小売数量（除く石油）が前月比-1.6%と再び減少し、均した動きも再び下向きに転じた。さらに6月の新車販売台数は前年比-4.9%と減少幅が縮小したものの、3ヶ月連続で前年割れとなった。消費を取り巻く環境を見ると、4月の名目週間平均賃金は前年比+1.2%と増勢の鈍化が続いている。他方で5月の消費者物価（CPI）は総合指数が前年比+2.9%と上昇を加速させており、所得環境は悪化が続いている。ポンド安に伴い家計の期待インフレも高止まりしていることから、消費は低迷していると評価される。
- ・こうした中で、物価上昇の加速を理由に、中央銀行であるイングランド銀行の利上げ観測が高まってきている。6月の委員会（MPC）では9名中3名の委員が利上げに投票した。



(出所) 英国統計局 (ONS)、英自動車工業会 (SMMT)、欧州委員会 ECFIN

英国の主要経済指標

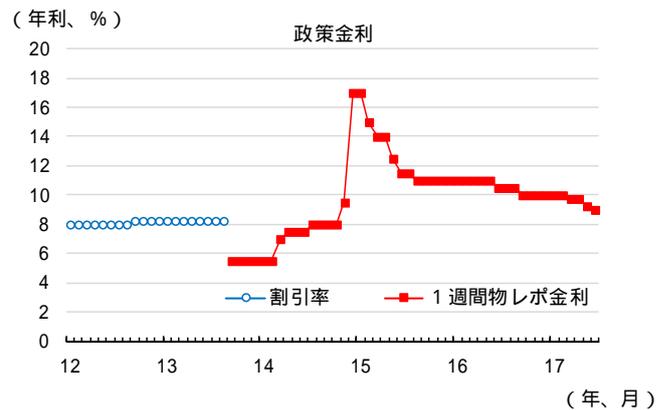
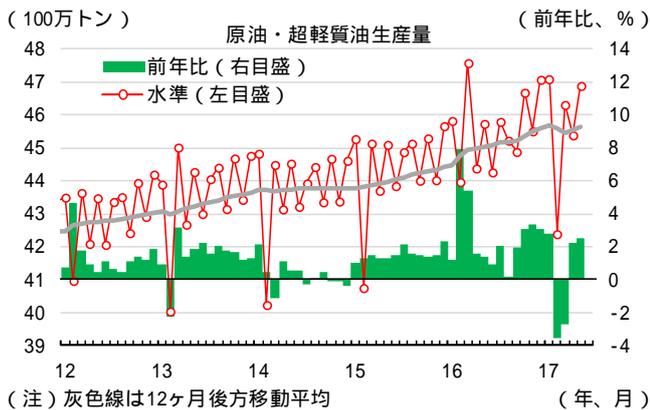
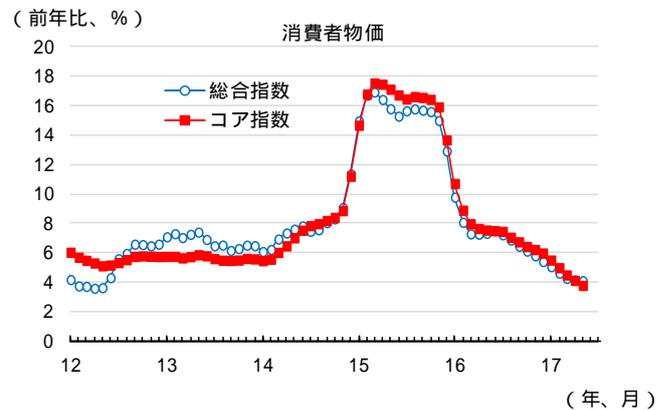
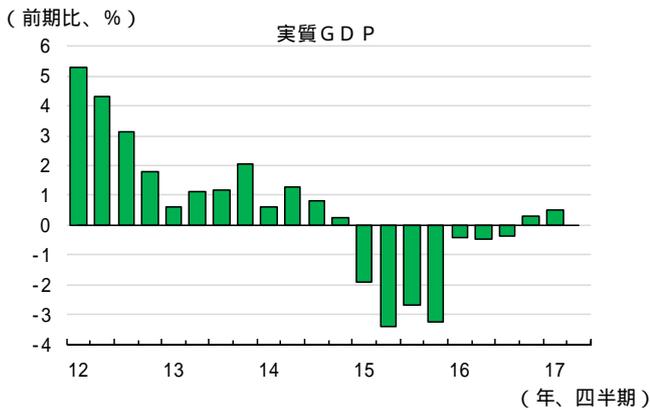
		2014	2015	2016	16/	17/	17/	17/2	17/3	17/4	17/5	17/6	
景気	全体	実質GDP成長率(前期比、%)*	2.6	2.2	1.8	0.7	0.2	-	-	-	-	-	-
		個人消費(寄与度、%ポイント)	1.3	1.5	1.7	0.4	0.2	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成(寄与度、%ポイント)	1.1	0.6	0.1	0.0	0.2	-	-	-	-	-	-
		景況感指数(長期平均=100)	115.0	111.0	105.5	107.1	108.9	109.3	109.4	110.2	110.5	108.2	109.3
	企業部門	鉱工業生産(前期比、%)*	0.3	0.2	0.5	0.4	0.1	-	-0.8	-0.6	0.2	-	-
		うち製造業(前期比、%)*	0.7	-0.2	0.5	1.2	0.3	-	-0.4	-0.6	0.2	-	-
		サービス業生産(前期比、%)*	1.1	0.5	0.7	0.7	0.1	-	-0.1	0.4	0.2	-	-
		設備稼働率(%)	82.0	82.4	80.1	80.5	81.2	83.0	-	-	-	-	-
		事業投資(前期比、%)*	0.8	0.5	-0.2	-0.9	0.6	-	-	-	-	-	-
		製造業景況感指数(平均=-8.5)	7.2	0.0	-1.8	3.1	9.1	9.8	9.9	9.7	6.6	9.9	13.0
		サービス業景況感指数(平均=4.6)	24.8	17.6	4.0	3.8	2.1	1.6	2.6	5.4	8.5	-1.2	-2.4
		小売業景況感(平均=1.3)	4.4	3.1	-2.4	-4.9	-4.6	-6.2	-4.3	-4.3	-5.0	-6.1	-7.4
建設支出(前期比、%)*		1.8	0.8	0.7	1.0	1.1	-	-1.3	0.7	-1.6	-	-	
建設業景況感(平均=-20.7)		-5.8	-6.2	-4.9	-7.2	-3.7	-4.5	-8.1	6.0	0.6	-11.9	-2.2	
家計部門	小売数量(前期比、%)*	1.3	0.9	1.4	1.0	-1.6	-	1.4	-1.4	2.5	-1.1	-	
	除く石油(前期比、%)*	1.4	0.7	1.5	1.3	-1.4	-	1.2	-1.0	2.1	-1.6	-	
	新車販売台数(前年比、%)	8.2	6.2	2.3	1.0	3.5	-11.9	-0.3	8.1	-22.0	-8.9	-4.9	
	消費者信頼感指数(平均=-8.6)	4.4	3.1	-2.4	-4.9	-4.6	-6.2	-4.3	-4.3	-5.0	-6.1	-7.4	
住宅部門	イグランド住宅着工件数(年率、万戸、季調済)	14.0	14.6	15.4	16.8	17.3	-	-	-	-	-	-	
	実質新規建設(住宅)受注(前期比、%)*	-3.9	2.2	1.0	-3.0	1.1	-	-	-	-	-	-	
	ネーションワイド住宅価格(前年比、%)	9.8	4.4	4.9	4.5	4.1	2.6	4.5	3.5	2.6	2.1	3.1	
政府部門	財政収支(10億ポンド)	-56.9	-37.2	-13.7	-11.0	27.6	-	5.8	5.3	-7.5	-3.9	-	
	公的純債務残高(対GDP比、%)	84.2	84.6	85.7	85.7	86.5	-	85.1	86.5	85.9	86.5	-	
国際収支	経常収支(10億ポンド)	-85.0	-80.2	-84.5	-12.1	-16.9	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支(10億ポンド)	-36.2	-29.8	-37.0	-4.8	-9.3	-	-2.6	-3.9	-2.1	-	-	
	輸出(前年比、%)	-1.1	1.2	5.9	12.7	14.2	-	13.1	16.7	10.2	-	-	
	輸入(前年比、%)	-1.5	-0.1	6.9	11.5	13.1	-	10.4	13.4	6.7	-	-	
雇用賃金	失業率(%,季調済、3ヶ月平均)	6.2	5.4	4.9	4.8	4.6	-	4.7	4.6	4.6	-	-	
	雇用者数(前期差、万人、3ヶ月平均)	65.2	58.6	29.7	4.6	12.2	-	-1.1	11.2	0.7	-	-	
	名目週間平均賃金(前年比、%)	1.3	2.5	2.4	2.6	2.3	-	2.7	2.4	1.2	-	-	
物価	消費者物価(前年比、%)	1.5	0.1	0.6	1.2	2.2	-	2.3	2.3	2.7	2.9	-	
	同コア(前年比、%)	1.6	1.1	1.3	1.4	1.8	-	2.0	1.8	2.5	2.6	-	
	生産者投入物価(前年比、%)	-6.6	-12.8	2.3	14.2	18.7	-	19.3	16.8	15.6	11.6	-	
	生産者産出物価(前年比、%)	0.0	-1.7	0.5	2.5	3.6	-	3.7	3.6	3.6	3.6	-	
金融	M3(前年比、%)	-0.5	-0.1	6.9	10.5	10.2	-	10.0	10.6	11.7	10.9	-	
	国内向け銀行貸出(前年比、%)	-5.1	-0.8	4.7	6.7	6.2	-	5.8	6.7	7.1	6.9	-	
	政策金利(年利、%)	0.50	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	
	LIBOR3ヶ月物(年利、%)	0.54	0.57	0.50	0.39	0.35	0.31	0.36	0.35	0.33	0.31	0.29	
	10年債平均金利(年利、%)	2.50	1.86	1.25	1.29	1.18	1.05	1.07	1.06	1.01	0.96	1.18	
	FT100指数(期中値、91/12/31=1,000)	6,682	6,596	6,470	6,925	7,270	7,383	7,240	7,360	7,264	7,423	7,464	
	ポンド/円(期中値)	174.2	185.1	147.6	136.0	140.8	142.3	141.1	139.4	139.5	145.3	142.1	
	ドル/ポンド(期中値)	1.65	1.53	1.35	1.24	1.24	1.28	1.25	1.23	1.27	1.29	1.28	

(注)*のついった前期比は年次データが前年比、四半期データが季調済前期比、月次データが季調済前月比を意味している。

(出所)英国統計局(ONS)、欧州委員会ECFIN、イングランド銀行(BOE)などの資料から作成。

【ロシア】～景気は緩慢ながらも回復している

- ・ロシア景気は緩慢ながらも回復している。連邦統計局によると、1～3月期の実質GDP（速報値）は前年比+0.5%と、増勢が前期（同+0.3%）よりも加速した。また経済開発貿易省が試算した5月の実質GDPは前年比+3.1%と4月（同+1.7%）よりも増勢を強めており、景気の回復基調は保たれていると判断される。
- ・企業部門では、5月の鉱工業生産が前年比+5.6%と増勢の加速が続いている。内訳を見ると鉱業が同+5.6%と一段と上昇し、また製造業も同+5.7%に反発した。なお同月の原油・超軽質油生産量は前年比+2.5%と4月より増勢が強まったものの、均した水準は横ばい圏で推移しており、石油輸出国機構（OPEC）との間で結ばれた合意は遵守されている模様である。総じて、生産は緩慢な増加基調を維持しているとみられる。
- ・家計部門では、5月の小売売上高が前年比+0.7%と4月（同+0.1%）から増勢を強めた。また5月の新車販売台数も前年比+15.0%と、3ヶ月連続で前年水準を上回った。消費を取り巻く環境を見ると、5月の失業率が5.2%と低下が続くなど、雇用は緩やかに改善している。また同月の消費者物価は前年比+4.1%と前月と同じ水準にとどまっており、インフレも穏やかになっている。こうしたことから消費は持ち直しが続いていると判断される。
- ・こうした中でロシア中銀は6月の会合で今年3回目となる利下げを行い、政策金利である1週間物レポ金利を年9.00%に引き下げた。インフレが落ち着く中でロシア中銀は引き続き年後半にかけて利下げを進め、景気回復をサポートするものと予想される。



（注）灰色線は12ヶ月後方移動平均
（出所）ロシア連邦統計局、同中央銀行

ロシアの主要経済指標

		2014	2015	2016	16/	17/	17/	17/2	17/3	17/4	17/5	17/6	
景気	全体	実質GDP（前年比、%）	0.7	-2.8	-0.2	0.3	0.5	-	-	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、%ポイント）	1.1	-5.3	-2.3	-1.6	-	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	-0.1	-2.0	-0.3	-0.1	-	-	-	-	-	-	-
	企業部門	鉱工業生産（前年比、%）	1.6	-0.8	1.3	1.7	0.1	-	-2.7	0.8	2.3	5.6	-
		鉱業（前年比、%）	1.3	0.7	2.7	2.4	1.2	-	0.0	0.2	4.2	5.6	-
		製造業（前年比、%）	2.1	-1.3	0.6	0.9	-0.7	-	-5.1	1.0	0.6	5.7	-
		電気ガス水道（前年比、%）	0.0	-0.6	1.6	5.1	1.3	-	2.7	0.4	5.5	4.7	-
		ウラル産原油価格（ドル/バレル）	97.7	51.3	41.9	48.0	52.1	48.6	53.5	49.8	51.1	49.1	45.7
		鉱業信頼感指数（ポイント）	-2.4	-3.9	-2.3	-5.0	-0.3	0.0	-1.0	1.0	1.0	-1.0	0.0
		製造業信頼感指数（ポイント）	-4.8	-7.1	-5.3	-7.0	-2.3	-1.0	-2.0	-2.0	-1.0	-1.0	-1.0
		電気ガス水道信頼感指数（ポイント）	-2.3	-4.3	-2.2	7.3	-4.7	-7.3	-5.0	-7.0	-8.0	-8.0	-6.0
		建設支出（前年比、%）	-2.7	-4.9	-4.5	-1.5	-4.0	-	-4.5	-5.0	-0.4	3.8	-
	ビル竣工件数（前年比、%）	72.7	13.9	-25.4	1.8	-23.0	-	-	-	-	-	-	
	建設業景況感指数（ポイント）	-6.0	-9.0	-17.0	-21.0	-16.0	-16.0	-	-	-	-	-	
	家計部門	小売売上高（前年比、%）	2.7	-9.8	-4.6	-4.6	-1.6	-	-2.6	-0.2	0.1	0.7	-
		新車販売台数（万台）	249.1	160.2	142.5	40.5	32.2	-	10.7	13.8	12.9	12.5	-
		消費者信頼感指数（ポイント）	-10.5	-26.6	-23.3	-17.9	-14.5	-14.0	-	-	-	-	-
		住宅価格（前年比、%）	1.6	1.3	-5.3	-4.1	-4.1	-	-	-	-	-	-
	政府部門	財政収支（兆ルーブル）	-0.8	-2.8	-3.1	-2.0	3.3	-	-0.3	0.1	-0.2	-	-
公的国内債務残高（兆ルーブル）		7.2	7.3	8.0	8.0	8.3	-	8.2	8.3	8.3	8.5	-	
国際収支	経常収支（10億ドル）	188.0	265.7	143.5	25.0	35.4	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支（10億ドル）	211.2	160.8	103.4	31.5	38.1	-	11.3	13.8	8.7	-	-	
	輸出（前年比、%）	-5.2	-30.6	-16.2	1.9	36.4	-	28.0	34.4	17.5	-	-	
	輸入（前年比、%）	-8.7	-36.1	-0.9	8.6	27.5	-	20.6	20.6	18.3	-	-	
	対外債務（対輸出比率、倍）	1.2	1.5	1.8	1.8	1.7	-	-	-	-	-	-	
賃金・雇用・情勢	失業率（原系列、%）	5.2	5.6	5.5	5.4	5.5	-	5.6	5.4	5.3	5.2	-	
	失業者数（前期差、万人）	-3.4	11.8	-10.7	3.3	1.7	-	3.0	-1.6	-3.2	-3.7	-	
	名目賃金（前年比、%）	9.4	5.0	7.8	7.6	7.2	-	5.6	7.6	8.0	7.9	-	
	実質賃金（前年比、%）	1.5	-9.2	0.7	1.8	2.4	-	1.0	3.2	3.7	3.7	-	
物価	消費者物価（前年比、%）	7.8	15.6	7.1	5.8	4.6	-	4.6	4.3	4.1	4.1	-	
	同コア（前年比、%）	7.5	16.3	7.5	6.2	5.0	-	5.0	4.5	4.1	3.8	-	
	生産者物価（前年比、%）	6.1	12.4	4.0	4.9	-	-	-	-	-	-	-	
金融	M3（前年比、%）	7.5	6.5	11.3	10.8	11.7	-	12.1	11.1	10.1	10.0	-	
	銀行貸出（前年比、%）	20.5	17.8	5.5	-0.5	-3.6	-	-5.2	-1.7	-0.1	-0.3	-	
	政策金利（期末値、%）	17.00	11.00	10.00	10.00	9.75	9.00	10.00	9.75	9.75	9.25	9.00	
	3ヶ月物銀行間金利（期中値、%）	9.1	11.5	9.1	8.6	8.9	8.5	8.6	9.7	9.0	8.5	8.1	
	10年債流通利回り（期中値、%）	9.6	11.0	8.8	8.6	8.3	7.8	8.4	8.1	7.9	7.6	7.8	
	R T S 指数（期中値、ポイント）	1,166.8	865.4	934.6	1,056.7	1,125.8	1,056.2	1,099.5	1,113.8	1,114.4	1,053.3	1,001.0	
	100円/ルーブル（期中値）	36.2	50.7	61.8	57.9	51.7	51.4	51.7	51.3	51.2	50.7	52.2	
	ドル/ルーブル（期中値）	38.5	61.3	67.2	63.0	58.7	57.1	58.5	58.0	56.4	57.0	57.9	
	ユーロ/ルーブル（期中値）	50.9	68.0	74.4	68.1	62.7	62.8	62.4	62.0	60.5	63.0	65.0	
	外貨準備高（期末値、10億ドル）	385.5	368.4	377.7	377.7	397.9	-	397.3	397.9	401.0	405.7	-	

（出所）ロシア連邦統計局（Rosstat）、ロシア連邦中央銀行などの資料から作成。

・年後半もユーロは強いのか

(1) ユーロは17年前半で最強の通貨に

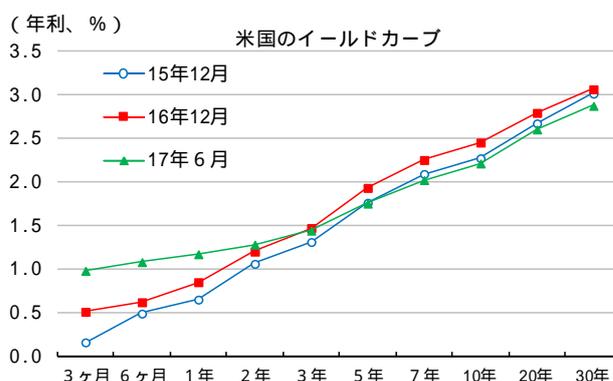
- ・ 米ドル、ユーロ、日本円の主要3通貨のうち、年前半で最も強かった通貨はユーロとなった。図表1にあるように、年初の水準を基準 (=100) とすると、6月末のユーロ相場は対米ドルで8%程度、対日本円で3%程度、それぞれ水準を切り上げている。なお日本円相場も対ドルだと5%程度水準を切り上げているため、主要3通貨のうち、17年上半期最も弱かった通貨は米ドルということになる。つまりユーロが最も強く、次いで日本円であり、米ドルが最弱という順位付けである。
- ・ ではなぜユーロが強かったのか、様々な要因が考えられる。対外面では、米国の成長期待の剥落がある。米国の長期金利(10年国債流通利回り)は、利上げが行われているにもかかわらず低下基調で推移している。いわゆるロシアゲート疑惑などを受けてトランプ大統領の求心力が低下する中で、同大統領が公約に掲げた減税などの景気刺激策が行われる公算が小さくなっている。その結果、米国のイールドカーブがフラット化しているように米国経済への成長期待が剥落しており、ドルの下落につながっている(図表2)。
- ・ 他方対内面では、欧州中央銀行(ECB)の金融緩和縮小観測の高まりがある。ECBは6月の理事会で、足元の景気の好調や物価の上昇、金融面での安定などを背景に、金融政策の時間軸をやや中立寄りに修正した。こうした中で、ECBが金融政策をこれまで示していた時間軸よりも早く修正するのではないかという観測が高まるようになった。つまりECBは17年12月まで、月に6百億ユーロの金融資産を買い入れる量的緩和を実施しているが、それが前倒しで修正されるというわけである。併せて、マイナス圏に引き下げている下限金利(現行年 - 0.40%)を引き上げるタイミングにも、注目が集まっている。

図表1 17年上半期はユーロの独り勝ち



(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表2 剥落する米国の成長期待



(注) 金利水準は各月末値
(出所) 連邦準備制度理事会 (FRB)

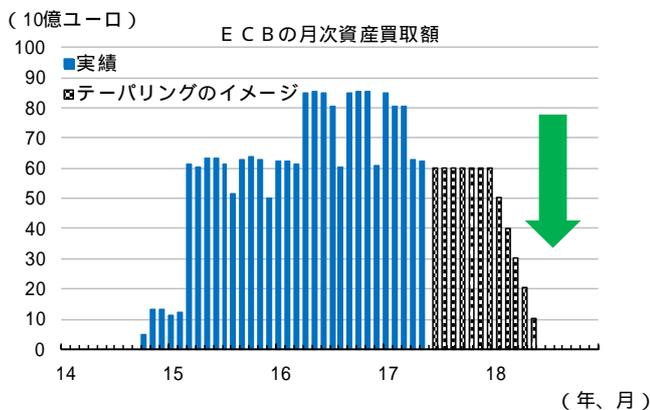
(2) ECBもFRBを踏襲か

- ・ ECBの金融緩和修正プロセスは、市場の期待誘導を円滑に行う観点から、先行事例である米連邦準備制度理事会(FRB)の経験を参考に行われるだろう。したがって、ECBはまず月次の資産購入の段階的な減額(テーパリング)に着手すると考えられる。月に百億ユーロずつ減額すれば、半年で月次の資産購入は終了する。その後は償還分の再投資を通じてバランスシートの規模を維持

し、経済と金融に対する影響を見極めながら、政策金利を徐々に引き上げて行くことになるものと想定される。

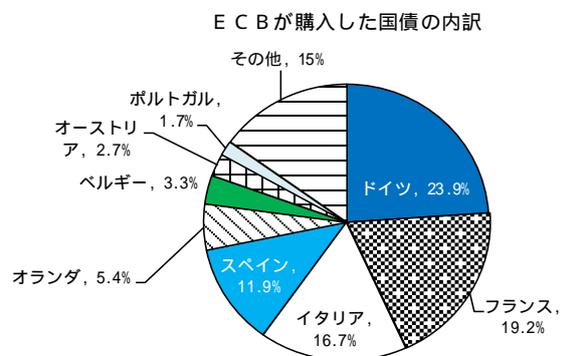
- ・ 言い換えれば、E C Bが資産購入をいきなり終了することはないだろう。ドラギ総裁は物価に対して依然慎重なスタンスを維持しており、金融緩和を修正するにしても引き続き金融緩和的な環境は保たれると公言している。ユーロ圏経済は全体で見れば順調に成長しており、金融も安定しているが、国ごとに見るとその差は大きく、金融緩和の修正を慎重に行う必要がある。この観点から判断すれば、やはりテーパリングという手段が合理的だろう。
- ・ 政策修正のタイミングであるが、テーパリングに対する具体的なアナウンスは早ければ9月7日の理事会か、ないしは10月26日のE C B理事会になるのではないだろうか。また具体的に着手するのは年明けからとなり、順調に行けば前半でテーパリングを完了する時間軸が示されると考えられる(図表3)。その後は一定期間バランスシートの規模の維持が試みられるだろうが、残高の縮小に関するアナウンスが行われるのは当面先のことになるだろう。
- ・ なお実際にバランスシートが縮小される際には、国ごとに経済や金融の体温が異なるために、機械的に資産を減らすことができるF R Bとは異なる戦略が求められることになる。現在、E C Bはその出資比率に応じて各国の国債を購入している(図表4)が、テーパリングに際しても出資比率が遵守されるのかは疑問である。再投資の段階で各国国債の償還年限が調整される可能性もあるのではないだろうか。いずれにせよ、これは18年以降の議論になるだろう。

図表3 . E C Bは年明けにもテーパリングへ



(注) 18年1月から月次の資産購入を100億ユーロずつ減額するシナリオを想定
 (出所) 実績はE C B、テーパリングのイメージはMUR C

図表4 . 購入した国債の内訳



(注1) 17年6月末
 (注2) その他にはEU機関債も含まれる
 (出所) E C B

(3) 年後半もユーロは高値圏で推移

- ・ 金融政策の修正に対する期待を反映して、年後半もユーロは高値圏で推移するだろう。対ドルでは14年以来となる1.20ドル/ユーロ突破の可能性も考えられる。対円でも130~140円程度での推移が見込まれる。ここでE C Bが金融緩和修正に対してより強気のスタンスを見せればユーロには追い風が吹くことになる。もっともバランスシート縮小までには時間を要するし、その実施も慎重なものになると考えられる中では、一方的なユーロ高のトレンドが18年以降も続く可能性は低いとみられる。
- ・ 他方で、E C Bが一転して弱気なスタンスを見せれば、金融緩和の修正を期待して進んだユーロ高

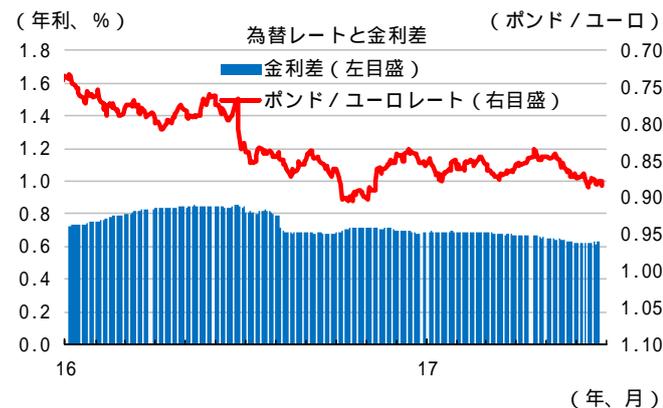
に修正が入ることになる。仮にECBが金融緩和の修正を見送るようなことになれば、今年秋以降はユーロが下落基調に転じるだろう。ここで鍵を握るのは、やはり政治・金融情勢になる。9月24日のドイツ総選挙に関しては、現状では与党、キリスト教民主同盟（CDU）の支持率がトップである一方で、一時台頭が警戒された極右政党、ドイツのための選択（AfD）は求心力を失っている。メルケル首相の続投の有無に関わらず、政治はこれまでの路線で運営が続きそうである。

- ・ 他方で、不確実性が高いのはイタリアの情勢である。イタリアで年内に解散総選挙が行われる観測は根強いが、仮に実施されると、与党民主党が議席数を減らし、支持率で首位に立つ極左の民族主義政党、五つ星運動を首班とする新政権が成立する可能性が高い。イタリアではモンテパスキ（MPS）をはじめとする不良債権問題が深刻であり、政情不安の中で対策が遅れるなどした場合、事態が信用不安に転じる危険性がある。そうした事態が意識され金融不安が高まれば、ECBも金融緩和の修正に慎重にならざるを得ない。
- ・ このように整理していくと、確かにECBは金融緩和の修正に舵を切りつつあるものの、いわゆる緩和の「出口」（つまりバランスシートの縮小開始とマイナス金利の解消）までの道のりは依然厳しく、不透明感は強いままであることが分かる。

（４）BOEにもプレッシャー

- ・ なおECBの金融緩和縮小観測は、英国の中央銀行であるイングランド銀行（BOE）の金融政策運営にも影響を与えることになる。図表5にあるように、ユーロとポンドの金利差は16年6月の国民投票を受けて縮小するとともに、ポンド安ユーロ高が進んだ。加えて、今後ECBが先行して金融緩和の縮小に取り組むなら、金利差も一段と縮小するため、ポンド安ユーロ高が進む公算が大きくなっている。
- ・ BOEの金融政策理事会（MPC）のメンバーの中では、利上げ肯定派が徐々に勢力を強めている。6月のMPCでは9名の理事中3名が利上げに賛成票を投じ、それに加えてハルディーン理事がその後の講演で年後半に利上げへ票を投じる意向を示した。こうしたことから、BOEはECBの動きを見据えつつ、年後半の何れかのタイミングで政策金利であるバンクレートを現行の年0.25%から0.50%に引き上げることになると考えられる。
- ・ なお利上げに当たっては、量的緩和との整合性が必要になる。BOEは現在、国債と社債、そしてタームファンディングスキーム（TFS）を通じた貸付（銀行と住宅金融組合に4年物の資金を政策金利で貸し付ける制度、BOEのバランスシート拡大を通じて行われるため量的緩和とみなされる）という3つの手段を用いた量的緩和を実施している。もっとも、既に国債と社債は購入枠の上限に達しており、足元で増加しているのはTFSだけである（図表6）。
- ・ TFSによるバランスシート拡大を続けながら利上げを進めることは、エンジンのアクセルとブレーキを同時に踏むようなものである。したがってBOEは、利上げを行う前にTFSの拡大を止めるか、ないしは利上げと同時にTFSをストップさせることになるだろう。もっとも、英国景気そのものがEU離脱の影響を受けて弱含む中で、追加利上げをするにしても、その天井は極めて低いものになると考えられる。離脱交渉そのものの不透明感も引き続き強い中では、通貨ポンドは今後ともユーロなど主要通貨に対して弱い動きが続かざるを得ない見通しである。

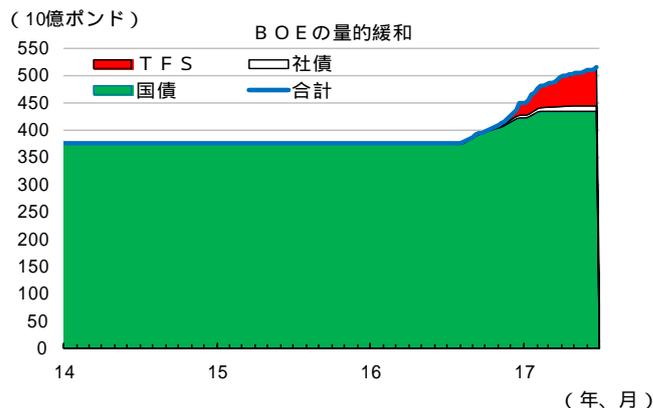
図表5．ポンド安抑制のため金利差の縮小を図るか



(注) 金利差はEURIBOR3ヶ月物と英ポンドのLIBOR3ヶ月物の差分

(出所) イングランド銀行 (BOE)

図表6．BOEは量的緩和を継続



(出所) BOE

- 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。