

## 欧州景気概況(2017年10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】 景気は減速している ..... p.3

【ロシア】 景気は緩慢ながらも回復している ..... p.5

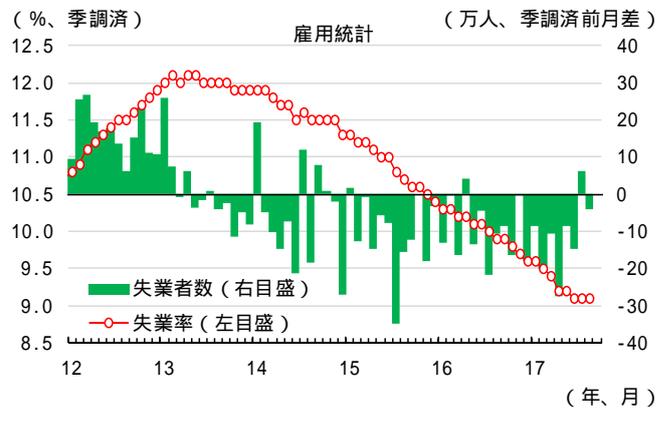
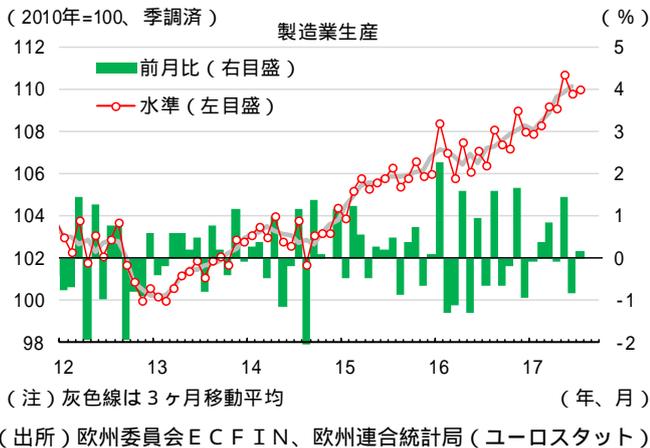
## . 今月のトピック

高まる英国の利上げ観測..... 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。最新9月の景況感指数は113.0と上昇が続いた。同指数の7～9月期平均値は112.1と4～6月期から2.1%ポイント高いことから、7～9月期の実質GDPも引き続き前期比年率2%前半を確保した公算が大きい。
- ・ 企業部門では、7月の製造業生産が前月比+0.2%と増加に転じ、均した動きも上向きで推移している。同月のコア製造業受注は同横ばいとなったが、増加トレンドを維持している。対外面では、7月の名目輸出が前月比-1.1%と減少が続いたものの、水準は引き続き高い。企業の景況感も、製造業を中心に改善が続いている。
- ・ 家計部門では、8月の小売数量は前月比-0.5%と減少が続いた。ただ同月の新車販売台数は前月比+2.9%の年率1,105万台と高水準で推移しており、需要は底堅い。個人消費を取り巻く環境について確認すると、雇用は、8月の失業率が9.1%と横ばいが続く一方、失業者数が前月差4.2万人減と2ヶ月ぶりに減少するなど、緩やかな回復が続いている。他方で物価は、9月の消費者物価が前年比+1.5%と同じ伸び率が続き、上昇は穏やかである。
- ・ こうした中で注目されるのが、10月26日に開催される欧州中央銀行（ECB）理事会の動向である。この理事会後の記者会見でECBのドラギ総裁は、年内いっぱいまでとされている既往の資産買い取りプログラム（APP）を年明け以降も延長すると同時に、その減額（テーパリング）に着手する旨をアナウンスする公算が大きい。



## ユーロ圏の主要経済指標

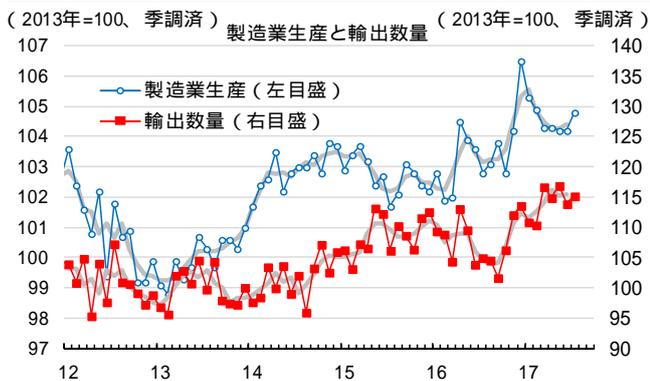
		2014	2015	2016	17/	17/	17/	17/5	17/6	17/7	17/8	17/9
全体	実質GDP成長率(前期比、%)*	1.2	2.0	1.8	0.5	0.6	-	-	-	-	-	-
	個人消費(寄与度、%ポイント)	0.4	1.0	1.1	0.2	0.3	-	-	-	-	-	-
	総固定資本形成(寄与度、%ポイント)	0.7	0.6	0.6	-0.1	0.1	-	-	-	-	-	-
	景況感指数(長期平均=100)	101.4	104.2	104.8	108.0	110.0	112.1	109.3	111.1	111.3	111.9	113.0
	ドイツ	105.1	105.2	105.9	108.9	110.8	112.3	109.5	111.9	112.5	111.9	112.4
	フランス	96.1	99.7	102.3	105.3	107.8	110.3	107.6	109.5	108.9	110.8	111.2
	イタリア	99.9	105.8	105.2	105.6	106.4	108.5	106.1	106.1	105.5	109.1	110.9
スペイン	102.2	108.7	106.3	107.7	108.4	109.0	108.4	108.9	107.9	109.3	109.9	
景気 企業部門	鉱工業生産(前期比、%)*	1.3	3.7	1.4	0.1	1.2	-	1.4	-0.6	0.1	-	-
	うち製造業(前期比、%)*	1.7	2.4	1.6	0.4	1.3	-	1.5	-0.8	0.2	-	-
	製造業受注(前期比、%)*	5.6	7.8	2.4	1.6	1.0	-	0.8	2.3	-1.9	-	-
	うちコア(前期比、%)*	2.7	3.3	0.4	1.0	1.1	-	2.7	-0.5	0.0	-	-
	設備稼働率(%)	80.3	81.2	81.8	82.2	82.6	83.5	-	-	-	-	-
	製造業景況感指数(平均=-6.3)	-3.8	-3.1	-2.7	1.1	3.3	5.4	2.8	4.5	4.5	5.0	6.6
	サービス業景況感指数(平均=9.5)	4.7	9.2	11.2	13.2	13.4	14.9	12.8	13.3	14.2	15.1	15.3
	小売業景況感(平均=-7.8)	-3.1	1.6	1.5	2.0	3.2	2.8	2.0	4.4	3.9	1.6	3.0
	建設支出(前期比、%)*	1.7	-1.0	1.9	0.9	1.5	-	-0.2	0.2	0.2	-	-
建設業景況感(平均=-18)	-26.6	-22.4	-16.6	-11.0	-5.0	-2.3	-5.6	-3.5	-1.8	-3.3	-1.7	
家計部門	小売数量(前期比、%)*	1.5	3.1	2.2	0.5	0.8	-	0.5	0.5	-0.3	-0.5	-
	新車販売台数(年率、万台、季調済)	891	970	1,040	1,084	1,098	-	1,115	1,095	1,073	1,105	-
	消費者信頼感(平均=-12.5)	-10.2	-6.3	-7.8	-5.5	-2.7	-1.5	-3.3	-1.3	-1.7	-1.5	-1.2
	住宅価格(前年比、%)	0.3	1.7	3.4	4.0	-	-	-	-	-	-	-
政府部門	財政収支(対GDP比、%)	-2.6	-2.1	-1.5	-1.3	-	-	-	-	-	-	-
	公的債務残高(対GDP比、%)	91.8	90.1	89.1	89.2	-	-	-	-	-	-	-
国際収支	経常収支(10億ユーロ)	252.2	336.2	373.0	90.8	75.8	-	28.3	24.4	25.1	-	-
	貿易収支(10億ユーロ)	182.1	238.6	268.4	44.0	63.0	-	20.1	26.2	23.2	-	-
	輸出(前年比、%)	2.2	5.3	0.5	10.9	5.3	-	13.6	3.9	6.1	-	-
	輸入(前年比、%)	0.7	2.7	-1.1	13.9	9.6	-	18.1	6.4	8.2	-	-
雇用賃金	失業率(%, 季調済)	11.6	10.9	10.0	9.5	9.2	-	9.2	9.1	9.1	9.1	-
	失業者数(前期差、万人、季調済)	-65.9	-124.0	-115.8	-39.4	-50.9	-	-8.7	-14.7	6.2	-4.2	-
	名目賃金・給与(前年比、%)	1.3	2.1	1.4	1.4	2.2	-	-	-	-	-	-
物価	消費者物価(前年比、%)	0.4	0.0	0.2	1.8	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5
	同コア(前年比、%)	0.8	0.8	0.9	0.8	1.1	1.2	0.9	1.1	1.2	1.2	1.1
	生産者物価(前年比、%)	-1.5	-2.7	-2.3	4.0	3.3	-	3.4	2.4	2.1	2.5	-
金融	M3(前年比、%)	3.5	5.9	4.7	4.9	4.7	-	4.6	4.7	4.1	4.7	-
	銀行貸出(前年比、%)	-1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	-	1.2	1.1	0.9	0.9	-
	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	-0.33	-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	0.35	0.31	0.45	0.38	0.29	0.53	0.42	0.40
	Eurostoxx50(期中値、91/12/31=1,000)	3,145	3,446	3,004	3,340	3,548	3,481	3,604	3,548	3,484	3,451	3,507
	ユーロ/円(期中値)	140.5	133.6	120.4	120.1	124.6	131.1	124.4	127.8	129.7	130.8	132.8
ユーロ/ドル(期中値)	1.32	1.10	1.10	1.07	1.12	1.18	1.12	1.14	1.17	1.18	1.18	

(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。

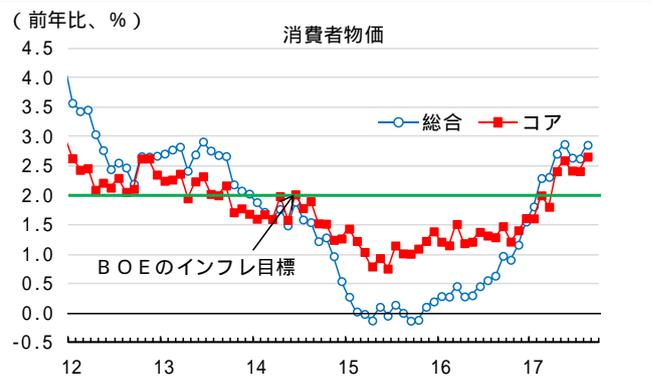
(出所) 欧州連合統計局(Eurostat)、欧州委員会ECFIN、欧州中央銀行(ECB)などの資料から作成。

**【英国】～景気は減速している**

- ・英国景気は減速している。4～6月期の実質GDP（確定値）の前期比成長率は+0.3%と、1～3月期と同じ水準にとどまった。また最新9月の景況感指数は109.2と低下が続いており、均した動きも横ばいで推移している。
- ・企業部門では、7月の製造業生産が前月比+0.6%と増加に転じたが、均した動きは横ばいで推移している。同月の輸出数量も同+1.1%と2ヶ月ぶりに増加したが、均した動きは頭打ちである。他方で、7月のサービス業生産は前期比-0.3%と、これまでの増加トレンドが一服した。企業の景況感も、押し並べてさえない状況が続いている。
- ・家計部門では、8月の小売数量（除く石油）は前月比+1.0%と増勢を徐々に強めている。ただ9月の新車販売台数は前年比-9.7%と前年割れが定着しており、耐久財需要は低迷している。消費を取り巻く環境を確認すると、7月の失業率（3ヶ月平均）が4.3%と2ヶ月連続で低下するなど、雇用情勢は緩やかな改善が続く。もっとも同月の名目週間平均賃金の前年比上昇率は+1.4%と前月（+2.8%）から低下し、8月の消費者物価の前年比上昇率も+2.9%とインフレが再び加速するなど、所得環境は厳しい状態が続いている。家計のインフレ期待は高止まりしており、心理面から消費を圧迫していると考えられる。
- ・こうした中、中央銀行であるイングランド銀行（BOE）の複数の高官より、近い将来に利上げを行うことに前向きな発言が相次いだ。このことを受けて銀行間金利が反発するなど、BOEが次回11月2日の委員会で利上げを行うという観測が金融市場で高まっている。



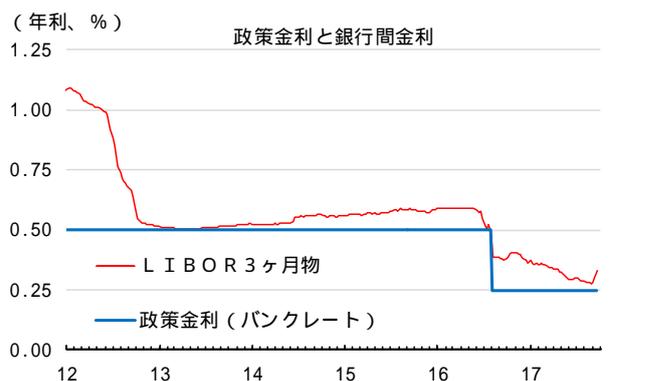
（注）灰色線は3ヶ月移動平均 （年、月）



（年、月）



（注）灰色線は3ヶ月移動平均 （年、月）



（年、月）

（出所）英国統計局（ONS）、イングランド銀行（BOE）、インターコンチネンタル取引所（ICE）

ご利用に際してのご留意事項を最後に記載していますので、ご参照ください。

（お問い合わせ）調査部 TEL:03-6733-1070 E-mail: chosa-report@murc.jp

## 英国の主要経済指標

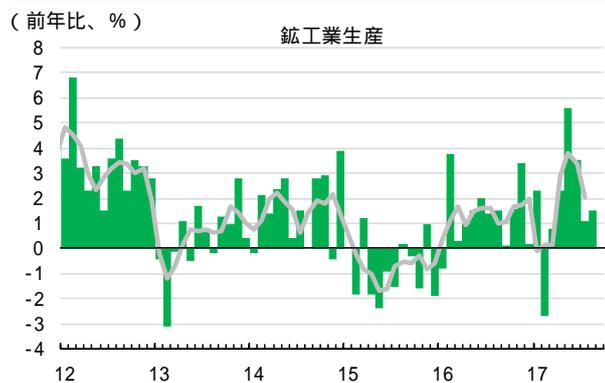
		2014	2015	2016	17/	17/	17/	17/5	17/6	17/7	17/8	17/9	
景気	全体	実質GDP成長率(前期比、%)*	2.6	2.2	1.8	0.3	0.3	-	-	-	-	-	-
		個人消費(寄与度、%ポイント)	1.3	1.5	1.7	0.2	0.1	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成(寄与度、%ポイント)	1.1	0.6	0.1	0.1	0.1	-	-	-	-	-	-
		景況感指数(長期平均=100)	115.0	111.0	105.5	108.9	109.3	110.7	108.2	109.3	113.2	109.6	109.2
	企業部門	鉱工業生産(前期比、%)*	0.3	0.2	0.5	0.1	-0.4	-	0.0	0.6	0.2	-	-
		うち製造業(前期比、%)*	0.7	-0.2	0.5	0.3	-0.6	-	-0.1	0.0	0.6	-	-
		サービス業生産(前期比、%)*	1.1	0.5	0.7	0.1	0.4	-	0.3	0.4	-0.3	-	-
		設備稼働率(%)	82.0	82.4	80.1	81.2	83.0	82.5	-	-	-	-	-
		事業投資(前期比、%)*	0.8	0.5	-0.2	0.6	-	-	-	-	-	-	-
		製造業景況感指数(平均=-8.3)	7.2	0.0	-1.8	9.1	9.8	13.2	9.9	13.0	16.0	12.8	10.7
		サービス業景況感指数(平均=4.5)	24.8	17.6	4.0	2.1	1.6	1.7	-1.2	-2.4	3.3	2.5	-0.7
		小売業景況感(平均=1.3)	4.4	3.1	-2.4	-4.6	-6.2	-6.3	-6.1	-7.4	-6.5	-7.2	-5.2
		建設支出(前期比、%)*	1.8	0.8	0.7	1.1	-1.3	-	-0.4	-0.1	-0.9	-	-
		建設業景況感(平均=-20.6)	-5.8	-6.2	-4.9	-3.7	-4.5	-11.4	-11.9	-2.2	-11.6	-16.0	-6.5
	家計部門	小売数量(前期比、%)*	1.3	0.9	1.4	-1.5	1.4	-	-0.9	0.3	0.5	0.9	-
		除く石油(前期比、%)*	1.4	0.7	1.5	-1.3	1.0	-	-1.5	0.6	0.8	1.0	-
		新車販売台数(前年比、%)	8.2	6.2	2.3	3.5	-11.9	-8.7	-8.9	-4.9	-9.7	-6.6	-9.7
		消費者信頼感指数(平均=-8.5)	4.4	3.1	-2.4	-4.6	-6.2	-6.3	-6.1	-7.4	-6.5	-7.2	-5.2
	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	17.0	16.5	-	-	-	-	-	-
実質新規建設(住宅)受注(前期比、%)*		-3.7	2.2	1.0	-0.6	-4.9	-	-	-	-	-	-	
ネーションワイド住宅価格(前年比、%)		9.8	4.4	4.9	4.1	2.6	2.3	2.1	3.1	2.9	2.1	2.0	
政府部門	財政収支(10億ポンド)	-56.8	-37.1	-13.5	27.3	-14.2	-	-4.2	-2.9	4.4	-1.6	-	
	公的純債務残高(対GDP比、%)	84.2	84.6	86.0	86.8	87.7	-	86.8	87.7	87.6	88.0	-	
国際収支	経常収支(10億ポンド)	-85.0	-80.2	-84.5	-22.3	-23.2	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支(10億ポンド)	-36.2	-29.8	-37.0	-8.8	-7.7	-	-2.8	-2.9	-2.9	-	-	
	輸出(前年比、%)	-1.1	1.2	5.9	14.6	10.3	-	10.2	11.1	9.6	-	-	
	輸入(前年比、%)	-1.5	-0.1	6.9	13.1	9.7	-	13.8	9.4	7.4	-	-	
雇用賃金	失業率(%,季調済、3ヶ月平均)	6.2	5.4	4.9	4.6	4.4	-	4.5	4.4	4.3	-	-	
	雇用者数(前期差、万人、3ヶ月平均)	65.2	58.6	29.7	12.2	12.5	-	5.6	6.3	6.3	-	-	
	名目週間平均賃金(前年比、%)	1.1	2.6	2.4	2.3	2.1	-	2.0	2.8	1.4	-	-	
物価	消費者物価(前年比、%)	1.5	0.1	0.6	2.1	2.7	-	2.9	2.6	2.6	2.9	-	
	同コア(前年比、%)	1.6	1.1	1.3	1.8	2.5	-	2.6	2.4	2.4	2.7	-	
	生産者投入物価(前年比、%)	-6.6	-12.8	2.3	18.7	12.4	-	12.1	9.9	6.2	7.6	-	
	生産者産出物価(前年比、%)	0.0	-1.7	0.5	3.7	3.5	-	3.6	3.3	3.2	3.4	-	
金融	M3(前年比、%)	-0.5	-0.1	6.9	10.2	10.0	-	10.9	7.6	6.7	7.1	-	
	国内向け銀行貸出(前年比、%)	-5.1	-0.8	4.7	6.2	6.2	-	6.9	4.5	2.8	3.3	-	
	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	0.35	0.31	0.29	0.31	0.29	0.29	0.28	0.31	
	10年債平均金利(年利、%)	2.50	1.86	1.25	1.25	1.07	-	1.09	1.04	1.24	1.09	-	
	FT100指数(期中値、91/12/31=1,000)	6,682	6,596	6,470	7,270	7,383	7,380	7,423	7,464	7,396	7,409	7,335	
	ポンド/円(期中値)	174.2	185.1	147.6	140.8	142.3	145.4	145.3	142.1	146.1	142.3	147.8	
	ドル/ポンド(期中値)	1.65	1.53	1.35	1.24	1.28	1.31	1.29	1.28	1.30	1.30	1.33	

(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。

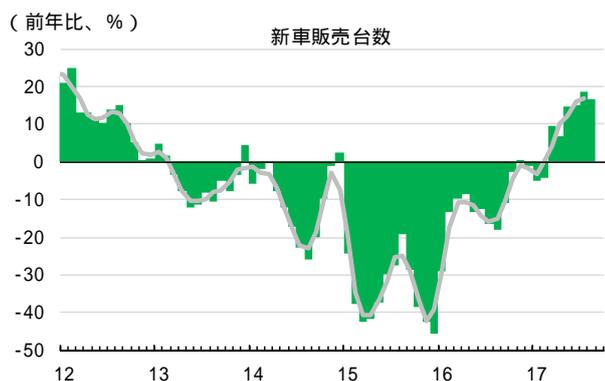
(出所)英国統計局(ONS)、欧州委員会ECFIN、イングランド銀行(BOE)などの資料から作成。

**【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。ロシア統計局によると、17年4～6月期の実質GDP（速報値）は前年比+2.5%と、前期（+0.5%）から増勢が加速した。内需の持ち直しがGDP成長率の上昇につながった模様である。
- ・企業部門では、8月の鉱工業生産が前年比+1.5%と増勢は再び加速し、緩慢ながらも増加基調が保たれている。項目別には鉱業が同+2.9%と2ヶ月連続で伸びを鈍化させた一方で、製造業は同+0.7%と増加に転じた。同月の原油・超軽質油生産量は前年比+1.9%と増加率が前月（同+0.9%）から上昇し、均した動きも2%前後の底堅い増加基調を維持している。対外面では、8月の名目輸出が前年比+9.2%と、増勢は3ヶ月連続で鈍化した。
- ・家計部門では、8月の小売売上高が前年比+1.9%と弱めであるものの増加基調を維持している。同月の新車販売台数は前年比+16.7%と前月（同+19.0%）から増勢を弱めたものの、回復トレンドが続いている。消費を取り巻く環境を確認すると、8月の失業率が4.9%と前月よりも0.2%ポイント低下するなど、雇用情勢は緩慢ながらも改善している。また8月の消費者物価が前年比+3.3%と前月から0.6%ポイント低下するなど、インフレも安定している。
- ・こうした中でロシア中銀は、物価の安定を理由に今年4回目となる利下げを9月15日に行い、主要政策金利を年9.00%から年8.50%に引き下げた。中銀は声明で引き続き追加利下げを模索する旨を示すとともに、内需の改善を理由に17年の成長率見通しを+2.2%と従来（+1.3～1.8%）から引き上げた。



(注) 15年1月から新基準、灰色線は3ヶ月移動平均



(注) 灰色線は3ヶ月移動平均



(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	17/	17/	17/	17/5	17/6	17/7	17/8	17/9	
景気	全体	実質GDP（前年比、％）	0.7	-2.8	-0.2	0.5	2.5	-	-	-	-	-	
		個人消費（寄与度、%ポイント）	1.0	-5.3	-2.3	1.4	-	-	-	-	-	-	
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	-0.4	-2.1	-0.4	0.1	-	-	-	-	-	-	
	企業部門	鉱工業生産（前年比、％）	1.6	-0.8	1.3	0.1	3.8	-	5.6	3.5	1.1	1.5	-
		鉱業（前年比、％）	1.3	0.7	2.7	1.2	5.0	-	5.6	5.2	4.0	2.9	-
		製造業（前年比、％）	2.1	-1.3	0.6	-0.7	3.1	-	5.7	2.9	-0.8	0.7	-
		電気ガス水道（前年比、％）	0.0	-0.6	1.6	1.3	3.6	-	4.7	0.6	0.1	0.3	-
		ウラル産原油価格（ドル/バレル）	97.7	51.3	41.9	52.1	48.6	51.0	49.1	45.7	47.9	51.0	54.2
		鉱業信頼感指数（ポイント）	-2.4	-3.9	-2.3	-0.3	0.0	1.0	-1.0	0.0	2.0	1.0	0.0
		製造業信頼感指数（ポイント）	-4.8	-7.1	-5.3	-2.3	-1.0	-2.0	-1.0	-1.0	-1.0	-2.0	-3.0
		電気ガス水道信頼感指数（ポイント）	-2.3	-4.3	-2.2	-4.7	-7.3	1.0	-8.0	-6.0	-3.0	2.0	4.0
		建設支出（前年比、％）	-2.7	-4.9	-4.5	-4.0	2.9	-	3.8	5.3	7.1	6.1	-
	ビル竣工件数（前年比、％）	72.7	13.9	-25.4	-23.0	-13.0	-	-	-	-	-	-	
	建設業景況感指数（ポイント）	-6.0	-9.0	-17.0	-16.0	-16.0	-16.0	-	-	-	-	-	
	家計部門	小売売上高（前年比、％）	2.7	-9.8	-4.6	-1.6	1.0	-	1.0	1.5	1.2	1.9	-
		新車販売台数（万台）	249.1	160.2	142.5	32.2	39.6	-	12.5	14.1	13.0	-	-
		消費者信頼感指数（ポイント）	-10.5	-26.6	-23.3	-14.5	-13.5	-	-	-	-	-	-
		住宅価格（前年比、％）	1.6	1.3	-5.3	-4.2	-3.7	-	-	-	-	-	-
	政府部門	財政収支（兆ルーブル）	-0.8	-2.8	-3.1	3.3	-0.1	-	0.2	-0.1	0.3	-	-
公的国内債務残高（兆ルーブル）		7.2	7.3	8.0	8.3	8.5	-	8.5	8.5	8.6	8.7	-	
国際収支	経常収支（10億ドル）	188.0	265.7	143.5	35.3	36.1	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支（10億ドル）	211.2	160.8	103.4	38.3	28.4	-	9.5	10.0	5.1	3.9	-	
	輸出（前年比、％）	-5.2	-30.6	-16.2	36.7	23.2	-	27.8	22.9	9.8	9.2	-	
	輸入（前年比、％）	-8.7	-36.1	-0.9	27.4	28.9	-	36.9	30.4	28.8	21.6	-	
	対外債務（対輸出比率、倍）	1.2	1.5	1.8	1.7	1.7	-	-	-	-	-	-	
賃金・雇用・情勢	失業率（原系列、％）	5.2	5.6	5.5	5.6	5.2	-	5.2	5.1	5.1	4.9	-	
	失業者数（前期差、万人）	-3.4	11.8	-10.7	1.7	-9.6	-	-3.7	-2.7	-1.9	-2.4	-	
	名目賃金（前年比、％）	9.4	5.0	7.8	7.2	7.8	-	7.0	8.4	7.1	7.1	-	
	実質賃金（前年比、％）	1.5	-9.2	0.7	2.4	3.5	-	2.8	3.9	3.1	3.7	-	
物価	消費者物価（前年比、％）	7.8	15.6	7.1	4.6	4.2	-	4.1	4.4	3.9	3.3	-	
	同コア（前年比、％）	7.5	16.3	7.5	5.0	3.8	-	3.8	3.5	3.3	3.0	-	
	生産者物価（前年比、％）	6.1	12.4	4.0	-	-	-	-	-	-	-	-	
金融	M3（前年比、％）	7.5	6.5	11.3	11.7	10.2	-	10.0	10.5	9.0	8.9	-	
	銀行貸出（前年比、％）	20.5	17.8	5.5	-3.6	0.6	-	-0.3	2.2	0.5	0.9	-	
	政策金利（期末値、％）	17.00	11.00	10.00	9.75	9.00	8.50	9.25	9.00	9.00	9.00	8.50	
	3ヶ月物銀行間金利（期中値、％）	9.1	11.5	9.1	8.9	8.5	7.9	8.5	8.1	8.1	7.9	7.7	
	10年債流通利回り（期中値、％）	9.6	11.0	8.8	8.3	7.8	7.8	7.6	7.8	7.9	7.8	7.6	
	R T S 指数（期中値、ポイント）	1,166.8	865.4	934.6	1,125.8	1,056.2	1,079.9	1,053.3	1,001.0	1,007.1	1,095.8	1,136.8	
	100円/ルーブル（期中値）	36.2	50.7	61.8	51.7	51.4	53.2	50.7	52.2	53.0	54.3	52.2	
	ドル/ルーブル（期中値）	38.5	61.3	67.2	58.7	57.1	59.0	57.0	57.9	59.7	59.6	57.7	
	ユーロ/ルーブル（期中値）	50.9	68.0	74.4	62.7	62.8	69.3	63.0	65.0	68.6	70.4	68.8	
	外貨準備高（期末値、10億ドル）	385.5	368.4	377.7	397.9	412.2	-	405.7	412.2	418.4	424.0	-	

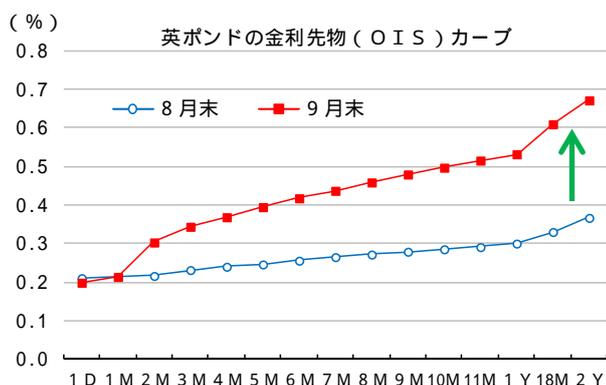
（出所）ロシア連邦統計局（Rosstat）、ロシア連邦中央銀行などの資料から作成。

## ・高まる英国の利上げ観測

### (1) 要人が利上げに前向きな発言

- ・ 英国の中央銀行であるイングランド銀行（BOE）による利上げ観測が高まっている。BOEのカーニー総裁がテレビインタビューで将来的な利上げの可能性に言及したことのほか、金融政策委員会（MPC）のメンバーの中でハト派とされているブリハ委員もその可能性に肯定的な発言を行ったことなどが、その背景にある。
- ・ 今般、BOEが利上げを行う理由は、つまるところ通貨安対策にあると考えられる。一連のEU離脱騒動を受けて進んだポンド安の結果、英国経済は強い輸入インフレ圧力に晒されており、特に個人消費に悪影響が出ている。ポンド安に歯止めをかけて物価を安定させる意味合いで、BOEは利上げを実施する意向と推察される。
- ・ 現行の金融緩和パッケージは、英国がEU離脱の是非を問う国民投票を16年6月に実施したことを受けて、同年8月に採用されたものである。BOEは高まった不透明性に備えて金融緩和を強化したわけであるが、ポンド安以外、金融市場で目立った混乱は生じていない。一方、ポンド安に伴う購買力の低下は着実に景気を圧迫している。こうした中でBOEは、金融政策の見直しに着手したものと考えられる。
- ・ 金融市場では、BOEが最短で次回11月2日のMPCにおいて政策金利（バンクレート）を現行の年0.25%から0.50%に引き上げるとい観測が強まっており、図表1にあるように金利先物（OIS）カーブがスティープ化した。この流れの中でポンドの対ドルレートは買い戻されており、今年1月に付けたEU離脱騒動後の最安値（1ポンド=1.19ドル台）から比べると、ポンド安は和らいでいると評価できる（図表2）。

図表1．高まる利上げ観測



(出所) Bloomberg

図表2．買い戻される英ポンド



(出所) BOE

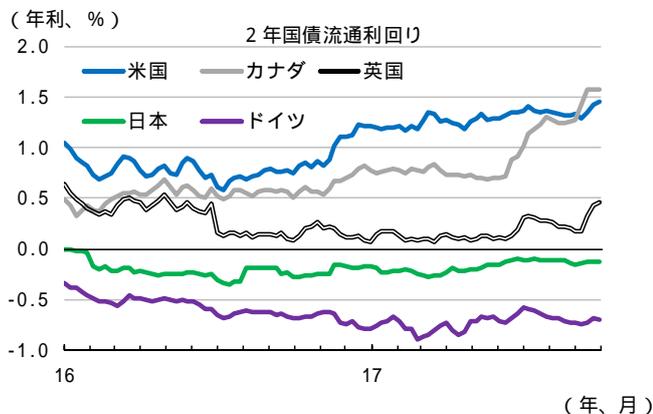
### (2) 利上げ余地が狭い英国

- ・ 各国を見渡すと、米国では連邦準備制度理事会（FRB）が10月からバランスシートの圧縮に取り組み、またユーロ圏では欧州中央銀行（ECB）が年明けにも量的緩和のテーパリングに着手する公算が大きくなっている。さらにカナダ銀行（BOC）が緩やかに利上げを進める中で、図表3にあるように、各国の金融政策の動きを反映しやすい2年債金利は上昇基調に転じている。金融危

機後の長期にわたって続いた世界的な超低金利政策の潮流は、日本を除けば、足元で大きく変わり始めている。

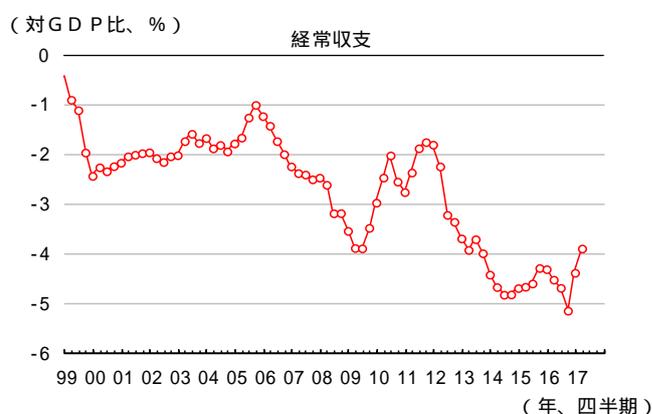
- もっとも、F R BやE C B、B O Cの何れのケースも、実体経済そのものがそれなりに好調に推移しているからこそ、金融緩和を修正する方向に向かっているわけである。英国の場合、利上げの理由は景気減速をもたらしているポンド安への対策にあることから、事情の違いは大きい。E U離脱に伴う不透明感もある中で、B O Eは利上げによる景気へのオーバーキルの問題に関して、どの中銀よりも深刻に捉える必要がある。
- つまり、仮にB O Eが11月のM P Cで利上げを行ったとしても、その後の追加利上げの余地は極めて小さいと言わざるを得ない。他方で、F R Bは引き続き緩やかなテンポで利上げを模索するとともに、慎重とはいえバランスシートの圧縮を進めるだろうから、米金利は上昇基調で推移しよう。またE C Bの場合、まだテーパリングを控えている段階に過ぎず、マイナス金利の解消などは当面先のことである。しかしながら景気の堅調もあり、長期金利に関しては着実に上昇圧力がかかると予想される。
- したがって、内外金利差は着実に拡大していくと予想される。為替レートは金利要因だけでは決定されないが、少なくとも通貨安対策の観点から利上げを行うとしても、その効果は限定的なものにならざるを得ないと考えられる。そもそもファンダメンタルズ面でも、経常収支赤字が歴史的な高水準にあることから、ポンドは基本的に主要通貨に対して弱い通貨であり続けよう（図表4）。

図表3．上昇する各国金利



(出所) Bloomberg

図表4．英国の経常収支赤字は依然高水準



(出所) 英国立統計局 (ONS)

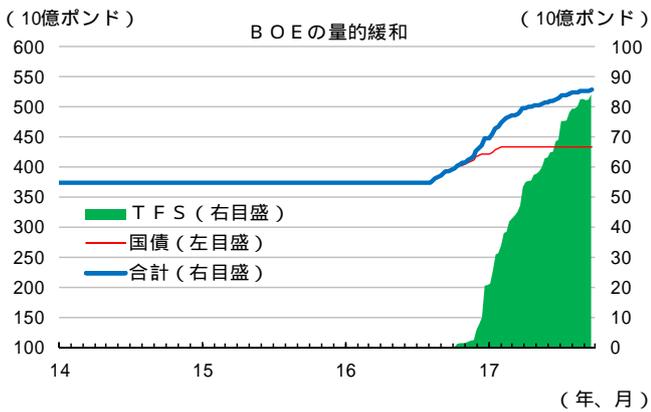
### (3) 量的緩和の出口は依然遠い

- B O Eは現在、子会社 (A P F) を通じた形で量的緩和を実施している (図表3)。具体的には、国債を4,350億ポンドまで、高格付け社債を100億ポンドまでそれぞれ購入しており、加えてタームファンディングスキーム (T F S) と呼ばれる期間4年の低利貸し付け (上限1,000億ポンド) を実施するという政策パッケージが、16年8月から継続されている (T F SもB O Eのバランスシートの拡大につながるため、量的緩和とみなされる)。
- 既に国債と社債は購入額の上限に事実上達しているため、図表5にあるように、現在、B O E (正確にはA P F) の量的緩和はT F Sによって拡大している。T F Sが11月までに上限に達する可能

性は低いものの、利上げとともに停止され、バランスシートの拡大も終了すると想定される。しかしながら、BOEは今後中長期に渡りバランスシートの規模の維持を余儀なくされよう。EU離脱の交渉期限は原則19年春とされているが、それまでに英国経済を取り巻く不透明さが晴れる公算は小さい。こうした中で、BOEがバランスシートの縮小に着手できる公算は小さい。

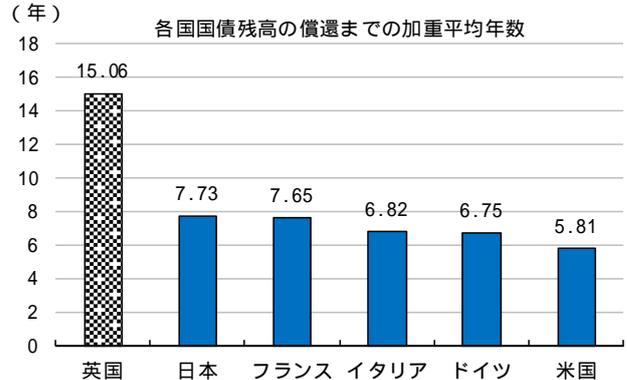
- ・ そもそも図表6が示すように、英国が発行している国債の償還までの加重平均年数は15年を超えており、他の主要国と比べても倍以上長いという特徴がある。したがって、BOEが購入している国債の平均残存年数も長めであると考えられる。こうした中では、満期償還によるバランスシート縮小にも、当然時間がかかると予想される。
- ・ 保有資産の売却によるバランスシート縮小も理論上は可能であるが、縮小を優先すれば長期金利に強い上昇圧力がかかり、景気への下押し圧力が強まることになる。英国経済を取り巻く不透明性を考慮すると、BOEがバランスシートの縮小に着手できるのは、早くてもEU離脱後の経済運営が安定軌道に乗った後のことになるだろう。

図表5 . T F S により拡大する量的緩和



(出所) BOE

図表6 . 英国国債の平均残存期間は長い


 (注) 17年10月2日時点  
 (出所) Bloomberg

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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。