

# 欧州景気概況(2019年4月)

調査部 研究員 土田 陽介

## 【目次】

### I. 景気概況

【ユーロ圏】 景気は減速している .....	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

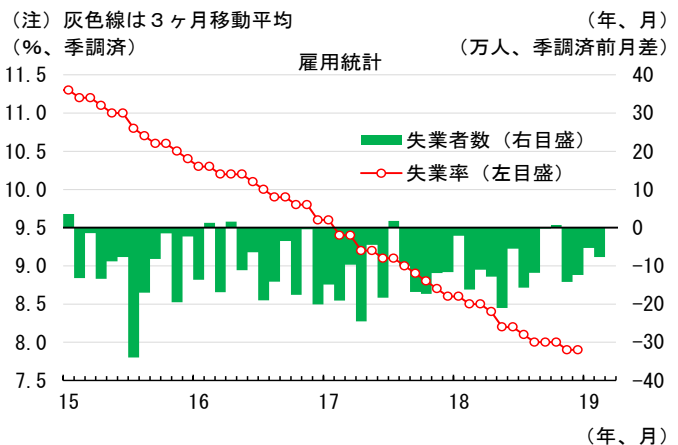
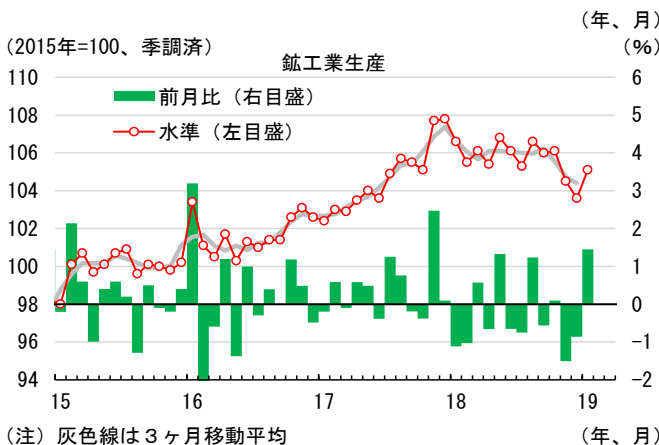
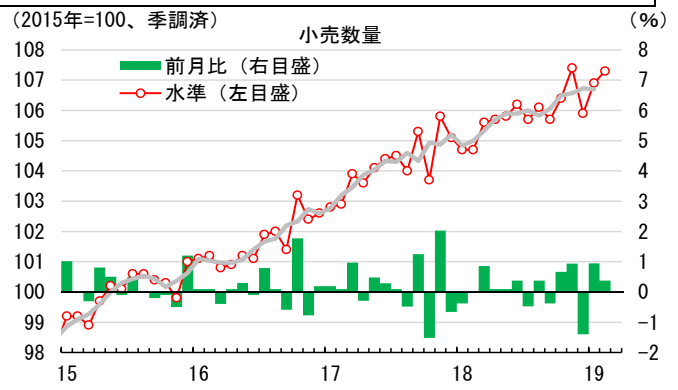
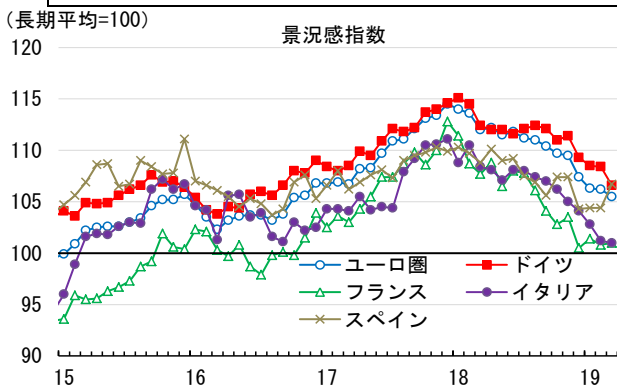
### II. 今月のトピック

持ち直すロシアの通貨ルーブル .....	p.7
----------------------	-----

I. 景気概況

【ユーロ圏】～景気は減速している

- ユーロ圏景気は減速している。18年10～12月期の実質GDP（確定値）の前期比成長率は+0.2%と7～9月期（+0.1%）同様低水準だった。最新19年3月の景況感指数も18年7月からの低下に歯止めがかからず、ユーロ圏景気は年明け以降も減速が続いている模様である。ただ主要国別にはドイツを除く諸国で底打ちを探る動きが見られ、減速の動きに一服感もうかがえる。
- 企業部門では、1月の鉱工業生産が前月比+1.4%と増加に転じたものの、均した動きは依然減少トレンドで推移している。同月のコア製造業受注も同-0.4%と5ヶ月連続で減少しており、特に外需向けの低迷が顕著である。企業の景況感を見ても、輸出依存度が高い製造業の悪化が続いている。一方で小売業やサービス業など内需依存度が高い産業の景況感は横ばい圏で推移しており、景気の減速が主に外需の不調によるものであることを物語っている。
- 他方で家計部門では、2月の小売数量が前月比+0.4%と非食品売り上げの牽引を受けて着実な増加基調が保たれている。一方で2月の新車販売台数は年率1,111万台にとどまったものの、均した動きは緩やかな増勢が維持されている。個人消費の周辺環境を確認すると、2月の失業率は7.8%と前月から横ばいとなったが、失業者の着実な減少が続いている。緩やかな改善が続く雇用情勢が、個人消費の増加を支えている。



(注) 灰色線は3ヶ月移動平均 (年、月)  
 (出所) 欧州委員会 ECFIN、欧州連合統計局 (ユーロスタット)

(注) 灰色線は3ヶ月移動平均 (年、月)  
 (注) (%、季調済)

## ○ユーロ圏の主要経済指標

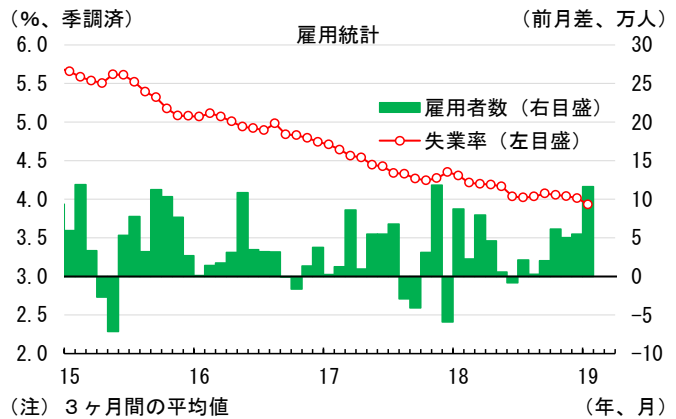
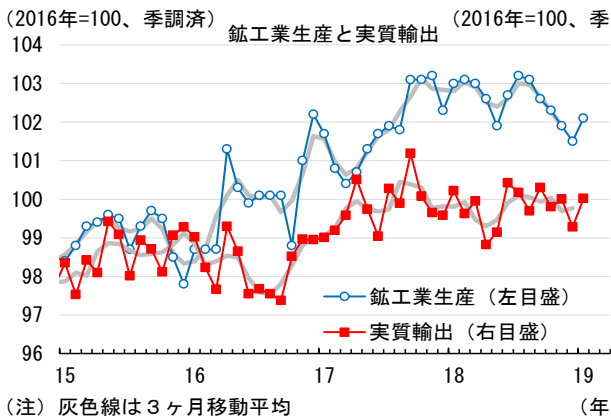
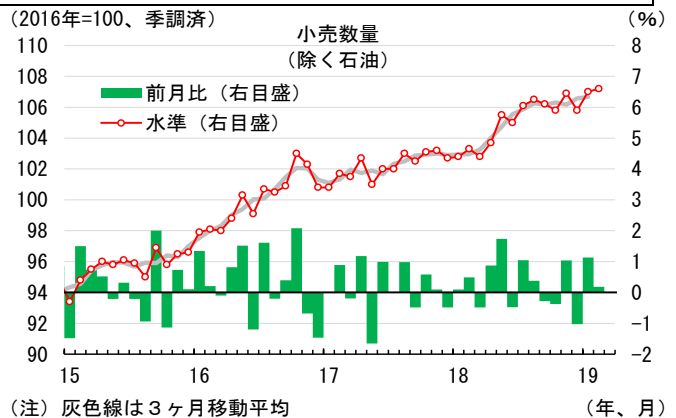
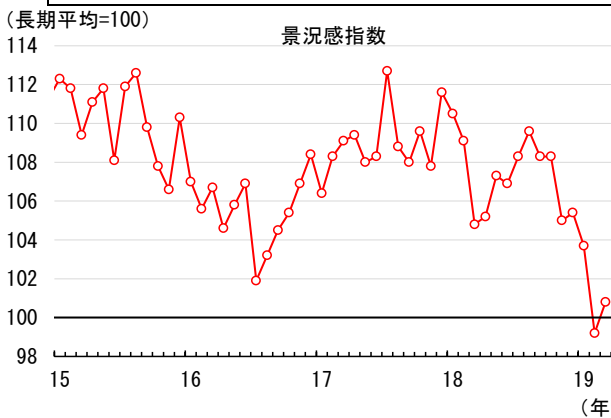
		2016	2017	2018	18/Ⅲ	18/Ⅳ	19/Ⅰ	18/11	18/12	19/1	19/2	19/3	
全体	実質GDP成長率（前期比、%）＊	2.0	2.4	1.8	0.1	0.2	-	-	-	-	-	-	
	個人消費（寄与度、%ポイント）	1.1	0.9	0.7	0.1	0.1	-	-	-	-	-	-	
	総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	0.9	0.5	0.7	0.1	0.1	-	-	-	-	-	-	
	景況感指数（長期平均=100）	104.1	110.1	111.2	110.9	108.9	106.0	109.5	107.4	106.3	106.2	105.5	
	ドイツ	105.9	111.1	112.2	112.2	110.6	107.8	111.4	109.3	108.5	108.4	106.6	
	フランス	100.6	107.0	106.3	106.0	102.3	101.1	103.5	100.5	101.4	100.8	101.0	
	イタリア	103.3	106.7	107.4	107.5	105.1	101.7	105.0	104.1	102.8	101.2	101.0	
	スペイン	105.6	108.3	108.0	106.7	106.4	105.2	107.4	104.3	104.4	104.4	106.7	
景気	企業部門	鉱工業生産（前期比、%）＊	1.7	3.0	1.0	-0.1	-1.2	-	-1.5	-0.9	1.4	-	-
		うち製造業（前期比、%）＊	1.8	3.2	1.3	-0.2	-1.1	-	-1.6	-0.8	1.1	-	-
		製造業受注（前期比、%）＊	2.2	7.2	2.8	-0.1	4.0	-	9.5	-8.5	-1.8	-	-
		うちコア（前期比、%）＊	0.4	7.7	2.2	-0.8	-0.9	-	-0.3	-1.5	-0.4	-	-
		設備稼働率（%）	81.6	83.0	83.8	84.0	83.6	83.3	-	-	-	-	-
		製造業景況感指数（平均=-5.5）	-1.8	5.6	6.6	5.9	3.6	-0.5	4.4	2.3	0.6	-0.4	-1.7
		サービス業景況感指数（平均=10.1）	11.3	14.6	15.1	15.3	13.4	11.5	14.0	12.2	11.0	12.1	11.3
		小売業景況感（平均=-8.7）	0.6	2.3	1.3	1.8	-0.3	-1.1	-0.2	-0.1	-2.1	-1.3	0.2
		建設支出（前期比、%）＊	2.8	2.7	1.7	-0.3	0.6	-	0.3	1.1	-1.4	-	-
		建設業景況感（平均=-16.9）	-16.4	-4.2	6.1	6.6	7.9	7.5	8.3	7.3	8.4	6.6	7.5
家計部門	小売数量（前期比、%）＊	1.6	2.4	1.5	-0.1	0.7	-	0.9	-1.4	0.9	0.4	-	
	新車販売台数（年率、万台、季調済）	1,039	1,099	1,112	1,154	1,023	-	1,036	1,061	1,113	1,111	-	
	消費者信頼感（平均=-11.3）	-8.6	-6.0	-5.5	-5.7	-6.9	-7.5	-6.6	-8.3	-7.9	-7.4	-7.2	
	住宅価格（前年比、%）	3.6	3.9	-	4.3	-	-	-	-	-	-	-	
政府部門	財政収支（対GDP比、%）	-1.6	-1.0	0.0	-0.4	-	-	-	-	-	-	-	
	公的債務残高（対GDP比、%）	88.9	86.7	-	86.0	-	-	-	-	-	-	-	
国際収支	経常収支（10億ユーロ）	344.6	361.9	342.6	76.2	65.3	-	22.6	16.2	36.8	-	-	
	貿易収支（10億ユーロ）	266.3	234.9	194.2	40.2	50.1	-	18.8	17.4	1.5	-	-	
	輸出（前年比、%）	0.5	7.2	3.8	4.8	3.8	-	2.3	-1.9	2.4	-	-	
	輸入（前年比、%）	-1.1	10.0	6.3	10.4	7.7	-	5.5	2.7	3.4	-	-	
雇用賃金	失業率（%、季調済）	10.0	9.1	8.2	8.0	7.9	-	7.9	7.9	7.8	7.8	-	
	失業者数（前期差、万人、季調済）	-120.1	-154.9	-122.6	-27.7	-25.9	-	-14.2	-12.4	-5.3	-7.7	-	
	名目賃金・給与（前年比、%）	1.3	1.9	1.7	2.4	2.2	-	-	-	-	-	-	
物価	消費者物価（前年比、%）	0.2	1.5	1.8	2.1	1.9	1.4	1.9	1.5	1.4	1.5	1.4	
	同コア（前年比、%）	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.1	1.0	0.8	
	生産者物価（前年比、%）	-2.2	3.0	3.3	4.5	4.2	-	4.2	3.2	3.0	3.1	-	
金融	M3（前年比、%）	4.7	4.5	4.0	3.7	4.0	-	3.9	4.2	4.0	4.4	-	
	銀行貸出（前年比、%）	1.3	1.6	2.9	3.3	2.9	-	2.7	3.2	3.2	3.4	-	
	政策金利（年利、%）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
	EURIBOR3ヶ月物（年利、%）	-0.27	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.32	-0.31	-0.31	-0.31	-0.31	
	ドイツ10年債金利（年利、%）	0.14	0.37	0.46	0.39	0.37	0.14	0.38	0.25	0.22	0.13	0.06	
	Eurostoxx50（期中値、91/12/31=1,000）	-	-	3,383	3,421	3,163	3,215	3,186	3,058	3,089	3,223	3,333	
	ユーロ/円（期中値）	120.4	127.3	130.0	130.4	127.7	125.2	129.0	125.9	124.8	126.4	124.5	
ユーロ/ドル（期中値）	1.10	1.14	1.18	1.17	1.14	1.14	1.14	1.15	1.15	1.14	1.12		

（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】～景気は減速している

- 英国景気は減速している。最新18年10～12月期の実質GDP（改定値）の前期比成長率は+0.2%と、3期ぶりに低下した。直近19年3月の景況感指数は4ヶ月ぶりに上昇したものの、均して見た動きは依然低下基調で推移しており、年明け以降も英国の景気が減速していることを物語っている。
- 企業部門では、1月の鉱工業生産が前月比+0.6%と半年ぶりに増加したものの、均したトレンドは依然減少基調で推移している。同月の実質輸出も同+3.1%と2ヶ月ぶりに増加に転じたが、横ばい圏での動きが続いている。一方、1月のサービス業生産は前月比+0.3%と再び増加し、着実な増加基調が保たれている。企業の景況感には製造業だけでなく、サービス業や小売業といった内需依存度が高い産業も悪化している。
- 家計部門では、2月の小売数量（除く石油）が前月比+0.2%と増加が続き、緩やかな増加基調が保たれている。また同月の新車販売台数も前年比+1.4%と、6ヶ月ぶりに前年水準を上回った。個人消費の周辺環境を確認すると、1月の失業率（3ヶ月後方移動平均）が3.9%と3ヶ月ぶりに低下するなど、雇用情勢は緩やかな改善が続いている。
- EU離脱交渉は展望が見えない。離脱の期日は3月29日から4月12日まで延期されたが、英下院が同日までに昨年11月の合意案を容認するか、ないしは英政府がEUに対して離脱の延期を要請する必要がある。現状、メイ首相は短期の期日再延期をEUに対して要請しているが、EUが容認しないと4月12日にノーディール（無秩序な離脱）になる恐れがある。



(出所) 欧州委員会ECFIN、英国統計局(ONS)

## ○英国の主要経済指標

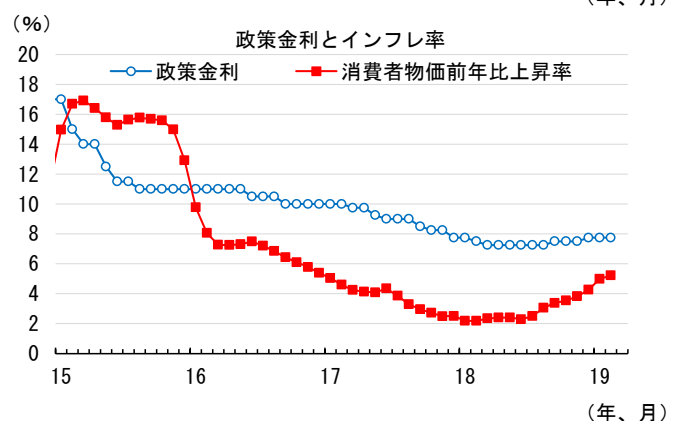
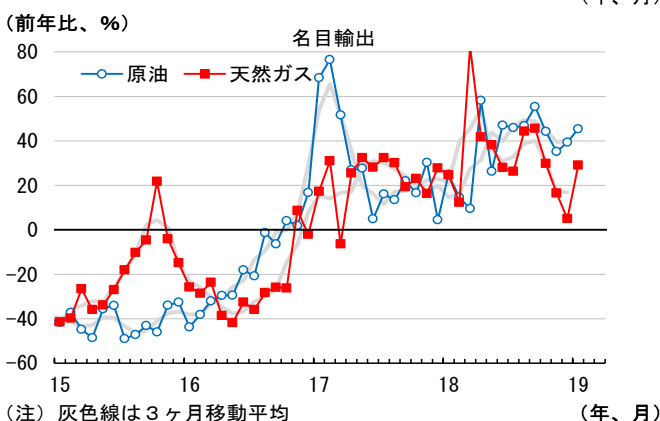
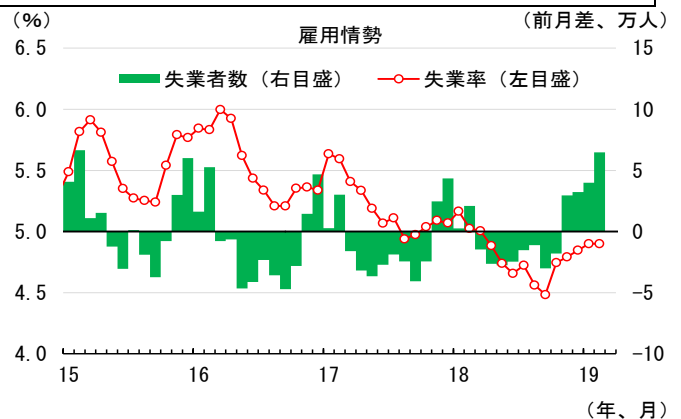
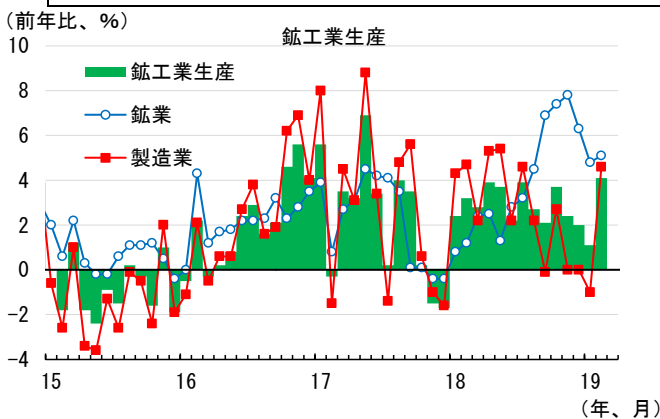
		2016	2017	2018	18/Ⅲ	18/Ⅳ	19/Ⅰ	18/11	18/12	19/1	19/2	19/3	
景気	全体	実質GDP成長率（前期比、%）＊	1.8	1.8	1.4	0.7	0.2	-	-	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、%ポイント）	1.8	1.8	-	0.2	0.2	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	2.0	1.4	-	0.1	-0.1	-	-	-	-	-	-
		景況感指数（長期平均=100）	105.6	109.0	107.4	108.7	106.2	101.2	105.0	105.4	103.7	99.2	100.8
	企業部門	鉱工業生産（前期比、%）＊	0.5	0.5	-0.2	0.6	-1.0	-	-0.4	-0.4	0.6	-	-
		うち製造業（前期比、%）＊	0.5	0.8	-0.4	0.2	-0.9	-	-0.1	-0.7	0.8	-	-
		サービス業生産（前期比、%）＊	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	-	0.4	-0.2	0.3	-	-
		設備稼働率（%）	80.3	82.9	81.7	82.3	80.2	81.3	-	-	-	-	-
		設備投資（前期比、%）＊	-0.1	0.6	-0.9	-0.6	-0.9	-	-	-	-	-	-
		製造業景況感指数（平均=-7.6）	-1.2	10.6	5.8	6.7	5.0	0.6	4.1	7.7	2.3	-0.2	-0.4
		サービス業景況感指数（平均=4.3）	4.5	2.1	3.2	3.2	-1.6	-10.2	-2.2	-8.1	-4.9	-16.2	-9.4
		小売業景況感（平均=1.4）	-3.6	-7.2	-6.8	-5.7	-8.1	-11.3	-8.1	-9.2	-11.3	-10.8	-11.7
建設支出（前期比、%）＊		0.6	0.3	0.2	2.1	-0.2	0.0	0.1	-2.8	2.7	-	-	
建設業景況感（平均=-19.6）		-4.9	-4.2	-1.9	-2.3	2.1	-5.8	5.7	-0.1	-3.4	-3.1	-10.8	
家計部門	小売数量（前期比、%）＊	1.4	0.3	0.7	1.3	0.1	-	1.3	-0.7	0.8	0.4	-	
	除く石油（前期比、%）＊	1.5	0.2	0.7	1.5	-0.1	-	1.0	-1.0	1.1	0.2	-	
	新車販売台数（前年比、%）	2.3	-7.6	-2.4	-0.3	-3.9	-	-3.0	-5.7	-1.6	1.4	-	
	消費者信頼感指数（平均=-8.6）	-3.6	-7.2	-6.8	-5.7	-8.1	-11.3	-8.1	-9.2	-11.3	-10.8	-11.7	
住宅部門	ハウジング住宅着工件数（年率、万戸、季調済）	15.6	16.5	12.5	17.7	16.2	-	-	-	-	-	-	
	実質新規建設（住宅）受注（前期比、%）＊	1.4	-0.5	-	-5.3	-	-	-	-	-	-	-	
	ネーションワイド住宅価格（前年比、%）	4.9	2.9	2.1	2.2	1.4	0.4	1.9	0.5	0.1	0.4	0.7	
政府部門	財政収支（10億ポンド）	-11.5	18.8	22.4	5.9	-5.6	-	-3.2	1.7	20.3	5.7	-	
	公的純債務残高（対GDP比、%）	84.5	84.5	84.0	84.1	84.3	-	83.9	84.3	82.9	82.8	-	
国際収支	経常収支（10億ポンド）	-102.8	-68.4	-	-23.0	-23.7	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支（10億ポンド）	-30.9	-23.9	-32.3	-8.4	-9.5	-	-3.1	-3.4	-3.8	-	-	
	輸出（前年比、%）	7.2	11.1	1.9	2.3	3.5	-	3.9	3.4	3.9	-	-	
	輸入（前年比、%）	7.7	9.4	3.1	4.1	6.3	-	5.8	6.4	7.9	-	-	
雇用賃金	失業率（%、季調済、3ヶ月平均）	4.9	4.4	4.1	4.1	4.0	-	4.0	4.0	3.9	-	-	
	雇用者数（前期差、万人、3ヶ月平均）	30.5	30.9	44.4	4.4	16.7	-	5.0	5.5	11.6	-	-	
	名目週間平均賃金（前年比、%）	2.4	2.3	2.9	3.1	3.5	-	3.4	3.3	3.7	-	-	
物価	消費者物価（前年比、%）	0.7	2.7	2.5	2.5	2.3	-	2.3	2.1	1.8	1.9	-	
	同コア（前年比、%）	1.3	2.4	2.1	2.0	1.9	-	1.8	1.9	1.9	1.8	-	
	生産者投入物価（前年比、%）	2.3	11.2	7.3	10.3	6.3	-	5.4	3.1	2.6	3.7	-	
	生産者産出物価（前年比、%）	0.5	3.4	2.9	3.1	2.9	-	3.0	2.4	2.1	2.2	-	
金融	M3（前年比、%）	6.8	8.4	3.5	2.5	3.3	-	3.0	4.0	1.6	0.6	-	
	国内向け銀行貸出（前年比、%）	4.7	4.8	3.8	4.4	5.6	-	5.6	6.5	5.3	3.7	-	
	政策金利（年利、%）	0.25	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	
	LIBOR3ヶ月物（年利、%）	0.50	0.36	0.72	0.78	0.86	0.88	0.87	0.90	0.92	0.88	0.84	
	10年債平均金利（年利、%）	1.30	1.25	1.47	1.43	1.43	1.24	1.44	1.28	1.30	1.23	1.17	
	FT100指数（期中値、91/12/31=1,000）	6,470	7,378	7,357	7,548	6,990	7,071	7,041	6,791	6,862	7,147	7,205	
	ポンド/円（期中値）	147.6	144.6	147.4	145.4	145.0	143.5	146.2	142.2	140.5	143.8	146.3	
	ドル/ポンド（期中値）	1.35	1.29	1.34	1.30	1.29	1.30	1.29	1.27	1.29	1.30	1.32	

（注）＊のついて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。
- ・ 企業部門では、2月の鉱工業生産が前年比+4.1%に伸びが加速した。鉱業の増勢がしっかりしており、また製造業も4ヶ月ぶりに前年水準を上回った。対外面では、1月の名目輸出が前年比-7.4%と約3年ぶりの前年割れとなった。原油やガスの輸出は堅調を維持しているが、それ以外の輸出がさえない。
- ・ 家計部門では、2月の小売売上高が前年比+2.0%と伸び率が再び上昇した。ただ前月比（非季調済）では-2.4%と2ヶ月連続で減少しており、年明けに実施された付加価値税（VAT）の引き上げの影響が出ている模様である。消費の周辺環境を確認すると、2月の失業率は4.9%と横ばいが続き、登録失業者数も前月比6.5万人増と3ヶ月連続で増加幅が拡大するなど、雇用情勢は悪化している。また2月の消費者物価は前年比+5.2%と上昇の加速が続いており、物価動向はインフレが進んでいる。増税と前年比ベースでの通貨安がインフレを加速させ、個人消費を圧迫しているとみられる。
- ・ ロシア中銀は3月22日の会合で、2月の会合に続き政策金利を年7.75%で据え置いた。年明け以降、原油価格の上昇を受けてルーブルの対ドルレートはわずかに持ち直している。また米国の利上げ局面が事実上終了したことで、ルーブル売り圧力も和らいでいる。消費者物価も中銀の予測を下回って推移していることから、当面、中銀は金利を据え置くものと予想される。なお次回の会合は4月26日が予定されている。



(出所) ロシア連邦統計局、ロシア中央銀行

## ○ロシアの主要経済指標

		2016	2017	2018	18/Ⅲ	18/Ⅳ	19/Ⅰ	18/12	19/1	19/3	19/2	19/3		
景気	全体	実質GDP（前年比、%）	-0.2	1.6	2.3	2.2	2.7	-	-	-	-	-	-	
		個人消費（寄与度、%ポイント）	-1.4	1.6	1.2	1.1	1.4	-	-	-	-	-	-	
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	0.2	1.1	0.7	1.2	0.1	-	-	-	-	-	-	
	企業部門	鉱工業生産（前年比、%）	2.1	2.3	2.9	2.9	2.7	-	2.4	2.0	1.1	4.1	-	
		鉱業（前年比、%）	2.3	2.2	3.9	4.9	7.2	-	7.8	6.3	4.8	5.1	-	
		製造業（前年比、%）	2.4	2.8	2.8	2.2	0.9	-	0.0	0.0	-1.0	4.6	-	
		電気ガス水道（前年比、%）	1.8	0.1	1.4	0.5	1.2	-	2.4	4.5	1.3	-1.1	-	
		ウラル産原油価格（ドル/バレル）	41.9	53.1	69.8	74.2	67.2	63.2	64.8	57.6	59.9	63.9	66.0	
		鉱業信頼感指数（ポイント）	-2.3	-0.2	0.8	1.3	-1.7	0.0	-1.0	-4.0	-1.0	0.0	1.0	-
		製造業信頼感指数（ポイント）	-5.3	-2.3	-3.4	-2.7	-6.3	-2.0	-6.0	-8.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
		電気ガス水道信頼感指数（ポイント）	-2.2	-1.7	-1.0	1.3	5.3	-5.7	5.0	5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-7.0
		建設支出（前年比、%）	-2.4	-0.2	5.9	5.6	4.2	-	4.3	2.6	0.1	0.3	-	-
	ビル竣工件数（前年比、%）	-25.4	-23.5	19.7	-11.6	-23.2	-	-	-	-	-	-	-	
	建設業景況感指数（ポイント）	-17.0	-17.0	-22.3	-22.0	-25.0	-	-	-	-	-	-	-	
	家計部門	小売売上高（前年比、%）	-4.6	1.2	2.6	2.6	2.4	-	3.0	2.3	1.6	2.0	-	
		新車販売台数（万台）	142.6	159.6	180.1	44.8	50.3	-	16.7	17.5	10.3	12.8	-	
		消費者信頼感指数（ポイント）	-23.3	-12.4	-11.7	-14.1	-16.6	-	-	-	-	-	-	
		住宅価格（前年比、%）	-5.3	-3.6	2.5	3.2	4.9	-	-	-	-	-	-	
	政府部門	財政収支（兆ルーブル）	-0.3	1.8	4.4	1.9	-0.4	-	0.3	-1.6	-2.4	-	-	
公的国内債務残高（兆ルーブル）		8.0	8.7	9.2	9.0	9.2	-	9.1	9.2	9.2	9.2	-		
国際収支	経常収支（10億ドル）	139.6	129.3	-	88.9	113.8	-	-	-	-	-	-		
	貿易収支（10億ドル）	103.4	130.3	211.5	52.2	61.6	-	20.7	19.9	16.1	-	-		
	輸出（前年比、%）	-16.2	25.9	26.4	31.2	20.4	-	21.6	8.4	-7.4	-	-		
	輸入（前年比、%）	-0.8	25.5	6.0	-1.7	-3.3	-	-2.6	-8.6	-1.6	-	-		
	対外債務（対輸出比率、倍）	1.8	1.5	1.0	1.1	1.0	-	-	-	-	-	-		
賃金情勢・雇用	失業率（原系列、%）	5.5	5.2	4.8	4.6	4.8	-	4.8	4.8	4.9	4.9	-		
	失業者数（前期差、万人）	-10.7	-11.9	-8.2	-5.6	4.4	-	3.0	3.2	4.0	6.5	-		
	名目賃金（前年比、%）	7.8	7.3	10.1	9.6	8.1	-	8.2	7.3	6.1	6.0	-		
	実質賃金（前年比、%）	0.7	3.5	7.0	6.4	4.1	-	4.2	2.9	1.1	0.7	-		
物価	消費者物価（前年比、%）	7.1	3.7	2.9	3.0	3.9	-	3.8	4.3	5.0	5.2	-		
	同コア（前年比、%）	7.5	3.5	2.5	2.6	3.4	-	3.4	3.7	4.1	4.4	-		
	生産者物価（前年比、%）	4.4	7.7	12.3	16.3	15.4	-	17.1	11.9	9.2	8.4	-		
金融	M3（前年比、%）	11.3	10.3	11.0	12.1	11.5	-	11.9	11.0	9.9	9.9	-		
	銀行貸出（前年比、%）	5.5	0.6	5.9	6.5	10.3	-	10.0	12.0	14.4	-	-		
	政策金利（期末値、%）	10.00	7.75	7.75	7.50	7.75	-	7.50	7.75	7.75	7.75	-		
	3ヶ月物銀行間金利（期中値、%）	9.1	8.2	6.8	7.0	7.4	7.4	7.4	7.5	7.4	7.6	7.2		
	10年債流通利回り（期中値、%）	8.8	7.9	8.0	8.4	8.8	8.4	8.9	8.8	8.5	8.4	8.4		
	R T S 指数（期中値、ポイント）	934.6	1,098.8	1,172.2	1,152.5	1,107.0	1,200.3	1,126.1	1,068.7	1,214.5	1,188.3	1,198.1		
	100円/ルーブル（期中値）	61.8	52.0	56.8	58.8	59.0	59.7	58.6	60.0	61.0	59.7	58.6		
	ドル/ルーブル（期中値）	67.2	58.3	62.7	65.5	66.5	65.8	66.4	67.3	66.5	65.8	65.1		
	ユーロ/ルーブル（期中値）	74.4	65.9	74.0	76.2	75.9	74.8	75.4	76.7	76.0	74.7	73.7		
	外貨準備高（期末値、10億ドル）	377.7	432.7	468.5	459.2	468.5	-	462.1	468.5	475.9	482.6	-		

(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。

## II. 持ち直すロシアの通貨ルーブル

### (1) 年初来で5%超上昇したルーブル

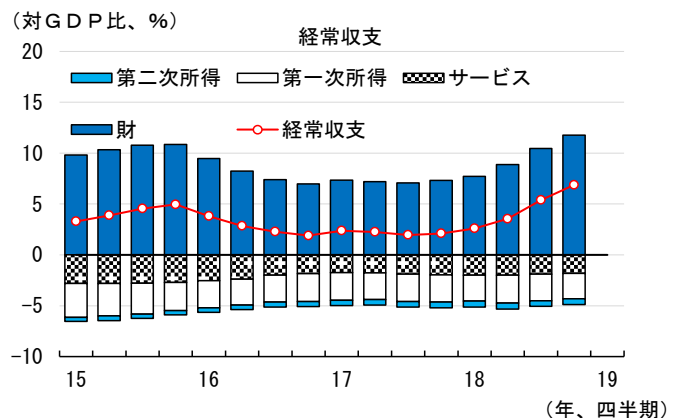
- ロシアの通貨ルーブルの対ドル相場が年明け以降、持ち直している。ルーブルの対ドルレート  
 の年初来騰落率は5%を超える上昇を記録している。年末年始にかけて投資家のリスクセンチ  
 メントが悪化し、ルーブルはかなり下落した。そこからの反発であるため、為替レートの絶対  
 水準（図表1）は依然低く、その意味では依然ルーブル安である。
- ルーブルが持ち直している背景を整理すると①経済ファンダメンタルズの改善、②米国の利上  
 げ停止、③投資家のリスクセンチメントの改善、の3点が挙げられる。①に関しては、経常収  
 支（図表2）の黒字が急激に拡大している。原油価格の上昇を背景に輸出が堅調に推移したた  
 めに貿易黒字が拡大していることがその主な理由である。こうした経済ファンダメンタルズの  
 改善が、実需面からルーブル相場を押し上げていると考えられる。
- ②の点については、3月に入って米国の中央銀行である連邦準備制度理事会（FRB）が金融  
 政策の方針を転換したことが大きい。FRBは3月20日の連邦公開市場委員会（FOMC）で  
 これまでの追加利上げ方針を事実上撤回し、金融市場では利下げ観測も広がるようになった。  
 このことでルーブル金利とドル金利の差が拡大する事態が想定し難くなり、金利差縮小の観点  
 からルーブルが買い戻されるようになったとみられる。
- ③は、米中通商協議の進展が見込まれるようになったことが投資家心理の好転につながった。  
 また交渉がこう着状態に陥った英EU離脱問題で、ノーディール（無秩序な離脱）を回避する  
 ために離脱の期日が延期されるという観測が高まったことも、投資家心理を改善させた。この  
 ようにルーブルは実需と投機の両面から買い戻されているが、今後も堅調な上昇が見込まれる  
 かというと、それは疑わしい。

図表1. 年明けからルーブルは持ち直す



(出所) ロシア中央銀行

図表2. 拡大する経常収支黒字



(注) 4 四半期後方移動累積ベース

(出所) ロシア中銀

### (2) 欧米との対立は止まずルーブル高の制約に

- ルーブル高の制約として働くのが外交要因、特に欧米との対立である。ロシアのクリミア半島  
 併合問題に端を発した欧米からの経済制裁は、米国が一部企業への制裁解除を解除するといっ



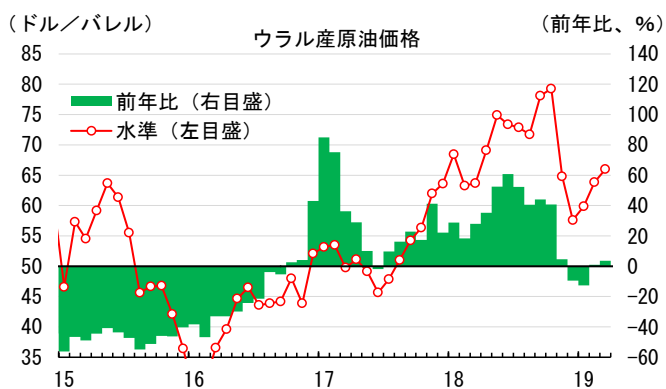
た部分的な緩和はなされているものの、全面的な解除の見通しは全く立たない。特に米国の場合、2020年に次期大統領選を控えており、自身の当選に至るまでにロシアの支援を受けた疑惑（ロシアゲート疑惑）がある米トランプ政権は、対露制裁を緩めることができないだろう。

- 再選を狙うトランプ大統領は、ゴラン高原のイスラエル領有を容認するなど、自らの支持基盤であるキリスト教福音派の有権者に対するアピールに努めている。今後大統領選が近づくにつれて、トランプ大統領は様々なカードを用いて支持者へのアピールを強化するとみられる。その1枚として対露経済制裁の強化が用いられる可能性は高いと考えられる。対露経済制裁が強化されなくても緩和されることはないだろう。
- 欧州連合（EU）も、いわゆるミンスク2（ウクライナ紛争の和平協定）の完全履行を制裁解除の条件としているが、現状はそれから程遠い。EU自身が英国のEU離脱や欧州議会選で揺れていることもあって、対露関係を今直ぐ強硬路線から融和路線に転換することは考え難い。このようにロシアは欧米との対立を抱えており、かつ早期の関係改善も見込みにくいことが、ルーブル高の制約条件になる。

### （3）原油価格の上昇も限定的

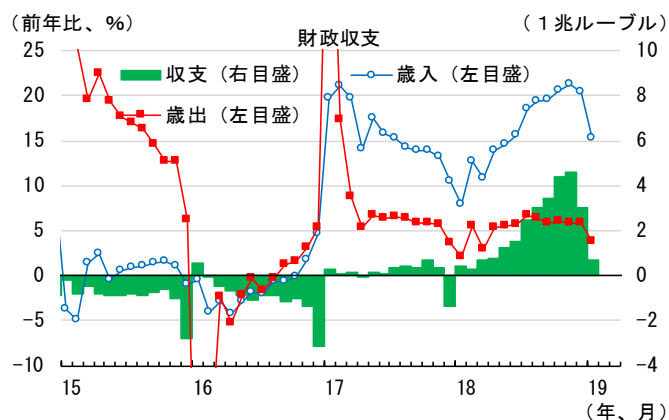
- ルーブル持ち直しの追い風となっている原油高にも限界があるだろう。ブレント価格と連動するウラル産原油価格（図表3）は18年末に底を打ち、既に1バレル70ドル近辺まで回復している。ただ直近の最高値である1バレル80ドル前後までの上昇が限界だと考えられる。主要輸出先である欧州や中国の景気が減速しており、原油価格の上昇には実需面からのブレーキが早晚かかってくると考えられるためである。
- 現在の原油価格の水準は、イランとベネズエラで産出される原油が国際市場から締め出されている結果でもある。そのため両国の原油が国際市場に復帰すれば、供給面から価格に下落圧力がかかることになる。こうしたことから、原油価格がこのまま一本調子で上昇していく展開は見込み難く、ルーブル高の天井（シーリング）は低くならざるを得ない。

図表3. 1バレル70ドル近辺まで回復した原油価格



（出所）ロシア財務省

図表4. 改善が進むロシア財政



（注）年初来累計値  
（出所）ロシア財務省

- ・ なお原油価格の回復で増えた税収の多くは、ロシア政府の財政再建に充てられている模様である。ロシア政府は、景気低迷下で事実上枯渇してしまった政府系基金（非常時の景気対策に用いられる、原油関連収入を積み立てた基金）の再建を政権運営の最優先課題に挙げている。現在、ロシア財政収支（図表4）は健全化が進んでいるが、原油価格の上昇が一服すると財政の改善にもブレーキがかかることになる。

#### （４） 1ドル55ルーブルが一つの節目に

- ・ 欧米からの経済制裁が早期に解除される展開はまず期待できない。また原油価格の動向に依存するファンダメンタルズも、原油価格に天井が敷かれている以上、改善には限界がある。さらに投資家のリスクセンチメントも、グローバルな景気減速が意識される中では本格的な改善は見込み難い。このように整理すると、足元で持ち直しているルーブルであるものの、今後も堅調に上昇していく展開は描けない。
- ・ 月次平均値で見ると、ルーブルの対ドルレートは直近の高値である62ルーブル程度までは十分上昇余地がある。そこを抜ければ一段高を目指すだろうが、1ドル55ルーブル程度で天井をつけるとみられる。15年の為替急落後に1ドル55ルーブル近傍を付けた局面は2度（17年春先と18年初）あるが、いずれもその水準を抜けることができないまま、ルーブルは下落してしまった。そのため、ドル55ルーブルのハードルを越えることはまず見込み難い。

#### － 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。