

欧州景気概況(2019年8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】景気は失速している.....	p.5

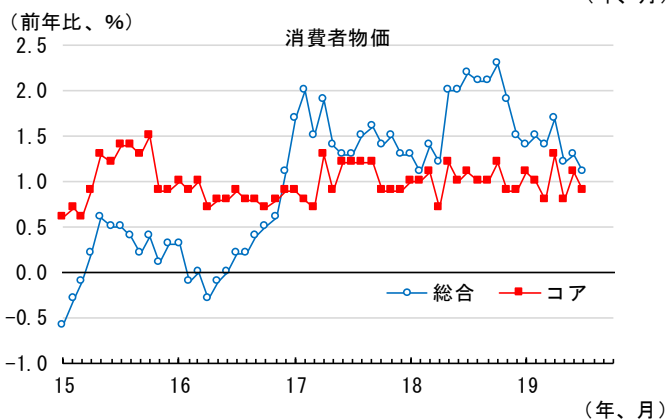
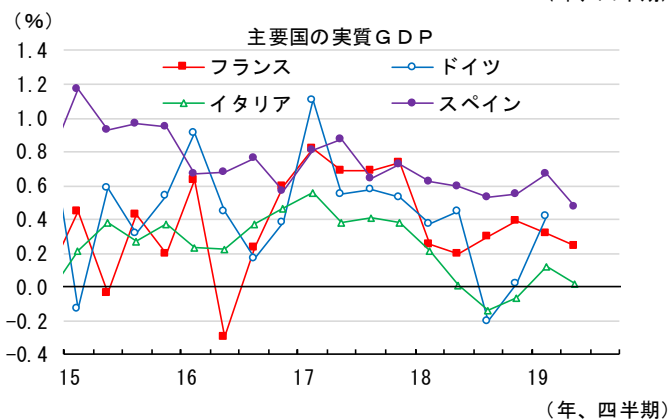
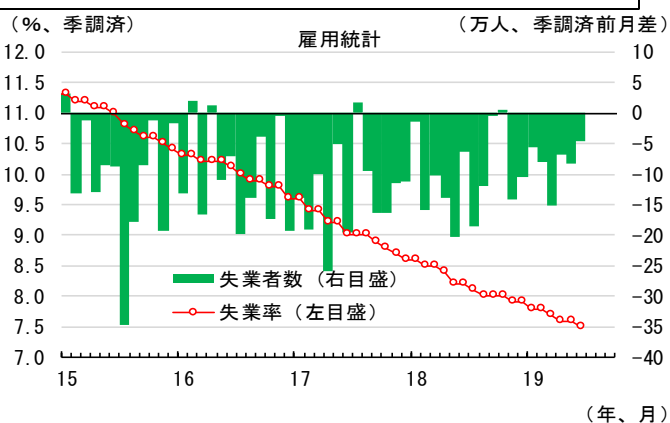
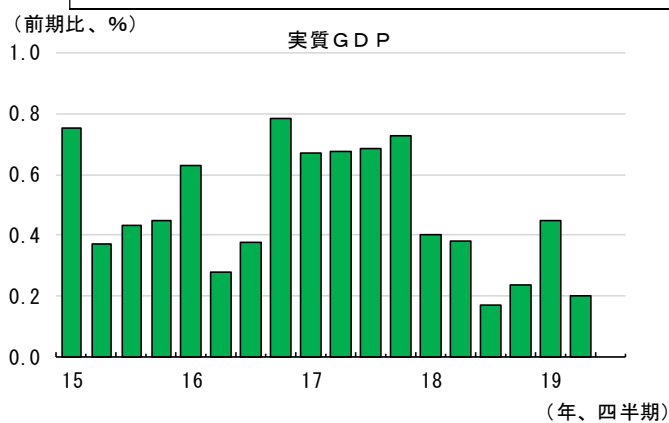
II. 今月のトピック

欧州は再び金融緩和モードへ.....	p.7
--------------------	-----

I. 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。4～6月期の実質GDP（速報値）の前期比成長率は+0.2%と、3四半期ぶりに伸びが減速した。主要国別の成長率の動きを確認しても、押し並べて低下している。最新7月の景況感指数も2ヶ月連続で低下しており、先行き景気の減速が進む可能性を示唆している。
- 企業部門では、5月の鉱工業生産が前月比+0.9%と増加に転じたが、均した動きは横ばい圏で推移している。一方、5月のコア製造業受注は前月比-0.6%と減少トレンドに歯止めがかからない。外需向けを中心に受注は悪化が続いており、中国景気の鈍化や米中摩擦の激化の悪影響を欧州の製造業が色濃く受けている可能性がうかがえる。また企業の景況感も外需の依存度が高い製造業は悪化が続いているが、反面で内需関連の小売業や建設業は横ばい圏で推移している。
- 家計部門では、6月の小売数量が前月比+1.1%と堅調であり、均した動きも増加基調で推移している。同月の新車販売台数は同-6.7%の年率1,076万台にとどまったが、均した水準は1,100万台前後と新車需要は新燃費規制導入（18年9月）前のレベルまで回復してきた。消費を取り巻く環境を確認すると、6月の失業率が7.5%と低下が続くなど、雇用情勢は着実に改善している。一方、7月の消費者物価は前年比+1.1%の上昇にとどまっており、物価は安定している。



(出所) 欧州連合統計局 (ユーロスタット)

○ユーロ圏の主要経済指標

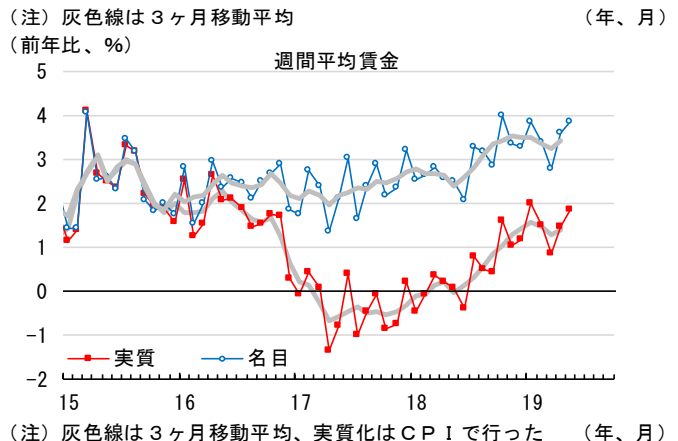
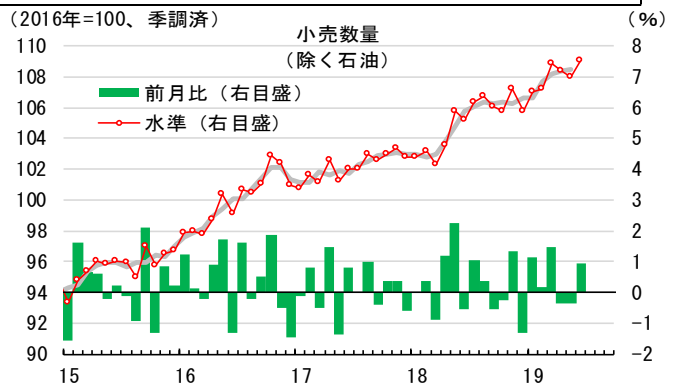
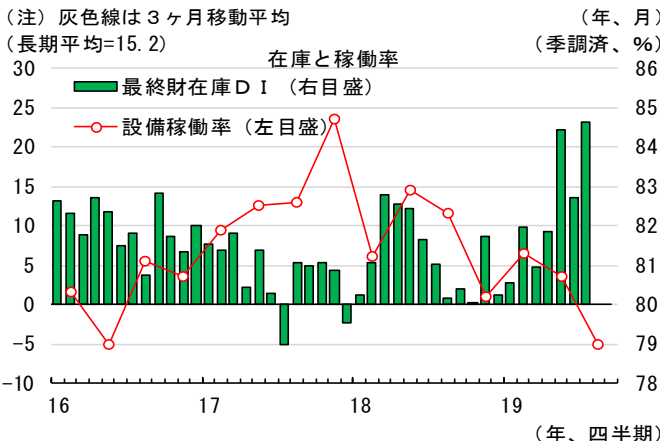
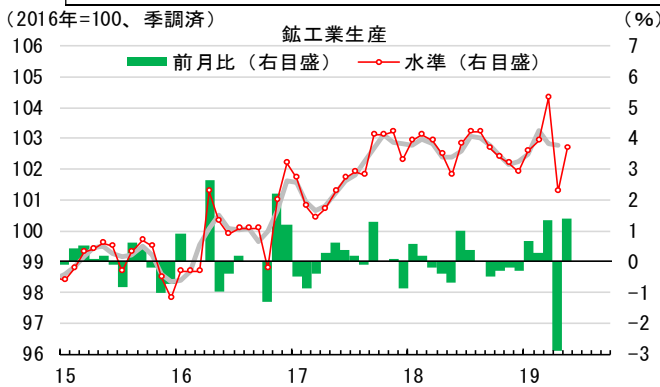
		2016	2017	2018	18/Ⅳ	19/Ⅰ	19/Ⅱ	19/3	19/4	19/5	19/6	19/7		
景気	全体	実質GDP成長率（前期比、%）＊	2.0	2.4	1.9	0.2	0.4	0.2	-	-	-	-	-	
		個人消費（寄与度、%ポイント）	1.1	0.9	0.7	0.2	0.3	-	-	-	-	-	-	
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	0.9	0.5	0.8	0.3	0.0	-	-	-	-	-	-	
		景況感指数（長期平均=100）	104.1	110.1	111.2	108.8	106.0	104.1	105.6	103.9	105.2	103.3	102.7	
		ドイツ	105.9	111.1	112.2	110.6	107.8	104.4	106.6	105.1	105.5	102.6	100.2	
		フランス	100.6	107.0	106.3	102.3	101.4	103.3	102.0	100.8	104.9	104.1	104.1	
		イタリア	103.3	106.7	107.4	105.1	101.7	100.6	101.0	100.0	101.7	100.2	101.6	
	スペイン	105.6	108.3	108.0	106.4	105.2	104.8	106.7	104.1	105.4	104.8	105.4		
	企業部門	鉱工業生産（前期比、%）＊	1.7	2.9	0.9	-1.2	0.9	-	-0.3	-0.4	0.9	-	-	
		うち製造業（前期比、%）＊	1.9	3.2	1.3	-1.0	0.9	-	-0.3	-0.7	0.9	-	-	
		製造業受注（前期比、%）＊	2.2	7.2	3.3	3.8	-4.7	-	-0.2	2.1	-4.2	-	-	
		うちコア（前期比、%）＊	0.4	7.7	2.2	-0.9	-1.5	-	-1.4	0.3	-0.6	-	-	
		設備稼働率（%）	81.6	83.0	83.8	83.6	83.2	82.7	7～9月期は82.2%に低下する見込み					
		製造業景況感指数（平均=-5.5）	-1.8	5.6	6.6	3.6	-0.5	-4.3	-1.6	-4.3	-2.9	-5.6	-7.4	
		サービス業景況感指数（平均=10.2）	11.3	14.6	15.1	13.4	11.5	11.6	11.5	11.8	12.1	11.0	10.6	
		小売業景況感（平均=-8.6）	0.6	2.3	1.3	-0.3	-1.0	-0.6	0.3	-1.1	-0.9	0.1	-0.7	
		建設支出（前期比、%）＊	2.7	2.7	1.8	0.6	1.8	-	-0.4	-1.7	-0.3	-	-	
	建設業景況感（平均=-16.7）	-16.4	-4.2	6.1	7.9	7.5	6.1	7.5	6.5	4.1	7.6	5.0		
	家計部門	小売数量（前期比、%）＊	1.7	2.5	1.6	0.7	0.8	0.4	0.2	0.1	-0.6	1.1	-	
新車販売台数（年率、万台、季調済）		1,039	1,099	1,112	1,022	1,098	1,117	1,071	1,122	1,154	1,076	-		
消費者信頼感（平均=-10.7）		-8.6	-6.0	-5.5	-6.4	-7.0	-7.0	-6.6	-7.3	-6.5	-7.2	-6.6		
住宅価格（前年比、%）		3.6	3.9	4.3	4.6	4.0	-	-	-	-	-	-		
政府部門	財政収支（対GDP比、%）	-1.6	-1.0	-0.5	-0.5	-0.7	-	-	-	-	-	-		
	公的債務残高（対GDP比、%）	89.1	87.0	85.1	85.0	85.7	-	-	-	-	-	-		
国際収支	経常収支（10億ユーロ）	333.0	360.6	335.9	80.8	91.3	-	22.7	22.4	29.7	-	-		
	貿易収支（10億ユーロ）	270.7	239.6	193.4	49.8	43.8	-	23.3	15.9	23.0	-	-		
	輸出（前年比、%）	0.5	7.2	3.9	3.8	4.2	-	3.6	5.3	7.1	-	-		
	輸入（前年比、%）	-1.1	10.0	6.7	7.7	5.0	-	6.2	6.6	4.3	-	-		
雇用賃金	失業率（%、季調済）	10.0	9.1	8.2	7.9	7.8	7.6	7.7	7.6	7.6	7.5	-		
	失業者数（前期差、万人、季調済）	-119.5	-156.8	-119.0	-24.0	-28.7	-19.6	-15.2	-6.8	-8.3	-4.5	-		
	名目賃金・給与（前年比、%）	1.3	1.9	2.3	2.2	2.5	-	-	-	-	-	-		
物価	消費者物価（前年比、%）	0.2	1.5	1.8	1.9	1.4	1.4	1.4	1.7	1.2	1.3	1.1		
	同コア（前年比、%）	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	0.8	1.3	0.8	1.1	0.9		
	生産者物価（前年比、%）	-2.2	3.0	3.3	4.2	3.0	1.7	2.9	2.5	1.7	0.7	-		
金融	M3（前年比、%）	4.7	4.5	4.0	4.0	4.4	4.8	4.8	4.9	5.0	4.6	-		
	銀行貸出（前年比、%）	1.3	1.6	2.9	2.9	3.4	2.9	3.5	3.1	2.6	2.9	-		
	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	-0.31	-0.33	-0.32	-0.31	-0.32	-0.35	-0.38		
	ドイツ10年債金利（年利、%）	0.14	0.37	0.46	0.37	0.14	-0.11	0.06	0.01	-0.08	-0.27	-0.34		
	Eurostoxx50（期中値、91/12/31=1,000）	3,004	3,504	3,383	3,163	3,215	3,415	3,333	3,459	3,380	3,406	3,508		
	ユーロ/円（期中値）	120.4	127.3	130.0	127.7	125.2	122.9	124.5	124.9	121.3	122.6	121.0		
	ユーロ/ドル（期中値）	1.10	1.14	1.18	1.14	1.14	1.12	1.12	1.12	1.12	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7月の景況感指数（94.3）は2ヶ月ぶりに低下し、直近の最低水準を更新した。
- 企業部門では、5月の鉱工業生産が前月比+1.4%と4月の急減（同-2.9%）からリバウンドしたものの、均した動きは減少トレンドを描いている。EU離脱が10月末に延期されたことを受けて発生した余剰在庫が、企業の生産の重荷になっている模様である。余剰在庫の存在は夏場以降も企業の生産の重荷になる見通しであり、直近7月の在庫D I（長期平均=15.2、余剰-不足）は23.2と6月から上昇し、直近の最高水準を更新した。また米中摩擦による世界貿易の停滞などの影響もあり、7～9月期の設備稼働率は79.0%と前期（80.7%）から低下すると予想されている。
- 家計部門では、6月の小売数量（除く石油ベース）が前月比+0.9%と増加に転じたものの、均した動きは横ばい圏で推移している。また同月の新車販売台数も前年比-5.0%と3ヶ月連続で減少幅を拡大させており、個人消費に停滞感がうかがえる。消費の周辺環境を確認すると、5月の失業率（3ヶ月平均値）は3ヶ月連続で3.8%と横ばいとなる一方で、名目平均週間賃金が前年比+3.9%と2ヶ月連続で増勢を加速させるなど、労働需給がひっ迫している。また6月の消費者物価も前年比+2.0%に上昇がとどまっており、インフレは比較的安定している。
- なお7月24日、離脱強硬派であるボリス・ジョンソン元外相が新首相に就任した。



英国統計局（ONS）、欧州委員会ECFIN、イングランド銀行（BOE）

○英国の主要経済指標

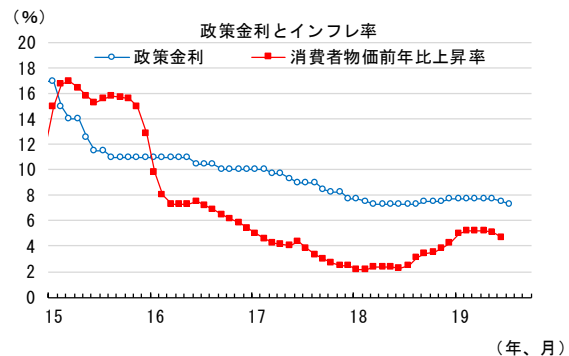
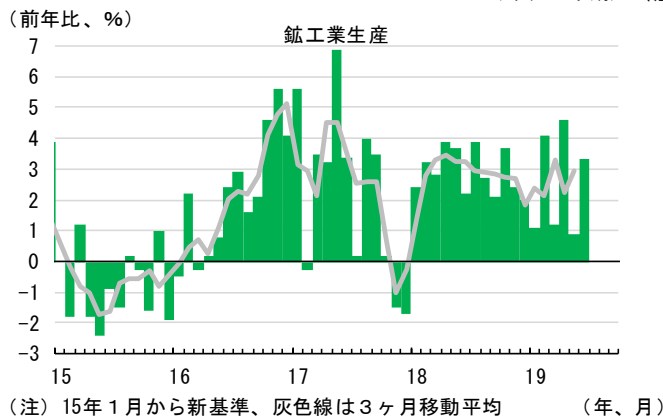
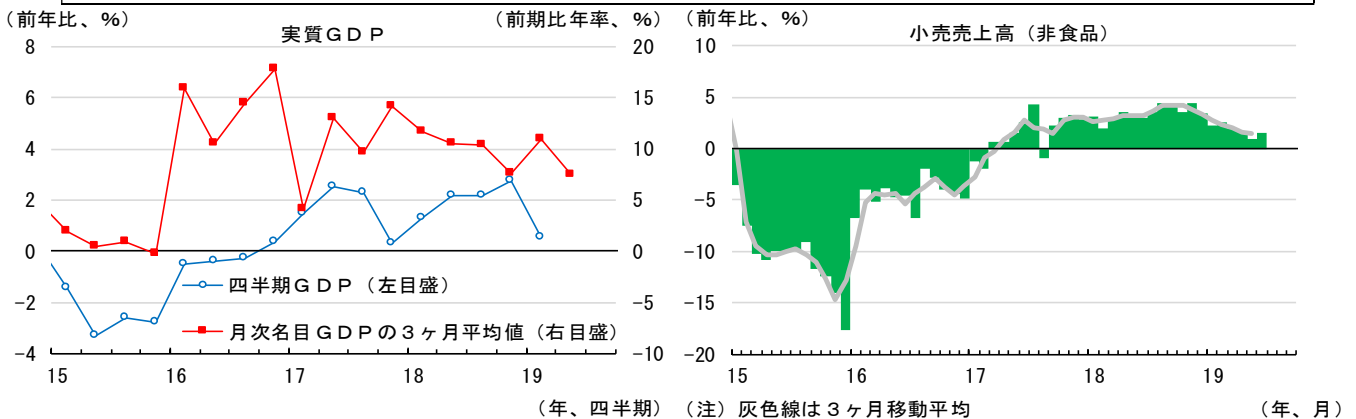
		2016	2017	2018	18/Ⅳ	19/Ⅰ	19/Ⅱ	19/Ⅲ	19/Ⅳ	19/Ⅴ	19/Ⅵ	19/Ⅶ	
景気	全体												
	実質GDP成長率（前期比、%）＊	1.8	1.8	1.4	0.2	0.5	-	-	-	-	-	-	
	個人消費（寄与度、%ポイント）	1.8	1.8	1.4	0.2	0.4	-	-	-	-	-	-	
	総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	2.0	1.4	1.1	-0.1	0.2	-	-	-	-	-	-	
	景況感指数（長期平均=100）	105.6	109.0	107.4	106.2	101.2	96.3	100.8	99.3	94.5	95.1	94.3	
	企業部門												
	鉱工業生産（前期比、%）＊	0.5	0.5	-0.2	-0.8	1.1	-	1.4	-2.9	1.4	-	-	-
	うち製造業（前期比、%）＊	0.5	0.8	-0.3	-0.7	1.9	-	1.5	-4.1	1.4	-	-	-
	サービス業生産（前期比、%）＊	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	-	0.1	0.1	0.0	-	-	-
	設備稼働率（%）	80.3	82.9	81.7	80.2	81.3	80.7	7～9月期は79.0%に低下する見込み					
	設備投資（前期比、%）＊	-0.1	0.6	-0.6	-0.9	0.4	-	-	-	-	-	-	-
	製造業景況感指数（平均=-7.6）	-1.2	10.6	5.8	5.0	0.6	-8.6	-0.4	-4.6	-10.5	-10.8	-16.9	-
サービス業景況感指数（平均=4.1）	4.5	2.1	3.2	-1.6	-10.2	-11.6	-9.4	-6.9	-15.1	-12.7	-5.9	-	
小売業景況感（平均=1.4）	-3.6	-7.2	-6.8	-8.1	-11.3	-10.0	-11.7	-11.1	-8.3	-10.5	-6.9	-	
建設支出（前期比、%）＊	0.6	0.3	0.1	-0.6	1.5	-	-1.5	-0.5	0.6	-	-	-	
建設業景況感（平均=-19.5）	-4.9	-4.2	-1.9	2.1	-5.8	-10.0	-10.8	-13.1	-2.5	-14.5	-3.9	-	
家計部門													
小売数量（前期比、%）＊	1.4	0.3	0.7	0.1	1.5	0.7	1.3	-0.3	-0.6	1.0	-	-	
除く石油（前期比、%）＊	1.5	0.2	0.8	-0.1	1.3	0.7	1.5	-0.4	-0.4	0.9	-	-	
新車販売台数（前年比、%）	2.3	-7.6	-2.4	-3.9	-1.2	-4.6	-3.4	-4.2	-4.7	-5.0	-	-	
消費者信頼感指数（平均=-8.6）	-3.6	-7.2	-6.8	-8.1	-11.3	-10.0	-11.7	-11.1	-8.3	-10.5	-6.9	-	
住宅部門													
イングランド住宅着工件数（年率、万戸、季調済）	15.6	16.5	16.5	16.2	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-	
実質新規建設（住宅）受注（前期比、%）＊	1.4	-0.5	-	-	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-	
ネーションハウズ住宅価格（前年比、%）	4.9	2.9	2.1	1.4	0.4	0.7	0.7	0.9	0.6	0.5	0.3	-	
政府部門													
財政収支（10億ポンド）	-11.5	18.6	21.6	-6.9	33.2	-9.7	9.5	-3.9	-1.8	-4.0	-	-	
公的純債務残高（対GDP比、%）	84.5	84.5	84.2	84.1	83.0	83.1	83.0	82.6	82.8	83.1	-	-	
国際収支													
経常収支（10億ポンド）	-102.8	-68.4	-81.6	-23.7	-30.0	-	-	-	-	-	-	-	
貿易収支（10億ポンド）	-30.9	-23.9	-31.0	-9.4	-20.3	-	-6.5	-3.7	-2.3	-	-	-	
輸出（前年比、%）	7.2	11.1	2.7	3.7	5.7	-	7.8	4.1	4.1	-	-	-	
輸入（前年比、%）	7.7	9.4	3.7	6.3	14.9	-	14.0	4.8	3.3	-	-	-	
雇用賃金													
失業率（%、季調済、3ヶ月平均）	4.9	4.4	4.1	4.0	3.8	-	3.8	3.8	3.8	-	-	-	
雇用者数（前期差、万人、3ヶ月平均）	30.5	30.9	44.4	16.7	9.9	-	-2.4	4.9	0.3	-	-	-	
名目週間平均賃金（前年比、%）	2.4	2.3	2.9	3.5	3.3	-	2.8	3.6	3.9	-	-	-	
物価													
消費者物価（前年比、%）	0.7	2.7	2.5	2.3	1.9	2.0	1.9	2.1	2.0	2.0	-	-	
同コア（前年比、%）	1.3	2.4	2.1	1.9	1.9	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	-	-	
生産者投入物価（前年比、%）	2.3	11.2	7.3	6.3	3.3	1.9	3.1	4.6	1.4	-0.3	-	-	
生産者産出物価（前年比、%）	0.5	3.4	2.9	2.9	2.3	1.9	2.2	2.1	1.9	1.6	-	-	
金融													
M3（前年比、%）	6.8	8.4	3.5	3.3	1.5	1.9	2.2	2.5	1.5	1.7	-	-	
国内向け銀行貸出（前年比、%）	4.7	4.8	3.8	5.6	4.7	3.3	5.0	3.4	3.1	3.4	-	-	
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	0.75	
LIBOR3ヶ月物（年利、%）	0.50	0.36	0.72	0.86	0.88	0.80	0.84	0.82	0.80	0.78	0.77	-	
10年債平均金利（年利、%）	1.30	1.25	1.47	1.43	1.24	1.06	1.17	1.17	1.10	0.91	0.84	-	
FT100指数（期中値、91/12/31=1,000）	6,470	7,378	7,357	6,990	7,071	7,356	7,205	7,434	7,275	7,359	7,549	-	
ポンド/円（期中値）	147.6	144.6	147.4	145.0	143.5	141.3	146.3	145.5	141.4	137.0	135.0	-	
ドル/ポンド（期中値）	1.35	1.29	1.34	1.29	1.30	1.29	1.32	1.30	1.29	1.27	1.25	-	

（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】～景気は失速している

- ・ ロシア景気は失速している。1～3月期の実質GDPは前年比+0.5%と4四半期ぶりに成長率が低下した。一方、月次の名目GDPの4～6月期平均値も同+7.4%と2四半期ぶりに低下しており、4～6月期も低成長が続いた可能性がうかがえる。
- ・ 企業部門では、6月の鉱工業生産が前年比+3.3%と増勢が再び加速した。鉱業は増勢が鈍化した一方で製造業が再び増加に転じて、生産全体の伸び率を押し上げた。他方で対外面では、5月の名目輸出が前年比-13.0%と2ヶ月連続でマイナス幅を拡大させるなど、不調である。主力の原油、天然ガス共に足元で前年割れが続いているが、背景には欧州向け原油輸送パイプライン「ドルジバ」の事故（汚染物質の混入）の影響があった模様である。
- ・ 家計部門では、6月の小売売上高が前年比+1.4%との低い伸び率となり、趨勢的な増勢鈍化が続いている。6月の新車販売台数も同-3.3%の15.1万台にとどまっており、新車需要はさえない。消費を取り巻く環境を確認すると、6月の失業率は4.4%まで低下し、登録失業者数も前月比-3.0万人と3ヶ月連続で減少するなど、雇用情勢は改善している。他方で同月の消費者物価は前年比+4.7%と上昇率は3ヶ月連続で低下しており、物価はディスインフレ（インフレ率の持続的な低下）が進み安定感を強めている。
- ・ こうした中でロシア中銀は7月26日に今年2度目の利下げを実施し、政策金利を7.25%に引き下げた。景気の停滞と物価の安定を踏まえて、中銀は緩和スタンスを強めている。またルーブル相場の安定も、中銀の緩和を後押ししている。



（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/Ⅳ	19/Ⅰ	19/Ⅱ	19/3	19/4	19/5	19/6	19/7	
景気	全体	実質GDP（前年比、%）	0.3	1.6	2.3	2.7	0.5	-	-	-	-	-	
		個人消費（寄与度、%ポイント）	-1.9	3.3	2.3	1.4	0.9	-	-	-	-	-	
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	1.5	2.5	0.3	0.1	-0.4	-	-	-	-	-	
	企業部門	鉱工業生産（前年比、%）	2.1	2.3	2.9	2.7	2.1	2.9	1.2	4.6	0.9	3.3	-
		鉱業（前年比、%）	2.3	2.2	3.9	7.2	4.7	3.1	4.3	4.2	2.8	2.3	-
		製造業（前年比、%）	2.4	2.8	2.8	0.9	1.3	2.4	0.3	4.7	-1.0	3.4	-
		電気ガス水道（前年比、%）	1.8	0.1	1.4	1.2	-1.5	1.8	-4.8	1.0	1.8	2.5	-
		ウラル産原油価格（ドル/バレル）	41.9	53.1	69.8	67.2	63.2	68.1	66.0	71.5	70.9	61.9	-
		鉱業信頼感指数（ポイント）	-2.3	-0.2	0.8	-1.7	0.0	1.7	1.0	3.0	1.0	1.0	1.0
		製造業信頼感指数（ポイント）	-5.3	-2.3	-3.4	-6.3	-2.0	-1.3	-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）	-2.2	-1.7	-1.0	5.3	-5.7	-7.3	-7.0	-8.0	-8.0	-6.0	-5.0
		建設支出（前年比、%）	-2.4	-0.2	5.9	4.2	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	-
		ビル竣工件数（前年比、%）	-25.4	-23.5	19.7	-23.2	-3.3	-	-	-	-	-	-
	建設業景況感指数（ポイント）	-17.0	-17.0	-22.3	-25.0	-20.0	-16.0	-	-	-	-	-	
	家計部門	小売売上高（前年比、%）	-4.8	1.2	2.8	2.7	1.9	1.5	1.7	1.6	1.4	1.4	-
		新車販売台数（万台）	142.6	159.6	180.1	50.3	39.2	43.7	16.0	14.8	13.8	15.1	-
		消費者信頼感指数（ポイント）	-23.3	-12.4	-11.7	-16.6	-16.5	-14.6	-	-	-	-	-
		住宅価格（前年比、%）	-5.3	-3.6	2.5	4.9	7.2	6.9	-	-	-	-	-
	政府部門	財政収支（兆ルーブル）	-3.1	-1.3	3.0	-0.4	1.3	-	0.8	0.6	0.7	-	-
公的国内債務残高（兆ルーブル）		8.0	8.7	9.2	9.2	9.5	10.1	9.5	9.9	10.0	10.1	-	
国際収支	経常収支（10億ドル）	139.6	128.9	303.0	113.5	117.3	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支（10億ドル）	103.4	130.3	211.1	61.6	51.2	-	16.8	15.2	13.2	-	-	
	輸出（前年比、%）	-16.2	25.9	26.4	20.7	1.7	-	-0.1	-1.0	-13.0	-	-	
	輸入（前年比、%）	-0.8	25.5	6.2	-2.9	-2.5	-	-2.6	5.4	-8.1	-	-	
	対外債務（対輸出比率、倍）	1.8	1.5	1.0	1.0	1.1	1.1	-	-	-	-	-	
賃金情勢・雇用	失業率（原系列、%）	5.5	5.2	4.8	4.8	4.8	4.5	4.7	4.7	4.5	4.4	-	
	失業者数（前期差、万人）	-10.7	-11.9	-8.2	4.4	12.5	-7.2	2.0	-0.1	-4.1	-3.0	-	
	名目賃金（前年比、%）	7.8	7.3	10.1	8.1	6.3	7.4	7.7	8.4	6.8	7.1	-	
	実質賃金（前年比、%）	0.7	3.5	7.0	4.1	1.1	2.3	2.3	3.1	1.6	2.3	-	
物価	消費者物価（前年比、%）	7.1	3.7	2.9	3.9	5.2	5.0	5.3	5.2	5.1	4.7	-	
	同コア（前年比、%）	7.5	3.5	2.5	3.4	4.4	4.6	4.6	4.6	4.7	4.6	-	
	生産者物価（前年比、%）	4.4	7.7	12.3	15.4	8.8	6.6	10.2	9.4	7.2	3.1	-	
金融	M3（前年比、%）	11.3	10.3	11.0	11.5	9.6	7.7	8.9	7.7	8.0	7.3	-	
	銀行貸出（前年比、%）	5.5	0.6	5.9	10.3	15.0	12.5	15.7	12.1	13.4	12.2	-	
	政策金利（期末値、%）	10.00	7.75	7.75	7.75	7.75	7.50	7.75	7.75	7.75	7.50	7.25	
	3ヶ月物銀行間金利（期中値、%）	9.1	8.2	6.8	7.4	7.4	7.3	7.2	7.5	7.2	7.2	6.9	
	10年債流通利回り（期中値、%）	8.8	7.9	8.0	8.8	8.4	8.0	8.4	8.3	8.1	7.7	7.4	
	R T S 指数（期中値、ポイント）	934.6	1,098.8	1,172.2	1,107.0	1,200.3	1,305.3	1,198.1	1,248.4	1,287.1	1,380.5	1,360.0	
	100円/ルーブル（期中値）	61.8	52.0	56.8	59.0	59.7	58.7	58.6	57.9	59.0	59.4	58.4	
	ドル/ルーブル（期中値）	67.2	58.3	62.7	66.5	65.8	64.5	65.1	64.6	64.8	64.2	63.2	
	ユーロ/ルーブル（期中値）	74.4	65.9	74.0	75.9	74.8	72.5	73.7	72.6	72.5	72.4	71.0	
	外貨準備高（期末値、10億ドル）	377.7	432.7	468.5	468.5	487.8	518.4	487.8	491.1	495.2	518.4	-	

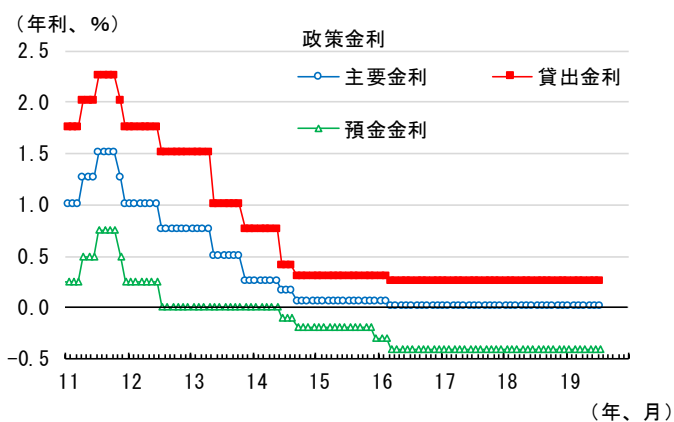
(出所) ロシア連邦統計局 (Rosstat)、ロシア連邦中央銀行などの資料から作成。

II. 欧州は再び金融緩和モードへ

(1) ECBは7月会合で追加緩和の検討を発表

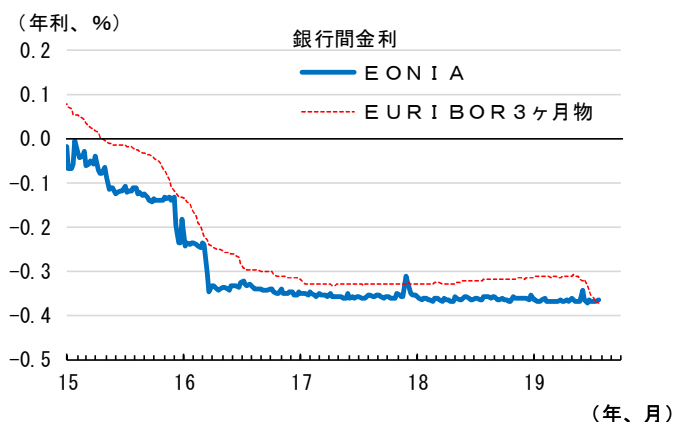
- 欧州中央銀行（ECB）は7月25日に開いた理事会で、追加緩和の可能性を示唆した。9月12日の次回理事会でその内容が公表されるという観測が高まっている。追加緩和の具体的な手段としては、フォワードガイダンスの強化、追加利下げと量的緩和の再開などが考えられている模様である。ドラギ総裁は10月末に任期満了で退任するが、後任のラガルド氏が金融政策に必ずしも明るくないこともECBの行動を駆り立てたとみられる。
- 現在、ECBの政策金利（図表1）は、主要金利を中心に上限金利（ECBが金融機関に貸付をする際に適用される金利）と下限金利（金融機関がECBに預金をする際に適用される金利）を一定の幅で上下させるバンド制である。ただECBが下限金利をマイナス圏に引き下げて以降は、それまで主要金利近傍で決まっていた銀行間金利が下限金利の水準まで低下しており、現在では下限金利が事実上の政策金利をなしている（図表2）。
- 追加利下げを行う場合は、下限金利の「階層化」を実施するとみられている。日銀が既に実施しているように、超過準備の一部（日銀の場合、政策金利残高と称される）に対して、標準的な下限金利よりもさらに深いマイナス金利が適用されると考えられている。例えば、預金金利は現在超過準備に対して -0.40% で一律に適用されているが、これを -0.60% まで引き下げた上で、一部準備に -0.10% の金利を追加適用するようなイメージである。
- かつて政策金利はマイナス圏まで引き下げることはできない（非負制約）とされていた。現在でも主要中銀が採用しているマイナス金利政策は、政策金利の一部に適用されている。いずれにせよこの政策に関しては、それ自体の効果が不透明である一方で、金融機関の業績悪化を受けて金融仲介機能がかえって損なわれるという現象（いわゆるリバーサルレート）が生じている。そのため、金利を階層化すること自体は技術的に可能でも、それで景気が刺激されるかどうかはかなり怪しいと言わざるを得ない。

図表1. ECBの政策金利の推移



(出所) 欧州中央銀行 (ECB)

図表2. 銀行間金利はマイナス圏

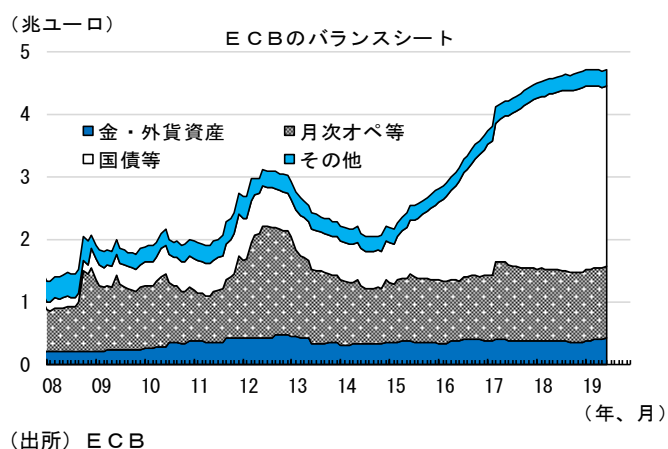


(注) EONIA: ユーロ圏無担保翌日物平均金利
(出所) Bloomberg

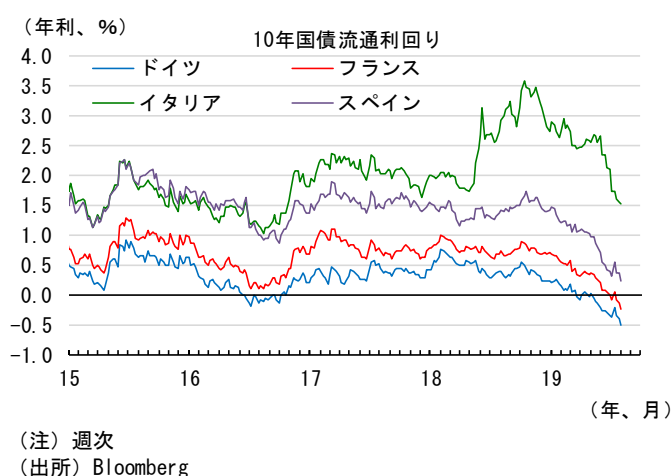
(2) 量的緩和の拡大余地はあるのか

- ・ 量的緩和の再開も追加緩和の手段として議論されている。
- ・ E C Bは18年12月末でそれまでの量的緩和の拡大を停止したばかりである。現在、E C Bは償還分の資産と同額の資産を購入（再投資）し続けることで、バランスシートの規模の維持（図表3）に努めている。なおE C Bは利上げを実施した後に再投資を停止してバランスシートの縮小する方針を示しているため、量的緩和を再開すればバランスシートがさらに拡大することになる。
- ・ 原則として、ユーロ圏19ヶ国の中銀であるE C Bによる量的緩和では、各国によるE C Bへの出資比率（各国の経済規模とほぼ同等）に応じて購入される国債の金額が決まる。しかしながら最大の出資国であるドイツの長期金利は、E C Bによる追加緩和を織り込んでいることもあり、政策金利の水準（ -0.40% ）よりも低い水準（8月5日の終値は -0.52% ）となっているため、どの程度の緩和効果が見込めるかは未知数である。
- ・ 健全財政志向が強いドイツでは近年、国債の新規発行が手控えられている。そのため、年限が長い国債を中心にE C Bが追加で購入できる国債の額は非常に限定されている。またドイツ以外の主要国の国債についても、比較的金利が高いため深刻な運用難を受けた内外の投資家によって積極的に購入された。その結果、財政拡張を巡ってE Uと対立しているイタリアでさえ金利の低下が進むなど、市場に流通する国債は着実に減少している。
- ・ 加えて、特定国の国債をE C Bへの出資比率以上に購入することは、その国に対する一種の財政支援になり得る。そのため、技術的には可能でも政治的なハードルは高い。これらの事情を考えると、量的緩和を再開してもどの程度の緩和効果が得られるかは不透明である。E C B内部にも量的緩和再開に関する意見は割れている模様であり、報道によればオーストリア中銀のノボトニー総裁などは懐疑的な立場にあるようだ。

図表3. 相次いだ時間軸政策の修正



図表4. ドイツとフランスの金利はマイナス圏に



(3) ユーロ高の抑制効果も限定的か

- 欧州債務危機を受けてユーロ圏経済は、成長のエンジンをそれまでの内需から外需（輸出）にスイッチすることを試み、一定の成果を得た。そのためECBも、ユーロ相場の動向には神経質になっている。ECBが今回追加緩和を模索する狙いも、米国発のドル安圧力に対する対抗にあると考えられる。
- 足元のユーロ相場は対ドル（図表5）と対円（図表6）ともに18年初をピークに緩やかなユーロ安トレンドで推移している。米国は未だ利下げ余地がある一方で、欧州と日本の場合、抱えている事情は異なるものの、追加緩和の余地に乏しい。金融政策だけでは為替レートは決まらないが、米国が追加利下げを進めれば金利差が縮小し、これまで売られていたユーロが買い戻されること（つまりユーロ高）になるだろう。

図表5. 相次いだ時間軸政策の修正



(注) 週次
(出所) ECB

図表6. ドイツとフランスの金利はマイナス圏に



(注) 週次
(出所) ECB

— 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。