

欧州景気概況(2019年12月)

調査部 研究員 土田 陽介

【目次】

I. 景気概況

【ユーロ圏】 景気は足踏みしている	p.1
【英国】 景気は足踏みしている	p.3
【ロシア】 景気は足踏みしている	p.5

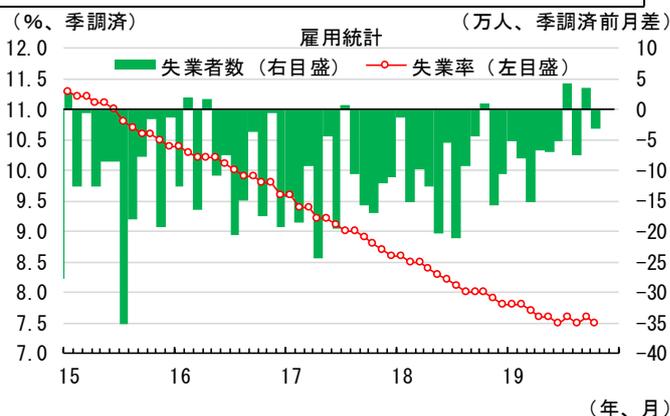
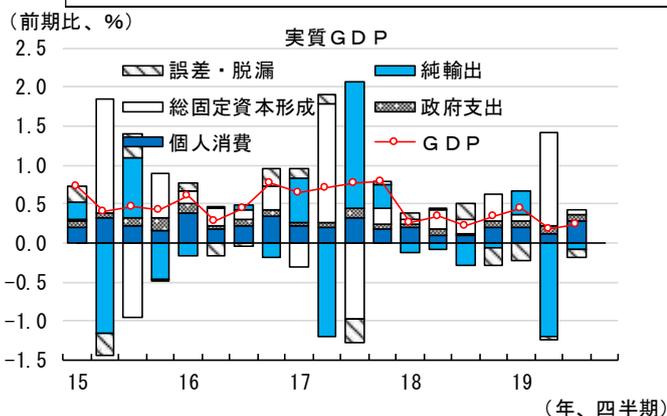
II. 今月のトピック

マイナス金利の解消に向かうスウェーデン中銀	p.7
-----------------------------	-----

I. 景気概況

【ユーロ圏】～景気は足踏みしている

- ユーロ圏景気は足踏みしている。最新7～9月期の実質GDP（確定値）の前期比成長率は+0.2%と、4～6月期と同じ伸び率にとどまった。需要項目別には、個人消費の増勢が加速し、GDPの成長を牽引した。純輸出（輸出－輸入）のマイナス寄与幅も縮小したが、一方で総固定資本形成が失速し、景気の重荷になった。
- 企業部門では、9月の鉱工業生産が前月比+0.1%と増加が続いたものの、均した動きは横ばい圏で推移している。一方で、9月のコア製造業受注は前月比-0.2%と再び下落し、依然低迷している。もっとも企業の景況感は、ドイツのI f o景況感指数が足元で底打ち反転するなど、緩慢ながらも改善がみられる。
- 家計部門では、10月の小売数量が前月比-0.6%と2ヶ月連続で減少し、頭打ちとなっている。一方で、同月の新車販売台数は同+3.8%の年率1,089万台と、均した動きは11万台前後で着実に推移している。個人消費の周辺環境を確認すると、雇用情勢に関しては失業率が7.5%近傍で一進一退（10月も7.5%）となるなど、完全雇用が意識される状態にある。一方で物価動向は、11月の消費者物価が前年比+1.0%と3ヶ月ぶりに上昇が加速したものの、均した動きはデysinフレ傾向で推移している。
- なお欧州中央銀行（ECB）は12月12日に年内最後の政策理事会を開催する。既にドラギ前総裁が任期終盤で金融緩和に踏み切ったことや、同日の英国の総選挙前に身動きが取り難いことなどから、ラガルド新総裁のデビュー戦は無風で終わるだろう。



(出所) 欧州連合統計局（ユーロスタット）、I f o 研究所

○ユーロ圏の主要経済指標

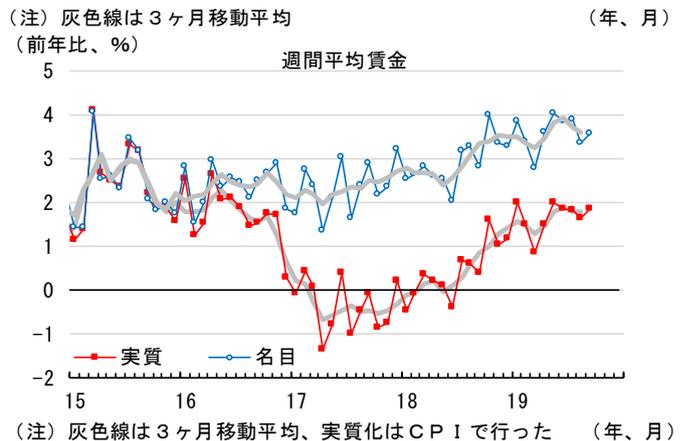
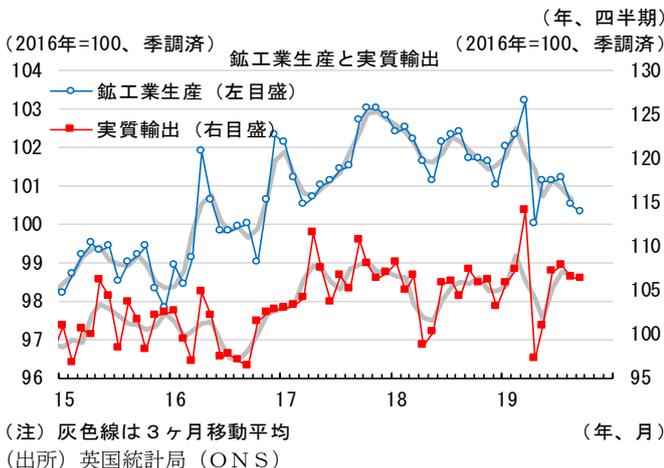
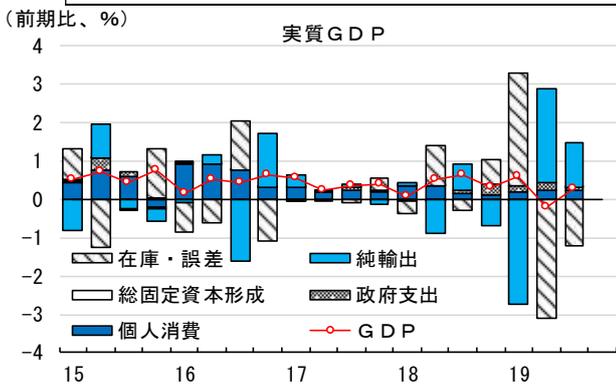
		2016	2017	2018	19/Ⅰ	19/Ⅱ	19/Ⅲ	19/7	19/8	19/9	19/10	19/11	
景気	全体	実質GDP成長率（前期比、%）＊	2.0	2.4	1.9	0.4	0.2	0.2	-	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、%ポイント）	1.1	0.9	0.7	0.2	0.1	0.3	-	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	0.9	0.5	0.8	0.1	1.2	0.1	-	-	-	-	-
		景況感指数（長期平均=100）	104.1	110.1	111.2	106.0	104.1	102.5	102.7	103.1	101.7	100.8	101.3
		ドイツ	105.9	111.1	112.2	107.8	104.4	100.1	100.2	100.6	99.4	99.2	99.6
		フランス	100.6	107.0	106.3	101.4	103.3	103.8	103.9	104.1	103.5	103.5	103.9
	イタリア	103.3	106.7	107.4	101.7	100.6	100.7	101.6	100.7	99.9	100.0	99.9	
	スペイン	105.6	108.3	108.0	105.2	104.8	105.6	105.4	107.3	104.2	101.2	101.9	
	企業部門	鉱工業生産（前期比、%）＊	1.7	2.9	0.9	0.5	-0.6	-0.9	-0.5	0.4	0.1	-	-
		うち製造業（前期比、%）＊	1.9	3.2	1.3	0.5	-0.7	-0.8	-0.5	0.4	0.3	-	-
製造業受注（前期比、%）＊		2.2	7.2	3.3	-4.8	0.3	-1.6	-3.0	1.5	0.9	-	-	
うちコア（前期比、%）＊		0.4	7.7	2.2	-1.6	-1.1	-1.1	-1.3	0.9	-0.2	-	-	
設備稼働率（%）		81.6	83.0	83.8	83.2	82.7	82.2	10～12月期は81.3%になる見込み					
製造業景況感指数（平均=-5.6）		-1.8	5.6	6.6	-0.5	-4.3	-7.3	-7.3	-5.8	-8.9	-9.5	-9.2	
サービス業景況感指数（平均=10.1）		11.3	14.6	15.1	11.5	11.6	9.8	10.6	9.2	9.5	9.0	9.3	
小売業景況感（平均=-8.5）		0.6	2.3	1.3	-1.0	-0.6	0.0	-0.7	0.6	0.2	-0.9	-0.2	
建設支出（前期比、%）＊		2.7	2.7	1.8	1.5	-0.8	-0.4	-0.5	-0.8	0.7	-	-	
建設業景況感（平均=-16.4）	-16.4	-4.2	6.1	7.5	6.1	4.1	5.0	3.9	3.4	4.4	3.1		
家計部門	小売数量（前期比、%）＊	1.7	2.5	1.6	0.8	0.6	0.5	-0.5	0.6	-0.2	-0.6	-	
	新車販売台数（年率、万台、季調済）	1,039	1,099	1,112	1,098	1,120	1,145	1,118	1,267	1,049	1,089	-	
	消費者信頼感（平均=-10.6）	-8.6	-6.0	-5.5	-7.0	-7.0	-6.7	-6.6	-7.1	-6.5	-7.6	-7.2	
	住宅価格（前年比、%）	3.6	3.9	4.3	4.1	4.2	-	-	-	-	-	-	
政府部門	財政収支（対GDP比、%）	-1.6	-1.0	-0.5	-0.6	-0.7	-	-	-	-	-	-	
	公的債務残高（対GDP比、%）	89.1	87.0	85.1	86.4	86.2	-	-	-	-	-	-	
国際収支	経常収支（10億ユーロ）	333.0	360.6	335.9	91.4	70.7	77.7	21.0	28.5	28.2	-	-	
	貿易収支（10億ユーロ）	270.7	239.6	193.4	41.5	57.0	57.0	24.1	14.3	18.7	-	-	
	輸出（前年比、%）	0.5	7.2	3.9	3.7	2.4	2.9	6.0	-2.7	5.2	-	-	
	輸入（前年比、%）	-1.1	10.0	6.7	5.5	2.5	0.2	2.6	-4.2	2.1	-	-	
雇用賃金	失業率（%、季調済）	10.0	9.1	8.2	7.8	7.6	7.6	7.6	7.5	7.6	7.5	-	
	失業者数（前期差、万人、季調済）	-119.5	-156.8	-119.0	-28.3	-18.9	0.4	4.3	-7.4	3.5	-3.1	-	
	名目賃金・給与（前年比、%）	1.3	1.9	2.3	2.7	2.6	-	-	-	-	-	-	
物価	消費者物価（前年比、%）	0.2	1.5	1.8	1.4	1.4	0.9	1.0	1.0	0.8	0.7	1.0	
	同コア（前年比、%）	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3	
	生産者物価（前年比、%）	-2.2	3.0	3.3	3.0	1.6	-0.8	-0.1	-1.0	-1.3	-2.0	-	
金融	M3（前年比、%）	4.7	4.5	4.0	4.4	4.8	5.6	5.2	6.1	5.6	5.7	-	
	銀行貸出（前年比、%）	1.3	1.6	2.9	2.6	2.9	3.2	3.1	3.4	3.1	3.5	-	
	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	-0.31	-0.33	-0.41	-0.38	-0.43	-0.42	-0.39	-0.40	
	ドイツ10年債金利（年利、%）	0.14	0.37	0.46	0.14	-0.11	-0.51	-0.34	-0.62	-0.58	-0.45	-0.33	
	Eurostoxx50（期中値、91/12/31=1,000）	3,004	3,504	3,383	3,215	3,415	3,459	3,508	3,355	3,515	3,551	3,693	
	ユーロ/円（期中値）	120.4	127.3	130.0	125.2	122.9	118.6	121.0	117.3	117.6	120.7	120.4	
	ユーロ/ドル（期中値）	1.10	1.14	1.18	1.14	1.12	1.10	1.12	1.10	1.09	1.12	1.10	

（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】～景気は足踏みしている

- 英国景気は足踏みしている。最新7～9月期の実質GDP（速報値）の前期比成長率は+0.3%とプラスに転じたが、在庫投資の影響を除いた国内最終需要は同-0.6%と1～3月期以来のマイナスとなり、景気の基調は冴えない。なお成長の牽引役は輸出であり、輸入の影響を除いた純輸出でも前期に続いてプラスとなった。
- 企業部門では、9月の鉱工業生産が前月比-0.2%と減少が続き、均したトレンドも悪化している。また実質輸出の動きも冴えず、生産が悪化する一因となっている。他方で、同月のサービス生産も同横ばいにとどまり、頭打ちとなっている。もともと、企業の景況感は製造業、非製造業ともに悪化に歯止めがかかりつつある。
- 家計部門では、10月の小売数量（燃料除く）が前月比-0.3%と2ヶ月ぶりに減少、均した動きも頭打ちとなっている。同月の新車販売台数も前年比-7.0%と、2ヶ月ぶりに前年割れに転じた。個人消費を取り巻く環境を確認すると、まず雇用情勢に関しては、失業率が3.8%程度で推移するなど、完全雇用状態にある。また10月の消費者物価が前年比+1.5%と上昇率の低下が続くなど、物価動向はデフインフレが進んでいる。こうした中で実質賃金は着実に増加しているが、英国の消費は力強さを欠いている。
- なお12月12日に英国で総選挙が実施され、ジョンソン首相がEUとの間で合意に達した離脱協定案の是非が国民に問われることになる。与党である保守党が単独過半数を得れば、離脱協定案に基づく離脱が1月末に実現する見通しである。



○英国の主要経済指標

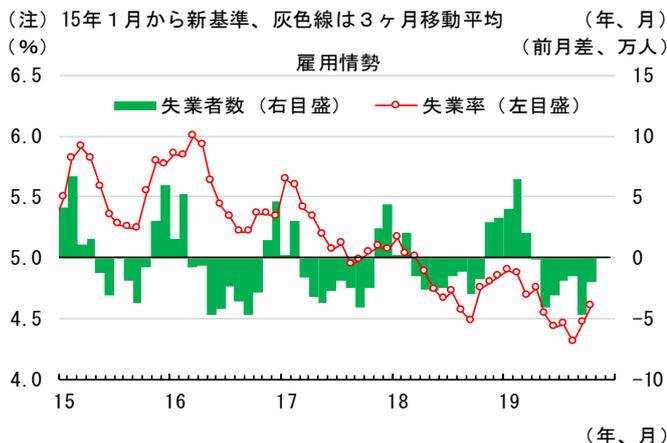
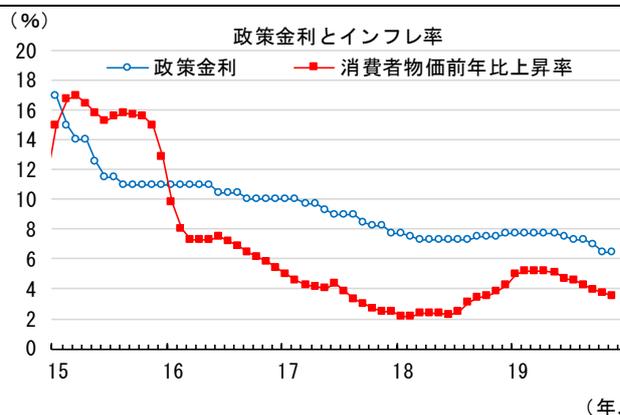
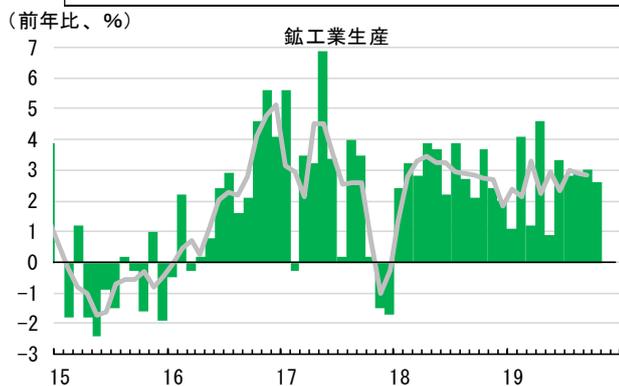
		2016	2017	2018	19/Ⅰ	19/Ⅱ	19/Ⅲ	19/7	19/8	19/9	19/10	19/11		
景気	全体	実質GDP成長率（前期比、%）*	1.8	1.8	1.4	0.6	-0.2	0.3	-	-	-	-	-	
		個人消費（寄与度、%ポイント）	1.8	1.8	1.4	0.2	0.2	0.2	-	-	-	-	-	
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	2.0	1.4	1.1	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-	
		景況感指数（長期平均=100）	105.6	109.0	107.4	101.2	96.3	91.6	94.3	92.5	88.0	89.8	90.9	
	企業部門	鉱工業生産（前期比、%）*	0.5	0.5	-0.2	1.1	-1.7	-0.1	0.1	-0.7	-0.2	-	-	-
		うち製造業（前期比、%）*	0.5	0.8	-0.3	1.9	-2.8	0.0	0.5	-0.7	-0.4	-	-	-
		サービス業生産（前期比、%）*	0.5	0.4	0.5	0.4	0.2	0.4	0.3	-0.1	0.0	-	-	-
		設備稼働率（%）	80.3	82.9	81.7	81.3	80.7	79.0	10～12月期は81.5になる見込み					
		設備投資（前期比、%）*	-0.1	0.6	-0.6	0.8	-0.4	0.0	-	-	-	-	-	-
		製造業景況感指数（平均=-7.7）	-1.2	10.6	5.8	0.6	-8.6	-17.5	-16.9	-12.2	-23.5	-16.9	-16.7	-
		サービス業景況感指数（平均=3.8）	4.5	2.1	3.2	-10.2	-11.6	-12.4	-5.9	-15.4	-15.8	-21.4	-16.7	-
		小売業景況感（平均=1.1）	-3.6	-7.2	-6.8	-11.3	-10.0	-9.4	-6.9	-11.4	-9.8	-10.6	-8.8	-
		建設支出（前期比、%）*	0.6	0.3	0.1	1.6	-1.2	0.7	1.3	0.1	-0.2	-	-	-
		建設業景況感（平均=-19.4）	-4.9	-4.2	-1.9	-5.8	-10.0	-7.0	-3.9	0.6	-17.6	-15.5	-	-
	家計部門	小売数量（前期比、%）*	1.4	0.3	0.7	1.5	0.6	0.6	0.6	-0.4	0.0	-0.1	-	-
		除く石油（前期比、%）*	1.5	0.2	0.8	1.3	0.6	0.7	0.5	-0.4	0.2	-0.3	-	-
		新車販売台数（前年比、%）	2.3	-7.6	-2.4	-1.2	-4.6	-1.5	-4.2	-1.6	1.3	-7.0	-	-
		消費者信頼感指数（平均=-8.6）	-3.6	-7.2	-6.8	-11.3	-10.0	-9.4	-6.9	-11.4	-9.8	-10.6	-8.8	-
	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	0.0	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	0.0	-	-	-	-	-	-	
ネーションワイド住宅価格（前年比、%）		4.9	2.9	2.1	0.4	0.7	0.4	0.3	0.6	0.2	0.4	0.8	-	
政府部門	財政収支（10億ポンド）	-11.5	18.6	17.0	31.4	-12.9	2.8	5.3	-1.5	-1.0	-7.8	-	-	
	公的純債務残高（対GDP比、%）	84.5	84.5	84.1	80.8	80.8	80.2	80.1	80.0	80.2	80.4	-	-	
国際収支	経常収支（10億ポンド）	-102.8	-68.4	-81.6	-33.1	-25.2	-	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支（10億ポンド）	-30.9	-23.9	-31.0	-22.7	-11.4	-6.4	-1.3	-1.8	-3.4	-	-	-	
	輸出（前年比、%）	7.2	11.1	2.7	5.8	0.2	2.1	2.1	2.1	2.1	-	-	-	
	輸入（前年比、%）	7.7	9.4	3.7	16.0	-0.2	0.6	-0.5	-2.2	4.3	-	-	-	
雇用賃金	失業率（%、季調済、3ヶ月平均）	4.9	4.4	4.1	3.8	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	-	-	-	
	雇用者数（前期差、万人、3ヶ月平均）	30.5	30.9	44.4	9.9	11.5	-5.8	-3.4	-8.4	6.0	-	-	-	
	名目週間平均賃金（前年比、%）	2.4	2.3	2.9	3.3	3.8	3.6	3.9	3.4	3.6	-	-	-	
物価	消費者物価（前年比、%）	0.7	2.7	2.5	1.9	2.0	1.8	2.1	1.7	1.7	1.5	-	-	
	同コア（前年比、%）	1.3	2.4	2.1	1.9	1.7	1.7	1.9	1.5	1.7	1.7	-	-	
	生産者投入物価（前年比、%）	2.3	11.2	7.3	3.3	2.1	-1.0	1.0	-0.9	-3.0	-5.1	-	-	
	生産者産出物価（前年比、%）	0.5	3.4	2.9	2.3	1.9	1.6	1.9	1.7	1.2	0.8	-	-	
金融	M3（前年比、%）	6.8	8.4	3.5	1.5	1.9	1.8	1.9	2.2	1.3	-0.6	-	-	
	国内向け銀行貸出（前年比、%）	4.7	4.8	3.8	4.7	3.3	4.5	4.1	5.1	4.3	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	0.75	
	LIBOR3ヶ月物（年利、%）	0.50	0.36	0.72	0.88	0.80	0.77	0.77	0.76	0.77	0.78	0.79	-	
	10年債平均金利（年利、%）	1.30	1.25	1.47	1.24	1.06	0.61	0.78	0.52	0.54	0.58	0.73	-	
	FT100指数（期中値、91/12/31=1,000）	6,470	7,378	7,357	7,071	7,356	7,359	7,549	7,207	7,320	7,221	7,348	-	
	ポンド/円（期中値）	147.6	144.6	147.4	143.5	141.3	132.3	135.0	129.2	132.8	136.5	140.3	-	
ドル/ポンド（期中値）	1.35	1.29	1.34	1.30	1.29	1.23	1.25	1.22	1.24	1.26	1.29	-		

（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】～景気は足踏みしている

- ・ ロシア景気は足踏みしている。ロシアの7～9月期の実質GDP（速報値）の前年比成長率は+1.7%と2期連続で持ち直したが、経済は低成長が続いている。
- ・ 企業部門では、10月の鉱工業生産が前年比+2.6%と底堅い。鉱業が同+0.9%と失速した一方、製造業が同+3.7%と勢いを強めた。また同月の原油・超軽質油生産量は同-1.2%と、2ヶ月連続で前年割れとなった。対外面でも、9月の名目輸出が前年比-10.6%と、主力の原油・天然ガスを中心に前年割れが定着している。石油産油国機構（OPEC）との減産合意に基づき、ロシアも他の産油国と同様に原油の生産を絞り込んでいる。
- ・ 家計部門では、10月の小売売上が前年比+1.6%と4ヶ月ぶりに増勢が持ち直した。一方で同月の新車販売台数は同-5.2%の15.2万台（年率180万台弱）とさえない。消費を取り巻く環境は、10月の登録失業者数が前月比-2.0万人と7ヶ月連続で減少するなど、雇用情勢は緩やかな改善が続いている。一方で11月の消費者物価は前年比+3.5%と6ヶ月連続で上昇率が低下しており、物価はデysinフレが進んでいる。もっとも賃金増のテンポが依然鈍いため、実質所得は低迷している。
- ・ ロシア中銀は12月13日に会合を予定しており、政策金利を現行の6.50%から0.25%ポイント引き下げる見通しである。ロシアの通貨ルーブルは、米国の金融緩和もあって安定して推移しているため、輸入インフレ圧力は弱まっている。反面で、家計の債務問題の深刻化が懸念されていることもあり、利下げ余地は徐々に狭まっていると考えられる。



(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	19/ I	19/ II	19/ III	19/7	19/8	19/9	19/10	19/11	
景気	全体	実質GDP (前年比、%)	0.3	1.6	2.3	0.5	0.9	1.7	-	-	-	-	-
		個人消費 (寄与度、%ポイント)	-1.9	3.3	2.3	0.9	1.5	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成 (寄与度、%ポイント)	1.5	2.5	0.3	-0.4	0.2	-	-	-	-	-	-
	企業部門	鉱工業生産 (前年比、%)	2.1	2.3	2.9	2.1	2.9	2.9	2.8	2.9	3.0	2.6	-
		鉱業 (前年比、%)	2.3	2.2	3.9	4.7	3.1	2.9	3.0	3.1	2.5	0.9	-
		製造業 (前年比、%)	2.4	2.8	2.8	1.3	2.4	2.9	2.8	2.7	3.2	3.7	-
		電気ガス水道 (前年比、%)	1.8	0.1	1.4	-1.5	1.8	2.5	1.7	2.1	3.8	2.5	-
		ウラル産原油価格 (ドル/バレル)	41.9	53.1	69.8	63.2	68.1	61.3	63.3	59.4	61.1	58.5	63.3
		鉱業信頼感指数 (ポイント)	-2.3	-0.2	0.8	0.0	1.7	0.3	1.0	0.0	0.0	-2.0	-4.0
		製造業信頼感指数 (ポイント)	-5.3	-2.3	-3.4	-2.0	-1.3	-1.7	-1.0	-2.0	-2.0	-3.0	-5.0
		電気ガス水道信頼感指数 (ポイント)	-2.2	-1.7	-1.0	-5.7	-7.3	-1.0	-5.0	0.0	2.0	2.0	3.0
		建設支出 (前年比、%)	-2.4	-0.2	5.9	0.2	0.1	0.4	0.2	0.3	0.8	1.0	-
		ビル竣工件数 (前年比、%)	-25.4	-23.5	19.7	-3.2	12.4	-	-	-	-	-	-
	建設業景況感指数 (ポイント)	-17.0	-17.0	-22.3	-20.0	-16.0	-19.0	-	-	-	-	-	
	家計部門	小売売上高 (前年比、%)	-4.8	1.2	2.8	1.9	1.6	0.9	1.1	0.8	0.7	1.6	-
		新車販売台数 (万台)	142.6	159.6	180.1	39.2	43.7	44.3	14.0	14.6	15.7	15.2	-
		消費者信頼感指数 (ポイント)	-23.3	-12.4	-11.7	-16.5	-14.6	-12.9	-	-	-	-	-
		住宅価格 (前年比、%)	-5.3	-3.6	2.5	7.2	6.9	8.1	-	-	-	-	-
	政府部門	財政収支 (兆ルーブル)	-3.1	-1.3	3.0	1.3	1.3	1.4	0.9	0.4	0.0	-	-
公的国内債務残高 (兆ルーブル)		8.0	8.7	9.2	9.5	10.1	10.6	10.4	10.5	10.6	10.7	-	
国際収支	経常収支 (10億ドル)	139.6	128.9	303.0	117.3	110.0	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支 (10億ドル)	103.4	130.3	211.1	51.4	42.4	40.8	12.0	13.3	15.4	-	-	
	輸出 (前年比、%)	-16.2	25.9	26.4	1.9	-7.5	-7.8	-3.2	-9.5	-10.6	-	-	
	輸入 (前年比、%)	-0.8	25.5	6.2	-2.4	-2.3	4.1	5.6	1.3	5.5	-	-	
	対外債務 (対輸出比率、倍)	1.8	1.5	1.0	1.1	1.1	1.1	-	-	-	-	-	
賃金情勢・雇用	失業率 (原系列、%)	5.5	5.2	4.8	4.8	4.6	4.4	4.5	4.3	4.5	4.6	-	
	失業者数 (前期差、万人)	-10.7	-11.9	-8.2	12.5	-7.3	-8.0	-1.9	-1.5	-4.7	-2.0	-	
	名目賃金 (前年比、%)	7.8	7.3	10.1	6.3	7.6	7.2	7.7	6.8	7.2	-	-	
	実質賃金 (前年比、%)	0.7	3.5	7.0	1.1	2.5	2.8	3.0	2.4	3.1	-	-	
物価	消費者物価 (前年比、%)	7.1	3.7	2.9	5.2	5.0	4.3	4.6	4.3	4.0	3.8	3.5	
	同コア (前年比、%)	7.5	3.5	2.5	4.4	4.6	4.2	4.5	4.3	4.0	3.7	3.5	
	生産者物価 (前年比、%)	4.4	7.7	12.3	8.8	6.6	-1.0	0.0	-0.8	-2.3	-5.6	-	
金融	M3 (前年比、%)	11.3	10.3	11.0	9.6	7.7	8.0	7.8	7.2	9.1	8.7	-	
	銀行貸出 (前年比、%)	5.5	0.6	5.9	15.0	12.5	10.1	12.1	9.7	8.5	7.0	-	
	政策金利 (期末値、%)	10.00	7.75	7.75	7.75	7.50	7.00	7.25	7.25	7.00	6.50	6.50	
	3ヶ月物銀行間金利 (期中値、%)	9.1	8.2	6.8	7.4	7.3	6.8	6.9	6.7	6.6	6.2	5.9	
	10年債流通利回り (期中値、%)	8.8	7.9	8.0	8.4	8.0	7.3	7.4	7.4	7.1	6.8	6.6	
	R T S 指数 (期中値、ポイント)	934.6	1,098.8	1,172.2	1,200.3	1,305.3	1,329.1	1,360.0	1,293.3	1,333.9	1,422.9	1,438.5	
	100円/ルーブル (期中値)	61.8	52.0	56.8	59.7	58.7	60.2	58.4	61.6	60.5	59.5	58.7	
	ドル/ルーブル (期中値)	67.2	58.3	62.7	65.8	64.5	64.6	63.2	65.6	65.0	64.4	63.9	
	ユーロ/ルーブル (期中値)	74.4	65.9	74.0	74.8	72.5	71.8	71.0	73.0	71.6	71.1	70.6	
	外貨準備高 (期末値、10億ドル)	377.7	432.7	468.5	487.8	518.4	530.9	519.8	529.1	530.9	540.9	-	

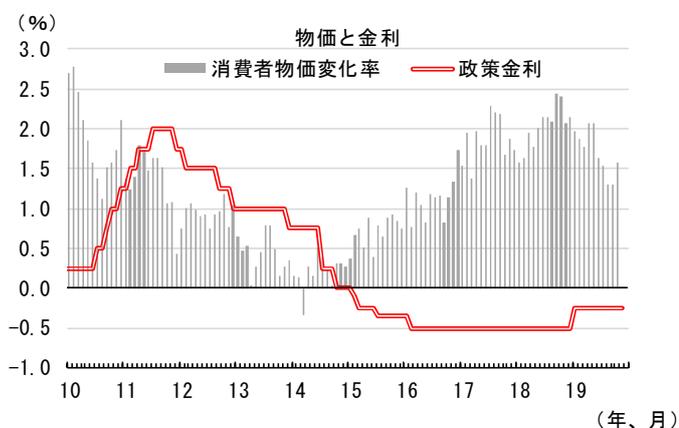
(出所) ロシア連邦統計局 (Rosstat)、ロシア連邦中央銀行などの資料から作成。

II. マイナス金利の解消に向かうスウェーデン中銀

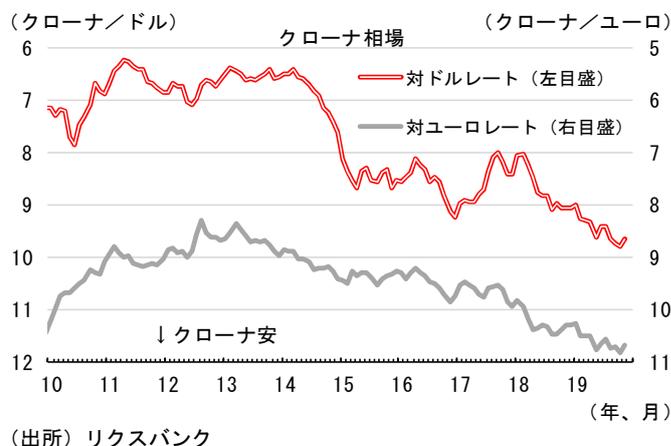
(1) 注目される12月19日の政策決定会合

- ・ スウェーデン中央銀行（リクスバンク）は、12月19日に年内最後の金融政策決定会合を開催する。この会合で最大の注目点は、リクスバンクがマイナス金利の解消に踏み込むかどうかにある。リクスバンクは政策金利（レポ金利）を14年7月にマイナス圏に引き下げて以降、いわゆるマイナス金利政策を採用している（図表1）。
- ・ 14年7月当時にリクスバンクが政策金利をマイナス圏に引き下げた理由は、その前月に欧州中央銀行（ECB）がマイナス金利政策を導入したことにある。リクスバンクとしては、金利差が拡大して通貨クローナが増価し、デフレに突入することを回避する意図があった。そのECBは、19年9月の理事会でマイナス金利をさらに深掘りし、追加緩和を実施した。
- ・ にもかかわらず、リクスバンクが10月の会合で12月にもマイナス金利を解消すると示唆した背景には、まず物価の上昇が底堅いことがある。リクスバンクは2%の物価目標を定めているが、足元ではそれには満たないものの、物価は1%台半ばで底堅く上昇している。為替相場でクローナ安が続いていることも、物価上昇の底堅さにつながっている（図表2）。
- ・ スウェーデンの通貨クローナは、欧州債務危機を受けてユーロの信認が低下した際に、安全資産として投資家によって積極的に購入された。しかしながら欧州債務危機が収束し、安全資産としてのニーズも弱まった。そのためECBが19年9月に追加緩和を発表してもクローナ高は進まず、足元の為替相場では緩やかなクローナ安基調が定着している。
- ・ 元々リクスバンクは、19年1月にレポ金利を-0.50%から0.25%ポイント引き上げている。この意味でも、リクスバンクは他の主要国中銀に比べてマイナス金利の解消にそもそも前向きであったと言える。このことから、リクスバンク自身がマイナス金利政策の効果に疑いを持っている（ないしはそのデメリットに懸念を抱いている）様相がうかがえる。

図表1. スウェーデンのマイナス金利政策



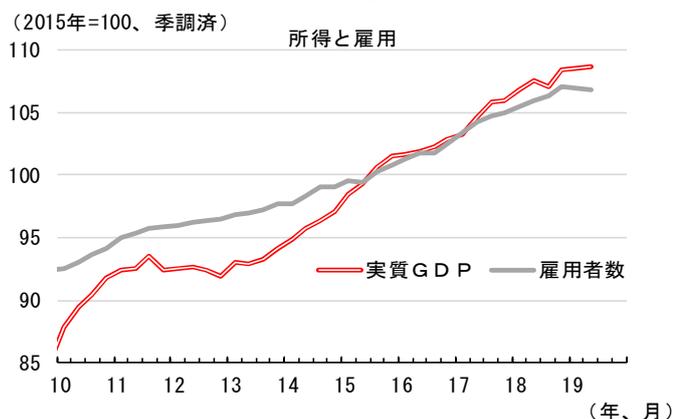
図表2. 緩やかなクローナ安が続く



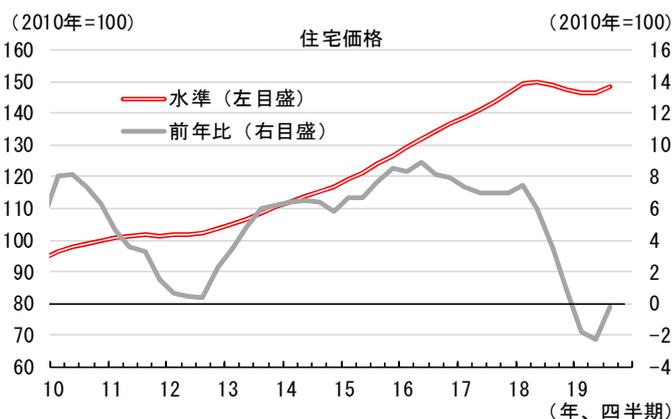
(2) スウェーデン景気は足元で足踏み

- ・ 足元のスウェーデン景気は良好とは言えず、むしろ足踏みしている。図表3が示すようにスウェーデンの実質GDPは2018年中頃から伸びが著しく鈍化しており、合わせて雇用者数も増加に歯止めがかかるようになった。主要な輸出先であるユーロ圏、特にドイツの景気が足踏みしていることが、その主な理由である。
- ・ 堅調な伸びが続いた住宅価格（図表4）も、19年に入り前年割れが顕著となっている。スウェーデンの住宅価格は、欧州債務危機の発生を受けて一時騰勢が減速していたが、13年頃から再び堅調な伸びが続いた。14年7月のマイナス金利導入は、そうした住宅価格の上昇をさらに促すものであったと評価されている。
- ・ そもそもスウェーデンの住宅市場は、移民・難民の流入による過剰需要という問題を抱えていたが、それに金融緩和という追い風が吹いて価格が一段と高騰することになった。しかしながら2017年に入ると、高級物件から値崩れが顕著となり、足元の住宅価格は大幅な下落を免れているものの、景気の足踏みもあって横ばい圏での推移となっている。
- ・ マクロ経済環境を踏まえると、金融緩和の回収は必ずしも正当化される局面とは言えない。ただ横ばい圏とはいえ高止まりする住宅価格の問題などを考えると、中銀としては金融緩和の度合いを弱めることを意識せざるを得ないだろう。先行きの急落リスクを抱えるよりは、徐々にガスを抜く方がリスクマネジメントのあり方として好ましいためである。

図表3. 足元で景気は停滞



図表4. 住宅価格もついに前年割れ



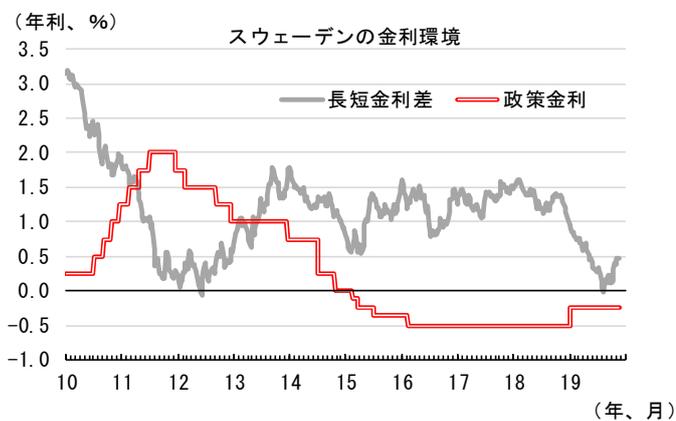
(3) 警戒される金融機関の業績悪化や金融不安リスク

- ・ 加えて、いわゆる「リバーサルレート仮説」に見て取れるように、マイナス金利の常態化が金融機関の業績を悪化させ、金融仲介機能をかえって阻害する点を、リクスバンクは警戒し

ていると考えられる。スウェーデンの長短金利差は14年7月のマイナス金利導入後も一定のプラス幅を確保していたが、19年に入って縮小が顕著となった（図表5）。

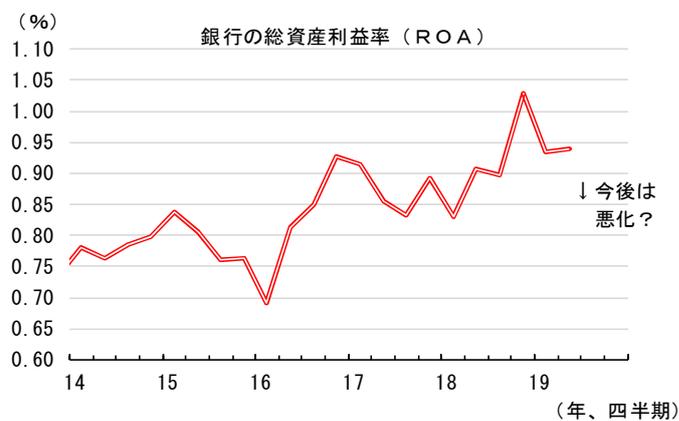
- 19年前半に進んだ長短金利差の縮小は、主に長期金利の低下によるものである。スウェーデン国債の流通利回りはそれまでプラス圏内で推移していたが、運用難に苦慮する金融機関がそれに目を付けて積極的に購入した結果、マイナス圏まで低下した。19年後半には再び長短金利差が拡大しているが、これは短期金利の低下を受けたものである。
- 通例、長短金利差（つまりイールドカーブ）の縮小は、金融機関の収益悪化につながる。スウェーデンの銀行の総資産利益率（図表6）は19年前半まで堅調に推移していたが、19年後半からは長短金利差縮小の悪影響を受ける公算が大きい。実際、最大手のスウェドバンクは10月時点で、第3四半期に大幅減益になると公表している。

図表5. 幅が縮小する長短金利差



（注）長短金利差は3ヶ月財務省短期証券と10年国債の利回りの差
（出所）スウェーデン中銀

図表6. 銀行の収益は先行き悪化？



（注）税引き後利益ベース
（出所）国際通貨基金（IMF）

- マイナス金利を深掘りしたところで、長期金利が上昇しなければイールドカーブはスティープ化しない。またこれまでの金融緩和で民間の債務もGDPの3倍程度まで膨らんでおり、将来的な金融不安の可能性を考慮すれば、それを放置し続けることの方が危険である。大口預金口座にマイナス金利を適用することに対する政治的な問題も存在する。
- これらの観点を総合的に勘案し、リクスバンクはマイナス金利の早期の解消を模索していると考えられる。マイナス金利政策に関しては、日本でもその効果を巡って否定的な意見が有力となりつつある。スウェーデンの取り組みは、日銀の金融政策運営のあり方を考える上でも示唆に富んでいる。

－ 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。