

欧州景気概況(2020年2月)

調査部 研究員 土田 陽介

【目次】

I. 景気概況

【ユーロ圏】 景気に持ち直しの兆し	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

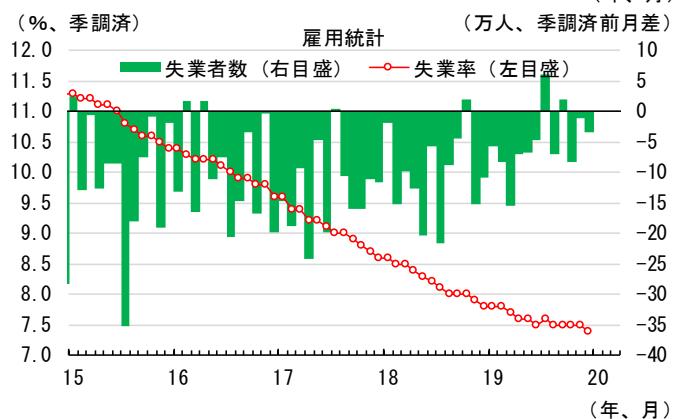
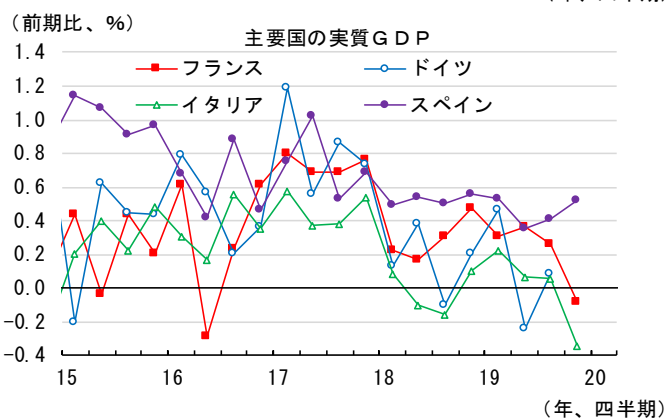
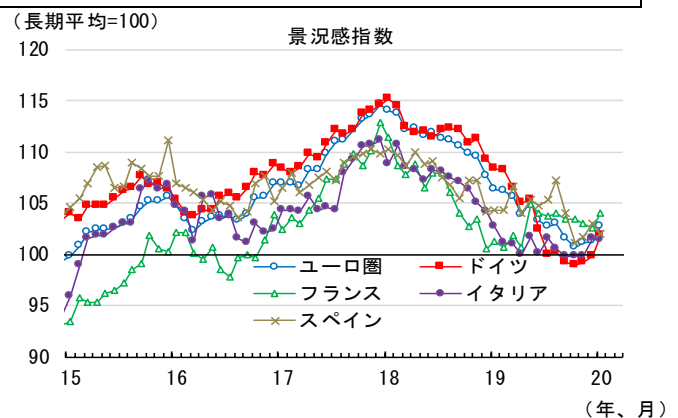
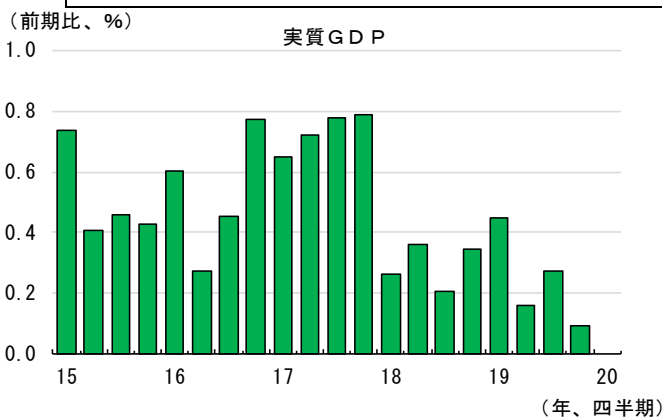
II. 今月のトピック

中銀は環境問題にコミットすべきか～ECBの事例	p.7
-------------------------------	-----

I. 景気概況

【ユーロ圏】～景気に持ち直しの兆し

- ・ ユーロ圏景気は足踏みしている。最新2019年10～12月期の実質GDP（速報値）の前
期比成長率は+0.1%（年率+0.4%）と増勢が再び鈍化した。主要国別には、フラン
ス（前期比-0.1%）とイタリア（同-0.3%）がマイナス成長に転じた一方で、スペ
インが前期比+0.5%と三四半期ぶりに成長率を加速させた。なおユーロ圏の2019年通
年の成長率は+1.2%と2年連続で低下しており、欧州景気の軟調さがうかがえる。年
明け2020年1月の景況感指数は3ヶ月連続で上昇しており、景気に持ち直しの兆しが見
られる。ただ一方で、コロナウイルスの流行が景気の下押し圧力となっている。
- ・ コロナウイルス騒動で懸念されることは①中国景気の下振れに伴う対中輸出の悪化、
②訪欧観光客の減少に伴うインバウンド消費の悪化、の二点に集約される。前者はド
イツなど北欧諸国を中心に、後者はスペインなど南欧諸国を中心に景気の重荷になる
公算が大きい。もっとも事態が早期に収束し、1～3月期の低迷の反動が4～6月期以降
に生じる可能性もあり、通年で評価した欧州景気への下押し効果は不明である。
- ・ なお企業部門では、2019年11月の鉱工業生産が前月比+0.2%と2ヶ月ぶりに増加した
が、減少基調が続いている。他方で家計部門の指標を確認すると、12月の小売数量が
-1.6%と下振れした一方、新車販売台数は年率1,216万台と堅調を維持している。同
月の失業率が7.4%、失業者数が前月比-3.4万人と雇用の改善が緩慢ながらも続いて
いることが、個人消費の底堅さにつながっているとみられる。



（出所）欧州連合統計局（ユーロスタット）、欧州委員会ECFIN

○ユーロ圏の主要経済指標

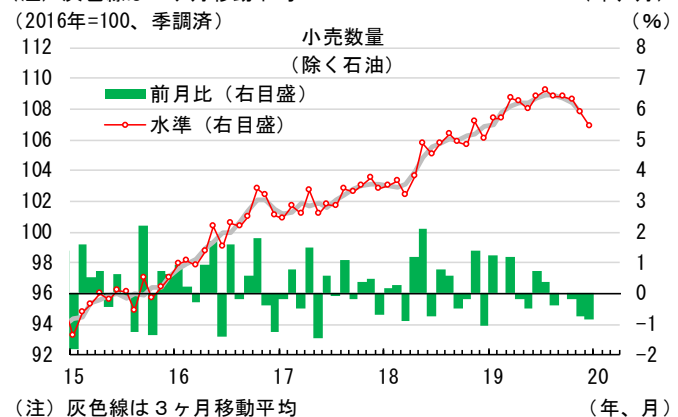
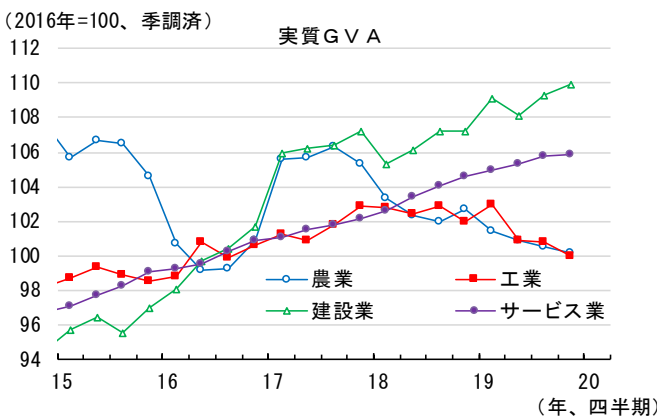
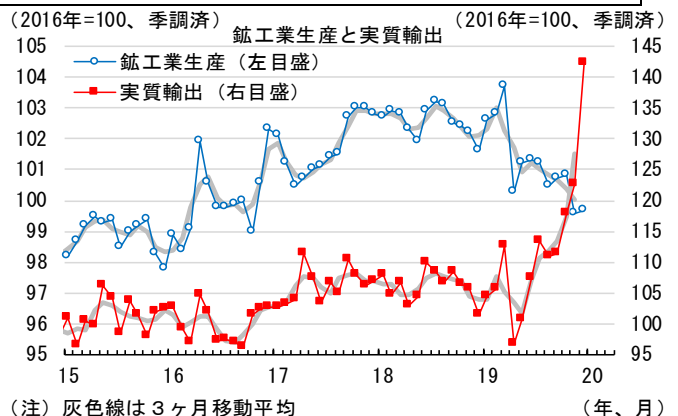
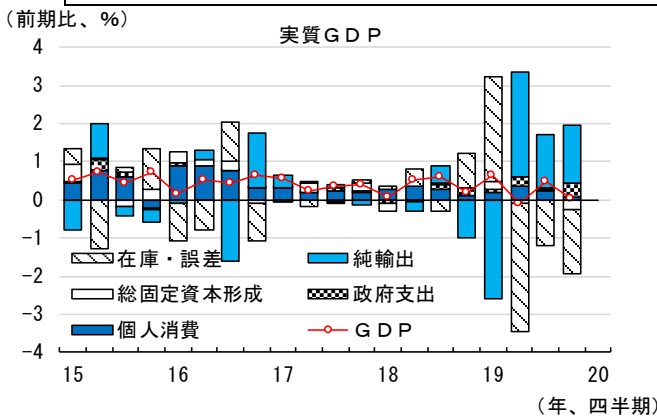
		2017	2018	2019	19/II	19/III	19/IV	19/9	19/10	19/11	19/12	20/1	
景気	全体	実質GDP成長率（前期比、%）＊	2.5	1.9	1.2	0.2	0.3	0.1	-	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、%ポイント）	0.9	0.7	-	0.1	0.3	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	0.9	0.5	-	1.1	-0.8	-	-	-	-	-	-
		景況感指数（長期平均=100）	110.1	111.2	103.5	104.1	102.4	101.0	101.6	100.7	101.1	101.3	102.8
		ドイツ	111.1	112.2	103.0	104.3	99.8	99.4	99.2	99.0	99.3	99.8	101.8
		フランス	107.0	106.3	102.9	103.2	103.7	103.1	103.4	103.5	103.1	102.6	104.1
		イタリア	106.7	107.4	100.9	100.6	100.7	100.5	99.9	99.9	99.9	101.6	101.5
	スペイン	108.3	108.0	104.4	104.7	105.5	101.9	104.1	101.1	101.7	103.0	102.0	
	企業部門	鉱工業生産（前期比、%）＊	2.9	0.9	-	-0.7	-0.8	-	0.0	-0.9	0.2	-	-
		うち製造業（前期比、%）＊	3.1	1.2	-	-0.8	-0.8	-	0.1	-0.8	0.2	-	-
		製造業受注（前期比、%）＊	7.1	3.4	-	0.1	-1.6	-	0.4	-0.6	-0.3	-	-
		うちコア（前期比、%）＊	7.7	2.2	-	-1.2	-1.0	-	-0.2	-1.3	0.5	-	-
		設備稼働率（%）	83.0	83.8	82.4	82.5	82.1	81.2	-	-	-	-	-
		製造業景況感指数（平均=-5.5）	5.6	6.6	-5.3	-4.0	-7.1	-9.2	-8.7	-9.3	-8.9	-9.3	-7.3
		サービス業景況感指数（平均=10.3）	14.6	15.1	10.7	11.7	9.7	9.8	9.5	9.0	9.2	11.3	11.0
		小売業景況感（平均=-8.4）	2.3	1.3	-0.4	-0.6	0.1	-0.1	0.2	-0.9	-0.2	0.7	-0.1
		建設支出（前期比、%）＊	2.7	1.6	-	-0.5	-0.7	-	1.2	-0.5	0.7	-	-
		建設業景況感（平均=-16.6）	-4.2	6.1	5.4	7.2	5.1	4.9	4.3	5.2	3.9	5.7	6.9
	家計部門	小売数量（前期比、%）＊	2.5	1.6	-	0.5	0.5	0.0	-0.3	-0.1	0.8	-1.6	-
新車販売台数（年率、万台、季調済）		1,098	1,110	-	1,128	1,147	1,149	1,044	1,093	1,139	1,216	-	
消費者信頼感（平均=-10.6）		-5.4	-4.9	-7.1	-7.0	-6.8	-7.6	-6.6	-7.6	-7.2	-8.1	-8.1	
住宅価格（前年比、%）		4.3	4.7	-	4.3	4.1	-	-	-	-	-	-	
政府部門	財政収支（対GDP比、%）	-0.9	-0.5	-	-0.7	-0.8	-	-	-	-	-	-	
	公的債務残高（対GDP比、%）	87.8	85.9	-	86.4	86.1	-	-	-	-	-	-	
国際収支	経常収支（10億ユーロ）	350.4	358.8	-	70.4	100.7	-	32.2	35.8	33.9	-	-	
	貿易収支（10億ユーロ）	241.4	195.1	-	56.4	56.9	-	18.7	27.6	20.7	-	-	
	輸出（前年比、%）	7.2	4.2	-	2.3	3.1	-	5.3	4.4	-2.9	-	-	
	輸入（前年比、%）	10.0	7.0	-	2.6	0.4	-	2.2	-2.7	-4.6	-	-	
雇用賃金	失業率（%、季調済）	9.1	8.2	-	7.6	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.4	-	
	失業者数（前期差、万人、季調済）	-156.3	-124.8	-	-18.3	1.0	-12.6	2.0	-8.2	-1.0	-3.4	-	
	名目賃金・給与（前年比、%）	1.9	2.4	2.0	2.5	2.6	0.0	-	-	-	-	-	
物価	消費者物価（前年比、%）	1.5	1.8	1.2	1.4	0.9	1.0	0.8	0.7	1.0	1.3	1.4	
	同コア（前年比、%）	1.0	1.0	1.1	1.1	0.9	1.2	1.0	1.1	1.3	1.3	1.1	
	生産者物価（前年比、%）	3.0	3.3	-	1.6	-0.8	-1.4	-1.2	-2.0	-1.5	-0.9	-	
金融	M3（前年比、%）	4.5	4.0	-	4.8	5.6	-	5.6	5.7	5.9	5.1	-	
	銀行貸出（前年比、%）	1.6	2.9	-	2.9	3.2	-	3.1	3.5	3.1	2.8	-	
	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、%）	-0.33	-0.32	-0.36	-0.33	-0.41	-0.39	-0.42	-0.39	-0.40	-0.38	-0.39	
	ドイツ10年債金利（年利、%）	0.37	0.46	-0.21	-0.11	-0.51	-0.36	-0.58	-0.45	-0.33	-0.28	-0.27	
	Eurostoxx50（期中値、91/12/31=1,000）	-	3,383	3,436	3,415	3,459	3,653	3,515	3,551	3,693	3,716	3,758	
	ユーロ/円（期中値）	127.3	130.0	122.0	122.9	118.6	121.0	117.6	120.7	120.4	121.9	120.4	
	ユーロ/ドル（期中値）	1.14	1.18	1.12	1.12	1.10	1.11	1.09	1.12	1.10	1.12	1.11	

（注）＊のついで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2019年10～12月期の実質GDP（速報値）は前期比横ばいとどまった。需要項目別には、純輸出（輸出－輸入）が輸出の堅調を受けてプラス寄与を維持し、また政府支出も増勢を加速させて景気を下支えした。反面、個人消費の停滞に加えて、総固定資本形成と在庫投資の減少が景気を下押しした。産業別（実質GVA）には、農業と工業の不調に加えてサービス業も停滞が鮮明であり、建設業も伸びを鈍化させている。なお19年通年の成長率は+1.4%と18年（同+1.3%）とほぼ同じ水準になったが、EU（欧州連合）離脱交渉の影響を受けて経済活動には大きな混乱が生じた。
- 企業部門では、12月の鉱工業生産が前月比+0.1%（製造業は同+0.3%）にとどまり、均した動きは減少基調が続いている。一方、同月の実質輸出は同+16.1%と急伸しており、EU離脱を目前に英企業がEUなど海外向けの出荷を急増させた可能性がうかがえる。また12月のサービス業生産は前月比+0.4%と2ヶ月ぶりに増加に転じたが、均した動きは頭打ちとなっており、景気のけん引役であるサービス業にも停滞感が広がっている。
- 家計部門では、12月の小売数量（除く石油）が前月比-0.8%と5ヶ月連続で減少し、また翌20年1月の新車販売台数も前年比-7.6%と再び前年割れとなるなど、不調な指標が散見される。10月の失業率（3ヶ月後方移動平均）が3.8%と横ばい圏で推移するなど雇用の改善が足踏みしていることや、EU離脱直前の不透明感などが消費の重荷になった可能性がうかがえる。



（出所）欧州委員会ECFIN、英国統計局（ONS）

○英国の主要経済指標

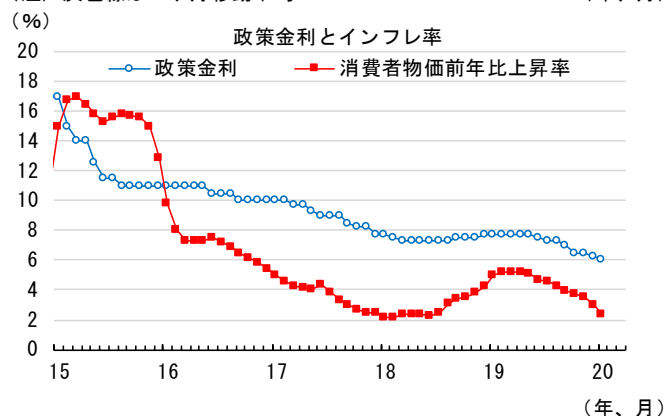
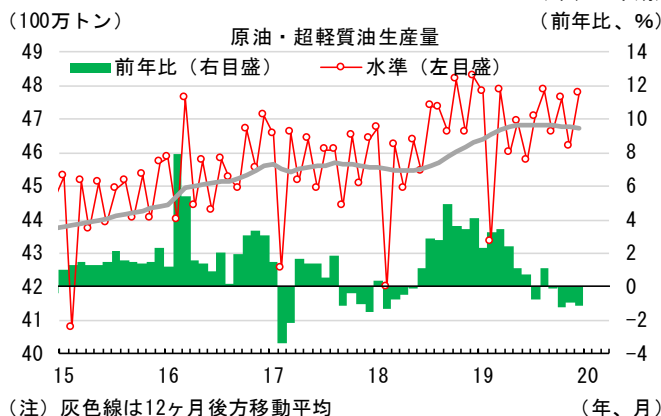
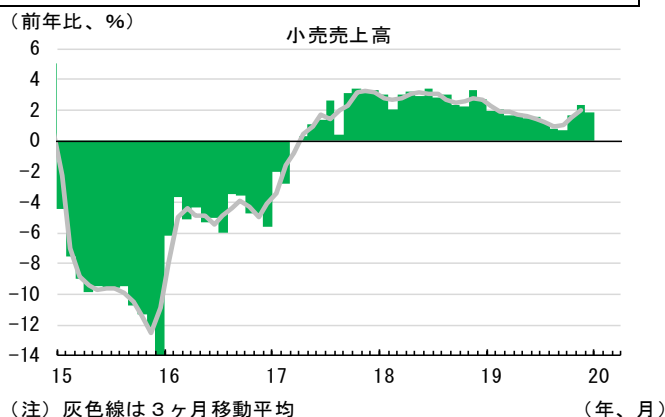
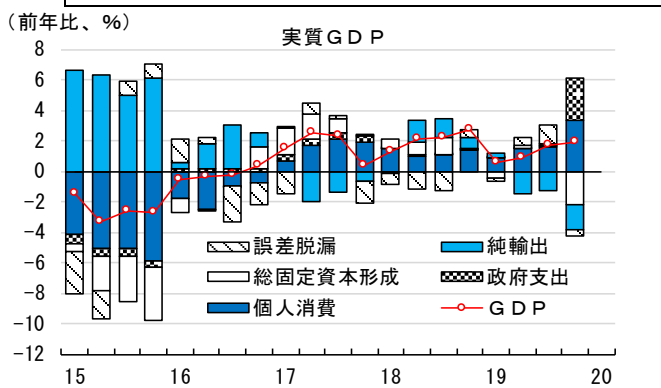
		2017	2018	2019	19/Ⅱ	19/Ⅲ	19/Ⅳ	19/9	19/10	19/11	19/12	20/1		
景気	全体													
		実質GDP成長率（前期比、%）＊	1.9	1.3	1.4	-0.1	0.5	0.0	-	-	-	-	-	
		個人消費（寄与度、%ポイント）	1.4	1.0	0.9	0.3	0.2	0.1	-	-	-	-	-	
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.3	-	-	-	-	-	
		景況感指数（長期平均=100）	109.3	107.7	94.9	96.6	91.8	89.6	88.2	90.0	90.6	88.2	91.5	
	企業部門		鉱工業生産（前期比、%）＊	0.6	-0.2	-0.5	-2.0	-0.1	-0.8	0.2	0.1	-1.2	0.1	-
			うち製造業（前期比、%）＊	0.8	-0.3	-0.6	-2.9	-0.2	-1.2	-0.3	0.3	-1.6	0.3	-
			サービス業生産（前期比、%）＊	0.3	0.6	0.3	0.2	0.5	0.1	-0.1	0.4	-0.5	0.4	-
			設備稼働率（%）	82.9	81.7	80.6	80.7	79.0	81.5	-	-	-	-	-
			設備投資（前期比、%）＊	1.0	-0.8	0.2	0.5	0.2	-1.0	-	-	-	-	-
			製造業景況感指数（平均=-7.8）	10.6	5.8	-11.0	-8.6	-17.5	-18.5	-23.5	-16.9	-16.7	-22.0	-19.5
			サービス業景況感指数（平均=3.7）	2.1	3.2	-13.0	-11.6	-12.4	-17.9	-15.8	-21.4	-16.7	-15.7	-4.9
			小売業景況感（平均=1）	-7.2	-6.8	-9.9	-10.0	-9.4	-8.8	-9.8	-10.6	-8.8	-7.1	-6.5
			建設支出（前期比、%）＊	0.4	0.0	0.6	-0.9	1.0	0.6	1.5	-2.2	2.4	0.4	-
			建設業景況感（平均=-19.4）	-4.2	-1.9	-	-10.0	-7.0	-	-17.6	-15.5	-	-	-
	家計部門		小売数量（前期比、%）＊	0.3	0.8	0.4	0.6	0.4	-0.9	-0.2	0.0	-0.7	-0.6	-
			除く石油（前期比、%）＊	0.2	0.8	0.3	0.6	0.5	-1.1	0.0	-0.2	-0.7	-0.8	-
			新車販売台数（前年比、%）	-7.6	-2.4	-2.2	-4.6	-1.5	-1.6	1.3	-7.0	-1.3	3.3	-7.6
			消費者信頼感指数（平均=-8.6）	-7.2	-6.8	-9.9	-10.0	-9.4	-8.8	-9.8	-10.6	-8.8	-7.1	-6.5
住宅部門		イングランド住宅着工件数（年率、万戸、季調済）	16.5	16.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
		実質新規建設（住宅）受注（前期比、%）＊	-0.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
		ネーションワイド住宅価格（前年比、%）	2.9	2.1	0.6	0.7	0.4	0.9	0.2	0.4	0.8	1.4	1.9	
政府部門		財政収支（10億ポンド）	6.6	3.5	13.9	-12.5	3.3	-8.8	-0.8	-7.5	-1.5	0.2	-	
		公的純債務残高（対GDP比、%）	82.4	81.7	80.8	80.7	80.2	80.8	80.2	80.4	80.5	80.8	-	
国際収支		経常収支（10億ポンド）	-72.3	-82.9	-	-24.2	-15.9	-	-	-	-	-	-	
		貿易収支（10億ポンド）	-25.1	-29.8	-29.3	-8.7	-3.4	5.9	-3.1	-3.7	1.8	7.7	-	
		輸出（前年比、%）	11.1	4.4	5.0	1.6	5.3	7.4	3.5	1.8	3.7	16.7	-	
	輸入（前年比、%）	9.3	4.9	4.9	2.6	3.4	-2.4	6.5	3.5	-5.6	-5.1	-		
雇用賃金		失業率（%、季調済、3ヶ月平均）	4.4	4.1	-	3.9	3.8	-	3.8	3.8	3.8	-	-	
		雇用者数（前期差、万人、3ヶ月平均）	30.9	44.4	-	11.5	-5.8	-	6.0	4.8	10.0	-	-	
		名目週間平均賃金（前年比、%）	2.3	2.9	-	3.8	3.7	-	3.8	2.4	3.3	-	-	
物価		消費者物価（前年比、%）	2.7	2.5	1.8	2.0	1.8	1.4	1.7	1.5	1.5	1.3	-	
		同コア（前年比、%）	2.4	2.1	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.4	-	
		生産者投入物価（前年比、%）	11.2	7.3	0.5	2.1	-1.0	-2.3	-3.0	-5.0	-1.9	-0.1	-	
		生産者産出物価（前年比、%）	3.4	2.9	1.6	1.9	1.6	0.7	1.2	0.8	0.5	0.9	-	
金融		M3（前年比、%）	8.4	3.5	1.2	1.9	1.8	-0.3	1.3	-0.5	-0.1	-0.4	-	
		国内向け銀行貸出（前年比、%）	4.8	3.8	3.8	3.3	4.5	2.9	4.3	3.7	2.7	2.2	-	
		政策金利（年利、%）	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、%）	0.36	0.72	0.81	0.80	0.77	0.79	0.77	0.78	0.79	0.79	0.73	
		10年債平均金利（年利、%）	1.25	1.47	0.90	1.06	0.61	0.69	0.54	0.58	0.71	0.78	0.67	
		FT100指数（期中値、91/12/31=1,000）	7,378	7,357	7,278	7,356	7,359	7,324	7,320	7,221	7,348	7,404	7,558	
		ポンド/円（期中値）	144.6	147.4	139.3	141.3	132.3	139.9	132.8	136.5	140.3	143.0	142.7	
	ドル/ポンド（期中値）	1.29	1.34	1.28	1.29	1.23	1.29	1.24	1.26	1.29	1.31	1.31		

（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2019年10～12月期の実質GDP成長率は速報段階で前年比+2.0%と、緩慢ながらも2四半期連続で持ち直した。個人消費や政府支出の伸びが拡大して景気をけん引した一方で、総固定資本形成が減少に転じ、また純輸出もマイナス寄与が続いて経済成長を下押しした。なお19年通年の実質経済成長率は+1.3%と、18年の+2.5%からほぼ半分の水準に低下した。
- 企業部門では、12月の鉱工業生産が前年比+2.1%と前月（同+0.3%）から伸びが反発したものの、10～12月期で均すと+1.7%と7～9月期（+2.9%）から増勢の鈍化が顕著である。特に鉱業が軟調であり、原油・軽質油生産量は10～12月期に前年割れが定着した。石油輸出国機構（OPEC）との減産合意にもかかわらず、ロシアの19年の原油生産量は過去最高を更新していることから、政府の影響下にある資源企業が年末にかけて駆け込みで原油の生産にブレーキをかけた可能性がうかがえる。
- 家計では、12月の小売売上高が前年比+1.9%と、均すと2%前後の緩やかな増加が続いている。同月の新車販売台数は同+2.3%の17.9万台と、9ヶ月ぶりにプラスに転じた。12月の名目平均賃金は前年比+6.3%と前月と同様の伸びであったが、翌20年1月の消費者物価が同+2.4%と一年半ぶりに2%台に低下し、実質賃金の押し上げにつながっている。
- こうした中でロシア中銀は、2月7日に会合を開催し、物価の安定と景気の刺激を理由に、政策金利（キーレート）を0.25%引き下げて年6.00%とした。



(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

		2017	2018	2019	19/Ⅱ	19/Ⅲ	19/Ⅳ	19/9	19/10	19/11	19/12	20/1	
景気	全体	実質GDP（前年比、%）	1.8	2.5	1.3	0.9	1.7	1.9	-	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、%ポイント）	3.7	3.3	2.3	1.5	1.7	3.4	-	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	2.5	1.3	2.8	0.2	0.1	-2.2	-	-	-	-	-
	企業部門	鉱工業生産（前年比、%）	2.3	2.9	2.4	2.9	2.9	1.7	3.0	2.6	0.3	2.1	-
		鉱業（前年比、%）	2.2	3.9	3.0	3.1	2.9	1.4	2.5	0.9	1.4	1.8	-
		製造業（前年比、%）	2.8	2.8	2.2	2.4	2.9	2.4	3.2	3.7	0.1	3.4	-
		電気ガス水道（前年比、%）	0.1	1.4	0.5	1.8	2.5	-0.8	3.8	2.5	0.0	-5.0	-
		ウラル産原油価格（ドル/バレル）	53.1	69.8	63.7	68.1	61.3	62.1	61.1	58.5	63.3	64.5	61.7
		鉱業信頼感指数（ポイント）	-0.2	0.8	-0.3	1.7	0.3	-3.3	0.0	-2.0	-4.0	-4.0	-3.0
		製造業信頼感指数（ポイント）	-2.3	-3.4	-2.4	-1.3	-1.7	-4.7	-2.0	-3.0	-5.0	-6.0	-3.0
		電気ガス水道信頼感指数（ポイント）	-1.7	-1.0	-3.0	-7.3	-1.0	2.0	2.0	2.0	3.0	1.0	-1.0
	家計部門	建設支出（前年比、%）	-0.2	6.7	0.3	0.1	0.5	0.6	1.0	1.1	0.3	0.4	-
		ビル竣工件数（前年比、%）	-23.5	21.1	-	12.4	-	-	-	-	-	-	-
		建設業景況感指数（ポイント）	-17.0	-22.3	-20.0	-16.0	-19.0	-25.0	-	-	-	-	-
		小売売上高（前年比、%）	1.2	2.8	1.6	1.6	0.9	2.0	0.7	1.7	2.3	1.9	-
	政府部門	新車販売台数（万台）	159.6	180.1	176.0	43.7	44.3	48.8	15.7	15.2	15.7	17.9	-
		消費者信頼感指数（ポイント）	-12.4	-11.7	-14.3	-14.6	-12.9	-13.0	-	-	-	-	-
		住宅価格（前年比、%）	-3.6	2.5	7.2	6.9	8.1	6.6	-	-	-	-	-
		財政収支（兆ルーブル）	-1.3	3.0	-	1.3	1.4	-	0.0	0.5	-0.3	-	-
国際収支	公的国内債務残高（兆ルーブル）	8.7	9.2	10.2	10.1	10.6	10.2	10.6	10.7	10.7	10.2	-	
	経常収支（10億ドル）	127.8	300.1	-	109.5	92.7	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支（10億ドル）	130.3	211.1	-	42.3	41.3	-	15.5	14.0	13.6	-	-	
	輸出（前年比、%）	25.9	26.4	-	-7.5	-7.1	-	-10.0	-11.0	-13.0	-	-	
賃金・雇用・賃金情勢	輸入（前年比、%）	25.5	6.2	-	-2.2	4.5	-	6.4	10.8	8.3	-	-	
	失業率（原系列、%）	5.2	4.8	4.6	4.6	4.4	4.6	4.5	4.6	4.6	4.6	-	
	失業者数（前期差、万人）	-11.9	-8.2	-0.2	-7.3	-8.0	2.6	-4.7	-2.0	1.9	2.7	-	
	名目賃金（前年比、%）	7.3	10.1	7.0	7.6	7.2	6.8	7.2	7.7	6.3	6.3	-	
物価	実質賃金（前年比、%）	3.5	7.0	-	2.5	2.8	-	3.1	3.8	2.7	-	-	
	消費者物価（前年比、%）	3.7	2.9	4.5	5.0	4.3	3.4	4.0	3.8	3.5	3.0	2.4	
	同コア（前年比、%）	3.5	2.5	4.2	4.6	4.2	3.4	4.0	3.7	3.5	3.1	2.7	
金融	生産者物価（前年比、%）	7.7	12.3	2.2	6.6	-1.0	-5.6	-2.3	-5.6	-7.1	-4.3	-	
	M3（前年比、%）	10.3	11.0	8.7	7.7	8.0	9.3	9.1	8.7	9.6	9.7	-	
	銀行貸出（前年比、%）	0.4	5.8	10.8	12.5	10.1	5.7	8.5	7.0	5.5	4.6	-	
	政策金利（期末値、%）	7.75	7.75	6.25	7.50	7.00	6.25	7.00	6.50	6.50	6.25	6.00	
	3ヶ月物銀行間金利（期中値、%）	8.2	6.8	6.8	7.3	6.8	5.9	6.6	6.2	5.9	5.6	5.3	
	10年債流通利回り（期中値、%）	7.9	8.0	7.6	8.0	7.3	6.6	7.1	6.8	6.6	6.5	6.3	
	R T S 指数（期中値、ポイント）	1,098.8	1,172.2	1,326.2	1,305.3	1,329.1	1,470.1	1,333.9	1,422.9	1,438.5	1,548.9	1,517.1	
	100円/ルーブル（期中値）	52.0	56.8	59.3	58.7	60.2	58.6	60.5	59.5	58.7	57.6	56.4	
	ドル/ルーブル（期中値）	58.3	62.7	64.7	64.5	64.6	63.7	65.0	64.4	63.9	62.9	61.8	
	ユーロ/ルーブル（期中値）	65.9	74.0	72.4	72.5	71.8	70.5	71.6	71.1	70.6	69.9	68.6	
外貨準備高（期末値、10億ドル）	432.7	468.5	554.4	518.4	530.9	554.4	530.9	540.9	542.0	554.4	562.3		

（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. 中銀は環境問題にコミットすべきか～ECBの事例

(1) 中銀が環境問題にコミットすべきという論調が広がる

- ・ 近年、中央銀行が気候変動などの環境問題にコミットすべきだという論調が広がりを見せている。年明け1月21日、中銀の中銀と呼ばれる国際決済銀行（B I S）がその旨を指摘する報告書を公表したことは、その象徴的な出来事であった。こうした流れのフロントランナーに立つ組織の1つが、欧州中央銀行（E C B）である。
- ・ E C Bは1月23日、今年初となる政策理事会を開催した。この会合でE C Bは、金融政策については従来通りの緩和路線を踏襲した一方で、同時に今後1年をかけて2020年代のE C Bの運営方針を検討する作業に入ることを決めた。現在2%とされている物価目標の是非に加えて、経済格差や気候変動への対策についても検討を行うという。
- ・ 近年、世界各地で天災が相次いでいるが、それは地球温暖化などいわゆる気候変動に伴う現象だと言われている。E C Bのラガルド総裁は昨年11月の就任当初から、E C Bの金融政策を運営するうえでの一つの指針として、こうした気候変動の要因を考慮に入れたいという旨を表明してきたが、その検討がいよいよスタートすることになる。
- ・ 金融政策もまた環境問題に資することができるという立場を、B I Sやラガルド総裁などは表向き掲げている。確かに気候変動への対応は急務であるが、とはいえそれが中銀の担うべき政策領域なのかという根本的な疑問は残る。E C B内でも、理事会メンバーであるバイトマン独連銀総裁などを中心に、批判的な意見が根強い。

(2) 経済活動を金融面から支えることが中銀の役割

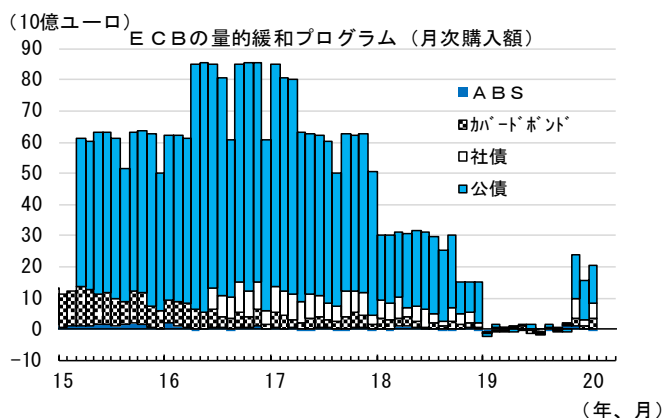
- ・ 一般的に、中銀の責務は通貨と物価の安定の維持にある。それに金融秩序の安定が加わり、近年は、その善し悪しは別として財政の維持装置としての役割も付け足された。要するに経済活動を金融面から支えているのが、中銀という組織である。その中銀に、環境対策の担い手としての役割まで負わせることは本当に可能なのか。
- ・ 気候変動といった環境問題は複合的な現象であるため、経済活動の結果だけで生じるものでは必ずしもない。しかしながら、経済活動の結果で気候変動が促されると仮定するなら、金融政策で経済活動の変化を促して気候変動を抑制することができるかもしれない。確かに、理屈の上ではこのような筋書きを描くことはできる。
- ・ それでは物価目標と同様に、環境に関わる何らかの指標を金融政策の目標に定めるのだろうか。例えば気温が前年比で1%上昇した場合、経済活動を抑制するために金利を1%引き上げるようなイメージだ。ただこうした手段では、環境に良い経済活動や中立な経済活動にまでブレーキをかけてしまうことになる。
- ・ それに環境に悪い経済活動こそ、生活にとって必要不可欠な場合がほとんどだろう。原油を採掘し生成するプロセスなど、その最たるものである。化石燃料の代替を水力や風力に求め

たところで、何らかのかたちで環境に対する負荷はかかる。環境に対する負荷も時間の経過で変質するかもしれない、そうした評価を中銀が適正に行える保証もない。

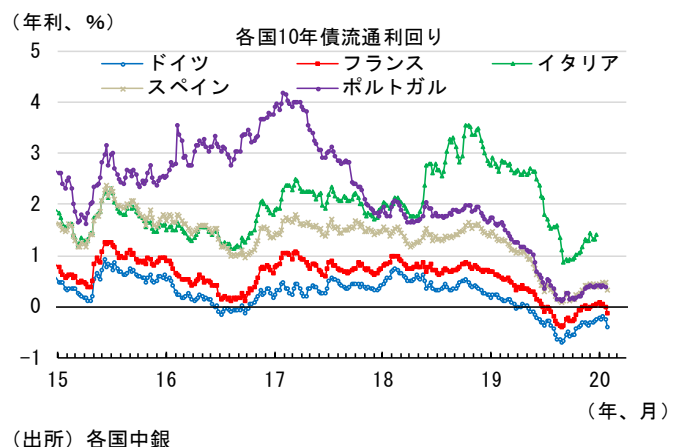
(3) 環境格付けが高い社債の購入などが現実的な選択肢

- ・ 結局のところ、金融政策の担い手としての中銀が取り得る手段は、環境格付けが高い企業の社債やグリーンボンドの購入を増やしていくことくらいしかないだろう。図表1で示したように、現在ECBは資産買取プログラム（APP）の下で一定額の社債を購入しているが、この枠組みの中に環境格付けが高い社債の取り扱いを位置付けるかもしれない。
- ・ もっともこうした手段を用いたところで、図表2で示したように低金利環境が長期化しているなかで、企業の環境問題への取り組みをどれだけ促すことができるか定かではない。それに経済学的に言えば、信用割当と呼ばれるこうした差別的な資金供給は、中銀による補助金に相当するという別の問題が出てくる。
- ・ 経済成長と環境問題は、ある意味でトレードオフの関係にある。気候変動など環境問題への取り組みが遅れば、それが将来の経済活動の重荷となることは確実だ。環境対策が後手に回れば回るほど、経済の潜在成長力は落ちてしまう。とはいえ、その責務を中銀が担うべきか、そもそも担えるのかというのはまた別の問題である。
- ・ それに、持ち直しの兆しがあるとはいえ、欧州の景気は停滞が続いている。小康状態にあるものの、各国の信用格差もまだ残っている。イタリアを中心に銀行の経営不安もくすぶる。中銀が本来の責務として注力すべき課題が解決していない状況で、環境対策という本筋から外れた責務をECBが担える余裕など、本来ならばないはずである。

図表1. 社債も購入しているECB



図表2. 歴史的な低金利環境が定着



(4) 環境対策は重要だが金融政策の領域ではない

- ・ 伝統的に欧州では環境問題に対する社会の関心が高いが、近年では欧州でも相次ぐ天災やドイツの自動車メーカーで相次いだ不正燃費問題などもあり、気候変動に対する意識が若者を中心に一段と強まっている。こうしたムードに水を差すような回答は出来なかったというのが、ラガルド総裁ら金融政策を司る当事者の本音かもしれない。
- ・ 欧州ではその関心の高さゆえに、環境問題への熱意がときにオーバーシュートしがちだ。今回のECBの決定もまた、そうした波に飲まれた結果であったと解釈できる。今後一年をかけてECBは中銀が担い得る環境対策の手段を検討することになるが、果たしてどのような結論が出てくるのだろうか。
- ・ 繰り返しとなるが、たしかに環境対策自体は非常に重要なことであるものの、金融政策の担い手である中銀にもその責務を負わせようというのは無理な話である。ラガルド総裁らもそのこと自体は理解しているだろう。果たしてどのような落としどころを探るのか、今年のECBの動きに注視していきたい。

－ 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。