

欧州景気概況(2017年11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

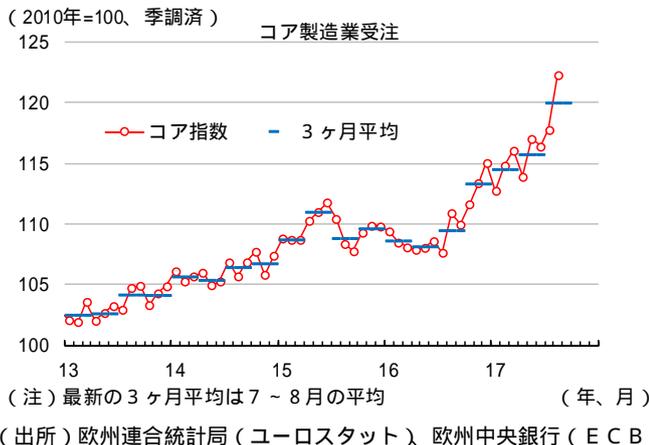
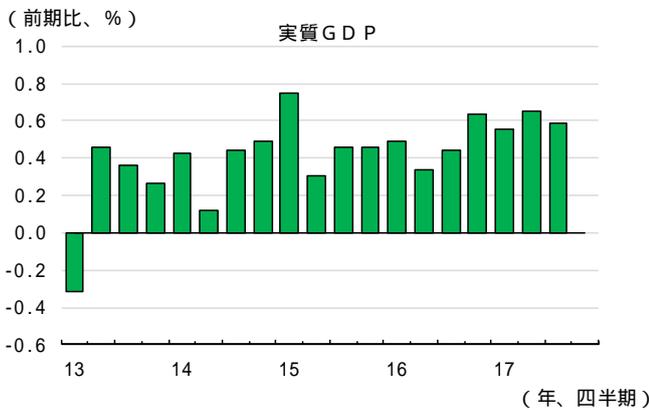
. 今月のトピック

ECB が直面するテーパリング後の課題 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。7～9月期の実質GDP（速報値）の前期比成長率は+0.6%と、4～6月期（+0.7%）から若干低下したものの、高めの水準を維持した。月次指標の推移から推察すると、内外需ともにバランスが取れた景気拡大が続いていると判断される。また欧州委員会が発表する設備稼働率調査を確認すると、10～12月期は83.9%と7～9月期（83.6%）よりも上昇する見込みであることから、ユーロ圏景気は冬場にかけて緩やかな拡大基調を保つものと判断される。
- ・企業部門では、8月の製造業生産が前月比+1.7%と増勢が加速し、堅調を維持している。同月のコア製造業受注も同+3.8%と好調で、7～8月期平均値は4～6月期よりも1.7%水準を切り上げた。対外面では、同月の名目輸出が同+2.5%と3ヶ月ぶりに増加に転じ、均した動きも高水準を維持している。こうした中、企業の景況感は製造業のみならず、サービス業や小売業、建設業と、幅広い業種で改善している。
- ・家計部門では、9月の小売数量は前月比+0.7%と再び増加に転じた。翌10月の新車販売台数も同+1.5%の年率1,121万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を見ると、雇用は、9月の失業率が8.9%に低下し、失業者数も前月差9.6万人減と2ヶ月連続で減少するなど、緩やかな改善が続いている。他方で物価は、10月の消費者物価が前年比+1.4%と3ヶ月ぶりに伸び率が低下するなど、上昇は穏やかである。



ユーロ圏の主要経済指標

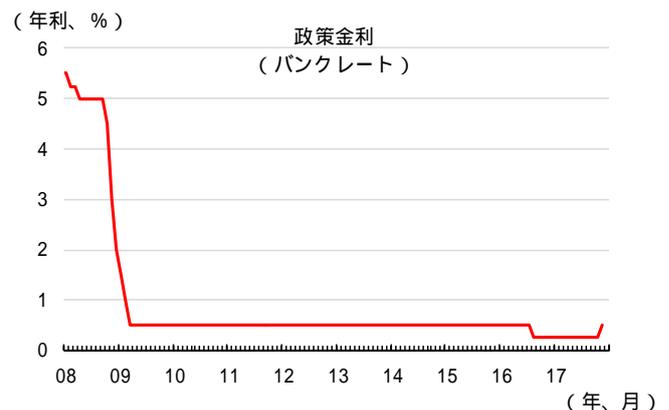
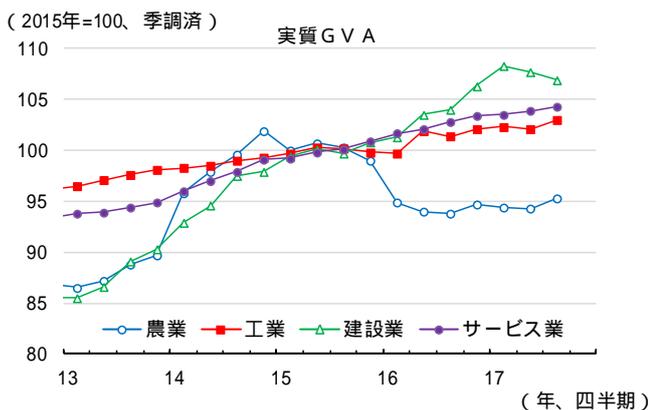
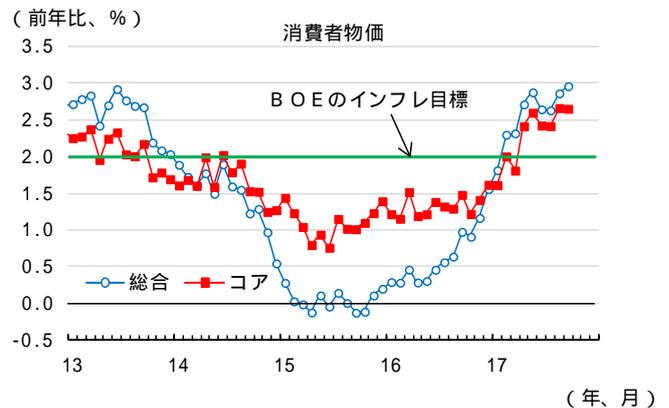
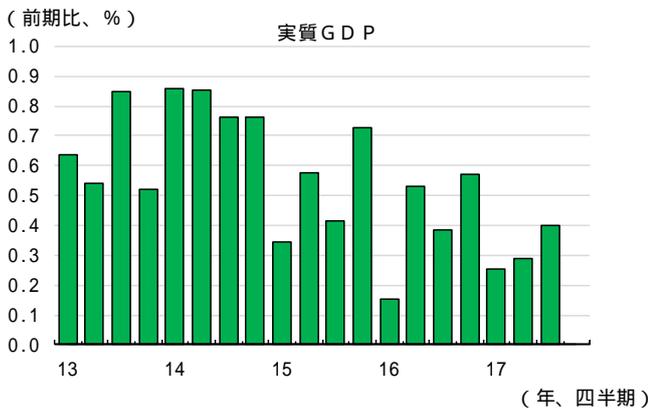
		2014	2015	2016	17/	17/	17/	17/6	17/7	17/8	17/9	17/10	
全体	実質GDP成長率(前期比、%)*	1.2	2.0	1.8	0.6	0.7	0.6	-	-	-	-	-	
	個人消費(寄与度、%ポイント)	0.4	1.0	1.1	0.2	0.3	-	-	-	-	-	-	
	総固定資本形成(寄与度、%ポイント)	0.7	0.6	0.6	-0.1	0.5	-	-	-	-	-	-	
	景況感指数(長期平均=100)	101.4	104.2	104.8	108.0	110.0	112.1	111.1	111.3	111.9	113.1	114.0	
	ドイツ	105.1	105.2	105.9	108.9	110.8	112.3	111.9	112.5	111.9	112.4	114.5	
	フランス	96.1	99.7	102.3	105.3	107.8	110.4	109.5	108.9	110.8	111.6	110.0	
	イタリア	99.9	105.8	105.2	105.6	106.4	108.5	106.1	105.5	109.1	110.9	111.9	
スペイン	102.2	108.7	106.3	107.7	108.4	109.0	108.9	107.9	109.3	109.9	110.2		
景気	企業部門	鉱工業生産(前期比、%)*	1.3	3.7	1.4	0.2	1.2	-	-0.6	0.3	1.4	-	-
		うち製造業(前期比、%)*	1.7	2.4	1.6	0.4	1.3	-	-0.7	0.5	1.7	-	-
		製造業受注(前期比、%)*	5.6	7.8	2.4	1.7	1.0	-	2.3	-0.6	4.8	-	-
		うちコア(前期比、%)*	2.7	3.3	0.4	1.0	1.1	-	-0.5	1.2	3.8	-	-
		設備稼働率(%)	80.3	81.2	81.8	82.2	82.6	83.6	10~12月期は83.9%に上昇する見込み				
		製造業景況感指数(平均=-6.2)	-3.8	-3.1	-2.7	1.1	3.3	5.4	4.5	4.5	5.0	6.7	7.9
		サービス業景況感指数(平均=9.6)	4.7	9.2	11.2	13.2	13.4	14.9	13.3	14.2	15.1	15.4	16.2
		小売業景況感(平均=-7.8)	-3.1	1.6	1.5	2.0	3.2	2.8	4.4	3.9	1.6	3.0	5.5
		建設支出(前期比、%)*	1.7	-1.0	1.9	0.8	1.5	-	0.1	0.0	-0.2	-	-
		建設業景況感(平均=-17.9)	-26.6	-22.4	-16.6	-11.0	-5.0	-2.3	-3.5	-1.8	-3.3	-1.7	0.2
家計部門	小売数量(前期比、%)*	1.5	3.1	2.2	0.4	0.9	0.6	0.4	0.0	-0.1	0.7	-	
	新車販売台数(年率、万台、季調済)	891	970	1,040	1,084	1,098	1,100	1,095	1,073	1,105	1,121	-	
	消費者信頼感(平均=-12.5)	-10.2	-6.3	-7.8	-5.5	-2.7	-1.5	-1.3	-1.7	-1.5	-1.2	-1.0	
	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	89.1	88.9	-	-	-	-	-	-	
国際収支	経常収支(10億ユーロ)	252.2	336.2	373.0	84.1	74.1	-	24.1	31.5	33.3	-	-	
	貿易収支(10億ユーロ)	182.1	238.6	268.4	43.8	63.1	-	26.3	22.3	16.1	-	-	
	輸出(前年比、%)	2.2	5.3	0.5	10.8	5.4	-	4.0	6.1	6.8	-	-	
	輸入(前年比、%)	0.7	2.7	-1.1	13.9	9.7	-	6.5	9.1	8.6	-	-	
雇用賃金	失業率(%, 季調済)	11.6	10.9	10.0	9.5	9.2	9.0	9.1	9.0	9.0	8.9	-	
	失業者数(前期差、万人、季調済)	-65.9	-124.0	-115.8	-39.4	-54.5	-18.7	-16.7	0.4	-9.5	-9.6	-	
	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	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4	
	同コア(前年比、%)	0.8	0.8	0.9	0.8	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	0.9	
	生産者物価(前年比、%)	-1.5	-2.7	-2.3	4.0	3.3	2.5	2.4	2.1	2.5	2.9	-	
金融	M3(前年比、%)	3.5	5.9	4.7	4.9	4.7	4.6	4.7	4.1	4.8	4.9	-	
	銀行貸出(前年比、%)	-1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	-	
	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	0.29	0.53	0.42	0.40	0.43	
	Eurostoxx50(期中値、91/12/31=1,000)	3,145	3,446	3,004	3,340	3,548	3,481	3,548	3,484	3,451	3,507	3,615	
	ユーロ/円(期中値)	140.5	133.6	120.4	120.1	124.6	131.1	127.8	129.7	130.8	132.8	132.0	
	ユーロ/ドル(期中値)	1.32	1.10	1.10	1.07	1.12	1.18	1.14	1.17	1.18	1.18	1.16	

(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。7～9月期の実質GDP（速報値）の前期比成長率は+0.4%と、4～6月期（+0.3%）より増勢が加速したものの、低水準に留まっている。主要な産業ごとの粗付加価値（GVA）を確認すると、農業やサービス業が底堅く推移したことのほか、工業が再び増加に転じたことが、実質経済成長率の上昇につながった。その一方で、建設の減少が続いたことが成長率を下押しした。
- ・企業部門では、8月の製造業生産が前月比+0.4%と増加が続き、堅調を維持している。反面で同月の輸出数量は同+0.7%と4ヶ月ぶりに増加したが、均した動きは下を向いている。他方で、同月のサービス業生産は同+0.2%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いる。企業の景況感は、建設業を除くと盛り上がり欠けた状況である。
- ・家計部門では、9月の小売数量（除く石油）は前月比-0.7%と減少に転じたが、増加基調は保たれている。もっとも小売の増勢は、ポンド安を反映したインバウンド需要に支えられている側面が強いと考えられる。実際、10月の新車販売台数は前年比-13.0%とマイナス幅を2ヶ月連続で拡大させており、耐久財需要は弱い。インフレが加速しており、9月の消費者物価の前年比上昇率は+3.0%と12年4月以来の高い伸びとなるなど、消費を圧迫している。
- ・こうした中で中銀であるイングランド銀行（BOE）は、11月初旬の委員会（MPC）で約10年ぶりとなる利上げを実施し、政策金利（バンクレート）を0.25%引き上げて年0.50%とした。一方で、資産買い取りプログラムに関しては既往の4,350億ポンドで据え置いた。



(出所) 英国統計局 (ONS)、イングランド銀行 (BOE)

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

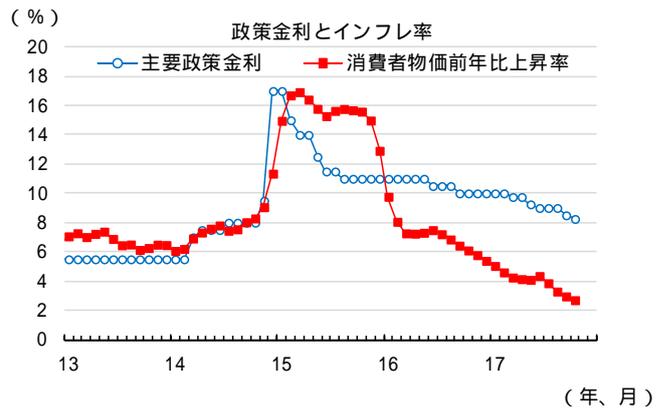
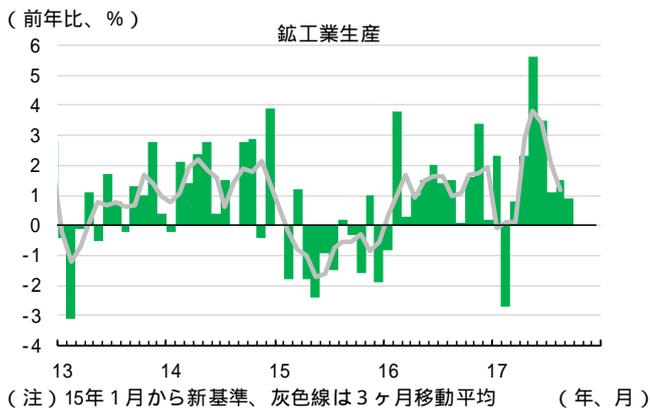
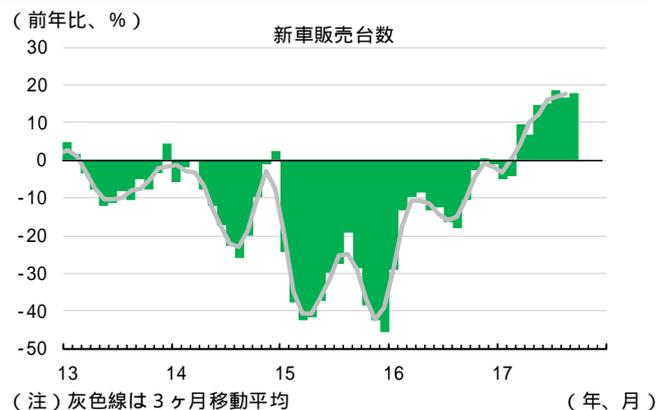
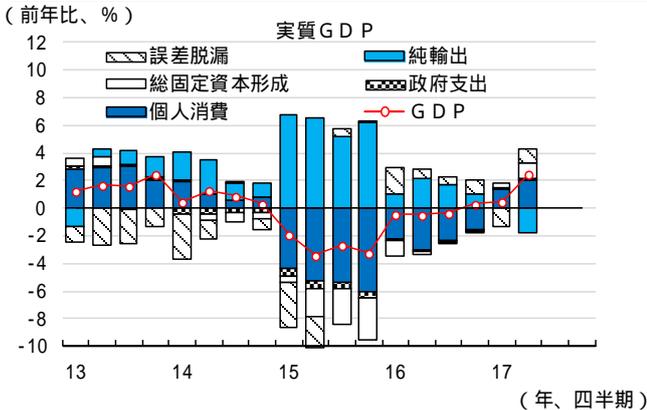
		2014	2015	2016	17/	17/	17/	17/6	17/7	17/8	17/9	17/10	
景気	全体	実質GDP成長率(前期比、%)*	2.6	2.2	1.8	0.3	0.3	0.4	-	-	-	-	-
		個人消費(寄与度、%ポイント)	1.3	1.5	1.7	0.2	0.1	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成(寄与度、%ポイント)	1.1	0.6	0.1	0.1	0.1	-	-	-	-	-	-
		景況感指数(長期平均=100)	115.0	111.0	105.5	108.9	109.3	110.7	109.3	113.2	109.6	109.2	110.7
	企業部門	鉱工業生産(前期比、%)*	0.3	0.2	0.5	0.3	-0.3	-	0.4	0.4	0.1	-	-
		うち製造業(前期比、%)*	0.7	-0.2	0.5	0.6	-0.3	-	0.3	0.4	0.4	-	-
		サービス業生産(前期比、%)*	1.1	0.5	0.7	0.1	0.4	-	0.4	-0.2	0.2	-	-
		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	13.0	16.0	12.8	10.7	11.0
		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	-2.4	3.3	2.5	-0.7	4.3
		小売業景況感(平均=1.3)	4.4	3.1	-2.4	-4.6	-6.2	-6.3	-7.4	-6.5	-7.2	-5.2	-5.5
		建設支出(前期比、%)*	1.8	0.8	0.7	1.1	-1.3	-	-0.1	-0.9	-	-	-
		建設業景況感(平均=-20.5)	-5.8	-6.2	-4.9	-3.7	-4.5	-11.4	-2.2	-11.6	-16.0	-6.5	10.7
	家計部門	小売数量(前期比、%)*	1.3	0.9	1.4	-1.3	1.1	0.6	0.1	0.5	0.8	-0.7	-
		除く石油(前期比、%)*	1.4	0.7	1.5	-1.1	0.7	0.9	0.4	0.8	0.8	-0.7	-
		新車販売台数(前年比、%)	8.2	6.2	2.3	3.5	-11.9	-8.7	-4.9	-9.7	-6.6	-9.7	-13.0
		消費者信頼感指数(平均=-8.5)	4.4	3.1	-2.4	-4.6	-6.2	-6.3	-7.4	-6.5	-7.2	-5.2	-5.5
	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	2.4	3.1	2.9	2.1	2.3	2.5	
政府部門	財政収支(10億ポンド)	-56.8	-37.1	-13.5	27.5	-14.3	1.6	-3.0	4.9	-1.3	-1.9	-	
	公的純債務残高(対GDP比、%)	84.2	84.6	86.0	85.6	86.6	87.2	86.6	86.4	86.5	87.2	-	
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	-8.9	-6.5	-	-3.3	-4.2	-5.6	-	-	
	輸出(前年比、%)	-1.1	1.2	5.9	16.4	13.2	-	12.8	10.3	9.8	-	-	
	輸入(前年比、%)	-1.5	-0.1	6.9	14.0	11.1	-	11.3	9.8	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	-	4.4	4.3	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	-	6.3	6.3	-3.1	-	-	
	名目週間平均賃金(前年比、%)	1.1	2.6	2.4	2.3	2.1	-	2.8	1.7	2.2	-	-	
物価	消費者物価(前年比、%)	1.5	0.1	0.6	2.1	2.7	2.8	2.6	2.6	2.9	3.0	-	
	同コア(前年比、%)	1.6	1.1	1.3	1.8	2.5	2.6	2.4	2.4	2.7	2.7	-	
	生産者投入物価(前年比、%)	-6.6	-12.8	2.3	18.7	12.4	7.7	9.9	6.3	8.4	8.4	-	
	生産者産出物価(前年比、%)	0.0	-1.7	0.5	3.7	3.5	3.3	3.3	3.2	3.4	3.3	-	
金融	M3(前年比、%)	-0.5	-0.1	6.9	10.2	10.0	6.9	7.6	6.7	7.1	7.0	-	
	国内向け銀行貸出(前年比、%)	-5.1	-0.8	4.7	6.2	6.2	3.4	4.5	2.8	3.3	3.9	-	
	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	0.29	0.29	0.28	0.31	0.38	
	10年債平均金利(年利、%)	2.50	1.86	1.25	1.25	1.07	-	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	7,464	7,396	7,409	7,335	7,508	
	ポンド/円(期中値)	174.2	185.1	147.6	140.8	142.3	145.4	142.1	146.1	142.3	147.8	149.0	
	ドル/ポンド(期中値)	1.65	1.53	1.35	1.24	1.28	1.31	1.28	1.30	1.30	1.33	1.32	

(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。統計局によると、17年4～6月期の実質GDP（確報値）は前年比+2.5%と、前期（+0.5%）から増勢が加速した。需要項目別には、個人消費や総固定資本形成といった内需が増勢を強め、GDP成長率を押し上げた。一方、輸入が輸出以上に増勢を強めたため、純輸出（輸出 - 輸入）がマイナス寄与に転じた。
- ・企業部門では、9月の鉱工業生産が前年比+0.9%と、増勢は再び減速したものの増加基調は底堅い。鉱業が同-0.1%と15年12月以来の前年割れとなった一方で、製造業は同+1.1%と前月（+0.7%）から増勢が加速した。同月の原油・超軽質油生産量は同-1.1%と3月以来の前年割れとなったが、均した生産の水準は引き続き高い。対外面では、9月の名目輸出が前年比+20.7%と前月（同26.2%）より増勢は鈍化したものの、堅調が続いた。
- ・家計部門では、9月の小売売上高が前年比+3.1%と増勢が加速した。同月の新車販売台数は前年比+17.9%（14.8万台）と前月（同+17.0%）から増勢が加速し、増加トレンドを維持している。雇用の改善（9月の失業者数は前月比4.1万人減）と物価の安定（10月の消費者物価は前年比+2.7%）が、個人消費の回復につながっている。
- ・こうした中でロシア中銀は、インフレの鈍化が中銀の予想以上に速いことなどから、10月27日の会合で主要政策金利（キーレート）を0.25%引き下げて、年8.25%にすると決定した。利下げは9月に続き今年5回目となった。次回の中銀の会合は12月15日が予定されているが、インフレの順調な鈍化を受けて、0.25%の追加利下げが行われる見込みである。



(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/	17/6	17/7	17/8	17/9	17/10	
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	2.1	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	-0.4	-2.1	-0.4	0.3	1.1	-	-	-	-	-	-
	企業部門	鉱工業生産（前年比、％）	1.6	-0.8	1.3	0.1	3.8	1.2	3.5	1.1	1.5	0.9	-
		鉱業（前年比、％）	1.3	0.7	2.7	1.2	5.0	2.3	5.2	4.0	2.9	-0.1	-
		製造業（前年比、％）	2.1	-1.3	0.6	-0.7	3.1	0.3	2.9	-0.8	0.7	1.1	-
		電気ガス水道（前年比、％）	0.0	-0.6	1.6	1.3	3.6	0.1	0.6	0.1	0.3	-0.1	-
		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	45.7	47.9	51.0	54.2	56.4
		鉱業信頼感指数（ポイント）	-2.4	-3.9	-2.3	-0.3	0.0	1.0	0.0	2.0	1.0	0.0	-1.0
		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	-2.0	-3.0	-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	-6.0	-3.0	2.0	4.0	5.0
		建設支出（前年比、％）	-2.7	-4.9	-2.5	-4.3	-2.8	0.0	-1.0	-0.6	0.6	0.1	-
	ビル竣工件数（前年比、％）	72.7	13.9	-25.4	-23.0	-13.0	1.3	-	-	-	-	-	
	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	2.1	1.5	1.2	1.9	3.1	-
		新車販売台数（万台）	249.1	160.2	142.5	32.2	39.6	41.1	14.1	13.0	13.3	14.8	-
		消費者信頼感指数（ポイント）	-10.5	-26.6	-23.3	-14.5	-13.5	-11.1	-	-	-	-	-
		住宅価格（前年比、％）	1.6	1.3	-5.3	-4.2	-3.7	-3.6	-	-	-	-	-
	政府部門	財政収支（兆ルーブル）	-0.8	-2.8	-3.1	3.3	-0.1	-	-0.1	0.3	0.0	-	-
公的国内債務残高（兆ルーブル）		7.2	7.3	8.0	8.3	8.5	8.9	8.5	8.6	8.7	8.9	-	
国際収支	経常収支（10億ドル）	188.0	265.6	144.1	35.3	36.1	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支（10億ドル）	211.2	160.8	103.4	38.3	28.4	24.7	9.9	5.1	8.0	11.7	-	
	輸出（前年比、％）	-5.2	-30.6	-16.2	36.7	23.3	19.0	22.8	10.0	26.2	20.7	-	
	輸入（前年比、％）	-8.7	-36.1	-0.8	27.4	28.9	21.2	30.5	29.2	21.2	13.2	-	
	対外債務（対輸出比率、倍）	1.2	1.5	1.8	1.7	1.7	1.6	-	-	-	-	-	
賃金・雇用・情勢	失業率（原系列、％）	5.2	5.6	5.5	5.6	5.2	5.0	5.1	5.1	4.9	5.0	-	
	失業者数（前期差、万人）	-3.4	11.8	-10.7	1.7	-9.6	-8.4	-2.7	-1.9	-2.4	-4.1	-	
	名目賃金（前年比、％）	9.4	5.0	7.8	7.2	7.8	6.2	8.4	7.1	5.8	5.6	-	
	実質賃金（前年比、％）	1.5	-9.2	0.7	2.4	3.5	2.7	3.9	3.1	2.4	2.6	-	
物価	消費者物価（前年比、％）	7.8	15.6	7.1	4.6	4.2	3.4	4.4	3.9	3.3	3.0	2.7	
	同コア（前年比、％）	7.5	16.3	7.5	5.0	3.8	3.0	3.5	3.3	3.0	2.8	2.5	
	生産者物価（前年比、％）	6.2	13.7	4.4	13.0	5.5	4.4	2.9	1.8	4.7	6.7	-	
金融	M3（前年比、％）	7.5	6.5	11.3	11.7	10.2	9.2	10.5	9.0	9.0	9.5	-	
	銀行貸出（前年比、％）	20.5	17.8	5.5	-3.6	0.6	1.4	2.2	0.5	0.9	2.8	-	
	政策金利（期末値、％）	17.00	11.00	10.00	9.75	9.00	8.50	9.00	9.00	9.00	8.50	8.25	
	3ヶ月物銀行間金利（期中値、％）	9.1	11.5	9.1	8.9	8.5	7.9	8.1	8.1	7.9	7.7	7.6	
	10年債流通利回り（期中値、％）	9.6	11.0	8.8	8.3	7.8	7.8	7.8	7.9	7.8	7.6	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	1,001.0	1,007.1	1,095.8	1,136.8	1,113.4	
	100円/ルーブル（期中値）	36.2	50.7	61.8	51.7	51.4	53.2	52.2	53.0	54.3	52.2	51.1	
	ドル/ルーブル（期中値）	38.5	61.3	67.2	58.7	57.1	59.0	57.9	59.7	59.6	57.7	57.7	
	ユーロ/ルーブル（期中値）	50.9	68.0	74.4	62.7	62.8	69.3	65.0	68.6	70.4	68.8	67.9	
	外貨準備高（期末値、10億ドル）	385.5	368.4	377.7	397.9	412.2	424.8	412.2	418.4	424.0	424.8	-	

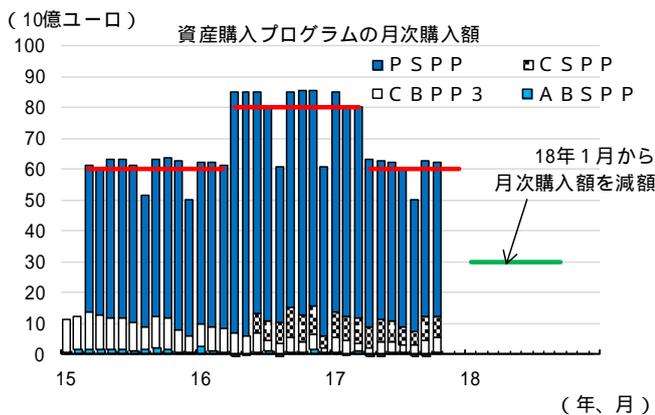
（出所）ロシア連邦統計局（Rosstat）、ロシア連邦中央銀行などの資料から作成。

・ E C B が直面するテーパリング後の課題

(1) 10月理事会で年明けからのテーパリング開始を決定

- ・ 欧州中央銀行 (E C B) のドラギ総裁は10月26日に開催された理事会で、年明け 1 月から現在の資産買い取り (量的緩和) プログラム (A P P) を変更する旨を決定した。
- ・ 現在の A P P は 4 つの資産買い取り政策 (社債購入プログラム (C S P P) と国債購入プログラム (P S P P) 、 A B S 購入プログラム (A B S P P) 、 第三次カバードボンドプログラム (C B P P 3)) から成るが、図表 1 にあるように、その中核を占めるのは P S P P である。現在の A P P の枠組みでは、年内いっぱいまで月額 6 百億ユーロの資産を購入することとされていたが、年明け以降は A P P の枠組みでは、 期間が 9 ヶ月間 (18 年 9 月まで) 延長され、 資産買い取り額が月 3 百億ユーロに減額されることになる。
- ・ こうした E C B の決定は、事実上、量的緩和のテーパリング (段階的縮小) に相当すると考えられる。 E C B がテーパリングを決定した背景には 景気の堅調 (2 % 台半ばでの経済成長) 、 デフレ懸念の払しょく (底堅い消費者物価上昇率) 、 技術的な問題 (欧州金融市場における国債マーケットの規模) があつたと考えられる。こうした欧州自身の流れに加えて、米連邦準備制度理事会 (F R B) が追加利上げを進めるとともに、バランスシートの縮小にも着手するなど、金融緩和の修正に着手しやすい環境がグローバルに整ってきたことも、 E C B の決定を後押ししたと考えられる。
- ・ E C B は金融市場が混乱に陥ることがないように、10月の理事会に先立ち、緩和修正の内容を市場関係者に対してリークしていた。そして、実際にそれに即した政策決定を、 E C B は下した。その結果、ドイツ 10 年債 (B u n d s) の流通利回りがレンジボックス内での推移に留まるなど、 E C B の狙い通り金融市場の混乱は回避された (図表 2) 。
- ・ なお 18 年 10 月以降も、 E C B はテーパリングを推し進める見通しである。経済金融情勢次第では、年末にかけて月次の買い取り額を圧縮し、来年いっぱい A P P を終了する展開もあり得よう。

図表 1 . E C B はテーパリングへ



(出所) 欧州中央銀行 (E C B)

図表 2 . 徐々に水準を切り上げる B u n d s

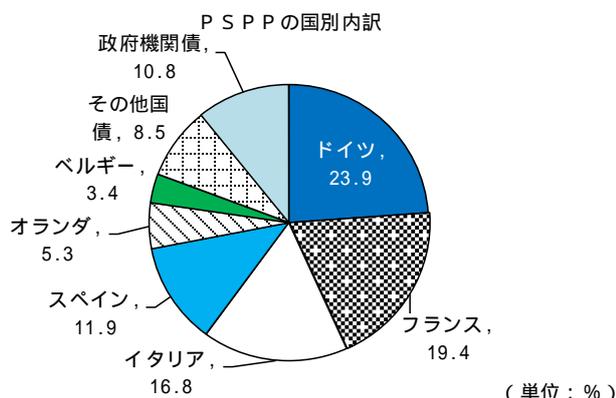


(出所) ドイツ連銀

(2) 信用格差とバランスシート縮小

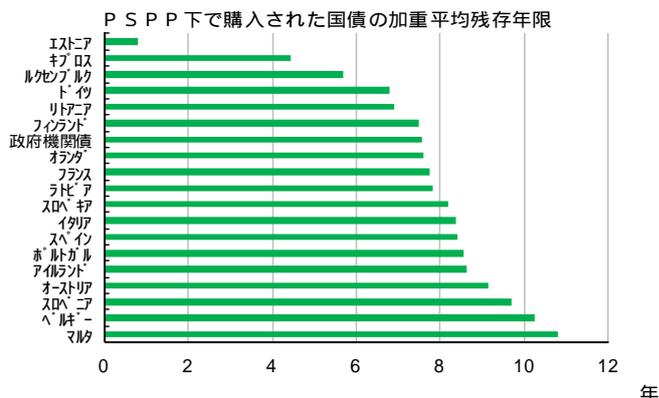
- ・ バランスシートを縮小するに当たり、ECBが直面する最大の課題は、P S P Pの下で各加盟国から購入してきた国債をどのように縮小していくか、ということに尽きよう。
- ・ 図表3は、17年10月時点におけるP S P P下で購入された国債及び政府機関債の残高の内訳である。P S P P下で購入される国債の割合は、各国中銀によるECBへの出資比率（各国の経済規模）に応じて案分される。ゆえに最大の出資者であるドイツの国債が最も買われる（23.9%）ことになるし、次いでフランス（19.4%）、イタリア（16.8%）、スペイン（11.9%）と、ユーロ圏のコア国の国債が買われることになる。なおギリシャに関しては、これまでの支援策の結果などから、いわゆる発行体キャップ（1発行体当たりの買い入れ額を発行残高の33%までとするルール）に抵触しているため、P S P Pの対象から外れている。
- ・ また図表4にあるように、購入資産の加重平均残存年限も大きく異なる。最長のマルタは11年弱だが、最短のエストニアは1年未満となる。コア国の間でも、加重平均残存年数は6年から8年程度でばらつきがある状態である。つまりFRBのように、再投資停止（自然償還）によるオートマチックなバランスシートの縮小を図ろうとすると、自ずと各国中銀の間でバランスシート圧縮の進捗度合いに差が出てくることになる。
- ・ ユーロ圏各国は依然信用格差を抱えている。コア国では金融不安を抱えるイタリアやかつて金融支援を受けたスペインの金利が、一方で非コア国では同じく金融支援を受けたキプロスやギリシャの金利が、ドイツの金利との間でそれぞれ一定のスプレッドを保ち続けている。こうした中でECBは、金融システムの安定性に配慮するならば、各国の信用格差に配慮した形でバランスシートの縮小に取り組むことに迫られる。
- ・ つまり、ECBの出口戦略には高い戦略性が求められることになる。ECBのバランスシート縮小策は、米FRB以上に慎重に行われる見通しである。

図表3 . 国債購入の内訳は経済規模に依存



(注) 2017年10月末時点
(出所) ECB

図表4 . 購入資産の加重平均残存年限も異なる



(注) 2017年10月末時点
(出所) ECB

(3) 新総裁の下でもバランスシート縮小は慎重に行われる公算

- ・ E C Bのドラギ総裁は、19年11月に任期満了を迎える。E C B総裁の任期は1期8年とされているため、再任はない。ドラギ総裁は、自らが先導したA P Pを手仕舞いするに当たり、その任期中にバランスシート縮小までの筋道をつけておきたいところだろう。
- ・ こうした中、ドイツ財務省やドイツ連銀は、次期E C B総裁に自国の人材を就任させたい意向を強めているとされる。特にドイツ連銀総裁のバイトマン氏は、その最右翼にあると考えられる。E C Bのこれまでの総裁3名はいずれもドイツ以外から選出されているため、ドイツの政策当事者にとって、ドイツ人の次期E C B総裁誕生は、まさに悲願と言えよう(図表5)。
- ・ ドイツ連銀はその歴史的経緯から、中銀の中でも物価の安定を至上命題としており、金融システムの安定維持に関しては相対的に距離を置くスタンスを持っていることで知られる。E C Bが量的緩和を導入する上でも慎重な(つまり金融政策に関してはタカ派の)立場を貫いていたことから、バランスシートの縮小に関してはむしろそれを強かにプッシュすると考えられる。
- ・ ユーロ圏全体の金融システムの安定維持を優先するならば、信用格差の問題にも配慮しなければならない。他方で、信用格差の問題に配慮することは、本来中銀が担うべきでない財政支援に相当するという反論も、一定の説得力を持つ。各国の財政規律を強化するためには、むしろオートマチックなバランスシートの縮小こそが望ましい。バランスシートの縮小に当たり、ドイツ筋はそうしたタカ派としての主張を強めるだろうし、その立場に立つ人材を新総裁に送り込もうとするだろう。
- ・ ただ仮にタカ派のドイツ人新総裁がE C Bに誕生したとしても、E C Bのバランスシート縮小は信用格差に配慮する形で慎重に行われることになると考えられる。E C Bは19ヶ国の中央銀行を束ねる高度なシステムであり、役員会の6名のメンバーとユーロ圏加盟國中銀総裁(19名)によって構成される政策委員会の意思決定は、全会一致が原則となる。
- ・ つまり、ユーロ圏全体の経済情勢を考慮に入れた中庸的な解が導き出される仕組みが、E C Bの政策決定プロセスには組み込まれているのである。こうした中では、ドイツ的な金融政策運営の意向が理事会の多数を占めない限り、E C Bの金融政策運営は引き続き金融システムの安定維持に重きを置くことになるだろう。

図表5 . 歴代総裁はドイツ人以外から選出

	氏名	国籍	前職	在任期間
初代	ウィム・ドイセンベルク	オランダ	オランダ中銀総裁、 同財務相	1998 ~ 03年
二代目	ジャン・クロード・トリシェ	フランス	フランス中銀総裁	2003 ~ 11年
三代目	マリオ・ドラギ	イタリア	イタリア中銀総裁	2011 ~ 19年

(注) 総裁任期は8年だが、独仏間で本来の任期の半分(4年)で総裁をトリシェ氏に譲るという合意がなされたことから、初代総裁のドイセンベルク氏は4年での交代になった。

(出所) E C B

- 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。