

## 欧州景気概況(2018年4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】 景気は持ち直している ..... p.3

【ロシア】 景気は緩慢ながらも回復している ..... p.5

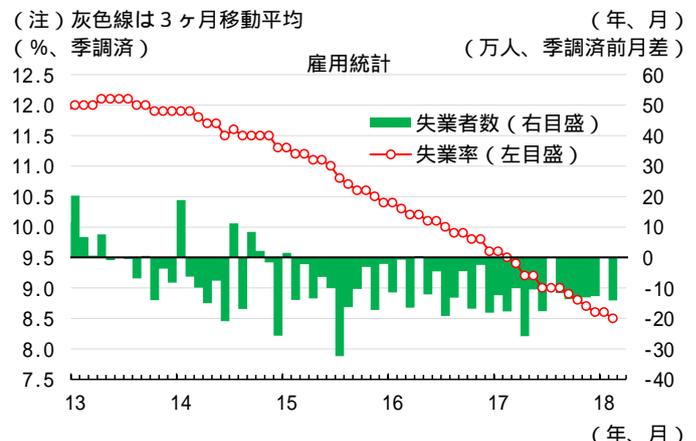
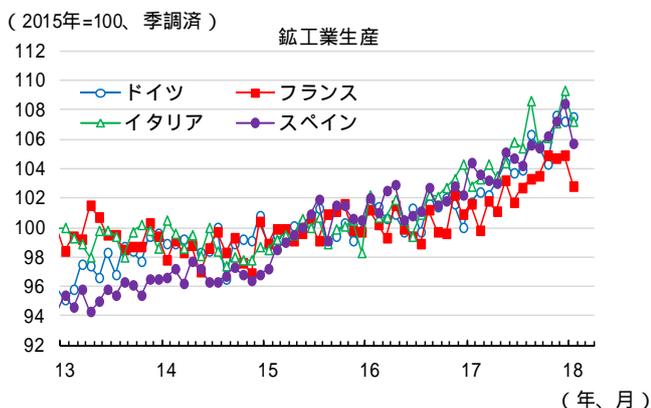
#### . 今月のトピック

マイナス金利政策からの出口が見えないスイス ..... 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。17年10～12月期の実質GDP（確報値）の前期比成長率は+0.6%と、7～9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。もっとも最新18年3月の景況感指数は112.6と年明け以降低下が続いており、1～3月期のユーロ圏景気がスローダウンしている可能性は高いとみられる。
- ・企業部門では、1月の鉱工業生産が前月比-1.0%と減少に転じた。主要国別には、ドイツが増加（同+0.3%）したものの、その他3ヶ国はいずれも2%程度の減少となった。ユーロ圏全体の製造業の景況感を見ても、年明け以降はさえない展開となっている。他方で、サービス業や建設業の景況感は概ね高位横ばい圏で推移している。
- ・家計部門では、2月の小売数量が前月比+0.1%と食品を中心に増加に転じたが、ならした動きは横ばいである。同月の新車販売台数も前月比-0.9%の年率1,140万台と減少に転じたが、水準は引き続き高く、新車市場は堅調を維持していると判断される。比較的良好な雇用情勢（2月失業率は8.5%）と物価動向（3月消費者物価は前年比+1.4%）を受けて家計の所得環境は緩やかな改善が続いており、個人消費の増加を支えている模様である。
- ・なお欧州中銀（ECB）は4月26日に理事会を開催する。ECBは9月まで現行の資産買い取りプログラムを継続するが、10月以降の方針に関する何らかの言及が理事会後のドラギ総裁の会見でなされるかに注目が集まっている。



(出所) 欧州連合統計局（ユーロスタット）、欧州中央銀行（ECB）

## ユーロ圏の主要経済指標

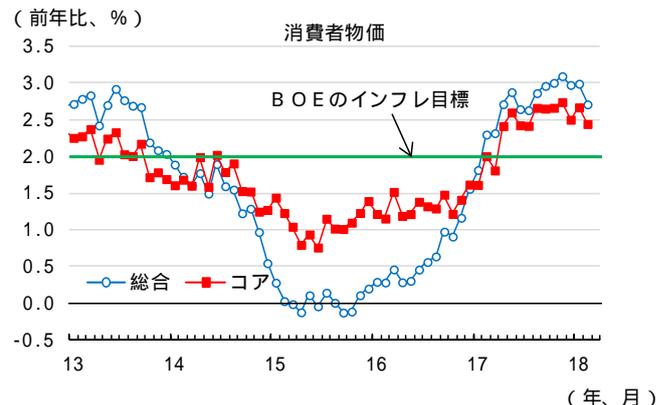
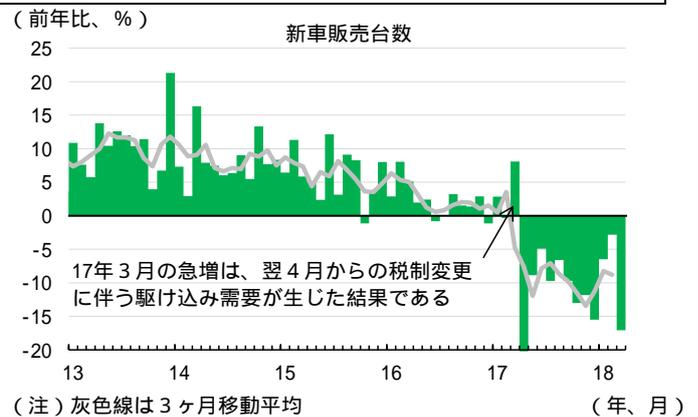
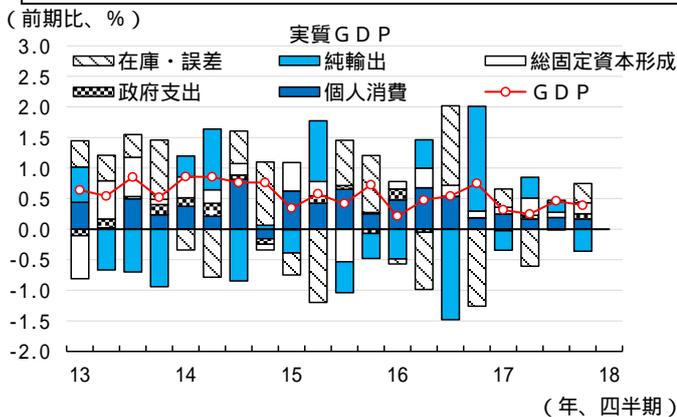
		2015	2016	2017	17/	17/	18/	17/11	17/12	18/1	18/2	18/3
全体	実質GDP成長率(前期比、%)*	2.1	1.8	2.3	0.7	0.6	-	-	-	-	-	-
	個人消費(寄与度、%ポイント)	1.0	1.1	0.9	0.2	0.1	-	-	-	-	-	-
	総固定資本形成(寄与度、%ポイント)	0.7	0.8	0.8	-0.1	0.2	-	-	-	-	-	-
	景況感指数(長期平均=100)	103.6	104.3	110.7	111.5	114.3	113.9	114.0	115.3	114.9	114.2	112.6
	ドイツ	104.7	105.4	111.1	111.6	114.3	114.1	113.8	115.4	116.0	114.4	112.0
	フランス	99.4	102.0	108.6	110.1	111.8	110.6	111.6	113.9	112.4	109.9	109.5
	イタリア	105.5	104.9	107.8	108.2	111.8	110.5	111.8	111.8	110.1	111.6	109.8
	スペイン	108.3	106.0	108.6	108.7	110.1	110.0	110.5	110.0	110.9	110.2	109.0
景気 企業部門	鉱工業生産(前期比、%)*	3.7	1.5	2.9	1.3	1.5	-	1.1	0.4	-1.0	-	-
	うち製造業(前期比、%)*	2.4	1.6	3.2	1.3	1.6	-	0.9	0.2	0.0	-	-
	製造業受注(前期比、%)*	7.8	2.4	7.5	4.8	1.8	-	0.8	1.3	-	-	-
	うちコア(前期比、%)*	3.3	0.3	7.7	3.7	2.9	-	2.5	0.4	-	-	-
	設備稼働率(%)	81.2	81.8	83.1	83.6	83.9	84.1	-	-	-	-	-
	製造業景況感指数(平均=-6)	-3.1	-2.7	4.5	5.4	8.3	7.8	8.1	8.8	9.1	8.0	6.4
	サービス業景況感指数(平均=9.8)	9.2	11.2	14.6	14.9	16.9	16.9	16.4	18.0	16.8	17.6	16.3
	小売業景況感(平均=-7.6)	1.6	1.5	3.3	2.9	5.3	3.8	4.3	6.0	5.2	4.5	1.6
	建設支出(前期比、%)*	-1.0	2.0	2.3	0.0	0.6	-	0.1	0.7	-2.2	-	-
	建設業景況感(平均=-17.6)	-22.5	-16.5	-4.0	-2.1	1.8	4.7	1.7	3.1	4.7	4.3	5.2
家計部門	小売数量(前期比、%)*	3.0	1.7	2.3	0.4	0.4	-	2.0	-1.0	-0.3	0.1	-
	新車販売台数(年率、万台、季調済)	970	1,040	1,100	1,099	1,123	-	1,139	1,142	1,150	1,140	-
	消費者信頼感(平均=-12.3)	-6.2	-7.8	-2.5	-1.5	-0.2	0.5	0.0	0.5	1.4	0.1	0.1
	住宅価格(前年比、%)	1.7	3.4	-	4.1	-	-	-	-	-	-	-
政府部門	財政収支(対GDP比、%)	-2.1	-1.5	-	-0.9	-	-	-	-	-	-	-
	公的債務残高(対GDP比、%)	89.8	88.8	-	87.9	-	-	-	-	-	-	-
国際収支	経常収支(10億ユーロ)	330.2	367.6	391.4	124.2	95.6	-	33.7	31.0	37.6	-	-
	貿易収支(10億ユーロ)	238.3	265.2	238.1	62.5	67.9	-	24.8	24.9	3.3	-	-
	輸出(前年比、%)	5.3	0.5	7.2	6.1	6.2	-	8.6	0.9	9.1	-	-
	輸入(前年比、%)	2.6	-1.0	9.7	8.0	7.7	-	9.2	2.8	6.3	-	-
雇用賃金	失業率(%,季調済)	10.9	10.0	9.1	9.0	8.7	-	8.7	8.6	8.6	8.5	-
	失業者数(前期差、万人、季調済)	-124.1	-120.4	-152.9	-25.5	-39.8	-	-13.1	-12.7	-0.2	-14.1	-
	名目賃金・給与(前年比、%)	2.0	1.4	1.4	2.0	1.9	0.0	-	-	-	-	-
物価	消費者物価(前年比、%)	0.0	0.2	1.5	1.4	1.4	1.3	1.5	1.4	1.3	1.1	1.4
	同コア(前年比、%)	0.8	0.9	1.0	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
	生産者物価(前年比、%)	-2.7	-2.3	3.1	2.5	2.6	-	2.9	2.3	1.6	1.7	-
金融	M3(前年比、%)	6.0	4.7	4.5	4.6	4.5	-	4.5	4.1	3.9	3.6	-
	銀行貸出(前年比、%)	0.9	1.2	1.6	1.3	1.6	-	1.9	1.3	1.7	1.4	-
	政策金利(年利、%)	0.05	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、%)	-0.03	-0.27	-0.33	-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、%)	0.53	0.14	0.37	0.45	0.38	0.62	0.36	0.34	0.55	0.72	0.59
	Eurostoxx50(期中値、91/12/31=1,000)	3,446	3,004	3,504	3,548	3,594	3,470	3,601	3,565	3,608	3,427	3,374
	ユーロ/円(期中値)	133.6	120.4	127.3	131.1	133.4	132.5	133.1	135.0	135.6	130.7	131.2
ユーロ/ドル(期中値)	1.10	1.10	1.14	1.18	1.18	1.23	1.18	1.20	1.25	1.22	1.23	

(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】～景気は持ち直している**

- ・英国景気は持ち直している。17年10～12月期の実質GDP（確定値）は前期比+0.4%と、2四半期ぶりに成長が鈍化した。
- ・企業部門では、18年1月の製造業生産が前月比+0.1%と増加したものの、均して見た増勢は徐々に鈍化している。同月の輸出数量は同+2.6%と前月（同+1.5%）よりも増勢を強めたが、均した動きは横ばいで推移している。景況感もさえず、製造業はこのところ弱含んでいる。他方で1月のサービス業生産は前月比+0.2%と、緩やかながらも着実な増加が続いている。サービス業は景況感も改善傾向にあり、製造業とサービス業の間で業況の方向感の色合いが分かれている。
- ・家計部門では、2月の小売数量（除く石油）が前月比+0.6%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。3月の新車販売台数は前年比-17.1%と再び2桁減になったが、これは昨年同期に新車販売が急増したことの反動を受けたものである。消費の周辺環境を見ると、1月の雇用統計では失業率（3ヶ月平均）が4.3%と前月（4.4%）よりも低下し、雇用者数も前月比10.1万人増とプラスに転じたが、雇用情勢の改善は一服しつつあると判断される。他方で2月の消費者物価は前年比+2.7%と、インフレがピークアウトした。ただ賃金の増加テンポよりも依然速いピッチであり、実質所得を押し下げている。
- ・なお英中銀は3月の金融政策委員会（MPC）で政策金利（バンクレート）を年0.50%に据え置いたが、次回5月10日のMPCで政策金利を0.25%引き上げる可能性が高まっている。



（出所）英国統計局（ONS）、欧州委員会ECFIN、英自動車工業会（SMMT）

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

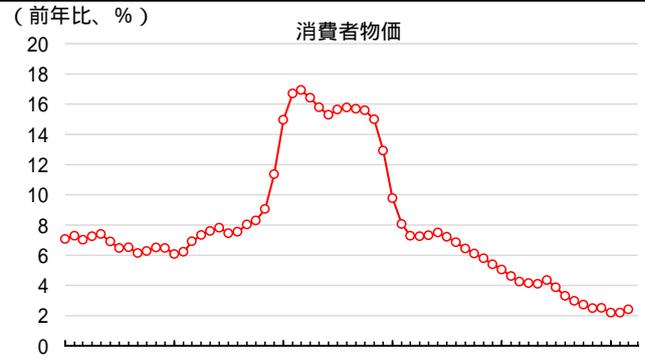
		2015	2016	2017	17/	17/	18/	17/11	17/12	18/1	18/2	18/3	
全体	実質GDP成長率(前期比、%)*	2.3	1.9	1.8	0.5	0.4	-	-	-	-	-	-	
	個人消費(寄与度、%ポイント)	2.3	1.9	1.8	0.2	0.2	-	-	-	-	-	-	
	総固定資本形成(寄与度、%ポイント)	1.7	1.9	1.1	0.1	0.2	-	-	-	-	-	-	
景況感指数(長期平均=100)		110.7	105.6	109.2	110.0	109.9	108.6	108.2	111.8	111.1	109.5	105.3	
景気	企業部門	鉱工業生産(前期比、%)*	0.1	0.6	0.6	1.4	0.5	-	0.3	-1.2	1.3	-	-
		うち製造業(前期比、%)*	-0.2	0.6	0.8	1.5	1.3	-	0.2	0.3	0.1	-	-
		サービス業生産(前期比、%)*	0.5	0.6	0.3	0.3	0.4	-	0.5	0.1	0.2	-	-
		設備稼働率(%)	82.2	80.3	82.9	82.6	84.7	81.2	-	-	-	-	-
		設備投資(前期比、%)*	0.5	0.5	0.6	0.8	0.3	-	-	-	-	-	-
		製造業景況感指数(平均=-8)	0.2	-1.2	10.6	12.9	11.7	6.5	11.5	13.2	13.0	6.4	0.1
		サービス業景況感指数(平均=4.6)	17.6	4.5	2.1	2.8	1.5	7.7	-6.0	5.7	7.1	10.9	5.2
		小売業景況感(平均=1.4)	3.1	-2.4	-5.7	-6.3	-5.9	-4.1	-5.2	-7.0	-4.8	-4.1	-3.4
		建設支出(前期比、%)*	0.7	1.6	0.2	-0.3	-0.7	-	-	-	-	-	-
		建設業景況感(平均=-20.3)	-6.2	-4.9	-4.2	-11.4	2.6	-7.0	-1.9	-1.0	-11.1	-4.7	-5.1
家計部門	家計部門	小売数量(前期比、%)*	0.8	1.4	0.2	0.6	0.5	-	0.8	-1.4	-0.2	0.8	-
		除く石油(前期比、%)*	0.6	1.5	0.2	0.8	0.3	-	0.9	-1.5	-0.1	0.6	-
		新車販売台数(前年比、%)	6.2	2.3	-7.6	-8.7	-13.4	-8.8	-11.8	-15.5	-6.5	-2.8	-17.1
		消費者信頼感指数(平均=-8.5)	3.1	-2.4	-5.7	-6.3	-5.9	-4.1	-5.2	-7.0	-4.8	-4.1	-3.4
住宅部門	住宅部門	イングランド住宅着工件数(年率、万戸、季調済)	14.8	15.5	16.5	15.7	16.5	-	-	-	-	-	
		実質新規建設(住宅)受注(前期比、%)*	2.7	1.2	-0.5	9.0	-6.1	-	-	-	-	-	
		ネーションワイド住宅価格(前年比、%)	4.4	4.9	2.9	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	3.2	2.2	2.1
政府部門	政府部門	財政収支(10億ポンド)	-34.7	-12.7	21.8	4.9	-3.4	-	-3.5	2.7	15.8	5.1	-
		公的純債務残高(対GDP比、%)	83.8	84.7	85.4	87.3	85.4	-	84.4	85.4	84.3	85.1	-
国際収支	国際収支	経常収支(10億ポンド)	-98.1	-113.6	-82.9	-19.2	-18.4	-	-	-	-	-	-
		貿易収支(10億ポンド)	-32.4	-40.7	-28.3	-5.1	-7.8	-	-3.1	-2.5	-3.1	-	-
		輸出(前年比、%)	-0.3	7.3	12.4	14.3	5.8	-	5.5	4.3	6.9	-	-
		輸入(前年比、%)	-1.1	8.4	9.5	5.6	6.1	-	5.3	3.7	7.5	-	-
雇用賃金	雇用賃金	失業率(%,季調済、3ヶ月平均)	5.4	4.9	4.4	4.3	4.4	-	4.3	4.4	4.3	-	-
		雇用者数(前期差、万人、3ヶ月平均)	58.6	29.7	32.1	-1.4	8.8	-	12.7	-6.0	10.1	-	-
		名目週間平均賃金(前年比、%)	2.6	2.4	2.3	2.3	2.7	-	2.4	3.2	2.8	-	-
物価	物価	消費者物価(前年比、%)	0.0	0.7	2.7	2.8	3.0	-	3.1	3.0	3.0	2.7	-
		同コア(前年比、%)	1.1	1.3	2.4	2.6	2.6	-	2.7	2.5	2.7	2.4	-
		生産者投入物価(前年比、%)	-12.8	2.3	11.2	7.6	6.1	-	7.7	5.6	4.5	3.4	-
		生産者産出物価(前年比、%)	-1.7	0.5	3.4	3.4	3.1	-	3.1	3.3	2.8	2.6	-
金融	金融	M3(前年比、%)	-0.1	6.8	8.4	7.0	6.3	-	6.6	6.1	6.6	5.2	-
		国内向け銀行貸出(前年比、%)	-0.8	4.7	4.8	3.3	3.5	-	3.5	3.9	3.8	2.4	-
		政策金利(年利、%)	0.50	0.25	0.50	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
		LIBOR3ヶ月物(年利、%)	0.57	0.50	0.36	0.29	0.47	-	0.52	0.52	0.52	0.55	-
		10年債平均金利(年利、%)	1.90	1.30	1.25	1.23	1.34	1.52	1.34	1.28	1.41	1.63	1.53
		FT100指数(期中値、91/12/31=1,000)	6,596	6,470	7,378	7,380	7,477	7,347	7,441	7,482	7,696	7,256	7,090
		ポンド/円(期中値)	185.1	147.6	144.6	145.4	149.8	150.7	149.1	151.4	153.3	150.6	148.1
		ドル/ポンド(期中値)	1.53	1.35	1.29	1.31	1.33	1.39	1.32	1.34	1.38	1.40	1.40

(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。

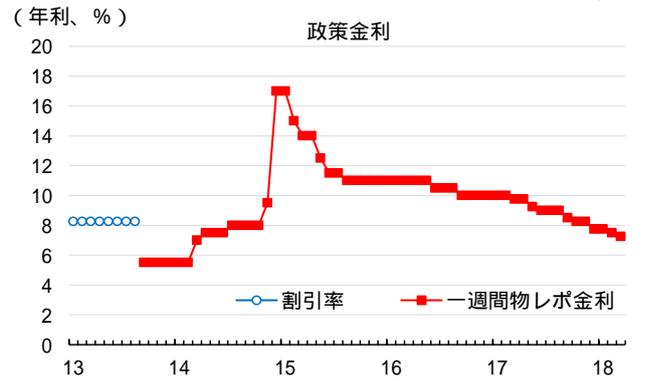
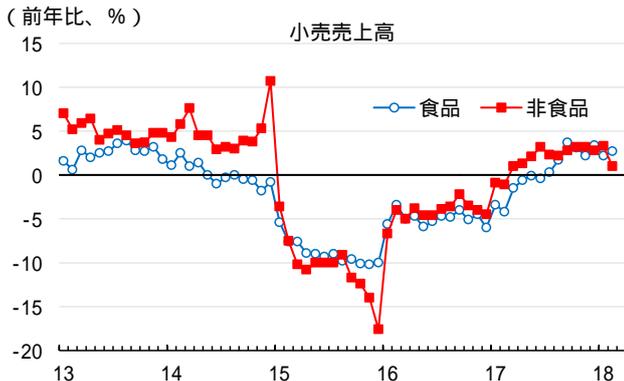
(出所) 英国統計局(ONS)、欧州委員会ECFIN、イングランド銀行(BOE)などの資料から作成。

【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。
- ・企業部門では、2月の鉱工業生産が前年比 +1.5%と2ヶ月連続で増加したものの、勢いは鈍化した。うち鉱業は同 +0.3%と、前月(同 +1.1%)から増勢を弱めた。製造業に関しては乗用車(前年比 +24.0%)が好調を維持しているものの、その他の財はさえないことから、前年比 +1.9%と前月(同 +4.7%)よりも増勢が鈍化した。
- ・家計部門では、2月の小売売上高が前年比 +1.8%とプラスを維持したものの、増勢は徐々に鈍化している。特に非食品店の売上高が同 +1.0%と前月(+3.3%)から失速し、小売全体の重荷になった。一方で3月の新車販売台数は15.7万台、前年比だと +13.9%と伸び率は3ヶ月連続で縮小したが増勢は引き続き強く、新車マーケットは回復基調を保っている。消費の周辺環境を見ると、2月の失業率が5.0%と低位にとどまっており、雇用情勢は比較的良好である。他方で翌3月の消費者物価は前年比 +2.4%と、物価動向も安定している。これらの要因が消費者マインドの改善につながり、消費の緩やかな改善を支えている模様である。
- ・物価の安定を受けてロシア中銀は、3月25日に今年2回目となる利下げの実施を表明し、政策金利(一週間物レポ金利)を0.25%引き下げて年7.25%とした。中銀は声明で、物価が予想以上に安定しているとして、年内に一段の利下げを行う可能性を示唆した。
- ・なお3月18日の大統領選挙では、大方の事前予想通りプーチン氏が再任され、通算4期目を務めることになった。5月の再就任後、任期は24年5月までの6年間で予定されている。



(注) 15年1月から新基準、灰色線は3ヶ月移動平均 (年、月)



(年、月) (注) 政策金利は13年9月から一週間物レポ金利に変更 (年、月)

(出所) ロシア連邦統計局、ロシア中央銀行

ご利用に際してのご注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

## ロシアの主要経済指標

		2015	2016	2017	17/	17/	18/	17/11	17/12	18/1	18/2	18/3	
景気	全体	実質GDP（前年比、%）	-2.5	-0.2	1.5	2.2	0.9	-	-	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、%ポイント）	-5.1	-1.4	1.7	2.1	2.1	-	-	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	-2.4	0.2	0.7	0.7	0.9	-	-	-	-	-	-
	企業部門	鉱工業生産（前年比、%）	-0.8	1.3	0.8	1.2	-1.7	-	-3.6	-1.5	2.9	1.5	-
		鉱業（前年比、%）	0.7	2.7	1.9	2.3	-0.7	-	-1.0	-1.0	1.1	0.3	-
		製造業（前年比、%）	-1.3	0.6	0.1	0.3	-2.2	-	-4.7	-2.0	4.7	1.9	-
		電気ガス水道（前年比、%）	-0.6	1.6	0.1	0.1	-4.7	-	-6.4	-5.5	-2.2	1.8	-
		ウラル産原油価格（ドル/バレル）	51.3	41.9	53.1	51.0	60.6	65.2	62.0	63.6	68.5	63.3	63.7
		鉱業信頼感指数（ポイント）	-3.9	-2.3	-0.2	1.0	-1.3	1.0	-1.0	-2.0	0.0	1.0	2.0
		製造業信頼感指数（ポイント）	-7.1	-5.3	-2.3	-2.0	-4.0	-2.7	-4.0	-5.0	-3.0	-3.0	-2.0
		電気ガス水道信頼感指数（ポイント）	-4.3	-2.2	-1.7	1.0	4.3	-3.0	5.0	3.0	-1.0	-2.0	-6.0
		建設支出（前年比、%）	-4.9	-2.5	-2.0	0.0	-1.0	-	-1.1	1.3	0.2	-0.2	-
	ビル竣工件数（前年比、%）	13.9	-25.4	-23.5	1.3	11.2	-	-	-	-	-	-	
	建設業景況感指数（ポイント）	-9.0	-17.0	-17.0	-16.0	-20.0	-	-	-	-	-	-	
	家計部門	小売売上高（前年比、%）	-9.8	-4.6	1.1	2.1	3.0	-	2.7	3.1	2.8	1.8	-
		新車販売台数（万台）	160.2	142.6	159.6	41.1	46.7	-	15.2	16.6	10.2	13.3	15.7
		消費者信頼感指数（ポイント）	-26.6	-23.3	-12.4	-11.1	-10.5	-	-	-	-	-	-
		住宅価格（前年比、%）	1.3	-5.3	-3.6	-3.6	-3.0	-	-	-	-	-	-
	政府部門	財政収支（兆ルーブル）	-2.8	-3.1	1.8	0.3	-1.7	-	-0.3	-1.7	1.8	-	-
公的国内債務残高（兆ルーブル）		7.3	8.0	8.7	8.9	8.7	-	9.1	8.7	8.7	8.8	-	
国際収支	経常収支（10億ドル）	265.6	144.1	-	31.6	35.2	-	-	-	-	-	-	
	貿易収支（10億ドル）	160.8	103.4	130.1	24.8	38.6	-	12.8	14.6	17.9	-	-	
	輸出（前年比、%）	-30.6	-16.2	25.6	19.5	22.7	-	24.5	17.8	29.1	-	-	
	輸入（前年比、%）	-36.1	-0.8	25.3	21.8	22.3	-	25.0	23.4	20.7	-	-	
	対外債務（対輸出比率、倍）	1.5	1.8	1.5	1.6	1.5	-	-	-	-	-	-	
賃金・雇用・情勢	失業率（原系列、%）	5.6	5.5	5.2	5.0	5.1	-	5.1	5.1	5.2	5.0	-	
	失業者数（前期差、万人）	11.8	-10.7	-11.9	-8.4	4.4	-	2.5	4.3	0.3	2.1	-	
	名目賃金（前年比、%）	5.0	7.8	7.3	6.7	8.5	-	8.4	8.9	13.7	12.1	-	
	実質賃金（前年比、%）	-9.2	0.7	3.5	3.2	5.8	-	5.8	6.2	11.3	9.7	-	
物価	消費者物価（前年比、%）	15.6	7.1	3.7	3.4	2.6	2.3	2.5	2.5	2.2	2.2	2.4	
	同コア（前年比、%）	16.3	7.5	3.5	3.0	2.3	1.9	2.3	2.1	1.9	1.9	1.8	
	生産者物価（前年比、%）	13.7	4.4	7.7	4.4	8.0	-	8.0	8.4	5.2	5.4	-	
金融	M3（前年比、%）	6.5	11.3	10.3	9.2	10.2	-	10.1	10.5	9.4	9.3	-	
	銀行貸出（前年比、%）	17.8	5.5	0.6	1.4	4.0	-	3.7	4.6	1.8	3.1	-	
	政策金利（期末値、%）	11.00	10.00	7.75	8.50	7.75	7.25	8.25	7.75	7.75	7.50	7.25	
	3ヶ月物銀行間金利（期中値、%）	11.5	9.1	8.2	7.9	7.3	6.3	7.4	6.9	6.5	6.4	6.1	
	10年債流通利回り（期中値、%）	11.0	8.8	7.9	7.8	7.6	7.3	7.7	7.6	7.5	7.2	7.2	
	R T S 指数（期中値、ポイント）	865.4	934.6	1,098.8	1,079.9	1,133.1	1,272.4	1,131.6	1,154.4	1,282.4	1,285.5	1,249.4	
	100円/ルーブル（期中値）	50.7	61.8	52.0	53.2	51.7	52.5	52.2	51.9	51.1	52.6	53.8	
	ドル/ルーブル（期中値）	61.3	67.2	58.3	59.0	58.4	56.8	58.9	58.6	56.5	56.8	57.1	
	ユーロ/ルーブル（期中値）	68.0	74.4	65.9	69.3	68.8	69.9	69.1	69.3	69.0	70.3	70.4	
	外貨準備高（期末値、10億ドル）	368.4	377.7	432.7	424.8	432.7	-	431.6	432.7	447.7	453.6	-	

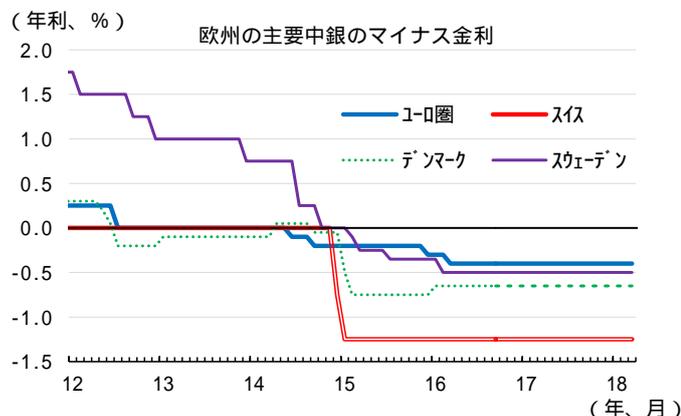
（出所）ロシア連邦統計局（Rosstat）、ロシア連邦中央銀行などの資料から作成。

## ・ 今月のトピック～マイナス金利政策からの出口が見えないスイス

## (1) 中銀理事が早期利上げ観測に対して牽制

- ・ 欧州中央銀行（ECB）が量的緩和策の手じまいを模索する中で、スイス国立銀行（SNB）もまた利上げに転じるのではないかと観測が高まっている。もっともSNBのメクラー理事は、3月末に行われた現地紙とのインタビューにおいて、早すぎる利上げは避けるべきであるという見解を示し、早期利上げ観測に対する牽制を行った。
- ・ SNBは15年1月以降、政策金利である3ヶ月物LIBOR誘導目標を年-1.25%に据え置いている。欧州ではECBをはじめ、デンマーク国立銀行（DNB）とスウェーデン国立銀行（リクスバンク）が政策金利をマイナス圏に引き下げている。その中でも、SNBのマイナス金利の水準が最も低い（図表1）。
- ・ 3ヶ国の中銀によるマイナス金利政策の導入は、そもそもは欧州中央銀行（ECB）の動きを受けたものである。ECBは14年6月に政策金利の1つである預金金利をマイナス圏に引き下げたが、これは主要経済の中銀としては初めての試みであった。景気低迷の長期化を払しょくすることが、ECBの主な狙いであった。
- ・ しかしその他の3中銀の場合は、通貨の安定という観点から、ECBよりも積極的なマイナス金利政策を採用せざるを得なかった。内外金利差の拡大に伴い自国通貨高が進むことを防ぐ必要があったのである。この点において、ECBと3ヶ国の中銀のマイナス金利導入の意図は大いに異なる。
- ・ とりわけスイスの場合、フランの高進を受けて大胆なマイナス金利を導入せざるを得なかった。フランは世界金融危機以降、ユーロ安の「受け皿通貨」として投資家に積極的に買われた。SNBは無制限の為替介入を行いフラン高に対抗していたが、結局はその放棄に追い込まれた。こうした中で強化されたECBの金融緩和は、一段のフラン高につながるものであった。
- ・ 図表2で示したように、17年以降の世界的なユーロ高を受けて、フランの対ユーロレートはフラン安が進み、外貨準備も減少に転じた。もっとも世界金融危機以前の水準と比べると、まだ圧倒的にフラン高ユーロ安の状態である。SNBや政府要人もまたフラン高に評価されていると口先介入を繰り返し、フラン高への牽制を欠かさない。

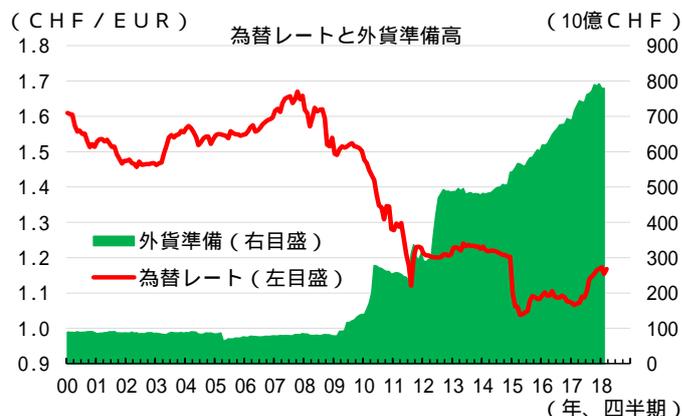
図表1．根が「深い」スイスのマイナス金利



(注) ユーロ圏は預金金利、スイスは3ヶ月物LIBOR誘導目標、デンマークは譲渡性預金金利、スウェーデンはレポ金利

(出所) 各国中銀

図表2．急騰したフランと急増した外貨準備

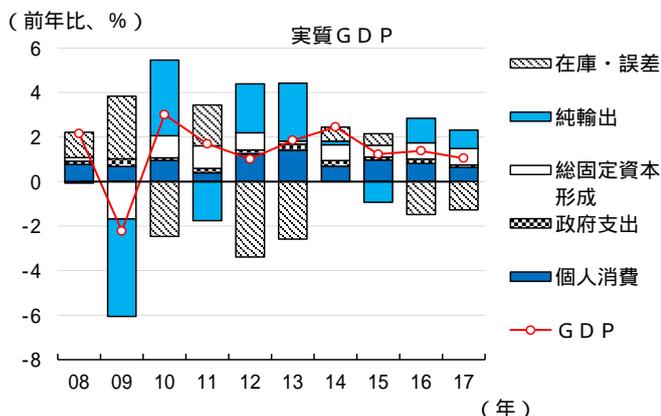


(出所) スイス中銀 (SNB)

## (2) 好調なユーロ圏と対照的なスイスの景気

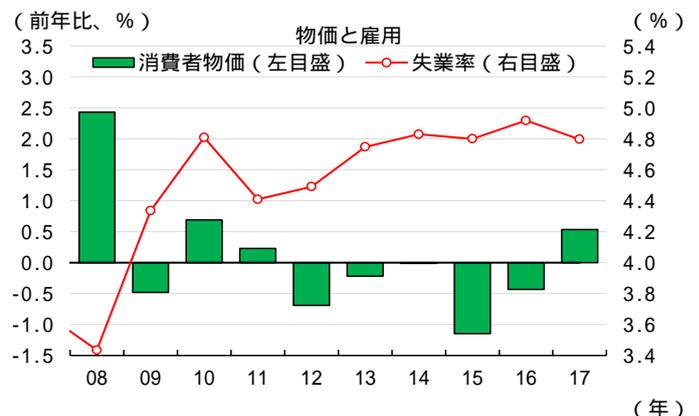
- ユーロ圏景気は17年の実質経済成長率が+2.3%と前年(+1.8%)から上昇するなど好調である。対照的にスイス景気は低迷しており、17年の成長率は+1.0%と前年(+1.4%)を下回った。スイスの成長率は3年連続で1%台前半にとどまっており、低成長に苦しんでいる(図表3)
- 成長が鈍化した大きな理由は輸出の不調にある。17年のGDPベースの実質輸出は前年比-1.0%と14年(-6.2%)以来の減少に転じた。実質輸入の方が多く減少(-2.6%)したため純輸出(輸出-輸入)のGDP成長率への寄与度はプラスを維持したものの、押し上げ寄与幅は+0.8%ポイントと前年(+1.1%ポイント)よりも縮小した。
- 輸出の不調の原因として通貨高は大きな要因と考えられる。スイスは輸出依存度が高い小国(人口8百万強)であるため、通貨高の悪影響を受けやすい。最大の輸出品である化学品は堅調を維持している一方で、機械及び電気・電子機器では新興国との間で競争が激化している。また精密機械・時計・装身具などは、主な需要先である中国景気のすう勢的な減速などを受けて、低迷が続いている。そこに、長期化しているフラン高が追い打ちをかけていると考えられる。
- 景気の低迷を受けて、図表4にあるように、雇用と物価はさえない状態が続いている。失業率は13年以降ほぼ横ばいで推移しており、17年は4.8%と前年からわずか0.1%ポイントの低下にとどまった。08年の世界金融危機以前の失業率は3%台であったことと比較すると、高失業が定着している状況にある。また消費者物価も17年に6年ぶりに前年を上回ったが、中銀の目標水準(2%)には遠く及ばない。
- マイナス金利政策は、金融機関の収益圧迫や預金者への実質的な課税強化といった点で経済に悪影響を及ぼす政策でもある。一方で、それを早期に解除すると、内外金利差の観点からフラン高を促してしまう可能性は非常に高い。当然、一段のフラン高は輸出の重荷となり、景気をさらに悪化させると警戒される。
- 世界金融危機の直後に比べると通貨ユーロの国際的な信用は回復しており、対ユーロで見たフランへの逃避需要はこのところ弱まっている。もっとも対ドルで見ると、米中通商摩擦への懸念がある中で、フランの低リスク通貨としての需要は日本円と同様に根強いものがある。

図表3．輸出の不調が景気の重荷に



(出所) スイス連邦経済省経済事務局 (SECO)

図表4．雇用と物価はさえない



(出所) スイス国立統計局

- ・ こうした中では、E C Bがマイナス金利解消の方向に向かわない限り、S N Bがマイナス金利の解消に踏み込むことはまず考えにくい。E C Bはまだ量的緩和策の手じまいを模索している段階にすぎず、マイナス金利の解消は来年以降の課題であり、さらにそれも段階的に行われよう。
- ・ E C Bのマイナス金利幅は0.40%ポイントであるが、一方でS N Bは - 1.25%ポイントと3倍以上の開きがある。マイナス金利の根が「深い」分だけ、その解消までにはE C B以上に時間がかかることになると予想される。

」

- 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、当社の統一的な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。