

2018年6月11日

経済レポート

欧州景気概況 (2018年6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〕 景気は緩慢ながらも回復している	p.5

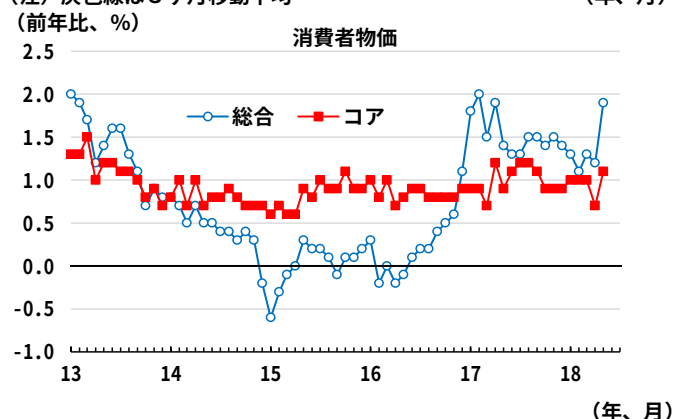
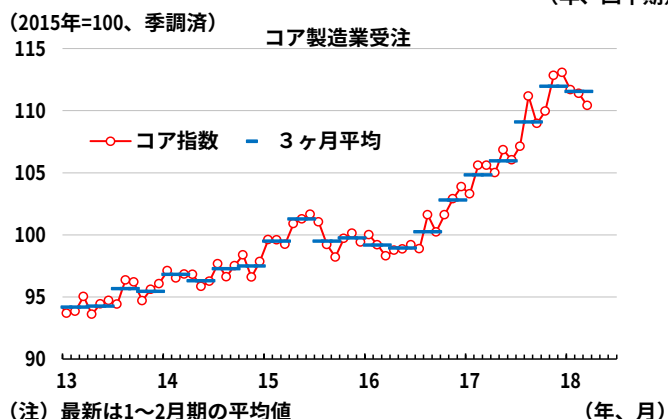
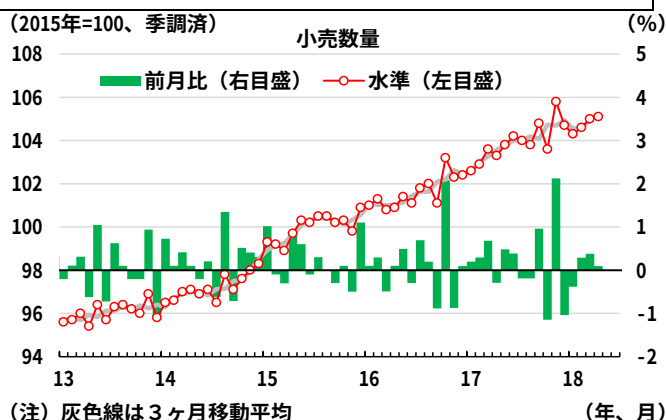
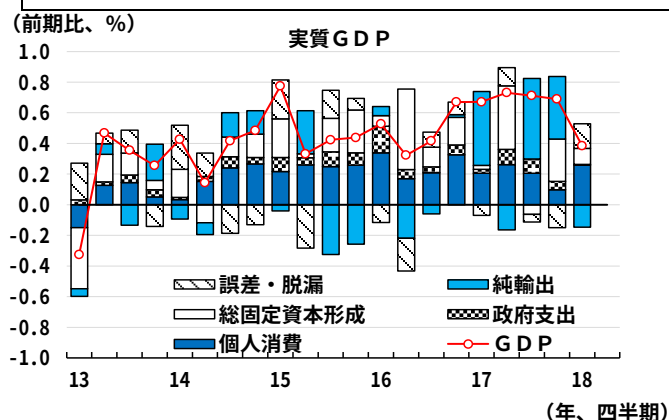
Ⅱ. 今月のトピック

政情不安に揺れた5月の欧州金融市場	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。1～3月期の実質GDP（確定値）の前期比成長率は+0.4%と、4～6月期（+0.7%）から低下した。純輸出（輸出－輸入）が輸出の減少を受けて減少に転じるとともに、総固定資本形成が悪天候などに伴って失速して、成長率を下押しした。反面で個人消費が堅調に推移して、景気を下支えした。景況感指数が5月まで5ヶ月連続で低下していることから、4～6月期の景気は持ち直しが限定的だろう。
- ・企業部門では、3月の鉱工業生産が前月比+0.5%と消費財の牽引（同+1.3%）を受けて4ヶ月ぶりに増加した。他方で同月のコア製造業受注は前月比-0.9%と3ヶ月連続で減少し、年明け以降低迷が続く。均した動きでは、内需向け、外需向けともに弱い動きとなっている。企業の景況感指数は、製造業とサービス業で下げ止まりの動きが確認できる。一方で建設業は、悪天候の影響の一巡などを受けて景況感の改善が進んでいる。
- ・家計部門では、4月の小売数量が前月比+0.1%と増勢が3月（同+0.4%）から失速し、均した動きも横ばい圏での推移にとどまっている。4月の新車販売台数は前月比-2.0%の年率1,113万台と3ヶ月連続で減少しており、引き続き高水準ではあるものの一時の勢いは見られない。雇用情勢は、4月の失業率が8.5%に低下するなど改善が続いている。他方で物価動向は、5月の消費者物価が総合指数では前年比+1.9%に上昇が加速したものの、変動の大きい項目を除いたコア指数では同+1.1%の上昇と、引き続き安定した推移となっている。



(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

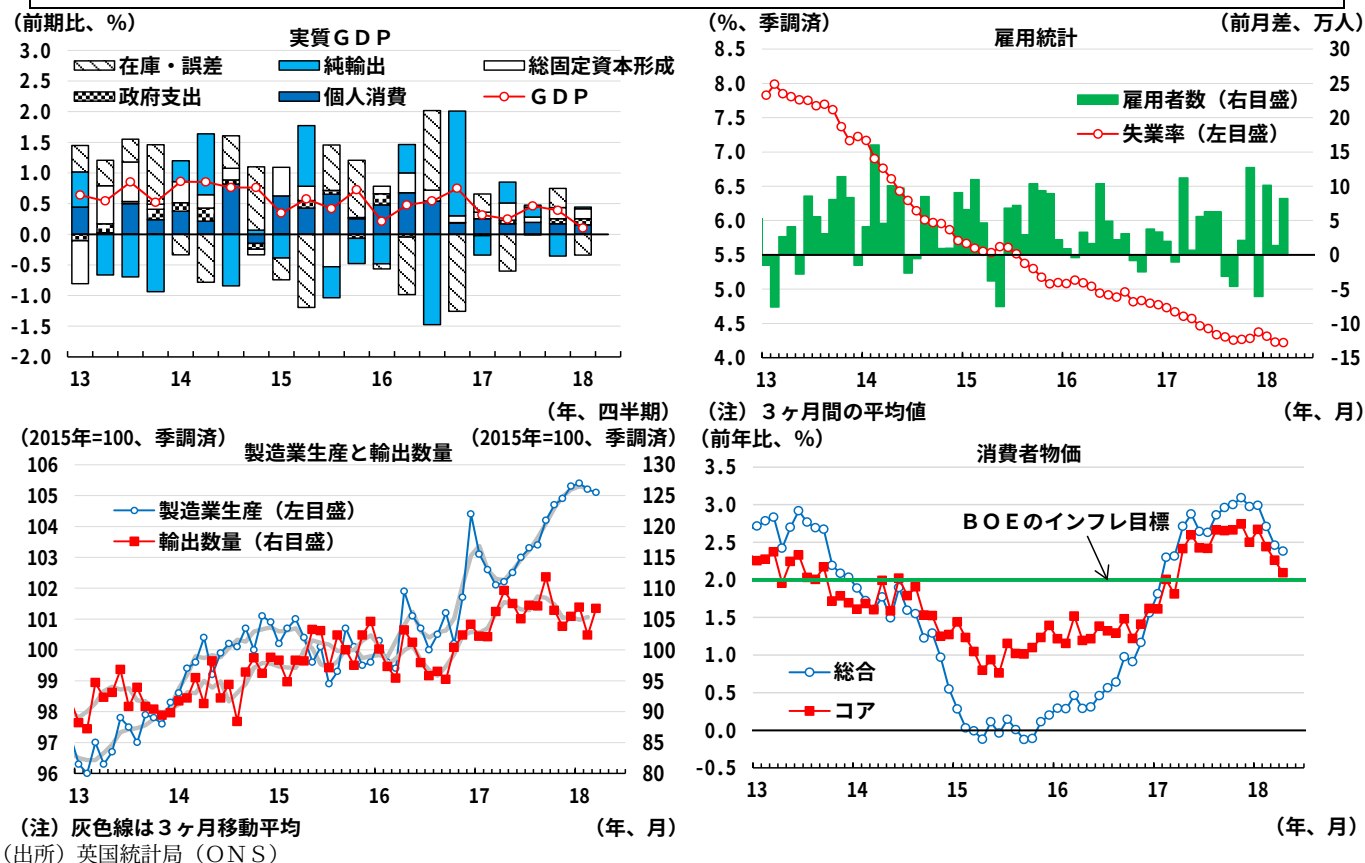
		2015	2016	2017	17/III	17/IV	18/ I	18/1	18/2	18/3	18/4	18/5
景気	全体	実質GDP成長率（前期比、%）＊	2.1	1.8	2.3	0.7	0.7	0.4	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、%ポイント）	1.0	1.1	0.9	0.2	0.1	0.3	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	0.7	0.8	0.8	-0.1	0.3	0.1	-	-	-	-
		景況感指数（長期平均=100）	103.6	104.3	110.7	111.8	114.3	114.0	114.9	114.3	112.8	112.7
		ドイツ	104.7	105.4	111.1	112.2	114.4	114.5	116.0	114.8	112.7	112.6
		フランス	99.4	102.0	108.6	110.1	111.8	110.5	112.4	109.9	109.2	110.2
		イタリア	105.5	104.9	107.8	108.2	111.8	110.5	110.1	111.6	109.8	109.4
		スペイン	108.3	106.0	108.6	108.7	110.1	110.0	110.9	110.2	109.0	110.6
	企業部門	鉱工業生産（前期比、%）＊	3.7	1.5	2.9	1.9	1.3	-0.6	-0.6	-0.9	0.5	-
		うち製造業（前期比、%）＊	2.4	1.6	3.2	2.0	1.4	-0.6	0.3	-1.9	0.4	-
		製造業受注（前期比、%）＊	7.8	2.4	7.5	3.7	2.3	-0.6	-1.3	-0.2	-1.2	-
		うちコア（前期比、%）＊	3.3	0.3	7.7	2.9	2.6	-0.7	-1.2	-0.3	-0.9	-
		設備稼働率（%）	81.2	81.8	83.1	83.7	84.0	84.1	18/IIは84.1に低下する見込み			
		製造業景況感指数（平均=-6.2）	-3.1	-2.7	4.5	6.1	8.9	8.5	9.7	8.8	7.0	7.3
		サービス業景況感指数（平均=9.8）	9.2	11.2	14.6	14.5	16.1	16.3	15.9	16.9	16.0	14.7
		小売業景況感（平均=-9.1）	1.6	1.5	3.3	1.9	3.9	2.8	4.1	3.5	0.8	-0.7
		建設支出（前期比、%）＊	-1.0	2.0	2.3	0.2	0.8	-0.4	-0.7	-0.7	-0.3	-
		建設業景況感（平均=-17.7）	-22.5	-16.5	-4.0	-2.2	1.7	4.7	4.7	4.2	5.2	4.6
	家計部門	小売数量（前期比、%）＊	3.0	1.7	2.3	0.4	0.5	-0.1	-0.4	0.3	0.4	0.1
		新車販売台数（年率、万台、季調済）	970	1,040	1,099	1,100	1,123	1,138	1,144	1,136	1,135	1,113
		消費者信頼感（平均=-12.2）	-6.2	-7.8	-2.5	-1.5	-0.2	0.5	1.4	0.1	0.1	0.3
		住宅価格（前年比、%）	1.7	3.4	-	4.0	4.2	-	-	-	-	-
政府部門		財政収支（対GDP比、%）	-2.1	-1.5	-	-1.0	-0.9	0.0	-	-	-	-
		公的債務残高（対GDP比、%）	89.8	88.8	-	88.0	86.5	-	-	-	-	-
国際収支		経常収支（10億ユーロ）	330.2	367.6	391.4	115.7	105.9	108.5	39.7	36.8	32.0	-
		貿易収支（10億ユーロ）	238.3	265.2	238.1	62.3	67.8	49.4	3.2	19.2	26.9	-
		輸出（前年比、%）	5.3	0.5	7.2	6.0	6.2	3.0	9.0	2.8	-2.9	-
		輸入（前年比、%）	2.6	-1.0	9.7	8.0	7.6	1.5	5.9	1.1	-2.5	-
雇用賃金		失業率（%、季調済）	10.9	10.0	9.1	9.0	8.7	8.6	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	-22.9	-35.0	-19.3	0.9	-12.8	-7.4	-5.6
		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	1.2	1.3	1.1	1.3	1.2
		同コア（前年比、%）	0.8	0.9	1.0	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.7
		生産者物価（前年比、%）	-2.7	-2.3	3.1	2.5	2.6	1.8	1.6	1.7	2.0	2.0
金融		M3（前年比、%）	6.0	4.7	4.5	4.6	4.5	3.6	3.9	3.6	3.2	3.4
		銀行貸出（前年比、%）	0.9	1.2	1.6	1.3	1.6	1.4	1.7	1.4	1.2	2.2
		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
		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
		ドイツ10年債金利（年利、%）	0.53	0.14	0.37	0.45	0.38	0.62	0.55	0.72	0.59	0.55
		Eurostoxx50（期中値、91/12/31=1,000）	3,446	3,004	3,504	3,548	3,594	3,470	3,608	3,427	3,374	3,458
		ユーロ/円（期中値）	133.6	120.4	127.3	131.1	133.4	132.5	135.6	130.7	131.2	132.1
		ユーロ/ドル（期中値）	1.10	1.10	1.14	1.18	1.18	1.23	1.25	1.22	1.23	1.21

（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。1～3月期の実質GDP（改定値）は前期比+0.1%と、2期連続で成長が鈍化した。需要項目別には、在庫投資や輸入が減少に転じ、また輸出の減少が続いて成長率を下押しした。国内最終需要は+0.3%と前期（同+0.1%）から持ち直したものの、英国経済は成長の鈍化が続いていると判断される。
- ・企業部門では、3月の製造業生産が前月比-0.1%と減少が続き、増加が一服した。その一方で3月の実質輸出は前月比+4.2%と再び増加したが、均した動きは横ばい圏での推移にとどまっている。3月のサービス業生産も前月比+0.1%と再び増加したが、横ばい圏での動きが続いている。企業の景況感は、経済成長のけん引役であるサービス業を中心に改善が足踏みしており、生産が持ち直す兆しは見られない。
- ・家計部門では、4月の小売数量（除く石油）が前月比+1.3%と再び増加したものの、均した動きが横ばい圏となるなど、消費は弱めである。雇用情勢は、3月の失業率が4.2%と引き続き低く、労働需給は引き締まっている。物価動向は、4月の消費者物価が前年比+2.4%と上昇率の低下が続いている。ただ3月の平均週給増加率は前年比+2.3%と、インフレ率を依然下回っており、家計の所得環境は引き続き厳しい。
- ・なお6月28～29日の2日間でEU（欧州連合）サミットが開催される。英政府がEU離脱後も関税同盟への残留を提案する見込みとテレグラフ紙が報じるなど、英国内ではEU離脱に対するスタンスが揺らいでおり、金融市場の不透明要因となっている。



○英国の主要経済指標

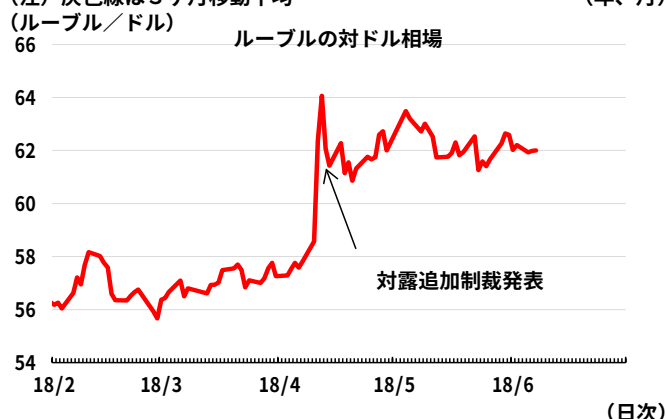
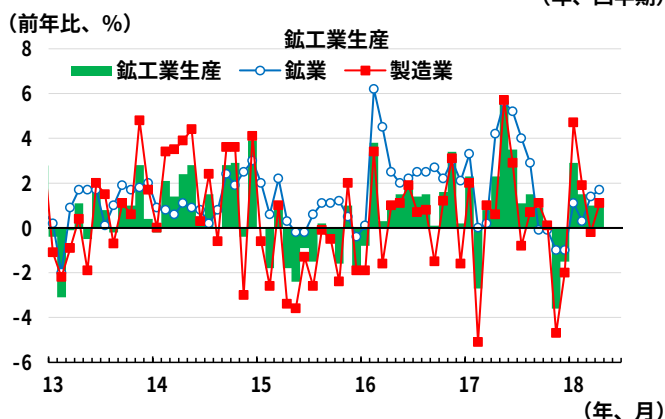
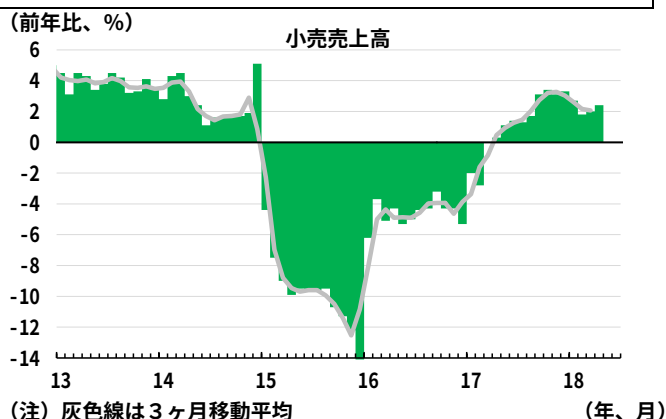
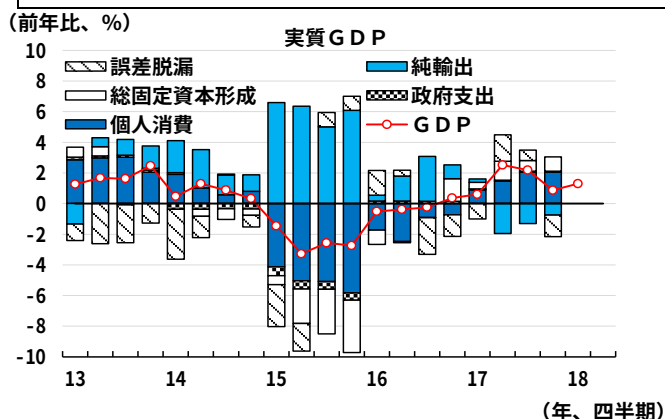
		2015	2016	2017	17/III	17/IV	18/ I	18/1	18/2	18/3	18/4	18/5
景気	全体	実質GDP成長率（前期比、％）＊	2.3	1.9	1.8	0.5	0.4	0.1	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、％ポイント）	2.3	1.9	1.8	0.2	0.2	0.2	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、％ポイント）	1.7	1.9	1.1	0.1	0.2	0.2	-	-	-	-
		景況感指数（長期平均=100）	110.7	105.6	109.2	110.0	109.9	108.6	111.1	109.5	105.3	105.5
	企業部門	鉱工業生産（前期比、％）＊	0.1	0.6	0.6	1.0	0.5	0.6	1.2	0.1	0.1	-
		うち製造業（前期比、％）＊	-0.2	0.6	0.8	1.0	1.3	0.3	0.1	-0.2	-0.1	-
		サービス業生産（前期比、％）＊	0.5	0.6	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	-0.3	0.1	-
		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	-0.2	-	-	-	-
		製造業景況感指数（平均=-7.9）	0.2	-1.2	10.6	12.9	11.7	6.5	13.0	6.4	0.1	5.1
		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	7.1	10.9	5.2	1.9
		小売業景況感（平均=1.3）	3.1	-2.4	-5.7	-6.3	-5.9	-4.1	-4.8	-4.1	-3.4	-5.9
		建設支出（前期比、％）＊	0.7	1.6	0.2	0.5	-0.1	-2.7	-	-	-	-
		建設業景況感（平均=-20.2）	-6.2	-4.9	-4.2	-11.4	2.6	-7.0	-11.1	-4.7	-5.1	0.5
	家計部門	小売数量（前期比、％）＊	0.8	1.4	0.2	0.6	0.5	-0.4	-0.1	0.8	-1.1	1.6
		除く石油（前期比、％）＊	0.6	1.5	0.2	0.8	0.3	-0.3	0.1	0.5	-0.5	1.3
		新車販売台数（前年比、％）	6.2	2.3	-7.6	-8.7	-13.4	-8.8	-6.5	-2.8	-17.1	9.9
		消費者信頼感指数（平均=-8.5）	3.1	-2.4	-5.7	-6.3	-5.9	-4.1	-4.8	-4.1	-3.4	-5.9
	住宅部門	イギリス*住宅着工件数(年率、万戸、季調済)	14.8	15.5	16.5	15.7	16.5	0.0	-	-	-	-
		実質新規建設（住宅）受注（前期比、％）＊	2.7	1.2	-0.5	9.0	-6.1	0.0	-	-	-	-
		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	3.2	2.2	2.1	2.6
政府部門	財政収支（10億ポンド）		-34.7	-12.7	21.8	5.6	-3.0	28.2	15.4	5.3	7.4	-4.3
	公的純債務残高（対GDP比、％）		83.8	84.7	85.4	87.0	85.2	85.4	84.0	84.9	85.4	85.1
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	-5.2	-7.6	-6.9	-2.6	-1.2	-3.1	-
	輸出（前年比、％）		-0.3	7.3	12.4	14.2	5.9	4.5	6.2	3.7	3.5	-
	輸入（前年比、％）		-1.1	8.4	9.5	5.5	6.1	3.0	6.0	1.1	1.7	-
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	4.2	4.3	4.2	4.2	-
	雇用者数（前期差、万人、3ヶ月平均）		58.6	29.7	32.1	-1.4	8.8	19.7	10.1	1.4	8.2	-
	名目週間平均賃金（前年比、％）		2.6	2.4	2.3	2.3	2.6	2.6	2.8	2.6	2.3	-
物価	消費者物価（前年比、％）		0.0	0.7	2.7	2.8	3.0	2.7	3.0	2.7	2.5	2.4
	同コア（前年比、％）		1.1	1.3	2.4	2.6	2.6	2.5	2.7	2.4	2.3	2.1
	生産者投入物価（前年比、％）		-12.8	2.3	11.2	7.6	6.1	4.1	4.3	3.8	4.4	5.3
	生産者産出物価（前年比、％）		-1.7	0.5	3.4	3.4	3.2	2.9	3.1	2.9	2.7	2.7
金融	M3（前年比、％）		-0.1	6.8	8.4	7.0	6.4	4.9	6.6	5.2	2.8	2.4
	国内向け銀行貸出（前年比、％）		-0.8	4.7	4.8	3.3	3.5	2.5	3.8	2.4	1.3	2.3
	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
	LIBOR3ヶ月物（年利、％）		0.57	0.50	0.36	0.29	0.47	0.56	0.52	0.55	0.62	0.76
	10年債平均金利（年利、％）		1.90	1.30	1.25	1.23	1.34	1.52	1.41	1.63	1.53	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	7,696	7,256	7,090	7,288
	ポンド/円（期中値）		185.1	147.6	144.6	145.4	149.8	150.7	153.3	150.6	148.1	151.7
	ドル/ポンド（期中値）		1.53	1.35	1.29	1.31	1.33	1.39	1.38	1.40	1.40	1.41

（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。1～3月期の実質GDP（速報値）の前年比成長率は+1.3%と、前期（+0.9%）から上昇が加速した。月次の経済指標から推測すれば、内需と外需の両面で増勢が強まり、GDP成長率を押し上げたと思われる。
- ・企業部門では、4月の鉱工業生産が前年比+1.3%と増勢が再び加速した。製造業が増加（同+1.1%）に転じて、生産全体を押し上げた。鉱業も同+1.7%と増勢を強めたが、同月の原油・超軽質油生産量は前年比-1.0%と8ヶ月連続で前年割れとなるなど、原油の生産自体は石油輸出国機構（OPEC）との間で締結した減産協定を受けて減少が続いている。対外面では、4月の名目輸出が前年比+43.8%と3ヶ月ぶりに増勢が加速した。
- ・家計部門では、4月の小売売上高が前年比+2.4%と、非食品店の売上増が牽引役となる形で増勢を強めた。新車販売台数も15～16年の景気悪化で減少した反動から二桁増の勢いをキープするなど、個人消費は緩やかな回復が続いている。4月の失業率は4.9%に低下し、失業者数も減少するなど雇用情勢は、緩やかな改善が続く。一方で、4月の消費者物価は前年比+2.4%と2ヶ月連続で横ばいとなるなど、インフレの鈍化が一服した。こうした中で政府は、5月から最低賃金を月額9,489ルーブル（18年1月～）から1万1,163ルーブルに引き上げており、消費の追い風になると期待される。
- ・なお通貨ルーブルの対ドル相場は、米国による追加制裁の発動を受けて下落した後、横ばい圏で推移している。



(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/III	17/IV	18/ I	18/1	18/2	18/3	18/4	18/5
景気	全体	実質GDP（前年比、%）	-2.5	-0.2	1.5	2.2	0.9	1.3	-	-	-	-
		個人消費（寄与度、%ポイント）	-5.1	-1.4	1.6	2.1	2.1	-	-	-	-	-
		総固定資本形成（寄与度、%ポイント）	-2.4	0.2	0.8	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	1.8	2.9	1.5	1.0	1.3
		鉱業（前年比、%）	0.7	2.7	1.9	2.3	-0.7	0.9	1.1	0.3	1.4	1.7
		製造業（前年比、%）	-1.3	0.6	0.1	0.3	-2.2	2.1	4.7	1.9	-0.2	1.1
		電気ガス水道（前年比、%）	-0.6	1.6	0.1	0.1	-4.7	2.5	-2.2	1.8	7.8	1.1
		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	68.5	63.3	63.7	69.1
		鉱業信頼感指数（ポイント）	-3.9	-2.3	-0.2	1.0	-1.3	1.0	0.0	1.0	2.0	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	-3.0	-3.0	-2.0	-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	-1.0	-2.0	-6.0	-9.0
		建設支出（前年比、%）	-4.0	-2.5	-2.0	0.0	-1.0	-3.2	0.2	-0.2	-9.7	1.4
		ビル竣工件数（前年比、%）	13.9	-25.4	-23.5	1.3	11.2	54.5	-	-	-	-
		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	1.2	2.0	3.3	2.2	2.7	1.8	2.0	2.4
		新車販売台数（万台）	160.2	142.6	159.6	41.1	46.7	39.3	10.2	13.3	15.7	15.2
		消費者信頼感指数（ポイント）	-26.6	-23.3	-12.4	-11.1	-10.5	-8.1	-	-	-	-
		住宅価格（前年比、%）	1.3	-5.3	-3.6	-3.6	-3.0	0.3	-	-	-	-
政府部門	財政収支（兆ルーブル）		-2.8	-3.1	1.8	0.3	-1.7	-	1.8	-0.1	-	-
	公的国内債務残高（兆ルーブル）		7.3	8.0	8.7	8.9	8.7	8.7	8.7	8.8	8.7	8.7
国際収支	経常収支（10億ドル）		262.8	139.1	135.5	31.6	35.2	-	-	-	-	-
	貿易収支（10億ドル）		160.8	103.4	130.3	24.8	38.8	48.4	18.4	13.6	16.4	18.0
	輸出（前年比、%）		-30.6	-16.2	25.8	19.5	23.3	23.6	31.3	22.5	17.0	43.8
	輸入（前年比、%）		-36.1	-0.8	25.5	21.9	22.9	20.6	21.1	24.8	15.9	13.9
	対外債務（対輸出比率、倍）		1.5	1.8	1.5	1.6	1.5	1.4	-	-	-	-
賃金・雇用・情勢	失業率（原系列、%）		5.6	5.5	5.2	5.0	5.1	5.1	5.2	5.0	5.0	4.9
	失業者数（前期差、万人）		11.8	-10.7	-11.9	-8.4	4.4	0.9	0.3	2.1	-1.5	-2.6
	名目賃金（前年比、%）		5.0	7.8	7.3	6.7	8.5	12.5	13.4	12.9	11.3	10.4
	実質賃金（前年比、%）		-9.2	0.7	3.5	3.2	5.8	10.1	11.0	10.5	8.7	7.8
物価	消費者物価（前年比、%）		15.6	7.1	3.7	3.4	2.6	2.2	2.2	2.2	2.4	2.4
	同コア（前年比、%）		16.3	7.5	3.5	3.0	2.3	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9
	生産者物価（前年比、%）		13.7	4.4	7.7	4.4	8.0	5.1	5.2	5.4	4.8	7.7
金融	M3（前年比、%）		6.5	11.3	10.3	9.2	10.2	9.5	9.4	9.3	9.9	11.5
	銀行貸出（前年比、%）		17.8	5.5	0.6	1.4	4.0	2.3	1.8	3.1	2.0	5.1
	政策金利（期末値、%）		11.00	10.00	7.75	8.50	7.75	7.25	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	6.5	6.4	6.1	6.4
	10年債流通利回り（期中値、%）		11.0	8.8	7.9	7.8	7.6	7.3	7.5	7.2	7.2	7.4
	RTS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	1,282.4	1,285.5	1,249.4	1,154.0
	100円/ルーブル（期中値）		50.7	61.8	52.0	53.2	51.7	52.5	51.1	52.6	53.8	56.5
	ドル/ルーブル（期中値）		61.3	67.2	58.3	59.0	58.4	56.8	56.5	56.8	57.1	60.8
	ユーロ/ルーブル（期中値）		68.0	74.4	65.9	69.3	68.8	69.9	69.0	70.3	70.4	74.6
	外貨準備高（期末値、10億ドル）		368.4	377.7	432.7	424.8	432.7	458.0	447.7	453.6	458.0	459.9

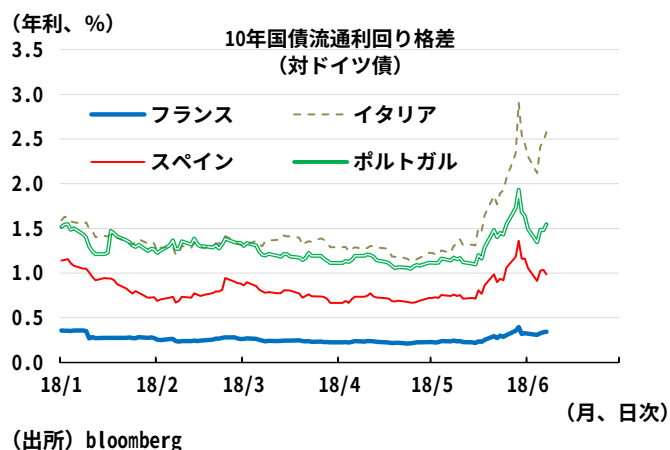
（出所）ロシア連邦統計局（Rosstat）、ロシア連邦中央銀行などの資料から作成。

II. 政情不安に揺れた5月の欧州金融市場

(1) イタリアは3ヶ月ぶりに政治空白解消へ

- 5月の欧州金融市場は政情不安に揺れたが、その震源地はイタリア政局の混迷であった。組閣の承認権限を持つマッタレッラ大統領が、急進政党である同盟と5つ星運動（M5S）が提出した組閣名簿の承認を拒否したため、7月にも解散総選挙が行われるとの観測が高まった。再選挙となった場合、イタリアのユーロ圏離脱の是非が問われかねないという懸念が高まり、イタリア国債の対ドイツ国債利回り格差が急拡大するとともに、それに連なって他の南欧諸国の国債の利回り格差も拡大することになった（図表1）。
- 結局マッタレッラ大統領は、6月1日に法学者のコンテ氏を首相に任命して、政治空白が3ヶ月ぶりに解消される運びとなった。主要閣僚（図表2）は同盟とM5S出身者を中心に選出されたが、何れの人物も政治的な実務経験に乏しく、政治家としての力量は未知数である。また同盟とM5Sは、欧州連合（EU）により課される財政ルールに対しては反対で意見を一致させているが、政党理念は一致していない部分が多く、政権運営は不安定なものになると予想される。

図表1. 急拡大した利回り格差



図表2. コンテ政権の主要閣僚名簿

役職	人物名	所属政党	備考
首相	ジュゼッペ・コンテ	無所属	法学者
内務省	マッテオ・サルビーニ	同盟	兼副首相
産業相	ルイジ・ディ・マイオ	M5S	兼副首相
経財相	ジョバンニ・トリア	無所属	経済学者
外相	エンツォ・モアベロ・ミラネージ	無所属	元欧州担当相
防衛相	エリザベッタ・トレンタ	M5S	
欧州担当相	パオロ・サボーナ	無所属	経済学者 元産業相

(出所) 各種報道資料

- 当面は、19年度予算を年末までに成立させることが優先されることになる。ただ同盟とM5Sによる連立政権の早期瓦解観測も根強く、この予算成立後にも再び総選挙が行われるストーリーがメインシナリオになるだろう。もっとも、かつての中道二大政党（左派の民主党と右派のフォルツァ・イタリア）の人气が短期に復調する展開も考え難く、次期政権も前回総選挙で最多得票を得たM5Sを軸にする連立政権になる見通しである。
- 懸念事項としては、急進政党による短命政権が繰り返されて、構造改革が遅れることがある。イタリアで短命政権が続くこと自体は珍しいことではないが、従来は中道の二大政党がそれを担っており、政策運営の断層はそれほど深くなかった。ただ今後は、同盟とM5Sという新興の民族主義政党を軸とする短命政権が繰り返される事態が予想される。民主党が進めてきた労働市場改革などの構造改革路線を、過去の政権運営を否定する両党が引き継ぐ公算は小さいと言わざるを得ない。イ

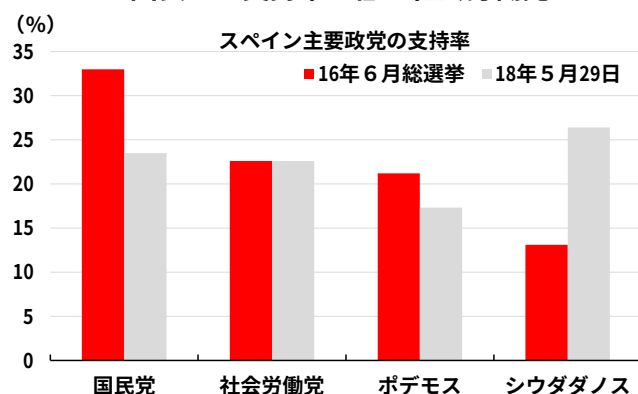
タリタ経済の低迷は長期化する恐れが強い。

- ・ 第二に、EUとの対立が深刻化する可能性が考えられる。同盟とM5Sは反EU色やバラマキ志向が強く、欧州中銀（ECB）が金融緩和の一環として購入した国債に関してはEUの財政ルールで定められた数値目標の対象から外すべきと主張する（ただし外したとしてもEUの定めた財政ルール違反の事態には変わらない）など、既にEUとの間で軋轢を生んでいる。EUとのコミュニケーションが悪化することで、仮にイタリアが本格的な信用不安に陥った際、EUから十分な援助が受けられなくなるかもしれないと警戒される。

（2）スペインは政権交代も早期解散総選挙観測が燦る

- ・ イタリアの政局の混迷に伴うショックを増幅させたのが、スペインの政情不安であった。金融危機前のバブル期の贈収賄事件を受けて、ラホイ元首相に対する内閣不信任案が可決される公算が大きくなり、イタリア発の政情不安の流れがスペインにも波及する恐れが意識された。実際に6月1日に下院で内閣不信任案が議決されると、ラホイ元首相は退陣して、最大野党の中道左派・社会労働党（PSOE）のサンチェス書記長が新首相に就任する運びとなった。
- ・ 信用不安期を率いたラホイ元首相は、労働市場改革など国民に痛みを強いる改革を断行した。それを受けてスペイン経済は復活したものの、その強権的な印象ゆえに国民の人気は必ずしも高くなかった。さらに、自治拡大を求めるカタルーニャ州に対する毅然とした対応も、かえってその強権的なイメージに拍車をかけたと言えよう。17年にも内閣不信任案が審議されるなど政権基盤が揺らいでいた中で、政権交代は時間の問題であった。
- ・ ただしサンチェス新政権もまた安定さを欠いた運営を強いられる見通しである。図表3で示した通り、最新の世論調査では有権者のPSOEに対する支持率は20%を超える程度にとどまっている。新政権は民族主義の左派政党・ポデモスの協力を仰ぐとみられるが、基本的には少数与党政権となる。民族主義的性格を帯びる新興の中道右派（左派ともされる）政党・シウダダノスは、ラホイ前首相が率いた中道左派の国民党（PP）に近い政治的な立場にある。
- ・ こうした中でサンチェス政権は早期に退陣する可能性が高く、スペインでは年内にも解散総選挙が行われる観測が燦っている。もっともその場合、キャスティングボードを握るのは支持率で首位に立つシウダダノスだろう。同党と政策スタンスが近いPPが連立を組むことになれば、比較的安定した政権運営がなされると期待される。ポデモスにかつてほどの優勢がないことから、PSOEとポデモスが連立政権を組んだとしても、安定した政権基盤の構築にはつながらない見通しである。
- ・ 政情不安を受けて、スペインの財政健全化は遅れる見通しである。それが長期金利の上昇圧力になるだろう。一方で、減速が見込まれるとはいえ順調な景気拡大が続くとともに、図表4で示したように、懸念事項であった銀行の不良債権比率も低下が続いている。構造改革が棚上げされたままであるイタリアと比べると、スペインの問題は欧州の金融システムの安定性を揺るがすまでのインパクトは、本質的には持っていないと考えられる

図表3．支持率が低い社会労働党



(出所) Invymark/laSexta

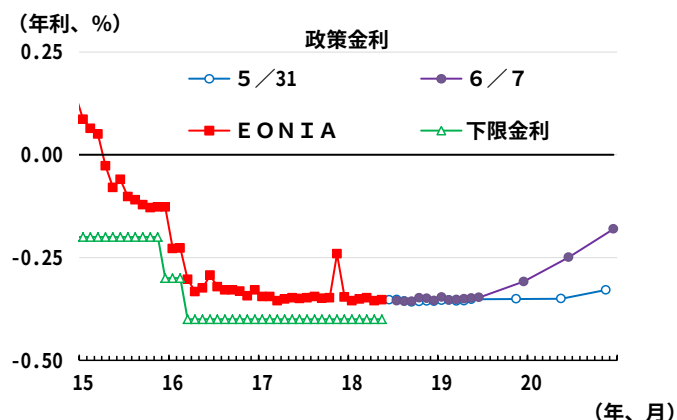
図表4．低下が続くスペインの不良債権比率


(注) 対ローン比率
(出所) スペイン中銀

(3) 欧州中銀の政策正常化も金融市場の動揺を誘う

- ・ 欧州中銀 (ECB) は、年内にも既往の資産買い取りプログラム (APP) を終了する見込みであり、欧州の金融市場では春先から金利上昇圧力が強まっていた。米連銀 (FRB) も追加利上げを進めていることも、こうした動きを促した。エコノミストの多くが、2019年年央にかけてECBはマイナス金利 (政策金利のうち下限金利に相当する預金ファシリティ金利に適用) の段階的解消に着手するという見方を持っていた。
- ・ もっとも図表5で見てとれるように、5月後半における政情不安の高まりを受けて、図表5のように銀行間金利 (EONIA) の先物 (OIS) のカーブは、ECBの政策正常化が遅れることを織り込み始めた。その後イタリアで6月初旬に新政権が成立し、投資家のリスク回避志向が和らいだことで、OISのカーブはECBの政策正常化が進むことを示唆し始めたが、政情不安の高まりは投資家によるECBの政策正常化観測を揺るがして、金融市場を不安定にしている。
- ・ ECBは目先、6月14日と7月26日に政策理事会を開催する。遅くとも7月の理事会までには10月以降のAPPに対する具体的なアナウンスが必要となるため、本来、6月の理事会ではその地ならしを行いたかったとみられる。その一方で、イタリアやスペインの政情不安は、短期的には落ち着いたとはいえ、依然金融市場の調整の火種として燦り続けている。こうした中でECBが、6月の理事会でどのようなコミュニケーションを図るかが注目される。
- ・ 確かに、銀行間金利の動きは先行きの利上げ時期の後退を織り込んでいるが、一方で投資家の多くが年内のAPP終了を前提にしていると考えられる。ドラギ総裁が6月の理事会後の会見でAPPの延期をにおわせるような発言をした場合、かえって債券市場を中心に金融市場の動揺を誘う可能性に留意したい。

図表5．政情不安に左右される利上げ観測



(注) E C Bの政策金利は上限金利、主要金利、下限金利のバンド制であるが、銀行間金利は現在、下限金利を前提に決定される
(出所) bloomberg

図表6．今後のE C Bの政策スケジュール

6月E C B政策理事会 (6/14)

7月E C B政策理事会 (7/26)

9月E C B政策理事会 (9/13)

↓10月以降のA P Pに関するアナウンス

10月E C B政策理事会 (10/25)

↓年内でA P P終了？

12月E C B政策理事会 (12/13)

↓19年の金融政策方針に関するアナウンス？

19年以降の金融政策の課題

・マイナス金利政策の段階的修正

・バランスシート減額への段階的着手

(出所) 筆者作成

－ 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。当社までご連絡ください。