

---

---

# 欧州経済展望

2018年2月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/euro/>

---

---

## 目次

1. ユーロ圏景気概況
2. ユーロ圏トピック：ECBの資産買入終了は年末となる見通し
3. 英国：昨年10～12月期は成長ペースが加速も、先行きは楽観できず
4. 欧州経済見通し
5. 欧州金利見通し

調査部 マクロ経済研究センター（欧米経済グループ）

藤山 光雄 （Tel：03-6833-2453 Mail：fujiyama.mitsuo@jri.co.jp）

橋高 史尚 （Tel：03-6833-8798 Mail：kittaka.fuminao@jri.co.jp）

◆本資料は2018年2月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

# ユーロ圏景気：2017年10～12月期も2%を超える成長ペースに

## ◆ユーロ圏GDPは堅調な伸びが持続

2017年10～12月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率+2.3%と、5四半期連続で2%を超える伸びに。速報値が公表されている主要国についてみると、フランスで同+2.5%と再び成長ペースが加速したほか、スペインも同+2%台後半の高成長を維持。

## ◆生産拡大も、ユーロ高が懸念材料

ユーロ圏の製造業生産は、外需の拡大を背景に増加傾向が持続。昨年末にかけて域外向け製造業受注の増勢が大きく加速しており、当面、生産は堅調に推移する見通し。

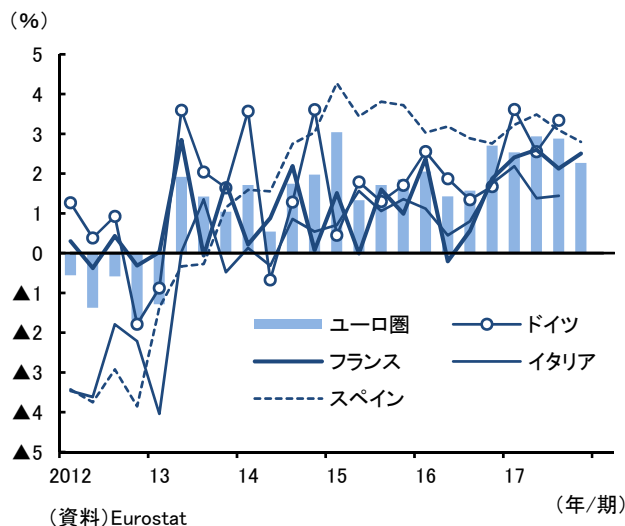
ただし、海外景気の急速な持ち直しの一服やユーロ高などから、先行き輸出の伸びが徐々に鈍化していくとの見方は変わらず。

## ◆消費者マインドは高水準で推移

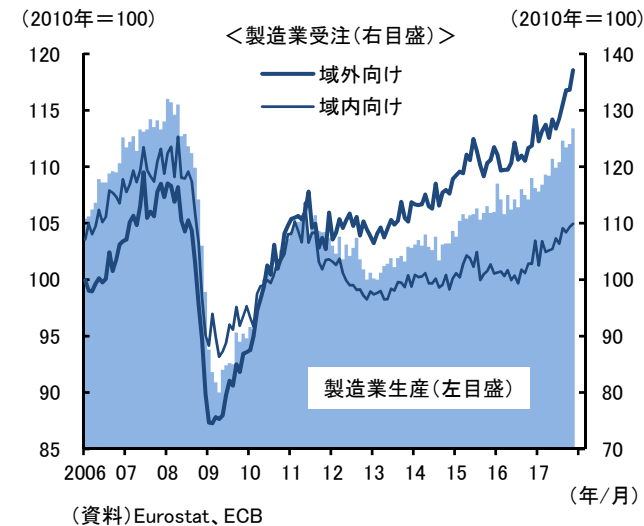
家計部門では、賃金の伸び悩みが続いているものの、失業率の低下や株高などを背景に、消費者マインドの改善が持続。消費者マインドの内訳をみると、経済情勢に対する見方の改善が続いていることに加え、1月の失業者数見通しが、2007年7月以来となるプラス圏に浮上(注)。

(注) 失業者数見通しは、「増加」-「減少」で算出されるため、符号を反転して評価。1990年以降の平均値は、▲25.5。

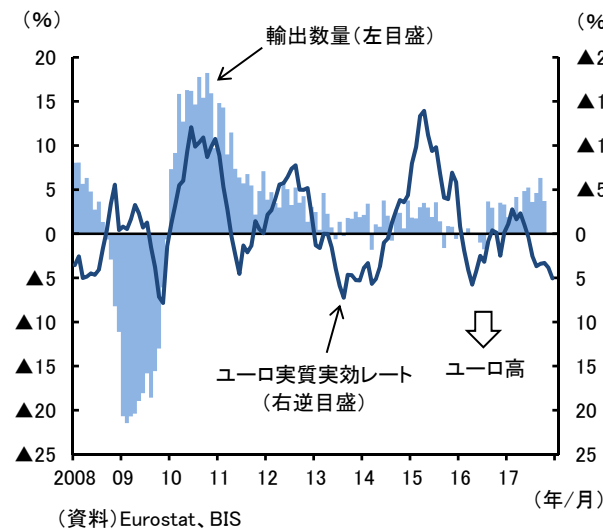
### ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



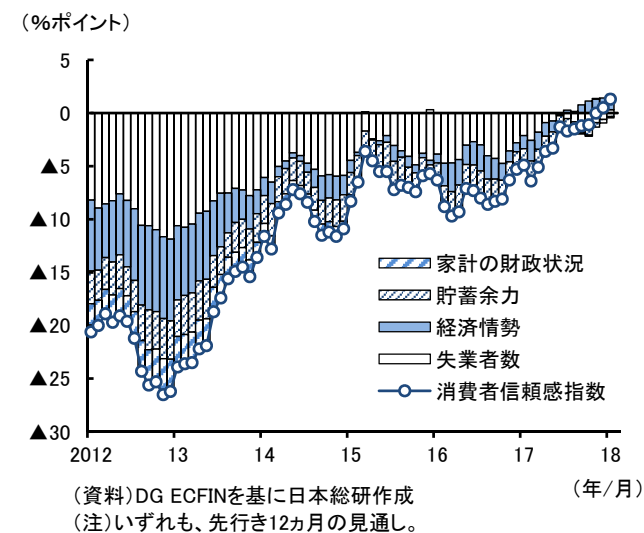
### ユーロ圏の製造業受注と生産



### ユーロ圏の輸出数量とユーロ相場(前年比)



### ユーロ圏の消費者マインド



# ユーロ圏トピック：ECBの資産買入終了は年末となる見通し

## ◆早期金融緩和縮小観測が台頭

ECBの金融政策をめぐっては、ユーロ圏景気の堅調な回復や、1月上旬に公表された昨年12月のECB理事会の議事要旨でフォワードガイダンスの早期見直しが示唆されたことなどから、資産買入の9月終了や利上げ前倒し観測が浮上。金利先物市場に織り込まれた今年末までの利上げ確率は、昨年11月にかけて低下傾向にあったものの、1年半ばには一時5割を超える水準まで上昇。

## ◆ドラギ総裁は慎重姿勢を堅持

もっとも、1月25日のECB理事会後のドラギ総裁の記者会見は、金融緩和縮小観測の過度な高まりを強く牽制する内容に。加えて、ドラギ総裁はユーロ高への警戒感を強調。

ユーロ圏では、依然として労働市場に「スラック」（需給の緩み）が残り、賃金面からの基調的な物価押し上げ圧力が乏しいなか、ユーロ高による物価下押し圧力が相対的に強く意識される状況。

先行き、ECBは金融政策の正常化を慎重に進めざるを得ず、資産買入の終了は段階的な規模の縮小を経て、本年末となる見通し。また、利上げの開始は資産買入の終了から半年以上の期間をあけて、2019年半ば以降になると予想。

## 金利先物市場に織り込まれたECBの利上げ確率

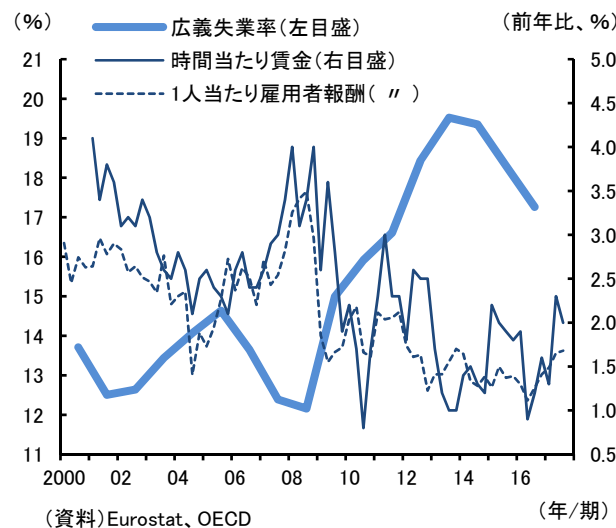


## ECB理事会(1月25日)の要点

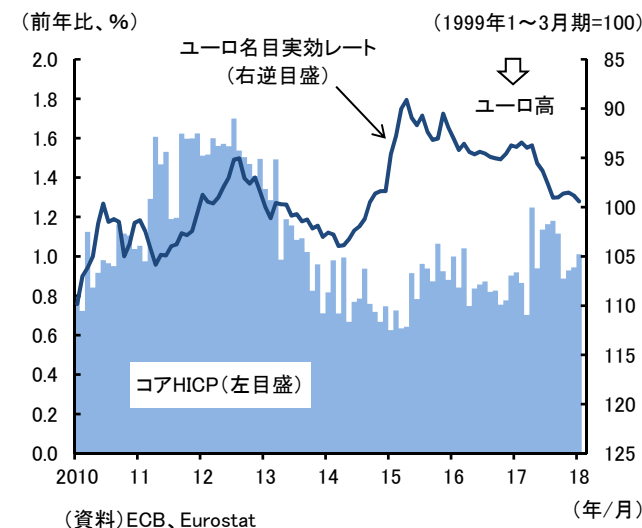
フォワードガイダンス(変更なし)	
資産買入	必要に応じて2018年9月以降も、目標に沿った持続的な物価の調整が見通せるまで継続する。また、見通しが悪化したり、金融情勢が持続的な物価の調整に向けた進展と整合しない状況となった場合、資産買入の規模や期間を拡大する用意がある。
金利	長期間、かつ、資産買入の終了からかなりの期間が経過するまで、現在の水準を維持すると予想。
再投資	償還を迎えた買入債券は、資産買入終了から長期間、必要である限り再投資する。
記者会見でのドラギ総裁の主な発言	
<ul style="list-style-type: none"> <li>・(フォワードガイダンスについて昨年12月理事会で)議論されたのは、議論の必要性のみ。(今回の理事会でも)議論は本格的に始まっていない。</li> <li>・今年利上げが実施される可能性は極めて低い。</li> <li>・最近の為替レートの変動は不確実性の源であり、中期的な物価安定の見通しに与え得る影響を注視する必要がある。</li> </ul>	

(資料)ECBを基に日本総研作成

## ユーロ圏の広義失業率と賃金指標



## ユーロ圏の消費者物価とユーロ相場



# 英国：昨年10～12月期は成長ペースが加速も、先行きは楽観できず

## ◆製造業や企業向けサービスに底堅さ

2017年10～12月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+2.0%と、底堅い伸びに。産業別の付加価値をみると、製造業や企業向けサービスの回復が17年後半の成長ペースの押し上げに寄与。一方、流通・宿泊・飲食業など消費者向けサービスの伸び悩みが続いたほか、建設業は3四半期連続のマイナスに。

## ◆設備投資マインドは低迷が長期化

企業部門では、2017年入り後、海外景気の回復やポンド安の進行を背景に、輸出が大きく増加。輸出の増加に伴い、製造業生産も堅調に推移。

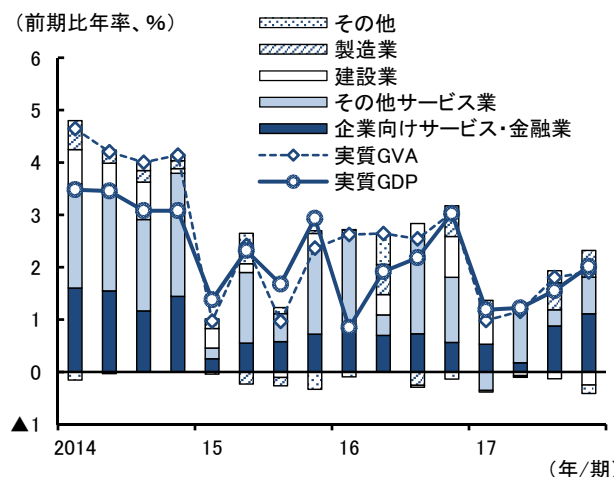
一方、設備投資は依然として伸び悩みが続いており、先行き1年の設備投資意向も引き続き「減少」超で推移。生産活動が拡大するなかでも、Brexitをめぐる先行き不透明感がくすぶり続けるなか、当面、企業の設備投資に対する慎重姿勢に変化はみられない見通し。

## ◆コア物価の伸びに鈍化の兆し

12月の消費者物価指数は前年同月比+3.0%と、7ヵ月ぶりに伸びが鈍化。コア物価の騰勢に歯止めがかかったほか、小売業の販売価格見通しも低下基調で推移。

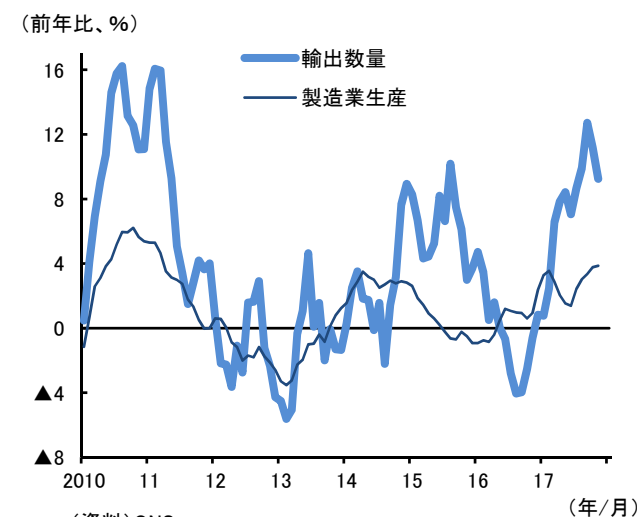
ただし、小売業の販売価格見通しは依然として高水準にあり、当面、これまでの仕入れ価格上昇分の価格転嫁の動きなどから、消費者物価は2%台後半の伸びが続く見通し。

## 英国の実質GDPと実質GVA(付加価値額)



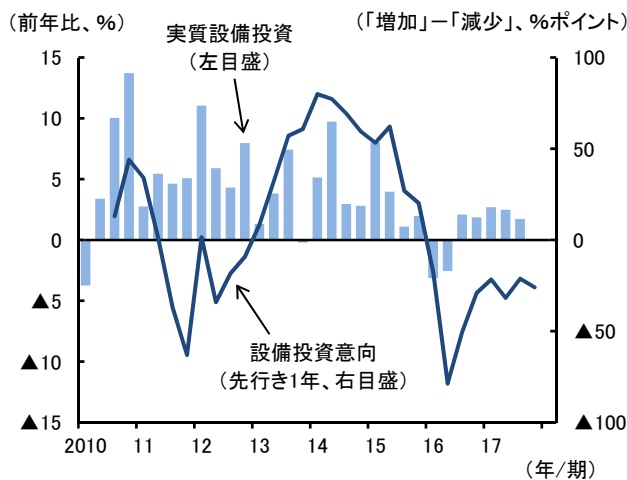
(資料)ONS  
(注)GDP=GVA+生産品にかかる税-補助金。

## 英国の製造業生産と輸出数量(3ヵ月平均)



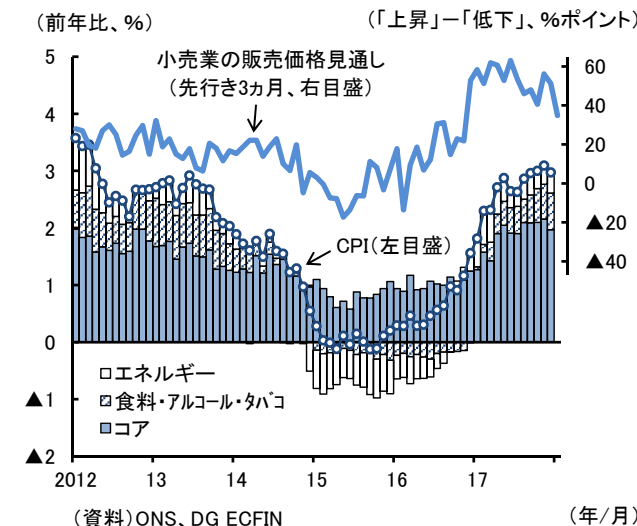
(資料)ONS

## 英国企業の実質設備投資と設備投資意向



(資料)Deloitte、ONS  
(注)直近の設備投資意向は、2017年12月上旬調査。

## 英国の消費者物価指数と小売業の販売価格見通し



(資料)ONS、DG ECFIN

# 欧州経済見通し：ユーロ圏は1%台後半、英国は1%台半ばの成長ペースに

## 欧州各国の経済・物価見通し

### <ユーロ圏>

#### ◆緩やかな回復が持続

ユーロ圏景気は、ECBの金融緩和策や、雇用環境の改善を背景とした個人消費の緩やかな回復が下支えに作用。また、海外景気を持ち直しを受けた輸出の増加が成長ペースの押し上げに寄与。もともと、賃金の伸び悩みが引き続き個人消費の重石となるほか、ユーロ高が輸出の下押しに作用し、春以降は1%台後半を中心とした成長ペースとなる見通し。

インフレ率は、賃金面からの物価押し上げ圧力が乏しいなか、ECBの目標である2%弱を下回る水準での推移が長期化する見込み。

### <英国>

#### ◆低成長が長期化

英国景気は、EU離脱をめぐる先行き不透明感が根強いなか、個人消費や設備投資が低迷。当面、1%台前半の成長ペースに。

春以降は、移行期間の設定により、新たな貿易協定等を締結できないまま突然EUから離脱する事態は避けられるとの見方が広がるにつれ、リスク回避の動きが一巡し、景気は徐々に持ち直しに転じる見込み。もともと、回復ペースは緩慢にとどまる見通し。

インフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、原油価格の持ち直しやポンド安などの物価押し上げ圧力も根強く、BOEの目標を上回る伸びが続く見込み。

(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

		2017年				2018年				2016年	2017年	2018年
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
		(実績)				(予測)				(実績)		(予測)
ユーロ圏	実質GDP	2.5	2.9	2.9	2.3	2.0	1.8	1.7	1.8	1.8	2.5	2.1
	消費者物価指数	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	0.2	1.5	1.6
ドイツ	実質GDP	3.6	2.6	3.3	2.2	1.9	1.7	1.8	1.8	1.9	2.5	2.1
	消費者物価指数	1.9	1.6	1.7	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	0.4	1.7	1.7
フランス	実質GDP	2.4	2.6	2.1	2.5	1.8	1.6	1.5	1.6	1.1	1.9	1.9
	消費者物価指数	1.5	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	0.3	1.2	1.3
英国	実質GDP	1.2	1.2	1.6	2.0	1.3	1.4	1.4	1.5	1.9	1.8	1.5
	消費者物価指数	2.1	2.7	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	0.7	2.7	2.6

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

## ドイツの連立協議における主な争点

主な政策比較			
	CDU/CSU	SPD	暫定合意内容
難民	難民の受け入れに上限を設定(年20万人)	難民の家族の呼び寄せを容認	受け入れは年18~22万人、家族呼び寄せは月1,000人
欧州統合	マルクススピードの統合を進める	財政移転など、統合深化を積極的に推進	EUへの予算支出増額、統合を積極的に推進
税制	増税凍結	高所得者に増税	増税凍結
医療	現状維持	公的医療保険と民間医療保険を一本化	現状維持
社会保障	支出規模を抑制	支出規模を拡大	関連予算を拡充

政策以外の懸念事項

- ・SPDの独自色が薄まり、党の支持率が低下する恐れ
- ・極右政党「ドイツのための選択」が野党第1党となり、存在感が増大

(資料)各種報道を基に日本総研作成

## 【ホット・トピック】

### ◆独連立協議が進展も、なお予断を許さず

ドイツでは、1月12日にメルケル首相率いるCDU/CSUとSPDの連立交渉に向けた準備協議が暫定合意に達し、21日にはSPDの党大会で本協議入りが決定。昨年9月の総選挙以降の政治空白解消へ前進。もともと、元来両党の掲げる政策には隔たりが大きいほか、独自色が薄まることによる党勢鈍化への警戒感など、政策面以外の懸念もあることから、SPD内には根強い連立反対意見が残存。本協議では、SPD寄りの政策を採るようメルケル首相への圧力が強まる見込み。

本協議終了後、合意内容がSPDの党員投票にかけられる予定であり、連立政権の樹立は早くとも3月となる見通し。また、多くの党員が自由に投票できる党員投票で連立が拒否される可能性も依然として排除できず。

# 欧州金利見通し：ECBは年内に資産買入を終了も、利上げは当面見通せず

## <ユーロ圏>

### ◆ECB：利上げには慎重姿勢を維持

ECBの資産買入の終了は、10月以降の段階的な規模の縮小を経て、本年末となる見込み。一方、利上げについては、ECBの目標である2%弱に向けたインフレ率の上昇が依然として見通し難いなか、当面、慎重姿勢を維持すると予想。

独10年債利回りは、ECBによる金融緩和策の縮小などから、徐々に金利上昇圧力が強まっていく見込み。ただし、基調的な物価の伸びが緩やかにとどまるもと、上昇ペースは緩やかにとどまる見通し。

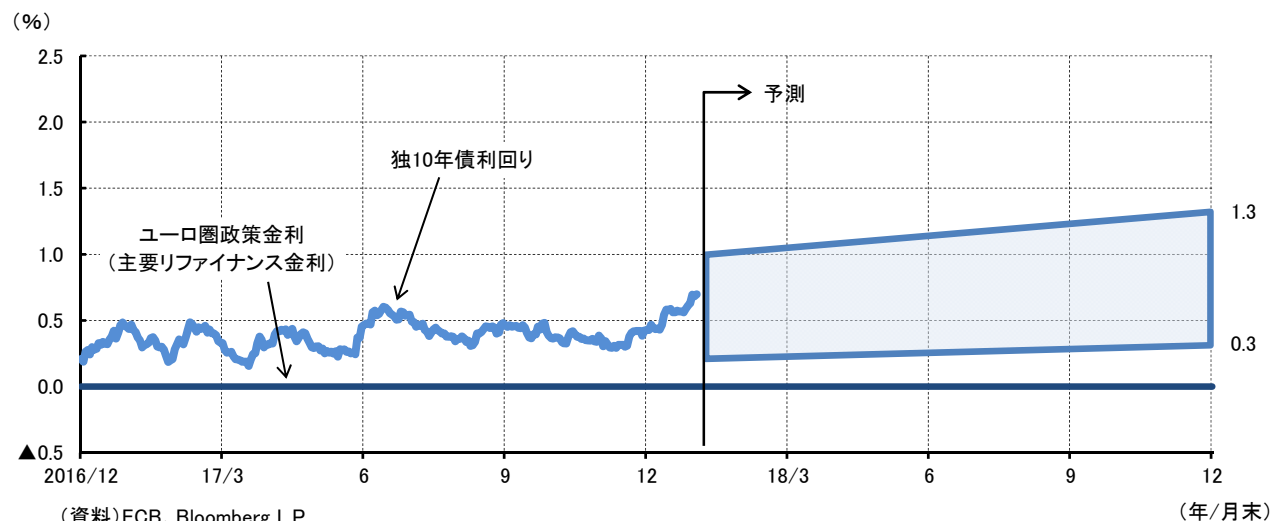
## <英国>

### ◆BOE：当面、様子見姿勢に

BOEは、インフレ率の高止まりを懸念しつつも、EU離脱をめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気の下振れ懸念などから、当面、様子見姿勢を維持する見込み。

英10年債利回りは、BOEの金融引き締め観測や物価の高止まりが金利押し上げ圧力となるものの、景気の低迷が金利抑制に作用するため、当面の金利上昇余地は限定的となる見通し。

## ユーロ圏金利見通し



## 英国金利見通し

