

---

---

# 欧州経済展望

2018年7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は金融政策正常化へ前進
3. 英国：Brexitをめぐる交渉に進展はみられず
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7月2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：米国の保護主義への懸念が拡大

## ◆製造業マインドの低下が続く

6月のユーロ圏コンポジットPMIは54.8と、5ヵ月ぶりに上昇。もっとも、業種別にみると、サービス業PMIが上昇に転じる一方、製造業PMIは6ヵ月連続で低下。

## ◆雇用環境は回復が続く見通し

ユーロ圏企業の採用見通しは、業種にかかわらず、依然として世界金融危機前と同等、あるいは上回る水準で推移。先行きも雇用環境の改善を背景に、個人消費は底堅く推移する見通し。

## ◆米欧貿易摩擦の高まりが懸念

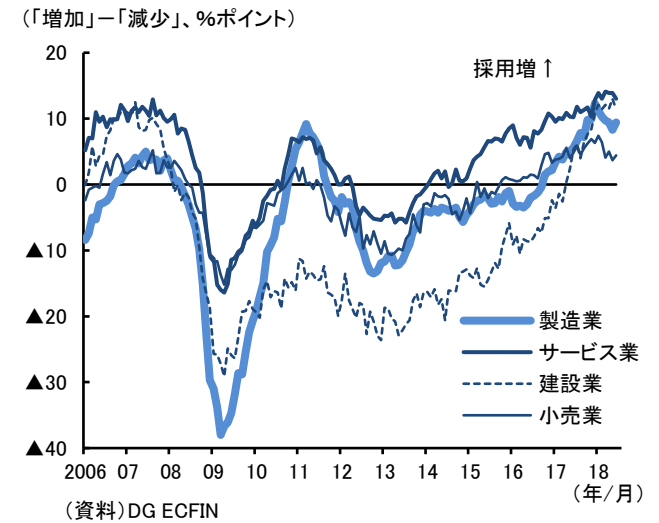
米国トランプ政権の保護主義の矛先は、中国だけでなく欧州にも向かいつつある状況。6月には、一時猶予されていた鉄鋼・アルミニウムの追加関税がEUにも適用されたほか、新たに自動車や同部品の関税引き上げに向けた検討を開始。

とりわけ、自動車関税の引き上げはドイツの輸出に与える影響が大。ドイツのIfo経済研究所は、自動車・同部品の関税が25%引き上げられた場合、ドイツのGDPは約50億ユーロ（0.16%）押し下げられると試算。また、トランプ政権の保護主義姿勢の強まりを受け、ドイツ自動車製造業のマインドは、先行き見通しを中心に大きく悪化。保護主義への懸念が投資や採用の抑制に作用し、景気回復に水を差す恐れも。

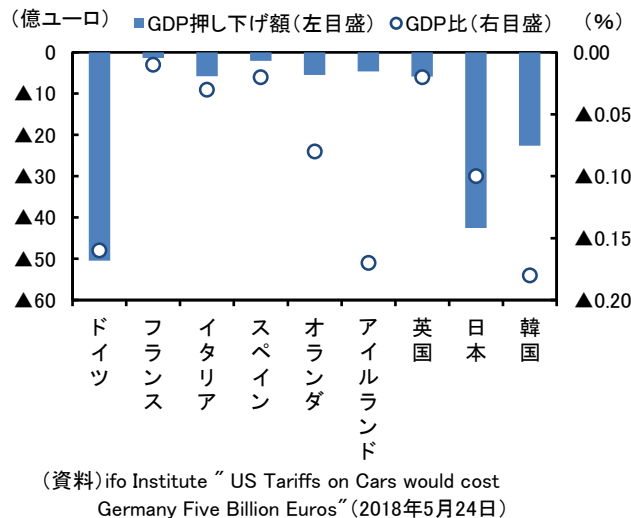
## ユーロ圏のPMI



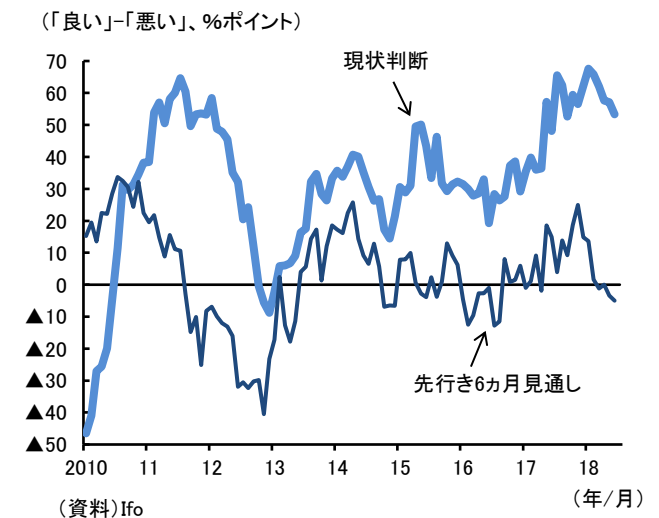
## ユーロ圏企業の採用見通し



## 米国の自動車関税25%引き上げによる影響



## ドイツの自動車製造業マインド



# ユーロ圏トピック：ECBは金融政策正常化へ前進

## ◆資産買入は年内終了へ

ユーロ圏では、潜在成長率を上回る景気の回復が続くなか、デフレリスクが払拭されつつある状況。こうしたなか、ECBは6月14日の理事会で、資産買入を12月に終了することを決定。

## ◆利上げには慎重姿勢を維持

もっとも、金利については、フォワードガイダンスで「少なくとも2019年夏にかけて現行水準を維持する」と明示し、むしろ利上げへの慎重姿勢を強調。

ユーロ圏では、非自発的パートタイム労働者など、依然として労働市場に「スラック」が残っており、賃金の上昇は緒に就いたばかり。賃金面からの物価押し上げ圧力が緩慢にとどまるなか、インフレ率は当面、ECBの目標である2%弱を下回る水準で推移する見込み。目標に向けたインフレ率の本格的な上昇の見極めにはなお時間を要する見通し。

加えて、性急な金融政策の正常化は市場の動揺を招く恐れ。17年6月にドラギ総裁が金融緩和スタンスの転換を示唆した際は、ユーロや金利が大きく上昇。こうした動きは、輸入物価の押し下げなどを通じ物価目標の達成を阻害しかねず、ECBが慎重姿勢を維持する一因に。

以上を踏まえ、ECBの利上げは19年秋以降になると予想。

## ECB理事会(6月14日)の要点

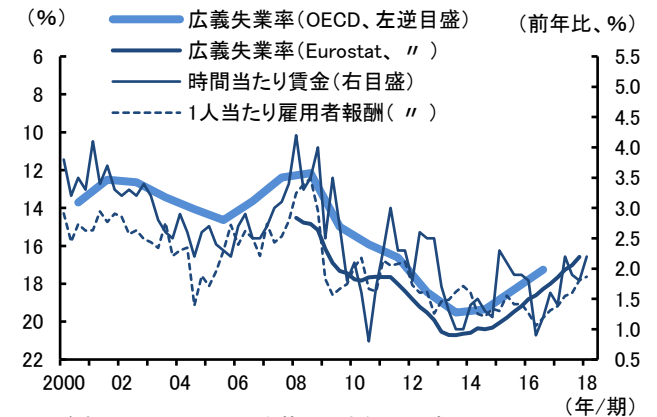
フォワードガイダンス	
資産買入	月300億ユーロの買い入れを9月末まで続け、その後、今後のデータが理事会の中長期的な物価見通しに即するという条件の下、規模を月150億ユーロに減額した上で継続し、12月末で終了する。
金利	少なくとも2019年夏にかけて、かつ、物価動向が想定通りの持続的な調整を辿るために必要である限り、現行水準を維持する。
再投資	償還を迎えた買入債券は、資産買入終了から長期間、良好な流動性環境と十分な金融緩和度合を維持するのに必要である限り再投資する。

記者会見でのドラギ総裁の主な発言	
・	足許で経済指標は弱含んでいるものの、依然として底堅く広範な経済成長が続いている。
・	保護主義の高まりといった不確実性や、金融市場のボラティリティの高まりがリスクである。
・	利上げ実施の有無や時期については議論していない。

(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

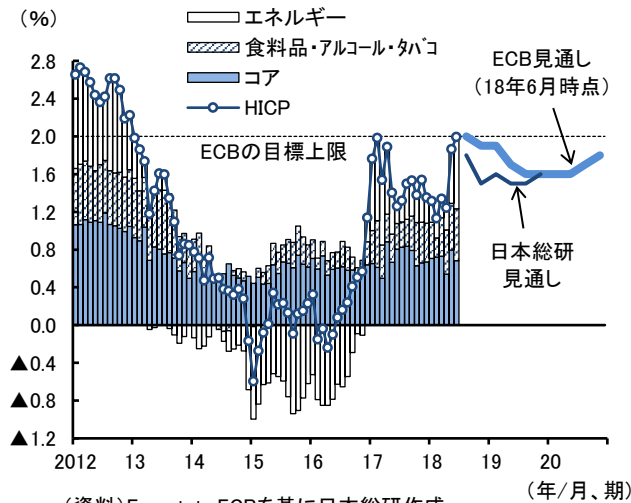


(資料)Eurostat, OECDを基に日本総研作成

(注1) 広義失業率は、非自発的パートタイム労働者や求職意欲喪失者などを失業者とみなして算出。

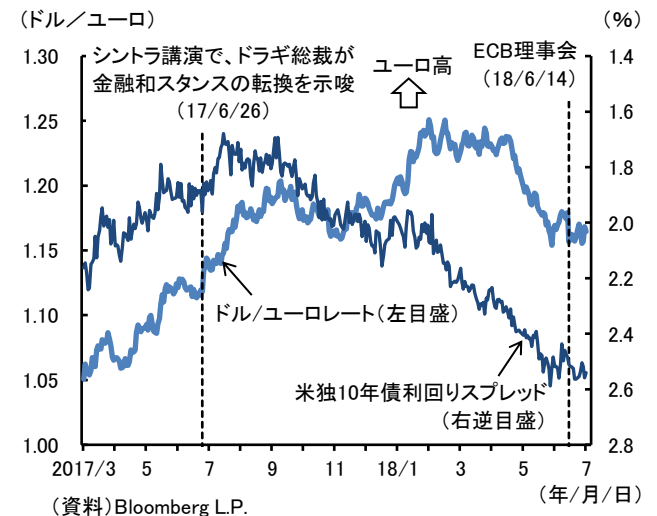
(注2) OECDとEurostatで広義失業率の算出方法が一部相違。

## ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



(資料)Eurostat, ECBを基に日本総研作成

## ドルユーロ相場と米独金利差



(資料)Bloomberg L.P.

# 英国：Brexitをめぐる交渉に進展はみられず

## ◆輸出の大幅減は一時的

4月の輸出数量は前月比▲6.1%と大きく減少。ただし、製造業PMIの新規輸出受注指数は底堅く推移。ポンド安による押し上げ効果の剥落などから、輸出は伸び悩みが続くと見込まれるものの、足許の大幅な落ち込みは一時的と判断。

## ◆住宅価格は弱含み

住宅市場では、RICS住宅価格指数の低下傾向が持続。2018年入り後は、現状・見通し指数ともに、「下落」超での推移が定着しつつある状況。

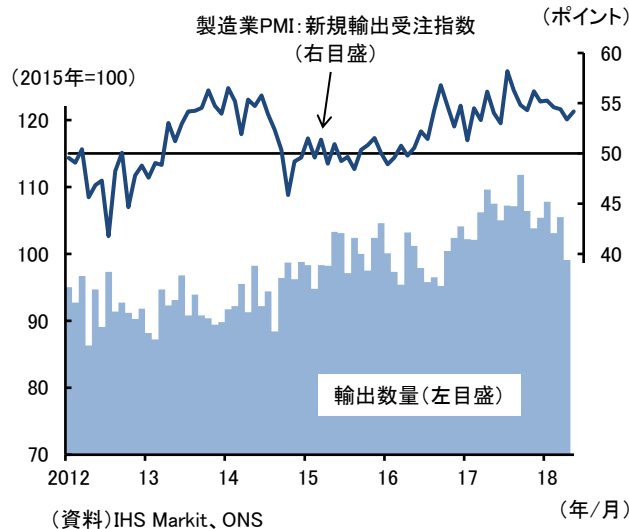
## ◆BOEは8月に追加利上げへ

英国の消費者物価は昨年11月の前年比3%強をピークに騰勢鈍化に転じ、足許で同2%台半ばまで低下。もっとも、企業や家計の物価見通しは引き続き高水準で推移。BOEは物価高への警戒感を緩めておらず、8月にも追加利上げに踏み切ると予想。

## ◆Brexitをめぐる交渉は難航

6月28、29日のEU首脳会議では、当初目標としていたアイルランドと北アイルランドの国境管理問題で合意に至らず。加えて、英国議会では、早期の完全離脱を主張する強硬離脱派と、関税同盟への事実上の残留を模索する穏健離脱派の対立が先鋭化。実質的な合意期限とされる10月にかけての離脱協定の策定や、その後の議会での批准に対する先行き不透明感が一段と強まる状況に。

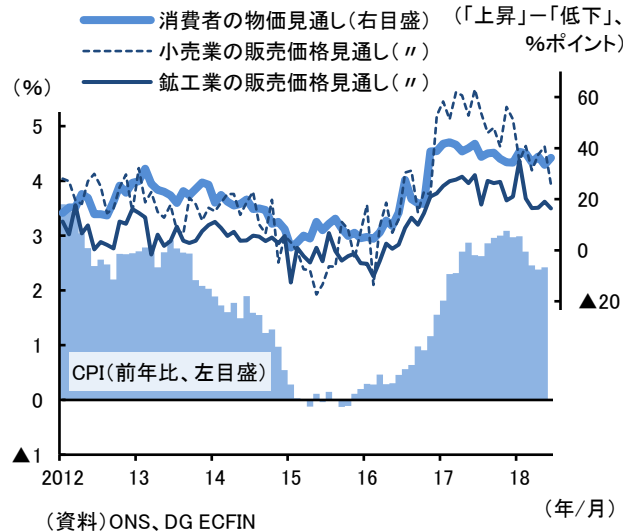
英国の輸出数量と新規輸出受注



RICS住宅価格指数



英国の消費者物価と企業・家計の物価見通し



英国・EUのBrexit関連政治日程

日程		イベント等
2018年	3月22・23日 (EU首脳会議)	・移行期間をめぐる暫定合意を承認 ・EUが通商協議入りに向けた指針を採択
	6月28・29日 (EU首脳会議)	・アイルランドと北アイルランドの国境の取り扱いで合意に至らず。
	10月18・19日 (EU首脳会議)	・EU各国の議会承認等を踏まえた実質的な「離脱協定」合意期限 ・Brexit後の通商関係の大枠を定めた「政治宣言」の策定
2018年11月～19年3月	・欧州議会、英国議会での離脱協定の批准	
2019年	3月29日	・英国がEUから離脱
(移行期間: 1年9ヵ月)		・EUおよび第三国との貿易協定等の交渉・締結
2020年	12月末	・移行期間終了(貿易協定等の発効)

(資料) 英国政府、各種報道等を基に日本総研作成

# 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

## <ユーロ圏>

### ◆緩やかな回復が持続

ユーロ圏では、ユーロ高や海外景気の減速が輸出の下押しに作用すると見込まれるため、2017年のような高成長は期待薄。もともと、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となり、年率1%台後半の成長が続く見通し。

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の目標である前年比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

英国では、2019年3月末のEU離脱に向けた離脱協定や、移行期間入り後に本格化するとみられる新たな通商協定等をめぐる交渉の難航が予想され、Brexitに対する先行き不透明感が根強く残存。個人消費や設備投資の低迷などから景気回復ペースは緩慢にとどまり、年率1%台半ばの低成長が続く見通し。

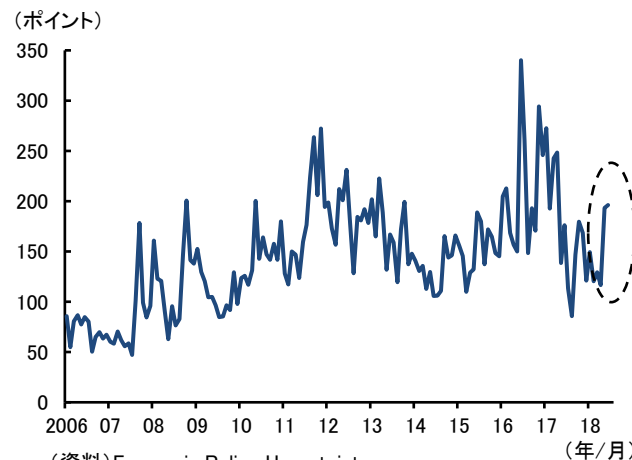
インフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、Brexitを巡る懸念が拭えないなか、ポンド安による物価押し上げ圧力が残存。2019年末にかけて、前年比2%前後への低下にとどまる見込み。

## 欧州各国の経済・物価見通し

		(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			2019年		2017年	2018年	2019年	
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	(実績)	(予測)	(予測)	
		(実績)			(予測)						(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	2.9	2.8	1.5	1.7	1.9	1.8	1.8	1.6	2.4	2.1	1.7	
	消費者物価指数	1.4	1.4	1.3	1.7	1.8	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	
ドイツ	実質GDP	3.0	2.4	1.2	1.6	1.9	1.8	1.9	1.6	2.2	1.9	1.8	
	消費者物価指数	1.7	1.7	1.4	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	
フランス	実質GDP	2.8	2.7	0.6	1.4	1.8	1.6	1.5	1.4	2.2	1.8	1.5	
	消費者物価指数	1.0	1.2	1.5	2.2	1.7	1.5	1.4	1.4	1.2	1.7	1.5	
英国	実質GDP	1.4	1.4	0.9	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5	1.7	1.3	1.5	
	消費者物価指数	2.8	3.0	2.7	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0	2.7	2.5	2.1	

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

## 独仏伊西の経済政策不確実性指数



(資料)Economic Policy Uncertainty

(注)経済政策不確実性指数は、経済政策の不確実性に関する新聞記事の数をもとに算出された指数。

## 【ホット・トピック】

### ◆欧州政治リスクが再び台頭

イタリアでは、五つ星運動と同盟による連立政権が誕生。新政権は、減税や最低所得補償などの拡張的な財政政策を公約に掲げており、財政規律を巡ってEUと対立する恐れ。

また、足許では難民問題が再燃。中東欧諸国が難民負担の分担を拒否し、地理的に難民が流入しやすいイタリアなどで不公平感が高まるなか、難民受入を先導してきたドイツでも、難民政策を巡って連立政権内で対立が深刻化。各国で反移民政党が勢力を拡大するなか、難民問題の根本的な解決は難しい状況。

足許で欧州の政治リスクが再び高まりつつあり、それに起因する債券売りなどで悪金利の上昇を招けば、実体経済に悪影響を及ぼす恐れ。



# 欧州金利見通し：ECBの利上げは2019年秋以降となる見通し

## <ユーロ圏>

### ◆ ECB：利上げは2019年秋以降

ECBは6月の理事会で、資産買入を12月に終了することを決定。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を見極める必要があるため、2019年秋以降になると予想。

独10年債利回りは、欧州政治リスクの高まりによる安全資産選好から、短期的には下振れ懸念が残るものの、ECBによる着実な金融政策の正常化に向けた取り組みなどを背景に、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慢なため、上昇ペースは緩やかにとどまる見通し。

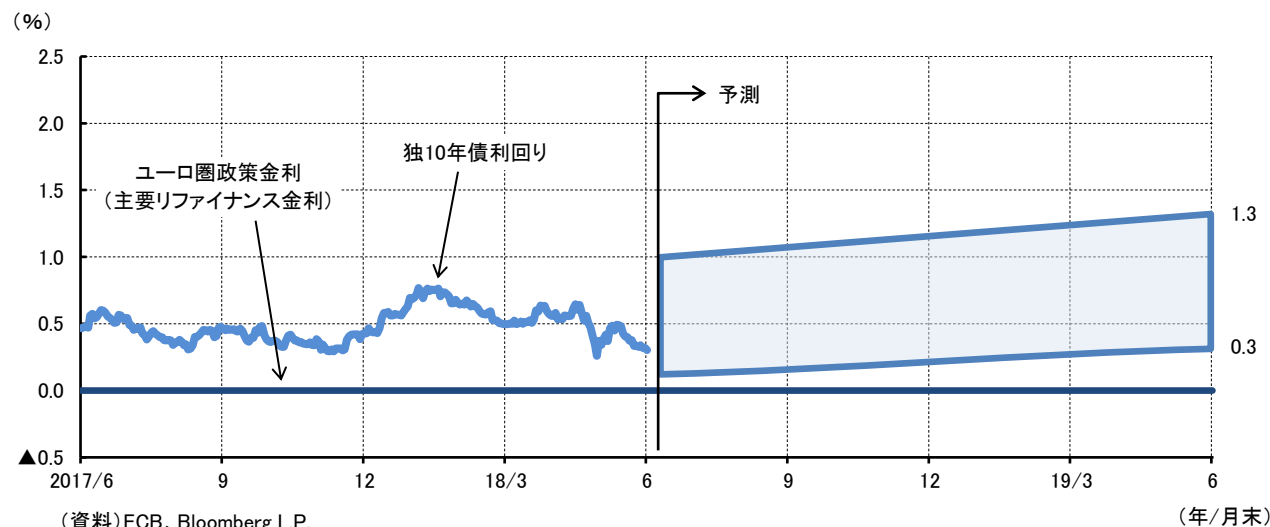
## <英国>

### ◆ BOE：追加利上げへ

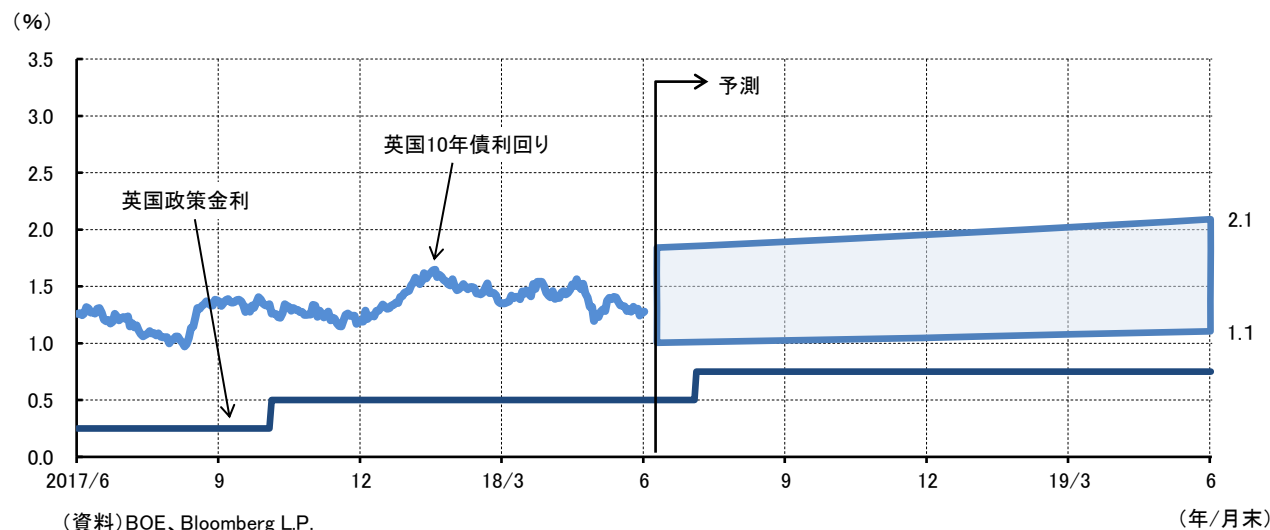
BOEは、物価高への警戒を緩めておらず、年初の景気下振れが一時的であったことを確認したうえで、8月に追加利上げに踏み切ると予想。その後の利上げは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、移行期間入り後の2019年夏以降となる見込み。

英10年債利回りは、BOEの金融引き締め観測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、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



### 内外市場データ（月中平均）

	為替相場			国内市場				米国市場					欧州市場					商品市況	
	¥/\$ (NY終値)	¥/€ (NY終値)	\$/€ (NY終値)	無担0/N (%)	TIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	FF 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	NYダウ 工業株 (ドル)	S&P500	EONIA (%)	EURIBOR 3ヵ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英国債 10年物 (%)	ユー・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
14/10	108.02	136.99	1.2682	0.0590	0.20	0.49	15394.11	0.09	0.23	2.29	16701.87	1937.27	0.00	0.08	0.88	2.23	3029.58	84.34	1223.11
14/11	116.40	145.21	1.2475	0.0649	0.18	0.47	17179.03	0.09	0.23	2.32	17648.98	2044.57	▲ 0.01	0.08	0.79	2.13	3126.15	75.81	1177.00
14/12	119.44	146.99	1.2307	0.0678	0.18	0.38	17541.69	0.12	0.24	2.20	17754.24	2054.27	▲ 0.03	0.08	0.64	1.87	3159.77	59.29	1198.71
15/1	118.33	137.63	1.1630	0.0739	0.18	0.26	17274.40	0.11	0.25	1.88	17542.26	2028.18	▲ 0.05	0.06	0.45	1.55	3207.26	47.33	1251.49
15/2	118.78	134.86	1.1354	0.0762	0.17	0.37	18053.20	0.11	0.26	1.98	17945.41	2082.20	▲ 0.04	0.05	0.35	1.68	3453.79	50.72	1226.92
15/3	120.37	130.33	1.0828	0.0697	0.17	0.38	19197.57	0.11	0.27	2.04	17931.74	2079.99	▲ 0.05	0.03	0.26	1.69	3655.31	47.85	1179.56
15/4	119.52	129.29	1.0818	0.0609	0.17	0.33	19767.92	0.12	0.28	1.92	17970.51	2094.86	▲ 0.08	0.01	0.16	1.62	3733.80	54.63	1199.88
15/5	120.84	134.80	1.1157	0.0693	0.17	0.41	19974.19	0.12	0.28	2.20	18124.71	2111.94	▲ 0.11	▲ 0.01	0.58	1.93	3617.87	59.37	1198.89
15/6	123.68	138.96	1.1235	0.0717	0.17	0.47	20403.84	0.13	0.28	2.36	17927.22	2099.28	▲ 0.12	▲ 0.01	0.83	2.06	3521.77	59.83	1182.45
15/7	123.33	135.63	1.0999	0.0740	0.17	0.44	20372.58	0.13	0.29	2.32	17795.02	2094.14	▲ 0.12	▲ 0.02	0.76	2.01	3545.10	50.93	1130.72
15/8	123.06	137.11	1.1145	0.0764	0.17	0.38	19919.09	0.14	0.32	2.16	17061.59	2039.87	▲ 0.12	▲ 0.03	0.67	1.87	3444.41	42.89	1119.42
15/9	120.09	134.95	1.1237	0.0734	0.17	0.36	17944.22	0.14	0.33	2.16	16339.95	1944.40	▲ 0.14	▲ 0.04	0.68	1.85	3165.46	45.47	1125.38
15/10	120.16	134.81	1.1220	0.0761	0.17	0.31	18374.11	0.12	0.32	2.06	17182.28	2024.81	▲ 0.14	▲ 0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86
15/11	122.63	131.56	1.0729	0.0781	0.17	0.31	19581.77	0.12	0.37	2.26	17723.77	2080.62	▲ 0.14	▲ 0.09	0.55	1.94	3439.57	42.92	1084.99
15/12	121.58	132.51	1.0899	0.0749	0.17	0.30	19202.58	0.24	0.53	2.23	17542.85	2054.08	▲ 0.20	▲ 0.13	0.60	1.88	3288.63	37.33	1068.83
16/1	118.29	128.54	1.0867	0.0745	0.17	0.22	17302.30	0.34	0.62	2.08	16305.25	1918.60	▲ 0.24	▲ 0.15	0.51	1.74	3030.50	31.78	1096.42
16/2	114.67	127.31	1.1104	0.0325	0.11	0.02	16346.96	0.38	0.62	1.77	16299.90	1904.42	▲ 0.24	▲ 0.18	0.23	1.44	2862.59	30.62	1201.08
16/3	112.95	125.83	1.1142	▲ 0.0027	0.10	▲ 0.06	16897.34	0.36	0.63	1.88	17302.14	2021.95	▲ 0.29	▲ 0.23	0.22	1.47	3031.42	37.96	1243.96
16/4	109.58	124.25	1.1339	▲ 0.0366	0.08	▲ 0.09	16543.47	0.37	0.63	1.80	17844.37	2075.54	▲ 0.34	▲ 0.25	0.18	1.48	3031.18	41.12	1242.08
16/5	109.00	123.13	1.1298	▲ 0.0589	0.06	▲ 0.11	16612.67	0.37	0.64	1.80	17692.32	2065.55	▲ 0.34	▲ 0.26	0.16	1.44	2983.70	46.80	1256.37
16/6	105.46	118.55	1.1242	▲ 0.0553	0.06	▲ 0.16	16068.81	0.38	0.65	1.64	17754.87	2083.89	▲ 0.33	▲ 0.27	0.01	1.18	2910.80	48.85	1276.23
16/7	104.09	115.17	1.1064	▲ 0.0431	0.06	▲ 0.26	16168.32	0.39	0.70	1.49	18341.18	2148.90	▲ 0.33	▲ 0.30	▲ 0.09	0.79	2919.08	44.80	1339.84
16/8	101.31	113.51	1.1205	▲ 0.0434	0.06	▲ 0.09	16586.07	0.40	0.81	1.56	18495.19	2177.48	▲ 0.34	▲ 0.30	▲ 0.07	0.61	2992.87	44.80	1338.44
16/9	101.83	114.18	1.1213	▲ 0.0516	0.06	▲ 0.05	16737.04	0.40	0.85	1.62	18267.40	2157.69	▲ 0.34	▲ 0.30	▲ 0.05	0.77	3012.09	45.23	1326.45
16/10	103.85	114.48	1.1024	▲ 0.0368	0.06	▲ 0.06	17044.51	0.40	0.88	1.75	18184.55	2143.02	▲ 0.35	▲ 0.31	0.04	1.04	3042.33	49.94	1265.84
16/11	108.63	117.09	1.0786	▲ 0.0492	0.06	▲ 0.01	17689.54	0.41	0.91	2.15	18697.33	2164.99	▲ 0.35	▲ 0.31	0.24	1.34	3026.40	45.76	1234.22
16/12	116.12	122.35	1.0538	▲ 0.0440	0.06	0.05	19066.03	0.54	0.98	2.49	19712.42	2246.63	▲ 0.35	▲ 0.32	0.29	1.39	3207.27	52.17	1150.49
17/1	114.92	122.17	1.0632	▲ 0.0448	0.06	0.06	19194.06	0.65	1.03	2.43	19908.15	2275.12	▲ 0.35	▲ 0.33	0.35	1.37	3298.77	52.61	1192.47
17/2	112.99	120.23	1.0641	▲ 0.0381	0.06	0.09	19188.73	0.66	1.04	2.42	20424.14	2329.91	▲ 0.35	▲ 0.33	0.32	1.25	3293.10	53.46	1234.97
17/3	112.92	120.67	1.0687	▲ 0.0416	0.06	0.07	19340.18	0.79	1.13	2.48	20823.06	2366.82	▲ 0.35	▲ 0.33	0.39	1.20	3427.10	49.67	1231.31
17/4	110.04	117.93	1.0717	▲ 0.0545	0.06	0.03	18736.39	0.90	1.16	2.29	20684.69	2359.31	▲ 0.36	▲ 0.33	0.25	1.06	3491.83	51.12	1271.21
17/5	112.24	124.09	1.1057	▲ 0.0527	0.06	0.04	19726.76	0.91	1.19	2.30	20936.81	2395.35	▲ 0.36	▲ 0.33	0.38	1.09	3601.87	48.54	1245.50
17/6	110.97	124.70	1.1238	▲ 0.0556	0.06	0.05	20045.63	1.04	1.26	2.18	21317.80	2433.99	▲ 0.36	▲ 0.33	0.29	1.05	3547.85	45.20	1259.99
17/7	112.38	129.59	1.1532	▲ 0.0542	0.06	0.08	20044.86	1.15	1.31	2.31	21581.25	2454.10	▲ 0.36	▲ 0.33	0.54	1.25	3483.89	46.68	1237.66
17/8	109.84	129.81	1.1818	▲ 0.0493	0.06	0.04	19670.17	1.16	1.31	2.20	21914.08	2456.22	▲ 0.36	▲ 0.33	0.42	1.10	3451.34	48.06	1284.21
17/9	110.81	131.93	1.1906	▲ 0.0579	0.06	0.02	19924.40	1.15	1.32	2.20	22173.41	2492.84	▲ 0.36	▲ 0.33	0.41	1.21	3507.10	49.88	1315.37
17/10	112.93	132.75	1.1755	▲ 0.0371	0.06	0.06	21267.49	1.15	1.36	2.36	23036.24	2557.00	▲ 0.36	▲ 0.33	0.43	1.35	3614.75	51.59	1280.89
17/11	112.82	132.48	1.1744	▲ 0.0483	0.06	0.04	22525.15	1.16	1.43	2.35	23557.93	2593.61	▲ 0.35	▲ 0.33	0.36	1.28	3601.43	56.66	1282.11
17/12	112.93	133.68	1.1838	▲ 0.0422	0.06	0.05	22769.89	1.30	1.60	2.41	24545.38	2664.34	▲ 0.34	▲ 0.33	0.35	1.22	3564.66	57.95	1267.01
18/1	110.97	135.28	1.2193	▲ 0.0396	0.07	0.07	23712.21	1.41	1.73	2.57	25804.02	2789.80	▲ 0.36	▲ 0.33	0.55	1.33	3612.16	63.66	1330.67
18/2	107.86	133.14	1.2344	▲ 0.0419	0.07	0.06	21991.68	1.42	1.87	2.86	24981.55	2705.16	▲ 0.37	▲ 0.33	0.72	1.57	3426.71	62.18	1331.70
18/3	106.10	130.87	1.2336	▲ 0.0617	0.07	0.04	21395.51	1.51	2.17	2.84	24582.17	2702.77	▲ 0.36	▲ 0.33	0.59	1.45	3374.30	62.77	1326.41
18/4	107.62	132.08	1.2273	▲ 0.0627	0.09	0.04	21868.79	1.69	2.35	2.87	24304.21	2653.63	▲ 0.37	▲ 0.33	0.55	1.44	3457.62	66.33	1335.00
18/5	109.71	129.59	1.1813	▲ 0.0612	0.10	0.05	22590.05	1.70	2.34	2.98	24572.53	2701.49	▲ 0.36	▲ 0.33	0.52	1.42	3537.09	69.98	1303.30
18/6	110.13	128.55	1.1672	▲ 0.0710	0.08	0.04	22562.88	1.82	2.33	2.91	24790.11	2754.35	▲ 0.36	▲ 0.32	0.40	1.32	3442.77	67.32	1280.40