
欧州経済展望

2018年11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：イタリアの財政をめぐる懸念が増大
3. 英国：「合意なし」離脱への警戒感が、企業・消費者マインドを下押し
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）

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

◆本資料は2018年11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：7～9月期は景気回復ペースが鈍化

◆実質GDPの伸びが鈍化

ユーロ圏の7～9月期の実質GDPは前期比年率+0.6%と、約4年ぶりに同+1%を下回る伸びに。主要国についてみると、フランスで伸びが加速した一方、財政問題をめぐる懸念が高まるイタリアでは伸びが大幅に鈍化。

◆輸出の先行きに懸念

今春以降、輸出数量の減少に歯止めがかかったものの、その後の回復ペースは緩慢。また、10月の新規輸出受注指数は、中国景気の減速や米国の保護主義姿勢の強まりなどを背景に、よし悪しの判断の分かれ目となる「50」を下回る水準まで低下。

先行き、輸出の大幅な下振れは回避されると見込まれるものの、海外景気や貿易摩擦の影響を注視する必要。

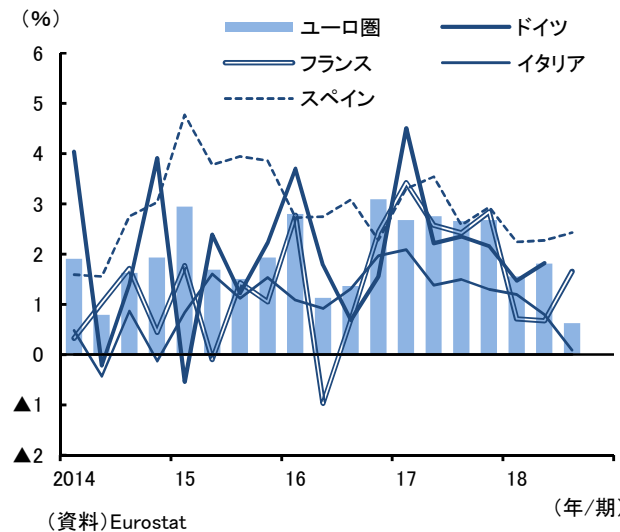
◆設備投資は回復が続く見通し

製造業では、生産制約要因として設備不足を挙げる企業の割合が上昇。先行き、輸出の大幅な落ち込みが回避されれば、設備投資は緩やかな回復が続く見通し。

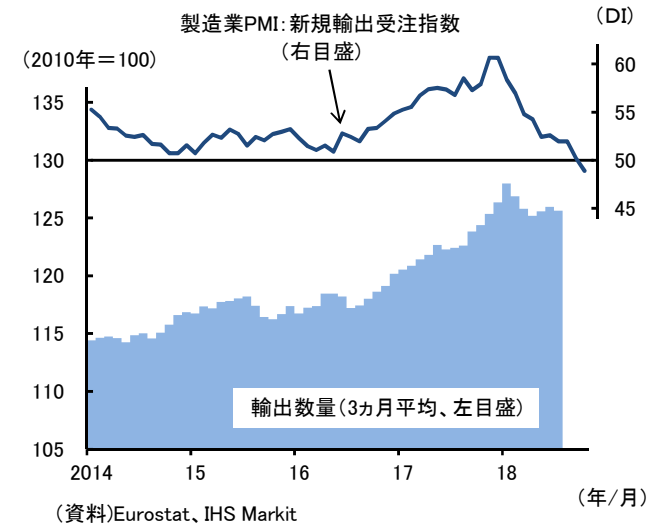
◆物価の上昇が家計の重石に

家計部門では、雇用・所得環境の改善が続いているものの、今春以降、原油高を主因とした物価の上昇が実質購買力の下押しに作用。もっとも、原油価格の落ち着きとともに、そうした下押し圧力は早晩減衰していく見通し。

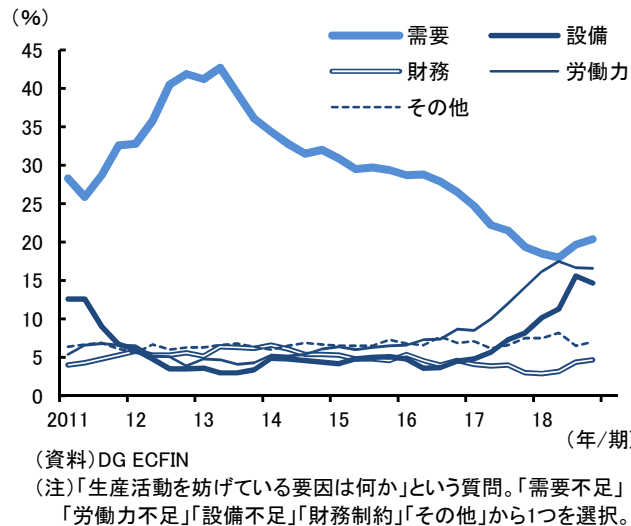
ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



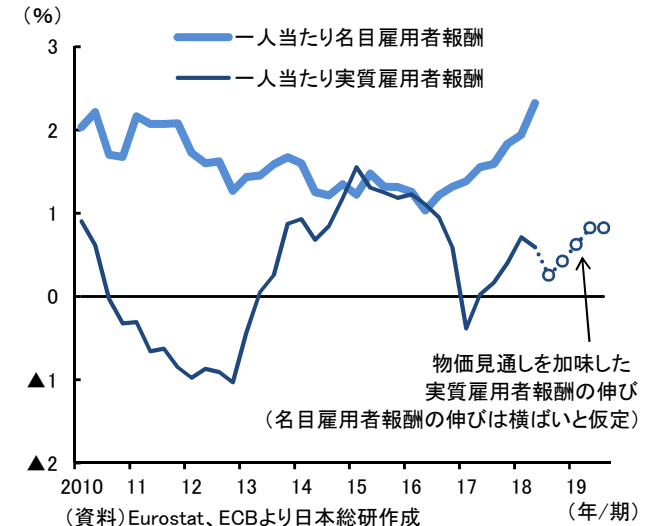
ユーロ圏の輸出数量と新規輸出受注指数



ユーロ圏製造業の生産制約要因



ユーロ圏の1人当たり雇用者報酬(前年比)



ユーロ圏トピック：イタリアの財政をめぐる懸念が増大

◆イタリアの財政をめぐる懸念が増大

イタリア新政権は10月16日、財政拡張的な公約を盛り込んだ予算案を欧州委員会に提出し、財政収支の改善を目指していた前政権の方針を事実上撤回。欧州委員会はこれを財政規律違反と判断し、修正を要求しているものの、政権は財政拡張を強硬に主張。

◆金融システム不安を招くリスクも

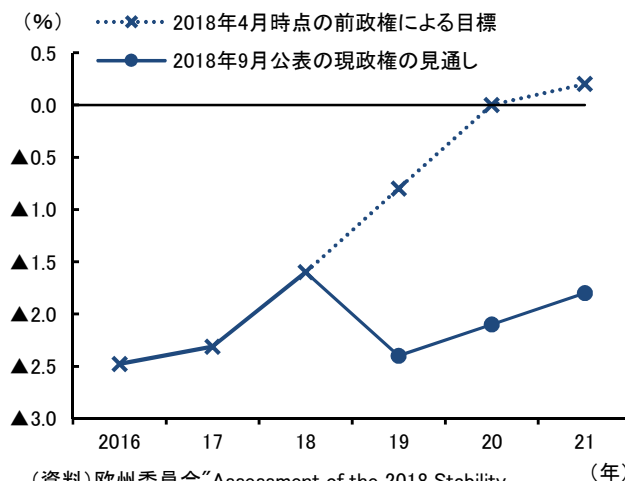
イタリアの財政規律をめぐる懸念が高まるなか、同国の国債利回りは急騰。こうした状況が長引けば、企業や家計の資金調達コストが上昇し、景気に悪影響を及ぼす公算が大。

加えて、イタリアの国債は、ECBの長期資金供給オペなどを背景に国内金融機関の保有が拡大したほか、海外金融機関も多く保有。財政への懸念がさらに高まれば国債価値の毀損を招き、イタリア国内外で金融システム不安が広がる恐れ。また、イタリアは不良債権処理が道半ばにあるなど、依然として金融システムに脆弱さを抱えていることも懸念材料に。

◆イタリアが譲歩すると予想

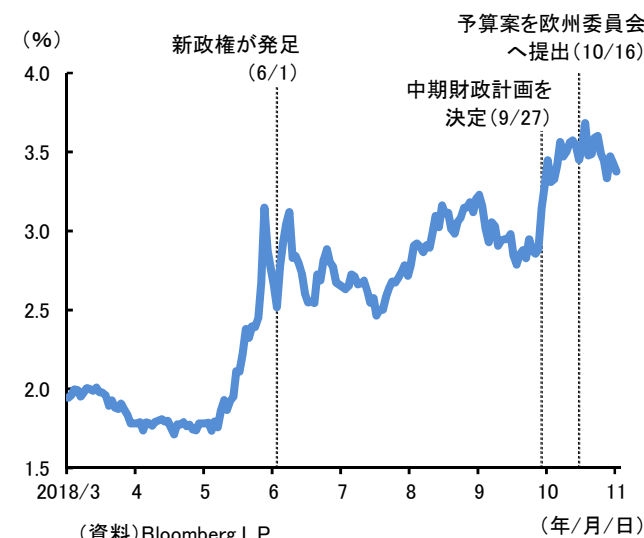
先行きを展望すると、減税や所得補償を公約に掲げるポピュリズム政権にとって、その修正は容易ではなく、2019年度予算の成立期限である本年末近くまでEUとの対立が続く可能性。もっとも、金融市場からの圧力も強まるなか、最終的にはイタリア政府がEUに譲歩し、予算規模の縮小に応じると予想。

イタリアの財政収支見通し(対名目GDP比)



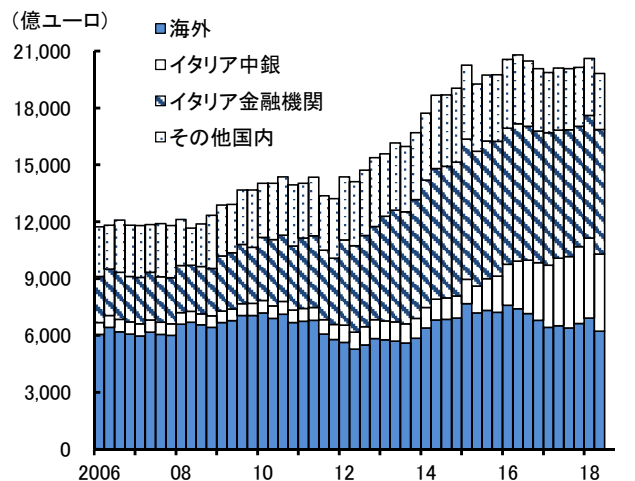
(資料) 欧州委員会 "Assessment of the 2018 Stability Programme for Italy"、イタリア財務省

イタリアの10年債利回り



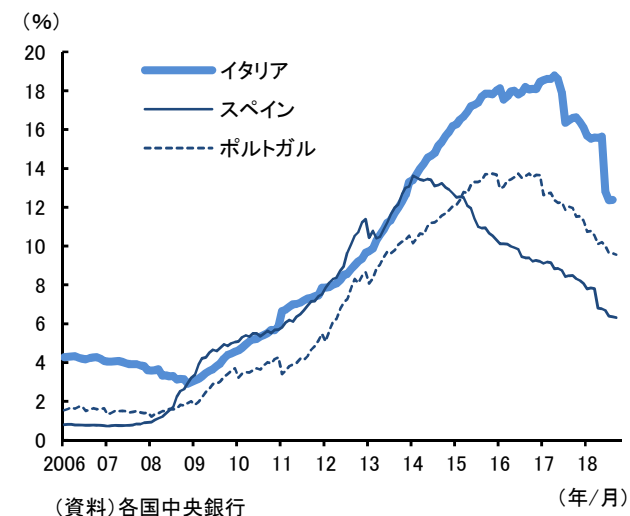
(資料) Bloomberg L.P.

イタリア国債の保有残高



(資料) イタリア中央銀行

銀行の企業向け融資における不良債権比率



(資料) 各国中央銀行

英国：「合意なし」離脱への警戒感が、企業・消費者マインドを下押し

◆7～9月期の成長加速は一時的

英国では、輸出の持ち直しや猛暑による個人消費の押し上げなどから、7～9月期は成長ペースが加速した公算が大。もっとも、落ち込みからの反動増や一時的な要因による影響が大きく、割り引いてみる必要。

◆設備投資マインドが一段と慎重化

企業部門では、今後の設備投資や設備投資向け借入を減らすとする企業が、足許で一段と増加。先行きも、Brexitをめぐる不透明感が拭えないなか、企業の投資に対する慎重姿勢が続く見通し。

◆賃金の伸びは拡大も、マインドは低迷

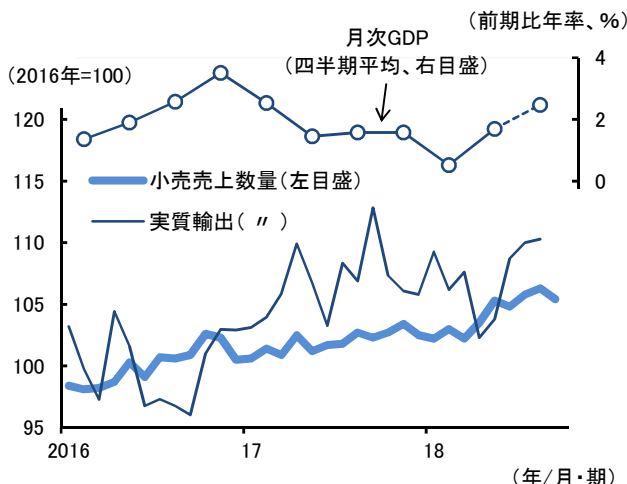
家計部門では、週当たり賃金（除くボーナス）が、2ヵ月連続で前年比+3%を超える伸びに。一方、Brexitへの懸念などから、消費者の経済情勢見通しは底ばい圏で推移しており、個人消費の力強い回復は期待薄。

◆Brexit交渉は難航

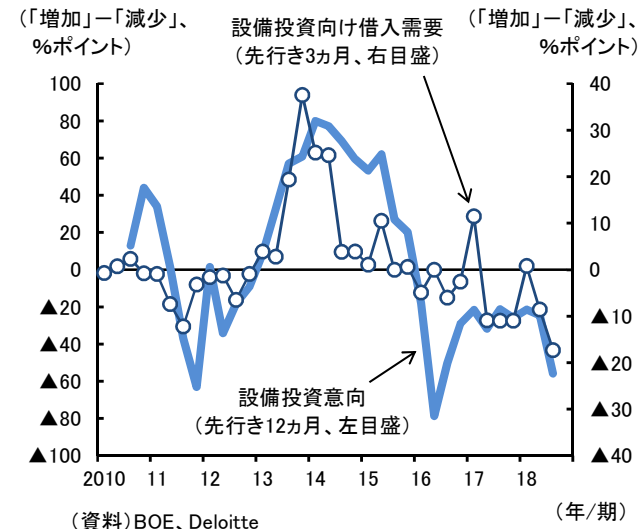
Brexitをめぐるのは、10月17、18日のEU首脳会議でも、北アイルランドの取り扱いなどをめぐる交渉で進展がみられず、EUは当初予定していた11月の臨時首脳会議の開催を見送り。

新たな貿易協定などがないまま英国がEU離脱を余儀なくされる事態は、英EU双方にとって得策ではなく、両者の歩み寄りにより、年内には離脱協定の合意に至ると予想。ただし、英・EUの合意後も、英国議会での離脱協定の批准が危ぶまれており、当面、「合意なし」離脱への警戒感が熾り続ける見通し。

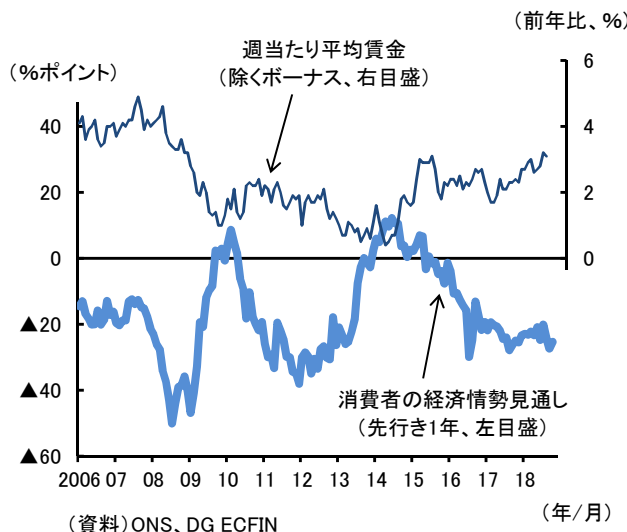
英国の小売売上数量と実質輸出、月次GDP



英国企業の設備投資マインドと借入需要



英国の賃金と消費者マインド



英国・EUのBrexit関連政治日程

2018年	7月12日	・英国が、EU離脱方針をまとめた白書を公表
	9月 19・20日	<EU非公式首脳会議> ・EUは、英国がまとめた離脱方針を拒否
	10月 17・18日	<EU首脳会議> ・北アイルランドの国境問題で合意に至らず、11月半ばの臨時首脳会議の開催を見送り
	11月	・交渉に決定的な進展がみられれば、臨時EU首脳会議を開催
	12月	・13、14日に定例のEU首脳会議を開催
	12月25日	・実質的な「離脱協定」最終合意期限 (EUバニエル主席交渉官の説明)
2019年	～3月	・欧州議会、英国議会での離脱協定の批准
	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および締結 (移行期間延長の可能性も)
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

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

ユーロ圏では、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が底堅く推移するなか、景気回復基調が続く見込み。もっとも、ユーロ高や中国経済の減速を受けて、輸出の回復ペースが緩やかにとどまるなか、1%台後半の成長となる見通し。

インフレ率は、賃金面からの物価押し上げ圧力が力強さに欠けるなか、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、新たな貿易協定などがないままEU離脱を余儀なくされるという事態は回避される見込み。もっとも、EU離脱に向けた協定や、新たな通商協定をめぐる交渉は難航が予想され、Brexitに対する先行き不透明感が残存。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、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、ポンド安地合いによる物価押し上げ圧力が残存。2019年末にかけて、2%前後への低下にとどまる見込み。

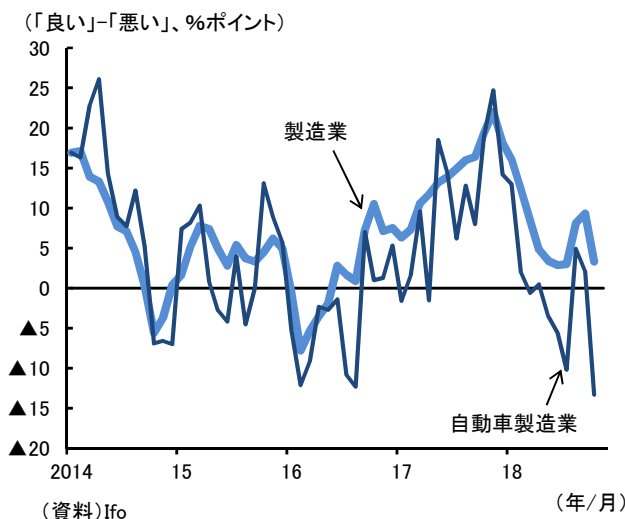
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

		2017年	2018年				2019年				2017年	2018年	2019年
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(実績)			
ユーロ圏	実質GDP	2.7	1.6	1.8	0.6	2.1	1.8	1.6	1.7	2.4	1.9	1.6	
	消費者物価指数	1.4	1.3	1.7	2.1	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5	1.7	1.6	
ドイツ	実質GDP	2.2	1.5	1.8	1.3	2.0	1.9	1.6	1.7	2.2	1.8	1.7	
	消費者物価指数	1.7	1.4	1.9	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8	
フランス	実質GDP	2.8	0.7	0.7	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	2.2	1.6	1.5	
	消費者物価指数	1.2	1.5	2.1	2.6	2.3	1.8	1.7	1.7	1.2	2.1	1.7	
英国	実質GDP	1.5	0.4	1.6	1.8	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7	1.2	1.5	
	消費者物価指数	3.0	2.7	2.4	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1	2.7	2.5	2.1	

(資料) Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

ドイツの業種別業況見通し(先行き6ヵ月)



【ホット・トピック】

◆ドイツの自動車製造業に逆風

2018年入り後、中国景気の減速に加え、米トランプ政権の自動車関税の引き上げやBrexitに対する懸念の強まりが、ドイツの自動車製造業のマインドを下押し。

さらに、9月に実施された自動車の燃費試験法の改正に一部メーカーの対応が遅れ、生産が大幅に減少。また、10月には、排出ガスが基準値を満たしていないディーゼル車の買い替え・補修を促す奨励金の設置が決定され、政府は数十億ユーロ規模の負担を自動車メーカーへ要請。

こうしたなか、自動車製造業の業況見通しが足許で大幅に悪化。ただし、燃費試験法への対応やディーゼル車向け奨励金の拠出による影響は、一時的にとどまる見通し。輸出環境が一段と悪化しなければ、自動車製造業の大幅な調整は回避されると予想。

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月理事会での決定通り、12月末で資産買入を終了する見込み。一方、政策金利については、ECBの目標である前年比+2%弱に向けたインフレ率の上昇を見極めながら、2019年秋に預金ファシリティ金利の引き上げに踏み切ると予想。

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などから、短期的には下振れる可能性はあるものの、ECBによる金融政策の正常化に向けた着実な取り組みを受け、徐々に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。

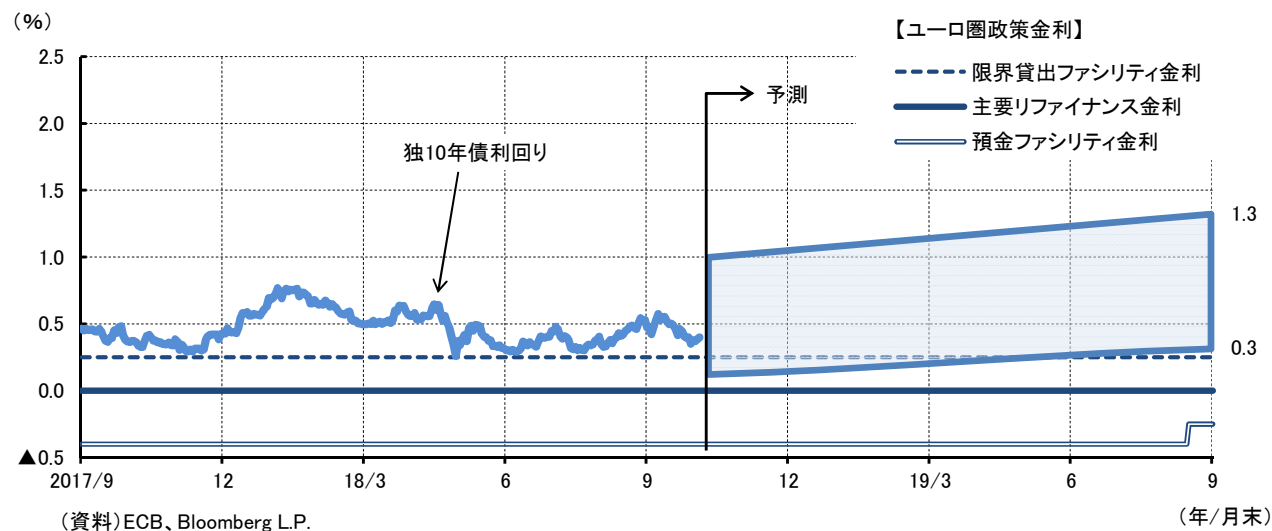
<英国>

◆BOE：次回利上げは2019年夏

物価高への懸念が拭えないなか、BOE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、2019年夏に追加利上げに踏み切ると予想。

英10年債利回りは、BOEの金融引き締め観測が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、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

