
欧州経済展望

2019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の利上げ時期に後ずれ観測
3. 英国：EU離脱協定の議会採決が難航
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）
橋高 史尚（Tel：03-6833-8798 Mail：kittaka.fuminao@jri.co.jp）

◆本資料は2019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：強まる景気減速感

◆実質GDPの伸びが低迷

2018年10～12月期のユーロ圏実質GDPは、前期比年率+0.9%と伸び悩み。国別にみると、フランスやスペインが底堅い伸びとなった一方、イタリアは財政収支悪化懸念の高まりなどを背景に、2四半期連続で前期比マイナスに。

◆ドイツ製造業生産が弱含み

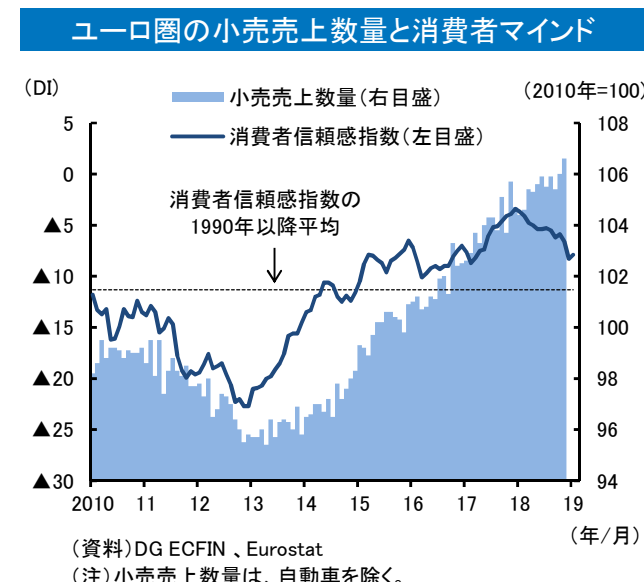
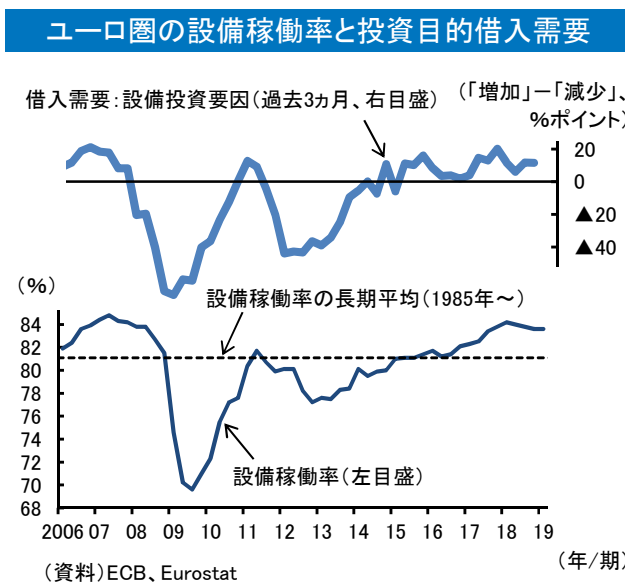
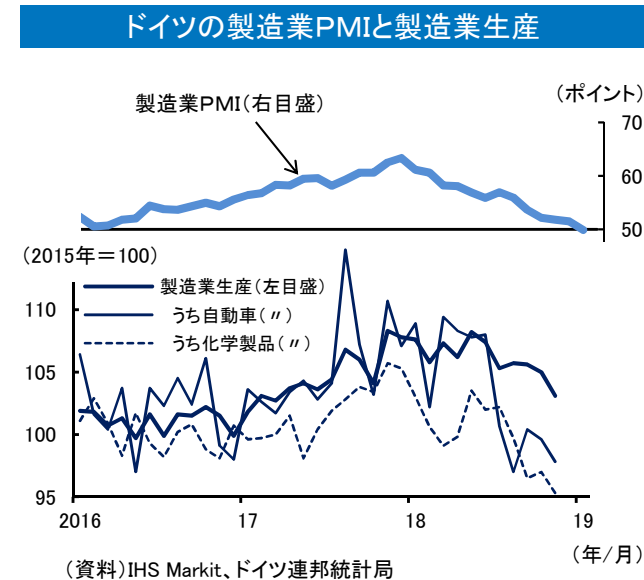
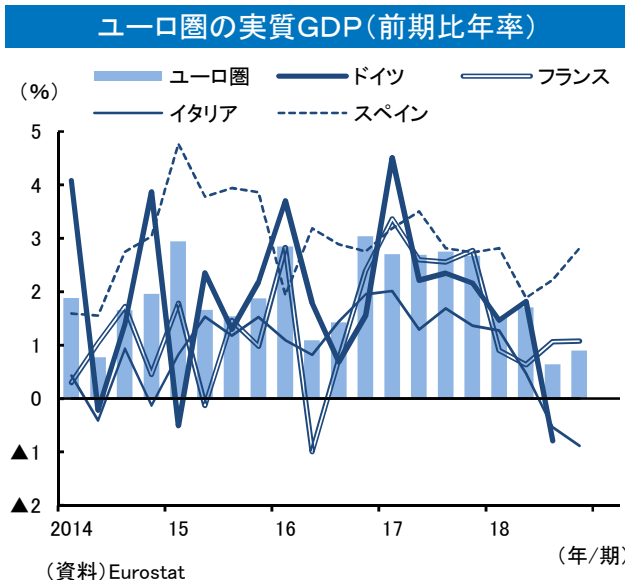
1月のドイツの製造業PMIは、良し悪しの判断の分かれ目となる「50」を下回る水準に。中国経済の減速などを受けた輸出の低迷に加え、供給面の制約も製造業生産を下押し。2018年夏以降、自動車の新燃費規制への対応が遅れているほか、異常気象により河川の水位が極度に低下し、岸辺に集積する化学産業の物流が停滞。もっとも、これらの制約による下押しは一時的にとどまる見通し。

◆設備投資には底堅さ

景気減速下にあっても、ユーロ圏製造業の設備稼働率は高水準が持続。加えて、企業の設備投資目的の借入需要は引き続き「増加」超で推移。先行きも設備投資は底堅さを維持する見通し。

◆個人消費は増勢持続

ユーロ圏の消費者マインドは、2017年末をピークに低下傾向にあり、景気に対する見方が慎重化しつつある状況。もっとも、依然として長期平均を上回っているほか、小売売上数量も増勢が持続。雇用・所得環境の改善を背景に、先行きも個人消費は底堅く推移する見通し。



ユーロ圏トピック：ECBの利上げ時期に後ずれ観測

◆市場の利上げ予想は2020年半ば

1月のECB理事会では、足許の景気が想定以上に減速していることを確認した上で、米国の保護主義姿勢の強まりなどによる不確実性の高まりを背景に、経済の先行きに関するリスク判断を下方修正。

ECB理事会の結果を受け、金利先物市場が織り込む預金ファシリティ金利の引き上げ時期は、2020年半ばまで後ずれ。

◆内需回復のモメンタムは持続

もっとも、景気の下支え役である内需は底堅さを維持。労働市場では、企業の採用見通しが依然として高水準にあるなか、当面、失業率の低下傾向が続く見通し。加えて、昨年秋以降の原油価格の下落が、家計の実質購買力の押し上げに寄与。こうした雇用・所得環境の改善が、個人消費の下支えとなる見込み。物価についても、労働需給が逼迫するなか、賃金面からの押し上げ圧力が徐々に強まる見込み。以上を踏まえると、市場が織り込むほど利上げ時期が後ずれする可能性は低いと判断。

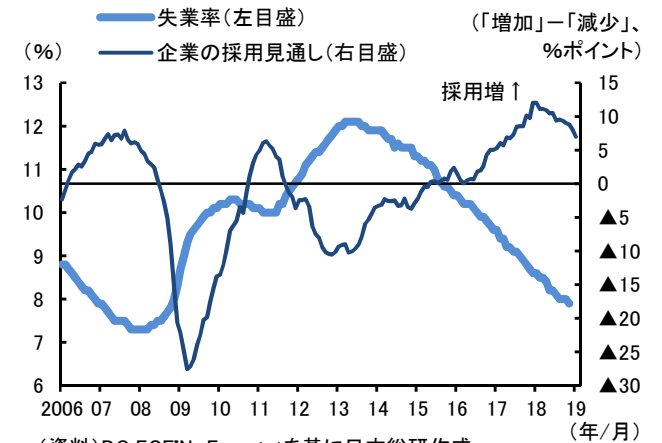
ただし、米中貿易摩擦の深刻化や中国景気の減速、欧州での政治不安の高まりなどの下振れリスクが山積しており、こうしたリスクが長期化・顕在化すれば、利上げが困難になる恐れ。

ドラギ総裁の主な発言(1月24日)

- ・足許の経済データは、外需の減速や特定の国・産業に関する要因により、想定よりも弱い状態が続いている。
- ・経済の先行きについて、地政学的な要因に関する根強い不確実性、保護主義の脅威、新興国市場の脆弱性、金融市場のボラティリティの高まりを背景に、リスクが下振れ方向にシフトした。
- ・コアインフレ率の伸び悩みが続いているものの、労働需給の逼迫が進むなか、賃金の伸びは加速していることから、コアインフレ率が上昇に転じるのは時間の問題だ。
- ・中国経済の減速は、政府の対応により長くは続かないと考える。貿易摩擦の高まりは徐々に弱まるだろう。Brexit問題も、EU経済に及ぼす影響はそれほど大きくないと思われる。ドイツの自動車産業についても、近いうちに回復が見込まれる。
- ・足許のリスクの高まりが企業や消費者のマインドに与えた影響について、3月に改めて議論する。

(資料)ECB

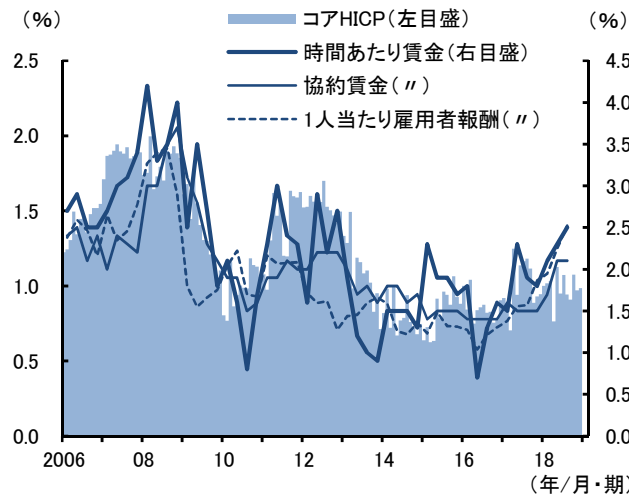
ユーロ圏の失業率と企業の採用見通し



(資料)DG ECFIN, Eurostatを基に日本総研作成

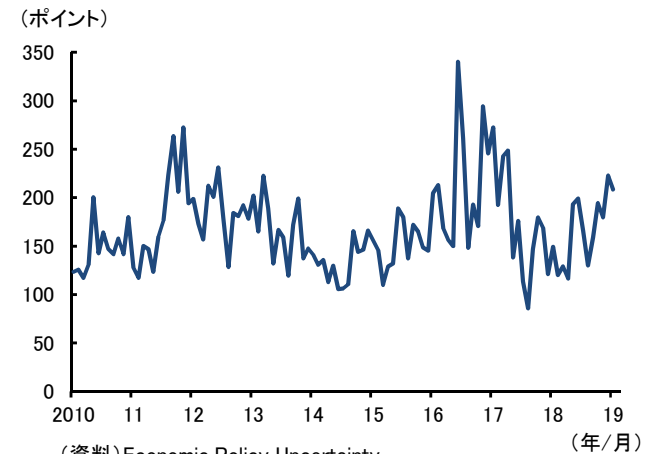
(注)採用見通しは、鉱工業・サービス業・建設業・小売業の各数値を経済センチメント指数のウェイトに基づいて合成。

ユーロ圏の賃金とコアHICP(前年比)



(資料)Eurostat, ECB

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。

英国：EU離脱協定案の議会採決が難航

◆駆け込み需要が製造業を押し上げ

英国の製造業PMIは、ユーロ圏に比べ、底堅い推移が持続。もっとも、製品・購買品在庫指数が上昇する一方、生産見通し指数の低下が続いていることから、合意なきEU離脱を警戒した在庫積み増しなどの駆け込み需要の影響が大きいと推測。

◆消費者マインドが大きく低下

家計部門では、昨年秋以降、消費者マインドが大きく低下。とりわけ、Brexitをめぐる先行き不透明感の高まりを背景に、経済情勢見通しは欧州債務危機にあった2012年以來の低水準に。

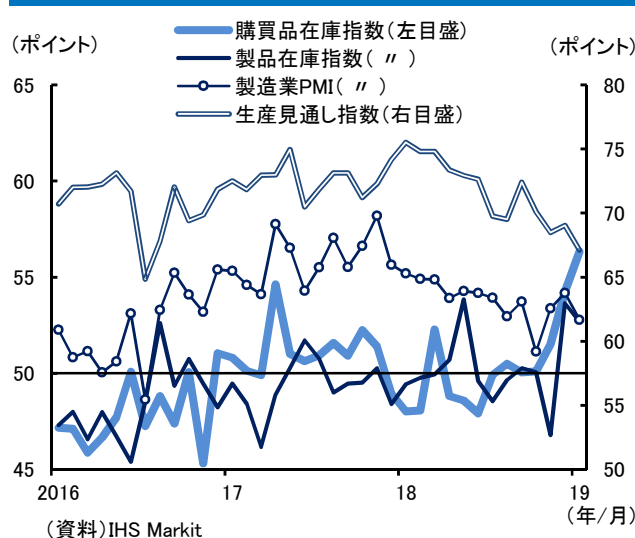
◆住宅価格の下落が持続

RICS住宅価格指数は、昨年秋以降、「下落」超での推移が持続。とりわけ、EU離脱の影響が大きいロンドンで、価格低迷が顕著。

◆合意なきEU離脱は回避されると予想

Brexitをめぐるのは、英国議会で離脱協定案の採決が難航し、2019年3月末の離脱期限が迫る状況。1月末の英国議会採決では、アイルランドとの国境問題に関するバックストップ条項の修正をめぐり、EUと再協議することを決定したものの、交渉の早期決着は期待し難い状況。ただし、英国議会・EUともに合意なし離脱を回避したいという点では意見が合致していることから、離脱期限の延長により、合意なし離脱の回避を図ると予想。

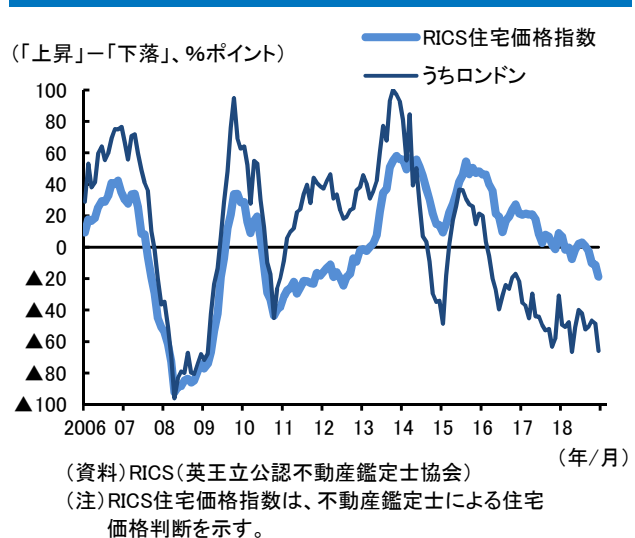
英国の製造業PMI



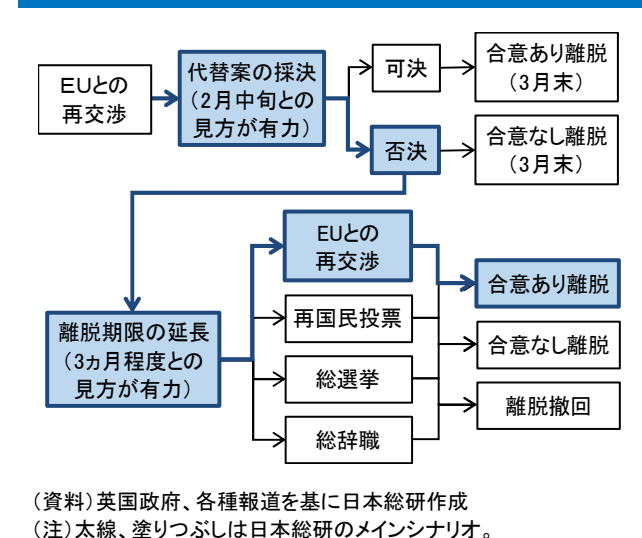
英国の消費者マインド



英国の住宅価格指数



Brexitをめぐるシナリオ



欧州経済見通し：ユーロ圏は1%台半ば、英国は1%台前半の成長ペースに

<ユーロ圏>

◆1%台半ばの成長が持続

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。一方、海外景気の減速や政治をめぐる不確実性の高まりが重石となり、1%台半ばの成長となる見通し。

インフレ率は、原油価格の下落によりエネルギー面からの押し上げ効果が剥落するなか、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、Brexitの移行期間入り後も、新たな通商協定等の交渉は難航する公算が大。

Brexitをめぐる不確実性が個人消費や内外企業の投資の重石となり、1%台前半を中心とした緩慢な成長が続く見通し。

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。本年末にかけて、2%前後への低下にとどまる見込み。

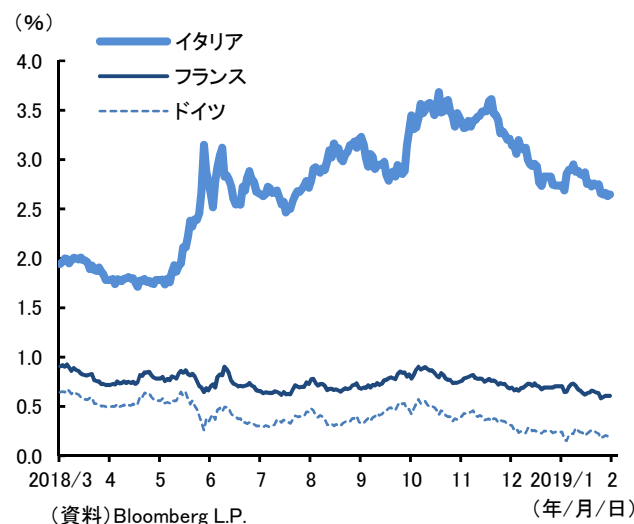
欧州各国の経済・物価見通し

(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、%)

		2018年				2019年				2017年	2018年	2019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	1.5	1.7	0.6	0.9	1.7	1.5	1.6	1.6	2.4	1.8	1.4
	消費者物価指数	1.3	1.7	2.1	1.9	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.5
ドイツ	実質GDP	1.5	1.8	▲ 0.8	0.8	1.7	1.6	1.5	1.6	2.2	1.5	1.2
	消費者物価指数	1.4	1.9	2.1	1.7	1.4	1.6	1.8	1.8	1.7	1.9	1.7
フランス	実質GDP	0.9	0.6	1.1	1.1	1.6	1.4	1.5	1.6	2.2	1.5	1.4
	消費者物価指数	1.5	2.1	2.6	2.3	1.8	1.6	1.5	1.6	1.2	2.1	1.6
英国	実質GDP	0.3	1.7	2.5	1.2	1.5	1.1	1.3	1.2	1.8	1.4	1.4
	消費者物価指数	2.7	2.4	2.5	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1	2.7	2.5	2.1

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

イタリア・フランス・ドイツの10年債利回り



【ホット・トピック】

◆伊仏財政悪化による金利上昇リスク

イタリアの国債利回りは、歳出規模を縮小した2019年度予算案を欧州委員会に提出したことをきっかけに、昨年末から低下傾向が持続。もっとも、現政権は財政拡張路線を放棄しておらず、財政規律をめぐるEUと再び衝突するリスクが残存。国債利回りは前政権時代に比べ高水準での推移が続くとみられ、企業や家計の資金調達に重石に。

一方、フランスでは、大規模なデモを受けた減税などにより、財政収支の悪化が見込まれているものの、マクロン大統領の財政健全化への強い意欲を背景に、財政不安による国債利回りの上昇はみられず。ただし、デモ鎮静化のために更なる譲歩を強いられれば、財政悪化懸念が本格的に高まる恐れも。

欧州金利見通し：本年秋にECBは利上げ

<ユーロ圏>

◆ECB：利上げは本年秋

ECBは、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、金融政策の正常化に向けて、まず本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。もっとも、海外景気の減速や政治をめぐる不確実性の高まりといった下振れリスクが長期化・顕在化すれば、利上げ時期が後ずれする可能性も。

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。

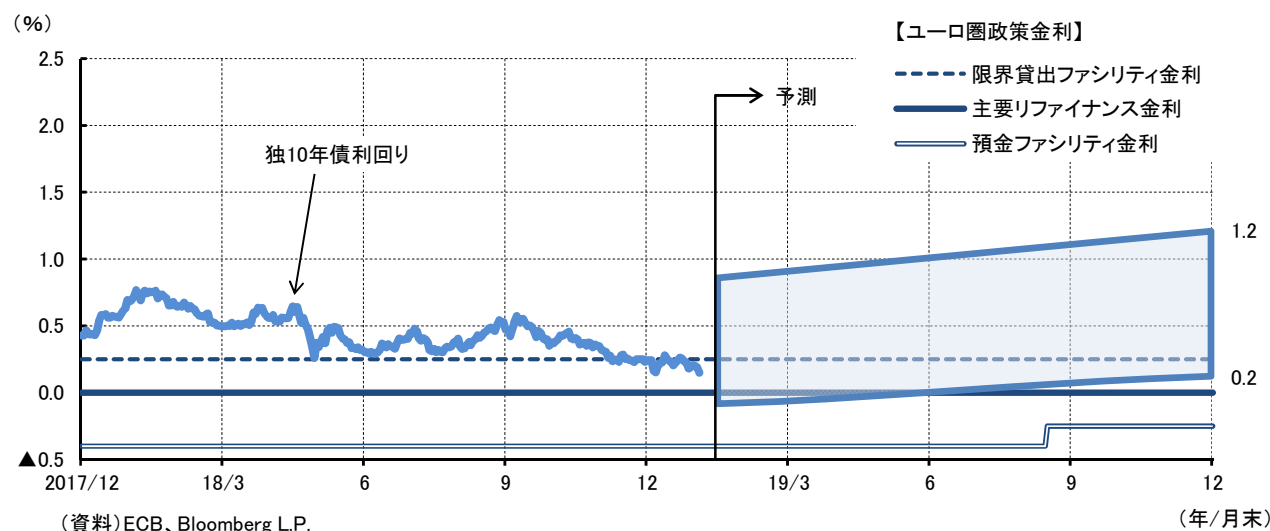
<英国>

◆BOE：次回利上げは本年秋

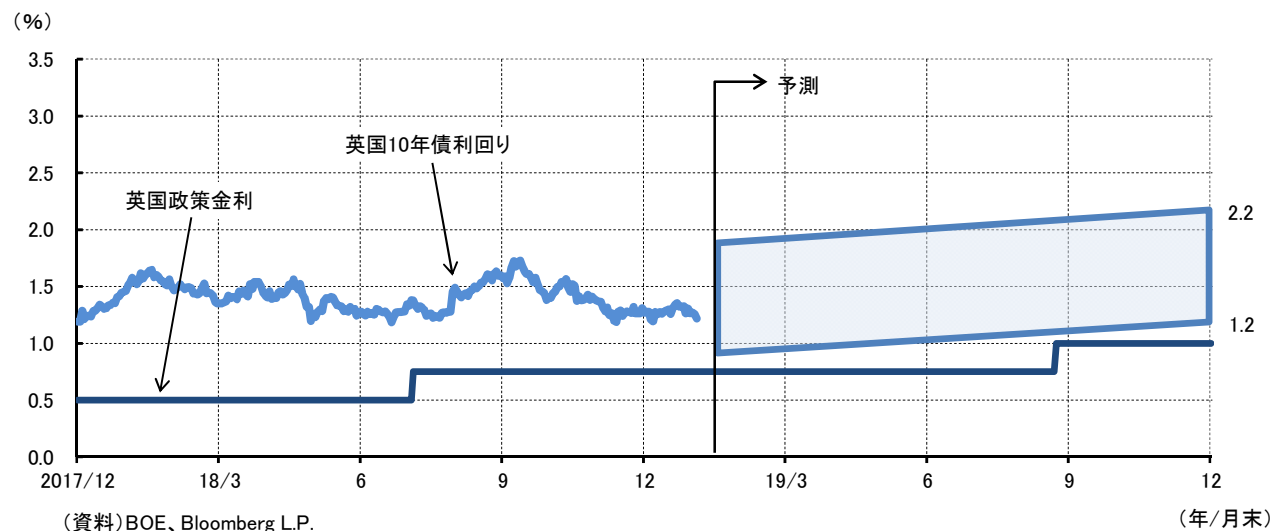
物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、本年秋に追加利上げに踏み切ると予想。

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、景気の低迷が抑制要因として作用するため、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



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 (%)	N Y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 (%)	ユーロ・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
18/7	111.47	130.27	1.1686	▲ 0.0700	0.09	0.05	22309.06	1.91	2.34	2.89	24978.23	2793.64	▲ 0.36	▲ 0.32	0.36	1.27	3460.89	70.58	1237.70
18/8	111.03	128.22	1.1548	▲ 0.0593	0.09	0.10	22494.14	1.91	2.32	2.89	25629.99	2857.82	▲ 0.36	▲ 0.32	0.36	1.31	3436.83	67.85	1200.43
18/9	112.05	130.62	1.1660	▲ 0.0586	0.06	0.12	23159.29	1.95	2.35	2.99	26232.67	2901.50	▲ 0.36	▲ 0.32	0.44	1.53	3365.23	70.08	1198.08
18/10	112.79	129.49	1.1480	▲ 0.0603	0.05	0.14	22690.78	2.19	2.46	3.16	25609.34	2785.46	▲ 0.37	▲ 0.32	0.46	1.56	3244.55	70.76	1215.35
18/11	113.37	128.80	1.1362	▲ 0.0701	0.05	0.10	21967.87	2.20	2.65	3.11	25258.68	2723.23	▲ 0.36	▲ 0.32	0.38	1.44	3186.40	56.69	1220.98
18/12	112.17	127.60	1.1376	▲ 0.0676	0.05	0.04	21032.42	2.27	2.79	2.83	23805.55	2567.31	▲ 0.36	▲ 0.31	0.25	1.27	3057.84	48.98	1252.64
19/1	108.99	124.47	1.1420	▲ 0.0643	0.04	0.00	20460.51	2.40	2.77	2.71	24157.80	2607.39	▲ 0.37	▲ 0.31	0.22	1.28	3088.65	51.55	1292.02