
欧州経済展望

2018年9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：懸念が高まるイタリア財政政策の行方
3. 英国：4～6月期は成長ペースがやや持ち直し
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9月3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：賃金の伸びに加速の兆し

◆輸出に底打ち感

ユーロ圏では、本年入り後、輸出が減少していたものの、足許で底打ち感が強まりつつある状況。輸出数量を仕向地別にみると、米国向けが減少する一方、その他の地域向けが増加に転じており、総じてみれば横這い圏の動きに。

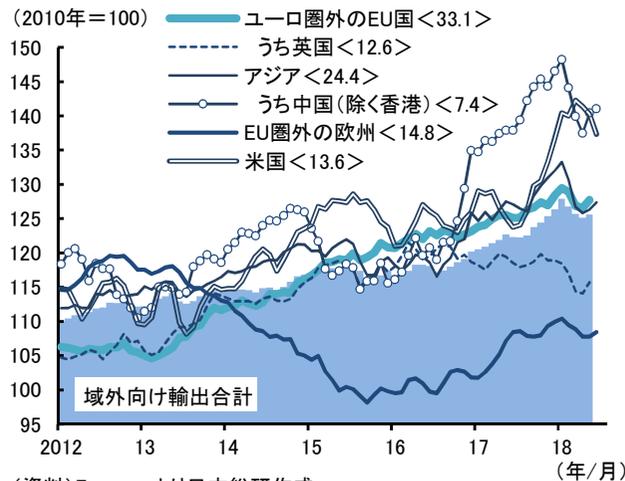
また、域外向け製造業受注は、今春以降、再び増加傾向に転じており、先行き、輸出は増勢に復する見込み。もっとも、製造業PMIの新規輸出受注指数は、足許で改善と悪化の分岐点である「50」を超えているものの、2016年半ば以来の水準まで低下しているため、回復ペースは緩やかにとどまる見通し。

◆賃金の伸びに加速の兆し

家計部門では、失業率が2008年末以来の水準まで低下するなか、足許で賃金の伸びに加速の兆し。雇用・所得環境の改善を背景に、先行きも個人消費は底堅い推移が続く見通し。

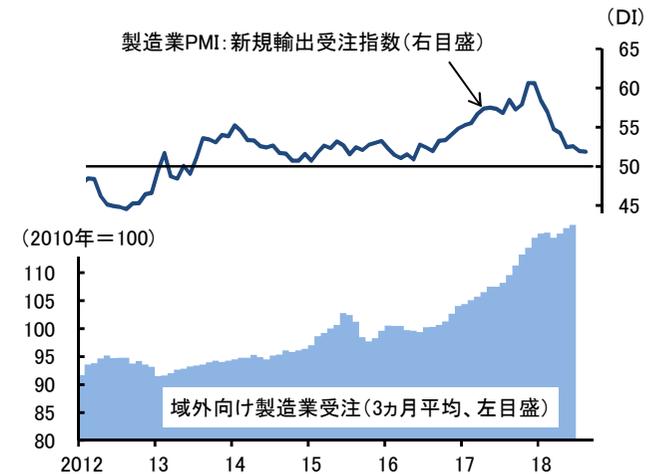
一方、消費者マインドをみると、依然として高水準にあるものの、足許でやや頭打ち感が強まる状況。米国の保護主義姿勢の強まりやトルコの通貨危機を受けて、景気に対する見方が慎重化しつつあるとみられ、先行き、個人消費の重石となる恐れ。

ユーロ圏の輸出数量(3ヵ月平均)



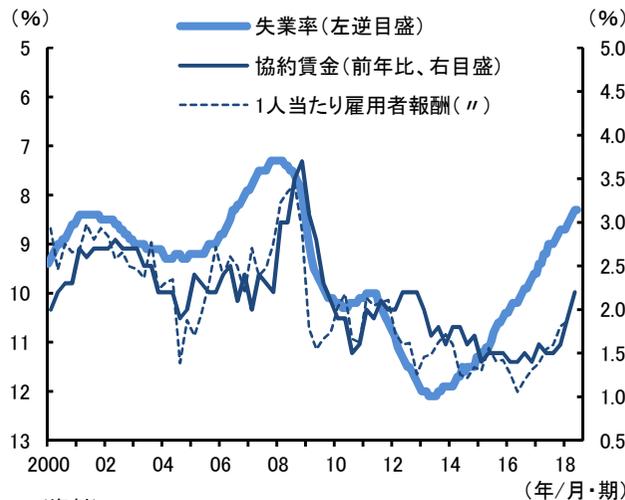
(資料)Eurostatより日本総研作成
(注1)<>内は、2017年の域外輸出に占める割合。

ユーロ圏の製造業受注と見通し



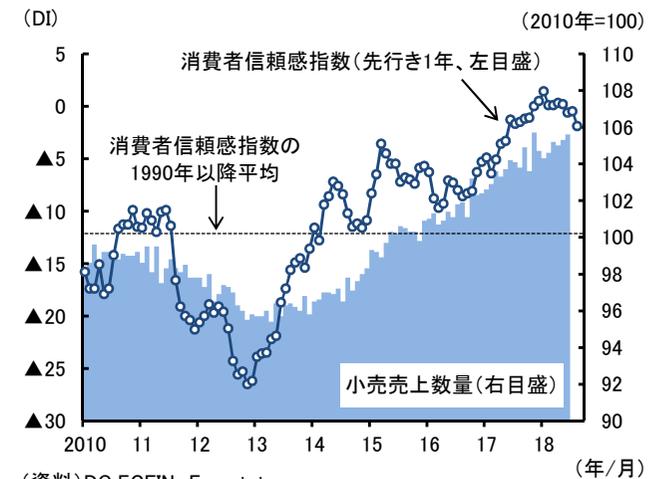
(資料)ECB、IHS Markit

ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金



(資料)Eurostat、ECB

ユーロ圏の小売売上数量と消費者マインド



(資料)DG ECFIN、Eurostat
(注)小売売上数量は、自動車を除く。

ユーロ圏トピック：懸念が高まるイタリア財政政策の行方

◆イタリアの金利は高水準

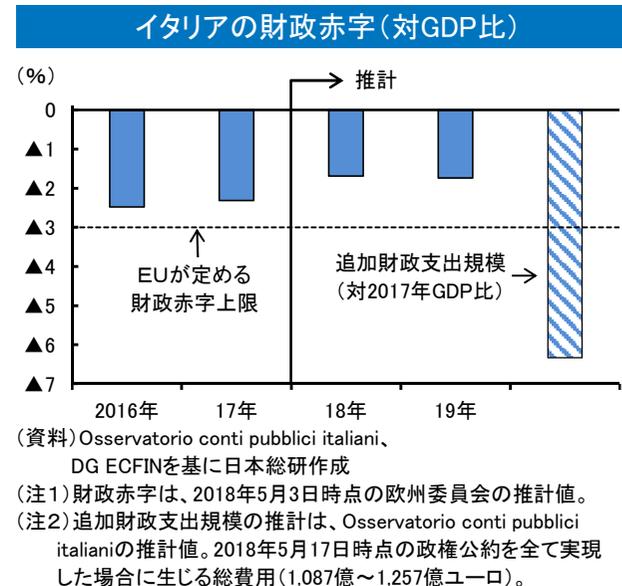
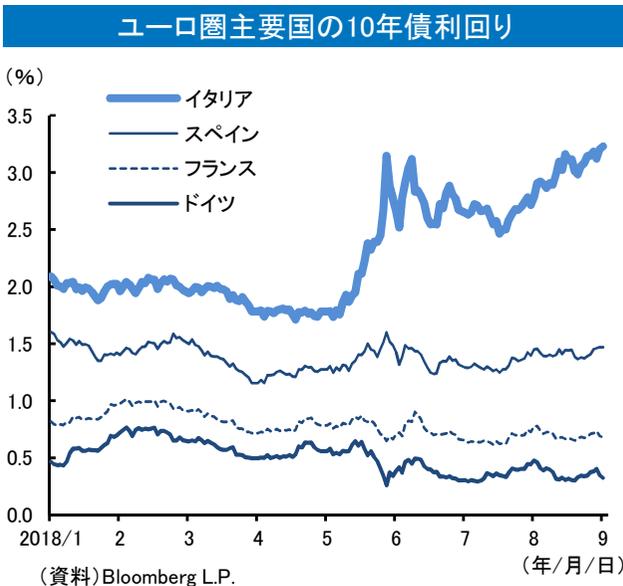
イタリアでは、新政権が掲げる減税や最低所得補償といったバラマキ色の強い財政拡大策への懸念を背景に、金利が高水準で推移。公約がすべて実施されれば、EUが定める財政赤字の上限を大きく上回る格好に。

◆大幅な財政拡大は回避

イタリアの来年度予算は、9月27日までに国会へ検討資料が提出され、10月15日までにEUへ予算案を提示。その後、11月末までにEUが意見を表明する予定。

予算案に注目が集まるなか、トリア財務相は一貫してEUが求める財政規律を順守する姿勢を示す一方、他の政権メンバーの多くはEUとの対立を辞さない構え。とりわけ、「同盟」党首であるサルビーニ副首相や「五つ星運動」党首であるディマイオ副首相は、難民受け入れ負担の偏りや自国のインフラ老朽化などを材料に、EUに対して譲歩を迫ることを示唆。

もともと、EUとの対立が深刻化すれば、金利が一段と上昇し、景気が下押しされる公算が大きく、国民の批判の矛先が政権に向かう恐れ。最終的には、イタリア政府がEUに譲歩し、大幅な財政拡大は回避されると予想。



イタリア政府要人の主な発言

発言者	内容
コンテ首相	「公的債務の圧縮を目指しているが、緊縮策を通じてではなく、われわれの富を増やす方法でそれを達成したい」(6月5日、所信表明演説)
トリア財務相	「来年度予算はEUのルールに適合する」(8月8日)
コンテ首相	「欧州委員会と国益を守る予算の交渉をするが、ばかげた要求はしない」(8月8日)
サルビーニ副首相 (同盟党首)	「イタリアは、欧州から常軌を逸した制限を受けることなく、河川や学校、高速道路、病院の安全性確保に向けた支出を認められるべきだ」(8月16日)
ディマイオ副首相 (五つ星運動党首)	「景気でこ入れのために必要であれば、赤字がGDPの3%という上限を突破することもあり得る」(8月28日)
トリア財務相	(ディマイオ副首相の上記発言に対し)「政府の意図は一貫してEUの規律を守ることを示唆している。ディマイオ氏も同意している」(8月28日)

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

イタリアの次年度予算に関するスケジュール

2018年	9月	イタリア議会へ予算に関する資料を提出(~27日)
	10月	欧州委員会へ予算案を提示(~15日)
	11月	欧州委員会が予算案に対して意見を表明(~11月末、重大な問題がある場合は~10月末)
	12月	イタリア議会で予算案を採択

イタリアが拡張的な財政政策を強硬に推し進めた場合

2019年1月以降	欧州委員会が、財政赤字や政府債務残高が基準を逸脱していると判断した場合、報告書を理事会に提出
1~5ヵ月後(注)	欧州理事会が「過剰財政赤字」認定を行い、是正勧告を施行
2ヵ月後	イタリアが2ヵ月以内に勧告を施行しない場合、欧州理事会が赤字削減措置を取るよう警告
4ヵ月以内	イタリアが警告に従わない場合、警告から4ヵ月以内に、最大で対GDP比0.5%までの罰金などを検討

(資料) 各種資料を基に日本総研作成

(注) 報告書提出から「過剰財政赤字」認定までの期限は規定されていないため、過去の事例から推測。

英国：4～6月期は成長ペースがやや持ち直し

◆4～6月期はサービス業が回復

英国の4～6月期実質GDPは前期比年率+1.5%と、1～3月期から小幅加速。個人消費の回復を背景にサービス業の伸びが高まったほか、悪天候の影響で減少していた建設業もプラスに転化。一方、製造業は輸出の落ち込みなどからマイナス幅が拡大。

◆雇用・所得環境は改善傾向

家計部門では、失業率の低下が続くなか、週当たり平均賃金の伸びが、足許で再び前年比+3%近くまで上昇。Brexitをめぐる先行き不透明感が消費者マインドの重石となっているものの、雇用・所得環境の改善が個人消費を下支え。

一方、企業部門では、設備投資に対する慎重姿勢に変化はみられず。Brexitをめぐる不確実性が拭えないなか、設備投資は低迷が長期化する見通し。

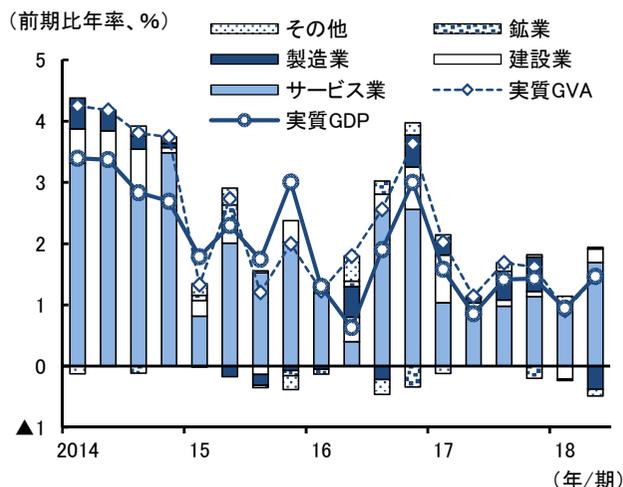
◆インフレ2%超が長期化

消費者物価上昇率は、昨年11月の前年比+3.1%をピークに切り下げているものの、エネルギー価格の上昇を主因に、今春以降、同+2%台半ばで高止まり。

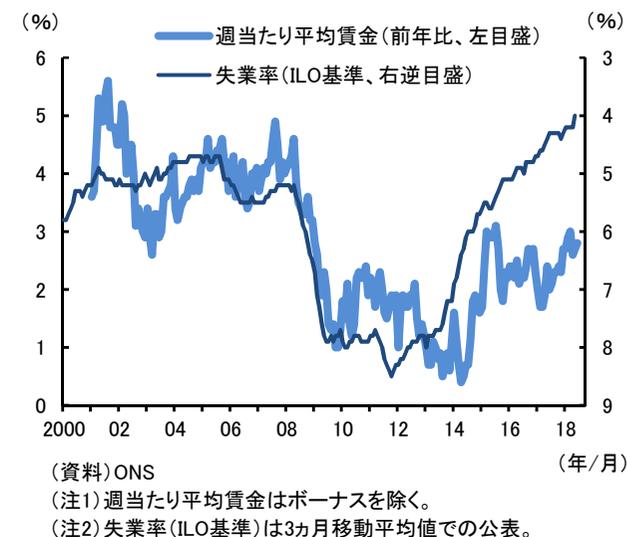
先行き、エネルギー価格による物価押し上げ圧力は徐々に減衰していくとみられる一方、ポンド安地合いの持続や賃金の緩やかな伸びの拡大などから、コア物価の伸びの鈍化には一服感が強まっていく見込み。

2019年にかけて、インフレ率が+2%を超えて推移すると予想されるなか、BOEは同年夏に追加利上げに踏み切ると予想。

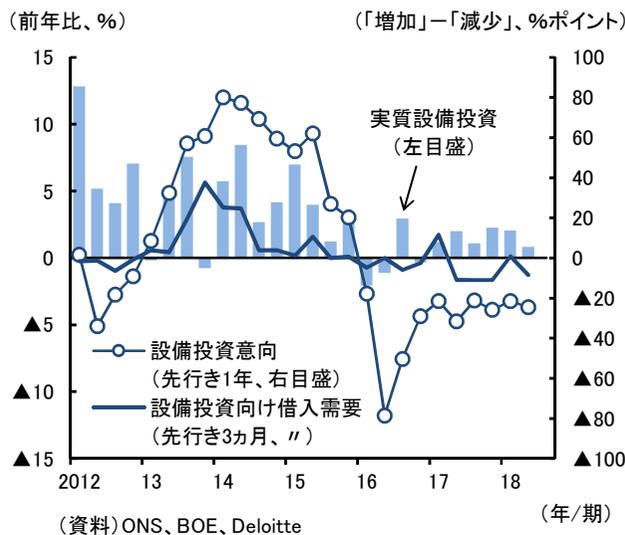
英国の実質GDPと実質GVA(付加価値額)



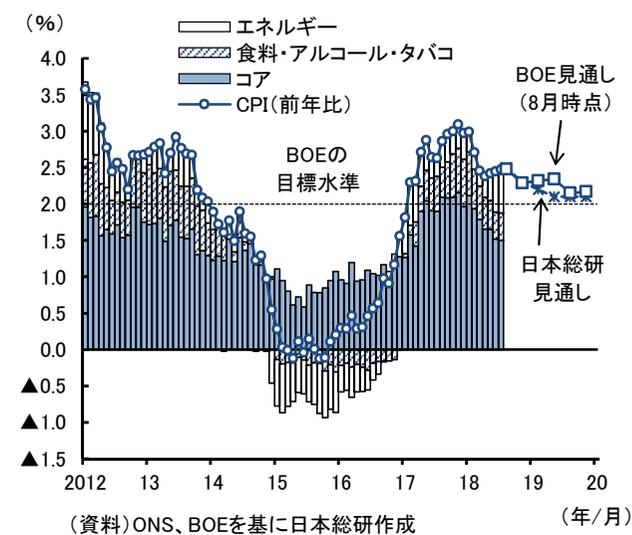
英国の失業率と週当たり平均賃金



英国企業の設備投資関連指標



英国の消費者物価指数



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、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、中国経済の減速などを受けて、輸出の回復ペースが緩やかにとどまるため、+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。

欧州各国の経済・物価見通し

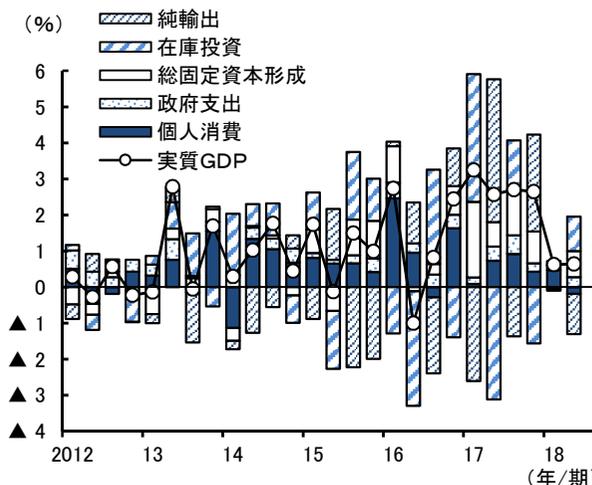
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

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

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

フランスの実質GDP(前期比年率)



【ホット・トピック】

◆フランスの政策動向に要注意

フランスでは、2018年4~6月期の個人消費が7四半期ぶりにマイナスに転化。

この背景には、マクロン政権による税制改正や労働市場改革の影響が指摘可能。年初より、一般社会税(幅広い所得に課される社会保障目的税)の増税を財源に、被雇用者の社会保険料負担の廃止が進められているものの、増税が先行する形となったため、被雇用者の負担が一時的に増加。加えて、ガソリンやたばこへの増税が実施されたほか、労働市場改革による痛みの顕在化が個人消費の重石となっている可能性。

当面はマイナス影響が残るものの、今秋にも社会保険料負担が完全に廃止されて負担が軽減するほか、労働市場改革も長い目でみれば経済成長に寄与。

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、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などから、短期的には下振れる可能性があるものの、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。

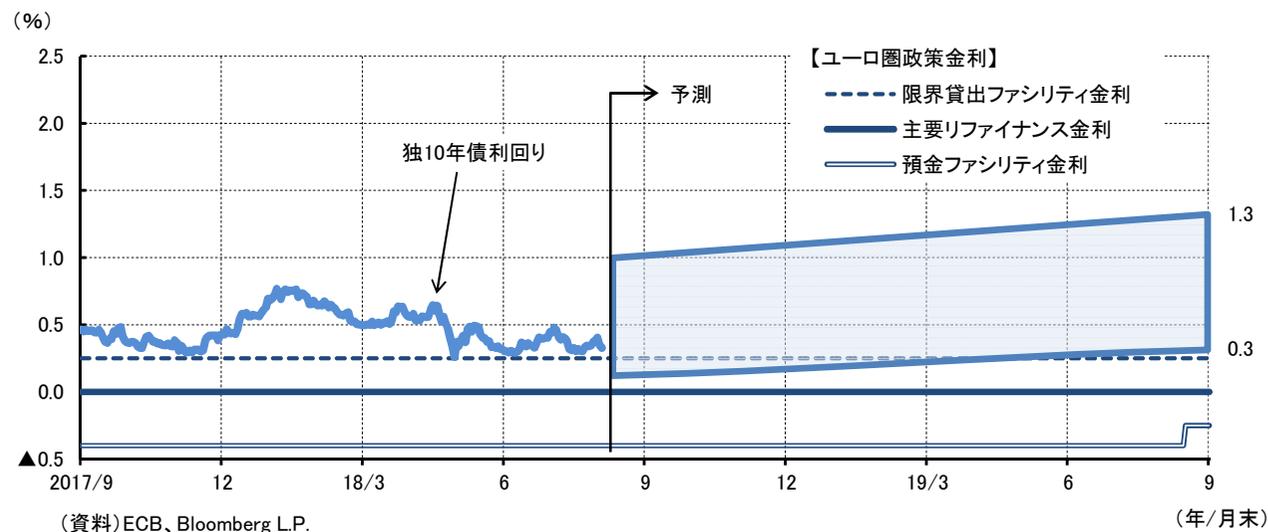
<英国>

◆ BOE：次回利上げは2019年夏

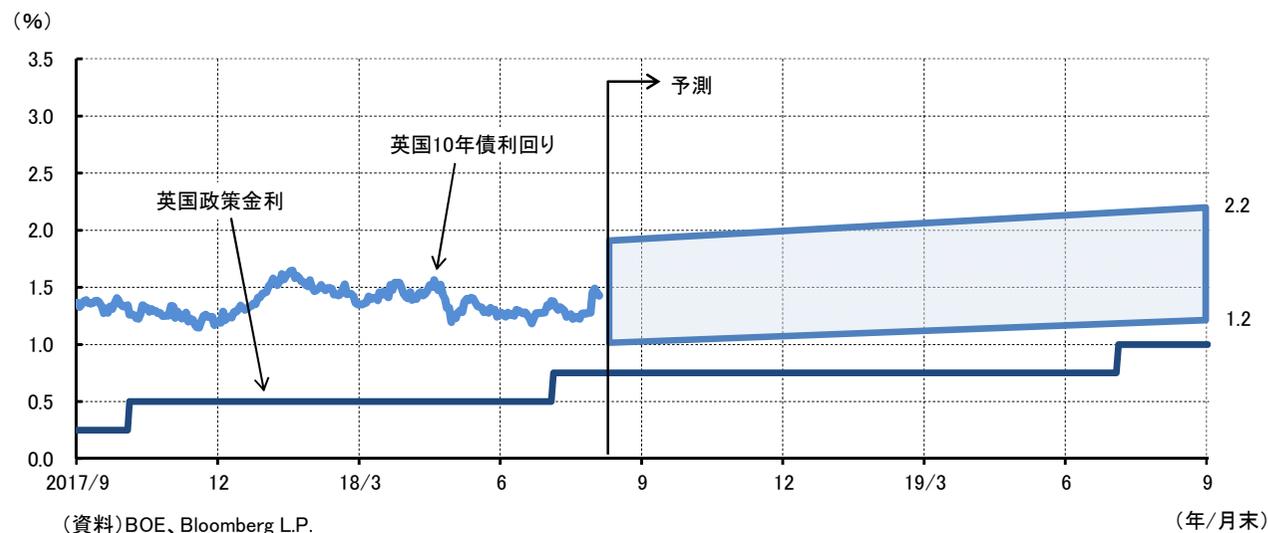
BOEは、物価高を警戒し、8月に追加利上げを実施。次回の利上げは、Brexitをめぐる交渉や、その景気への影響を見極めつつ、移行期間入り後の2019年夏となる見込み。

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



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 (%)	ユーロ・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
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	1.92	2.32	2.89	25629.99	2857.82	▲ 0.36	▲ 0.32	0.36	1.31	3436.83	67.85	1200.43