

---

---

# 欧州経済展望

2018年12月



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：マクロン仏大統領の改革の功罪
3. 英国：「合意なし」離脱への警戒感は拭えず
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12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：輸出の先行きには不透明感

## ◆企業マインドが弱含み

11月のユーロ圏コンジットPMIは、3カ月連続で低下。業種別にみると、輸出の減速を主因に製造業の落ち込みが続いたほか、サービス業も10月以降、水準を切り下げ。

## ◆輸出の先行きには不透明感

ユーロ圏の輸出数量は、今春以降伸び悩み。国別にみると、大きく減少していた中国向けが増勢に転じる一方、英国向けの低迷が続いているほか、トルコ向けが大幅に減少。また、米トランプ政権の保護主義姿勢が強まるなか、米中向け輸出の先行きに不透明感が残存。

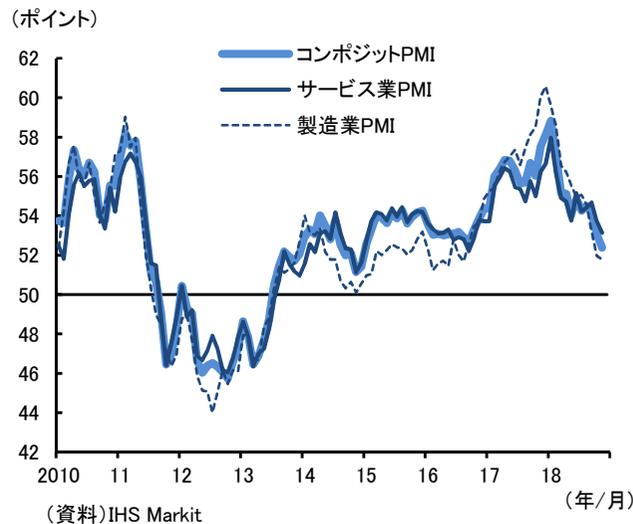
## ◆雇用環境の改善持続

家計部門では、今春以降の原油高を主因とした物価の上昇が個人消費の重石に。もっとも、企業の高い採用意欲を背景に、雇用環境の改善は持続。先行き、原油高による下押し圧力が剥落するにつれ、個人消費は増勢に復する見通し。

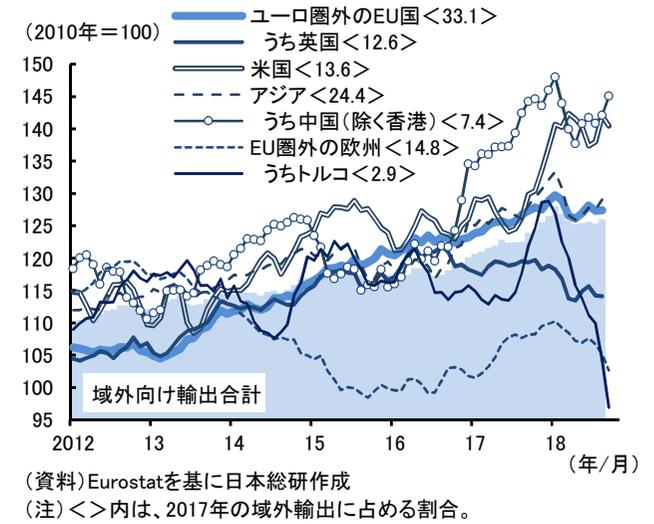
## ◆インフレ率は徐々に上昇へ

ユーロ圏のコア消費者物価指数は、伸び悩みが持続。もっとも、先行きは賃金面からの物価押し上げ圧力の強まりが見込まれ、インフレ期待も徐々に高まる状況。こうしたなか、ECBは金融政策の正常化を着実に進める見通し。予定通り2018年12月末に資産買入を終了後、基調的なインフレ率の上昇を見極めながら、19年秋に利上げに踏み切ると予想。

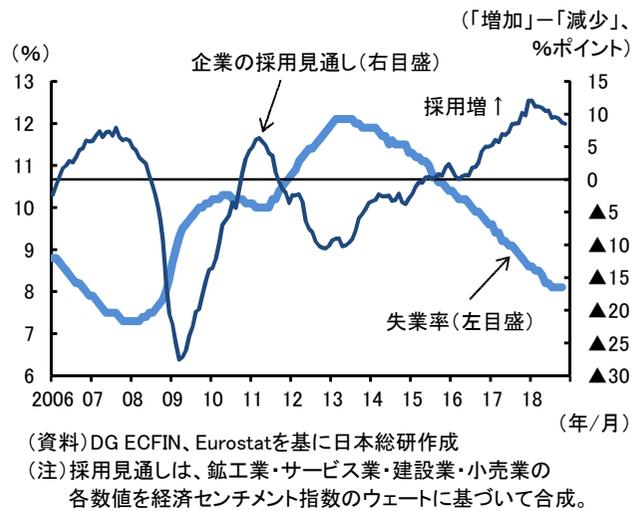
### ユーロ圏のPMI



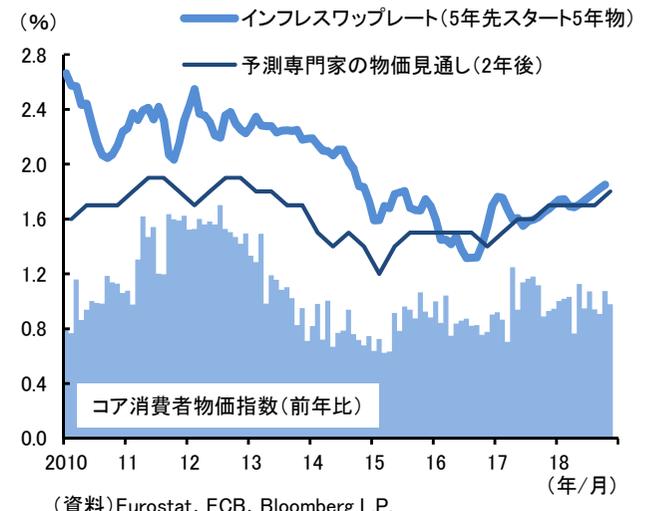
### ユーロ圏の輸出数量(3カ月平均)



### ユーロ圏の失業率と企業の採用見通し



### ユーロ圏の消費者物価指数とインフレ期待



# ユーロ圏トピック：マクロン仏大統領の改革の功罪

## ◆改革の痛み国民の不満が蓄積

フランスでは、マクロン大統領の構造改革に対し、企業偏重との見方から国民の不満が蓄積。実際、大統領の支持率は就任当初の60%超から20%台へ急落しているほか、11月下旬には増税に対する大規模な抗議デモが発生。

これまで実施された改革には、家計への痛みを強いるケースが散見。2017年に成立した一連の労働市場改革法案は、企業のリストラを促進し、失業率が下げ渋る一因に。また、18年初めには、社会保障の財源となる一般社会税のほか、たばこやガソリンが増税され、家計の重石に。健康保険料の被雇用者負担分の廃止といった減税措置も併せて実施されているものの、家計の負担増の方がより強く意識される状況。

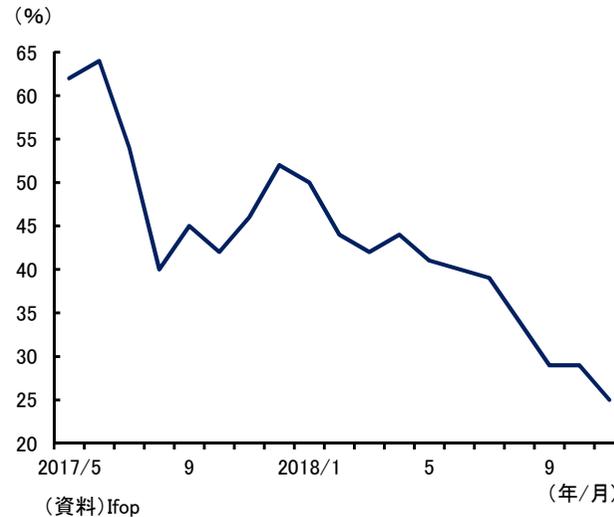
## ◆企業部門では改革の成果が顕在化

一方、企業部門では、マクロン大統領の改革により環境が好転しつつある状況。税制改革による法人税減税が投資の追い風となり、足許にかけて製造業の設備投資意欲は高水準で推移。また、労働市場改革により、長年の課題であった硬直的な賃金制度や厳格な解雇規制にも改善の兆し。実際、労働市場では無期雇用の割合が高まっており、改革の成果が表れつつあることを示唆。

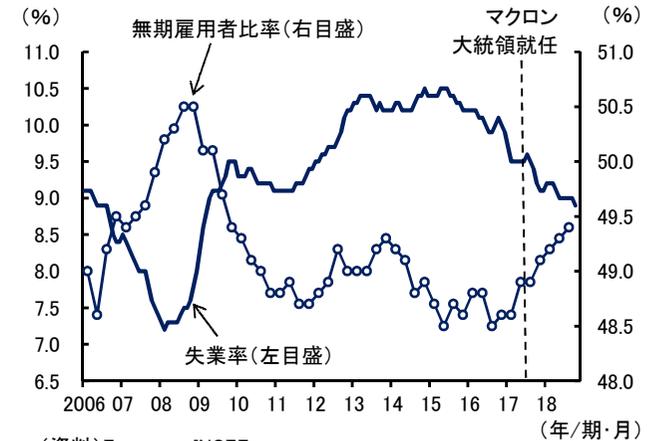
## ◆景気の回復基調が強まる見通し

以上を踏まえると、先行き、改革の成果が顕在化し、企業部門の回復に先導された景気の好循環が強まる見込み。景気の回復とともに、大統領の支持率も徐々に持ち直していくと予想。

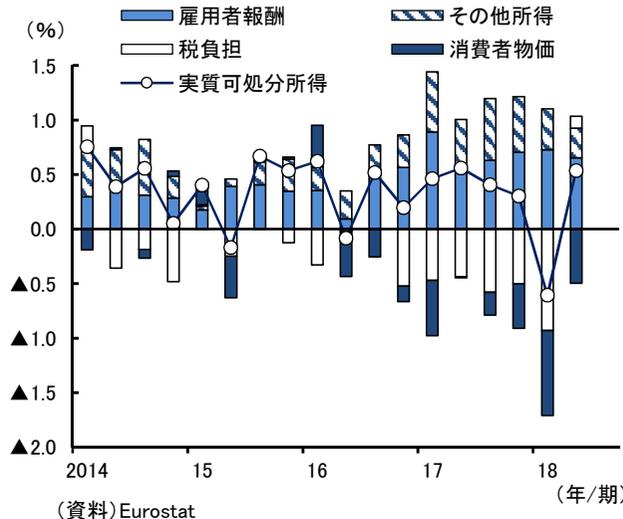
マクロン大統領の支持率



フランスの失業率と無期雇用者比率



フランスの実質家計可処分所得(前期比)



フランス製造業の設備投資マインド(先行き6ヵ月)



# 英国：「合意なし」離脱への警戒感は拭えず

## ◆7～9月期の成長加速は一時的

英国の7～9月期の実質GDPは前期比年率+2.5%と、堅調な伸びに。もっとも、今春にかけて大きく落ち込んでいた輸出の反動増や、猛暑による個人消費の上振れによる影響が大。

7月にかけて4ヵ月連続で前月比+0.3%前後で推移していた月次GDPの伸びが、足許で減速傾向（8月：同+0.0%、9月：同+0.1%）にあるほか、製造業PMIの新規輸出受注指数が大きく低下しており、成長ペースの加速は一時的にとどまる見通し。

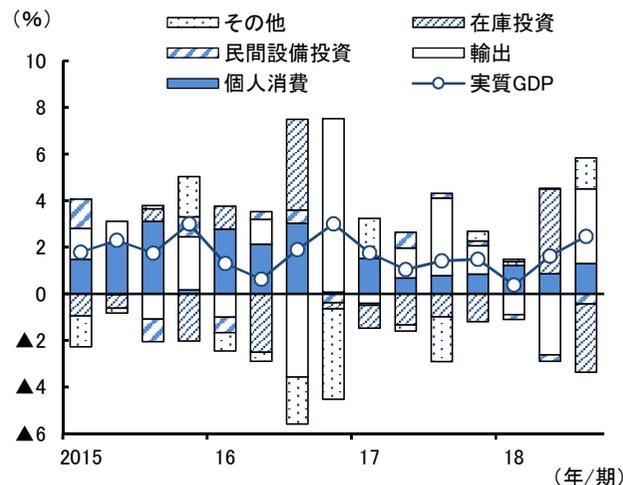
## ◆英国政府とEUが離脱協定で合意

Brexitをめぐるのは、11月25日に臨時EU首脳会議が開催され、英国政府とEUが離脱協定案で合意。今後は、英国議会での離脱協定の批准が焦点に。

保守党内の強硬離脱派は、移行期間延長の可能性や、北アイルランドの国境問題解決まで関税同盟への残留を余儀なくされるバックストップに強く反発。解散総選挙や2回目の国民投票の実施を模索する労働党も反対姿勢を示しており、12月11日に予定される離脱協定の採決の行方は予断を許さない状況。

IMFは、新たな貿易協定などがないまま英国がEUを離脱した場合（WTOケース）、英国のGDPは長期的に6%前後下押しされると試算。そうした事態は全ての利害関係者にとって得策とはいえず、それぞれの歩み寄りにより、2019年3月末の「合意なし」離脱は避けられると予想。

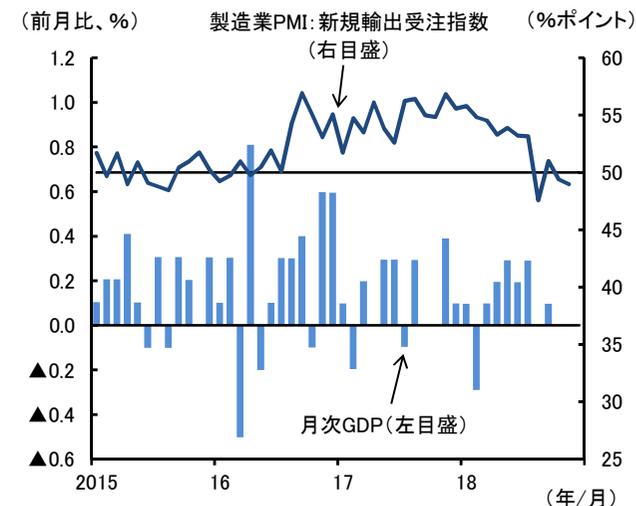
## 英国の実質GDP(前期比年率)



(資料)ONSを基に日本総研作成

(注)在庫投資には、貴重品の純取得を含む。

## 英国の月次GDPと製造業PMI



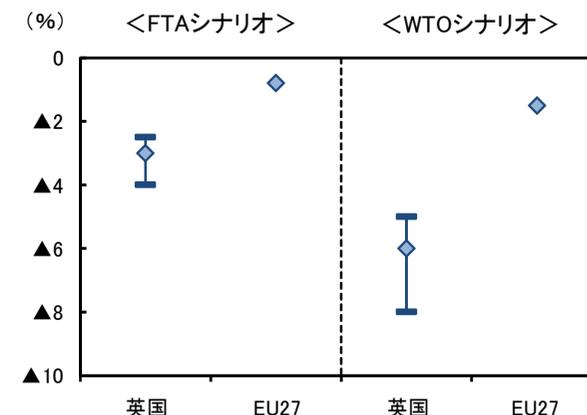
(資料)ONS、IHS Markit

## 英国・EUのBrexit関連スケジュール

2016年	6月23日	・英国民投票でEU離脱派が勝利
2017年	3月29日	・英国がEUへ離脱を通知
	6月19日	・離脱協定の交渉開始
2018年	11月25日	・臨時EU首脳会議で、英国政府とEUが離脱協定案で合意
2019年	1月21日	・英EU離脱法に定められた英国の意思決定期限(実質的な英国議会での離脱協定批准期限)
	～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(英国議会で離脱協定が批准できなければ、離脱期限延長の可能性も)
(移行期間: 1年9ヵ月)		・英国による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	7月まで	・北アイルランドの取り扱いをめぐる交渉の進捗などを踏まえ、英国とEUの共同委員会が移行期間延長の要否を判断
	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

## BrexitによるGDP下押し幅(IMF試算、長期)



(資料)IMF "Country Report No. 18/224, No.18/316"  
(2018年6月29日、11月14日)を基に日本総研作成  
(注)英国はレンジあり。◇は平均値。

# 欧州経済見通し：ユーロ圏は1%台後半、英国は1%台前半の成長ペースに

## 欧州各国の経済・物価見通し

### <ユーロ圏>

#### ◆潜在成長率並みの成長が持続

ユーロ圏では、海外景気の減速が重石となり、輸出の伸びは緩慢にとどまる見込み。一方、個人消費や設備投資といった内需拡大が下支えとなり、1%台半ばとされる潜在成長率並み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。もともと、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。2019年末にかけて、2%前後への低下にとどまる見込み。

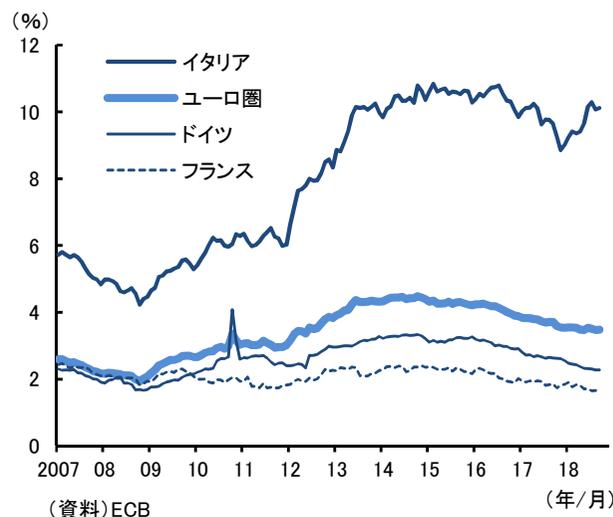
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

		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	1.6	1.8	0.7	2.0	1.9	1.6	1.7	1.6	2.4	1.9	1.7
	消費者物価指数	1.3	1.7	2.1	1.9	1.7	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6
ドイツ	実質GDP	1.5	1.8	▲0.8	2.2	2.0	1.9	1.7	1.8	2.2	1.6	1.6
	消費者物価指数	1.4	1.9	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8
フランス	実質GDP	0.6	0.6	1.6	1.8	1.5	1.4	1.5	1.6	2.2	1.6	1.5
	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	0.4	1.6	2.5	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	1.7	1.3	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

### ユーロ圏金融機関の自国政府向け債権割合(対総資産)



(資料)ECB

### 【ホット・トピック】

#### ◆イタリア財政問題への懸念が高まる

拡張的な財政政策を掲げるイタリア政府は、欧州委員会から2019年度予算案の見直しを要請されていたものの、財政赤字見通しの引き下げを拒否。欧州委員会はEUの財政ルールに違反しているとして、制裁手続きに着手。EUとの対立が深まるなか、先行き、イタリアの財政不安が強まる公算が大。

とりわけ、イタリアの銀行は、ECBの長期資金供給オペなどを背景に国債の保有割合を拡大させてきたため、金利上昇によるバランスシートの毀損など、ソブリンリスクの影響を受けやすい状況。財政不安を背景に一段と金利が上昇するなか、企業や家計の資金調達環境の悪化や金融システム不安への懸念が高まるため、最終的にはイタリア政府が予算修正の要請に応じると予想。

# 欧州金利見通し：ECBの利上げは2019年秋以降

## <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。

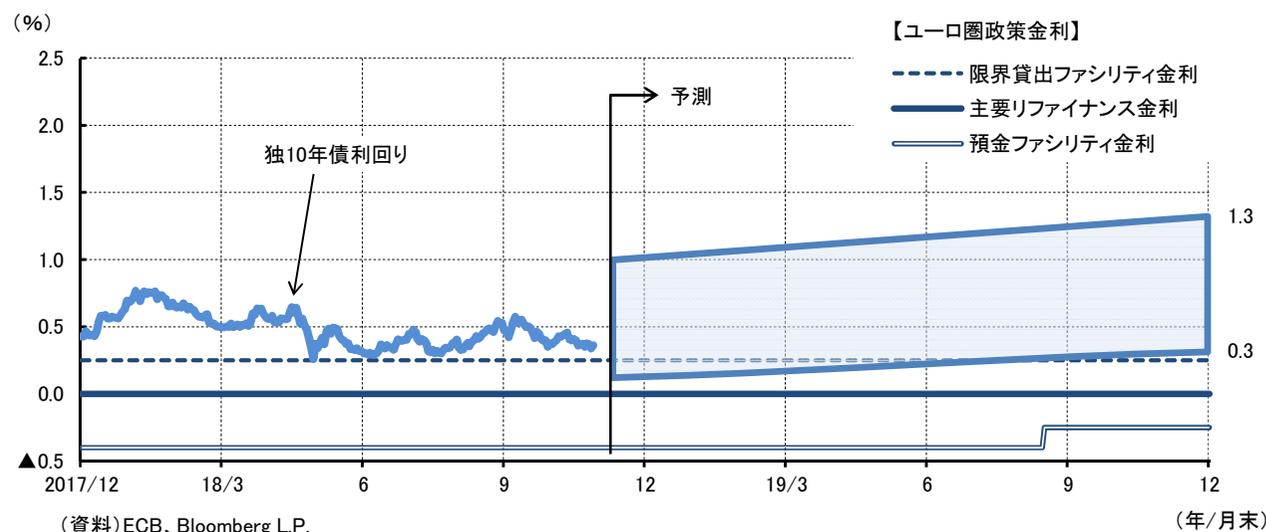
## <英国>

### ◆ BOE：次回利上げは2019年夏

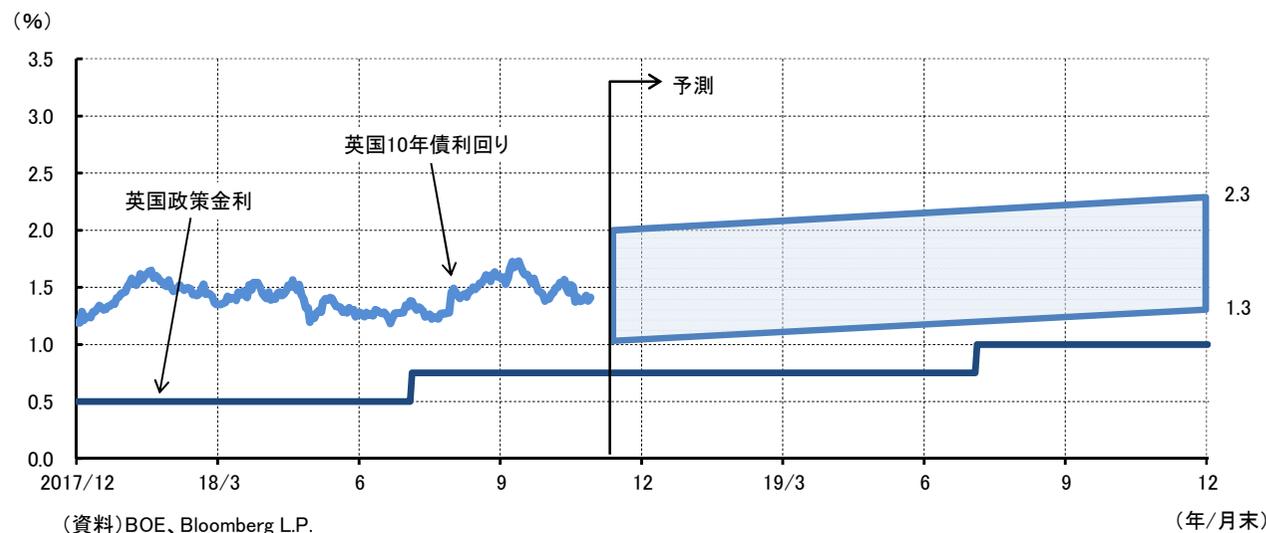
物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、2019年夏に追加利上げに踏み切ると予想。

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)	F F 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)
15/4	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	1.91	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