
欧州経済展望

2019年8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

- ◆ユーロ圏景気概況 p. 1
- ◆ユーロ圏トピック：ECBは追加緩和へスタンスを変更 p. 2
- ◆英国：強硬離脱派のジョンソン新首相が誕生 p. 3
- ◆欧州経済見通し p. 4
- ◆欧州金利見通し p. 5

調査部 マクロ経済研究センター（欧米経済グループ）

研究員 高野 蒼太（Tel：03-6833-9082 Mail：takano.sota@jri.co.jp）

- ◆本資料は2019年7月31日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記urlから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

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。

メールマガジン配信中



ユーロ圏景気概況：製造業の低迷が長期化

◆実質GDPの伸びが減速

4～6月期のユーロ圏の実質GDPは、前期比年率+0.8%と大きく減速。フランスやイタリアなど主要国の成長ペースが軒並み鈍化したほか、未発表のドイツでも、ゼロ%近傍まで減速した公算が大。

◆消費者マインドは底堅く推移

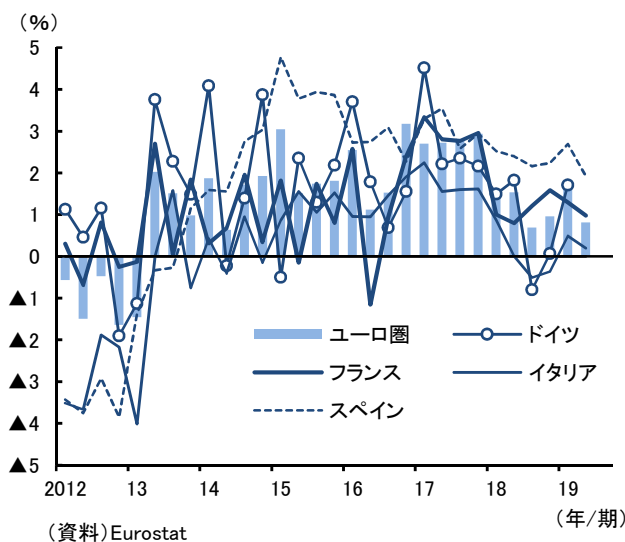
2018年末にかけて低下していた消費者マインドが、19年入り後、再び持ち直し。先行きも雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の拡大が、景気を下支える見通し。

◆製造業の低迷が長期化

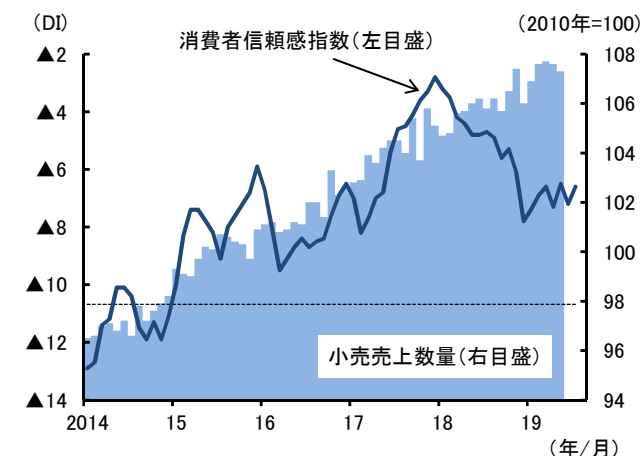
一方、企業部門では、サービス業に底堅さがみられるものの、製造業の低迷が長期化。7月の製造業PMIは46.4と、前月から一段と低下し、良し悪しの基準となる「50」を大きく下回る状況。

5月の製造業生産は前月比+0.9%と、3ヵ月振りに増加。ただし、均してみると、2018年以降の横ばい圏を脱せず。この背景には、輸出の伸び悩みの長期化が指摘可能。貿易摩擦やBrexitをめぐる問題が当面くすぶり続けることから、輸出の早期増加は期待薄。当面、製造業の低迷がユーロ圏景気の重石となる見通し。

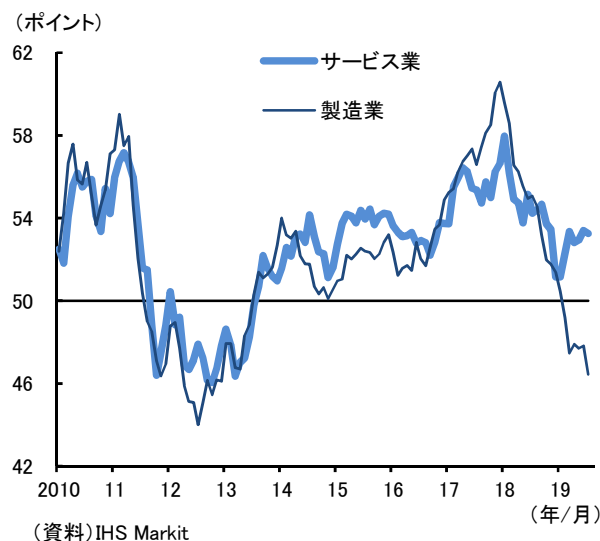
ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



ユーロ圏の小売売上数量と消費者マインド



ユーロ圏のPMI



ユーロ圏の製造業生産と輸出数量



ユーロ圏トピック：ECBは追加緩和へスタンスを変更

◆ ECBは追加緩和の必要性を強調

ECBは7月の理事会で、金利水準に関するフォワードガイダンスを「現行水準に維持」から「現行またはそれ以下の水準に維持」に変更。理事会後の記者会見でも、インフレ率やインフレ期待が低下している状況を「好ましくない」と繰り返し指摘するなど、追加緩和の必要性を強調。

◆ 製造業の低迷と物価伸び悩みに懸念

ECBの追加緩和姿勢への転換の背景として、以下の2点が指摘可能。

まず、製造業の低迷長期化。ユーロ圏景気を牽引してきたドイツでは、2018年初め以降、国外向け製造業受注が大きく減少。加えて、19年入り後、国内向けも急速に弱含んでおり、外需の低迷が輸出企業以外にも波及し始めている可能性。当面、米国発の貿易摩擦やBrexitをめぐる不透明感は晴れず、製造業の回復には時間を要する見通し。

次に、低調な物価動向。足元のインフレ率が伸び悩むなか、19年入り後、市場ベースのインフレ期待が大きく低下。専門家調査における物価見通しも下方修正が続いており、ECBのインフレ目標である「2%未満だが2%に近い」水準の達成が見通せない状況。

◆ 9月にも利下げに踏み切る見通し

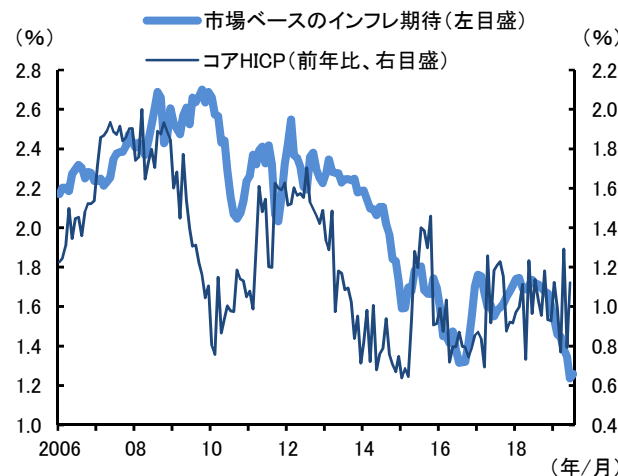
これらに加え、FRBも金融緩和に転じたことから、ECBは9月の理事会で、預金ファシリティ金利を▲0.5%に引き下げると予想。一方、資産買入の再開については、利下げ後の景気・物価動向を見極めつつ、慎重に判断する見通し。

ECB理事会の要点(7月25日)	
声明の主な内容	
金利	少なくとも2020年半ばにかけ、物価動向が中期的に目標へ収束するために必要である限り、現行 またはそれ以下の水準 に維持。
インフレ目標	中期的なインフレ見通しが目標を下回り続ける場合、インフレ目標の対称性に対する責務に沿って行動することを決意。
追加緩和	ユーロシステムの委員会に対し、フォワードガイダンス強化の方策や金利階層化制度の設計、新たな量的緩和の規模や内容について検討するよう指示。
記者会見でのドラギ総裁の主な発言	
<ul style="list-style-type: none"> ・雇用拡大と賃金上昇が引き続き景気を下支えする一方、世界景気の減速と貿易の減少がユーロ圏経済の重石となっている ・(Brexitなどの)地政学的な要因、保護主義の台頭、新興市場の脆弱性といった不確実性の長期化が、製造業を中心にマインドを悪化させている ・足元と期待の両面でインフレ率が低下しており、この状況は好ましくない ・ユーロ圏の景気拡大と物価の上昇圧力を支えるために、十分な規模の金融緩和によって良好な金融環境を保つことが引き続き必要である 	

(資料)ECBを基に日本総研作成

(注)声明の主な内容の赤字下線部は前回からの変更点。

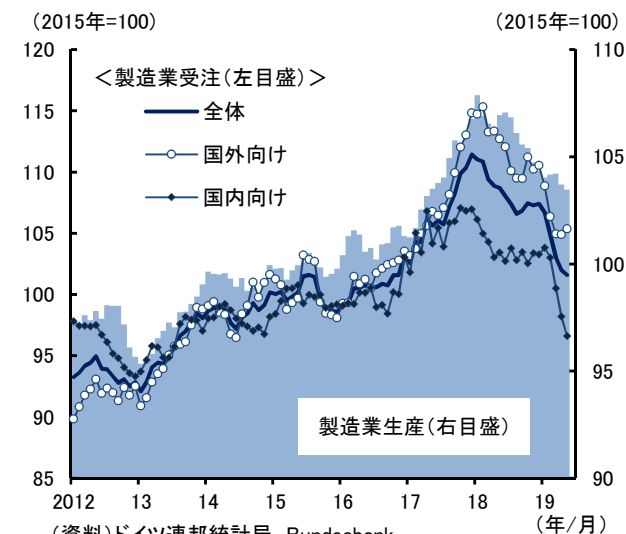
ユーロ圏の市場ベースのインフレ期待とコアHICP



(資料)Bloomberg L.P., Eurostat

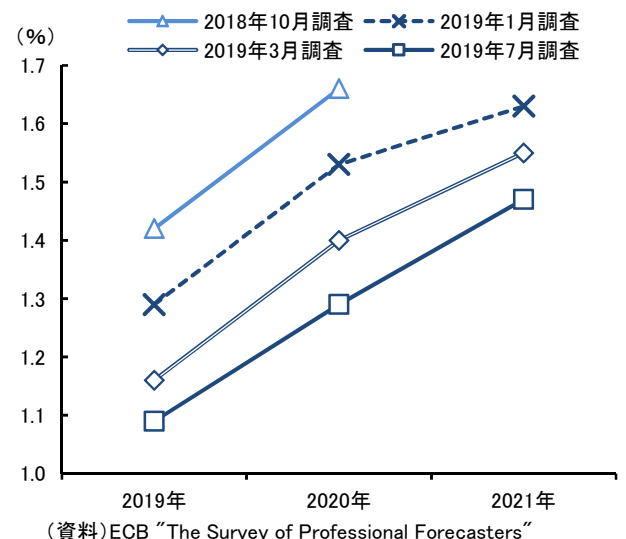
(注)市場ベースのインフレ期待は、5年先スタート5年物インフレ・スワップレート(月中平均)。

ドイツの製造業生産と受注(後方3ヵ月平均)



(資料)ドイツ連邦統計局、Bundesbank

ECB専門家調査におけるコアHICP(前年比)予測



(資料)ECB "The Survey of Professional Forecasters"

英国：強硬離脱派のジョンソン新首相が誕生

◆成長ペースは大きく減速

英国の4～6月期のGDPは、伸びが大きく鈍化した公算が大。世界的な景気減速のほか、Brexitなどをめぐる不確実性の高まりが企業活動の重石に。

◆在庫調整も製造業の足かせに

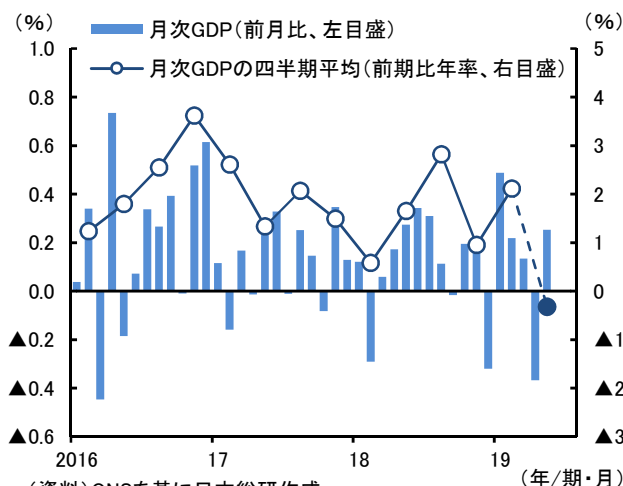
製造業では、3月末に予定されていたEU離脱による物流や税関などの混乱に備え、在庫を大幅に積み増し。そうした過剰在庫の解消が遅れており、当面、在庫調整が製造業の生産活動の足かせに。

◆「合意なき離脱」の可能性が上昇

保守党員による決選投票の結果、強硬離脱派のジョンソン氏が党首に選出され、7月24日に新首相に就任。同氏は、EUと北アイルランドに関するバックストップ条項を含めた離脱協定の再交渉に臨むとしながらも、合意の有無にかかわらず、10月末までに離脱すると明言。一方、EU側は離脱協定の再交渉には応じない方針を堅持しており、経済混乱が懸念される「合意なき離脱」のリスクが高まる状況。

メインシナリオとしては、世論や議会の圧力を受けたジョンソン氏が態度を軟化させ、合意なき離脱は回避されると想定。ただし、同氏が強硬姿勢を堅持する可能性も拭えず。その場合、議会が合意なき離脱を阻止する手段は内閣不信任案しかないが、保守党・労働党の支持率が大きく低下しているため、議会解散に伴う総選挙での敗北を警戒する議員が不信任案の提出・可決を躊躇すれば、なし崩し的に合意なき離脱が現実となる恐れ。

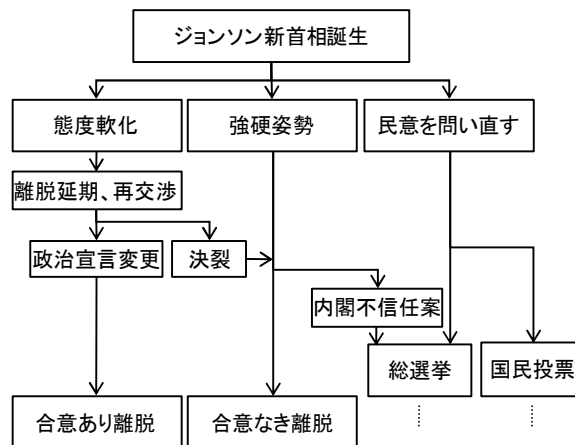
英国の実質GDP



英国製造業の新規受注・在庫マインド

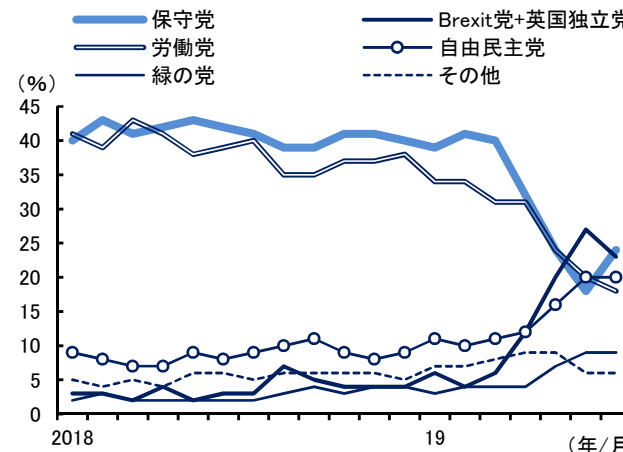


Brexitをめぐるシナリオ



(資料)英国政府、各種報道等を基に日本総研作成

英国の政党支持率



欧州経済見通し：ユーロ圏景気は緩やかに持ち直し

＜ユーロ圏＞

◆年末には低迷から脱する見込み

ユーロ圏では、当面、外需の減速や製造業における在庫調整が重石となり、景気回復が足踏み。もっとも、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、先行き、外需減速の一服とともに製造業も緩やかに回復へ向かい、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、エネルギー面からの物価押し上げ効果が剥落するなか、当面、1%台前半の推移が続く見込み。

＜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「合意なき離脱」は回避されると想定。もっとも、離脱協定をめぐる英国議会での協議は難航が続くとみられ、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%強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。本年末にかけて、2%前後での推移が続く見込み。

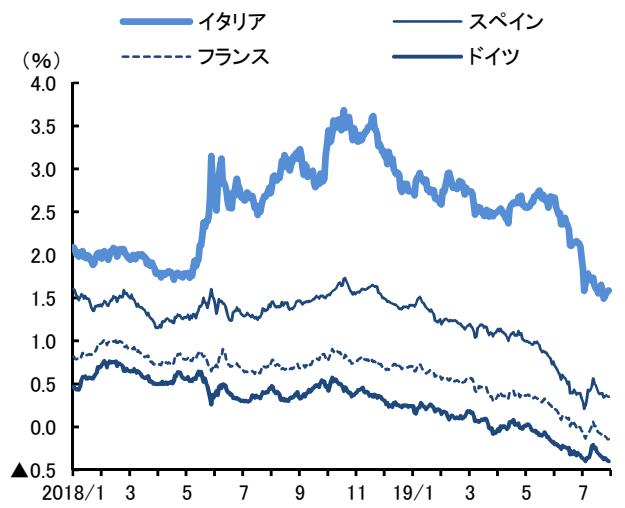
欧州各国の経済・物価見通し

(実質GDPは季節調整前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%) (前年比、%)

		2018年		2019年				2020年		2018年	2019年	2020年
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6			
		(実績)			(予測)				(実績)		(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	0.7	1.0	1.8	0.8	1.2	1.4	1.5	1.4	1.9	1.2	1.4
	消費者物価指数	2.1	1.9	1.4	1.4	1.2	1.2	1.5	1.3	1.8	1.3	1.4
ドイツ	実質GDP	▲0.8	0.1	1.7	0.3	1.0	1.2	1.5	1.5	1.4	0.7	1.3
	消費者物価指数	2.1	2.1	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6	1.6	1.9	1.5	1.6
フランス	実質GDP	1.2	1.6	1.3	1.0	1.3	1.5	1.6	1.7	1.7	1.3	1.5
	消費者物価指数	2.6	2.2	1.4	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4	2.1	1.4	1.5
英国	実質GDP	2.8	0.9	2.0	▲0.1	0.7	1.0	1.2	1.2	1.4	1.2	1.1
	消費者物価指数	2.5	2.3	1.9	2.0	1.8	1.9	2.1	1.9	2.5	1.9	2.0

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

ユーロ圏主要国の10年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

【ホット・トピック】

◆各国長期金利は歴史的低水準に

米欧中銀の金融緩和姿勢への転換を受け、ユーロ圏主要国の長期金利は足許で軒並み過去最低水準に。先行き、緩和的な金融環境が設備投資や住宅投資の押し上げに寄与する見込み。

イタリアでは、EUによる過剰財政赤字是正手続き（EDP）の開始が懸念されていたものの、7月初めにイタリア政府が財政赤字削減措置を公表し、独10年債利回りとのスプレッドが大きく縮小。もっとも、他の主要国対比で見ると、依然として高水準。加えて、2020年度予算が示される秋以降、財政規律をめぐるEUとの対立が予想され、再び同国金利が上昇する公算が大。

欧州金利見通し：ECBは9月にも追加利下げへ

<ユーロ圏>

◆ECB：9月にも追加利下げへ

貿易摩擦や政治をめぐる不確実性の高まりなどから、製造業の弱含みが長期化し、景気回復の遅れが予想されるなか、ECBは金融緩和姿勢に転換。先行き、9月にも利下げに踏み切る見込み。

独10年債利回りは、景気下振れリスクの高まりや米欧中銀の金融緩和姿勢が意識されるなか、当面は低水準での推移が続く見込み。もっとも、2020年入り後は、景気が緩やかな回復に向かうなか、徐々に上昇圧力が強まっていく見通し。

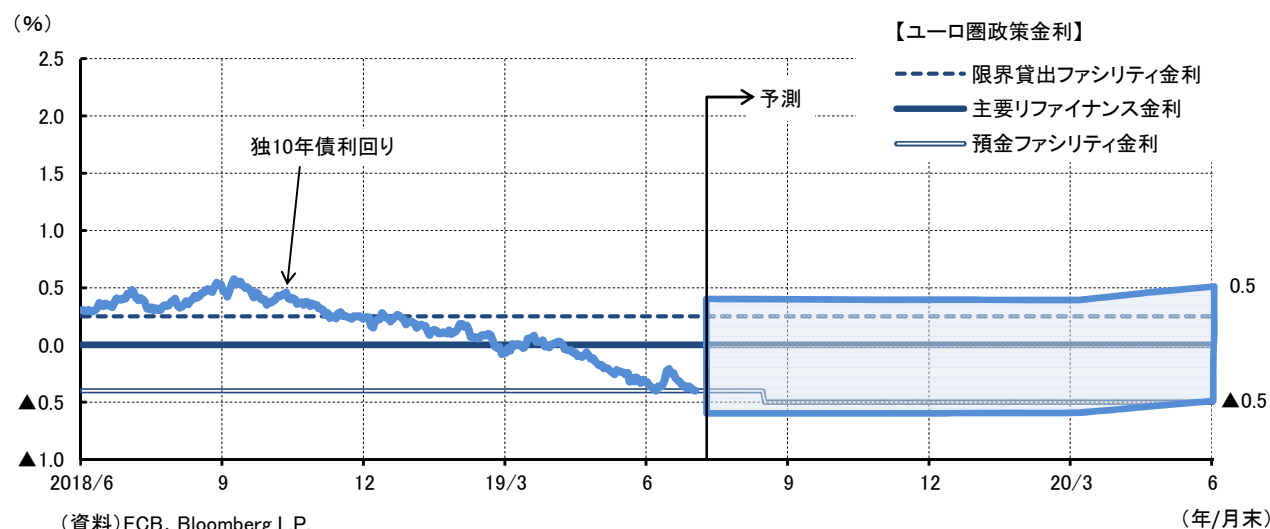
<英国>

◆BOE：次回利上げは来年春

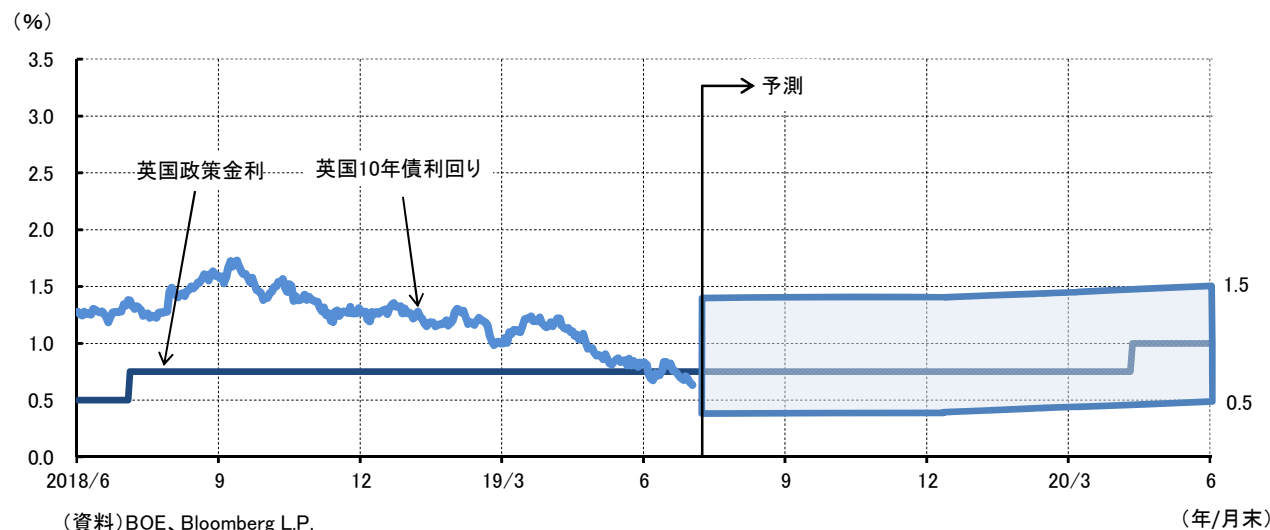
ポンド安地合による物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、利上げを視野に入れつつ、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極め。メインシナリオでは、短期的な離脱期限の延長後に合意あり離脱に至るとの前提のもと、来年春に追加利上げに踏み切ると予想。

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)	FF0/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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
19/2	110.46	125.32	1.1347	▲ 0.0554	0.03	▲ 0.03	21123.64	2.40	2.68	2.67	25605.53	2754.86	▲ 0.37	▲ 0.31	0.13	1.20	3223.07	54.98	1319.19
19/3	111.13	125.58	1.1299	▲ 0.0442	0.03	▲ 0.04	21414.88	2.41	2.61	2.57	25722.62	2803.98	▲ 0.37	▲ 0.31	0.06	1.15	3332.86	58.17	1300.81
19/4	111.69	125.46	1.1233	▲ 0.0676	0.05	▲ 0.04	21964.86	2.42	2.59	2.53	26401.58	2903.80	▲ 0.37	▲ 0.31	0.01	1.15	3458.76	63.87	1285.76
19/5	109.98	122.99	1.1183	▲ 0.0495	0.05	▲ 0.06	21218.38	2.39	2.53	2.39	25744.79	2854.71	▲ 0.37	▲ 0.31	▲ 0.08	1.06	3385.41	60.87	1284.21
19/6	108.07	122.06	1.1295	▲ 0.0626	0.04	▲ 0.14	21060.21	2.38	2.40	2.07	26160.10	2890.17	▲ 0.36	▲ 0.33	▲ 0.27	0.84	3405.95	54.71	1361.81
19/7	108.25	121.38	1.1213	▲ 0.0709	0.04	▲ 0.15	21593.68	2.05	2.29	2.05	27089.19	2996.11	▲ 0.37	▲ 0.37	▲ 0.34	0.73	3507.80	57.55	1415.68