
欧州経済展望

2019年4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は2019年中の利上げを見送り
3. 英国：Brexitをめぐる不透明感は拭えず
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）
橋高 史尚（Tel：03-6833-8798 Mail：kittaka.fuminao@jri.co.jp）

◆本資料は2019年3月29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：ドイツ製造業の悪化が長期化

◆製造業が引き続き悪化

3月のユーロ圏のコンポジットPMIは51.3と、引き続き低水準で推移。業種別にみると、サービス業に底堅さがみられる一方、輸出の減速を背景に製造業は一段と低下。

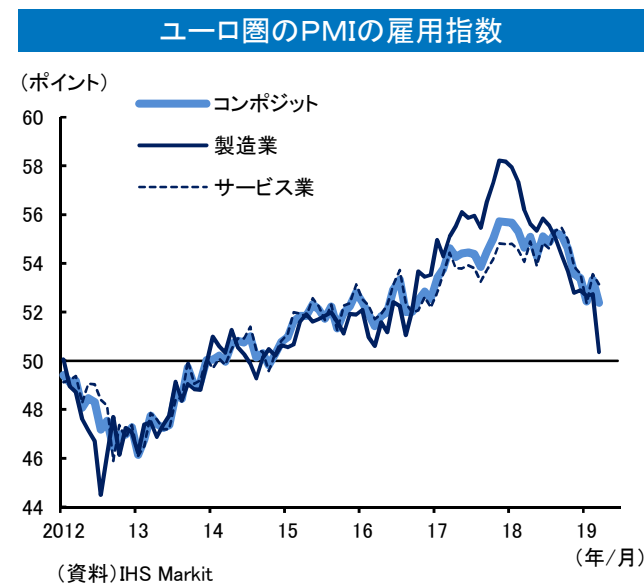
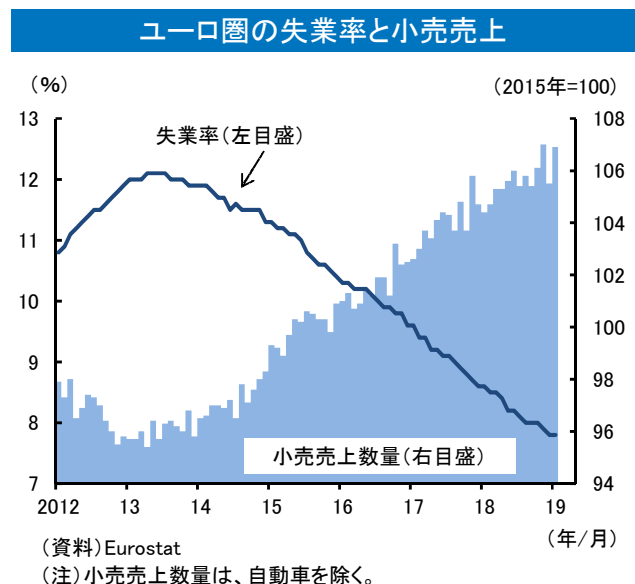
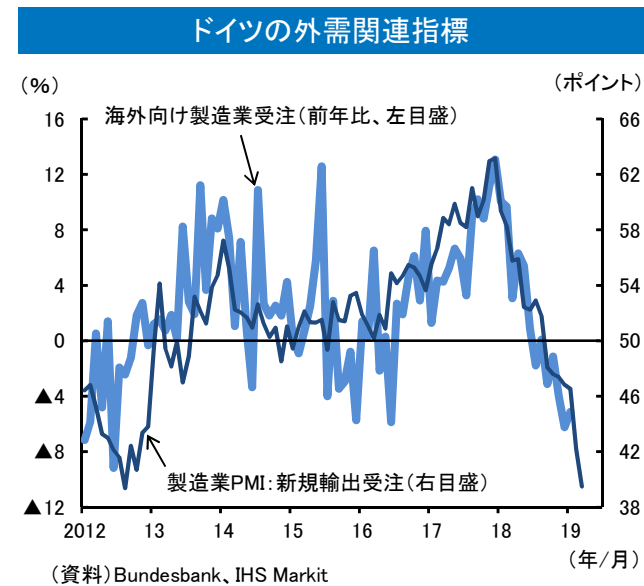
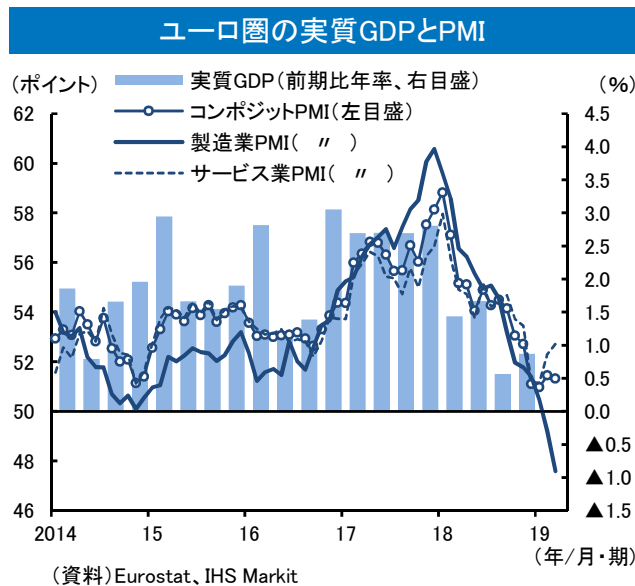
◆ドイツの輸出は減速が持続

ユーロ圏では、とりわけ、ドイツの輸出の減速が顕著。海外向け製造業受注の低迷が続いているほか、3月の製造業PMIの新規輸出受注指数は欧州債務危機以来の水準まで低下。昨年9月の燃費規制改正による自動車生産への下押し圧力は剥落しつつあるものの、中国などの海外景気の減速が足かせに。もっとも、中国経済の大幅な減速は回避される見込みであることから、ドイツの輸出は本年後半にかけて回復軌道に復する見通し。

◆個人消費には底堅さ

ユーロ圏の失業率は改善傾向が持続。雇用環境の改善が続くなか、小売売上数量も底堅く推移。

もっとも、ユーロ圏のPMIの雇用指数は低下基調にあり、とりわけ、製造業は、3月に良し悪しの判断の分かれ目となる「50」近くまで急低下。先行き、雇用環境の改善が息切れすれば、足許の景気を支えている個人消費が失速する恐れあり。



ユーロ圏トピック：ECBは2019年中の利上げを見送り

◆ ECBは2019年中の利上げを見送り

3月のECB理事会では、景気・物価見通しを下方修正し、今秋のTLTROⅢの導入や、2019年中の利上げの見送りを決定。また、ドラギ総裁は、理事会後の記者会見で、Brexitや中国の景気減速などに関する不確実性に懸念を示したほか、27日の講演では、必要に応じて利上げ時期をさらに延期する可能性を示唆。

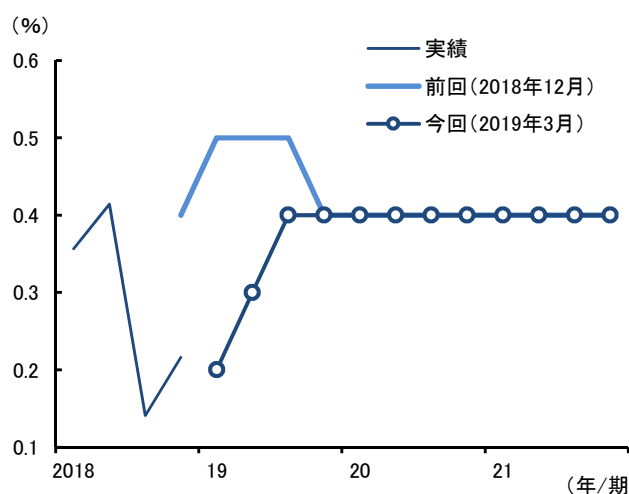
こうした一連の動きを受け、金利先物市場が織り込む利上げ時期は2021年以降まで後ずれ。

◆ 来春には利上げに踏み切ると予想

もっとも、今回のECBの景気見通しを前回と比べると、下方修正は今年半ばまでに限られており、景気が持ち直していくとの見方は不変。また、雇用・所得環境の改善が続くなか、先行き、賃金面からの物価押し上げ圧力が徐々に強まっていく見通し。加えて、マイナス金利政策は、利ざやの縮小による銀行の収益環境の悪化を招いているほか、利上げが過度に後ずれすると、次回景気後退時の利下げ余地が限られるなど、副作用も無視できず。

これらを踏まえ先行きを展望すると、ECBは、景気下振れリスクの後退と景気の回復軌道への復帰を確認後、来春にも預金ファシリティ金利の引き上げに踏み切ると予想。ただし、英国の合意なしEU離脱や中国景気の回復の遅れなどによりユーロ圏景気が更に減速すれば、利上げを見送らざるを得なくなるリスクあり。

ECBの実質GDP見通し(前期比)

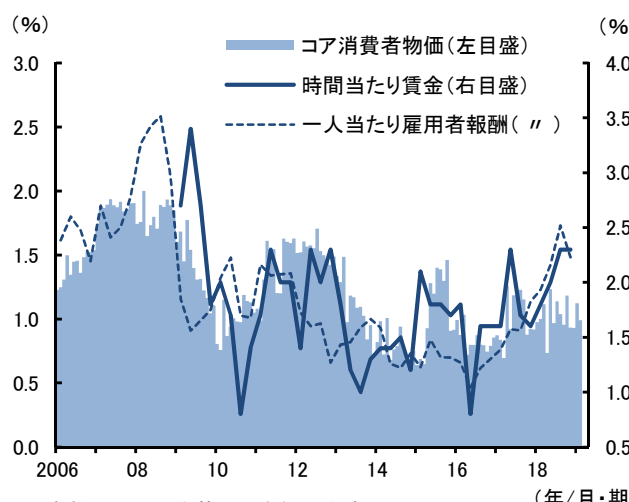


(資料)ECB "Macroeconomic projections"を基に日本総研作成

ECB理事会の要点(3月7日)

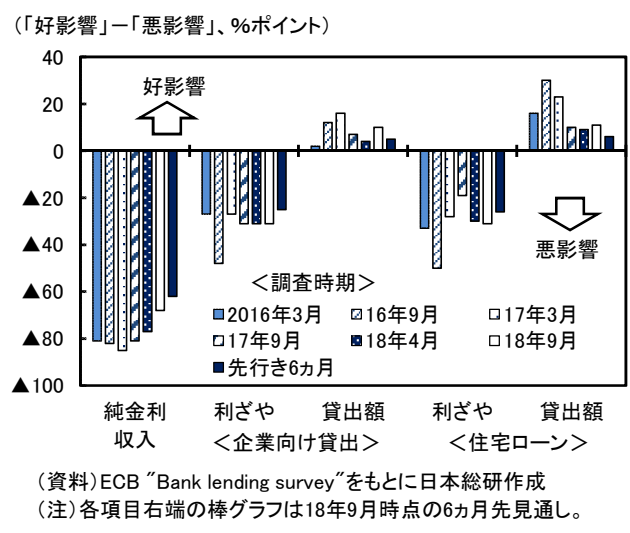
フォワードガイダンス	
金利	少なくとも 2019年末 にかけて、かつ、物価動向が想定通りの持続的な調整を辿るために必要である限り、現行水準を維持する
再投資	償還を迎えた買入債券は、政策金利を上げた日から長期間、良好な流動性環境と十分な金融緩和度合いを維持するのに必要である限り再投資する
TLTROⅢ	2019年9月から2021年にかけて、四半期ごとに貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTROⅢ)を実施する。融資期間は2年で、金利は主要リファイナンス金利とする
記者会見でのドラギ総裁の主な発言	
<ul style="list-style-type: none"> ・経済データは引き続き弱く、とりわけ製造業は、海外の一部の国における需要の減速や産業固有の要因により、その度合いが顕著である ・経済の先行きにおいては、地政学的な要因(Brexitなど)、保護主義の台頭、新興国市場(中国など)の脆弱性に関する根強い不確実性を背景に、下振れのリスクに傾いている ・雇用・所得環境の改善が続くなか、個人消費が底堅く推移していることなどから、リセッションに陥る可能性は非常に低い 	
(資料)ECBを基に日本総研作成	
(注)フォワードガイダンスの赤字下線部は前回からの変更点。	

ユーロ圏の賃金・物価関連指標(前年比)



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

マイナス金利政策の欧州銀行経営等への影響



(資料)ECB "Bank lending survey"をもとに日本総研作成
(注)各項目右端の棒グラフは18年9月時点の6ヵ月先見通し。

英国：Brexitをめぐる不透明感は拭えず

◆在庫積み増しの動きが加速

2月の英国の製造業PMIは、前月から低下。内訳をみると、合意なし離脱への懸念を背景に、雇用指数が欧州債務危機以来の水準へ低下する一方、経済混乱に備え在庫を積み増す動きが加速。

◆個人消費は底堅く推移

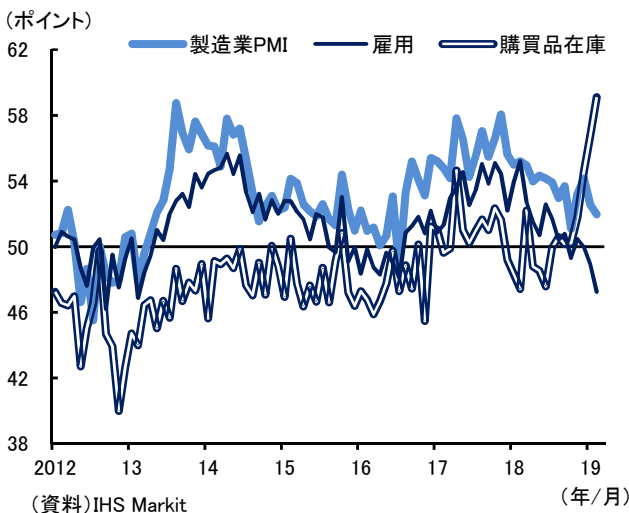
家計部門では、雇用・所得環境の改善が続くなか、個人消費が底堅く推移。もっとも、Brexitをめぐる先行き不透明感の高まりなどから、家計の経済情勢見通しは急速に悪化しており、先行き、消費の重石となる見通し。

◆Brexitをめぐる混乱が持続

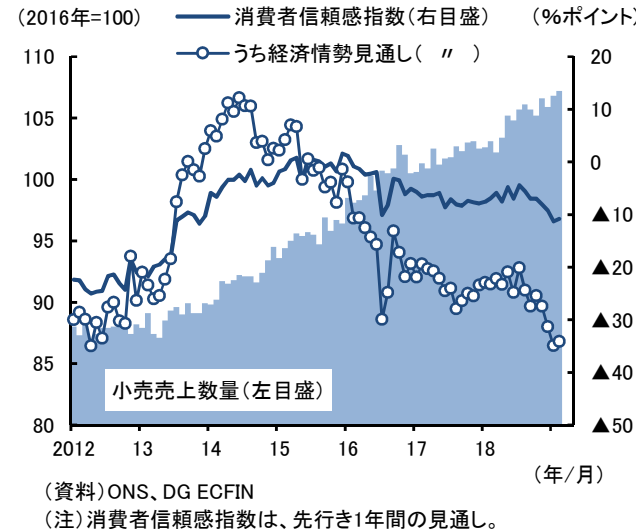
英国議会は、3月29日にメイ首相の離脱協定案を再び否決。4月12日までにEUへ離脱方針を示す必要があるものの、議会の意思統一は見通せない状況。最終的には、長期の離脱期限延期による離脱撤回を懸念する強硬離脱派などが譲歩し、合意なし離脱は回避されると予想。もっとも、メイ首相の離脱協定案、長期の離脱期限延期ともに議会の過半数の支持を得られるかは微妙な状況であり、結果的として合意なし離脱を余儀なくされてしまうリスクも。

仮に、合意なし離脱を回避したとしても、懸念は残存。離脱後に行われるEUとの貿易交渉に関しては、離脱交渉以上に難航する可能性が大。加えて、EUが日本などと結んでいる貿易協定についても、移行期間の終了までに英国が個別に再締結する必要。当面、Brexitをめぐる先行き不透明感は拭えず、英国景気の重石となり続ける見通し。

英国の製造業PMI



英国の小売売上数量と消費者マインド

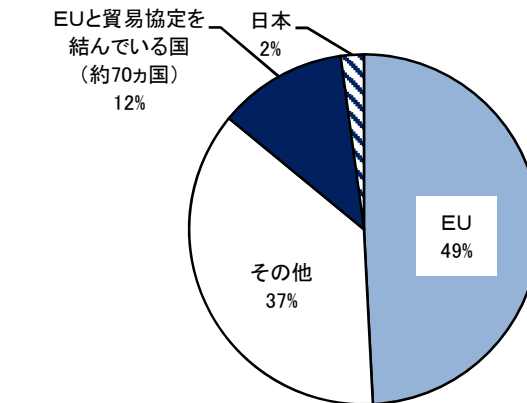


Brexitをめぐるシナリオ

<p>①離脱方針を再考し、離脱期限を長期間延期</p> <ul style="list-style-type: none"> ・4月12日までに離脱方針に関する代替案をEUに提示し、長期の離脱期限の延期を申請 ・欧州議会選挙への参加のほか、国民投票や総選挙の実施が前提となり、結果次第では、離脱撤回やノルウェー型の協定締結を目指す(穏健離脱)可能性も ・議会の多数を占める離脱派議員の反対が予想される ・現状、議会の過半数の支持を得られる代替案は存在せず
<p>②メイ首相の離脱協定案を可決し、5月22日に合意あり離脱</p> <ul style="list-style-type: none"> ・4月12日までにメイ首相が離脱撤回及び合意なし離脱を望まない離脱派議員を説得できれば、離脱協定に関する採決を再度実施 ・採決の実施には、離脱協定の修正を要する可能性 ・バックストップ措置をめぐるDUPなどの強硬な反対がハードルに
<p>③4月12日に合意なし離脱</p> <ul style="list-style-type: none"> ・英国・EU双方が実現を望んでいないものの、4月12日までに英国議会が意思を統一できなければ、実現してしまう恐れ

(資料)各種報道を基に日本総研作成

英国の相手国別輸出割合(2017年)



(資料)ONS、英国国際貿易省“Existing trade agreements if the UK leaves the EU without a deal”を基に日本総研作成

欧州経済見通し：ユーロ圏・英国ともに1%台前半の成長に

<ユーロ圏>

◆1%台前半の成長が持続

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するものの、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%台前半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ながら、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

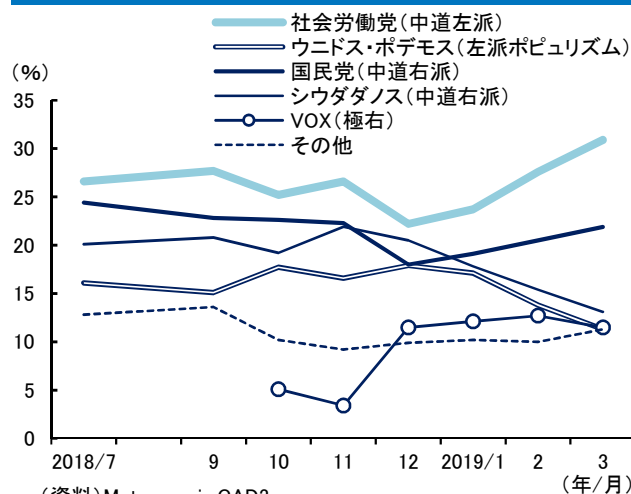
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

		2018年			2019年				2020年	2018年	2019年	2020年
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.7	0.6	0.9	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8	1.2	1.5
	消費者物価指数	1.7	2.1	1.9	1.4	1.4	1.3	1.5	1.7	1.8	1.4	1.6
ドイツ	実質GDP	1.8	▲0.8	0.1	1.0	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	0.8	1.5
	消費者物価指数	2.0	2.1	2.1	1.6	1.6	1.5	1.8	1.8	1.9	1.6	1.7
フランス	実質GDP	0.7	1.1	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.4	1.6
	消費者物価指数	2.1	2.6	2.2	1.4	1.6	1.5	1.6	1.7	2.1	1.5	1.6
英国	実質GDP	1.6	2.8	0.9	0.7	1.1	1.3	1.2	1.3	1.4	1.2	1.3
	消費者物価指数	2.4	2.5	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	2.5	2.1	2.0

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

スペインの政党支持率



(資料)Metroscopia,GAD3
(注)2018年8月の数値はなし。

【ホット・トピック】

◆極右政党台頭が懸念されるスペイン総選挙

スペインでは、昨年6月に社会労働党が国民党から政権を奪取したものの、少数与党で不安定な政権運営を余儀なくされている状況。こうしたなか、2月に本年度予算が否決されたことを受け、サンチェス首相は議会を解散し、4月28日に総選挙を実施することを決定。

世論調査をみると、2大政党が相対的に高い支持率を維持している一方、極右政党のVOXが急速に支持を拡大。VOXは、EU離脱などは掲げていないものの、EU財政ルールの緩和や移民制限などを主張。5月下旬に欧州議会選挙を控えるなか、今回の選挙でVOXが台頭すれば、他の欧州諸国でも極右・反EU政党が勢いづく恐れ。

欧州金利見通し：ECBは利上げの是非を慎重に判断

<ユーロ圏>

◆ECB：2020年春に利上げに着手

ECBは、年内は現行の金融政策を継続。2020年入り後、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景気下振れリスクの緩和を確認し、景気の持ち直しを見極めた上で、春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、景気下振れリスクの高まりが意識されるなか、当面は低水準での推移が続く見込み。もっとも、今秋以降は、景気が回復に向かうなか、徐々に上昇圧力が強まっていく見通し。

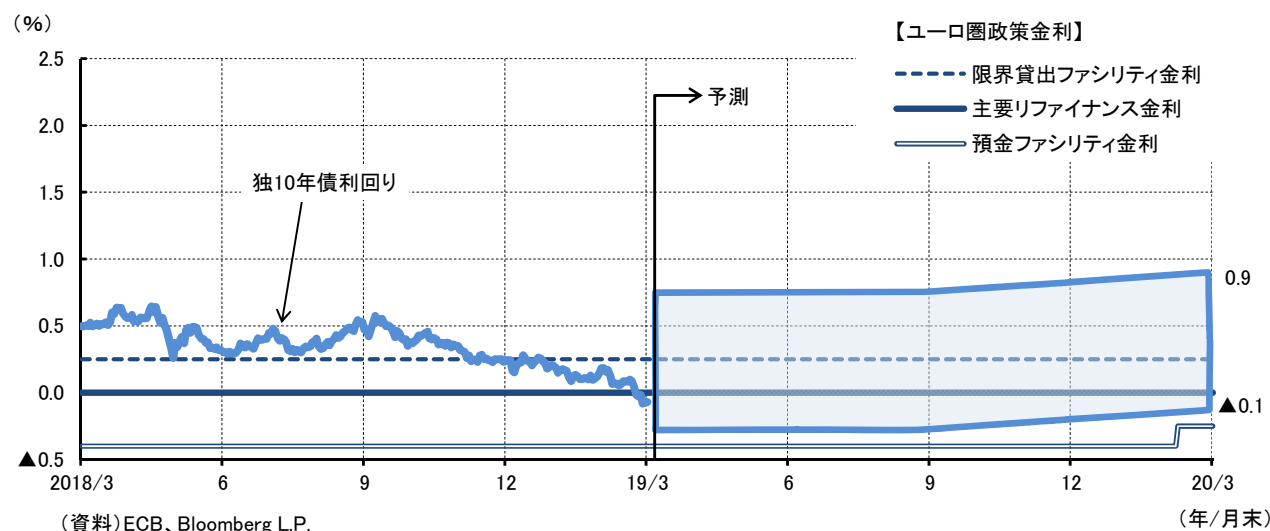
<英国>

◆BOE：次回利上げは本年秋

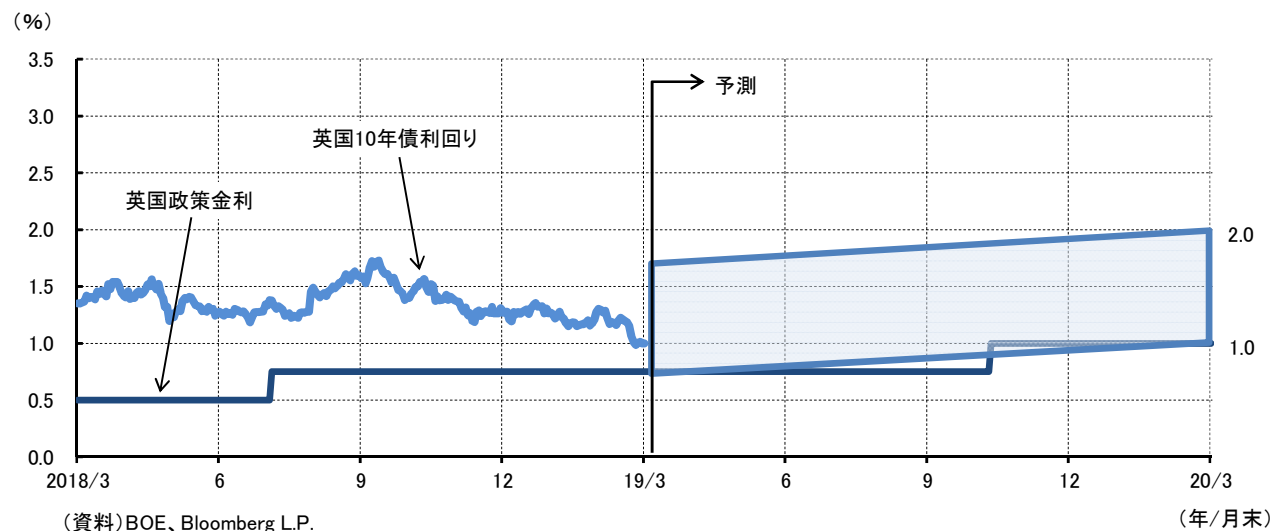
合意なし離脱が回避されるとの前提の下、物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、本年秋に追加利上げに踏み切ると予想。

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働くため、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・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
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	2.40	2.61	2.57	25722.62	2803.98	▲ 0.37	▲ 0.31	0.06	1.15	3332.86	58.17	1300.81