
欧州経済展望

2020年1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は当面様子見姿勢を維持 p. 2
- ◆英国：保守党勝利で「合意あり離脱」へ 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12月24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：製造業に底入れの兆し

◆企業の投資意欲が低下

ユーロ圏では、製造業の低迷が長期化するなか、企業の投資意欲が低下。設備投資計画をみると、10・11月調査における2019年見込みは3・4月調査から大幅に下方修正され、12年以来の前年比マイナスが見込まれているほか、20年も小幅なプラスにとどまる状況。

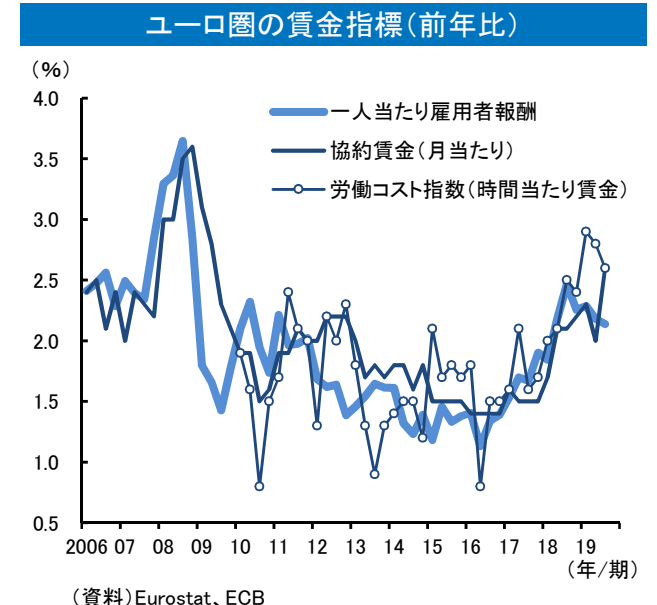
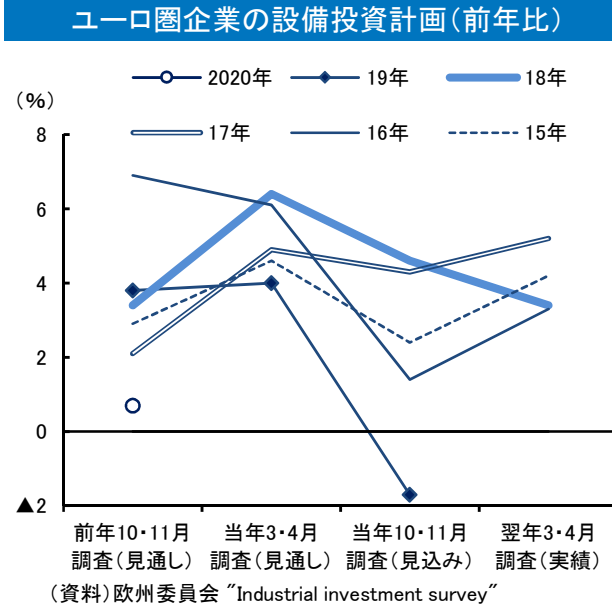
◆製造業に底入れの兆し

ユーロ圏の製造業では、過剰在庫が生産活動を抑制。もともと、足許では一段の積み上がりに歯止め。先行き、海外景気の減速一服とともに、徐々に過剰在庫の圧縮が進む見込み。

また、製造業PMIをみると、新規受注が下げ止まるなか、生産見通しが持ち直し。2020年入り後は、在庫調整が進展することで、徐々に生産も持ち直し、製造業は緩やかな回復に向かう見通し。

◆賃金の伸びは高水準を維持

2019年7～9月期のユーロ圏の賃金指標は、総じて高い伸びを維持しており、製造業低迷の家計への波及は限定的な状況。労働需給の逼迫が続くなか、先行きも、良好な所得環境を受けた個人消費の拡大が景気の下支えとなる見通し。



ユーロ圏トピック：ECBは当面様子見姿勢を維持

◆ ECBは当面様子見姿勢に

ECBの金融緩和策をめぐっては、金融機関経営に与える副作用への懸念が増大。このため、2019年9月に追加利下げに踏み切った際には、超過準備に適用される金利を階層化することで、銀行の金利負担を抑制。しかしながら、月200億ユーロの資産買入の再開により、マイナス金利が適用される超過準備は再び増加していく公算が大。

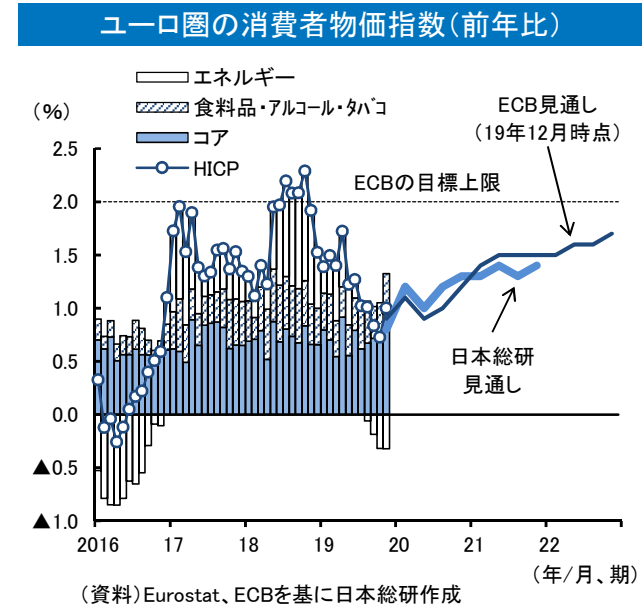
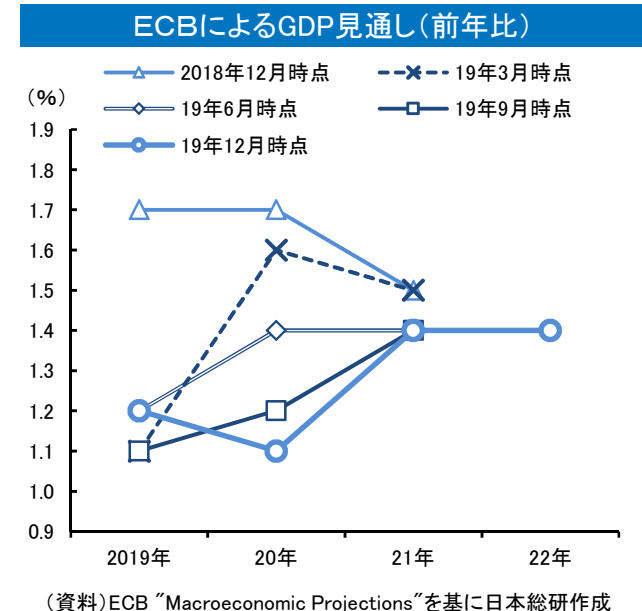
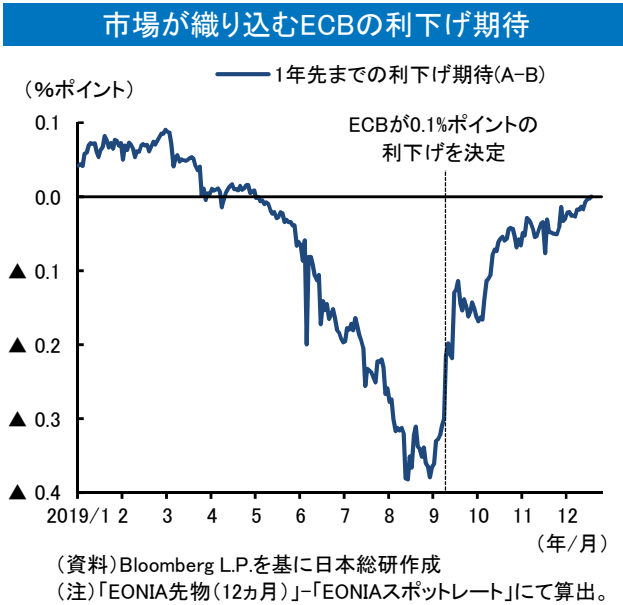
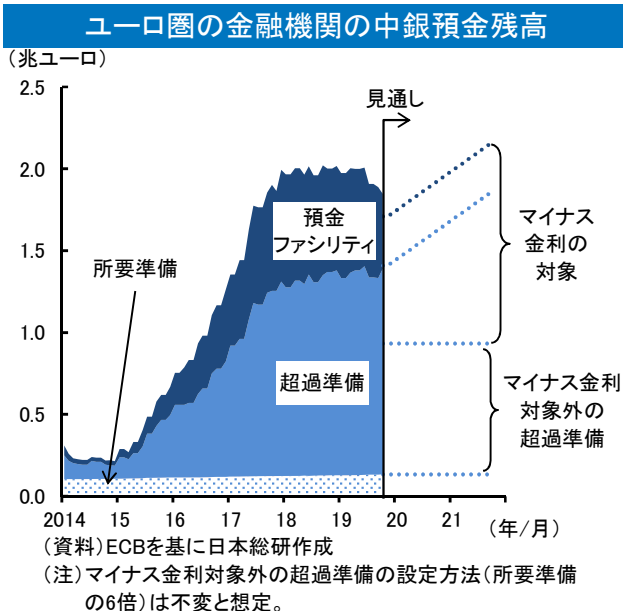
こうしたなか、9月の追加緩和に対して、複数の理事会参加者から疑問の声。加えて、12月の理事会で示された景気見通しが9月時点からほぼ変わらず、2019年入り後の連続的な見直し下方修正の局面は終わったとの見方が広がり、市場の利下げ期待は大きく後退。

また、ラガルド新総裁は、12月の理事会後の会見で、2003年以来となる金融政策の戦略検証の実施を正式に表明。論点は、物価目標の見直しや金融緩和の影響、気候変動への対応など多岐にわたるうえ、欧州議会や学会、市民からも意見を募る方針であることから、検証は20年末まで続く予定。

これらを踏まえ、追加利下げや資産買入の規模拡大といったECBの追加緩和は当面見送られると予想。

◆ 利上げ再開は2022年以降

一方、景気の回復ペースが緩やかにとどまり、物価の伸びが緩慢となるなか、金融引き締め姿勢への転換は当面見通せず。ECBの利上げ（預金ファシリティ金利の引き上げ）は、早くとも2022年以降となる見込み。



英国：保守党勝利で「合意あり離脱」へ

◆保守党勝利で「合意あり離脱」へ

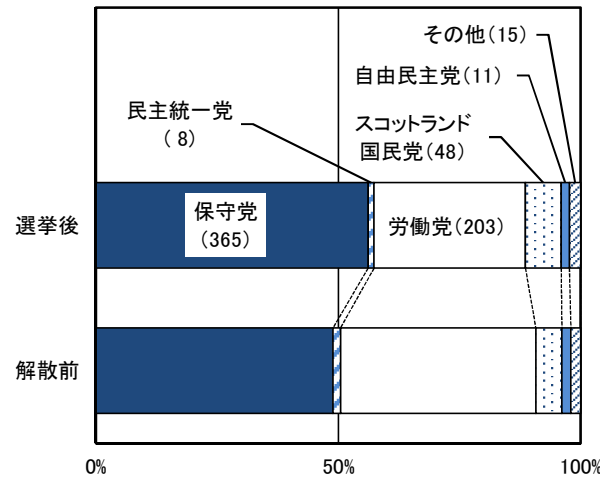
英国では、2019年12月12日に実施された下院選挙で、保守党が大幅に議席数を伸ばし、単独過半数を獲得。この結果、19年10月にジョンソン英首相とEUが合意した離脱協定案が議会で承認され、20年1月31日に英国のEUからの「合意あり離脱」が実現する見込み。

◆離脱後の展開は楽観できず

もっとも、「合意あり離脱」後の展開は楽観できず。離脱後、英国政府は、EUと新たな貿易協定などの交渉を開始。英・EU間には既存の関係という土台が存在する一方で、将来の関係をめぐる双方の主張には相違点が多く、交渉は難航する公算大。2020年末が期限である移行期間は延長を余儀なくされると予想。結果として、新たな通商関係の全体像を見通せない不透明感が、引き続き英国経済の重石に。

なお、ジョンソン首相は、今回の選挙での勝利後に、EUとの通商協定がない場合でも移行期間を延長しない方針を改めて表明。これを受け、保守党の勝利後に急騰していたポンドレートも下落。経済・社会への負の影響の大きさを考慮し、ジョンソン氏は最終的に態度を軟化させると見込まれるものの、仮に強硬姿勢を堅持すれば、新たな貿易協定がないまま2020年末に完全離脱を迎え、「合意なき離脱」と同様の混乱が生じる恐れ。

英国下院選挙の結果



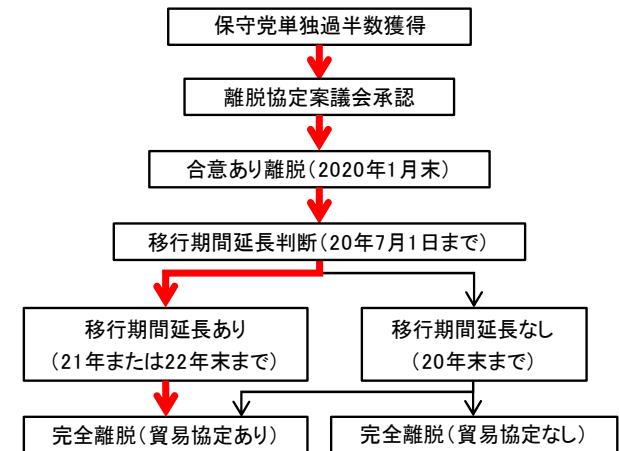
(資料)BBC等を基に日本総研作成
(注)政党名のカッコ内は獲得議席数。

今後の英・EU間の交渉における主な争点

北アイルランド問題	英国は、テクノロジー活用により、アイルランドとの物理的国境を回避しつつも国境管理が可能と主張。一方、EUはその実現性に懐疑的。
関税	双方ともに、可能な限り関税を設けない方針で一致。もっとも、農産物などの一部分野では、保護が必要との声も。
規制・競争政策	補助金、競争政策、社会政策、環境保護などで同一の競争条件を確保する方針。しかし、英国の強硬離脱派は、EUの規制に同調し続けているのは離脱の意義が失われると主張。
金融	英国は、「同等性」承認による英国からEUへの金融サービス提供を画策。ただし、EUが承認する保障はない上、承認はいつでも取消可能。
漁業	EUは、仏を中心に英領海へのアクセスと漁業権の確保を重要視。一方、英国は、漁業の主導権奪還に大きな期待。
移行期間	期限は2020年末、最大2年延長可能。EUは20年末までの新協定発効は困難と主張。一方、英保守党は20年末の完全離脱を公約に明記。

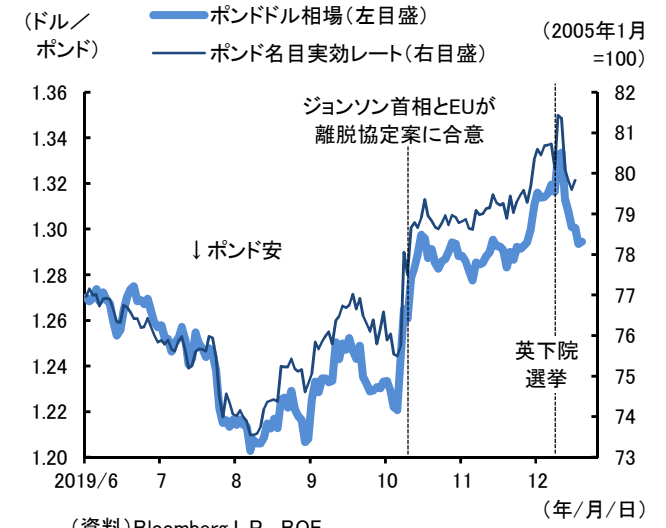
(資料)欧州委員会、英国政府、各種報道等を基に日本総研作成

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
(注)太矢印は日本総研のメインシナリオ。

英ポンドの実効レートと対ドル相場



(資料)Bloomberg L.P.、BOE

欧州経済見通し：ユーロ圏景気は緩やかに持ち直し

欧州各国の経済・物価見通し

<ユーロ圏>

◆2020年入り後に低迷から脱する見込み

ユーロ圏では、当面、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%台前半の成長ペースとなる見通し。

インフレ率は、景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、当面、1%台前半の推移が続く見込み。

<英国>

◆低成長が長期化

英国は、2020年1月末に「合意あり離脱」に至る見通し。もっとも、新たな通商協定等のEUとの協議は難航する公算が大きく、Brexitをめぐ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%台前半の低成長が続く見通し。

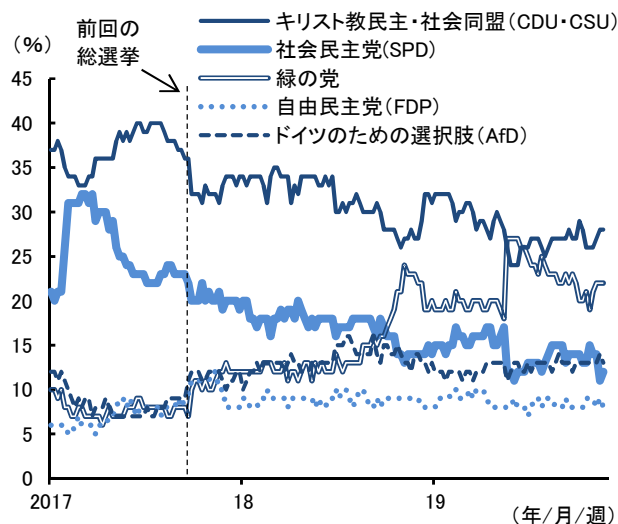
インフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、賃金面からの押し上げ圧力の高まりを受け、2020年末にかけて2%をやや上回る水準となる見込み。

(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、%)

		2019年								2020年					
		1~3				4~6				10~12			2018年	2019年	2020年
		(実績)				(予測)				(予測)			(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.8	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.3	1.9	1.2	1.2			
	消費者物価指数	1.4	1.4	1.0	0.8	1.2	1.0	1.2	1.3	1.8	1.2	1.2			
ドイツ	実質GDP	1.9	▲1.0	0.3	0.5	1.0	1.2	1.3	1.2	1.5	0.6	0.8			
	消費者物価指数	1.6	1.6	1.0	0.8	1.1	1.0	1.4	1.5	1.9	1.3	1.3			
フランス	実質GDP	1.1	1.4	1.1	1.2	1.4	1.3	1.4	1.3	1.7	1.3	1.3			
	消費者物価指数	1.4	1.3	1.2	1.0	1.2	1.1	1.3	1.3	2.1	1.2	1.3			
英国	実質GDP	2.5	▲0.7	1.7	0.7	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.1			
	消費者物価指数	1.9	2.0	1.8	1.7	2.1	2.0	2.1	2.1	2.5	1.9	2.1			

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成 (注)シャドーは予測値。

ドイツの主要政党の支持率



(資料)Forsaを基に日本総研作成

【ホット・トピック】

◆ドイツの財政政策への期待が上昇

ドイツでは、2019年12月に開かれた、連立与党の一翼を担うSPDの党大会で、財政拡大・連立懐疑派のペアが共同代表に就任。同党は、即時の連立離脱を否定しつつも、インフラ投資の拡大等を、連立相手であるCDUに要求する方針。CDUは、解散総選挙を回避すべく、一定の譲歩を見せ、黒字を維持できる範囲での財政出動を行うと予想。

ただし、CDUがSPDの要求を拒否し、連立解消に至る可能性も。結果として解散総選挙となった場合、前回選挙時と比べ、与党の支持率が大きく低下しているため、連立組み換えなどが生じる見込み。なお、緑の党が政権入りした場合、同党が環境対策等で財政拡大を主張していることから、独の財政政策は現状より拡張的となる見通し。

欧州金利見通し：ECBは当面様子見姿勢に

<ユーロ圏>

◆ECB：当面様子見姿勢に

マイナス金利政策による金融仲介機能の低下への懸念や、景気の腰折れは回避されるとの見通しを踏まえ、当面、一段の利下げは見送られると予想。

独10年債利回りは、景気下振れリスクの残存や米欧中銀の金融緩和姿勢が維持されるなか、当面は低水準での推移が続く見込み。2020年春頃からは、景気が緩やかな回復に向かうと予想されるため、徐々に上昇圧力が強まっていく見通し。

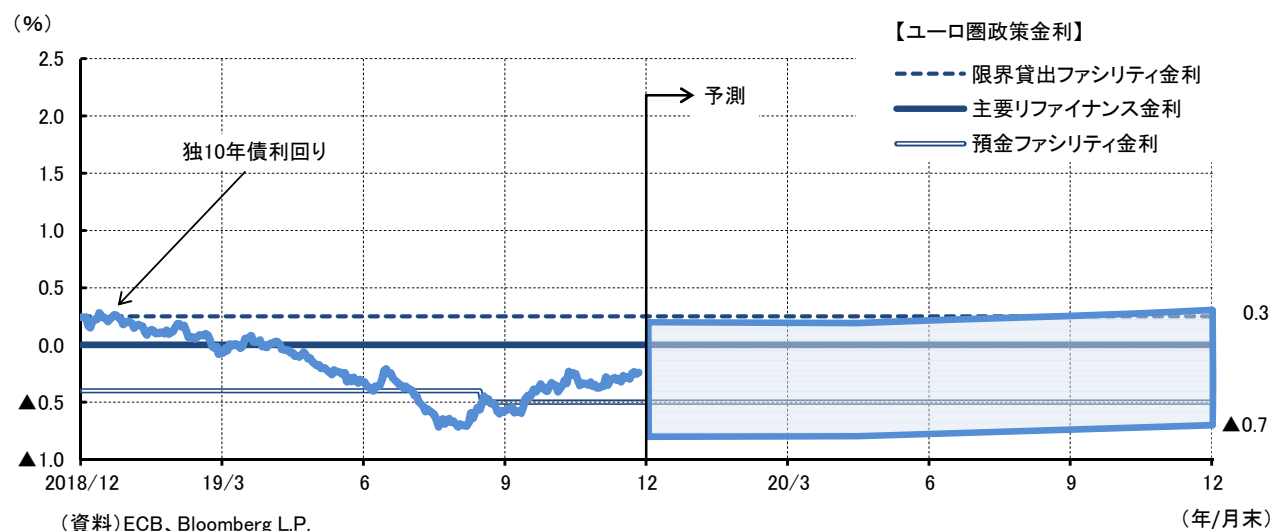
<英国>

◆BOE：2020年後半に利上げ

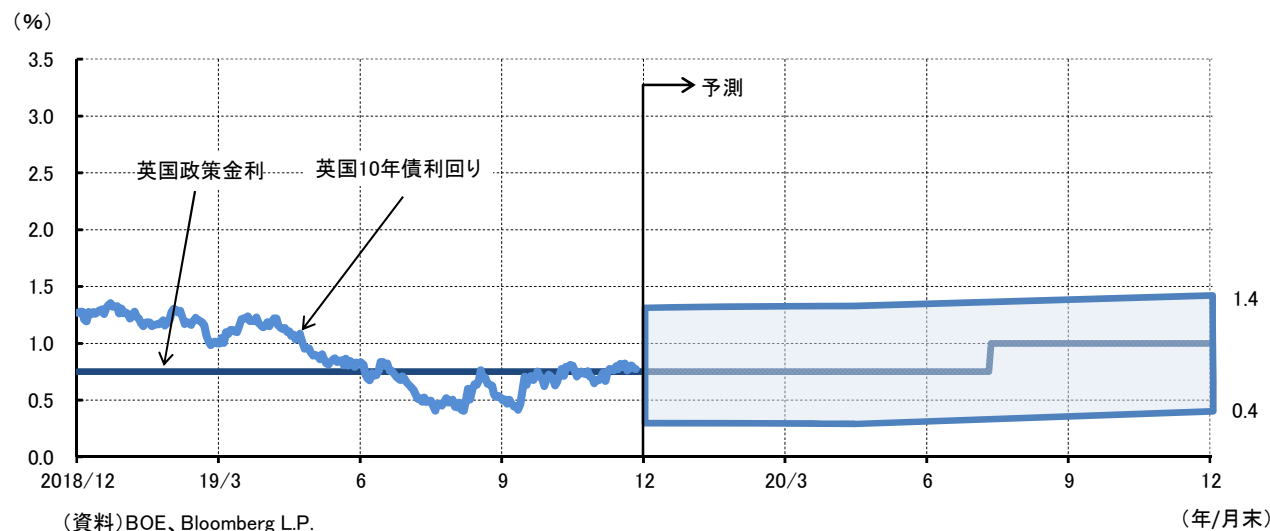
BOEは、利上げを視野に入れつつ、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極め。賃金の伸びの拡大やインフレ期待の高まりによる物価高への懸念が拭えないなか、2020年後半に利上げに踏み切ると予想。

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・ ストック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	1276.22
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	1339.86
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	1338.48
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	1326.51
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	1265.78
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	1234.09
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	1151.00
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	1194.37
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	1231.39
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	1271.25
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	1245.79
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	1260.06
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	1237.55
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	1284.30
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	1315.39
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	1280.95
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	1281.99
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	1266.57
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	1331.94
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	1331.74
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	1326.46
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	1335.07
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	1303.40
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	1280.33
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	1237.80
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	1200.36
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	1198.15
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	1215.33
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	1221.01
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	1252.71
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	1292.73
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	1319.29
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	1300.80
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	1285.75
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	1284.07
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	1361.80
19/7	108.25	121.38	1.1213	▲ 0.0709	0.04	▲ 0.15	21593.68	2.40	2.29	2.05	27089.19	2996.11	▲ 0.37	▲ 0.37	▲ 0.34	0.73	3507.80	57.55	1415.69
19/8	106.23	118.16	1.1123	▲ 0.0456	0.04	▲ 0.23	20629.68	2.13	2.16	1.62	26058.23	2897.50	▲ 0.36	▲ 0.41	▲ 0.63	0.49	3355.32	54.84	1503.50
19/9	107.51	118.34	1.1008	▲ 0.0595	0.01	▲ 0.23	21585.46	2.04	2.13	1.69	26900.21	2982.16	▲ 0.40	▲ 0.42	▲ 0.57	0.58	3514.53	56.97	1507.95
19/10	108.16	119.61	1.1057	▲ 0.0218	0.01	▲ 0.17	22197.47	1.83	1.98	1.70	26736.80	2977.68	▲ 0.46	▲ 0.41	▲ 0.45	0.62	3551.22	54.01	1494.96
19/11	108.91	120.32	1.1047	▲ 0.0434	0.02	▲ 0.09	23278.09	1.55	1.90	1.82	27797.05	3104.90	▲ 0.45	▲ 0.40	▲ 0.33	0.73	3693.14	57.07	1470.21
19/12	109.09	121.11	1.1102	▲ 0.0314	0.02	▲ 0.02	23626.56	1.55	1.90	1.85	28045.28	3159.77	▲ 0.46	▲ 0.40	▲ 0.28	0.77	3703.52	59.36	1473.93

(注) 2019年12月は、12月24日までの月中平均値。

(株) 日本総合研究所 欧州経済展望 2020年1月