
欧州経済展望

2018年3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：選挙結果に関わらず、イタリア経済の脆弱さは残存
3. 英国：個人消費と設備投資の伸び悩みが持続
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3月5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：企業マインドの改善に一服感

◆企業マインドは低下

2018年2月のユーロ圏PMIは、製造業・サービス業ともに前月から1ポイント超低下。2月上旬の米株安を契機とした金融市場の混乱や、ドイツ・イタリアにおける政治リスクの高まりが、企業マインドの重石となった可能性。

また、製造業では新規輸出受注指数が昨年半ば以来の水準へ低下しており、輸出の増勢に一服の兆し。ユーロ高による負の影響が顕在化しつつある模様。

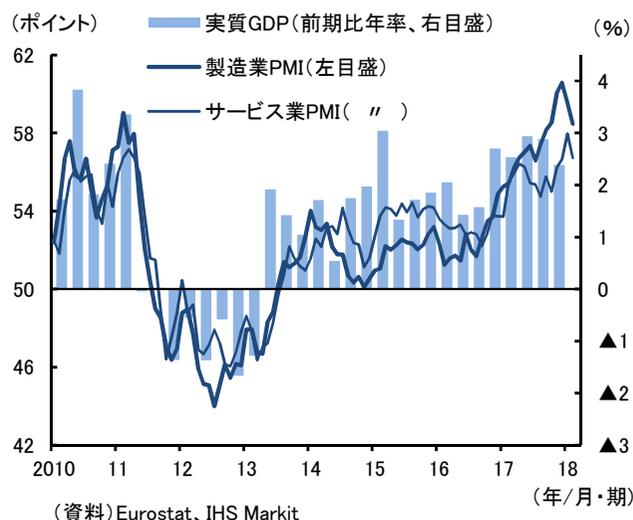
◆個人消費は底堅い推移が続く見通し

17年12月のユーロ圏小売売上数量は、前月比▲1.3%と減少したものの、均してみれば増勢を維持。また、雇用環境の改善を背景に、消費者マインドは高水準で推移しており、個人消費は先行きも底堅く推移する見込み。

◆消費者物価は16年末以来の低い伸びに

18年2月のユーロ圏消費者物価は、前年比+1.2%と前月の同+1.3%から伸びが減速。内訳をみると、昨年半ば以降、エネルギーや食料品類の伸びが鈍化。一方、コア物価の伸びは緩やかな持ち直しが続いているものの、依然として力強さに欠ける状況。

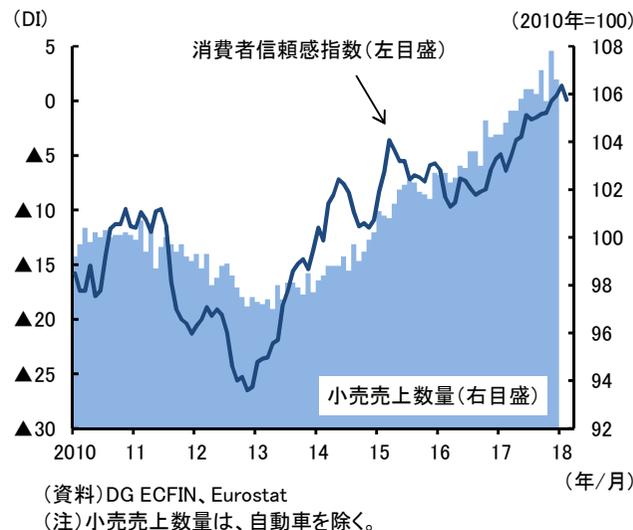
ユーロ圏の実質GDPとPMI



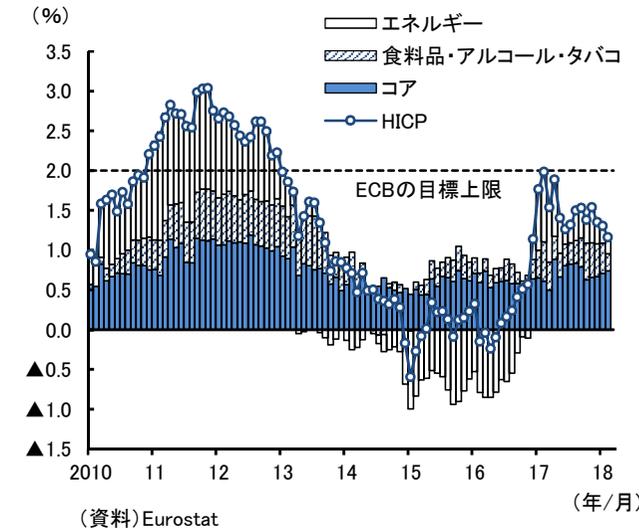
ユーロ圏の輸出数量と新規輸出受注指数



ユーロ圏の小売売上数量と消費者マインド



ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



ユーロ圏トピック：選挙結果に関わらず、イタリア経済の脆弱さは残存

◆脆弱さを抱えるイタリア経済

ユーロ圏景気が堅調に推移する一方、イタリアでは景気回復に遅れ。背景には、労働市場改革の停滞が指摘可能。既に改革を成功させたドイツやスペインに比べ、改革が道半ばのイタリアでは労働コストが高水準で推移しており、輸出競争力が劣後。足許にかけて外需拡大局面が続くなか、その恩恵を十分に享受できていないことが、景気回復ペースに格差が生じる主因に。

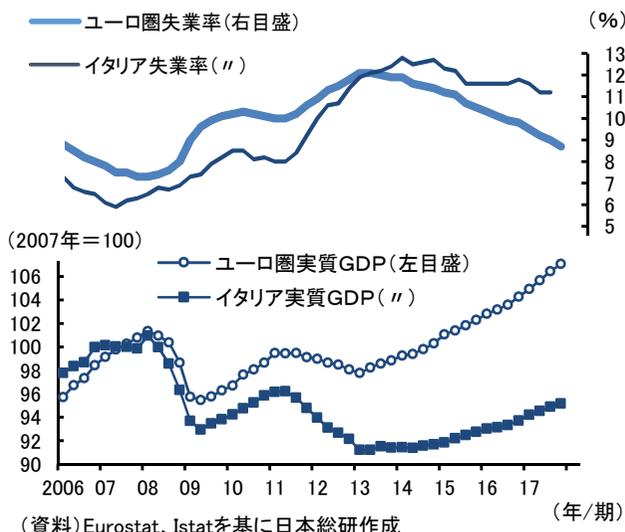
また、財政面をみると、イタリアの財政赤字はEU基準上限の対GDP比3%を下回っているものの、政府債務残高は同130%超と主要国の中でも高水準にあり、財政健全化が求められる状況。

◆選挙後も好転は期待薄

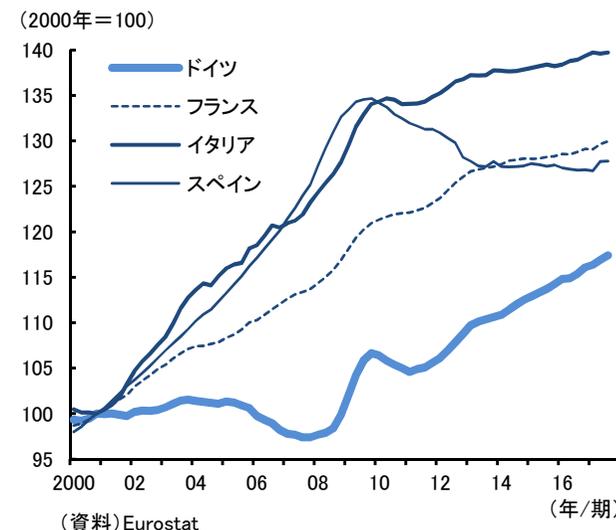
こうしたなか、イタリアでは3月4日に総選挙を実施。「中道右派連合」が第1勢力となったものの、上院・下院ともに議席の過半数を占める政党がないハングパーラメントとなり、政権樹立に向けた連立交渉が難航する見通し。また、議席を大きく伸ばした「五つ星運動」が「同盟」などの極右勢力と連立し、反EU政権が誕生する恐れも。

懸念されるのは、主要3勢力全てが労働者保護強化・財政拡大を主張している点。選挙結果に関わらず、労働市場改革の進展は期待し難く、また、野放図な財政拡大は財政状況の更なる悪化につながる恐れ。結果として、選挙後もイタリア経済には脆弱さが残り、景気の重石となり続ける見通し。

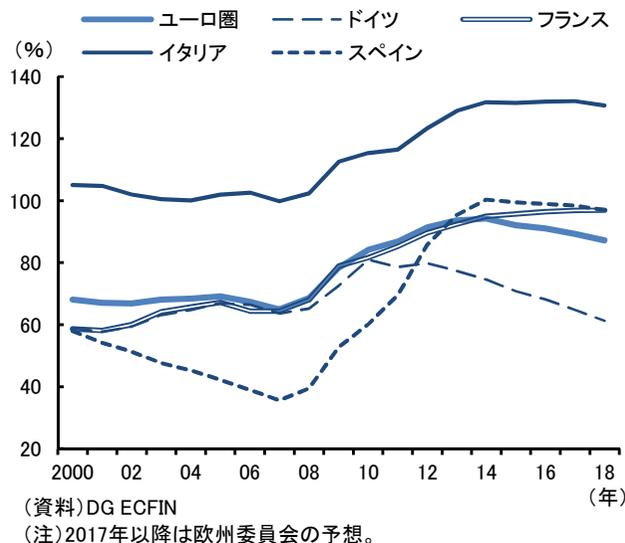
ユーロ圏とイタリアの実質GDP・失業率



ユーロ圏の単位労働コスト



ユーロ圏主要国の政府債務残高(対GDP比)



イタリア総選挙結果

政党名	得票率(%)		備考
	上院	下院	
中道左派連合	24.0	23.3	親EU。緊縮財政から拡大へ路線変更。現与党。労働市場改革・緊縮財政を進めたものの、経済低迷で支持率が低下。
民主党	19.4	19.0	
その他	4.6	4.3	
中道右派連合	37.4	37.0	EU懐疑派。中道右派から極右まで幅広い政党が参加しており、各党の政策には差異が存在。中道右派。党首はベルルスコーニ氏。最低所得補償などを掲げる。「北部同盟」から改名。反EU、反移民。
フォルツァ・イタリア	14.3	13.9	
同盟	18.1	18.0	
その他	5.0	5.1	
五つ星運動	31.5	31.9	ポピュリズム政党。EU離脱などの過激な主張を掲げてきたが、足許で態度を軟化。他党との連立も視野。
その他	7.1	7.8	

(資料)イタリア内務省ほか各種報道より日本総研作成
(注)得票率は、現地時間3月5日午前9時25分時点の暫定結果。

英国：個人消費と設備投資の伸び悩みが持続

◆個人消費・設備投資が伸び悩み

2017年10～12月期の実質GDP（改定値）は前期比年率+1.6%と、速報値（同+2.0%）から下振れ。需要項目別にみると、個人消費の伸び悩みが引き続き成長の足枷に。

また、総固定資本形成の内訳をみると、2015年半ば以降、民間設備投資の低迷が顕著。17年10～12月期は民間設備投資の伸びがゼロとなるなど、Brexitをめぐる不確実性の高まりによる企業の投資姿勢の慎重化が持続。

◆1月小売売上はほぼ横ばい

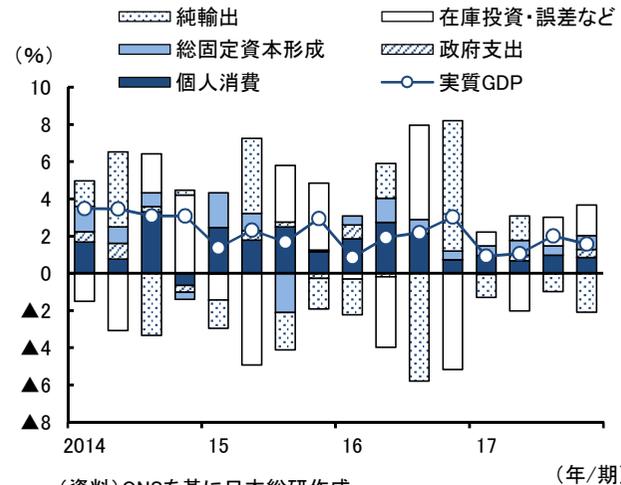
1月の小売売上数量は、前月比+0.1%と伸び悩み。賃金の伸び悩みと物価の上昇を背景に、実質賃金の伸びが引き続き前年割れとなるなか、当面、個人消費の力強い回復は期待し難い状況。

◆BOEは追加利上げへ

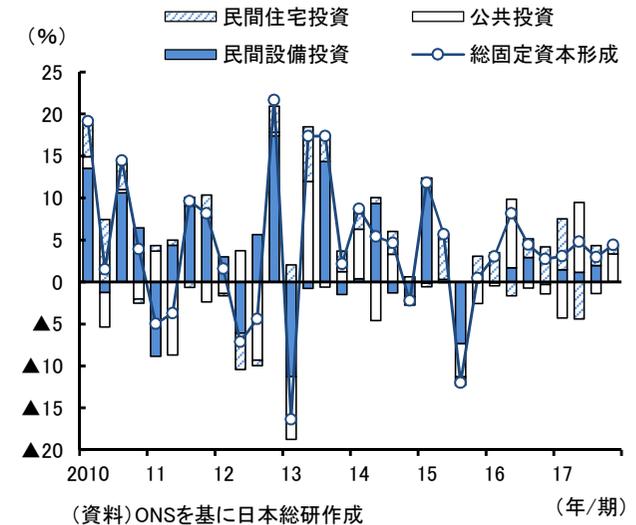
1月の消費者物価は前年比+3.0%と、5ヵ月連続で3%台の伸びに。BOEが2月8日に公表した「Inflation Report」の物価見通しは前回（2017年11月）から据え置かれたものの、公表された金融政策委員会の内容は、早期追加利上げの必要性を強く示唆するものに。

BOEは、ポンド安の影響残存や、労働需給の逼迫による賃金の伸びの拡大などを想定し、物価の高止まりに対する警戒感を強めており、遅くとも8月には追加利上げに踏み切ると予想。

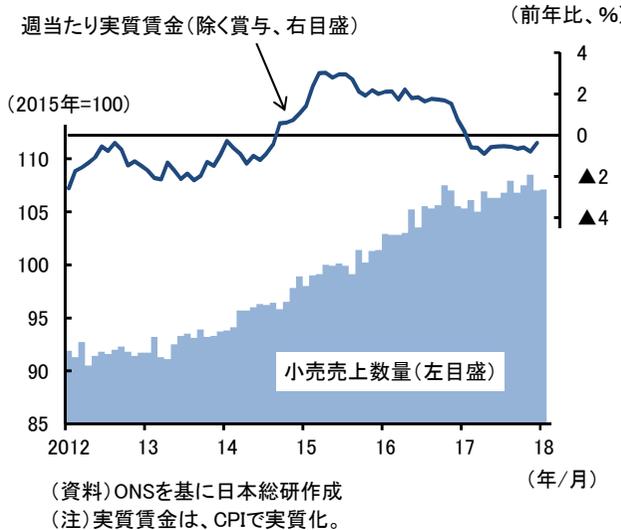
英国の実質GDP(前期比年率)



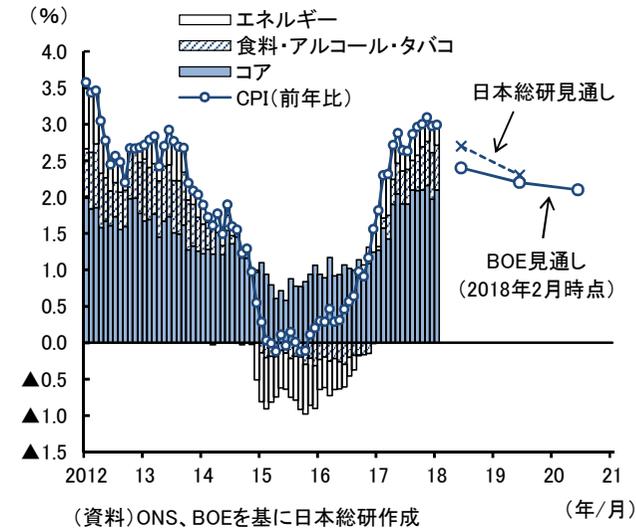
英国の実質総固定資本形成(前期比年率)



英国の小売売上数量と実質賃金



英国の消費者物価指数(前年比)と見通し



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

欧州各国の経済・物価見通し

<ユーロ圏>

◆緩やかな回復が持続

ユーロ圏景気は、雇用情勢の改善を背景とした個人消費の緩やかな回復が下支えに作用。また、海外景気の持ち直しを受けた輸出の増加が成長ペースの押し上げに寄与。もっとも、賃金の伸び悩みが引き続き個人消費の重石となるほか、ユーロ高が輸出の下押しに作用し、2018年半ば以降は1%台後半を中心とした成長ペースとなる見通し。

インフレ率は、賃金面からの物価押し上げ圧力が乏しいなか、ECBの目標である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

英国景気は、EU離脱をめぐる先行き不透明感が根強いなか、個人消費や設備投資が低迷。当面、1%台前半の成長ペースに。

春以降は、移行期間の設定により、新たな貿易協定等を締結できないまま突然EUから離脱する事態は避けられるとの見方が広がるにつれ、リスク回避の動きが一巡し、景気は徐々に持ち直しに転じる見込み。もっとも、回復ペースは緩慢にとどまる見通し。

インフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、原油価格の持ち直しやポンド安などの物価押し上げ圧力も根強く、BOEの目標である2%を上回る伸びが続く見込み。

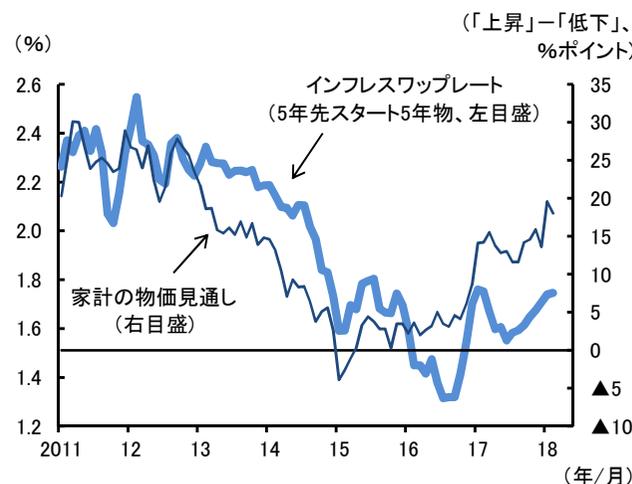
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

		2017年			2018年			2019年	2017年	2018年	2019年	
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(実績)	(予測)	(予測)
		(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	2.9	2.9	2.4	2.1	1.9	1.7	1.8	1.8	2.5	2.2	1.7
	消費者物価指数	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	1.6	1.5	1.6	1.7
ドイツ	実質GDP	2.6	3.0	2.4	2.0	1.7	1.8	1.8	1.9	2.5	2.2	1.7
	消費者物価指数	1.6	1.7	1.7	1.6	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8
フランス	実質GDP	2.6	2.1	2.5	1.9	1.7	1.5	1.6	1.5	1.9	2.0	1.5
	消費者物価指数	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	1.4	1.2	1.3	1.5
英国	実質GDP	1.1	2.0	1.6	1.3	1.4	1.4	1.5	1.4	1.7	1.5	1.5
	消費者物価指数	2.7	2.8	3.0	2.9	2.8	2.6	2.4	2.3	2.7	2.7	2.3

(資料)Eurostat, ONSなどを基に日本総研作成

ユーロ圏のインフレ期待



(資料)DG ECFIN "Business & Consumer Survey", Bloomberg L.P.

【ホット・トピック】

◆家計の物価見通しが水準を切上げ

昨年初め以降、ユーロ圏家計の物価見通しは上昇傾向にあり、本年入り以降は一段と水準を切上げ。足許では、インフレ率が2%を超えていた2013年初めと同水準。もっとも、こうした家計の物価見通しの上昇は、全般的な物価の上昇ではなく、原油や食料品といった一部の品目の価格上昇が消費者に強く意識された可能性大。

実際、市場参加者の中長期的なインフレ期待を示唆するインフレスワップレートの上昇は限定的。賃金面からの物価上昇圧力が緩慢にとどまるほか、見通しへの寄与が大きかった原油価格も上値の重い展開になると予想され、家計の物価見通しは徐々に落ち着いていく見通し。

欧州金利見通し：ECBは年内に資産買入を終了も、利上げは当面見通せず

<ユーロ圏>

◆ECB：利上げには慎重姿勢を維持

ECBの資産買入の終了は、10月以降の段階的な規模の縮小を経て、本年末となる見込み。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が依然として見通し難いなか、当面、慎重姿勢を維持すると予想。

独10年債利回りは、ECBによる金融緩和策の縮小などから、徐々に金利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やかにとどまるもと、上昇ペースは緩やかにとどまる見通し。

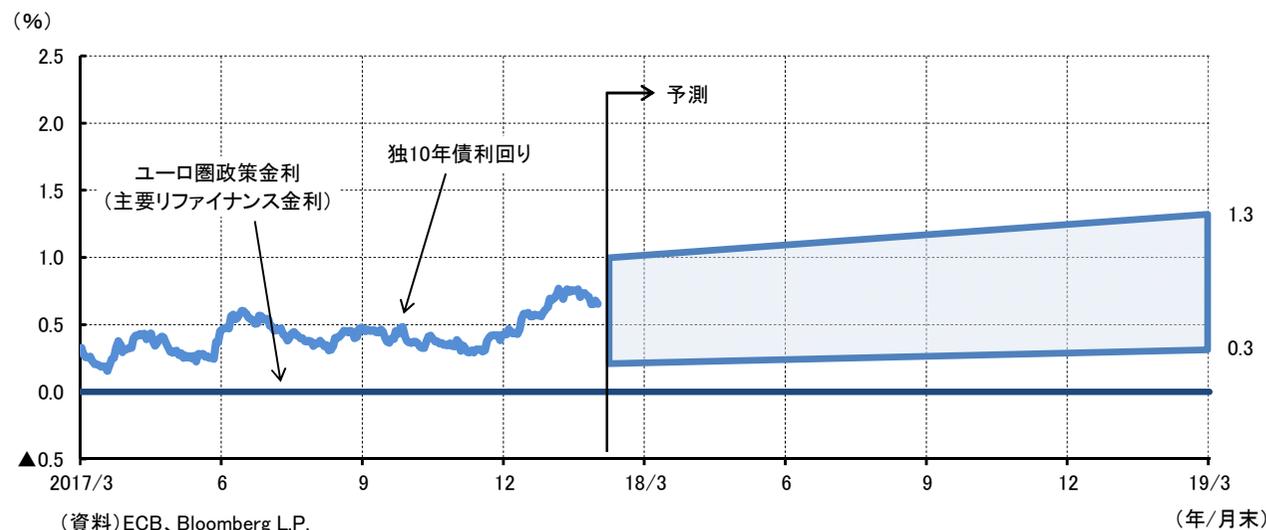
<英国>

◆BOE：追加利上げへ

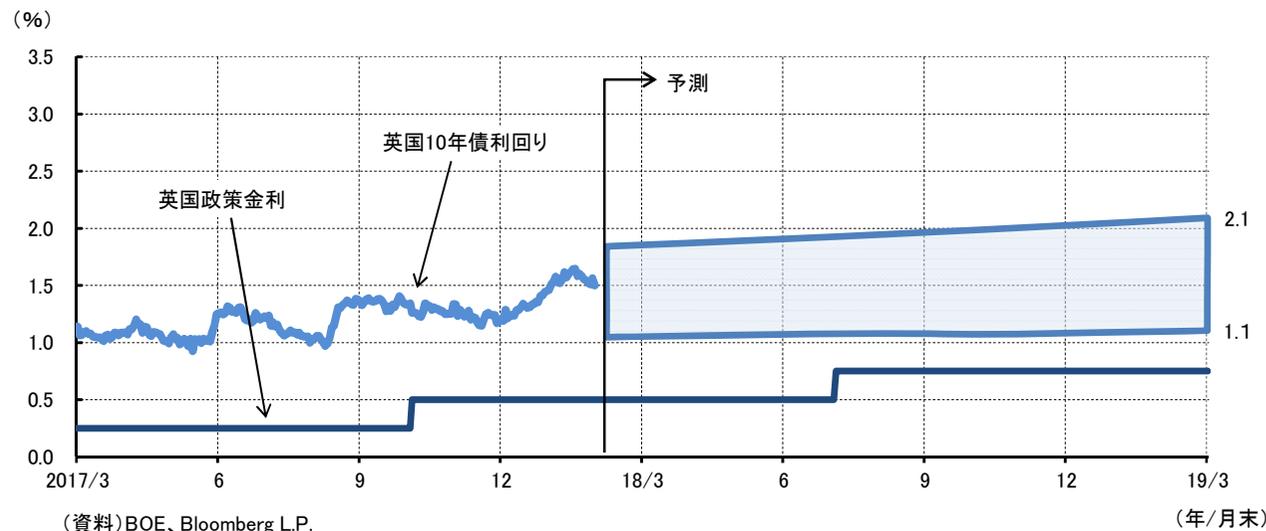
BOEは、インフレ率の高止まりを警戒し、8月に追加利上げに踏み切ると予想。その後の利上げは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、移行期間入り後の2019年春以降となる見込み。

英10年債利回りは、BOEの金融引き締め観測や物価の高止まりが金利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、金利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50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
14/6	102.06	138.81	1.3601	0.0670	0.21	0.59	15131.80	0.10	0.23	2.59	16843.75	1947.09	0.08	0.24	1.35	2.70	3271.69	105.15	1282.57
14/7	101.75	137.74	1.3537	0.0658	0.21	0.54	15379.29	0.09	0.23	2.53	16988.26	1973.10	0.04	0.21	1.20	2.63	3192.31	102.39	1311.82
14/8	102.98	137.10	1.3314	0.0686	0.21	0.51	15358.70	0.09	0.23	2.41	16775.15	1961.53	0.02	0.19	1.02	2.44	3089.05	96.08	1295.73
14/9	107.39	138.46	1.2895	0.0664	0.21	0.54	15948.47	0.09	0.23	2.52	17098.13	1993.23	0.01	0.10	1.00	2.49	3233.38	93.03	1237.99
14/10	108.02	136.99	1.2682	0.0590	0.20	0.49	15394.11	0.09	0.23	2.29	16701.87	1937.27	0.00	0.08	0.88	2.23	3029.58	84.34	1223.11
14/11	116.40	145.21	1.2475	0.0649	0.18	0.47	17179.03	0.09	0.23	2.32	17648.98	2044.57	▲ 0.01	0.08	0.79	2.13	3126.15	75.81	1177.00
14/12	119.44	146.99	1.2307	0.0678	0.18	0.38	17541.69	0.12	0.24	2.20	17754.24	2054.27	▲ 0.03	0.08	0.64	1.87	3159.77	59.29	1198.71
15/1	118.33	137.63	1.1630	0.0739	0.18	0.26	17274.40	0.11	0.25	1.88	17542.25	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	17931.75	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	1068.82
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	0.00	1.87	2.86	24981.55	2705.16	▲ 0.37	▲ 0.33	0.72	1.57	3426.71	62.18	1331.70