

---

---

# 欧州経済展望

2018年5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：ドイツの輸出拡大に変調の兆し
3. 英国：1～3月期は成長ペースが大きく鈍化
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5月1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：企業部門の先行きに懸念

## ◆企業マインドが低下

4月のユーロ圏コンポジットPMIは55.2と、前月から横ばいで推移。業種別にみると、2017年入り後、低下が続いていたサービス業が下げ止まった一方、製造業は4ヵ月連続で低下。製造業PMIの落ち込みは、これまで牽引役であった輸出のペースダウンによる影響が大きいと推測。

## ◆設備投資計画は昨年を上回る状況

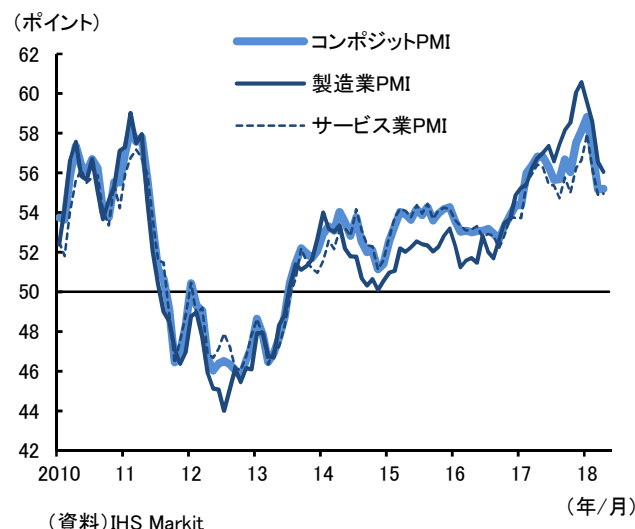
3～4月に実施されたユーロ圏企業の設備投資計画に関するアンケート調査をみると、前回調査から引き続き、2018年の計画は昨年を上回る状況。ただし、強気な計画は外需拡大への対応という側面も強く、輸出の増勢鈍化とともに下方修正を余儀なくされる恐れも。

## ◆個人消費の増勢鈍化は一時的と推測

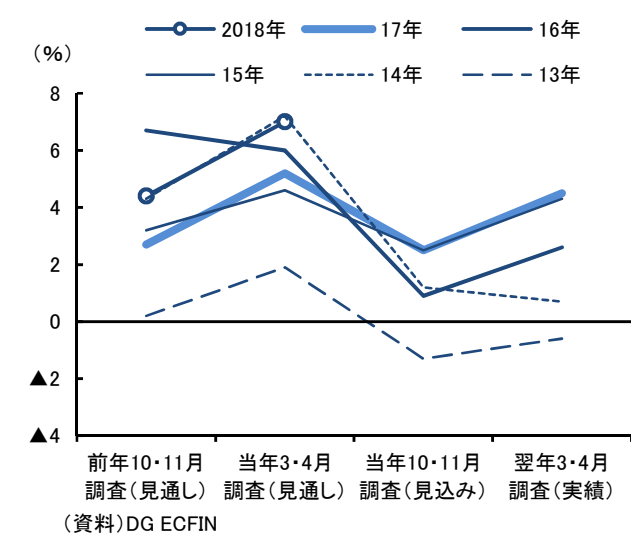
2月のユーロ圏小売売上数量は前月比+0.1%と、3ヵ月ぶりに増加したものの、昨年末以降、横ばい圏での推移が持続。賃金が伸び悩むなかでの物価上昇が、家計の実質所得の伸びを下押ししているためと推測。

もっとも、先行き、物価上昇による下押し圧力は徐々に縮小すると見込まれるほか、雇用環境の改善などを背景に消費者マインドが引き続き高水準で推移していることから、個人消費は底堅さを維持する見通し。

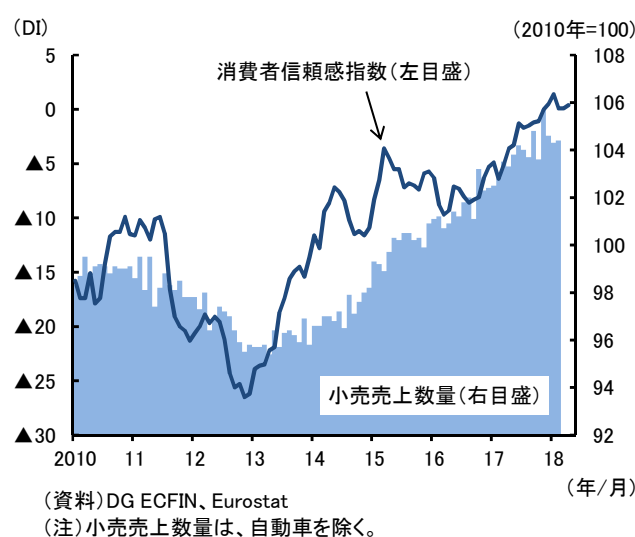
### ユーロ圏のPMI



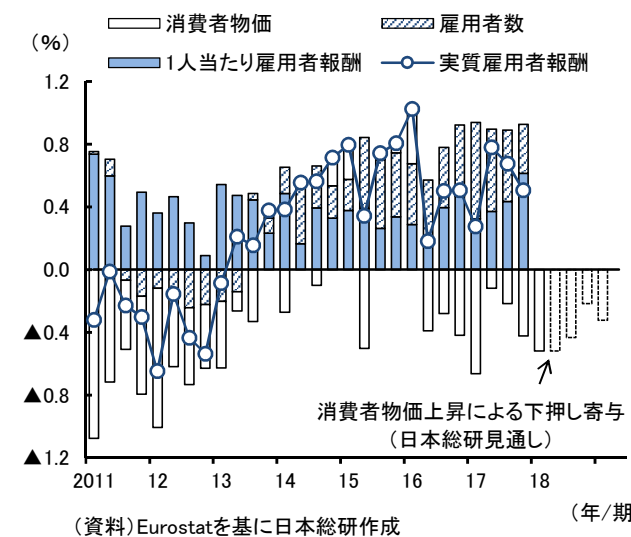
### ユーロ圏企業の設備投資計画(前年比)



### ユーロ圏の小売売上数量と消費者マインド



### ユーロ圏の実質雇用者報酬(前期比)



# ユーロ圏トピック：ドイツの輸出拡大に変調の兆し

## ◆ドイツの輸出に頭打ち感

ドイツでは、2月の実質輸出が大きく減少したほか、製造業PMIの新規輸出受注指数が4月に2017年初め以来の水準まで低下するなど、輸出の増勢に頭打ち感が強まる状況。2月の地域内訳は未公表ながら、製造業受注をみると、ユーロ圏内向けは振れを伴いながらも増勢が続く一方、ユーロ圏外向けが弱含んでいることから、主にユーロ圏外向けの輸出が減速している模様。

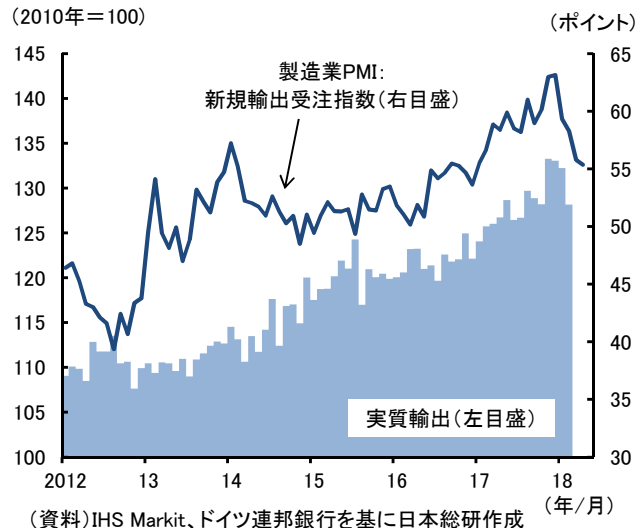
## ◆先行きも増勢鈍化が続く見通し

輸出鈍化の背景には、ユーロ高の進行が指摘可能。ドイツの実質実効為替レートは2017年春から足許にかけて5%近く増価しており、ユーロ高による輸出下押しの影響が顕在化しつつあると推測。ECBが金融政策の正常化に着手するなか、今後もユーロ高地合いが続き、輸出の重石となる見通し。

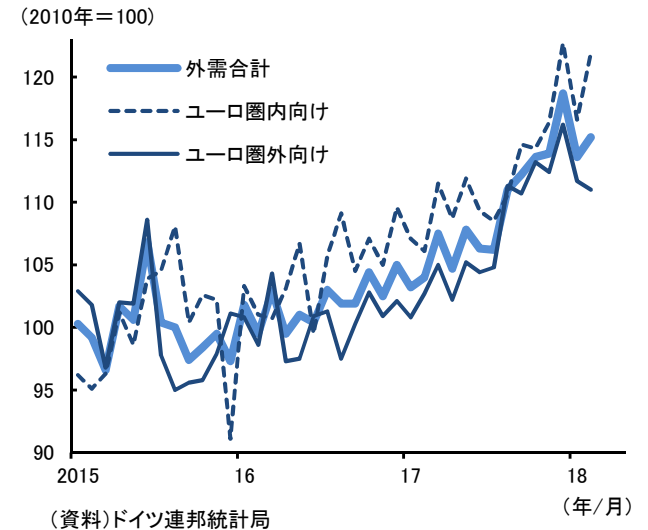
また、ユーロ圏外の主要輸出先の景気回復ペースに鈍化の兆しがみられることも、輸出減速要因に。OECD景気先行指数をみると、主要輸出先の多くで低下傾向にあり、先行き、昨年のような外需の盛り上がりは期待し難い状況。

さらに、米トランプ政権の保護主義姿勢の強まりも懸念材料に。とりわけ、トランプ大統領はドイツの貿易黒字を問題視しており、自動車などの主要輸出品に影響が及べば、ドイツ景気への下押し圧力も無視できず。

## ドイツの実質輸出と新規輸出受注指数



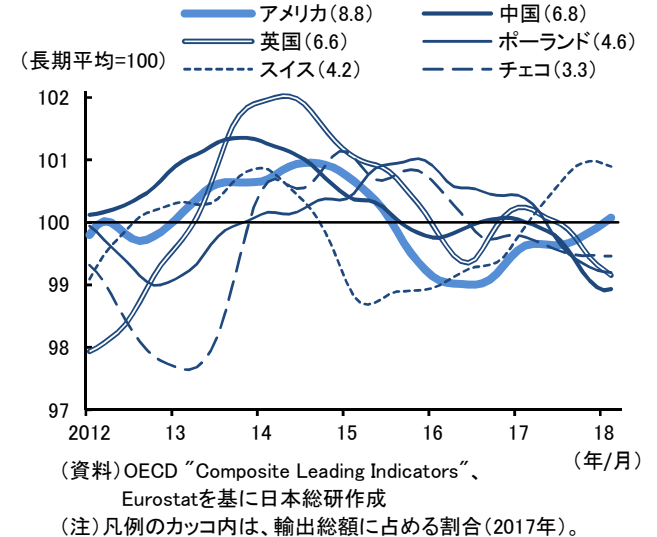
## ドイツの製造業受注



## ドイツの実質実効為替レート



## ドイツの主要輸出先のOECD景気先行指数



# 英国：1～3月期は成長ペースが大きく鈍化

## ◆1～3月期GDP成長率は大幅に減速

1～3月期の実質GDPは前期比年率+0.4%と、2012年10～12月期以来の低い伸びに。産業別の付加価値をみると、寒波の影響などから建設業が大幅なマイナスとなり、成長率を大きく下押し。加えて、製造業やサービス業の伸びも鈍化しており、総じて低調な内容に。

## ◆実質賃金は伸び悩み

2月の週当たり賃金（除く賞与）は前年比+2.9%と、上昇ペースが加速。もともと、2%を超える物価の伸びが続くなか、実質賃金は小幅プラスにとどまり、引き続き個人消費の重石となる見込み。

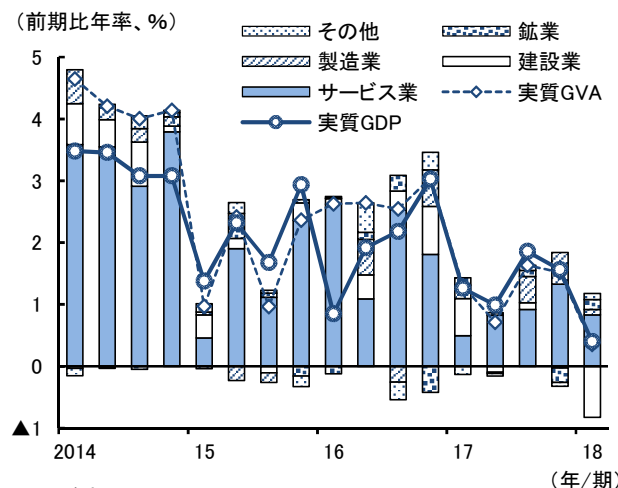
## ◆企業の投資抑制姿勢が長期化

企業部門では、先行きの設備投資意向が引き続き「減少」超で推移。英国とEUは移行期間の設定で合意したものの、北アイルランド国境の具体的な管理方法の策定や、強硬離脱派と穏健派の対立が続く英国議会での離脱協定の承認など、2019年3月末までの離脱協定の正式な発効には、なお懸念が残存。さらに、移行期間入り後の新たな貿易協定等をめぐる交渉も難航が予想され、先行きもBrexitをめぐる不確実性の高まりが企業の投資姿勢の慎重化に作用し続ける見通し。

## ◆外国人観光客が減少

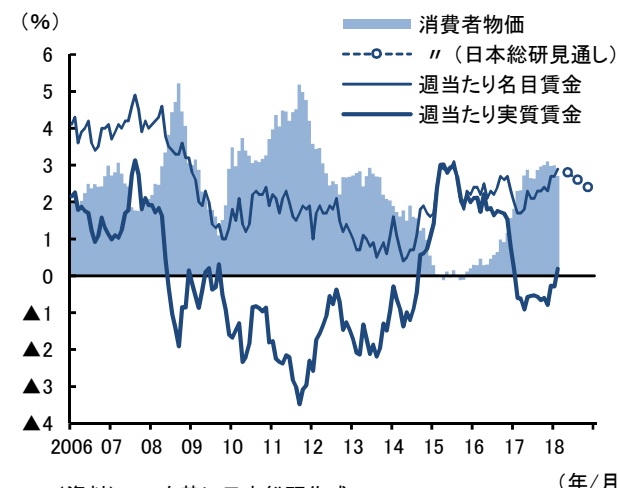
英国では、2016年入り後のポンド安の進行などから、外国人観光客が大幅に増加。もともと、ポンド安の一服やロンドンでのテロを受け、17年春をピークに減少に転じており、外国人観光客の支出拡大による景気押し上げ効果は、足許にかけて大きく縮小。

英国の実質GDPと実質GVA(付加価値額)



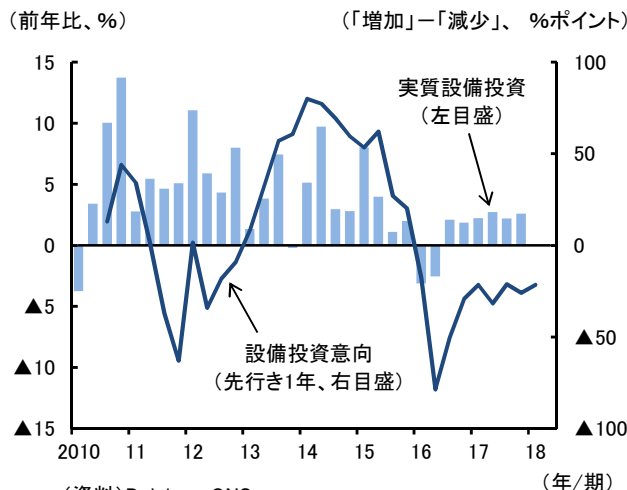
(資料)ONS  
(注)GDP=GVA+生産品にかかる税-補助金。

英国の週当たり賃金と消費者物価(前年比)



(資料)ONSを基に日本総研作成  
(注)賃金は賞与を除くベース。実質賃金はCPIで実質化。

英国企業の実質設備投資と設備投資マインド



(資料)Deloitte、ONS  
(注)直近の設備投資意向は、2018年3月中旬調査。

英国の外国人観光客数と支出額(3ヵ月移動平均)



(資料)ONS

# 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、雇用環境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年半ば以降は年率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

英国は、2019年3月末のEU離脱後に移行期間を設けることでEUと合意。もっとも、移行期間入り後に本格化するとみられる新たな通商協定等をめぐる交渉は難航が予想され、Brexitに対する先行き不透明感が根強く残存。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%台半ば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、原油価格の持ち直しやポンド安地合い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。

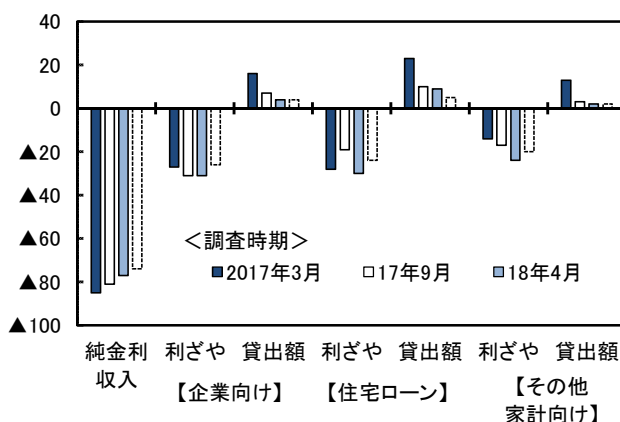
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%) (前年比、%)

		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)	
ユーロ圏	実質GDP	2.9	2.8	2.7	2.1	1.9	1.7	1.9	1.8	2.5	2.3	1.7	
	消費者物価指数	1.5	1.4	1.4	1.3	1.5	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	
	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	1.4	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	1.6	1.8
フランス	実質GDP	2.5	2.1	2.8	1.9	1.7	1.5	1.6	1.5	2.0	2.0	1.5	
	消費者物価指数	1.0	1.0	1.2	1.5	1.3	1.4	1.3	1.4	1.2	1.4	1.5	
英国	実質GDP	1.0	1.9	1.6	0.4	1.6	1.4	1.5	1.4	1.8	1.3	1.5	
	消費者物価指数	2.7	2.8	3.0	2.7	2.8	2.6	2.4	2.3	2.7	2.6	2.3	

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

## マイナス金利政策の銀行経営等への影響

(「好影響」-「悪影響」、%ポイント)



(資料)ECB "Bank lending survey"を基に日本総研作成  
(注)各項目右端の棒グラフは18年4月時点の6ヵ月先見通し。

## 【ホット・トピック】

### ◆マイナス金利が銀行経営の大きな負担に

ECBによる銀行を対象としたアンケート調査によると、マイナス金利が純金利収入に悪影響を与えているとする意見が引き続き高水準で推移。また、利ざやの縮小を懸念する銀行が一定の割合で推移する一方、金利低下による貸出額の増加を見込む銀行が減少傾向にあり、マイナス金利の負の側面が目立つ格好に。

金融政策の先行きを展望すると、ユーロ圏の底堅い景気回復を背景に、ECBは本年末に資産買い入れを停止し、来年半ば以降に利上げに踏み切る見込み。もっとも、利上げペースは極めて緩やかなものになると予想されることから、当面、マイナス金利政策による銀行収益への下押し圧力が残る見通し。



# 欧州金利見通し：ECBは年末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の資産買入は、10月以降の段階的な買入規模の縮小を経て、本年末に終了の運びとなる見込み。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慢なため、上昇ペースは緩やかにとどまる見通し。

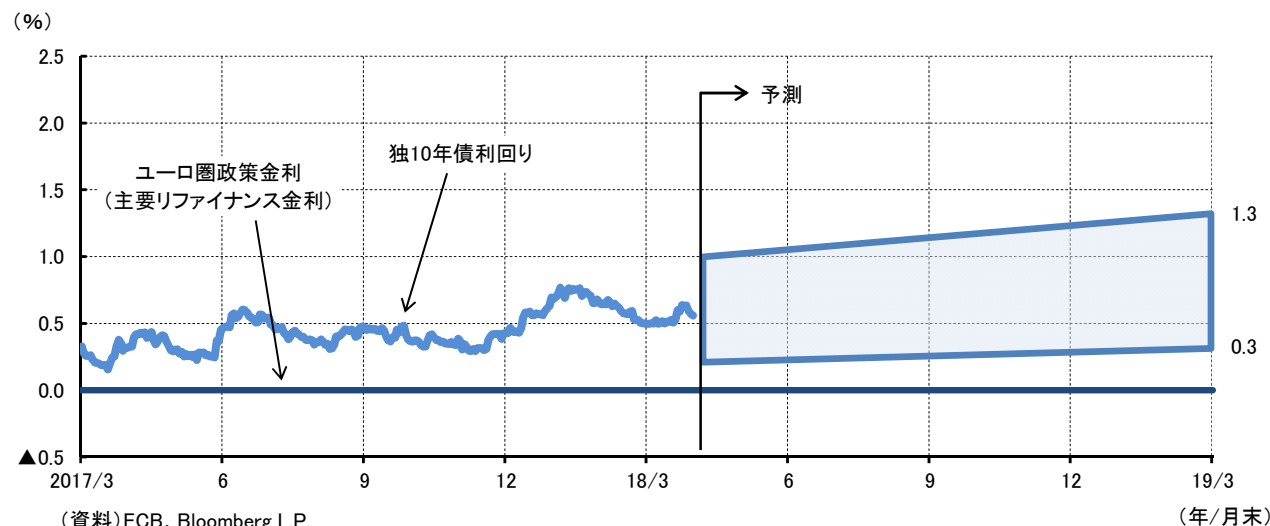
## <英国>

### ◆BOE：追加利上げへ

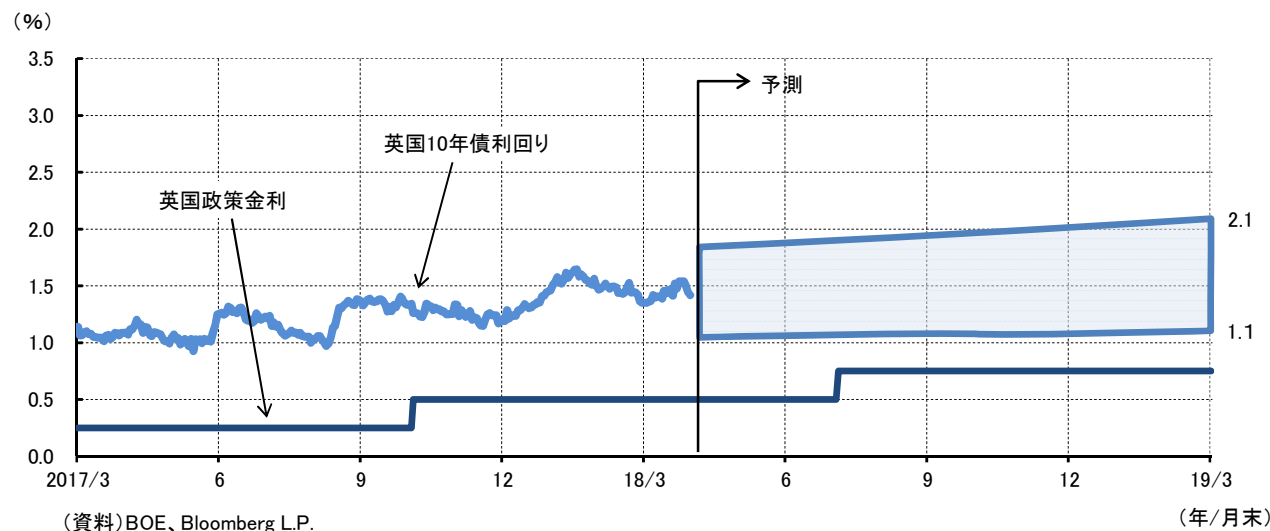
BOEは、インフレ率の高止まりを警戒し、8月に追加利上げに踏み切ると予想。その後の利上げは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、移行期間入り後の2019年春以降となる見込み。

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)	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・ スツック50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	17542.26	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	17931.74	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	1068.83
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