

---

---

# 欧州経済展望

2018年6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：個人消費の伸び悩みは一時的にとどまる見通し
3. 英国：個人消費の伸び悩みが長期化
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6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：輸出減速を主因に成長ペースが鈍化

## ◆ 1～3月期は成長ペースが大きく鈍化

ユーロ圏の2018年1～3月期実質GDPは前期比年率+1.6%と、7四半期ぶりの低い伸びに。需要項目別の内訳が既に公表されている独仏では、輸出が前期比マイナスに転じており、これまでユーロ圏景気の牽引役であった輸出減速による影響が大きい模様。

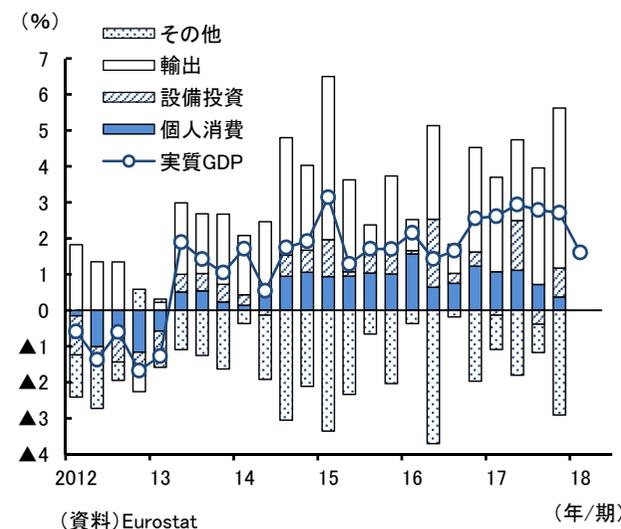
## ◆ 輸出の再加速は期待薄

5月の製造業PMI新規輸出受注指数は6ヵ月連続で低下し、2016年夏以来の水準に。17年春から18年初めにかけてのユーロ高による輸出下押しの影響が顕在化しつつある状況。4月下旬以降、ユーロ圏景気の先行き懸念やイタリアの政治不安などから、ユーロ安が進んでいるものの、米国を除くユーロ圏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から、先行き、昨年のような外需の盛り上がりは期待薄。

## ◆ 消費者物価は持ち直し

2018年入り後の物価指標の弱含みを受け、ECBが金融緩和策の正常化プロセスを遅らせるとの観測が台頭。もっとも、5月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+1.9%と、エネルギー価格の上振れに加え、コア物価の持ち直しを受け、約1年ぶりの高い伸びに。インフレ期待にも下振れの動きはみられず、ECBが年内に資産買入を終了するとのも当社見通しは変わらず。

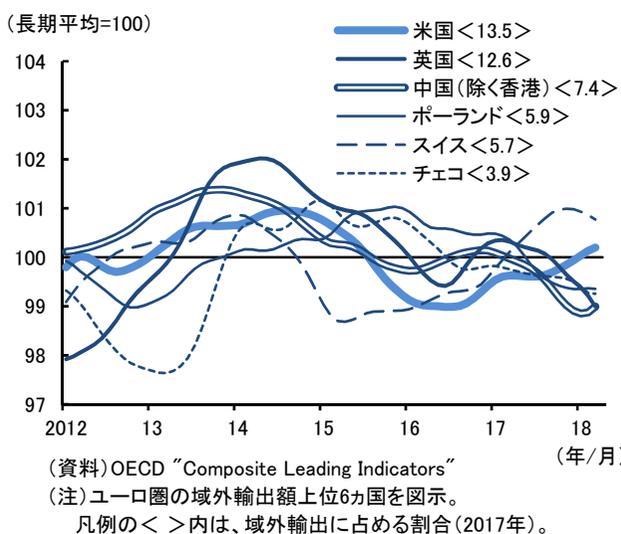
ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



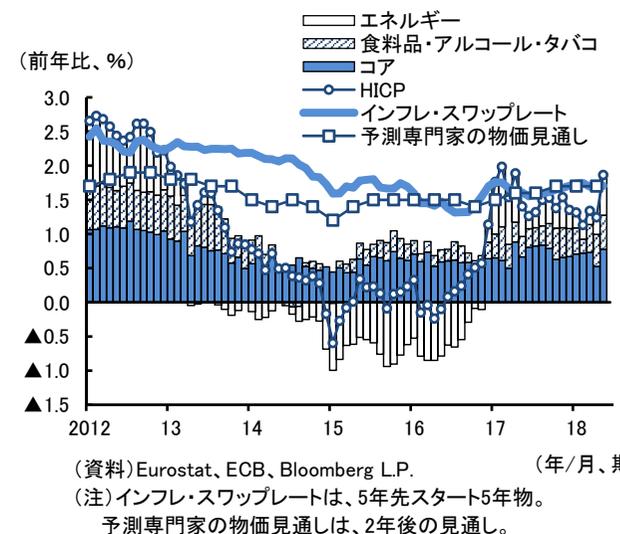
ユーロ圏の輸出数量と新規輸出受注指数



ユーロ圏主要輸出先のOECD景気先行指数



ユーロ圏の消費者物価とインフレ期待



# ユーロ圏トピック：個人消費の伸び悩みは一時的にとどまる見通し

## ◆年初以降、個人消費が伸び悩み

家計部門では、昨年末以降、小売売上数量や新車登録台数が伸び悩み。もっとも、足許の伸び悩みは、悪天候やイースター休暇時期のズレなどによる影響が大。

## ◆雇用・所得環境の改善は崩れず

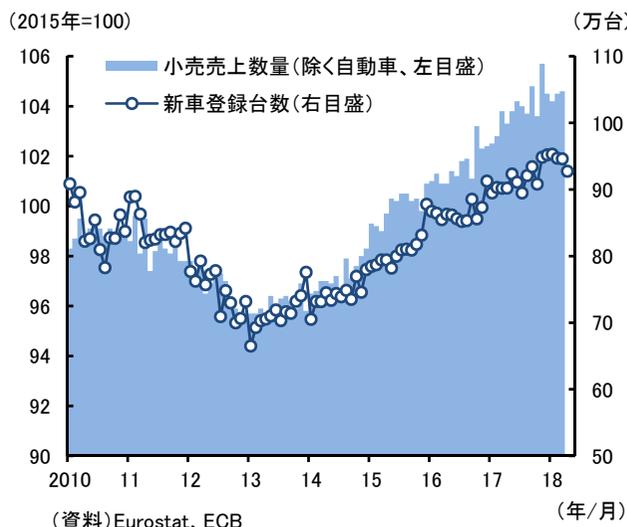
実際、個人消費の行方を左右する雇用・所得環境に大きな変調はみられず。

5月のユーロ圏の失業率は8.5%と、2008年末以来の水準まで低下するなど、雇用者数の堅調な伸びが持続。雇用者報酬を雇用者数と一人当たり雇用者報酬に分けてみると、一人当たり雇用者報酬の伸び悩みが重石となる一方、雇用者数の堅調な増加が所得の伸びを下支え。企業の採用見通しや消費者の失業者数見通しの改善が続くなか、先行きも雇用者数の増加が所得の押し上げに寄与する見込み。

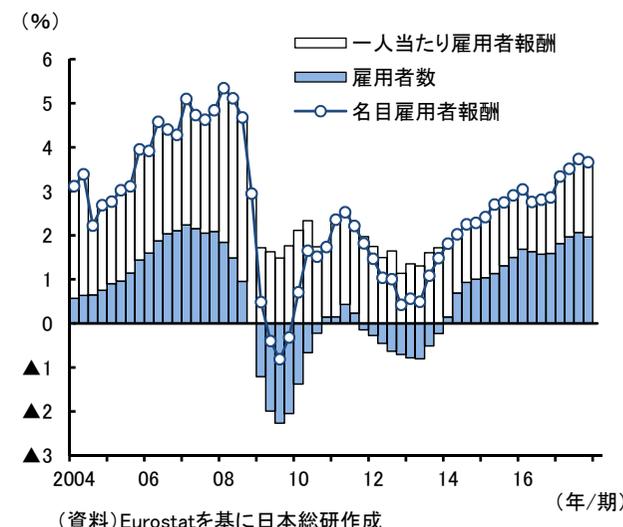
また、一人当たり雇用者報酬や時間当たり賃金の伸びは、依然として金融危機前を大きく下回る水準にあるものの、労働需給の改善とともに持ち直しの動きがみられつつある状況。

以上を踏まえると、足許の個人消費の伸び悩みは一時的にとどまり、雇用・所得環境の改善を背景に緩やかな増勢に復する見通し。

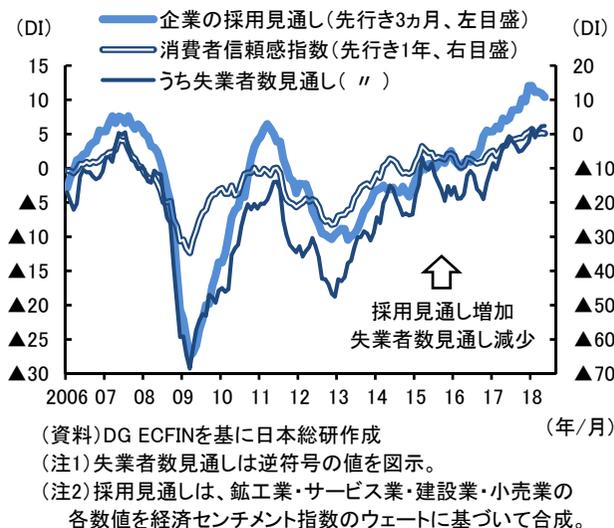
## ユーロ圏の小売売上数量と新車登録台数



## ユーロ圏の名目雇用者報酬(前年比)



## ユーロ圏の消費者マインドと企業の採用見通し



## ユーロ圏の賃金指標



# 英国：個人消費の伸び悩みが長期化

## ◆輸出が減少、個人消費が伸び悩み

1～3月期の実質GDP（改定値）は前期比年率+0.4%と、速報値から変わらず。需要項目別にみると、ポンド安による押し上げ効果の剥落などから、輸出が2四半期連続のマイナスとなったほか、個人消費の伸び悩みが長期化。

## ◆個人消費の力強い回復は期待薄

4月の小売売上数量は前月比+1.6%と、堅調な伸びとなったものの、均してみると昨年末以降、横ばい圏での推移が持続。

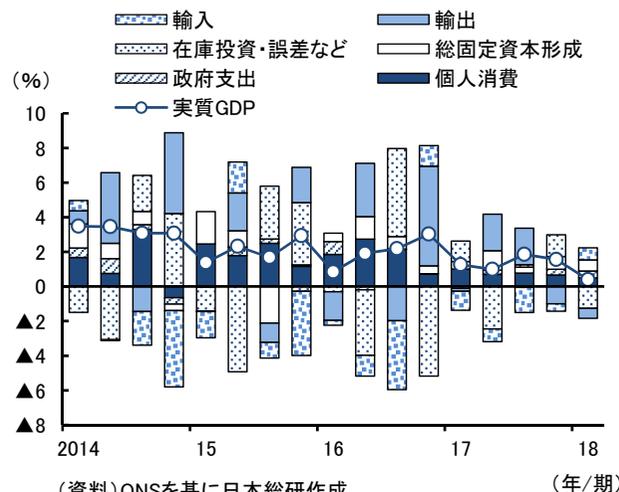
3月の週当たり実質賃金は前年比+0.5%と、名目賃金の持ち直しやインフレ率の鈍化などからプラス圏に浮上しており、個人消費の失速は回避される見込み。もっとも、Brexitをめぐる先行き不透明感が根強く残るなか、消費者マインドの改善は限定的にとどまっており、個人消費の力強い回復は期待薄。

## ◆BOEは8月に追加利上げへ

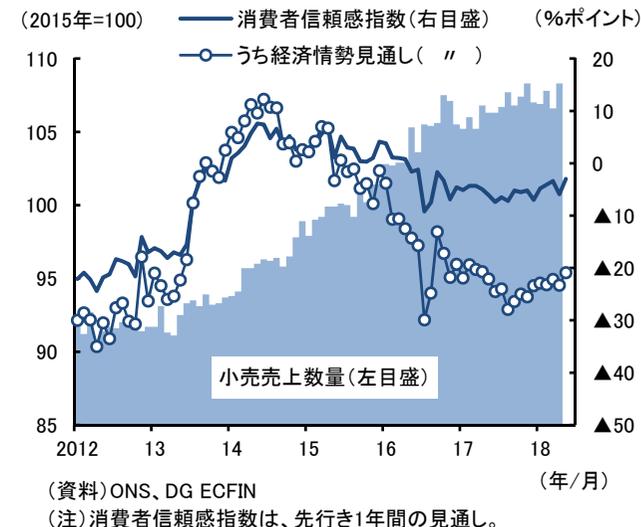
4月の消費者物価指数は前年比+2.4%と、3ヵ月連続で伸びが鈍化。インフレ率の鈍化や年初以降の景気減速を受け、BOEは5月10日の金融政策委員会で、利上げを見送り。

ただし、インフレ率は依然としてBOEの目標である2%を上回っているほか、Inflation Reportでの物価見通しも小幅な下方修正にとどまる結果に。BOEは物価高への警戒感を緩めておらず、8月にも追加利上げに踏み切ると予想。

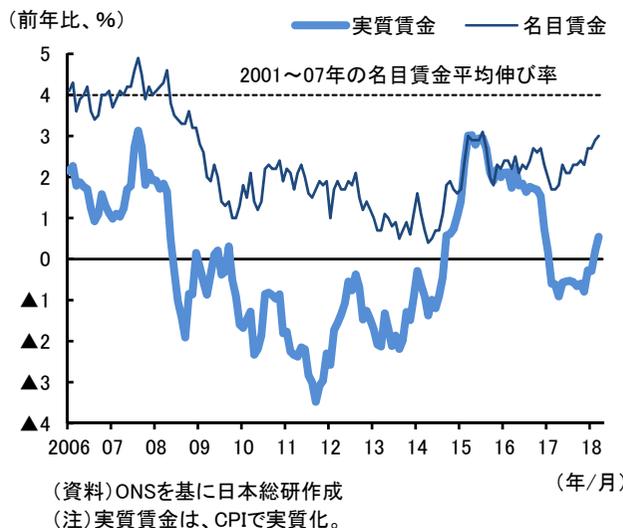
英国の実質GDP(前期比年率)



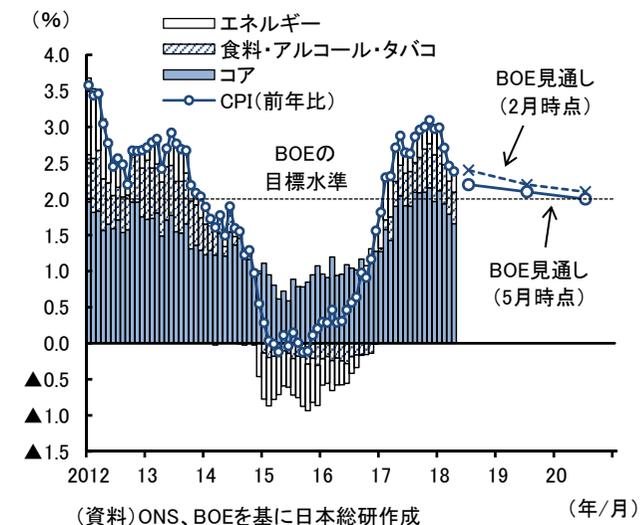
英国の小売売上数量と消費者マインド



英国の週当たり賃金(除く賞与)



英国の消費者物価指数とBOEの見通し



# 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

## <ユーロ圏>

### ◆緩やかな回復が持続

ユーロ圏では、ユーロ高や海外景気の減速が輸出の下押しに作用すると見込まれるため、2017年のような高成長は期待薄。もっとも、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となり、1%台後半の成長が続く見通し。

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

英国では、2019年3月末のEU離脱に向けた離脱協定や、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の難航が予想され、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。

## 欧州各国の経済・物価見通し

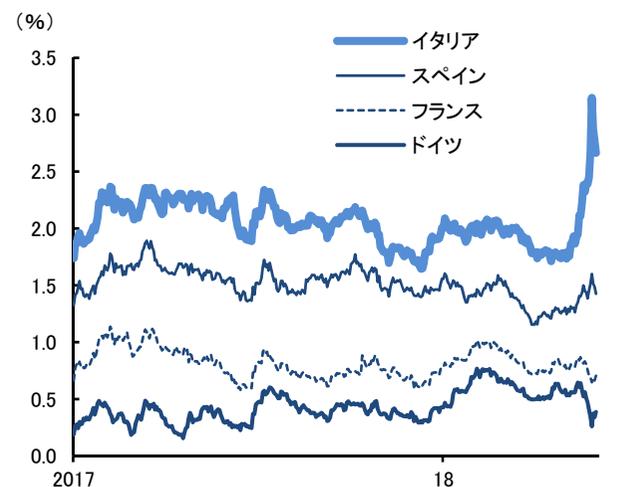
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

		2017年		2018年						2019年			
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	2017年	2018年	2019年	
		(実績)			(予測)						(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	2.8	2.7	1.6	1.8	1.7	1.9	1.8	1.5	2.5	2.1	1.7	
	消費者物価指数	1.4	1.4	1.3	1.5	1.8	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	
ドイツ	実質GDP	3.0	2.4	1.2	1.7	1.8	1.8	1.9	1.5	2.5	2.0	1.7	
	消費者物価指数	1.7	1.7	1.4	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.8	
フランス	実質GDP	2.7	2.9	0.7	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4	2.3	1.8	1.5	
	消費者物価指数	1.0	1.2	1.5	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.2	1.4	1.5	
英国	実質GDP	1.9	1.6	0.4	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5	1.8	1.3	1.5	
	消費者物価指数	2.8	3.0	2.7	2.6	2.5	2.3	2.2	2.1	2.7	2.5	2.1	

(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.

(年/月/日)

## 【ホット・トピック】

### ◆イタリア・スペインで政治不安が拡大

イタリアでは、ポピュリズム政権による財政拡大懸念や、連立政権の発足をめぐる混乱とそれを受けた再選挙観測の高まりなどから、5月上旬以降、国債利回りが急騰。

5月末には、五つ星運動と同盟が、マッタレラ大統領に一度拒否された組閣案の見直しと連立政権の樹立で合意し、再選挙は回避される方向へ。もっとも、その後もイタリア国債利回りの低下は小幅にとどまっており、当面、財政拡大をはじめとした新政権の政策運営への懸念がくすぶり続ける見通し。

加えて、スペインでも現与党の汚職問題を契機とした政局の混乱が続いており、欧州政治リスクが再び強く意識される状況に。

# 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：資産買入は年末に終了と予想

ECBの資産買入は、10月以降の段階的な規模の縮小を経て、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を見極める必要があるため2019年秋以降になると予想。

独10年債利回りは、欧州政治リスクの高まりから短期的には下振れも、ECBによる着実な金融政策の正常化に向けた取り組みなどから、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。

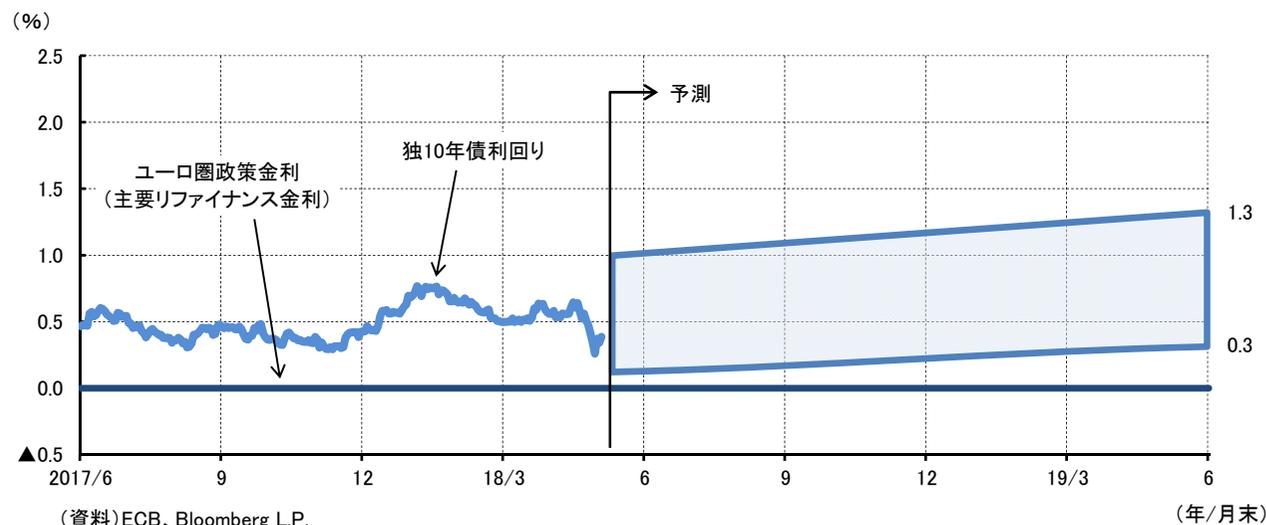
## <英国>

### ◆BOE：追加利上げへ

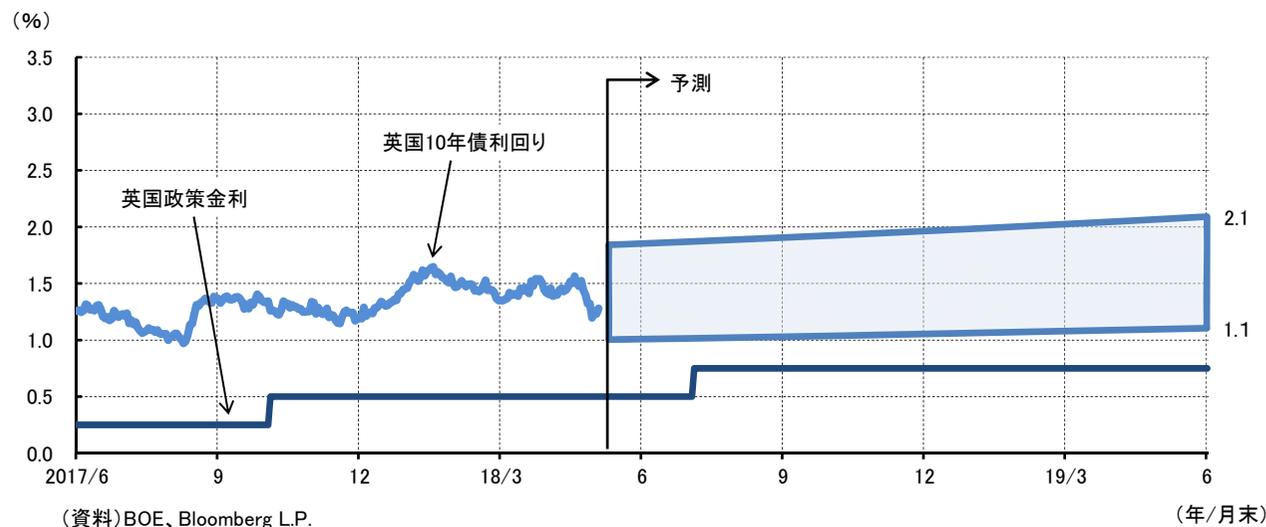
BOEは、物価高への警戒を緩めておらず、年初の景気下振れが一時的であったことを確認したうえで、8月に追加利上げに踏み切ると予想。その後の利上げは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、移行期間入り後の2019年春以降となる見込み。

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 (%)	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 (%)	ユーロ・ スワップ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
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