

---

---

# 欧州経済展望

2018年10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の金融政策正常化に待ち受ける2つの懸念
3. 英国：所得環境に明るさも、Brexitへの懸念が重石に
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10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：内需が景気を下支え

## ◆サービス業PMIは下げ止まり

年初以降、ユーロ圏のコンポジットPMIは低下が続いていたものの、足許で落ち込みに歯止めがかかっている状況。

業種別にみると、外需の減速のほか、9月に実施された自動車の燃費試験法の改正に一部メーカーの対応が遅れ、生産が減少していることなどを背景に、製造業PMIは低下傾向が持続。一方、サービス業PMIは今春以降、下げ止まりが明確化しており、両業種の間で方向感に違い。

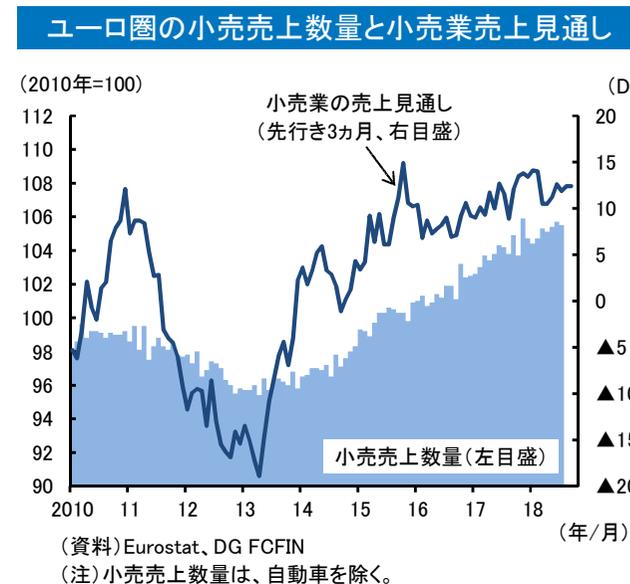
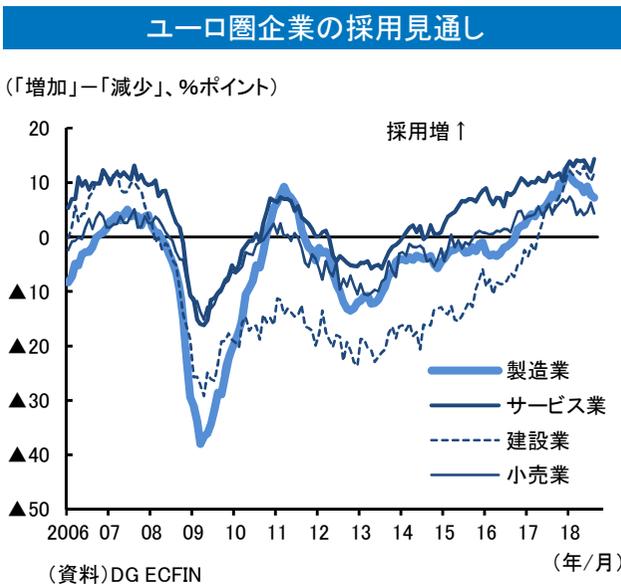
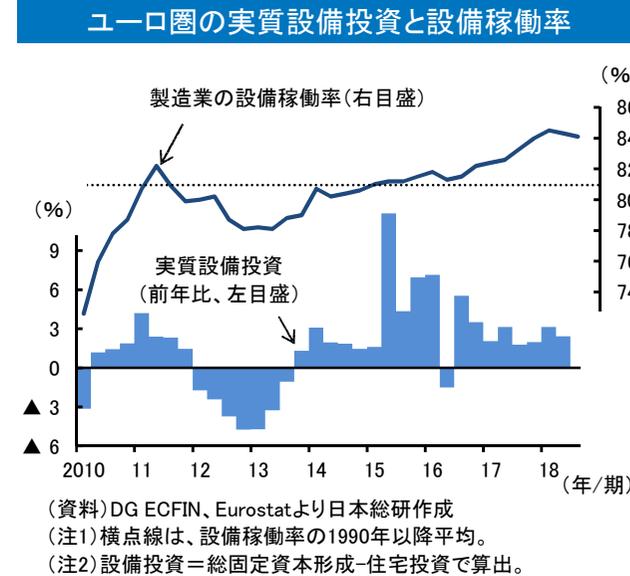
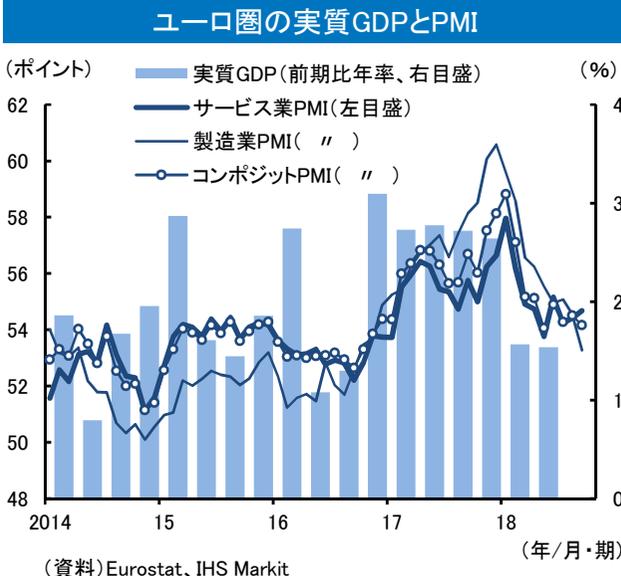
## ◆設備投資は緩やかな回復が続く見通し

ユーロ圏の設備稼働率は、高水準での推移が持続。先行きの設備投資は、輸出の減速が重石となるものの、過去の金融危機や政治不安などで先送りされていた需要の顕在化などから、緩やかな回復が続く見通し。

## ◆個人消費は堅調に推移

8月のユーロ圏失業率は8.1%と、2008年末以来となる水準まで低下。また、企業の採用見通しは、製造業で低下傾向にあるものの、総じて高水準を維持しており、先行きも雇用・所得環境の改善が続く見通し。

こうしたなか、ユーロ圏の小売売上数量は足許にかけて増勢が持続。小売業の売り上げ見通しも高水準にあり、先行きも個人消費の堅調な推移が続く見込み。



# ユーロ圏トピック：ECBの金融政策正常化に待ち受ける2つの懸念

## ◆金融政策正常化の方針に変更なし

9月のECB理事会では、堅調な内需を背景に底堅い経済成長が続いていることが確認され、政策方針の維持を決定。また、同日発表された物価見通しは、前回からほぼ変わらず。先行き、エネルギー面からの物価押し上げ圧力の剥落により、インフレ率の一時的な低下が見込まれるものの、ECBはその後の基調的なインフレ率の上昇を見極めながら、2019年秋に利上げに踏み切ると予想。

## ◆先行き懸念が台頭

もっとも、ユーロ圏景気の先行きには2つの懸念が台頭。

1つ目は、新興国経済の混乱。政情不安や米国の利上げなどを受け、足許にかけて新興国の通貨が下落。先行きもブラジル大統領選で極右候補が勝利する可能性が取り沙汰されるなど、下振れリスクが残存。欧州の金融機関はこうした国々への与信が大きいため、新興国の政治・経済の混乱が拡大すれば、欧州の金融システムにも影響が及ぶ恐れ。

2つ目は、米国の保護主義姿勢のさらなる強まり。とりわけ、米中貿易摩擦は依然として落とし所がみえず、今後も激化するリスク。貿易摩擦により米中双方の経済が疲弊すれば、両国向けの輸出が多いユーロ圏にも影響が及ぶ公算が大。

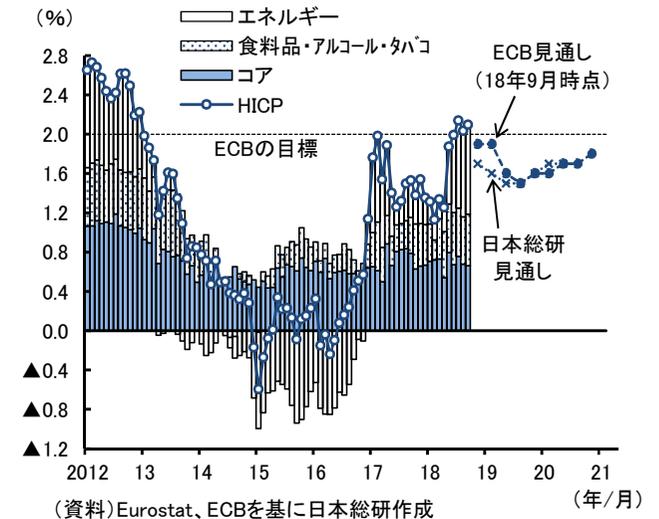
これらの懸念が顕在化すれば、ECBは方針転換を強いられる可能性も。

## 最近のドラギECB総裁の主な発言

- ・昨年に比べ、輸出は鈍化しているものの、個人消費や投資といった内需は活発であり、依然として底堅く広範な経済成長が続いている(ECB理事会後の記者会見、9/13)。
- ・保護主義の台頭、新興国経済の脆弱性、金融市場のボラティリティ上昇がリスクである(同上)。
- ・最も懸念すべきは保護主義の台頭。関税措置などがどこまで激化するかわからないことに加え、企業や消費者マインドを悪化させる間接的な影響もある。また、世界的なバリューチェーンへの影響は把握し難い(同上)。
- ・先行き、食品やエネルギーといった品目のインフレ率は鈍化するとみられるものの、労働需給の逼迫による賃金上昇などを背景に、基調的インフレ率の比較的旺盛な加速が見込まれる(欧州議会での証言、9/24)。

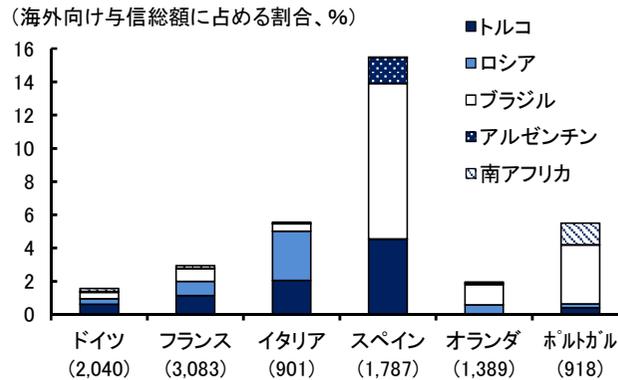
(資料)ECBを基に日本総研要約

## ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



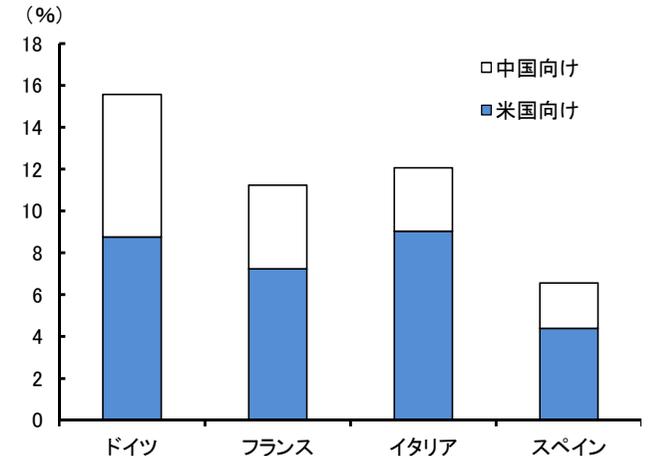
(資料)Eurostat、ECBを基に日本総研作成

## 欧州銀行の主な新興国向け与信割合(2018年3月末)



(資料)BISを基に日本総研作成  
(注1)与信額は最終リスクベース。  
(注2)横軸国名下のカッコ内は海外向け与信総額(単位:10億米ドル)。  
(注3)オランダのトルコ向け与信はデータ無し。

## ユーロ圏主要国の米中向け輸出割合(2017年)



(資料)Eurostat、IMFを基に日本総研作成  
(注)ユーロ圏を含む海外全体への輸出総額に占める割合。

# 英国：所得環境に明るさも、Brexitへの懸念が重石に

## ◆輸出の増勢加速は一時的

企業部門では、Brexitや海外景気をめぐる先行き不透明感などから、製造業PMIの新規輸出受注指数が、8月以降、景況判断の分かれ目となる「50」前後まで低下。足許の輸出は今春の落ち込みから持ち直しているものの、増勢の加速は一時的にとどまる見込み。

## ◆Brexitが消費者マインドを下押し

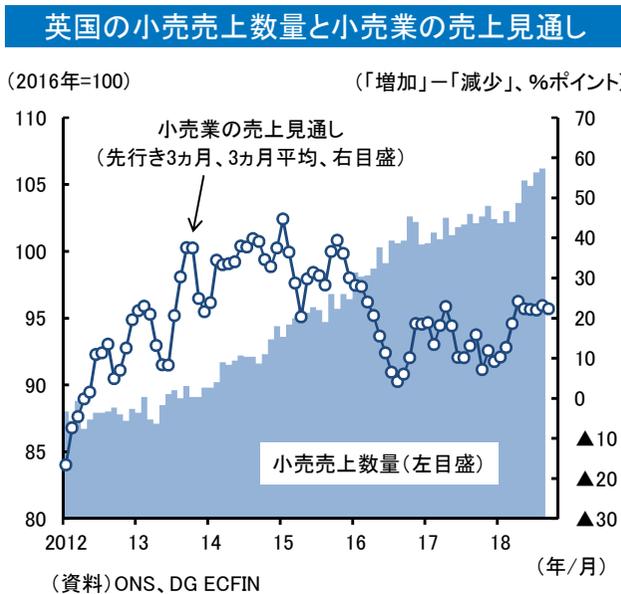
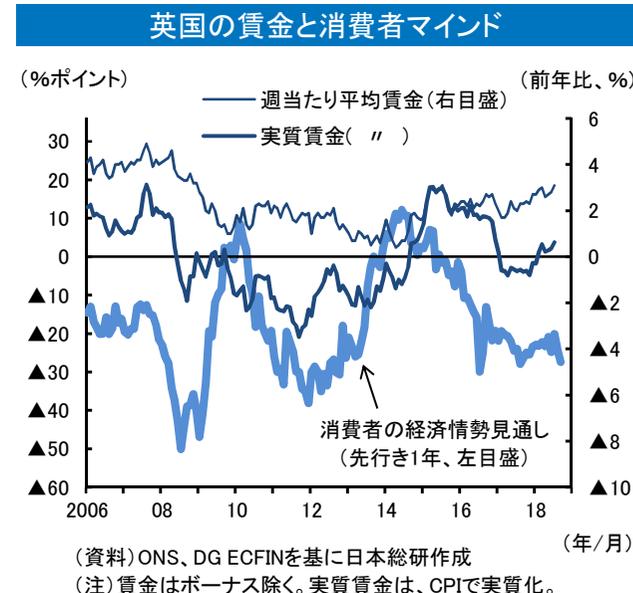
家計部門では、賃金の伸びが拡大基調を維持。インフレ率の鈍化と相まって、2018年入り後、実質賃金の伸びがプラス圏に浮上しており、個人消費の下支えに寄与。実際、小売業の売上見通しもやや水準を切り上げ。

もっとも、消費者の経済情勢見通しは、依然として底ばい圏で推移。Brexitへの懸念を背景とした消費者マインドの低迷が重石となるため、個人消費の力強い回復は期待薄。

## ◆Brexit交渉は難航

EU離脱協定をめぐる英国とEUの交渉は難航。当初、10月のEU首脳会議での合意を目指していたものの、EU離脱後の英EU間の通商関係や北アイルランド国境の取り扱いなどをめぐり、両者の主張が対立。

新たな貿易協定などがないまま英国がEU離脱に踏み切れば、英EU双方にとって負の影響が大きいことから、両者の歩み寄りにより、そうした事態は避けられると予想。ただし、英議会で離脱協定が批准されるまでは、「合意なし」での離脱への警戒感が熾り続ける見通し。



### 英国・EUのBrexit関連政治日程

2018年	3月 22・23日	<EU首脳会議> ・移行期間をめぐる暫定合意を承認
	7月 12日	・英国が、EU離脱方針をまとめた白書を公表
	9月 19・20日	<EU非公式首脳会議> ・EUは、英国がまとめた離脱方針を拒否
	10月 18・19日	<EU首脳会議> ・EU各国の議会承認等を踏まえた実質的な「離脱協定」合意期限 ⇒9月首脳会議を受け、10月の交渉合意を断念
	11月 17・18日	・交渉に進展がみられれば、合意を最終決定する臨時首脳会議を開催
2019年	～3月	・欧州議会、英国議会での離脱協定の批准
	3月 29日	・英国がEUから離脱
	(移行期間: 1年9ヵ月)	・EUおよび第三国との貿易協定等の交渉および締結
2020年	12月末	・移行期間終了(貿易協定等の発効)

(資料) 英国政府、各種報道等を基に日本総研作成

# 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、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、景気回復基調が続く見込み。もっとも、ユーロ高や中国経済の減速を受けて、輸出の回復ペースが緩やかにとどまるなか、+1%台後半の成長となる見通し。

インフレ率は、賃金面からの物価押し上げ圧力が力強さに欠けるなか、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。もっとも、EU離脱に向けた協定や、新たな通商協定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、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。2019年末にかけて、+2%前後への低下にとどまる見込み。

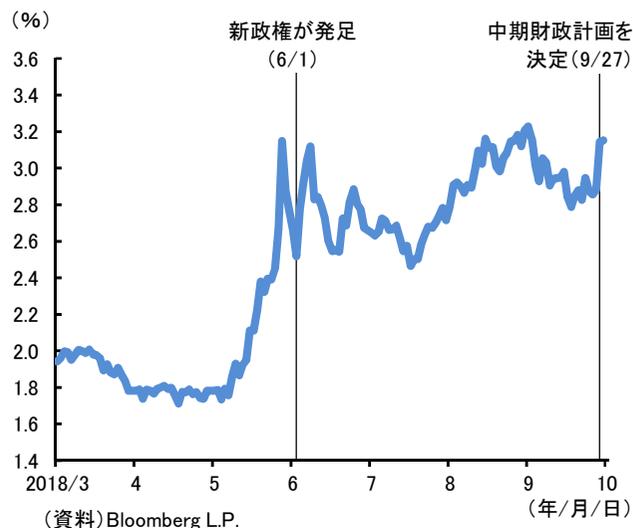
## 欧州各国の経済・物価見通し

(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		
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	2017年	2018年	2019年
		(実績)				(予測)				(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	2.6	1.6	1.5	1.8	1.9	1.8	1.6	1.7	2.4	2.0	1.7
	消費者物価指数	1.4	1.3	1.7	2.1	1.8	1.7	1.5	1.5	1.5	1.7	1.6
ドイツ	実質GDP	2.2	1.5	1.8	1.9	1.8	1.9	1.6	1.7	2.2	1.9	1.8
	消費者物価指数	1.7	1.4	1.9	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8
フランス	実質GDP	2.7	0.7	0.6	1.5	1.7	1.5	1.4	1.4	2.2	1.6	1.5
	消費者物価指数	1.2	1.5	2.1	2.6	2.3	1.8	1.7	1.7	1.2	2.1	1.7
英国	実質GDP	1.5	0.4	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5	1.7	1.2	1.5
	消費者物価指数	3.0	2.7	2.4	2.6	2.4	2.2	2.1	2.1	2.7	2.5	2.1

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

## イタリアの10年債利回り



## 【ホット・トピック】

### ◆イタリア財政の懸念は解消されず

イタリア新政権は、9月27日に決定した中期財政計画で、2019~21年の財政収支目標を対GDP比▲2.4%に設定。EUの求める財政赤字の上限である同▲3%は遵守しているものの、前政権が掲げた目標（19年同▲0.8%、20年同+0%、21年同+0.2%）を下回り、財政健全化に向けた道筋が見通し難いことから、EUは計画の見直しを求める見込み。

今回の決定を受けて、イタリアの国債利回りは上昇。最終的には、金利上昇による景気への悪影響を懸念したイタリア政権が譲歩し、予算規模を縮小する見込み。もっとも、減税や財政支出の拡大を公約に掲げて支持を得たポピュリズム政権にとって、政策の修正は容易ではなく、予算成立の期限である年末間近までEUとの対立が続く恐れ。

# 欧州金利見通し：ECBの利上げは2019年秋以降となる見通し

## <ユーロ圏>

### ◆ ECB：利上げは2019年秋以降

ECBは6月理事会での決定通り、12月末で資産買入を終了する見込み。一方、政策金利については、ECBの目標である前年比+2%弱に向けたインフレ率の上昇を見極めながら、2019年秋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、欧州政治リスクの高まりによる安全資産選好などから、短期的には下振れる可能性はあるものの、ECBによる金融政策の正常化に向けた着実な取り組みを受け、徐々に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。

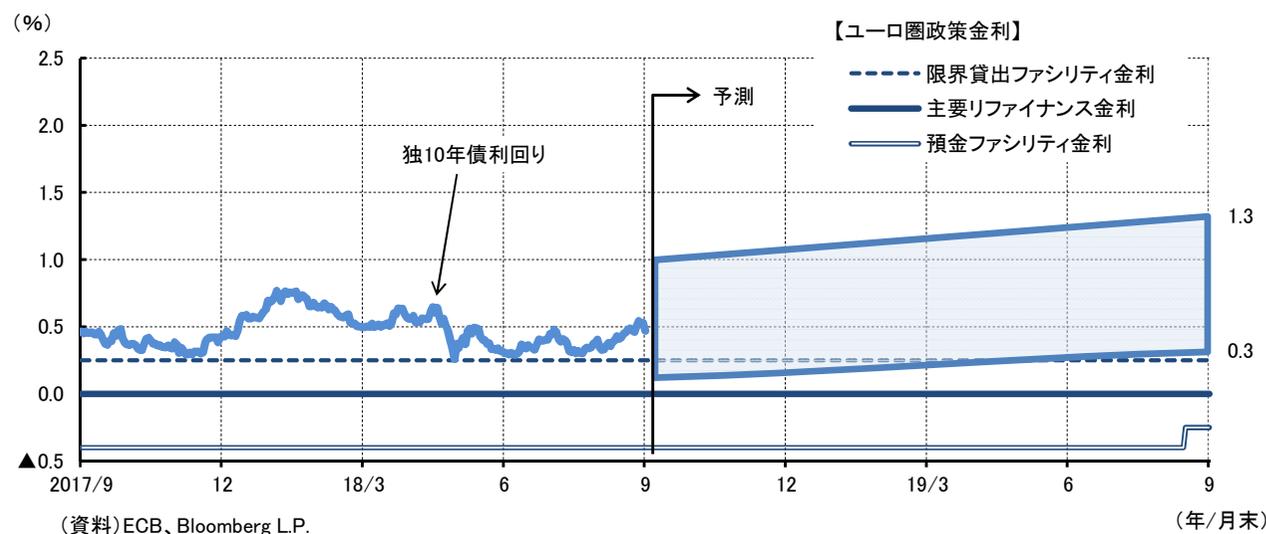
## <英国>

### ◆ BOE：次回利上げは2019年夏

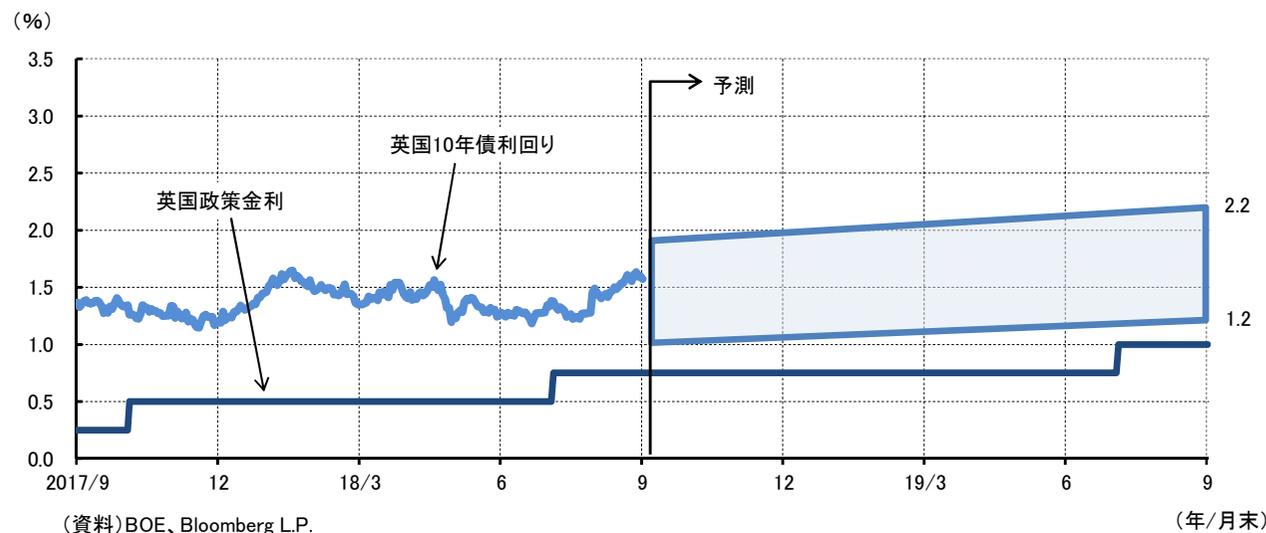
物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、Brexitをめぐる交渉や、その景気への影響を見極めつつ、2019年夏に追加利上げに踏み切ると予想。

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、景気の低迷が金利抑制に作用するため、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)	FF 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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
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