
欧州経済展望

2019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

1. ユーロ圏景気概況
2. ユーロ圏トピック：ECBは金融政策の正常化を着実に進める見通し
3. 英国：離脱協定の議会採決は2019年に持ち越し
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）

橋高 史尚（Tel：03-6833-8798 Mail：kittaka.fuminao@jri.co.jp）

◆本資料は2018年12月27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：回復力を強めつつある内需

◆フランスの企業マインドが急低下

12月のユーロ圏コンポジットPMIは前月から低下し、4年ぶりの低水準に。

とりわけフランスでは、マクロン大統領の政策に反対するデモの拡大や、それを受けたサービス業の売上低迷などを背景に、大幅に低下。デモが景気に与える影響は一時的とみられるものの、デモ収束のためにマクロン大統領が改革路線を大幅に後退させれば、企業部門で芽生えつつある投資や雇用に対する前向きな機運がしばんでしまう恐れも。

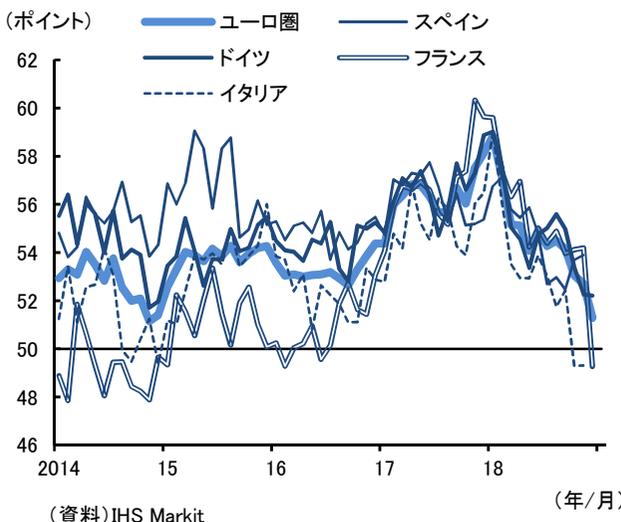
◆輸出の先行きに不透明感

ユーロ圏の輸出は、中国向けが増勢に転じ、足許で減少に歯止め。もともと、主要輸出先のOECD景気先行指数は低迷が続いており、先行きには不透明感が残存。

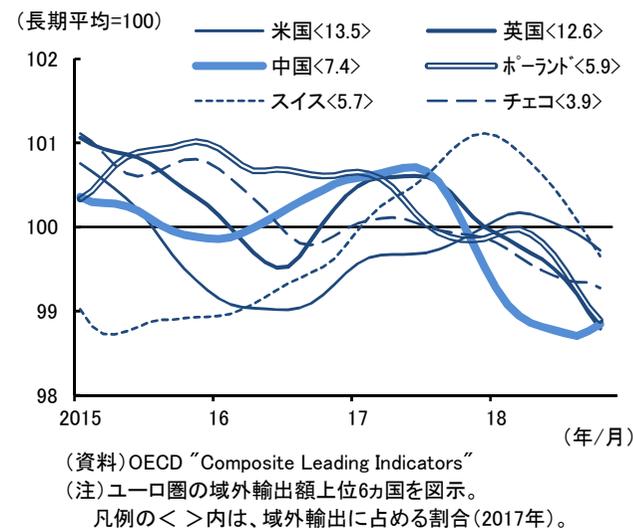
◆堅調な内需が景気を牽引

一方、ユーロ圏の内需は、回復力が強まりつつある状況。企業の設備投資計画をみると、2018年見込みは過去の水準を大きく上回っているほか、19年も堅調な伸びが計画されており、企業の設備投資意欲の高さを示唆。また、労働市場では、失業率の低下が続くなか、賃金の伸びが加速。雇用・所得環境の改善を背景に、先行きも個人消費は底堅く推移する見通し。

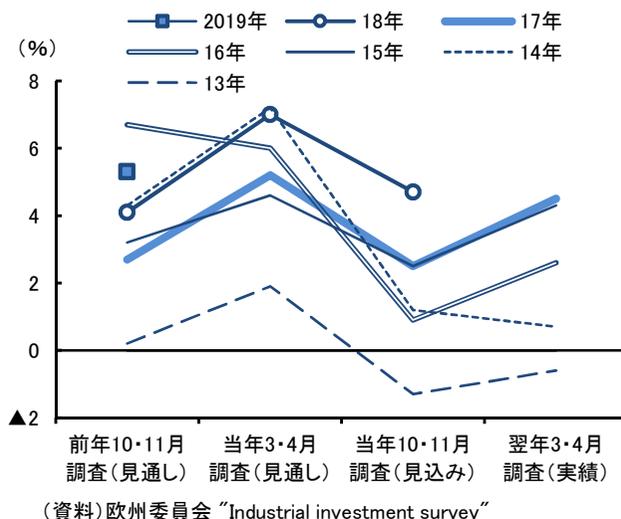
ユーロ圏主要国のコンポジットPMI



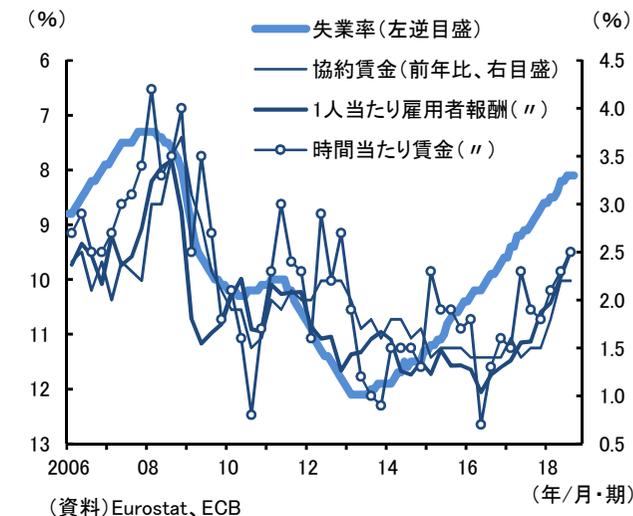
ユーロ圏主要輸出先のOECD景気先行指数



ユーロ圏企業の設備投資計画(前年比)



ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金



ユーロ圏トピック：ECBは金融政策の正常化を着実に進める見通し

◆利上げ時期の後ずれ観測が台頭

12月のECB理事会では、景気の底堅さが確認され、予定通り同月末の資産買入の終了を決定。

ただし、理事会後のドラギ総裁の記者会見では、足許の経済指標が見通しより弱いことが示されたほか、先行き不透明感を懸念する発言が散見される状況。

こうしたなか、ECBの利上げについては、時期が後ずれするとの見方が台頭。

◆2019年秋の利上げ予測に変更なし

もっとも、足許の景気減速は、新燃費規制への対応の遅れによる自動車生産の落ち込みによる影響が大。先行きも、フランスのデモなどによる一時的な下押しが予想されるものの、内需の底堅さは損なわれておらず、景気の回復基調が続く見通し。

また、ECBの2018年12月時点の物価見通しをみると、前回からやや下方修正されたものの、目標である前年比+2%弱に向け物価の伸びが高まっていくという基本的な見方は堅持されている格好。

以上を踏まえ、ECBは金融政策の正常化を着実に進めるとの従来の想定に変わりなし。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（預金ファシリティ金利の引き上げ）に踏み切り、その後、半年に1回程度の緩やかなペースで利上げ（3つの政策金利の引き上げ）を続けると予想。

ECB理事会(12月13日)の要点

フォワードガイダンス	
金利	少なくとも2019年夏にかけて、かつ、物価動向が想定通りの持続的な調整を辿るために必要である限り、現行水準を維持する。
非伝統的金融政策	資産買入については、2018年12月に終了する。償還を迎えた買入債券は、政策金利を上げた日から長期間、良好な流動性環境と十分な金融緩和度を維持するのに必要である限り再投資する。

記者会見でのドラギ総裁の主な発言

- ・外需や一部の国、産業の軟調さが要因となり、経済データは見通しよりも弱いものの、内需の基調的な増勢が下支えとなり、経済成長やインフレ圧力の高まりが続いている。
- ・経済の先行きにおいては、上振れ、下振れのリスクが概ねバランスしているものの、根強い不確実性を背景に下振れに傾きつつある。
- ・地政学的な要因、保護主義の台頭、新興国市場の脆弱性、金融市場のボラティリティが不確実性を高めている。

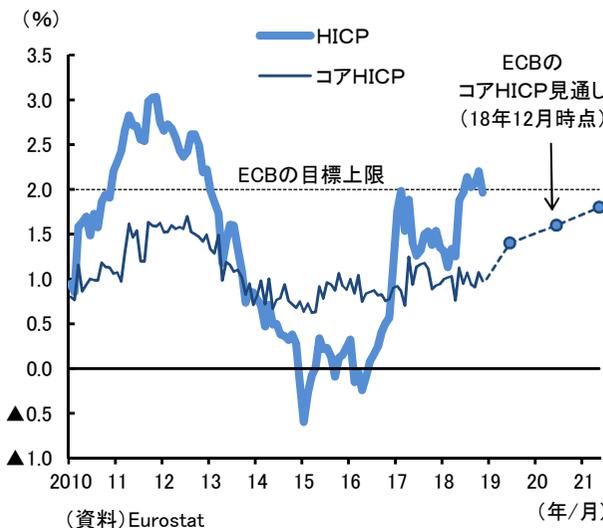
(資料)ECB

(注)フォワードガイダンスの赤字下線部は前回からの変更部分。

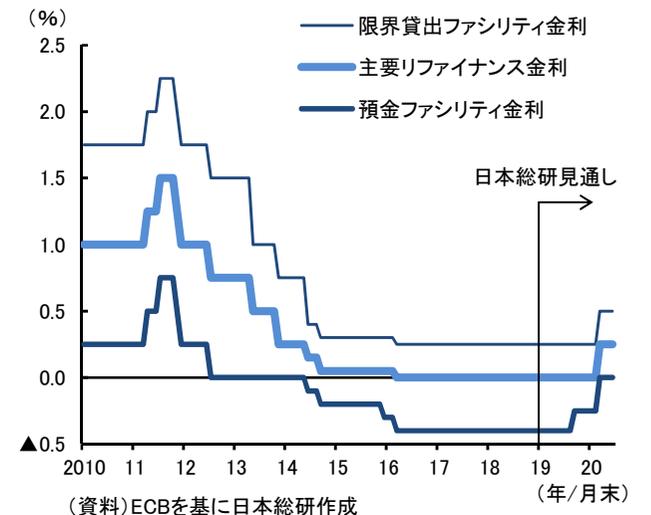
金利先物市場に織り込まれたECBの利上げ確率



ユーロ圏の消費者物価(前年比)



ECBの政策金利見通し



英国：離脱協定の議会採決は2019年に持ち越し

◆減速感が強まる英国経済

10月の月次GDPは、前月比+0.1%と伸び悩み。また、Brexitをめぐる先行き不透明感の高まりを背景に、11月のコンポジットPMIは2016年の国民投票以来の水準まで低下しており、景気の減速感が強まる状況。

◆家計の所得環境は改善

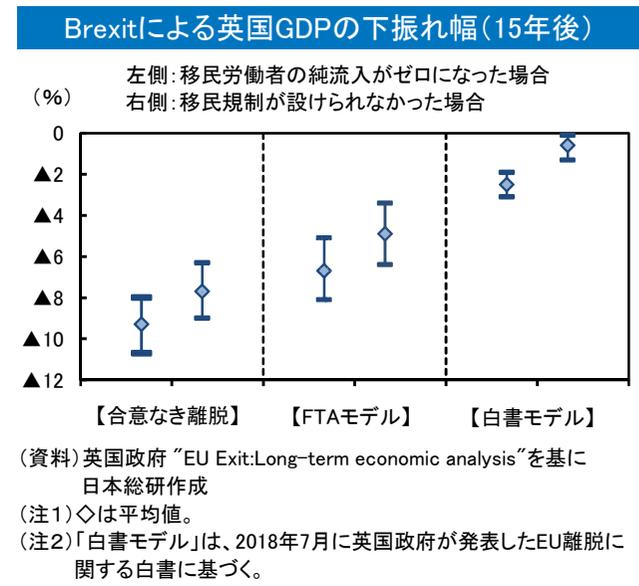
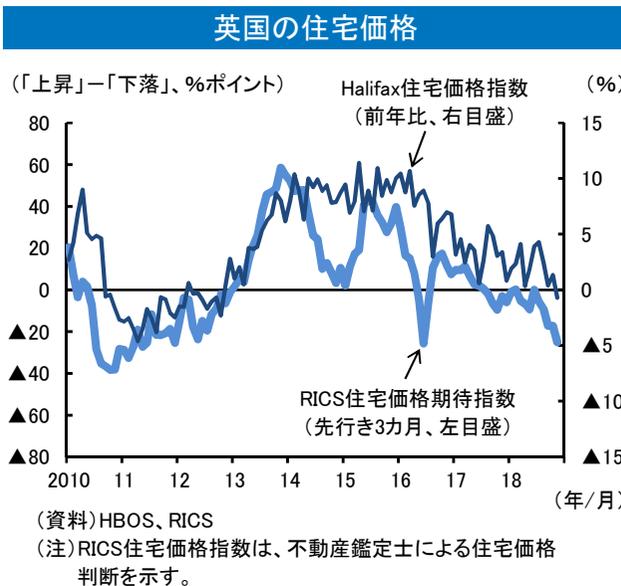
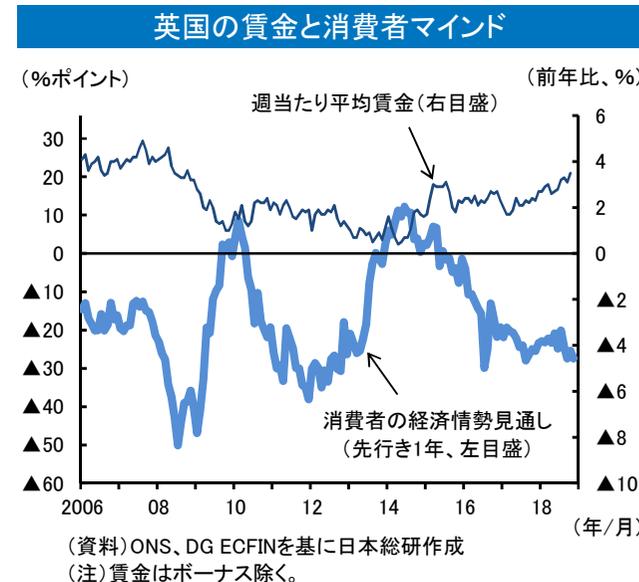
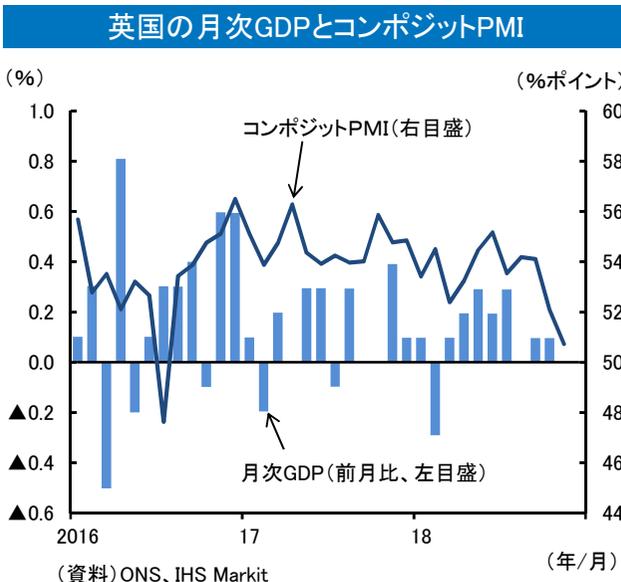
家計部門では失業率が低水準で推移するなか、11月の週当たり賃金（除くボーナス）は、前年比+3.5%と10年ぶりの高い伸びに。もっとも、Brexitへの懸念などから、消費者の経済情勢見通しは底ばい圏での推移が続いており、個人消費の力強い回復は期待薄。

◆住宅価格が低下

11月のHalifax住宅価格指数は前年比▲0.7%と、6年ぶりのマイナスに。また、RICS住宅価格期待指数は「下落」超幅の拡大が続いており、先行きも住宅価格は低迷が続く見通し。

◆合意なきEU離脱は回避されると予想

Brexitをめぐるのは、11月末に英国政府とEUが離脱協定案で合意。ただし、英国議会での承認が難航しており、12月に予定されていた下院採決が2019年1月中旬に延期を余儀なくされるなど、合意なきEU離脱への警戒感が強まる状況。もっとも、合意なきEU離脱は英国経済に与える負の影響が大きく、全ての利害関係者にとって得策とはいえず。このため、それぞれの歩み寄りにより、合意なきEU離脱は回避されると予想。



欧州経済見通し：ユーロ圏は1%台半ば、英国は1%台前半の成長ペースに

<ユーロ圏>

◆潜在成長率並みの成長が持続

ユーロ圏では、海外景気の減速が重石となり、輸出の伸びは緩慢にとどまる見込み。一方、個人消費や設備投資といった内需拡大が下支えとなり、1%台半ばとされる潜在成長率並み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、Brexitの移行期間入り後も、新たな通商協定等の交渉は難航する公算が大。

Brexitをめぐる不確実性が個人消費や内外企業の投資の重石となり、1%台前半を中心とした緩慢な成長が続く見通し。

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。

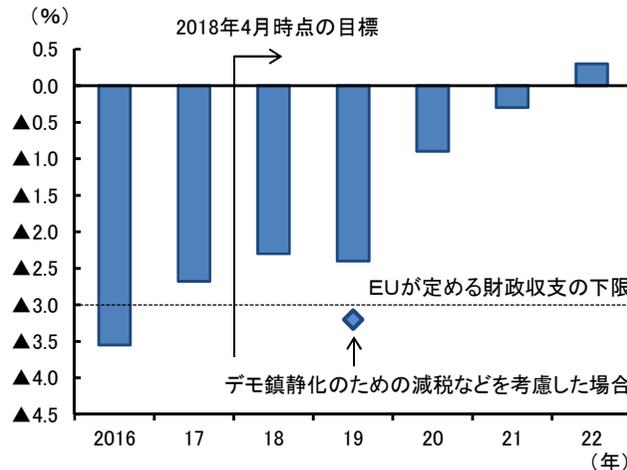
欧州各国の経済・物価見通し

(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				2017年	2018年	2019年
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
ユーロ圏	実質GDP	1.5	1.7	0.6	1.9	1.9	1.6	1.7	1.6	2.4	1.9	1.7
	消費者物価指数	1.3	1.7	2.1	1.9	1.7	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.6
ドイツ	実質GDP	1.5	1.8	▲0.8	2.2	2.0	1.9	1.7	1.8	2.2	1.6	1.6
	消費者物価指数	1.4	1.9	2.1	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8
フランス	実質GDP	0.6	0.6	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5	1.6	2.2	1.6	1.5
	消費者物価指数	1.5	2.1	2.6	2.3	1.8	1.6	1.5	1.6	1.2	2.1	1.6
英国	実質GDP	0.4	1.6	2.5	1.2	1.4	1.3	1.3	1.2	1.7	1.3	1.4
	消費者物価指数	2.7	2.4	2.5	2.4	2.2	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

フランスの財政収支見通し(対名目GDP比)



(資料)欧州委員会“Assessment of the 2018 Stability Programme for France”、各種報道より日本総研作成

【ホット・トピック】

◆イタリア・フランスの財政問題の行方

2019年度予算をめぐる、EUとの対立が続いていたイタリアは、国債利回りの大幅上昇を背景に態度を軟化。歳出規模を縮小した予算案を欧州委員会に提出したことで、当面の制裁手続き入りは回避。

一方、フランスでは、デモ鎮静化のために減税などを決定したため、2019年度予算がEUの財政ルールに抵触する見通し。もっとも、イタリアと異なり、フランス政府は財政再建方針を堅持していることから、一時的な赤字拡大として容認される公算が大。

ただし、先行き、マクロン大統領の対応が不十分として、デモが再燃する可能性は否定できず。大統領には、財政再建と国民の不満への対応の両立という難しい舵取りが求められる状況。

欧州金利見通し：ECBの利上げは2019年秋以降

<ユーロ圏>

◆ECB：利上げは2019年秋以降

ECBは、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、金融政策の正常化に向けて、まず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。

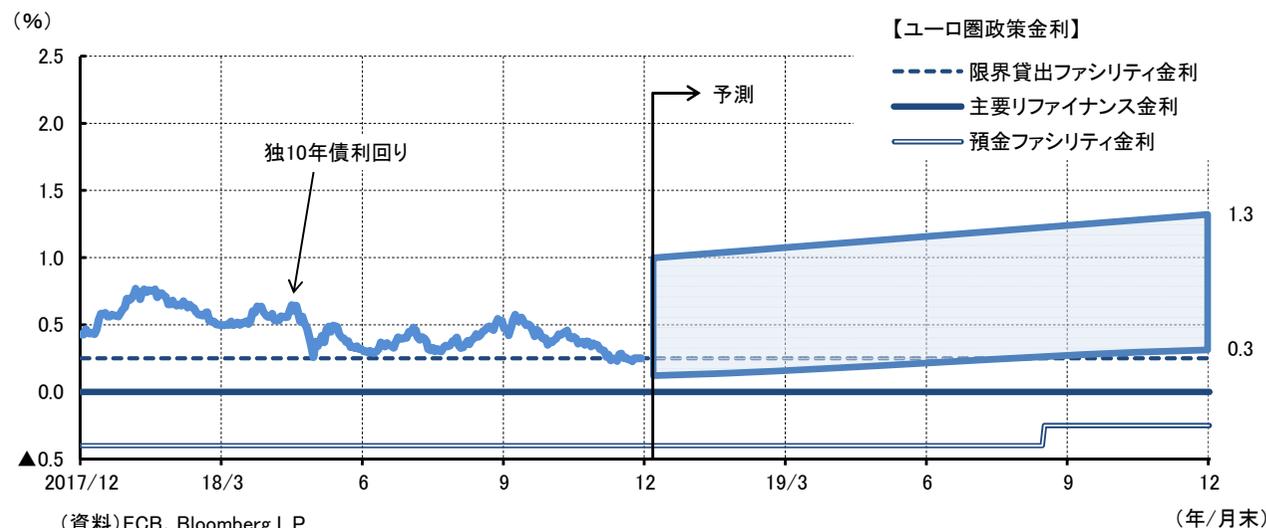
<英国>

◆BOE：次回利上げは2019年夏

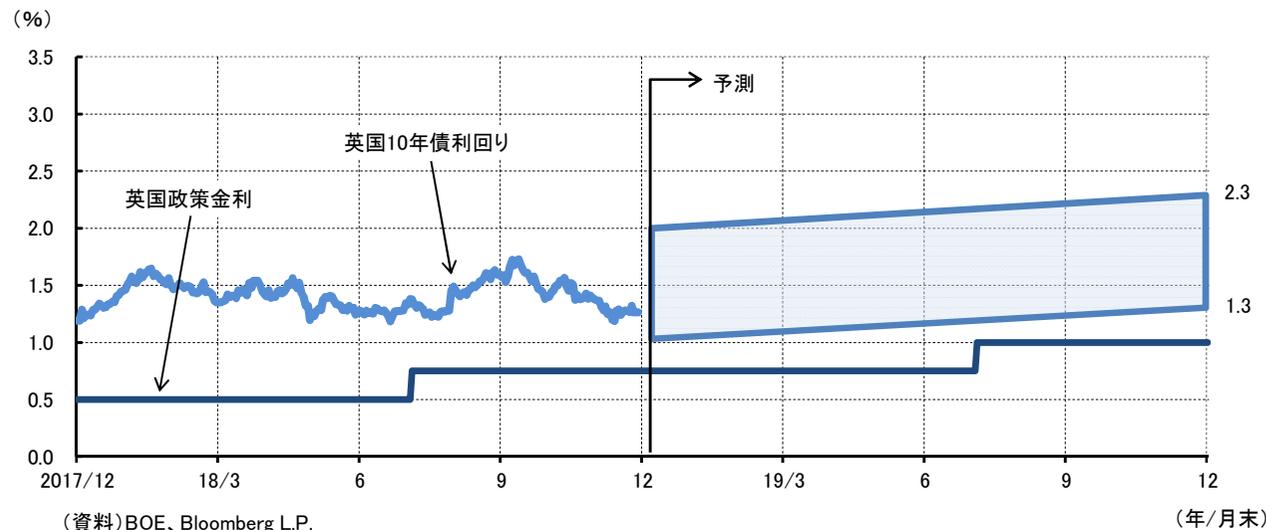
物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、2019年夏に追加利上げに踏み切ると予想。

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)	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)
15/5	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
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	1215.35
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	1220.98
18/12	112.40	127.76	1.1365	▲ 0.0682	0.05	0.04	21088.95	2.23	2.78	2.85	23923.54	2581.09	▲ 0.36	▲ 0.31	0.26	1.27	3073.35	49.47	1249.21

(注) 2018年12月は、12月27日までの月中平均値。

(株) 日本総合研究所 欧州経済展望 2019年1月