

---

---

# 欧州経済展望

2019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：ドイツ景気は持ち直しへ
3. 英国：EU離脱期限が迫るなか、景気減速が鮮明に
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）  
橋高 史尚（Tel：03-6833-8798 Mail：kittaka.fuminao@jri.co.jp）

◆本資料は2019年3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：輸出の減速が重石に

## ◆輸出減速が製造業の重石に

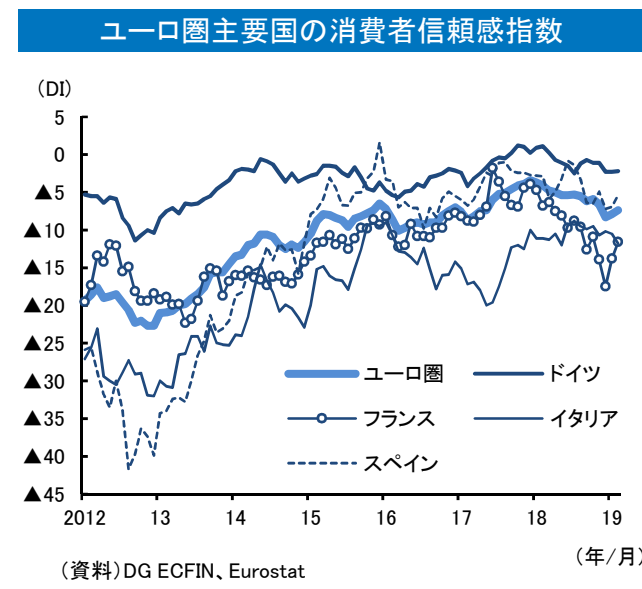
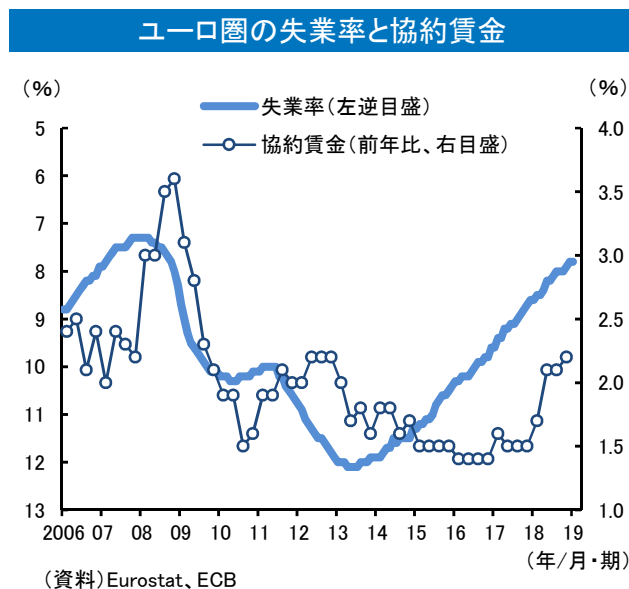
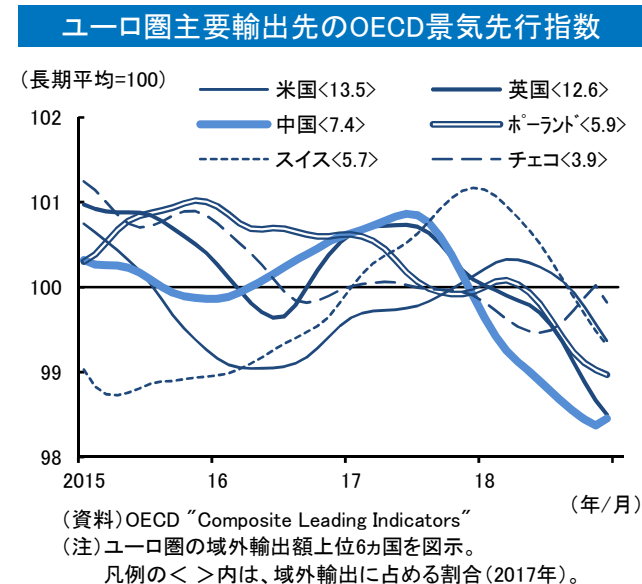
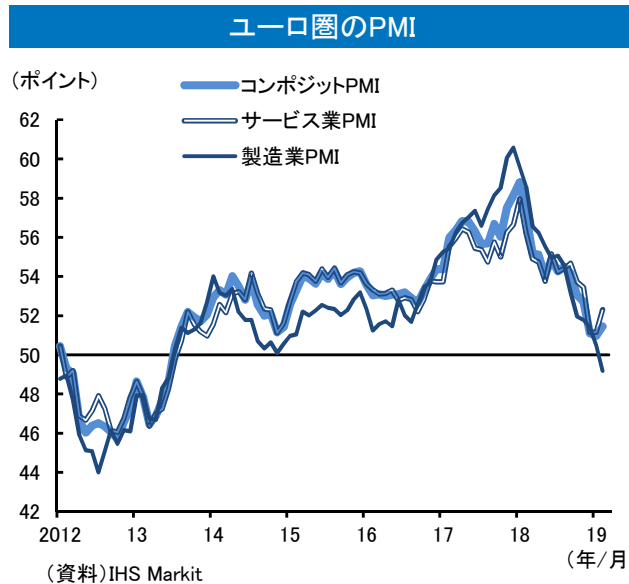
2月のユーロ圏のコンポジットPMIは、51.5と前月から小幅上昇。内訳をみると、サービス業PMIが上昇する一方、製造業PMIは5年半ぶりに良し悪しの判断の分かれ目となる「50」を下回る水準へ低下。

製造業では、ドイツをはじめとした自動車メーカーの新燃費規制への対応の遅れに加え、中国景気の減速などを受けた輸出下振れ懸念がマインドを下押し。とりわけ、ユーロ圏の主要輸出先のOECD景気先行指数は総じて下落傾向が続いており、輸出の先行きに不透明感が高まる状況。

## ◆個人消費には底堅さ

一方、家計部門では、雇用・所得環境の改善が持続。失業率の低下が続くなか、2018年10～12月期の協約賃金は、前年比+2.2%と約6年ぶりの高い伸びに。

また、消費者マインドをみると、フランスで対政府抗議デモが本格化する前の水準まで回復したほか、その他の主要国では、景気減速感が強まるなかでも、大きな変調はみられず。先行き、個人消費は底堅く推移し、景気の下支えとなる見通し。



# ユーロ圏トピック：ドイツ景気は持ち直しへ

## ◆ドイツ景気に失速懸念が台頭

2018年10～12月期のドイツの実質GDPは、前期比年率+0.1%と2四半期連続のマイナス成長こそ免れたものの、極めて低調で景気の先行きに懸念が強まる状況。

## ◆景気は持ち直しへ向かう見通し

もともと、過度な懸念は不要と判断。まず、新燃費規制への対応の遅れから生産が急減していた自動車産業では、昨年10月以降、受注が大きく増加。足許の生産にも回復の兆しがみられ、先行き、自動車生産は徐々に持ち直していく見込み。

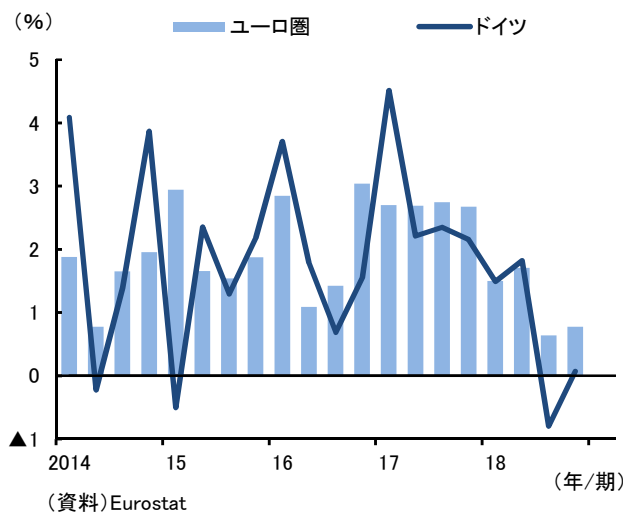
また、昨年12月に小売売上数量が大幅に減少し、個人消費の変調が懸念されていたものの、1月は大きく回復。消費者の購買意欲は、雇用環境の改善を背景に高水準で推移しており、個人消費は先行きも底堅く推移する見通し。

## ◆輸出の伸び悩みが重石に

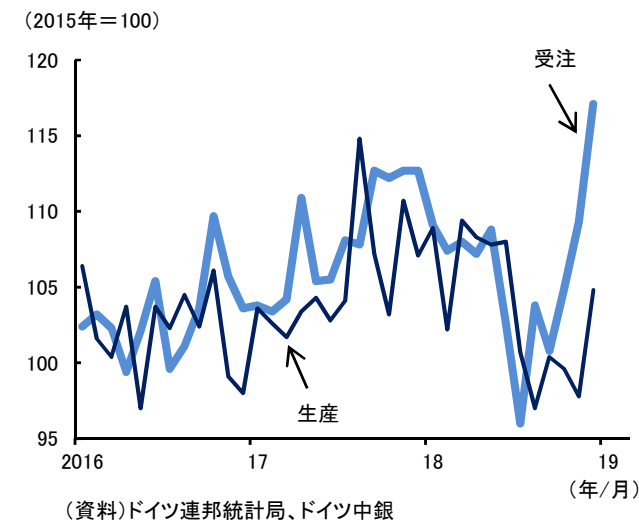
ただし、輸出の伸び悩みが重石となり、景気回復は緩やかにとどまる見通し。2月のドイツの製造業PMIは、よし悪しの判断の分かれ目である「50」を下回り、欧州債務危機以来の水準に低下。とりわけ、新規輸出受注指数の落ち込みが大きく、発表元のIHS Markit社によれば、中国などのアジア向け受注の減少を指摘する企業が多数存在。

足許では、景気減速感が強まるなかでも製造業の雇用指数は依然として高水準にあるものの、外需の減速が雇用環境の悪化に繋がれば、個人消費に影響が及ぶ恐れも。

ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



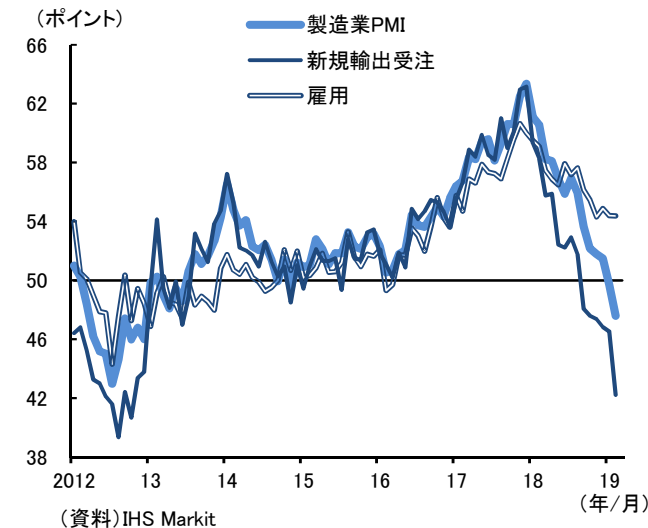
ドイツ自動車産業の生産と受注



ドイツの小売売上数量と消費者マインド



ドイツの製造業PMI



# 英国：EU離脱期限が迫るなか、景気減速が鮮明に

## ◆設備投資の低迷が持続

2018年10～12月期の英国の実質GDPは、前期比年率+0.8%と伸びが鈍化。

とりわけ、設備投資は4四半期連続で前期比マイナスに。企業の設備投資意向は、Brexitをめぐる不確実性の高まりを背景に、2016年の国民投票直後を下回る水準にまで低下しており、先行きも設備投資は低迷が続く見通し。

## ◆個人消費は底堅く推移

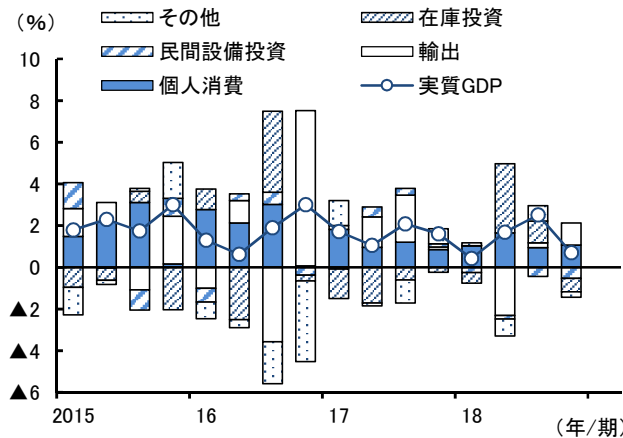
家計部門では、賃金の伸びが拡大傾向にあるなか、小売売上数量の増勢が持続。もっとも、Brexitをめぐる混乱が長期化するなか、消費者の経済情勢見通しは悪化が続いており、個人消費の力強い回復は期待薄。

## ◆EU離脱期限の延長へ

Brexitをめぐるのは、メイ首相が、現在EUと交渉中の離脱協定案が英国議会で否決された場合、離脱期限を3ヵ月程度延長する可能性に言及。これを受け、3月末に合意なし離脱を余儀なくされるリスクはやや縮小。

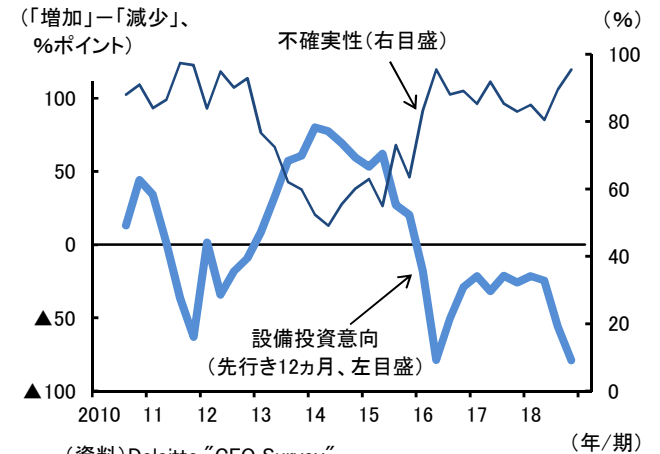
もっとも、延長期間入り後も離脱協定案をめぐる交渉は難航が予想され、先行きも合意なし離脱の懸念が燻り続ける見込み。

## 英国の実質GDP(前期比年率)



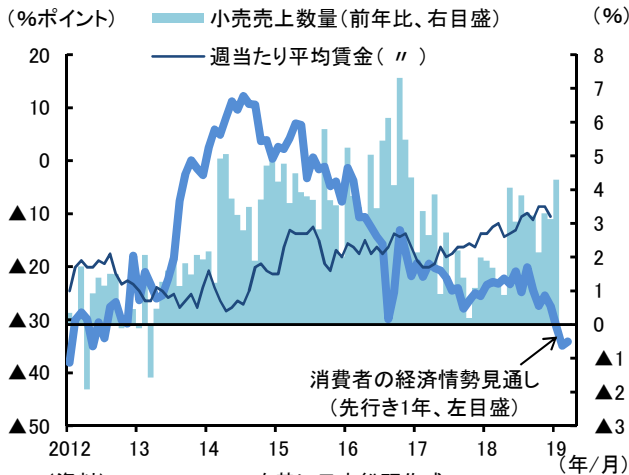
(資料)ONSを基に日本総研作成  
(注)在庫投資には、貴重品(価値貯蔵目的の金など)の純取得を含む。

## 英国企業の設備投資関連マインド(先行き12ヵ月)



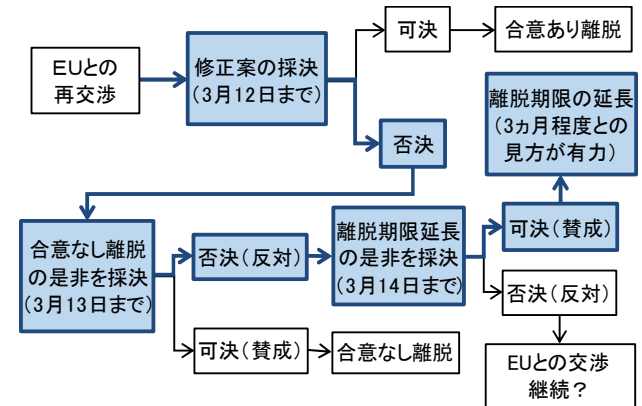
(資料)Deloitte "CFO Survey"  
(注)不確実性は、「とても高い」「高い」「通常以上」「通常」「通常以下」の選択肢のうち、前3者の回答割合を合計。

## 英国の賃金・小売売上数量と消費者マインド



(資料)ONS、DG ECFINを基に日本総研作成  
(注)賃金はボーナス除く。

## Brexitをめぐるシナリオ



(資料)英国政府、各種報道を基に日本総研作成  
(注)太線、塗りつぶしは日本総研のメインシナリオ。

# 欧州経済見通し：ユーロ圏は1%台半ば、英国は1%台前半の成長に

## <ユーロ圏>

### ◆1%台半ばの成長が持続

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。一方、海外景気の減速や政治をめぐる不確実性の高まりが重石となり、1%台半ばの成長となる見通し。

インフレ率は、原油価格の下落によりエネルギー面からの押し上げ効果が剥落するなか、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。

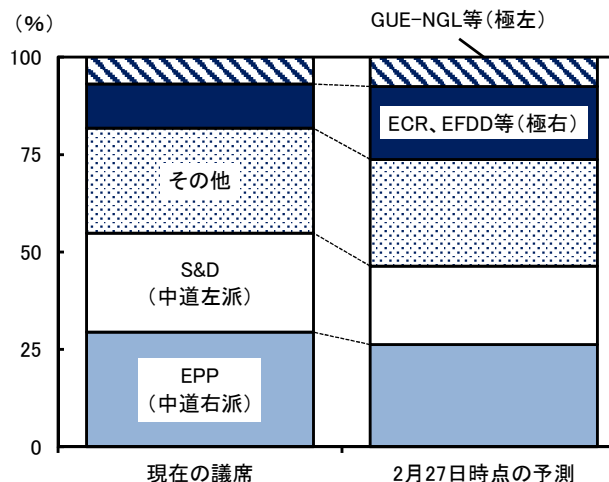
インフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、Brexitを巡る懸念が拭えないなか、ポンド安地合いによる物価押し上げ圧力が残存。本年末にかけて、2%前後への低下にとどまる見込み。

## 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			2020年	2018年	2019年	2020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)	
ユーロ圏	実質GDP	1.7	0.6	0.8	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.3	1.5
	消費者物価指数	1.7	2.1	1.9	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.5	1.6
ドイツ	実質GDP	1.8	▲0.8	0.1	1.3	1.6	1.4	1.4	1.5	1.4	0.9	1.5
	消費者物価指数	2.0	2.1	1.7	1.4	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9	1.7	1.7
フランス	実質GDP	0.6	1.0	1.0	1.5	1.4	1.5	1.6	1.7	1.5	1.3	1.6
	消費者物価指数	2.1	2.6	2.3	1.8	1.6	1.5	1.6	1.7	2.1	1.6	1.6
英国	実質GDP	1.7	2.5	0.7	1.2	1.1	1.3	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3
	消費者物価指数	2.4	2.5	2.4	2.2	2.2	2.1	2.1	2.2	2.5	2.1	2.0

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

## 2019年欧州議会選挙の獲得議席割合予測



(資料)European Elections Statsを基に日本総研作成

## 【ホット・トピック】

### ◆極右会派の台頭が懸念される欧州議会選挙

EUでは、5月23~26日に欧州議会選挙が実施される予定。欧州議会が公表した予測では、EPP・S&Dの2大会派が議席を減らす一方、独AfDや仏国民連合といった政党が属する極右会派が議席を増やす見込み。また、伊五つ星運動や仏黄色いベスト運動などによる新たなEU懐疑主義会派が誕生する可能性も。

極右会派やEU懐疑主義会派は、EUやユーロからの離脱といった極端な主張をトーンダウンさせているものの、各国の政策裁量の拡大を求める姿勢は堅持。こうした会派が勢力を増せば、主流会派が進めてきた統合深化の動きが大きく後退し、難民受入負担の平準化やEU共通予算の創設といった政策の実現が困難になる恐れも。



# 欧州金利見通し：ECB・BOEともに利上げへ

## <ユーロ圏>

### ◆ ECB：利上げに着手

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、まず本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。もっとも、海外景気の減速や政治をめぐる不確実性の高まりといった下振れリスクが長期化・顕在化すれば、利上げ時期が後ずれする可能性も。

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。

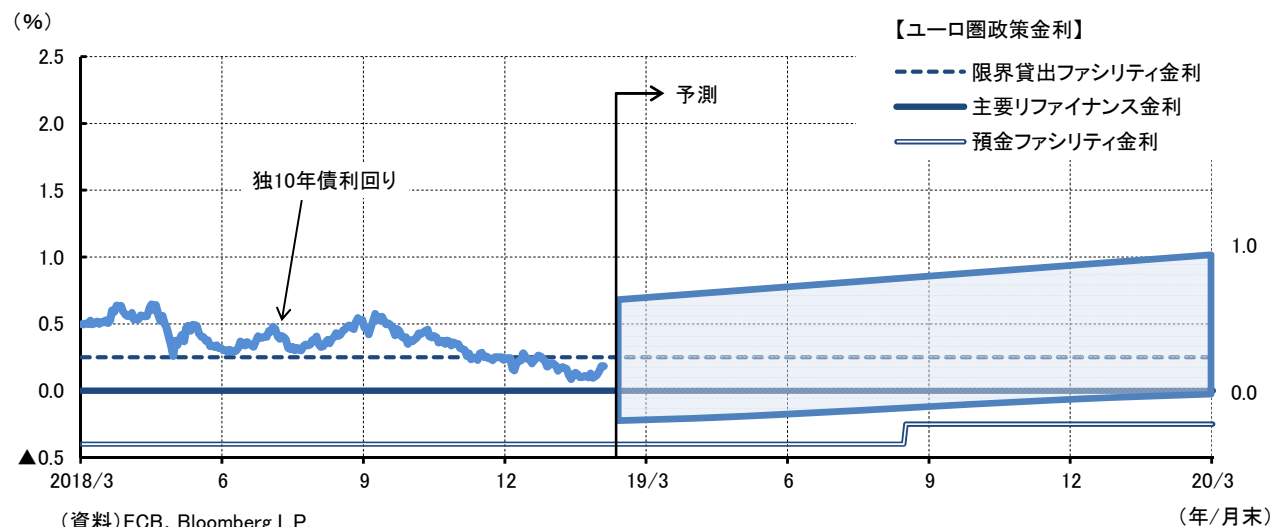
## <英国>

### ◆ BOE：次回利上げは本年秋

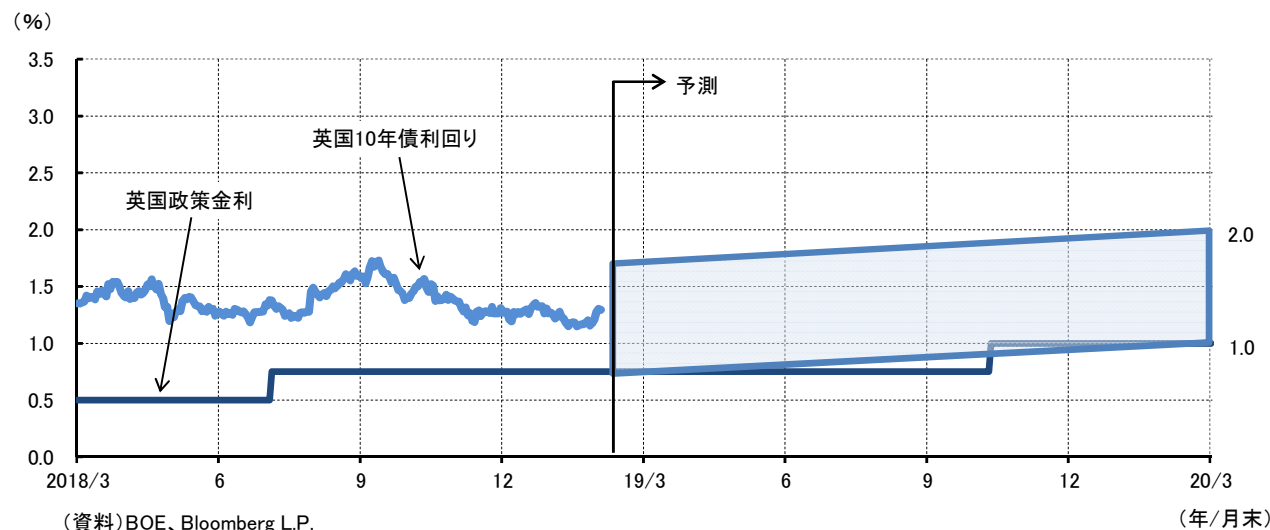
物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極めつつ、本年秋に追加利上げに踏み切ると予想。

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働くため、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 (%)	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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	112.17	127.60	1.1376	▲ 0.0676	0.05	0.04	21032.42	2.27	2.79	2.83	23805.55	2567.31	▲ 0.36	▲ 0.31	0.25	1.27	3057.84	48.98	1252.64
19/1	108.99	124.47	1.1420	▲ 0.0643	0.04	0.00	20460.51	2.40	2.77	2.71	24157.80	2607.39	▲ 0.37	▲ 0.31	0.22	1.28	3088.65	51.55	1292.02
19/2	110.46	125.32	1.1347	▲ 0.0554	0.03	▲ 0.03	21123.64	2.40	2.68	2.67	25605.53	2754.86	▲ 0.37	▲ 0.31	0.13	1.20	3223.07	54.98	1319.19