
欧州経済展望

2019年7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

- ◆ユーロ圏景気概況 p. 1
- ◆ユーロ圏トピック：ECBの利下げは回避される見通し p. 2
- ◆英国：4～6月期の成長ペースは大きく減速 p. 3
- ◆欧州経済見通し p. 4
- ◆欧州金利見通し p. 5

調査部 マクロ経済研究センター（欧米経済グループ）

研究員 橋高 史尚 (Tel : 03-6833-8798 Mail : kittaka.fuminao@jri.co.jp)
研究員 高野 蒼太 (Tel : 03-6833-9082 Mail : takano.sota@jri.co.jp)

- ◆本資料は2019年6月28日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。
- ◆日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」は下記urlから登録できます（右側QRコードからもアクセスできます）。
新着レポートの概要のほか、最新の経済指標・イベントなどに対するコメントや研究員のコラムなどを随時お届け致します。
<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

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。

メールマガジン配信中



ユーロ圏景気概況：堅調な個人消費が景気を下支え

◆サービス業PMIが底堅く推移

企業部門では、サービス業が底堅さを維持。ユーロ圏の6月のサービス業PMIは53.4と小幅ながら2ヵ月連続で上昇し、昨年11月以来の水準を維持。一方、製造業は年初以降低迷が続いており、依然として良し悪しの判断の分かれ目となる「50」を下回る水準で推移。サービス業との景況感の乖離が目立つ状況。

◆自動車販売に回復の兆し

製造業不振の主な要因の1つであるユーロ圏の自動車生産は、自動車メーカーの排ガス規制への対応の遅れを受けた昨年秋の急激な落ち込み以来、低迷が長期化。もっとも、新車登録台数は、昨年末以降、減少幅が徐々に縮小。依然としてマイナス圏にあるものの、国内需要には持ち直しの動きがみられる状況。

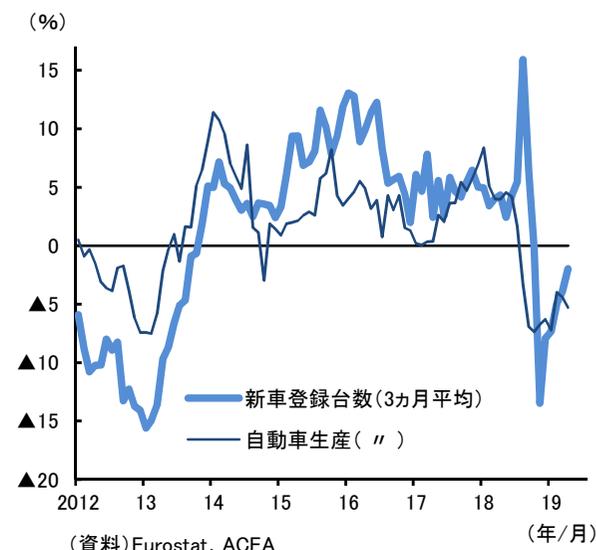
◆個人消費が景気を下支え

一方、家計部門では、雇用者報酬の伸びが堅調に推移しているほか、2019年入り後、消費者マインドの低下傾向に歯止め。雇用・所得環境の改善が続くなか、小売売上数量は増勢を維持しており、堅調な個人消費がユーロ圏景気を下支え。

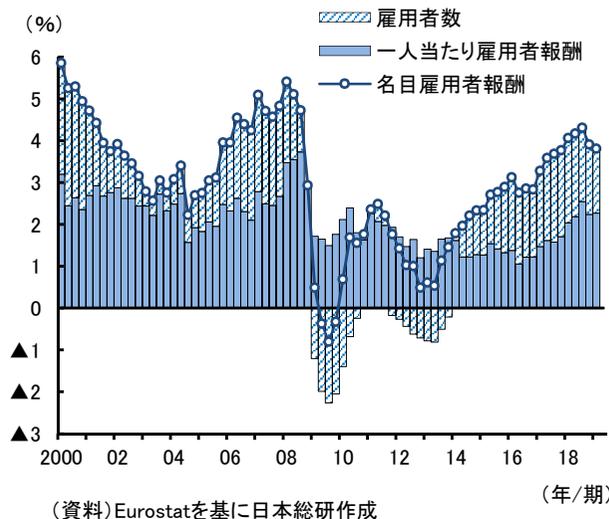
ユーロ圏のPMI



ユーロ圏の自動車生産と新車登録台数(前年比)



ユーロ圏の雇用者報酬(前年比)



ユーロ圏の小売売上数量と消費者マインド



ユーロ圏トピック：ECBの利下げは回避される見通し

◆ ECBは追加緩和の可能性を示唆

6月のECB理事会後の会見で、ドラギ総裁は、世界経済の不透明感の高まりを認め、来夏以降も金利を据え置く可能性に言及。さらに、18日の講演では、景気に改善がみられず、物価目標の達成が見通せない場合には追加緩和も辞さない姿勢を表明。

◆ 追加利下げ観測が台頭

また、市場では、市場参加者のインフレ期待を示すインフレ・スワップレートが大きく低下。加えて、FRBの利下げ観測の高まりも相まって、ECBも追加利下げに踏み切るとの見方が台頭。

◆ 利下げは見送られると予想

もっとも、6月のECB理事会で示されたスタッフの景気・物価見通しの修正幅は小さく、今後緩やかに回復していくとの見方は不変。雇用・所得環境の改善が続くなか、先行き、賃金面からの物価押し上げ圧力が徐々に高まる見通し。加えて、マイナス金利政策の長期化には、次回景気後退時に政策対応の余地が限られるほか、銀行収益の悪化を招くといった副作用が存在。

これらを踏まえ、ECBが追加利下げに踏み切る可能性は小さいと判断。一方、利上げについては、Brexitや貿易摩擦の深刻化などの景気下振れリスクの後退と目標に向けた物価の上昇を慎重に見極めるため、2021年以降になる見通し。

ECB理事会の要点(6月6日)	
理事会での決定事項	
金利	少なくとも 2020年半ば にかけて、物価動向が想定通りの持続的な調整を迎えるために必要である限り、現行水準を維持する
再投資	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合いを維持するのに必要である限り再投資する
TLTRO III	2019年9月から2021年3月にかけて、四半期ごとに貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTRO III)を実施する。融資期間は2年で、 金利は主要リファイナンス金利+10bp、貸出増加等の条件を達成した場合には預金ファシリテート+10bpまで優遇
ドラギ総裁の最近の主な発言	
<ul style="list-style-type: none"> ・不確実性の高まりを受け、足許の経済指標は弱く、製造業を中心に成長減速の可能性が高いものの、他業種は底堅く、労働市場の改善や緩和的な金融環境、拡張的な財政政策を背景に長期的には成長を維持する ・昨今の原油価格低下を受け、インフレ率はこの先数カ月は低下するが、賃金上昇や経済成長を背景に、中期的には物価上昇が期待される ・リスクがさらに長期化し、景気に改善が見られず、物価目標の達成が見通せない場合には、更なる緩和策を講ずる必要がある(18日講演) 	

(資料)ECBを基に日本総研作成

(注)理事会での決定事項の赤字下線部は前回からの変更点。

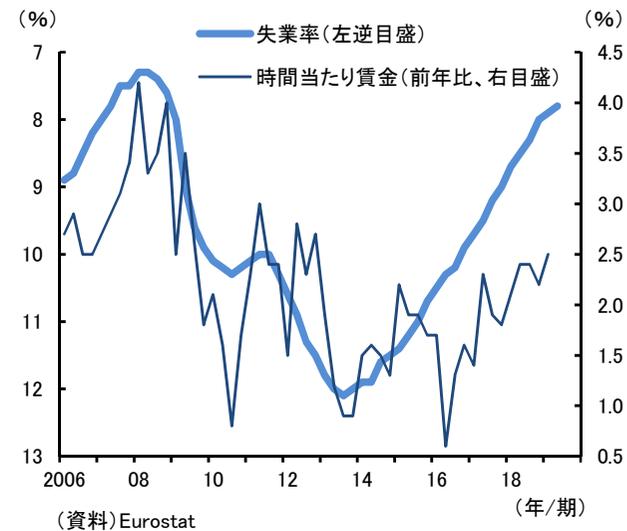
ユーロ圏のインフレ・スワップレート(5年物)



ユーロ圏のHICP(前年比)



ユーロ圏の失業率と時間当たり賃金



英国：4～6月期の成長ペースは大きく減速

◆GDPの成長ペースは減速する公算

4月の英国の月次GDPは前月比▲0.4%と、2ヵ月連続でマイナスに。年初の合意なし離脱を警戒した在庫積み増しの反動が顕在化。1～3月期の高成長は一時的にとどまり、4～6月期は成長ペースが大きく減速する公算が大。

◆合意なし離脱の懸念が製造業の重石に

4月の自動車生産台数は7.3万台と、3月の13.5万台から急減。背景には、3月末の合意なし離脱を警戒した一部自動車メーカーによる生産休止が指摘可能。また、製造業景況感の輸出向け受注指数は、2019年入り後に急低下。合意なし離脱の懸念が拭えないなか、海外企業は英国への発注を控えていると推測。

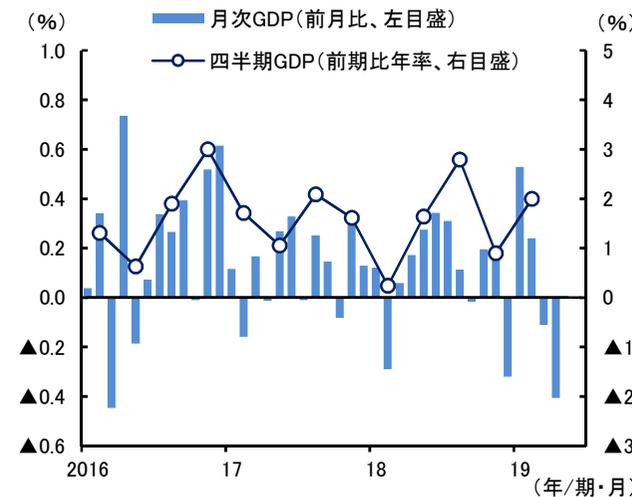
◆消費者マインドの低迷が持続

家計部門では、労働需給の逼迫を映じ、賃金の増勢が持続。もっとも、Brexitをめぐる不透明感が高まるなか、消費者マインドは欧州債務危機や世界金融危機以来の低水準で推移しており、個人消費の力強い拡大は期待薄。

◆合意なし離脱は回避へ

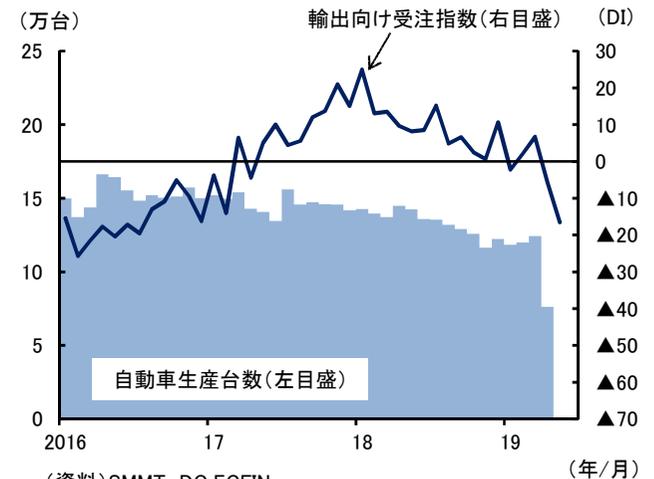
保守党党首選では、強硬離脱派のジョンソン氏と穏健離脱派のハント氏が決選投票に進出。今後、党员投票を経て、7月26日までにジョンソン氏が新首相に就任する公算が大。もっとも、合意なし離脱は議会や世論の反発を受け、回避されると予想。先行き、離脱期限である2019年10月末、あるいは短期間の離脱期限の再延期後に、合意あり離脱に至る見通し。

英国の実質GDP



(資料)ONS

英国の自動車生産台数と製造業マインド



(資料)SMMT, DG ECFIN

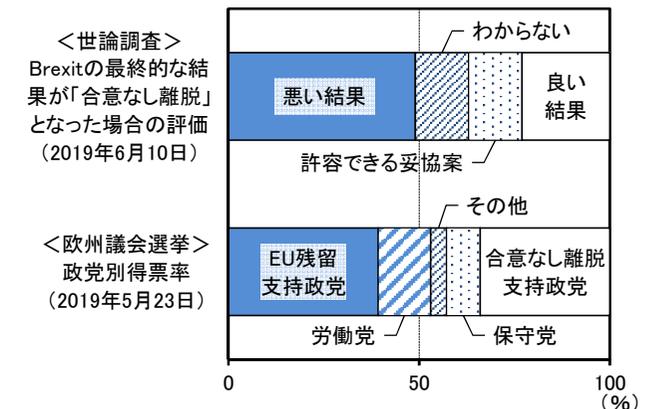
(注)自動車生産台数は、日本総研による季節調整値。

英国の賃金と消費者マインド



(資料)ONS, DG ECFIN

「合意なし離脱」に対する英国国民の意識



(資料)YouGov "Brexit Results 190611"、欧州議会を基に
日本総研作成

(注)EU残留支持政党は自由民主党や緑の党など、合意なし離脱支持政党はブレグジット党など。

欧州経済見通し：ユーロ圏景気は緩やかに持ち直し

<ユーロ圏>

◆年後半には低迷から脱する見込み

ユーロ圏では、当面、外需の減速や、製造業における在庫調整が景気の重石に。もっとも、その後は、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、外需減速の一服とともに製造業も回復へ向かい、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、エネルギー面からの物価押し上げ効果が剥落するなか、当面、1%台前半の推移が続く見込み。

<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、離脱協定をめぐる英国議会での協議は難航が続くとみられ、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%強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。本年末にかけて、2%前後での推移が続く見込み。

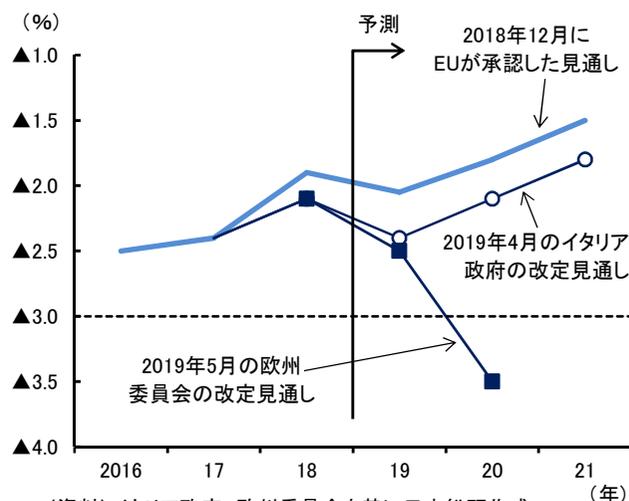
欧州各国の経済・物価見通し

(前年比、%)

		2018年		2019年			2020年		2018年	2019年	2020年	
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3				4~6
		(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	0.5	1.0	1.6	1.3	1.4	1.5	1.6	1.4	1.9	1.2	1.5
	消費者物価指数	2.1	1.9	1.4	1.4	1.2	1.3	1.6	1.4	1.8	1.3	1.5
ドイツ	実質GDP	▲0.8	0.1	1.7	1.2	1.5	1.5	1.7	1.5	1.4	0.9	1.5
	消費者物価指数	2.1	2.1	1.6	1.5	1.4	1.6	1.7	1.7	1.9	1.5	1.7
フランス	実質GDP	1.0	1.7	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7	1.4	1.6
	消費者物価指数	2.6	2.2	1.4	1.3	1.2	1.5	1.5	1.3	2.1	1.4	1.5
英国	実質GDP	2.8	0.9	2.0	▲0.5	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4	1.2	1.0
	消費者物価指数	2.5	2.3	1.9	2.2	2.1	2.1	2.2	2.0	2.5	2.1	2.0

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

イタリアの財政収支見通し(対GDP比)



(資料)イタリア政府、欧州委員会を基に日本総研作成
(注)点線は、EUが定める財政収支下限。

【ホット・トピック】

◆イタリア財政問題が再燃

イタリアでは、財政懸念が台頭。サルベニー副首相などは、EUから財政健全化を求められているにも関わらず、減税の実施を強硬に主張。こうしたなか、欧州委員会は同国への過剰財政赤字是正手続き(EDP)の開始を欧州理事会に勧告。EDPのプロセスでは、最短で年内にも罰金等の制裁決定が可能。

当面、イタリアがEUの了承を得られる財政収支改善策を提示できるかが焦点に。イタリアが強硬姿勢を堅持し、EUとの対立が激化すれば、伊国債利回りが一段と上昇し、景気の低迷に拍車がかかる恐れ。

欧州金利見通し：ECBの利上げは2021年以降

<ユーロ圏>

◆ ECB：利上げは2021年以降

年後半の景気持ち直しを受け、ECBの利下げは回避されると予想。一方、貿易摩擦や政治をめぐる不確実性の高まりといった景気下振れリスクへの警戒から、ECBは利上げにも慎重な姿勢を維持する見込み。そのため、利上げ開始は2021年以降となる見通し。

独10年債利回りは、景気下振れリスクの高まりが意識されるなか、当面は低水準での推移が続く見込み。もっとも、本年末以降は、景気が回復に向かうなか、徐々に上昇圧力が強まっていく見通し。

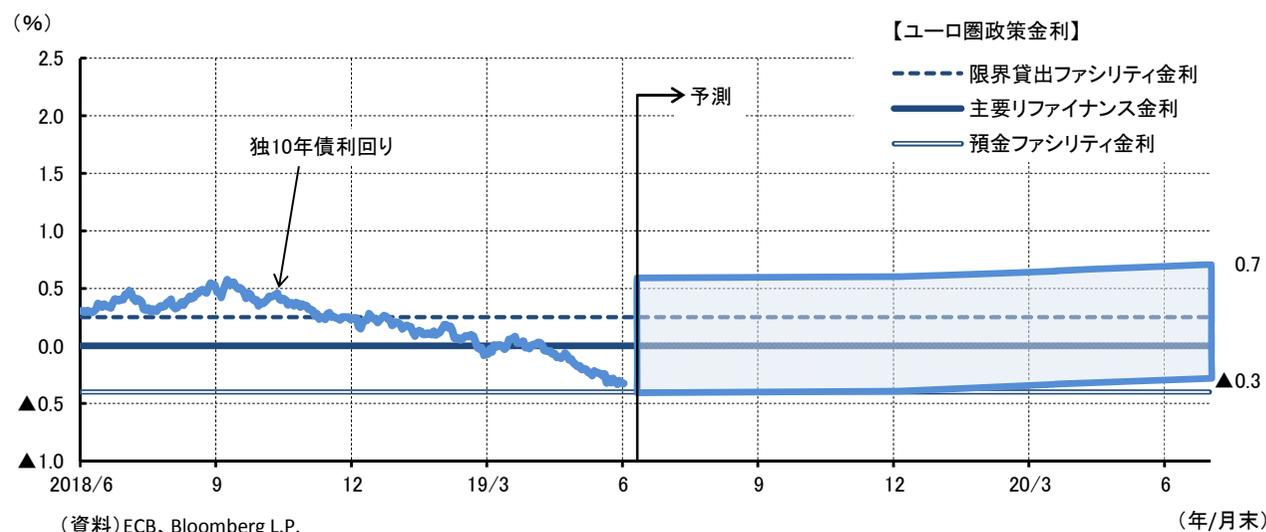
<英国>

◆ BOE：次回利上げは来年初

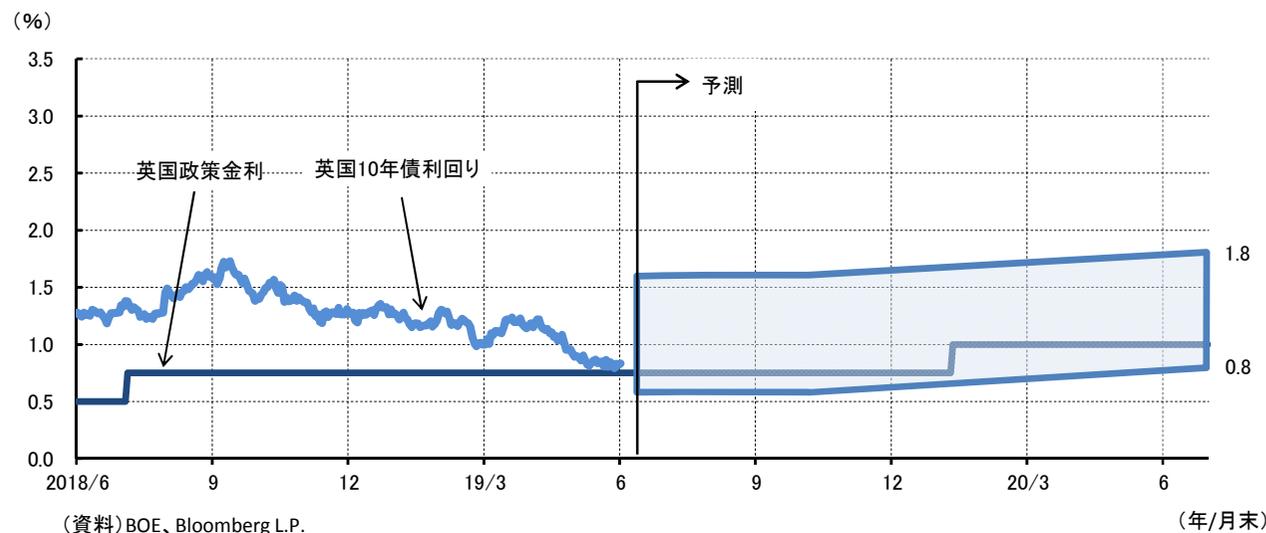
物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、利上げを視野に入れつつ、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極め。メインシナリオでは、本年10月末の離脱期限までに合意あり離脱を前提に、来年初に追加利上げに踏み切ると予想。

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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
19/3	111.13	125.58	1.1299	▲ 0.0442	0.03	▲ 0.04	21414.88	2.41	2.61	2.57	25722.62	2803.98	▲ 0.37	▲ 0.31	0.06	1.15	3332.86	58.17	1300.81
19/4	111.69	125.46	1.1233	▲ 0.0676	0.05	▲ 0.04	21964.86	2.42	2.59	2.53	26401.58	2903.80	▲ 0.37	▲ 0.31	0.01	1.15	3458.76	63.87	1285.76
19/5	109.98	122.99	1.1183	▲ 0.0495	0.05	▲ 0.06	21218.38	2.39	2.53	2.39	25744.79	2854.71	▲ 0.37	▲ 0.31	▲ 0.08	1.06	3385.41	60.87	1284.21
19/6	108.07	122.06	1.1295	▲ 0.0626	0.04	▲ 0.14	21060.21	2.07	2.40	2.07	26160.10	2890.17	▲ 0.36	▲ 0.33	▲ 0.27	0.84	3405.95	54.71	1361.81