
欧州経済展望

2019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

- ◆ユーロ圏景気概況 p. 1
- ◆ユーロ圏トピック：ECBは資産買い入れを再開 p. 2
- ◆英国：離脱延期が濃厚に 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 高野 蒼太（Tel：03-6833-9082 Mail：takano.sota@jri.co.jp）

- ◆本資料は2019年9月30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。



ユーロ圏景気概況：製造業の低迷がさらに長期化

◆製造業の低迷がさらに長期化

9月のユーロ圏の製造業PMIは45.6と、低下傾向が持続。サービス業PMIも52.0と水準を切り下げ。

製造業については、欧州委員会のマインド調査で、8月にかけて輸出受注や生産見通しに底入れの兆しが現れていたものの、9月に再び悪化。在庫判断も「過剰」超幅が拡大しており、製造業の回復には、なお時間を要する見通し。

◆個人消費は増勢が持続

一方、ユーロ圏の雇用・所得環境は引き続き良好。4～6月期の名目雇用者報酬は前年比+2.1%と、前期から減速したものの高い伸びを維持。既に低水準にある失業率が引き続き低下するなか、当面、良好な雇用・所得環境が、個人消費ひいては景気全体の下支えとなる見通し。

◆雇用環境の先行きに懸念も

ただし、雇用環境の先行きには懸念も。消費者の失業者数見通しは、企業の採用見通しが低下するなかでも、今春にかけては高水準で推移。もっとも、その後足許にかけて急速に低下し、2年10ヵ月ぶりの水準まで悪化。先行き、雇用・所得環境が悪化に転じた場合、個人消費という景気下支え役を失う恐れ。

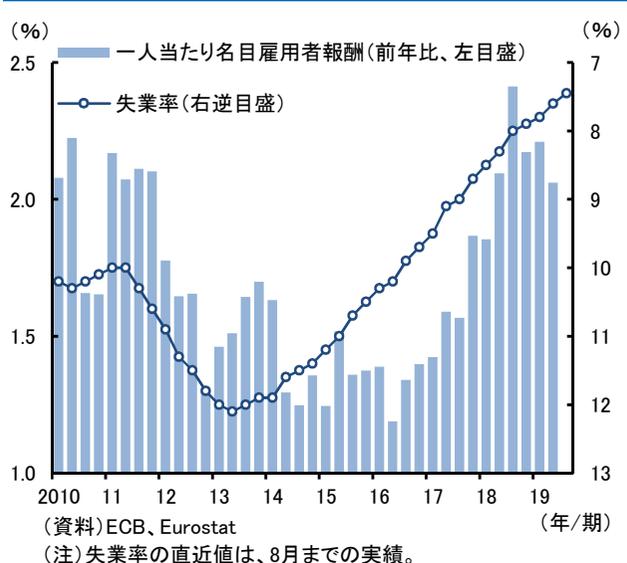
ユーロ圏のPMI



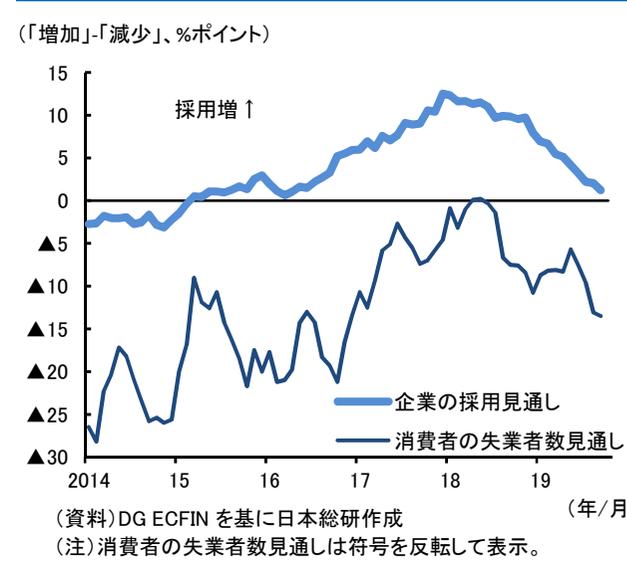
ユーロ圏の製造業マインド



ユーロ圏の失業率と名目雇用者報酬



ユーロ圏の企業と消費者の雇用見通し



ユーロ圏トピック：ECBは資産買い入れを再開

◆ ECBは追加の金融緩和を決定

ECBは9月の理事会で、マイナス金利の深堀りや資産買い入れの再開を含む追加緩和を決定。同日に公表されたECBスタッフによる景気見通しでは、原油価格の低下に加え、足許のインフレ率の弱含みや景気減速の長期化などから、2020年のインフレ予想が大幅に引き下げられ、今回の追加緩和決定の一因に。

◆ ECBは当面様子見姿勢に

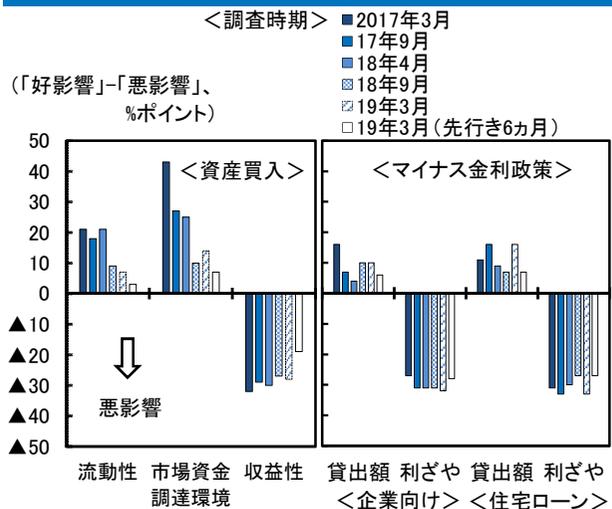
今回の追加緩和に関しては、非常時の対応手段を残すべきとの意見や、効果自体への懐疑的な見方などから、複数の理事会参加者が反対したほか、タカ派で知られるドイツ出身のラウテンシュレーガー専務理事が突如辞任するなど、ECBの足並みに乱れ。さらに、銀行に対するアンケート調査によると、流動性の確保や貸出の増加といった金融緩和策の効果が薄れる一方で、利ざやの縮小などの副作用を懸念する声が大。

これらを踏まえると、さらなる追加緩和の可能性は小。記者会見でドラギ総裁が財政政策の必要性を強調したことで金融緩和の限界が意識されたこともあり、9月12日以降、金融市場においても、年内の追加利下げを見込む確率は大きく低下。貿易摩擦の一段の激化や、英国の合意なき離脱といったリスクが顕在化しない限り、ECBは当面様子見姿勢を維持する見込み。

ECB理事会の要点(9月12日)	
理事会の主な決定内容	
政策金利	預金ファシリティ金利を10bp引き下げ、▲0.5%に。予測期間内にインフレ見通しが目標水準に持続的に収束するまで、現行またはそれ以下の水準に維持。
金利階層化	金利階層化を導入。超過準備の一部(当初は法定準備金の6倍)は預金ファシリティ金利が適用されず、0%を適用。
資産購入プログラム	月200億ユーロの資産買い入れを再開。利下げの効果を強化するために必要な期間実施し、利上げ開始直前に終了。
TLTRO III	適用金利を10bp引き下げ、主要リファイナンス金利と同水準に。貸出増加等の条件を達成した場合には預金ファシリティ金利まで優遇。期間は2年から3年に延長。
記者会見でのドラギ総裁の主な発言	
<ul style="list-style-type: none"> ・ユーロ圏経済の長期停滞が想定以上、貿易摩擦・地政学リスクが引き続き存在、足元のインフレ率弱含みとインフレ見通しの下方修正、の3点が今回の緩和決定の主な理由 ・追加緩和の実施、特に資産購入の再開については様々な見解があった ・資産の買い入れ余地は十分にあり、枠組みの見直しは議論していない ・財政余力のある国は速やかに効果的な財政政策を打つべき 	

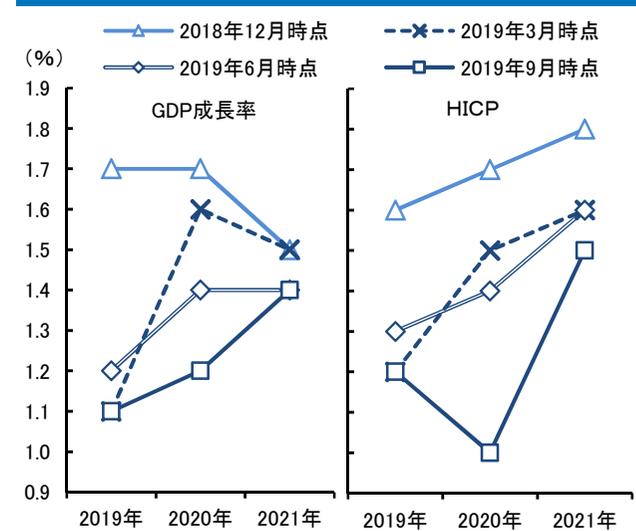
(資料)ECBなどを基に日本総研作成
(注)赤字下線部は前回からの変更点。

ECBの金融緩和策の銀行経営等への影響



(資料)ECB "Bank lending survey"を基に日本総研作成

ECBによるGDP成長率・HICP予測



(資料)ECB "Macroeconomic Projections"を基に日本総研作成

金融市場に織り込まれたECBの利下げ確率



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

英国：離脱延期が濃厚に

◆製造業の低迷が持続

8月の英国の製造業PMIは47.4と、引き続き良し悪しの基準となる「50」を下回る水準で推移。サービス業PMIは3月をボトムに下げ止まったものの、昨冬以降、「50」前後の低水準での推移が持続。

◆消費者マインドも悪化

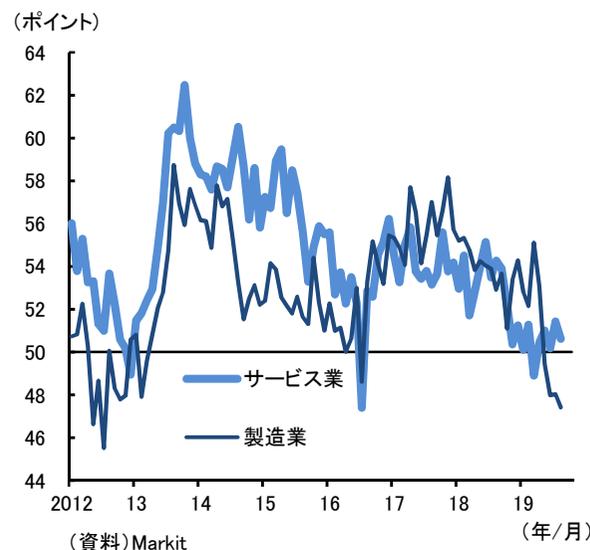
家計部門では、賃金の伸びが上昇傾向を保つ一方、Brexitをめぐる混乱を受け、消費者の経済情勢見通しが一段と悪化。消費者マインドの冷え込みが、引き続き個人消費の重石に。

◆Brexitをめぐる混乱が継続

9月初めに再開した英国議会では、10月19日までにEUとの離脱協定案もしくは合意なき離脱を議会が承認しない限り、EUに離脱延期を要請することを首相に義務付ける法案が成立。当面の合意なき離脱懸念の後退を受け、ポンド名目実効レートはジョンソン首相就任前の水準まで上昇。もっとも、メイ首相の辞任表明前に比べるとなおポンド安の水準。

Brexitをめぐる今後のシナリオとしては、引き続き合意あり離脱をメインシナリオとして想定。ただし、離脱延期要請をEUが拒否する可能性や離脱延期後の解散総選挙も否定できず、予断を許さない状況。

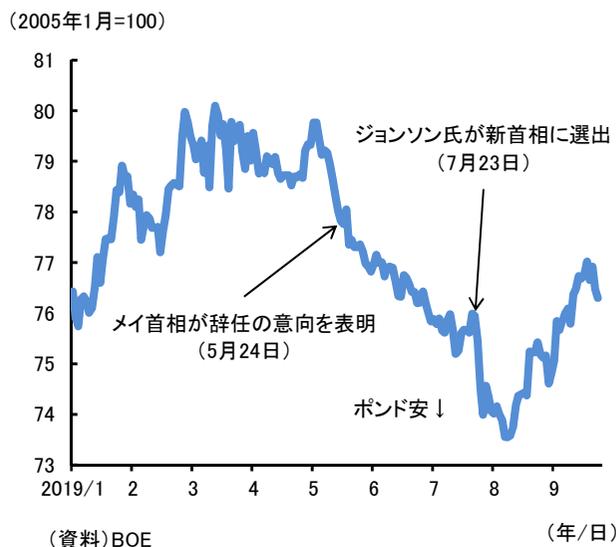
英国のPMI



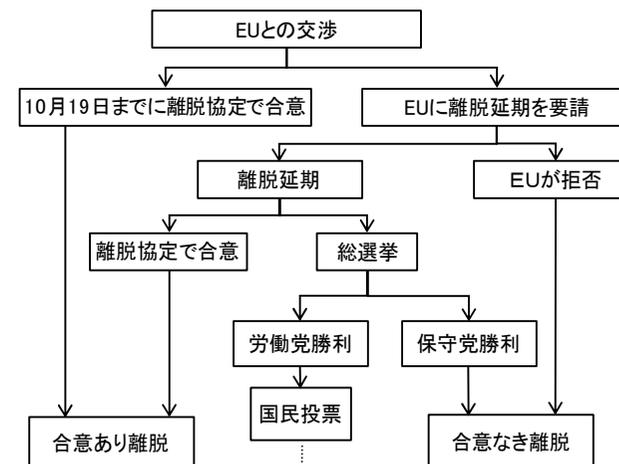
英国の週当たり賃金と消費者の経済情勢見通し



ポンド名目実効レート



Brexitをめぐる今後のシナリオ



(資料)各種報道等を基に日本総研作成

欧州経済見通し：ユーロ圏景気は緩やかに持ち直し

<ユーロ圏>

◆年末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重石となり、景気回復が足踏み。もっとも、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、先行き、外需減速の一服とともに製造業も緩やかに回復へ向かい、1%台前半の成長ペースとなる見通し。

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「合意なき離脱」は回避されると想定。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、先行きも、2%前後での推移が続く見込み。景気の低迷が物価抑制に作用するものの、Brexitをめぐ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。

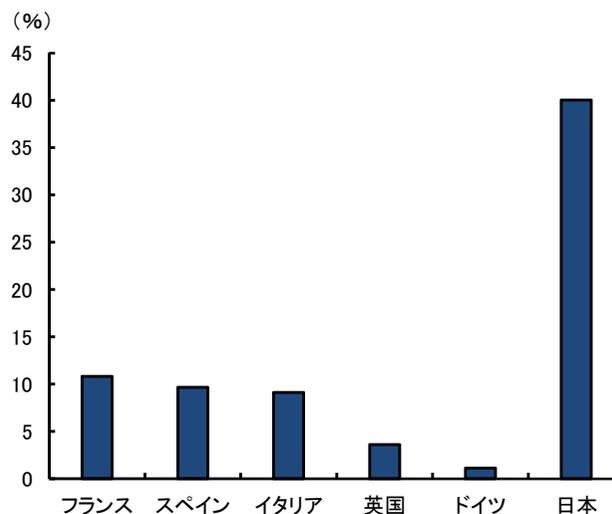
欧州各国の経済・物価見通し

(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			
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
		(実績)				(予測)				(実績) (予測)			
ユーロ圏	実質GDP	1.2	1.7	0.8	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.9	1.2	1.3	
	消費者物価指数	1.9	1.4	1.4	1.0	1.1	1.3	1.1	1.3	1.8	1.2	1.3	
ドイツ	実質GDP	0.8	1.5	▲ 0.3	0.2	0.9	1.3	1.3	1.4	1.5	0.6	1.0	
	消費者物価指数	2.1	1.6	1.6	1.1	1.2	1.4	1.2	1.5	1.9	1.4	1.4	
フランス	実質GDP	1.8	1.2	1.3	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.3	1.5	
	消費者物価指数	2.2	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5	1.3	1.5	2.1	1.4	1.5	
英国	実質GDP	0.9	2.0	▲ 0.8	0.7	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4	1.1	1.0	
	消費者物価指数	2.3	1.9	2.0	1.9	1.9	2.2	2.0	2.1	2.5	1.9	2.1	

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

各国の原油輸入のサウジ依存度(2017年)



(資料)Eurostat、経済産業省を基に日本総研

【ホット・トピック】

◆欧州主要国のサウジ依存度は低水準

9月14日のサウジアラビアの石油施設への攻撃を受け、原油価格が一時的に急騰。足許では過度な供給懸念は後退したものの、新たな軍事衝突のリスクも否定できず。原油価格が再度急騰すれば、コストプッシュ型の物価上昇が、欧州景気を支える個人消費の腰折れを招く恐れ。

一方、欧州諸国の原油輸入のサウジアラビアへの依存度をみると、欧州では相対的に高いフランスでも10%強と、40%を超える日本と比べ低水準。北海油田を抱える英国やノルウェー、地理的に近いロシアからの輸入が多いため、価格面からの影響は免れ得ないとしても、直ちに原油の調達に支障が生じる可能性は小。

欧州金利見通し：ECBは当面様子見姿勢に

<ユーロ圏>

◆ECB：当面様子見姿勢に

ECBは、9月の理事会で、マイナス金利の深掘りや資産買い入れの再開を含む追加緩和を決定。先行き、ユーロ圏景気が緩やかな回復に向かうなか、様子見姿勢に転じると予想。

独10年債利回りは、景気下振れリスクの高まりや米欧中銀の金融緩和姿勢が意識されるなか、当面は低水準での推移が続く見込み。もっとも、2020年入り後は、景気が緩やかな回復に向かうなか、徐々に上昇圧力が強まっていく見通し。

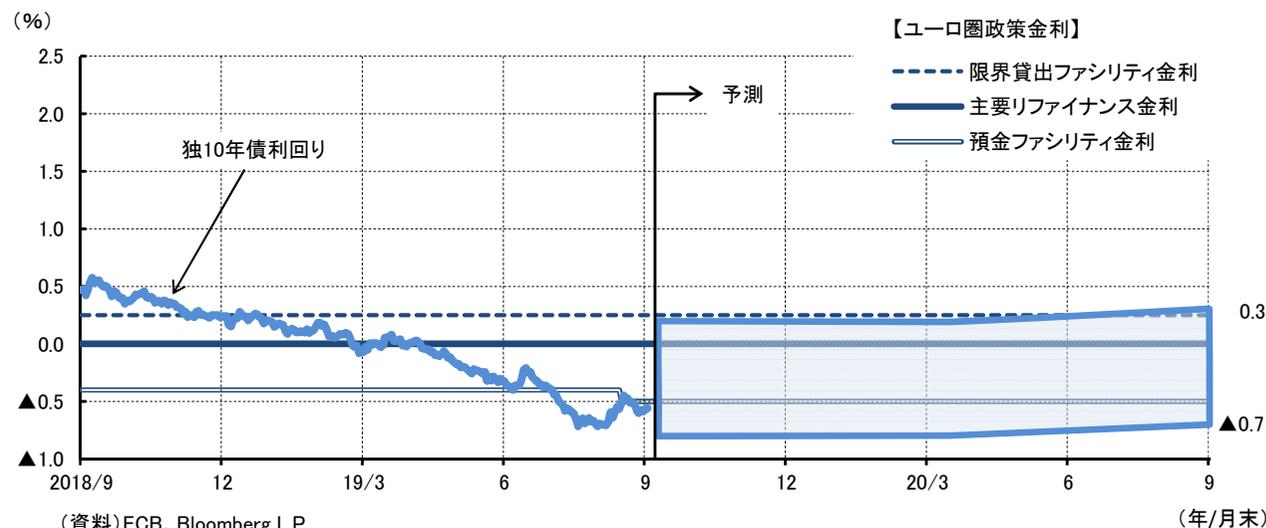
<英国>

◆BOE：次回利上げは来年春

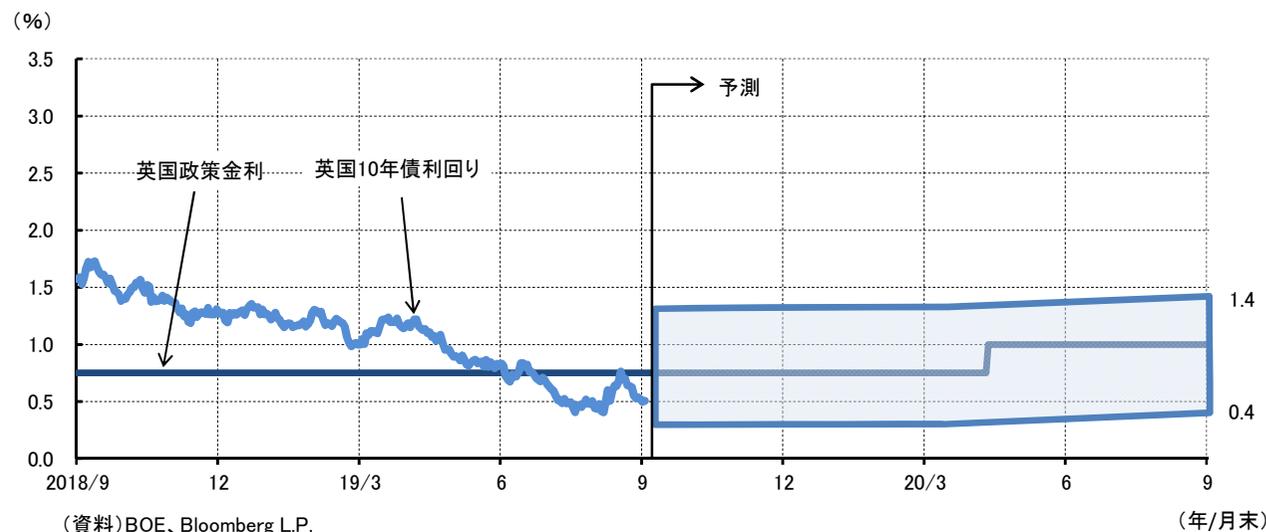
賃金の伸びの高まりやポンド安地合いによる物価高への懸念が拭えないなか、BOEは、利上げを視野に入れつつ、Brexitをめぐる交渉の進捗や、その景気への影響を見極め。メインシナリオでは、遅くとも来年初めまでに合意あり離脱に至るとの前提のもと、来年春に利上げに踏み切ると予想。

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)	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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	2.38	2.40	2.07	26160.10	2890.17	▲ 0.36	▲ 0.33	▲ 0.27	0.84	3405.95	54.71	1361.81
19/7	108.25	121.38	1.1213	▲ 0.0709	0.04	▲ 0.15	21593.68	2.40	2.29	2.05	27089.19	2996.11	▲ 0.37	▲ 0.37	▲ 0.34	0.73	3507.80	57.55	1415.68
19/8	106.23	118.16	1.1123	▲ 0.0456	0.04	▲ 0.23	20629.68	2.13	2.16	1.62	26058.23	2897.50	▲ 0.36	▲ 0.41	▲ 0.63	0.49	3355.32	54.84	1503.28
19/9	107.51	118.34	1.1008	▲ 0.0595	0.01	▲ 0.23	21585.46	2.06	2.13	1.69	26900.21	2982.16	▲ 0.40	▲ 0.42	▲ 0.57	0.58	3514.53	56.97	1507.94