
欧州経済展望

2020年2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

<https://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：米中合意による輸入代替の影響は限定的 p. 2
- ◆英国：「合意あり離脱」実現も、不透明感は残存 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2020年1月31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：製造業に底入れの兆し

◆実質GDP成長率は減速

2019年10～12月期のユーロ圏の実質GDPは前期比年率+0.4%と、7～9月期の同+1.1%から大きく減速。

主要国別にみると、フランスではストライキの影響などから同▲0.3%と3年半振りのマイナス成長となったほか、イタリアも同▲1.3%と大幅なマイナス成長に。

◆製造業に底入れの兆し

ドイツの製造業では、足許で輸出見通しと生産見通しが2019年初めの水準まで持ち直すなか、在庫過剰感が小幅低下。先行き、海外景気の減速一服とともに、在庫調整が進むことで、徐々に生産も持ち直し、製造業は緩やかな回復に向かう見通し。

一方、1月のサービス業PMIは、ユーロ圏が底堅さを維持したほか、ドイツが2019年前半の水準まで持ち直し。懸念されていた製造業の低迷による負の影響の波及は、限定的にとどまる状況。

◆新型肺炎による観光客数減の影響は小

新型コロナウイルスの感染拡大により、日本などのアジア諸国を中心にインバウンド消費減少への懸念が浮上。

ユーロ圏主要国においては、観光業の経済的な重要性は日本に比べて総じて高いものの、外国人旅行者に占める中国人の割合が相対的に小さいため、直接の影響は限定的。ただし、中国国内の企業活動や個人消費の低迷によって、ユーロ圏からの中国向け輸出が下振れすれば、ユーロ圏製造業の持ち直しに水を差す恐れ。

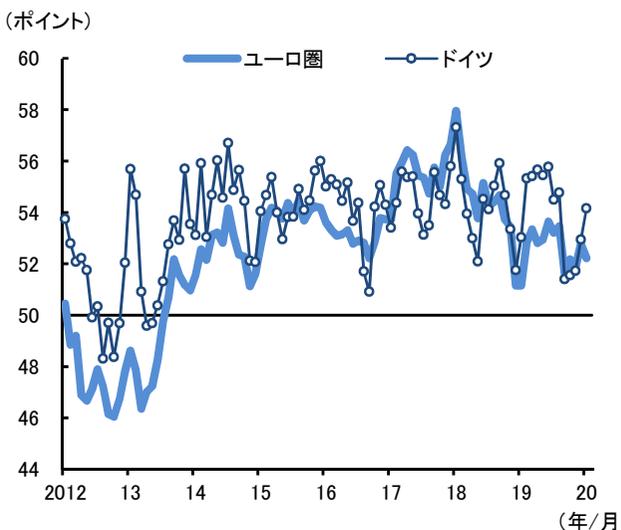


(資料)Eurostat
(注)ドイツの2019年10～12月期は2月14日公表予定。



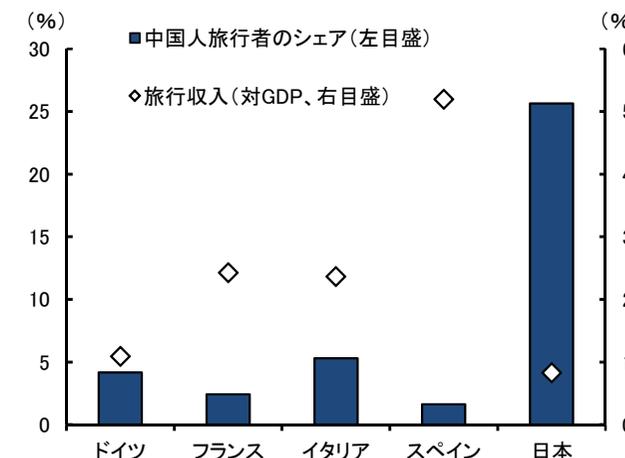
(資料)Ifo

ユーロ圏とドイツのサービス業PMI



(資料)Markit

各国の外国人旅行者に占める中国人の割合と旅行収入



(資料)UNWTO、中国国务院、世界銀行、日本政府観光局を基に
日本総研作成

(注)旅行者数は2017年、旅行収入は18年。

ユーロ圏トピック：米中合意による輸入代替の影響は限定的

◆米中が第一弾合意文書に署名

米国と中国は1月15日、通商協議の第一弾合意文書に署名。骨子は、中国が米国からの製造業製品の輸入を、2017年対比で20年は329億ドル、21年は448億ドル増加させること。

◆製造業製品の輸入代替懸念が浮上

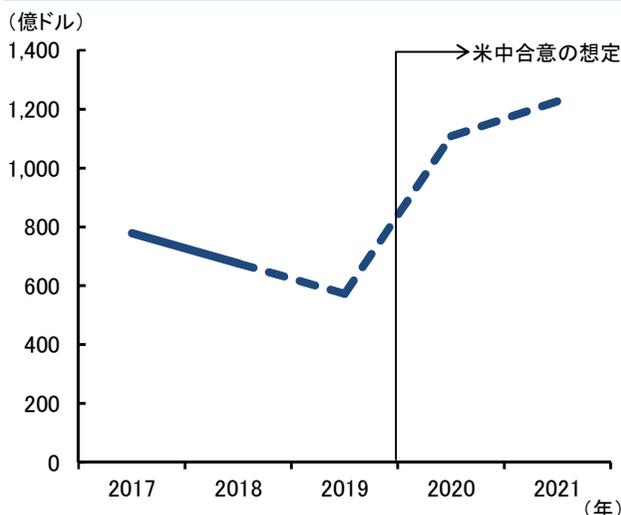
懸念されるのは、中国が欧州からの輸入分を米国に代替する可能性。合意に含まれる製造業製品の中国の輸入元別シェアをみると、航空機や医薬品、自動車といった品目では、米国とEUが大半。また、中国の品目別輸入のEU各国の割合をみると、製造業全体ではドイツ、航空機ではフランス、自動車では英国やイタリアなどのシェアが大。

中国が米国からの輸入積み増し分の全てを、EUからの輸入を減らすことで対応すると仮定した場合、EUの輸出減少幅はGDP比で0.2%前後となり、とりわけドイツ・フランスで影響が顕著。

◆欧州景気への影響は限定的

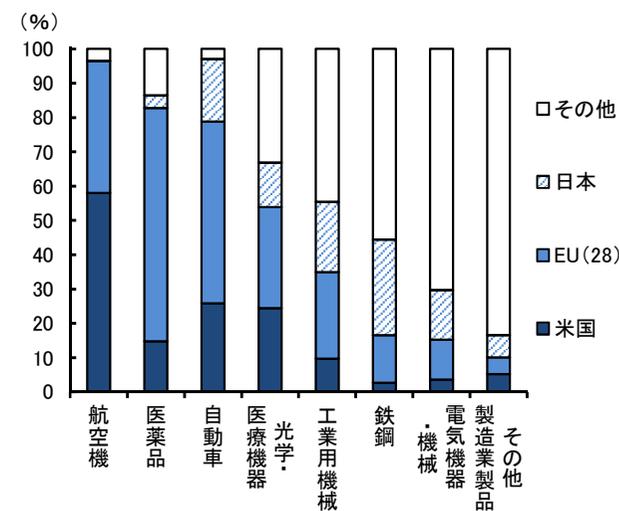
もっとも、実際には、中国は輸入総額を増加させるとみられるうえ、合意内容が完全に履行されるかどうか不明な状況。また、規制や技術的な制約から、医薬品や航空機などでは大規模な代替は困難と予想されるほか、自動車などの一部製品は、中国の消費者の嗜好に左右される側面が大。これらを踏まえ、大幅な輸入代替が起こる可能性は低いと判断。そのため、今回の米中合意第一弾による欧州景気への負の影響は、限定的となる見込み。

中国の対米製造業製品輸入(米中合意対象品目)



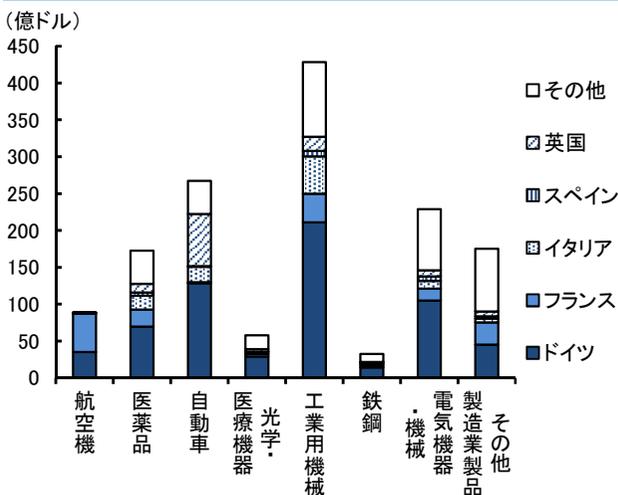
(資料) USTR, ITC を基に日本総研作成
(注) 2019年は推定値。

中国の国・地域別輸入割合(品目別、2017年)



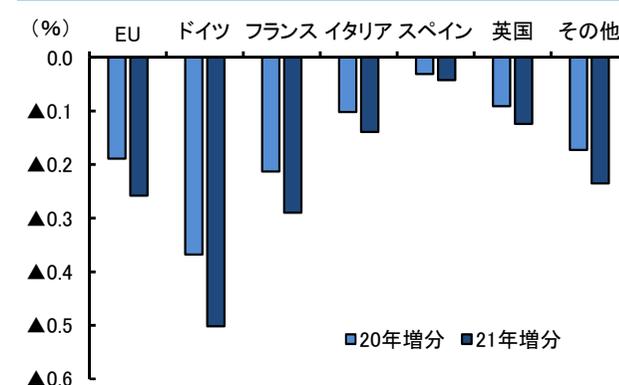
(資料) USTR, ITC を基に日本総研作成
(注) USTRが公表した米中合意第一弾の内容を基に品目を分類。

中国の対EU輸入(品目別、2017年)



(資料) USTR, ITC を基に日本総研作成
(注) USTRが公表した米中合意第一弾の内容を基に品目を分類。

米中合意による輸出減少幅の最大値(GDP比)



(資料) USTR, ITC, Eurostat を基に日本総研作成
(注1) 中国が米中合意を完全に履行し、輸入積み増し分の全てをEUからの輸入を減らすことで対応した場合(中国の輸入総額は2017年から不変と想定)。
(注2) 各国への影響は17年の中国の国別品目別輸入割合に基づく。
(注3) EUは英国を含む。

英国：「合意あり離脱」実現も、不透明感は残存

◆合意あり離脱で企業マインドが改善

1月31日、英国のEUからの「合意あり離脱」が実現。2016年の国民投票以降、混迷を極めたBrexit問題が進展することとなり、それを見越す形で企業マインドが改善。1月のPMIが、製造業・サービス業ともに大きく持ち直したほか、企業の設備投資意欲も上昇。

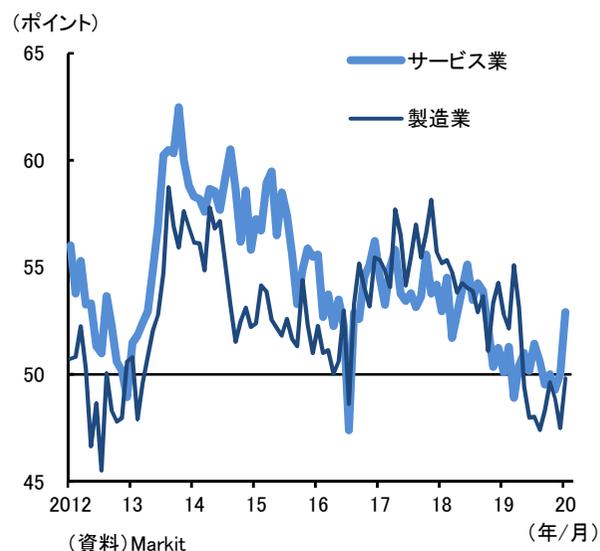
もっとも、Brexitをめぐる不透明感が残存。今月下旬から、英・EU間で新たな貿易協定などの本格的な交渉が開始。金融規制や競争政策を中心に、両者の主張には相違点が多く、2020年末までの新協定発効は困難と予想されるため、移行期間は延長される見込み。新たな通商関係の全体像を見通せない不透明感が、引き続き英国経済の重石に。

◆BOEは様子見姿勢に

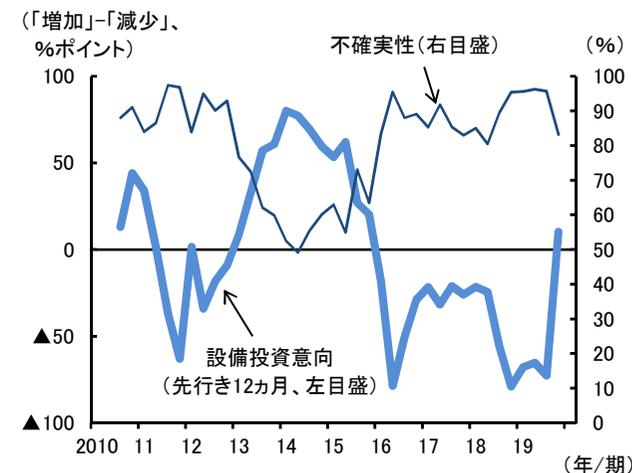
金融政策をめぐるのは、英国の月次GDPや物価の伸びが足許で一段と弱含んでいることから、BOEの利上げの必要性が大きく低下。また、複数の委員会メンバーが利下げの可能性に言及したことを受け、大半の市場参加者が年内の利下げを見込む状況。

こうしたなか、BOEは1月の金融政策委員会で、政策金利の据え置きを決定。一方で、先行き、英国景気の停滞が続いた場合には、利下げが必要となることを示唆。当面、BOEは、物価動向やBrexitをめぐる交渉の進捗を見極めつつ、当面様子見姿勢を維持する見通し。

英国のPMI

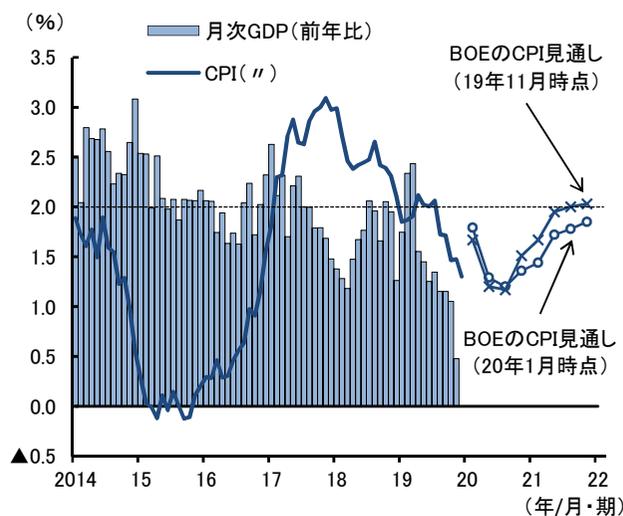


英企業の設備投資関連マインド(先行き12カ月)



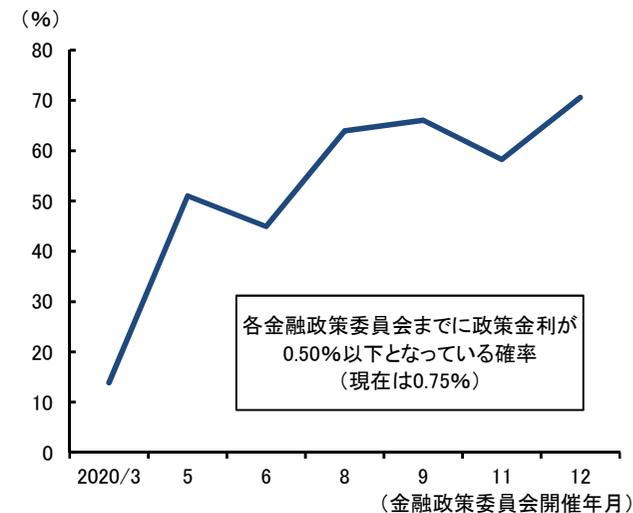
(資料) Deloitte "CFO Survey" を基に日本総研作成
(注) 不確実性は、「とても高い」「高い」「通常以上」「通常」「通常以下」の選択肢のうち、前三者の回答割合を合計。

英国の月次GDPと消費者物価指数



(資料) ONS、BOEを基に日本総研作成
(注) 図中点線は、BOEの物価目標水準。

金融市場に織り込まれたBOEの利下げ確率



(資料) Bloomberg L.P.
(注) 2020年1月31日時点。

欧州経済見通し：ユーロ圏景気は緩やかに持ち直し

欧州各国の経済・物価見通し

<ユーロ圏>

◆緩やかに回復へ向かう見込み

ユーロ圏では、当面、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、景気の回復ペースが緩やかにとどまるなか、当面、1%台前半の推移が続く見込み。

<英国>

◆低成長が長期化

英国は、1月末にEUからの「合意あり離脱」を実現。もっとも、新たな通商協定等のEUとの協議は難航する公算が大きく、Brexitをめぐ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%台前半の低成長が続く見通し。

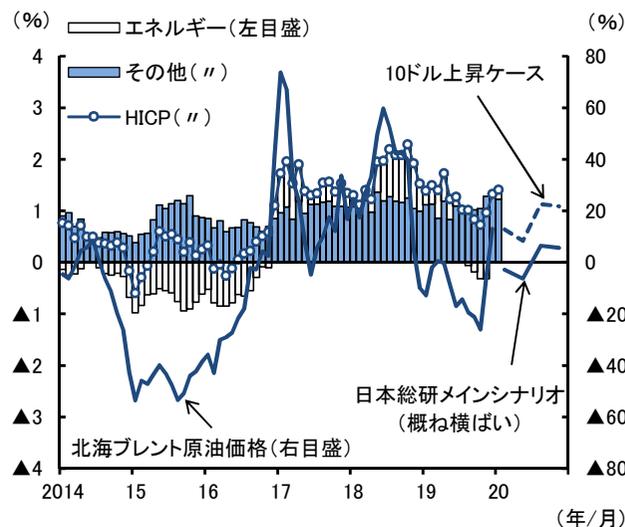
インフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、賃金面からの押し上げ圧力の高まりを受け、2020年末にかけて2%前後の水準となる見込み。

(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、%)

		2019年								2020年					
		1~3				4~6				1~3			2018年	2019年	2020年
		(実績)				(予測)							(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	1.8	0.6	1.1	0.4	1.5	1.3	1.4	1.4	1.9	1.2	1.2			
	消費者物価指数	1.4	1.4	1.0	1.0	1.2	1.0	1.2	1.3	1.8	1.2	1.2			
ドイツ	実質GDP	1.9	▲1.0	0.3	0.5	1.0	1.2	1.3	1.2	1.5	0.6	0.8			
	消費者物価指数	1.6	1.6	1.0	1.1	1.2	1.0	1.4	1.5	1.9	1.3	1.3			
フランス	実質GDP	1.2	1.5	1.0	▲0.3	1.6	1.2	1.4	1.3	1.7	1.2	1.1			
	消費者物価指数	1.4	1.3	1.2	1.3	1.2	1.1	1.3	1.3	2.1	1.3	1.3			
英国	実質GDP	2.5	▲0.7	1.7	0.5	1.3	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.1			
	消費者物価指数	1.9	2.0	1.8	1.4	1.8	1.7	1.8	2.0	2.5	1.8	1.9			

(資料) Eurostat, ONSなどを基に日本総研作成 (注) シャドーは予測値。

原油価格とユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



(資料) Bloomberg L.P., Eurostat

【ホット・トピック】

◆中東情勢の先行きに注意

2019年末以降、米イラン間で緊張が高まり、20年1月3日には、米軍がイラン革命防衛隊のソレイマニ司令官を殺害。こうした中東情勢の混乱を受け、原油価格が一時急騰したものの、足許で原油市場は落ち着きを回復。

今秋に大統領選挙を控えるトランプ米大統領は、景気を重視し、大規模な軍事衝突を避ける見通し。もっとも、イランの核問題に解決の兆しは見えないことから、先行き、中東情勢が再び緊迫化する可能性は否定できず。エネルギー価格が再び高騰すれば、ユーロ圏景気を支えてきた個人消費の重石となる恐れ。

欧州金利見通し：ECBは当面様子見姿勢に

<ユーロ圏>

◆ECB：様子見姿勢を維持

マイナス金利政策による金融仲介機能の低下への懸念や、景気の腰折れは回避されるとの見通しを踏まえ、当面、一段の利下げは見送られると予想。

独10年債利回りは、景気下振れリスクの残存や米欧中銀の金融緩和姿勢が維持されるなか、当面は低水準での推移が続く見込み。本年春頃からは、景気が緩やかな回復に向かうと予想されるため、徐々に上昇圧力が強まっていく見通し。

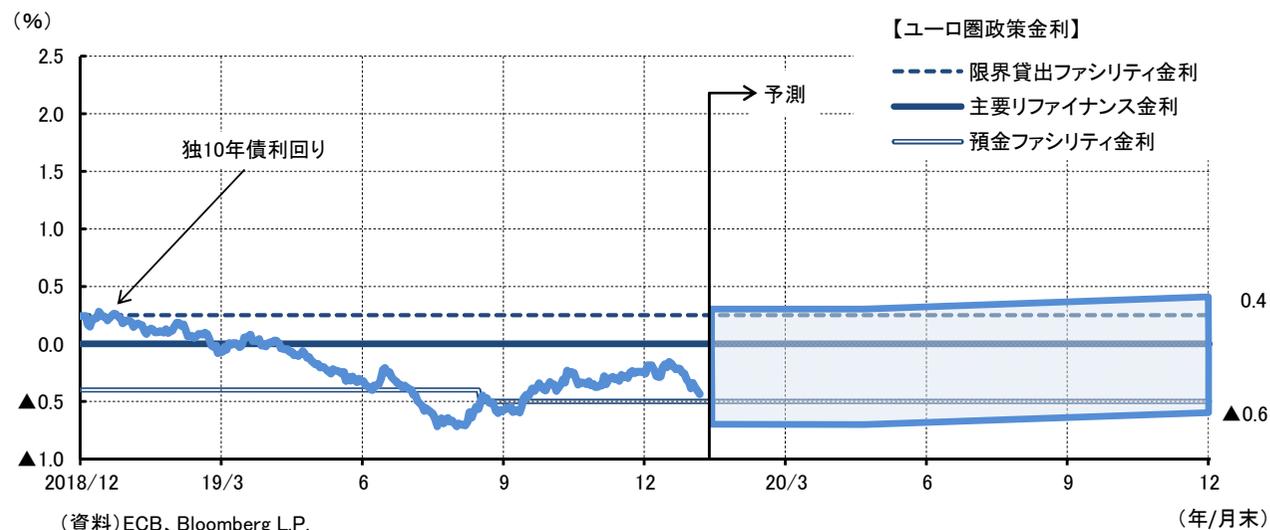
<英国>

◆BOE：当面様子見姿勢に

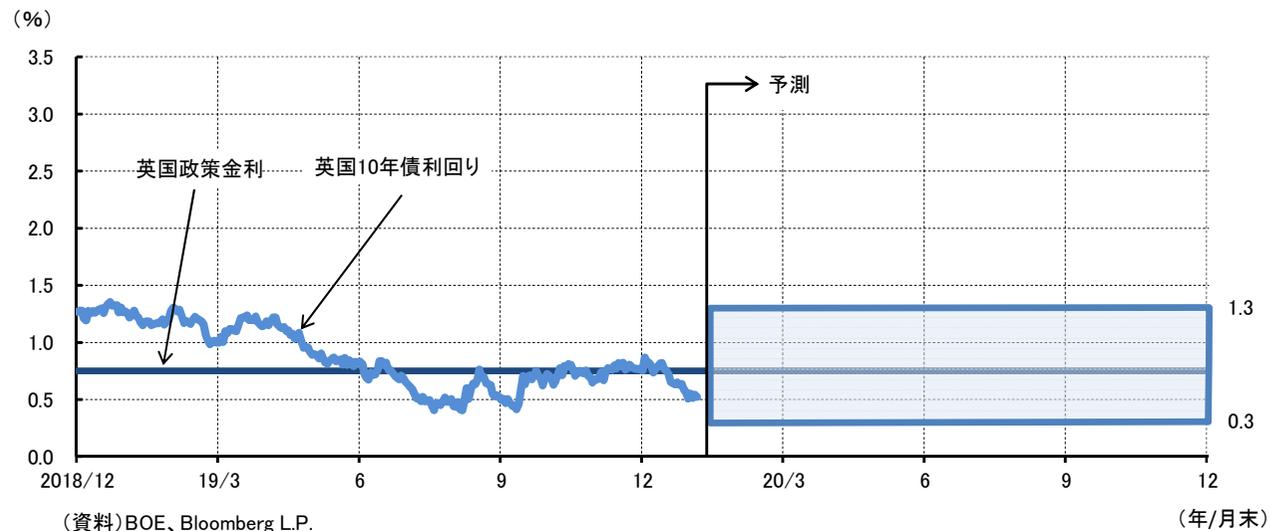
景気低迷の長期化や物価の伸び悩みなどから、利下げ期待が高まる一方、貸金面からの物価押し上げ圧力の強まりや、ポンド安への懸念も拭えず。BOEは、Brexitをめぐる交渉の進捗を見極めつつ、当面様子見姿勢に。

英10年債利回りは、Brexitをめぐる先行き不透明感の残存や、それを受けた景気低迷の長期化などから、低水準での推移が続く見通し。

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)	FF0/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・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	1339.86
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	1338.48
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	1326.51
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	1265.78
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	1234.09
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	1151.00
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	1194.37
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	1231.39
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	1271.25
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	1245.79
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	1260.06
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	1237.55
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	1284.30
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	1315.39
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	1280.95
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	1281.99
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	1266.57
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	1331.94
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	1331.74
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	1326.46
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	1335.07
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	1303.40
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	1280.33
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	1237.80
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	1200.36
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	1198.15
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	1215.33
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	1221.01
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	1252.71
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	1292.73
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	1319.29
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	1300.80
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	1285.75
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	1284.07
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	1361.80
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	1415.69
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	1503.50
19/9	107.51	118.34	1.1008	▲ 0.0595	0.01	▲ 0.23	21585.46	2.04	2.13	1.69	26900.21	2982.16	▲ 0.40	▲ 0.42	▲ 0.57	0.58	3514.53	56.97	1507.95
19/10	108.16	119.61	1.1057	▲ 0.0218	0.01	▲ 0.17	22197.47	1.83	1.98	1.70	26736.80	2977.68	▲ 0.46	▲ 0.41	▲ 0.45	0.62	3551.22	54.01	1494.96
19/11	108.91	120.32	1.1047	▲ 0.0434	0.02	▲ 0.09	23278.09	1.55	1.90	1.82	27797.05	3104.90	▲ 0.45	▲ 0.40	▲ 0.33	0.73	3693.14	57.07	1470.21
19/12	109.11	121.26	1.1114	▲ 0.0376	0.02	▲ 0.02	23660.38	1.55	1.91	1.86	28167.01	3176.75	▲ 0.46	▲ 0.40	▲ 0.27	0.78	3715.33	59.80	1482.83
20/1	109.28	121.35	1.1104	▲ 0.0314	0.02	▲ 0.02	23642.92	1.55	1.82	1.76	28879.99	3278.20	▲ 0.45	▲ 0.39	▲ 0.27	0.67	3758.24	57.53	1559.64