

---

---

# 欧州経済展望

2020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

<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：ECBの金融緩和局面が長期化 . . . . . p. 2
- ◆英国：Brexitは簡易FTAの締結で妥結へ . . . . . 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：090-6519-3420 Mail：takano.sota@jri.co.jp）

- ◆本資料は2020年6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。

メールマガジン配信中



# ユーロ圏景気概況：回復ペースは国・業種ごとにばらつき

## ◆回復ペースにばらつき

5月入り後、ユーロ圏では多くの国がロックダウンを段階的に緩和。それに伴い徐々に経済活動が再開しているものの、回復ペースは国ごとに差異。足許の小売店などへの人出をみると、回復の早いドイツが新型コロナ流行前の9割程度の方、回復の遅いスペインは7割程度。

## ◆景気の底は4月

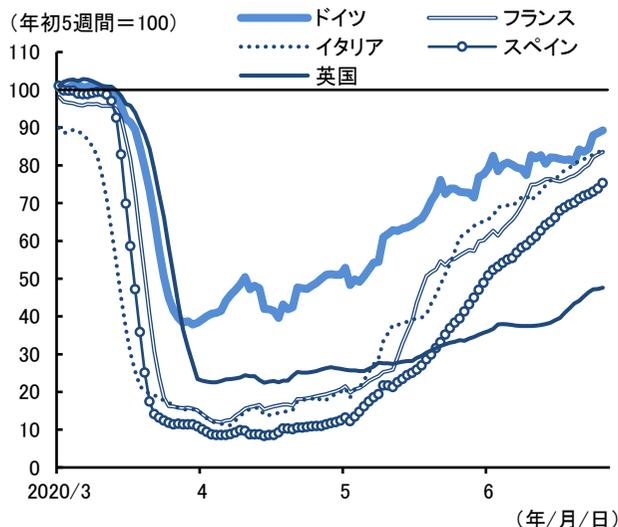
ユーロ圏の6月のPMIは、ロックダウンの解除などにより、4月を底に2ヵ月連続の大幅上昇。もっとも、水準は好不況の判断の分かれ目となる「50」を依然として下回る状況。

また、こうした企業マインドの改善も、業種によって大きくばらつき。ドイツの6月の業種別景況感DIは、食料品がプラス圏に回復した一方、自動車や電気機器などは依然として大幅なマイナス。

## ◆雇用環境は失業率の数値よりも悪化

ユーロ圏の4月の失業率は7.3%と、3月から0.2%ポイントの小幅な上昇。国別にみると、フランスやスペインが大きく上昇した一方、イタリアが急低下したことがユーロ圏全体の失業率の上昇を抑制。もっとも、イタリアの失業率の低下は、積極的な職探しを断念した人々が労働市場から大量に退出したことが主因であり、雇用環境の実態は失業率が示す以上に悪化している公算が大。

## 欧州主要国の小売・娯楽における人出



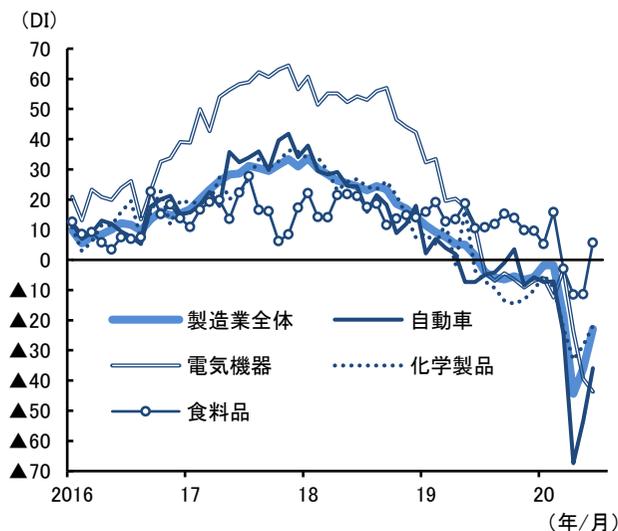
(資料) "Google Mobility Report" を基に日本総研作成

## ユーロ圏のPMI



(資料) Markit

## ドイツの業種別景況感



(資料) Ifo を基に日本総研作成

## イタリアの非労働力人口と実質的な失業率



(資料) イタリア統計局を基に日本総研作成

(注) 実質的な失業率は、2020年2月以降の非労働力人口の増分を失業者とみなして算出。

# ユーロ圏トピック：ECBの金融緩和局面が長期化

## ◆ ECBは資産買入れ枠を拡大

ECBは6月4日の理事会で、3月に開始したパンデミック緊急資産買入れプログラム（PEPP）の規模を6000億ユーロ拡大し、期間を少なくとも来年6月末まで延長することを決定。

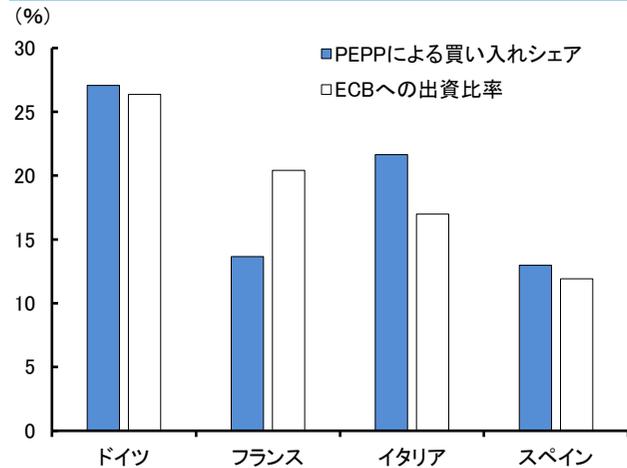
これまでのPEPPにおける主要国の国債等の買入れシェアをみると、金利が大きく上昇したイタリアの出資比率からの超過幅が大。こうした柔軟な資産買入れの結果、イタリア国債の対独スプレッドが縮小するなど、市場は安定化に向かっている状況。

## ◆ 金融緩和局面は長期化

今後のECBの金融政策の軸足は、政策の波及経路を阻害する市場の分断回避から、中期的な物価安定の確保へとシフトしていく見込み。もっとも、先行きを展望すると、大幅な需要不足は徐々にしか解消されず、インフレ圧力は高まりにくいいため、金融緩和は長期化する公算が大。PEPPは開始以来の買入れペースを続けた場合、来年3月頃に買入れ枠の上限に到達すると試算。このため、ECBは買入れ枠の払底や期限到来が意識される来春までに、PEPPの買入れ枠の拡大や期限の延長を決定すると予想。利上げ再開は早くも23年以降となる見通し。

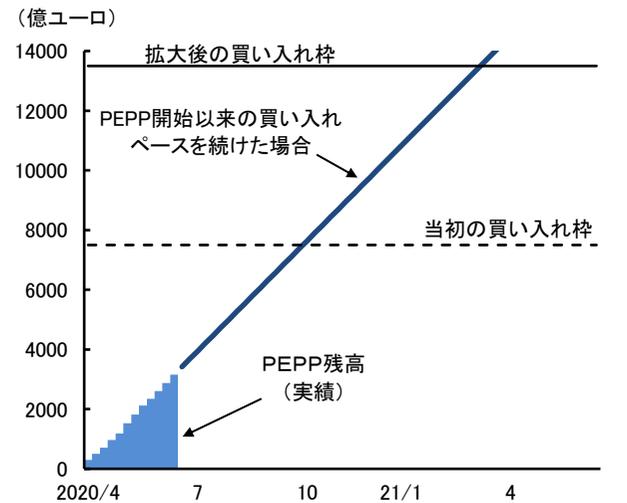
ただし、マイナス金利の深堀りは見送られる見込み。ユーロ圏の銀行収益は、不良債権に対する引き当ての増加などを主因に大きく悪化する見通し。こうした状況下で、ECBがマイナス金利幅を拡大すれば、銀行収益がさらに圧迫され、金融仲介機能が低下することが懸念。

## PEPPにおける主要国の国債等の買入れシェアと出資比率



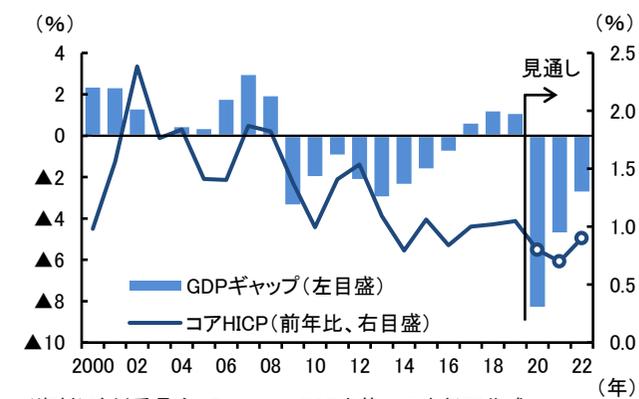
(資料)ECBを基に日本総研作成  
(注)PEPPは3~5月買入れ分。

## PEPPにおける買入れ(試算)



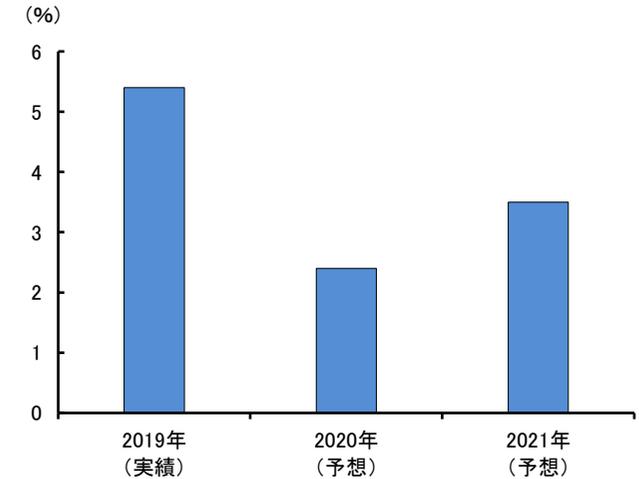
(資料)ECBを基に日本総研作成

## ユーロ圏のGDPギャップとインフレ率



(資料)欧州委員会、Eurostat、ECBを基に日本総研作成  
(注1)GDPギャップの見通しは、欧州委員会の潜在GDP見通し(20年5月)、ECBの実質GDP見通し(20年6月)を基に算出。ただし、欧州委員会は、潜在GDPの見通しを21年までしか発表していないため、22年は21年の潜在成長率を横置き。  
(注2)インフレ率の見通しは、20年6月のECB見通し。

## ユーロ圏銀行の株主資本利益率(ROE)



(資料)ECBを基に日本総研作成  
(注)5月20日時点のアナリスト予想ベース。

# 英国：Brexitは簡易FTAの締結で妥結へ

## ◆回復ペースはユーロ圏よりも緩慢

英国の6月の製造業PMIは、企業活動の再開を優先したこともあり、4月を底に好不況の判断の分かれ目となる「50」をわずかに上回る水準まで反発。

一方、足許でも新規感染者が高水準で推移していることなどから、人出の回復はユーロ圏主要国に遅れ（1ページ図表参照）。小売上をみても、3月以降ネットショッピング等の非店舗売上げが大きく伸びている一方、非食料品やガソリンの売上げはコロナ流行前の6割以下にとどまる状況。

## ◆雇用維持政策が失業率上昇を抑制

英国の2～4月の失業率は3.9%と、前月から横ばい。4月に開始された休業者への所得支援制度が企業の雇用保蔵を支えたほか、ロックダウンによって積極的な職探しを断念した人が増加したことなどが失業率の上昇を抑制。

もっとも、先行きは、職探しを再開する人が増加することに加え、休業者への所得支援制度が10月末で終了することから、失業率は上昇していく公算が大。

## ◆Brexitは簡易FTAの締結で妥結へ

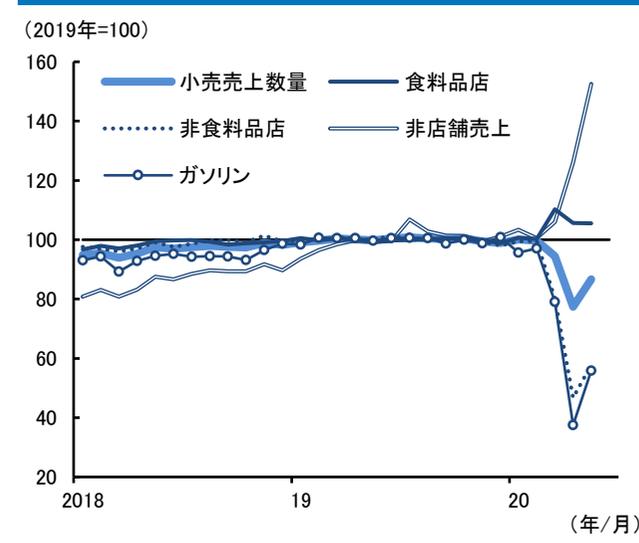
Brexit後の新協定について、英・EUは年内の合意を目指すものの、依然として多数の争点が存在しており、年内の包括的なFTAの締結・発効は困難。最終的には、物品貿易等に絞った簡易的なFTAの締結で妥協すると予想。もっとも、移行期間の延長や「実質的な合意なき離脱」に至る可能性も否定できず。

英国のPMI



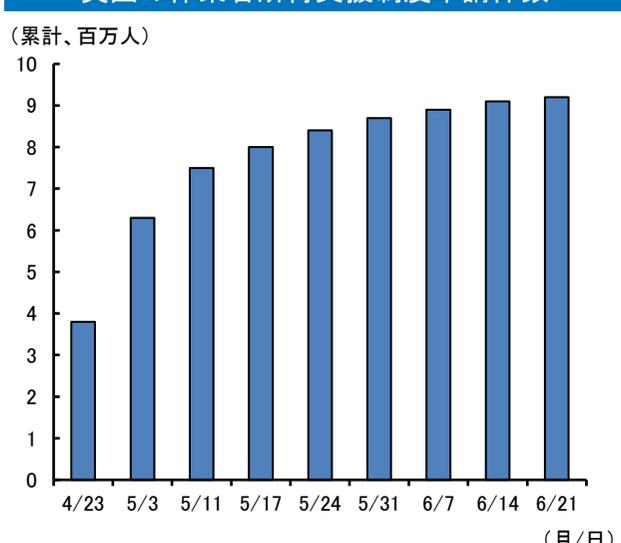
(資料)Markit

英国の小売売上数量



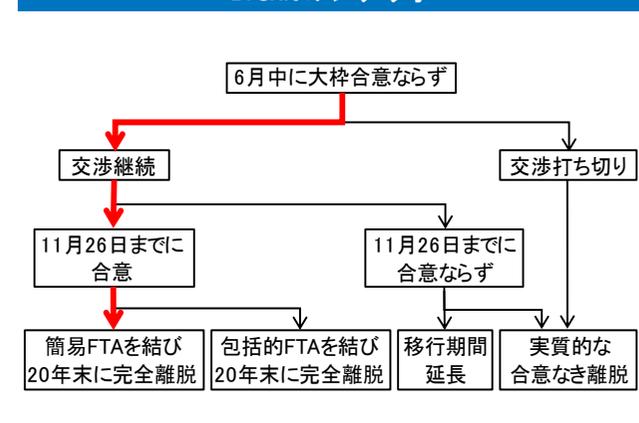
(資料)ONSを基に日本総研作成

英国の休業者所得支援制度申請件数



(資料)ONSを基に日本総研作成

Brexitのシナリオ



(資料)EU、英国、各種報道を基に日本総研作成  
(注1)太線は日本総研メインシナリオ。  
(注2)11月26日は欧州議会の開催日で、交渉の事実上の期限。

# 欧州経済見通し：2020年前半は大幅なマイナス成長に

## 欧州各国の経済・物価見通し

### <ユーロ圏>

#### ◆2020年は8%前後のマイナス成長へ

ユーロ圏では、外出控えや消費者マインドの悪化を受け、これまで景気の下支え役となってきた個人消費が腰折れ。観光客の減少によるインバウンド消費の落ち込みや、海外景気の悪化による輸出の減少も相まって、年前半は2四半期連続の大幅マイナス成長に。夏までに新型コロナの感染拡大が収束するとの想定のもと、年後半には回復に向かうものの、経済活動が以前の水準に戻るには時間を要する見通し。

インフレ率は、原油価格の急落を受け、2020年半ばにかけて一時的に0%前後まで低下する見込み。21年には、反動による一時的に上振れるものの、景気停滞による需要低迷から、1%台前半で推移する見込み。

### <英国>

#### ◆2020年は11年ぶりのマイナス成長に

英国でも、新型コロナの感染拡大が景気を大幅に下押し。年後半には、新型コロナの流行が収束に向かうことで、景気は底打ちへ。

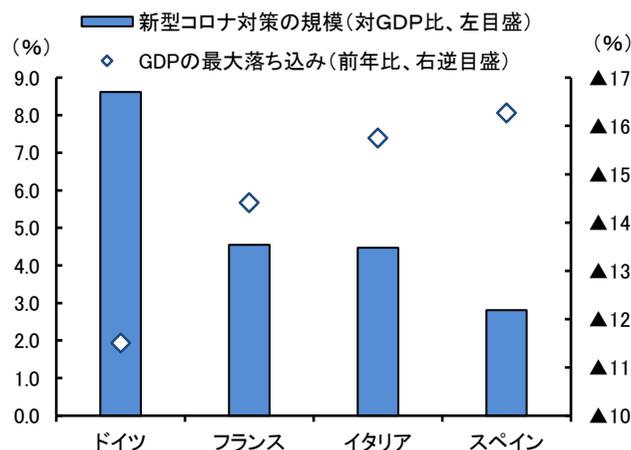
インフレ率は、原油価格の急落により1%を下回る水準まで低下した後、新型コロナの収束に伴う原油価格の持ち直しを受けて、2021年にかけて1%台後半で推移する見通し。

(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、%)

		2019年		2020年				2021年		2019年	2020年	2021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	1.2	0.2	▲13.6	▲35.6	24.3	13.9	7.2	4.7	1.2	▲7.7	5.6
	消費者物価指数	1.0	1.0	▲1.1	▲0.0	0.1	0.2	0.2	1.6	1.2	0.3	1.2
ドイツ	実質GDP	1.1	▲0.4	▲8.6	▲33.3	23.5	11.7	8.2	5.1	0.6	▲6.3	5.5
	消費者物価指数	1.0	1.1	1.5	0.5	0.6	0.7	0.8	2.0	1.3	0.8	1.6
フランス	実質GDP	0.8	▲0.4	▲19.7	▲33.5	31.6	15.2	6.8	4.3	1.5	▲8.3	6.6
	消費者物価指数	1.2	1.3	1.3	0.1	0.2	0.3	0.5	1.8	1.3	0.5	1.4
英国	実質GDP	2.1	0.1	▲7.7	▲43.9	24.8	15.0	10.4	6.3	1.4	▲8.5	6.1
	消費者物価指数	1.8	1.4	1.7	0.5	0.6	0.7	0.8	1.9	1.8	0.9	1.5

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

### 新型コロナ対策の規模とGDPの最大落ち込み



(資料)各国政府資料、Eurostatを基に日本総研作成  
(注1)新型コロナ対策は信用保証等は除く。  
(注2)GDPの最大落ち込みは日本総研見通し。

### 【ホット・トピック】

#### ◆南欧諸国の対策規模はドイツなどに見劣り

新型コロナの感染拡大を受けて南欧諸国で景気の落ち込みが深刻になっているにもかかわらず、南欧諸国の新型コロナ対策の規模はドイツなどに比べて見劣り。ユーロ圏主要国では、財政に余裕のあるドイツの対策規模は対GDP比で9%弱である一方、財政余力の乏しいイタリアやスペインでは、それぞれ同4%強、同3%弱にとどまる状況。

こうしたなか、EUからの財政支援として「復興基金」に対する期待が高まっているものの、オランダなどが補助金への反対を表明しており、今後の調整は難航する公算が大。加えて、復興基金の創設は2021年以降となるため、20年の景気回復への寄与は期待できないほか、調整次第で規模が縮小される可能性も。

# 欧州金利見通し：ECB・BOEともに金融緩和拡大姿勢

## <ユーロ圏>

### ◆ECB：利下げは見送り

ユーロ圏では、大きく落ち込んだ実体経済の回復スピードが緩やかにとどまるため、ECBは金融緩和を続ける見込み。ただし、マイナス金利政策による金融仲介機能の低下などへの懸念から、利下げは見送られ、緩和手段は資産買い入れや流動性供給が中心に。

独10年債利回りは、当面、質への逃避や各国中銀の追加緩和観測を背景に、低水準での推移が続く見込み。年後半以降は、景気が回復に向かうとともに、徐々に上昇圧力が生じていく見通し。

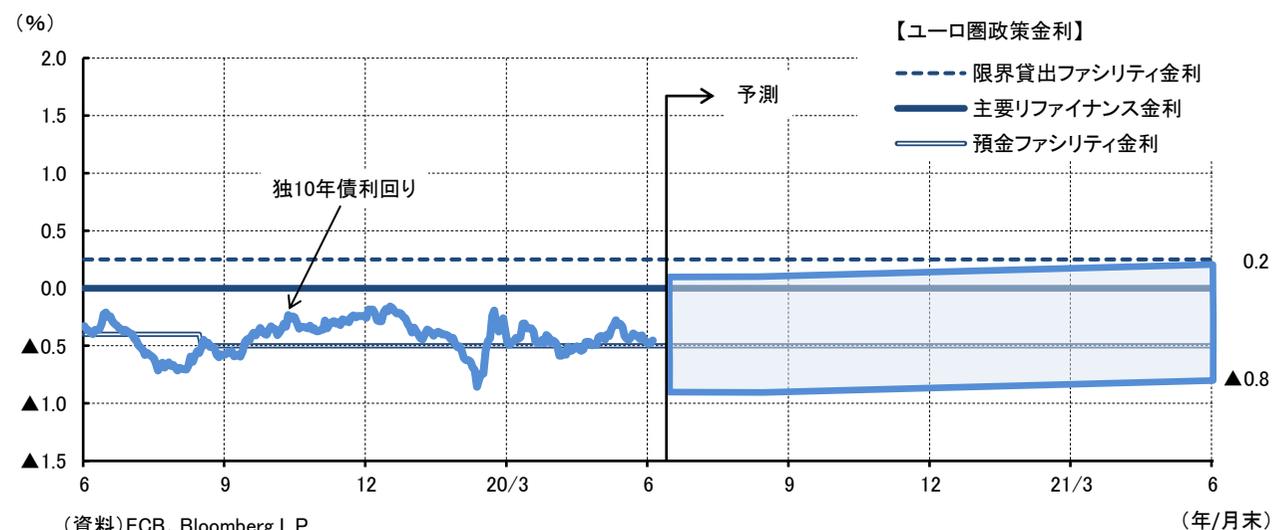
## <英国>

### ◆BOE：量的緩和を拡大へ

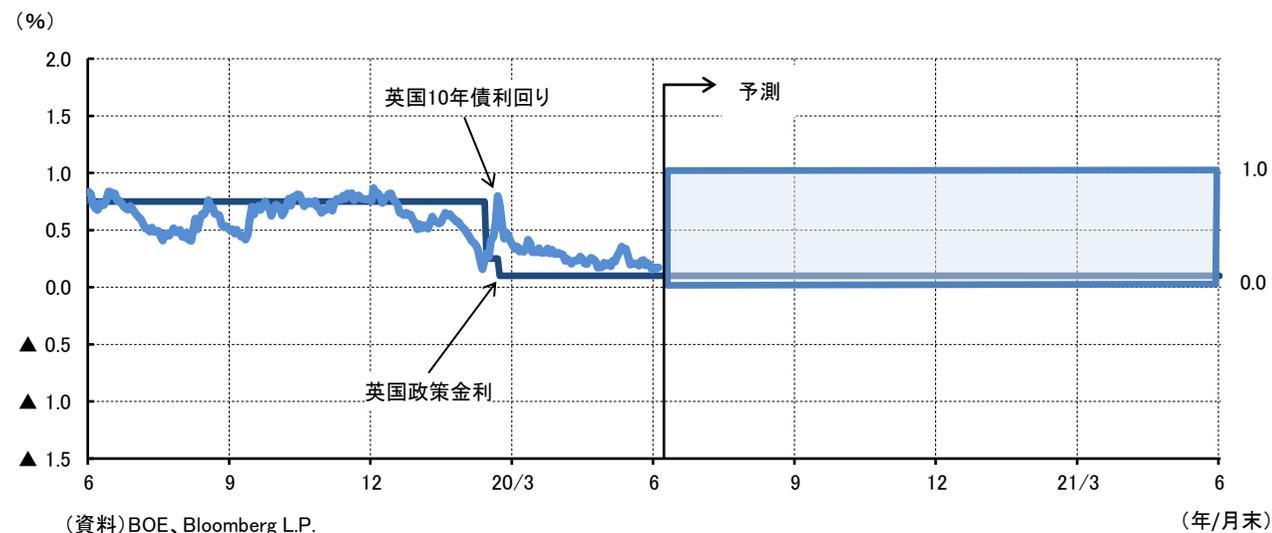
BOEは、新型コロナの感染拡大の状況や英国景気への影響を見極めつつ、資産買い入れを中心に金融緩和拡大姿勢を当面維持する見込み。

英10年債利回りは、当面、質への逃避やBOEの追加緩和観測が重石に。新型コロナの流行が落ち着く年後半以降も、Brexitをめぐる先行き不透明感などから、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 (%)	ユーロ・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	▲0.0318	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
20/2	110.03	120.00	1.0906	▲0.0164	0.02	▲0.06	23180.37	1.58	1.68	1.51	28519.73	3277.31	▲0.45	▲0.41	▲0.43	0.57	3734.92	50.54	1595.63
20/3	107.69	119.08	1.1063	▲0.0469	0.01	▲0.03	18974.00	0.65	1.10	0.88	22637.42	2652.39	▲0.45	▲0.42	▲0.52	0.41	2824.18	30.45	1592.92
20/4	107.80	117.18	1.0872	▲0.0355	▲0.00	▲0.01	19208.36	0.05	1.09	0.65	23293.90	2761.98	▲0.45	▲0.25	▲0.43	0.31	2839.58	16.70	1686.32
20/5	107.22	116.93	1.0906	▲0.0468	▲0.04	▲0.01	20543.26	0.05	0.40	0.67	24271.02	2919.61	▲0.46	▲0.27	▲0.50	0.22	2909.33	28.53	1718.66
20/6	107.61	121.14	1.1258	▲0.0475	▲0.05	0.01	22486.93	0.08	0.31	0.72	26062.27	3104.66	▲0.46	▲0.38	▲0.40	0.23	3237.39	38.31	1736.15