

2017年4月20日 全7頁

# 欧州経済見通し 引き続き政治が不透明要因

## 英国は6月8日に下院議会選挙を前倒し実施へ

経済調査部  
主席研究員 山崎 加津子

### [要約]

- ユーロ圏では内需が牽引する緩やかな景気拡大が続いていると見込まれる。ここ半年の企業景況感の改善と比べると1、2月の鉱工業生産の伸びには物足りなさがあるが、新車販売は好調で個人消費は底堅く推移している。なお、2月の消費者物価上昇率が前年比+2.0%に急加速してインフレ懸念が意識されたが、これは原油価格上昇に、厳冬による食品価格上昇という一過性の押し上げ要因が加わったもので、3月は同+1.5%に減速した。賃金上昇率の加速をもたらすような労働需給の逼迫はまだ生じておらず、ECBは緩和継続がユーロ圏の持続的な景気回復と物価安定の前提条件との認識を変えていない。コアインフレ率が低水準であることに加え、欧米の政治情勢が不透明であることも、ECBが緩和政策の修正に慎重である理由となっている。
- 英国のメイ首相は4月18日に、下院を解散して6月8日に議会選挙を前倒ししたいとの意向を表明した。翌19日には要件である議会承認も得て、議会選挙の前倒し実施が急遽決まった。首相のねらいは議会における保守党の勢力拡大で、党内対立が目立つ最大野党の労働党から議席を奪取して、保守党が現有の330議席からどこまで議席数を伸ばすかが注目される。一方で、EU離脱に反対している自由民主党、スコットランド民族党なども議席を伸ばすと予想されるが、英国のEU離脱方針を覆すような勢力とはならないだろう。なお、このタイミングで解散・総選挙となった理由として、3月29日にEUに離脱を通告したものの、EU27カ国の意見調整が5月下旬までかかる見込みであることに加え、英国の景気減速の兆候が出てきたことを踏まえ、現政権への支持率が高いうちに総選挙をしてしまおうとの意向もあったと考えられる。

## ユーロ圏経済

### 緩やかな景気拡大が続く

ユーロ圏経済は2013年4-6月期に底打ちしたあと緩やかながら安定した成長が続いている。景気回復の主役は、低金利、低インフレ、雇用回復の追い風を受けた個人消費である。最近2年ほどは実質可処分所得が前年比+2%前後の堅調な伸びを続けて消費拡大を支えてきた。一方、内需のもう一つの柱である固定資本形成は、個人消費に比べて回復が遅れているが、2016年10-12月期は前期比+3.3%と高い伸びを記録し、投資比率（GDPに占める固定資本形成の割合）が5年半ぶりの高水準を回復した。

続く2017年1-3月期もユーロ圏はプラス成長が継続したと推測される。1-3月期の新車登録台数は前年比+8.0%と高い伸びを記録し、また1-2月平均の小売売上高は10-12月平均と比べて+0.2%とまずまずの伸びとなった（ただし、新車登録台数が3月に前年比+11.5%と急拡大したのは、昨年は3月だったイースターが今年は4月にずれたことも影響しており、4月はその反動が出ると予想される）。

ところで、ユーロ圏の企業景況感はこちら半年余り改善傾向にあるのだが、1、2月の生産はむしろ伸び悩んだ。鉱工業部門の「今後3カ月の生産見通し」と実際の鉱工業生産との乖離は、金融危機後で見ても最大となってしまった。消費が堅調な拡大を続け、また設備稼働率が過去2年にわたって長期平均を上回り、ここ2四半期は上昇傾向にあるなど、生産や投資拡大の条件は整いつつあると考えられる。今後、生産が加速する形で両者の乖離が縮まってくると予想される。

### インフレ圧力はまだ強くはない

2月に前年比+2.0%に一気に加速した消費者物価上昇率は、3月は同+1.5%に減速した。エネルギー価格の上昇率が2月の同+9.3%から3月は同+7.4%へ鈍化したこと、また食品価格も同+2.7%から同+1.7%へ鈍化したことが主因である。ユーロ圏の消費者物価上昇率は2014年半ば以降の原油価格の急落によって大きな下押し圧力を受けてきたが、原油価格が2016年1月を底として反転上昇してきた影響が、ここ数カ月は押し上げ圧力として作用している。とはいえ、この2月の消費者物価上昇率は、南欧を中心に厳冬だったことがエネルギーや食品の価格上昇要因となったという一過性の要因も含まれていた。

エネルギー、食品、アルコール、たばこを除くコアインフレ率は、2月も前年比+0.9%と低い伸びにとどまっていたが、3月は同+0.7%に低下した。3月のコアインフレ率については、今年のイースターが4月にずれたことで観光旅行代金が昨年ほど上昇していないという事情を考慮する必要はあるが、エネルギー価格の変動を除けばユーロ圏のインフレ圧力はまだ強くないと判断される。

## 今後のインフレ見通しの鍵を握る賃金上昇率

2月の消費者物価上昇率が一気に前年比+2.0%をつけたあと、ECBの金融政策の転換（非伝統的な緩和政策の収束→いずれは利上げ）に対する関心が一段と高まったが、ECBは金融緩和を継続することがユーロ圏の持続的な景気回復と物価安定の前提条件となっているとの認識を変えていない。ドラギ ECB 総裁はユーロ圏のデフレの懸念はほぼなくなり、追加的な緩和政策を講じる必要性は大きく後退しているとコメントしつつも、消費者物価上昇率が目標としている「前年比+2.0%をやや下回る水準」を持続的に達成できる見通しはまだ立っていないとの見解である。

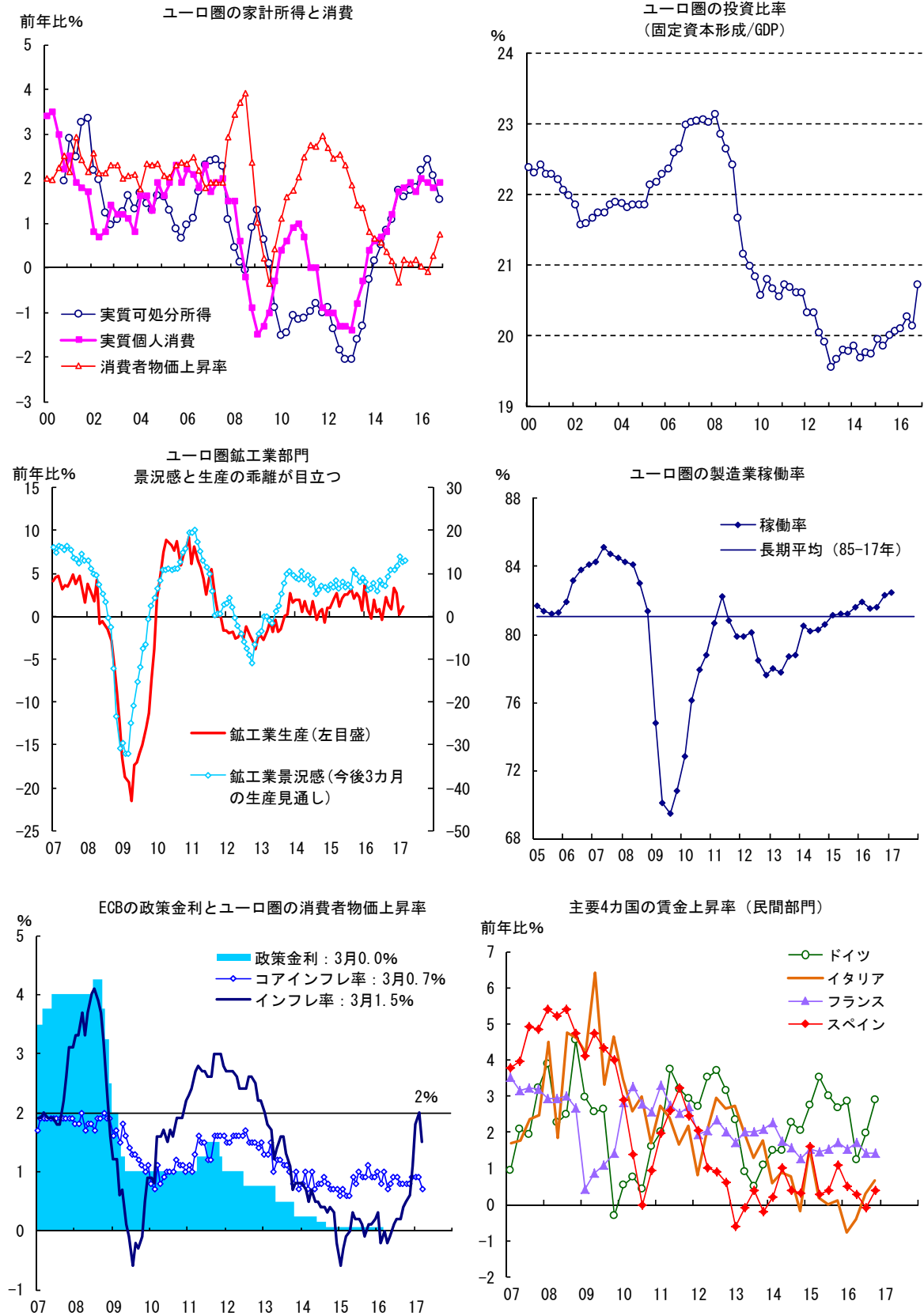
持続的な物価上昇のためには、賃金上昇率の加速が条件になると考えられるが、2016年10-12月期の賃金上昇率は前年比+1.6%で、金融危機前はもとより、金融危機後の2011年から2012年に同+2%台で推移していたのと比較しても低水準にとどまる。その第一の理由は、就業者数は増加傾向にあるとはいえ、労働市場の需給がまだ逼迫していないことである。ユーロ圏の失業率はピークの12.1%からこの2月は9.5%に低下したものの、金融危機前の7%台前半と比較すればまだ高い。また、金融危機で就業者数が減少したのは製造業や建設業が中心だったのに対し、その後には就業者数が増加しているのは流通・旅行・外食サービス、教育・ヘルスケアなど労働集約的なサービス業が中心となっていることも、賃金上昇率の抑制要因となっている。他方で、消費者物価上昇率が前年比横ばいから+1%台へと伸びが加速してきたことは、労働需給が締まってきているドイツなどで賃金交渉でより高い賃上げを実現するインセンティブになると予想されるが、その成果が出てくるまでにはしばらく時間を要するだろう。

## ECBは緩和政策の修正を慎重に進めると予想される

ECBは4月から毎月の資産買取額を800億ユーロから600億ユーロに減額したものの、少なくとも2017年末まで買取を継続する方針であり、ECBのバランスシートは拡大を続ける。ECBが緩和スタンスを継続する第一の理由は、すでに指摘したように、最近の消費者物価上昇率の加速がエネルギー価格と食品価格の上昇によるもので、それを除いたコア物価は低水準にとどまっていること、また賃金上昇率の加速もまだ見込めないことである。

これに加えて、第二の理由は、世界経済の中期的な見通しに不透明要因が多いことである。米国のトランプ大統領の保護主義的な姿勢が世界経済にどのような影響を及ぼすか、また、3月29日にEUに離脱を通告した英国とEUとの新たな関係がどうなるか、引き続き不透明である。また、2017年の本命であるフランス大統領選挙の第1回投票が4月23日に控えているが、世論調査で4候補がほぼ同率の支持率で並ぶ大混戦となっている。2大政党の候補がいずれも苦戦する中、次期フランス政権の政策の行方を占う上では6月の議会選挙の結果も踏まえないと判断できない。追加緩和の必要性は低下したといっても、政治・経済の新たなリスクが存在する中、ECBの足取りは慎重なものとなるだろう。

図表1 ユーロ圏の景気指標



(注) コアインフレ率はエネルギー、食品、アルコール、たばこを除くベース  
(出所) Eurostat、ECB、欧州委員会データより大和総研作成

## 英国経済

### 6月8日の下院議会選挙を急遽決定

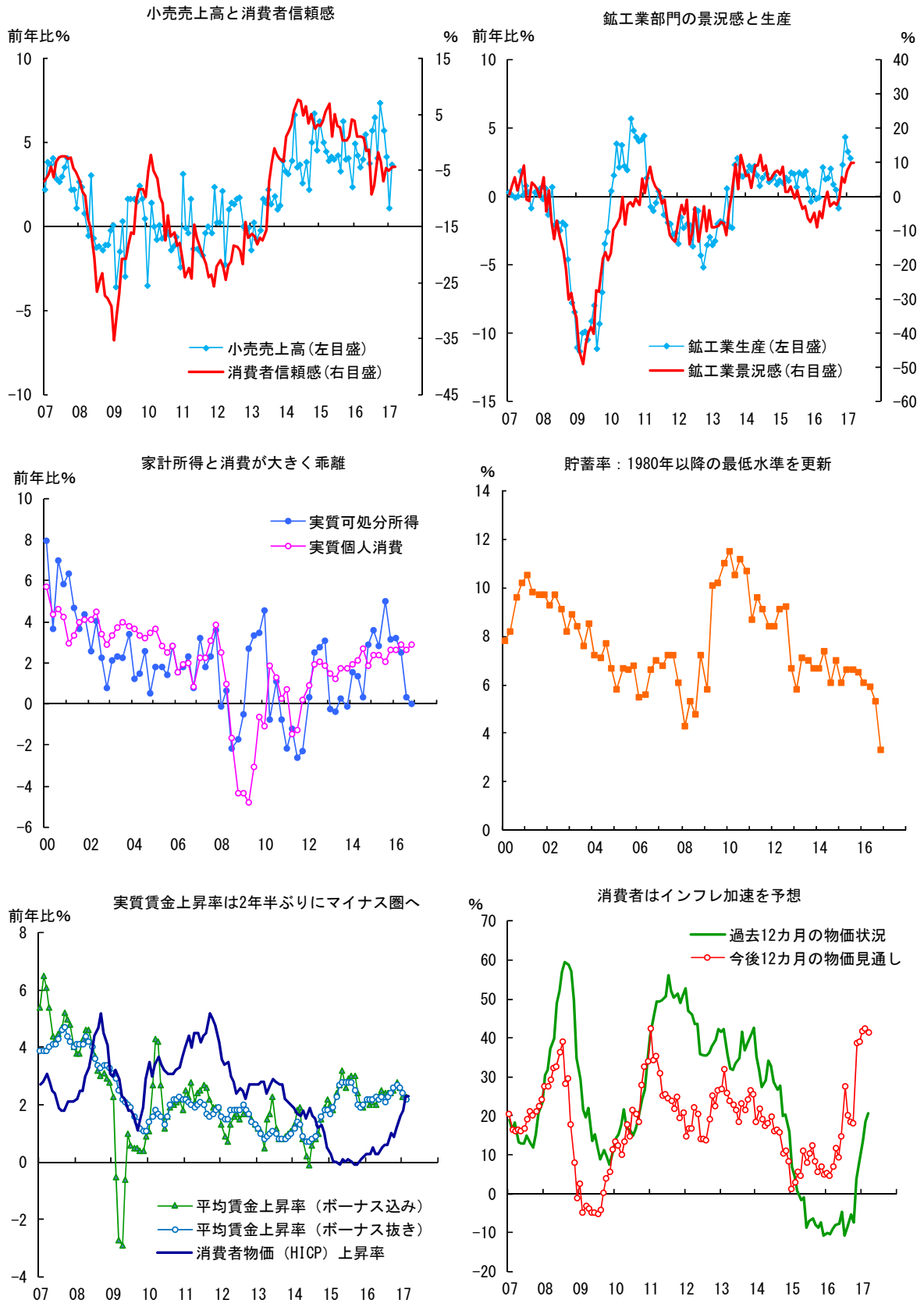
メイ首相は4月18日に下院を解散して総選挙を前倒しする意向を表明し、翌19日には要件となっている下院の3分の2以上の賛成も得て、6月8日の下院議会選挙の実施が急遽決まった。任期満了に伴う次期選挙は2020年5月初めまでに実施される予定だったため、約3年の前倒しとなる。メイ首相のねらいは選挙で信任されたというお墨付きを得ることと、下院における保守党の勢力拡大である。定員650議席のうち保守党は現在330議席(50.8%)と半数をわずかに超えるにとどまるが、最大野党の労働党が内部分裂を抱えて支持率が低下しているため、このタイミングの選挙で保守党は議席数を大きく増やせるというのがメイ首相の計算である。なお、EUとの離脱交渉に関して、保守党内には離脱協定が合意に至らずとも離脱するべきとの強硬派から、離脱するにしてもEUとの良好な関係を維持するべきと考える穏健派まで、見解の相違が存在する。現状では保守党議員のうち数人が反対を表明するだけで、メイ政権の方針が阻止される懸念があるが、保守党が議席増に成功すれば、メイ首相は政権基盤を安定させ、EUとの離脱交渉の不安材料を一つ消すことが可能となる。

なお、EU離脱決定の再考を促したい自由民主党、スコットランド民族党などは、6月の議会選挙を巻き返し好機と捉えており、メイ首相の強硬なEU離脱方針に対する批判票の受け皿となって議席を伸ばすと予想される。とはいえ、昨年の国民投票以降、世論調査でEU離脱支持は残留支持を上回っており、英国のEU離脱方針が覆される動きにはならないと予想される。なお、英国は3月29日にEUに離脱を通告したものの、EU側は4月29日のEU27カ国首脳会議で離脱交渉に関するガイドラインを承認し、その後、実務担当者による交渉方針の詳細決定を経て、実際の離脱交渉の開始は5月下旬に予定されていた。このため、6月初めの議会選挙であれば、離脱交渉に対する悪影響は最小限に食い止められるとメイ首相は判断したと考えられる。

### 英国の景気減速の兆候

なお、英国の景気減速の兆候が徐々に出てきており、これが政権支持率の高いうちに総選挙を実施してしまおうと考える材料になった可能性がある。英国のEU離脱決定で進行したポンド安の負の側面として消費者物価への上昇圧力が高まり、個人消費を減速させることが懸念されてきた。その最初の兆候として実質小売売上高は1月までの3カ月平均の3カ月前比が-0.5%と3年ぶりのマイナスの伸び率となったが、2月は同-1.5%とさらに落ち込んだ。就業者数は増加しているのだが、英国でも賃金上昇率は伸び悩んでおり、2016年7-9月期と10-12月期の実質可処分所得の伸び率は大幅に鈍化した。ただし、貯蓄率が1980年以降の最低水準を更新したことで、実質個人消費の伸び率は前年比+3%近い水準を維持している。消費者が物価の先高観を強め、消費者信頼感が伸び悩んでいることと、貯蓄率の大幅な低下は符合しない動きである。どちらがEU離脱に関する協議がまもなく開始される英国の消費者の本音であるのか、今後の消費動向を注意深く見守る必要がある。加えて、6月の議会選挙実施が英国のEU離脱交渉と今後の経済政策にどのような影響を及ぼすのかも注目される。

図表2 英国の景気指標



(出所) 英国統計局 (ONS)、英中銀 (BOE)、欧州委員会データより大和総研作成

## <欧州経済・金利見通し>

### ユーロ圏経済見通し

	2015 通年	2016					2017					2018 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.0%	2.2%	1.3%	1.7%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%
民間消費支出	1.8%	2.9%	1.4%	1.3%	1.8%	2.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.3%	2.8%	1.3%	0.6%	1.8%	1.9%	1.2%	1.2%	1.6%	1.6%	1.3%	1.5%
総固定資本形成	3.2%	3.2%	4.7%	-0.7%	14.0%	3.7%	0.4%	4.1%	3.6%	2.4%	4.2%	2.7%
輸出等	6.5%	1.0%	5.3%	1.5%	7.3%	2.9%	5.7%	4.5%	3.6%	2.4%	4.7%	3.6%
輸入等	6.5%	-0.3%	6.1%	0.4%	16.5%	4.0%	2.8%	4.9%	3.6%	3.6%	5.7%	3.9%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.0%	1.7%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
民間消費支出	1.8%	2.0%	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	1.5%	1.4%	1.4%	1.2%	1.4%	1.3%
政府消費支出	1.3%	2.0%	2.1%	1.7%	1.6%	1.9%	1.2%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	1.5%
総固定資本形成	3.2%	2.5%	3.8%	2.4%	5.1%	3.7%	4.4%	4.3%	5.4%	2.6%	4.2%	2.7%
輸出等	6.5%	2.4%	2.5%	2.7%	3.8%	2.9%	4.9%	4.7%	5.3%	4.1%	4.7%	3.6%
輸入等	6.5%	3.4%	4.1%	2.9%	5.5%	4.0%	6.3%	6.0%	6.8%	3.8%	5.7%	3.9%
鉱工業生産（除建設）	2.1%	1.4%	1.1%	1.2%	2.1%	1.5%	1.2%	1.2%	0.9%	0.8%	1.0%	1.4%
実質小売売上高	2.7%	2.1%	1.9%	1.4%	2.2%	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	1.7%	1.8%	1.6%
消費者物価	0.0%	0.0%	-0.1%	0.3%	0.7%	0.2%	1.8%	1.7%	1.7%	1.5%	1.7%	1.5%
生産者物価	-1.9%	-3.2%	-3.6%	-1.9%	0.6%	-2.0%	4.2%	4.4%	4.4%	4.2%	4.3%	2.1%
失業率	10.9%	10.3%	10.1%	9.9%	9.7%	10.0%	9.5%	9.4%	9.3%	9.2%	9.4%	9.1%
10億ユーロ												
貿易収支	347.0	92.0	98.8	92.8	89.1	372.7	80.0	85.0	83.0	80.0	328.0	313.0
経常収支	336.2	94.0	101.6	89.6	74.1	359.4	72.2	79.2	75.2	72.2	298.7	281.9
財政収支	-211					-174					-148	-153
独 国債10年物(期中平均)	0.54%	0.31%	0.12%	-0.07%	0.19%	0.14%	0.36%	0.23%	0.30%	0.36%	0.31%	0.50%
独 国債2年物(期中平均)	-0.25%	-0.48%	-0.53%	-0.64%	-0.69%	-0.59%	-0.77%	-0.80%	-0.80%	-0.75%	-0.78%	-0.65%
欧 政策金利(末値)	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

(注) 2016年Q4まで実績値（消費者物価と金利は2017年Q1まで実績値）。それ以降は大和総研予想  
(出所) EU統計局（Eurostat）、欧州中央銀行（ECB）、大和総研

### 英国経済見通し

	2015 通年	2016					2017					2018 通年
		Q1	Q2	Q3	Q4	通年	Q1	Q2	Q3	Q4	通年	
前期比年率												
国内総生産	2.2%	0.6%	2.4%	2.0%	2.7%	1.8%	0.9%	1.1%	0.7%	0.7%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.4%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.0%	1.8%	1.6%	1.6%	2.2%	1.6%
政府消費支出	1.3%	1.5%	0.9%	-0.6%	-0.1%	0.8%	1.2%	2.0%	2.4%	2.4%	1.1%	2.3%
総固定資本形成	3.4%	0.1%	0.9%	2.3%	0.6%	0.5%	1.2%	0.8%	-2.8%	-3.6%	0.3%	-0.9%
輸出等	6.1%	-11.2%	5.2%	-8.3%	19.8%	1.8%	-2.0%	4.9%	3.6%	2.4%	3.7%	2.9%
輸入等	5.5%	1.8%	1.2%	9.7%	-4.1%	2.8%	2.0%	2.4%	3.6%	2.8%	2.0%	2.9%
前年同期比（除く失業率）												
国内総生産	2.2%	1.6%	1.7%	2.0%	1.9%	1.8%	2.0%	1.7%	1.3%	0.9%	1.5%	1.3%
民間消費支出	2.4%	2.6%	2.9%	2.6%	2.9%	2.8%	2.7%	2.4%	2.1%	1.8%	2.2%	1.6%
政府消費支出	1.3%	1.7%	1.0%	0.3%	0.4%	0.8%	0.4%	0.6%	1.4%	2.0%	1.1%	2.3%
総固定資本形成	3.4%	1.1%	0.1%	-0.1%	1.0%	0.5%	1.3%	1.2%	-0.1%	-1.1%	0.3%	-0.9%
輸出等	6.1%	1.4%	3.5%	1.9%	0.6%	1.8%	3.2%	3.1%	6.3%	2.2%	3.7%	2.9%
輸入等	5.5%	0.7%	3.4%	5.2%	2.0%	2.8%	2.1%	2.4%	0.9%	2.7%	2.0%	2.9%
鉱工業生産	1.2%	0.0%	1.6%	1.1%	1.9%	1.2%	3.0%	1.2%	1.1%	0.4%	1.4%	0.7%
実質小売売上高	4.3%	4.2%	4.4%	5.4%	5.7%	5.0%	2.9%	2.9%	2.2%	2.0%	2.5%	1.9%
消費者物価	0.1%	0.3%	0.3%	0.7%	1.2%	0.6%	2.2%	2.6%	2.7%	2.9%	2.6%	2.8%
生産者物価（出荷価格）	-1.7%	-1.0%	-0.4%	0.8%	2.5%	0.5%	3.6%	3.8%	4.0%	3.8%	3.8%	2.9%
失業率	5.4%	5.1%	4.9%	4.8%	4.8%	4.9%	4.7%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	4.9%
10億英ポンド												
貿易収支	-119.7	-32.3	-30.9	-39.2	-31.6	-134.1	-33.5	-32.0	-40.4	-32.5	-138.4	-141.1
経常収支	-80.2	-25.7	-21.0	-25.7	-12.1	-84.5	-21.2	-20.6	-30.6	-22.8	-95.2	-107.1
財政収支	-74.8	2.4	-18.9	-11.7	-19.9	-48.2					-59.8	-62.2
国債10年物(期中平均)	1.82%	1.55%	1.37%	0.72%	1.26%	1.23%	1.28%	1.01%	1.16%	1.27%	1.18%	1.35%
国債2年物(期中平均)	0.54%	0.44%	0.41%	0.14%	0.16%	0.29%	0.13%	0.10%	0.14%	0.15%	0.13%	0.15%
政策金利(末値)	0.50%	0.50%	0.50%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%

(注) 2016年Q4まで実績値（物価と金利は2017年Q1まで実績値）。それ以降は大和総研予想  
(出所) 英国統計局（ONS）、英中銀（BOE）、大和総研