

2013年11月28日

No.2013-011

2014～15年米欧経済見通し

～ QE縮小をこなし回復が続く米国、なお脆弱さが残る欧州 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

◆ **米国経済**は、総じて緩やかな回復基調を維持。ただし、2013年10月初めの財政政策をめぐる混乱などを受け、足許で一部に弱い動き。**欧州経済**は、雇用・所得環境の悪化が続いているものの、景況感の改善などを背景に、緩やかながらも回復傾向が持続。

◆ 先行きを展望すると、**米国**では、当面、財政政策に対する不透明感がくすぶり続ける見込み。加えて、雇用者数の伸びは底堅さがみられるものの、雇用回復の低賃金業種への偏りや、パートタイム従事者の賃金の伸び悩みなどから、「雇用の質」の改善は当面緩慢にとどまる見込み。こうしたなか、FRBの資産買い入れ縮小開始は、2014年3月まで先送りされ、縮小ペースも緩やかにとどまる公算。金融緩和の縮小による米国景気の下振れについては、過度な懸念は不要と判断。住宅市場では、金利上昇を受け、足許でやや弱い動きがみられるものの、家計の住宅ローン返済負担の低さや世帯数の増加などを背景に、緩やかな回復が続く見通し。

◆ **欧州**では、一部の国で住宅市場の調整が個人消費の下押しに作用し続けるほか、南欧諸国を中心に、銀行部門の信用力低下を背景とした企業の資金調達難が、景気回復の足かせとなる見通し。もっとも、財政健全化一辺倒から、経済成長にも配慮した政策への転換が進んでいるほか、域外景気回復が輸出の増加に寄与すると予想。ただし、所得増や投資増を通じた成長の好循環は、ドイツ以外の国々では期待し難く、住宅市場の調整や不良債権問題が続く国々では、成長の牽引役を外需に頼らざるを得ない状況が続く見通し。

◆ 以上を踏まえ、**米国**では、当面、財政政策をめぐる不透明感が景気抑制に作用するものの、財政政策の不透明感が薄らぐ2014年春先以降、成長ペースは徐々に加速へ。もっとも、賃金の伸び悩みなどが景気の重石となり、2014年は2%台半ばから後半の成長ペースにとどまる見込み。15年入り後は、所得環境の改善を受けた個人消費の増勢加速を背景に、3%をやや上回る伸びに。

欧州では、堅調な雇用・所得環境を背景にドイツの景気回復傾向が明確化する一方、フランスや南欧諸国では、内需の低迷が景気下押しに作用し、ユーロ圏全体では、2015年にかけて、1%前後の低成長が続く見通し。英国では、株価や住宅価格の持ち直しを背景に、緩やかな景気回復が持続する公算。

◆ 上記メインシナリオに対するリスクとしては、米国の財政問題深刻化と、欧州金融システム不安の再燃を想定。

< 目 次 >

1. 景気の現状	1
(I) 米国	
(II) 欧州	
2. 米欧経済のポイント	3
(I) 米国	
(イ) 財政政策	
(ロ) 雇用環境	
(ハ) 金融政策	
(ニ) 住宅市場	
(II) 欧州	7
(イ) 住宅市場	
(ロ) 不良債権問題	
(ハ) 財政緊縮から経済成長へ	
(ニ) 所得増・投資増に向けて	
4. 見通し	11
(I) 米国	
(II) 欧州	
5. リスクシナリオ	13
(I) 米国財政問題の深刻化	
(II) 欧州金融システム不安の再燃	

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

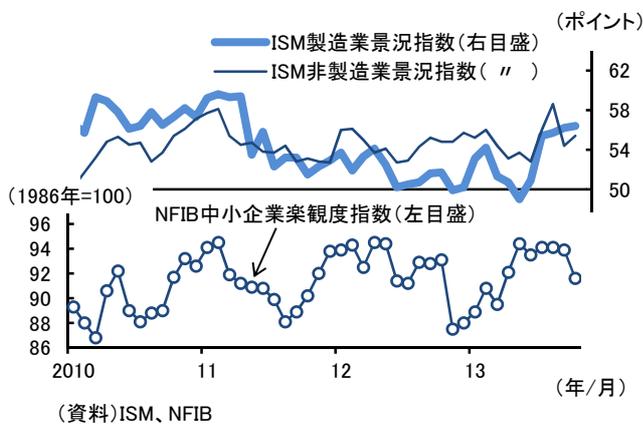
藤山 光雄 (米国) Tel:03-6833-2453 Mail:fujiyama.mitsuo@jri.co.jp
井上 恵理菜 (欧州) Tel:03-6833-6380 Mail:inoue.erina@jri.co.jp

現状 米国景気は、緩やかな回復基調を維持

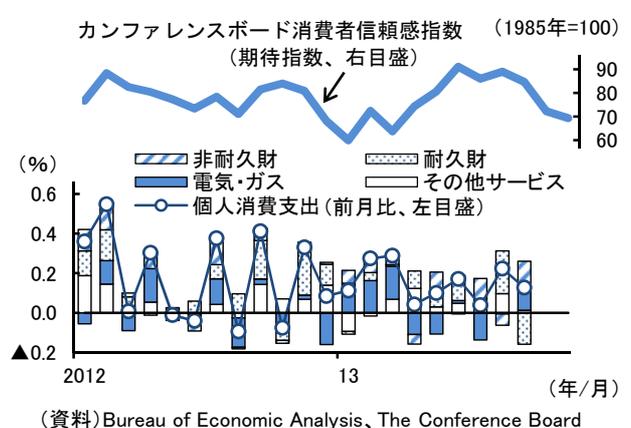
(I) 米国

- (1) 米国経済は、総じて緩やかな回復基調を維持。ただし、10月初めの財政政策をめぐる混乱などを受け、足許で一部に弱い動き。
- (2) 企業部門では、海外景気の持ち直しを背景とした輸出の増加期待などから、製造業の景況感が堅調に推移(図表1-1)。一方、財政政策への懸念がくすぶるなか、内需の先行きに対する警戒感の強まりを受け、足許で非製造業や中小企業のマインドが弱含み。
- (3) 家計部門では、バランスシート調整の進展や住宅市場の改善、株価の上昇などが下支えとなり、個人消費が底堅く推移(図表1-2)。ただし、10月上旬の政府機関の一部閉鎖などを受け、消費者マインドが大きく落ち込んでおり、年末にかけて個人消費が伸び悩む可能性。
住宅市場では、一戸建て住宅の着工件数は底堅く推移しているものの、資材調達難などの供給制約や、FRBの資産買い入れ縮小観測をきっかけとする2013年春以降の金利上昇を受け、集合住宅の着工件数が弱含み(図表1-3)。
- (4) 雇用面では、足許で失業率が7%台前半まで低下。ただし、2012年半ば以降の失業率の低下は、労働参加率の低下による影響が大(図表1-4)。労働参加率の低下は、ベビーブーマー世代の引退など構造的要因も一部作用しているとみられるものの、雇用環境の悪化に伴う労働市場からの退出者の増加が、依然として続いていることを示唆。
- (5) 今後の米国経済を見通すうえでは、足許で景気下押し要因となっている(イ)財政政策の行方に加え、本格回復のカギを握る(ロ)雇用環境、また、FRBが(ハ)金融政策の正常化に着手し始めるなかで、これまで景気の牽引役となってきた(ニ)住宅市場の先行きが大きな焦点に。3ページ以降では、これら4点について詳しく検討。

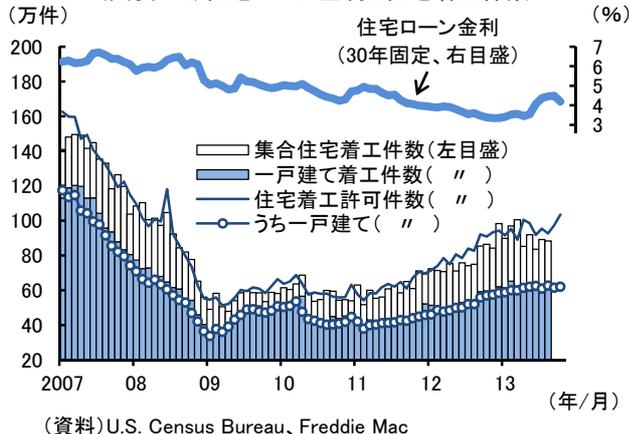
(図表1-1) 企業マインド



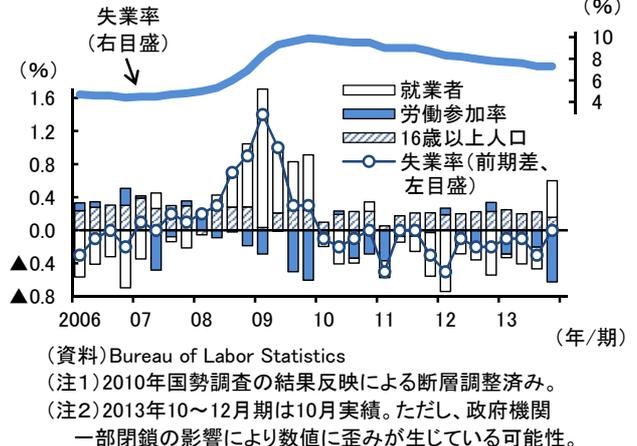
(図表1-2) 消費者マインドと実質個人消費支出



(図表1-3) 住宅ローン金利と住宅着工件数



(図表1-4) 失業率の要因分解

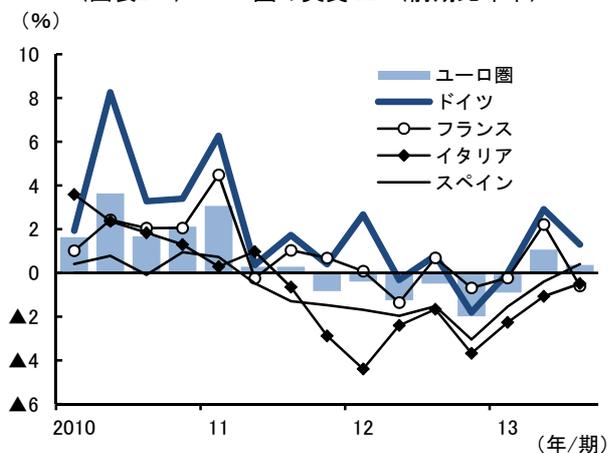


現状 欧州景気は緩やかながらも回復傾向

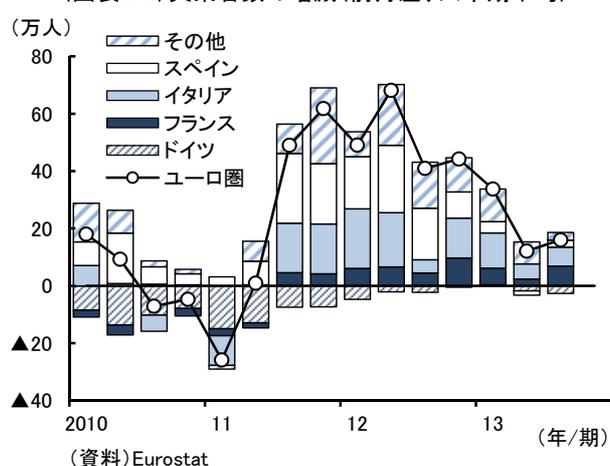
(Ⅱ) 欧州

- (1) ユーロ圏景気は、2四半期連続で実質GDP成長率が前期比プラスとなるなど、緩やかながらも回復傾向が持続(図表2-1)。欧州債務危機再燃への懸念が和らぐなか、消費者マインドが改善し、個人消費が持ち直しているほか、ユーロ圏外景気の持ち直しに伴い、輸出が増加に転じるなど、企業部門も持ち直し傾向に。
- (2) もっとも、景気回復ペースは依然として緩慢。失業者数は、増加幅こそ縮小したものの、引き続き増加するなど、雇用・所得環境に厳しさが残存しており、個人消費の持ち直しは緩やかにとどまっている状況(図表2-2)。域内需要の低迷が続くなか、企業の設備投資マインドに盛り上がりはみられず、企業部門の持ち直しペースを抑制。
- (3) こうしたなか、消費者物価の伸びが急速に鈍化(図表2-3)。雇用・所得環境の悪化による内需の低迷長期化が物価の下押しに作用するなか、デフレへの懸念が急速に台頭。
- (4) 一方、英国景気は、堅調な回復傾向が持続。賃金の減少が個人消費の下押しに寄与しているものの、株価の上昇や、BOEの融資促進策や政府の住宅購入支援策などによる住宅価格の大幅な上昇が、個人消費の押し上げに寄与(図表2-4)。
- (5) 欧州経済の先行きを展望するうえで、これまで景気の下押し要因となってきた(イ)住宅市場や、(ロ)不良債権問題の調整ペースをどうみるかが重要に。(ハ)緊縮財政一辺倒から経済成長へと徐々に舵を切りつつあるなかで、(ニ)所得増・投資増という好循環を実現できるのか、という論点と合わせて以後検討(7ページ以降)。

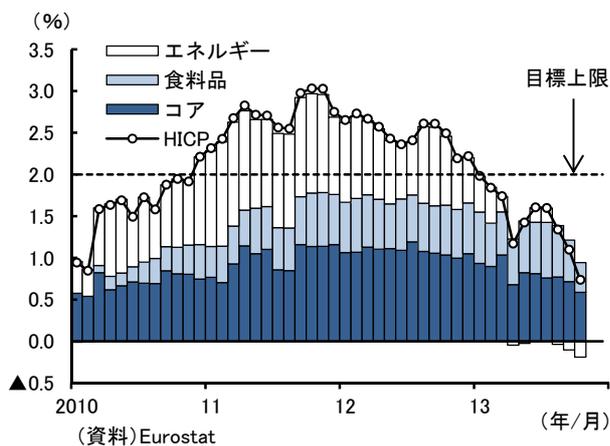
(図表2-1) ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



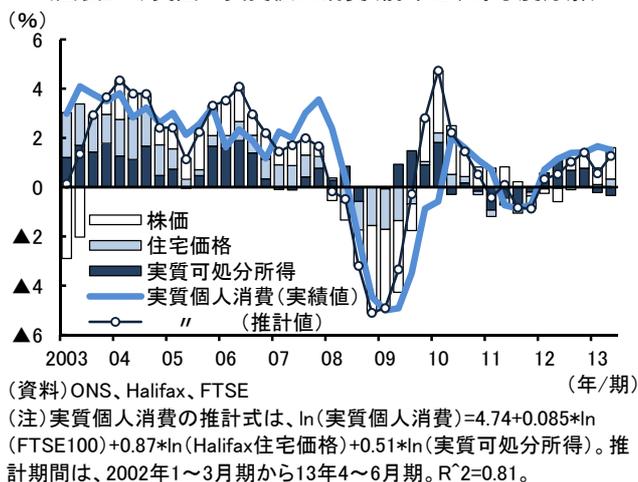
(図表2-2) 失業者数の増減(前月差、四半期平均)



(図表2-3) ユーロ圏のHICP(前年比)



(図表2-4) 英国の実質個人消費(前年比、寄与度分解)



米国① 財政政策をめぐる不透明感が長期化

(イ) 財政政策

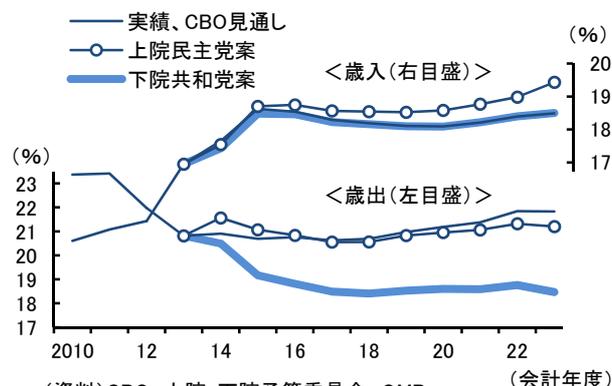
- (1) 2013年10月半ばにかけて、民主・共和両党の財政協議が紛糾。14年度暫定予算の策定が新年度入りに間に合わず、一部政府機関が閉鎖されたほか、債務上限引き上げの遅れにより米国債のデフォルト懸念が急速に台頭。10月16日には、14年1月15日までの暫定予算、2月7日までの実質的な債務上限の引き上げで両党が合意したものの、14年初めまでの暫定的な対応にとどまり、当面、財政政策に対する不透明感がくすぶり続ける見込み（図表3-1）。
- (2) 財政赤字削減策の取りまとめを目指し、民主・共和両党による協議が続けられているものの、主に増税による財政赤字の削減を主張する民主党と、増税を回避する一方、医療保険制度改革（オバマケア）の撤回による大幅な財政赤字の削減を主張する共和党の隔たりは大（図表3-2）。少なくとも2014年秋の中間選挙まで上下院で「ねじれ状況」が続くなか、抜本的な財政再建策での合意は期待し難く、中間選挙までの暫定予算の延長や時限的な債務上限の引き上げで決着する可能性が大。
- (3) なお、現行法のもと1月中旬に開始される予定の2014年の強制歳出削減は、13年対比で見ると国防費の削減幅が大（図表3-3）。もっとも、削減幅はGDP比0.1%程度と小さく、景気への直接的なマイナス影響は限定的となる見込み。
- (4) 一方、経済・財政政策に対する先行き不透明感の長期化は、とりわけ企業の中長期的な投資判断の慎重化を招来。企業の設備投資マインドは、財政をめぐる混乱のたびに下振れており、とりわけ大企業では徐々に投資意欲が低下傾向に（図表3-4）。内外需の回復を背景に企業収益は回復が続くと見込まれるものの、当面、設備投資に対する慎重姿勢が続く見通し。

(図表3-1)米国の財政政策にかかわる主な日程

2013年10月1日	政府機関の一部閉鎖
16日	暫定予算・債務上限の引き上げで与野党が合意
12月13日	超党派委員会による財政赤字削減策のとりまとめ期限
2014年1月15日	暫定予算の期限切れ
1月中旬	2014年強制歳出削減の発動
2月7日	債務上限の引き上げ期限
3~4月	財務省の緊急対応を助案した実質的な債務上限引き上げ期限
11月	中間選挙

(資料)日本総研作成

(図表3-2)民主・共和両党の歳入・歳出案
(対名目GDP比)

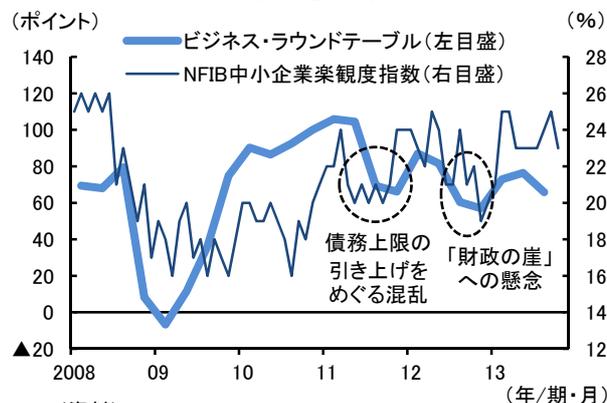


(図表3-3)2014年の強制歳出削減規模

	裁量的支出(10億ドル)		
	国防費	非国防費	計
予算規模(2013年と同水準の場合)	602.0	485.6	1087.7
うち強制歳出削減の対象となる歳出額(a)	518.0	468.2	986.3
強制歳出削減が実施された場合の2014年の歳出上限(b)	498.1	469.4	967.5
必要となる削減額(a-b)	19.9	▲ 1.1	18.8

(資料)CBOをもとに日本総研作成

(図表3-4)大企業と中小企業の設備投資マインド
(先行き6ヵ月)

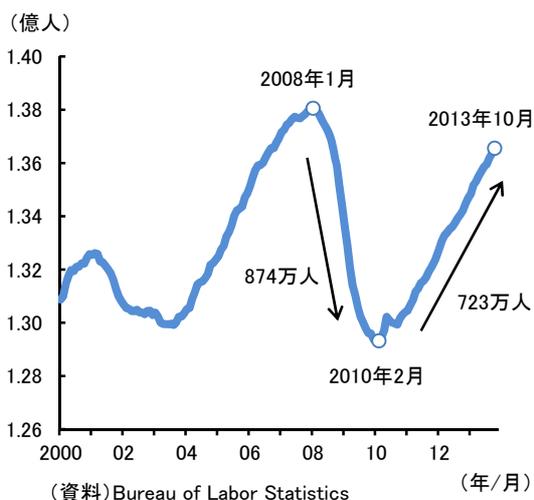


米国② 雇用者数の伸びには底堅さも、「雇用の質」改善は道半ば

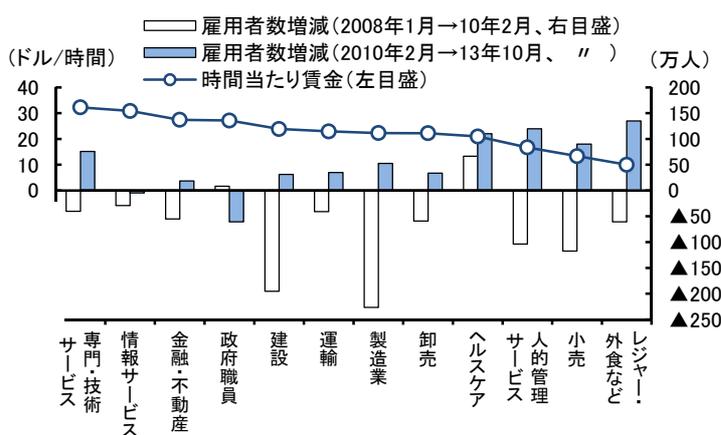
(口) 雇用環境

- (1) 非農業部門雇用者数は、2012年春に伸びが大きく鈍化したものの、その後は振れを伴いながらも総じて底堅い伸びに。雇用者数を、リーマン・ショック前ピークからの減少局面（2008年1月～10年2月）、および、リーマン・ショック後ボトムからの増加局面（10年2月～直近）に分けてみると、足許で減少分の8割強を回復（図表4-1）。
- (2) もっとも、「雇用の質」の面では、改善の動きは道半ば。雇用者数の増減を業種別にみると、派遣を中心とした人的管理サービスや小売、レジャー・外食など、相対的に賃金の低い業種では減少分をほぼ取り戻している一方、賃金の高い金融・不動産や建設、製造業などでは、依然として回復が限定的（図表4-2）。
- (3) また、就業者のなかでも、経済情勢を理由にやむを得ずパートタイムに従事する者の割合が依然として高止まり。パートタイム従事者の時給は、フルタイム従事者の2分の1程度であることに加え、リーマン・ショック以降、伸び悩み（図表4-3）。リーマン・ショック以降も時給の増加が続くフルタイム従事者との格差拡大が鮮明に。
- (4) 先行きを展望すると、住宅市場の持ち直しや輸出の回復を受け、建設や製造業の雇用増加が期待されるものの、依然として失業率が高水準で推移するなか、パートタイム従事者を中心に「雇用の質」の改善は当面緩慢にとどまる見通し。失業率と賃金の関係を踏まえると、時間当たり賃金の伸びが前年比3%前後に達するのは、2015年入り後となる見込み（図表4-4）。所得環境の改善の遅れが、個人消費の力強い回復の重石に。

(図表4-1) 非農業部門雇用者数



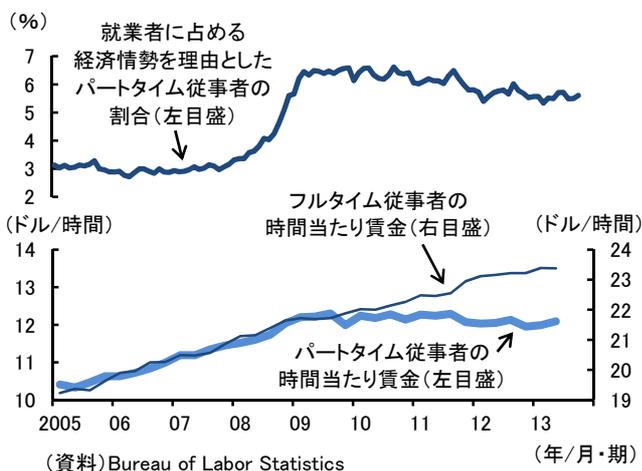
(図表4-2) 主な業種別時間当たり賃金と雇用者数増減



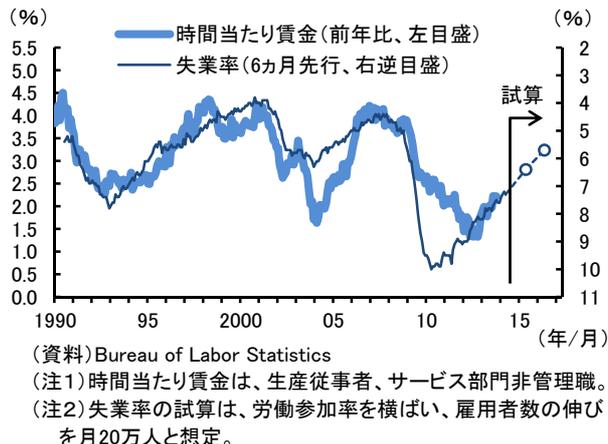
(注1) 雇用者数増減は、リーマン・ショック前ピークからの減少局面、および、その後の増加局面を図示。時間当たり賃金は2013年6月時点。

(注2) 政府職員の時間当たり賃金は、州・地方政府の職員。

(図表4-3) パートタイム従事者の雇用環境



(図表4-4) 時間当たり賃金と失業率



米国③ FRBの資産買い入れ縮小開始は年明け以降に

(ハ) 金融政策

(1) FRBは、先行きの資産買い入れ縮小の可能性に言及する一方、縮小着手の条件について、労働市場や住宅市場の持続的な改善を裏付ける情報の必要性を強調。足許で雇用者数の伸びは堅調に推移しているものの、政府機関の一部閉鎖や米国債デフォルト懸念の高まりによる2013年10～12月期の景気回復ペースの鈍化懸念や、14年初めにかけて再び財政をめぐる混乱が生じるリスクを踏まえると、資産買い入れの縮小開始は14年3月まで先送りされる公算。

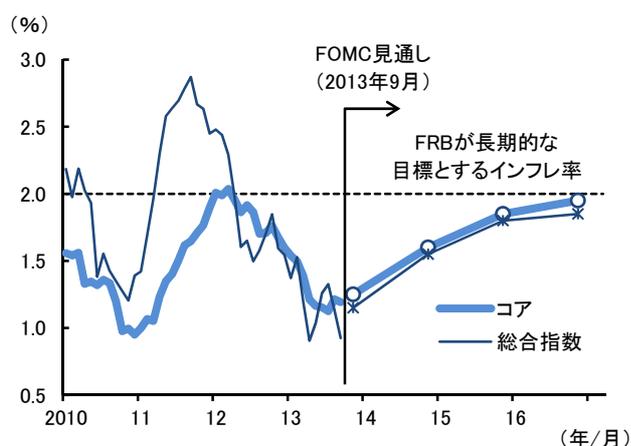
また、資産買い入れの縮小開始後も、金利上昇への懸念や住宅市場に与える影響などへの配慮から、縮小ペースは緩やかにとどまり、買い入れ終了は14年末近くとなる見込み。

(2) 一方、利上げ開始時期は、雇用・所得環境改善の緩慢さや、デシインフレへの警戒感などを踏まえ、2015年後半と予想(図表5-1)。利上げペースについては、FOMCメンバーの見通しにおいても過去の利上げ局面に比べ極めて緩やかな引き上げが想定されており、慎重なペースとなる見通し(図表5-2)。

(3) 金融緩和の縮小や引き締めによる米国景気の下振れについては、それらが景気の回復基調の強まりを前提とする以上、過度な懸念は不要と判断。金利の上昇についても、家計の利払い費負担は足許で過去最低水準まで低下しており、個人消費の腰折れにつながる可能性は小(図表5-3)。

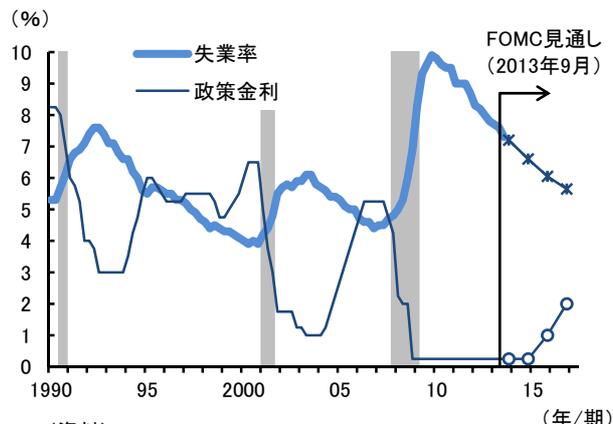
一方、2013年春以降、米国の金融緩和縮小観測の高まりを受け、ドル高・新興国通貨安が進行(図表5-4)。秋以降はやや落ち着きを取り戻しているものの、資産買い入れの縮小開始後は再び新興国通貨安が進み、世界経済の減速を招くリスクも。

(図表5-1) PCEデフレーター(前年同月比)



(資料) Bureau of Labor Statistics, FRB
(注) FOMC見通しは、中心レンジの中央値。

(図表5-2) 失業率と政策金利



(資料) Bureau of Labor Statistics, FRB

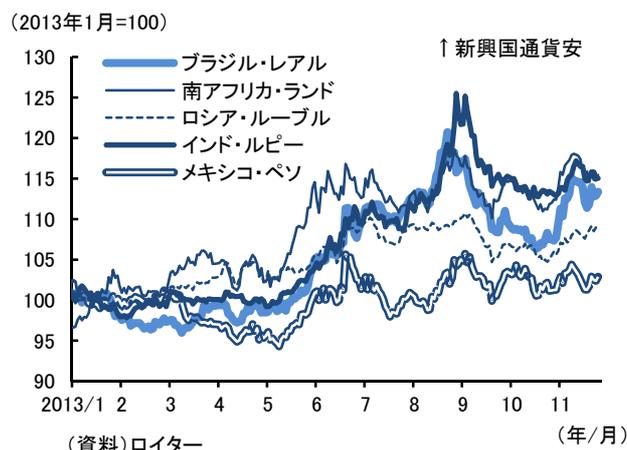
(注1) FOMC見通しは、中心レンジの中央値。
(注2) シャド一部分は景気後退期。

(図表5-3) 10年債利回りと家計の利払い費負担



(資料) FRB, Bureau of Economic Analysis, Bloomberg L.P.
(注) 2013年10～12月期の10年債利回りは、11月26日までの実績。

(図表5-4) 主要新興国通貨の対ドルレート



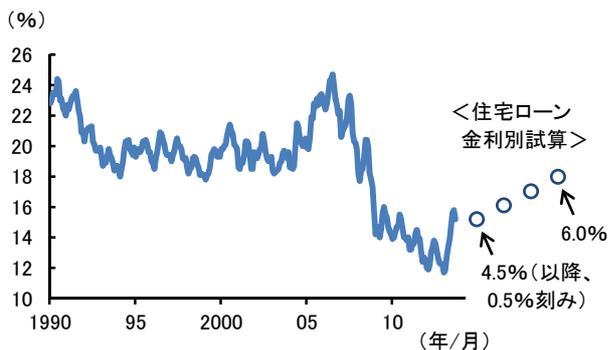
(資料) ロイター

米国④ 住宅市場は回復持続、価格上昇ペースは徐々に鈍化へ

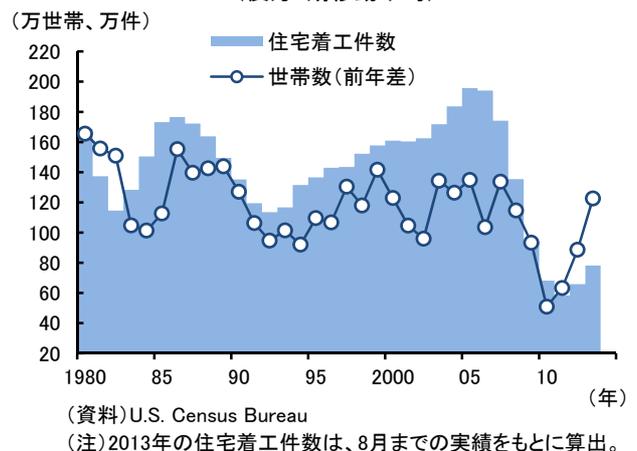
(二) 住宅市場

- (1) F R Bの資産買い入れ早期縮小観測の台頭を受けた住宅ローン金利の上昇などから、2013年春以降、住宅市場の回復がやや足踏み。
- (2) もっとも、金利が一段と上昇しなければ、住宅販売が腰折れする可能性は小。住宅ローン返済額の対世帯収入比をみると、住宅ローン金利が6%程度まで上昇しない限り、返済負担は住宅バブル発生前を下回る水準が続く見込み(図表6-1)。
- (3) また、リーマン・ショック以降、大幅に落ち込んでいた世帯形成に、足許で持ち直しの兆し。住宅バブル発生前の1980~90年代には、住宅着工件数が世帯数の増加幅を20万件程度上振れて推移していたことを踏まえると、住宅着工件数にはなお増加余地が大(図表6-2)。
- (4) 一方、住宅価格の上昇ペースは、先行き徐々に鈍化していく可能性。新築および中古住宅在庫率の低下に歯止めがかかるなか、足許で需給面からの住宅価格上昇圧力は一服(図表6-3)。所得や家賃対比でみた住宅価格は、既に1980~90年代と同程度もしくは若干上回る水準にあり、ほぼ適正水準にあることを示唆(図表6-4)。F R Bの金融緩和策の縮小が視野に入るなか、先行き住宅価格の上昇ペースは、所得の増加等に見合ったペースへと緩やかに減速していく見通し。

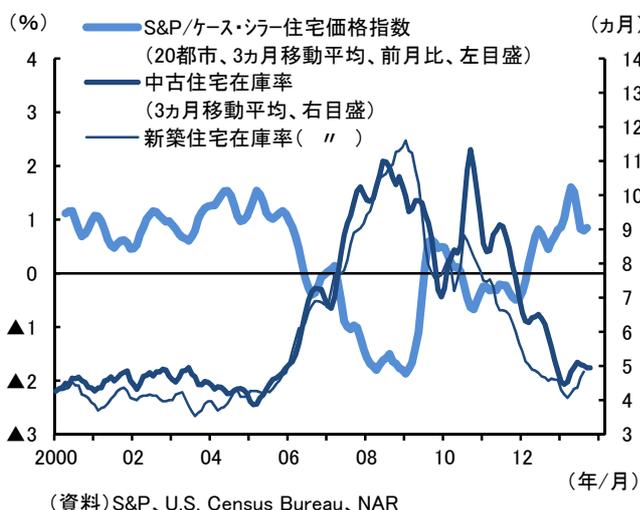
(図表6-1)住宅ローン返済額の対世帯収入比



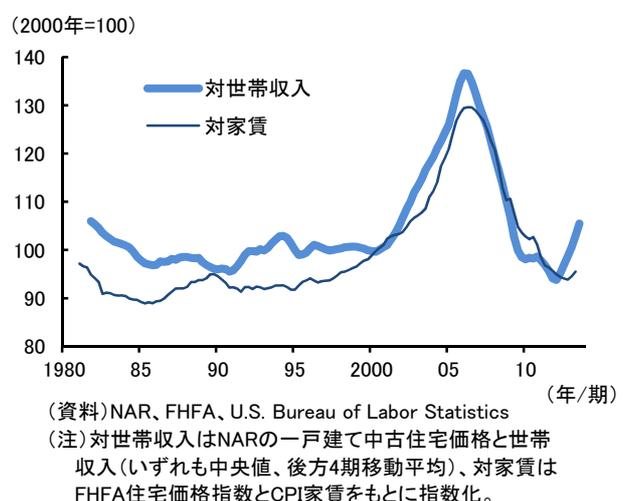
(図表6-2)世帯数の増加幅と住宅着工件数(後方3期移動平均)



(図表6-3)住宅価格と在庫率



(図表6-4)世帯収入・家賃対比でみた住宅価格



欧州① 住宅市場の調整が個人消費の下押しに作用

(イ) 住宅市場

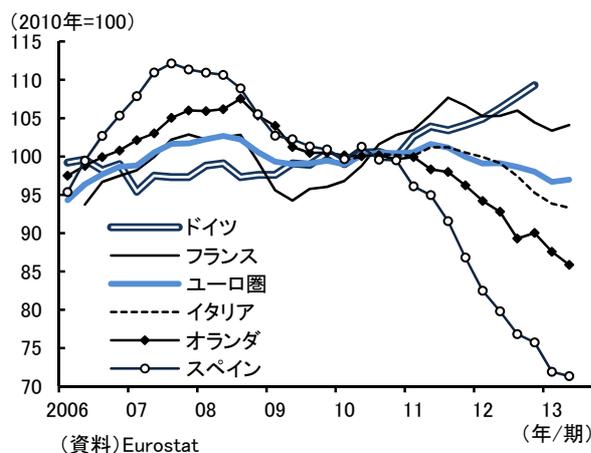
(1) 欧州各国では、2007～08年の住宅バブル崩壊以降、長期にわたり資産価値の低下が個人消費の下押しに作用。とりわけ、スペインやオランダでは住宅価格が急落（図表7-1）。

(2) 通常、住宅価格の伸びは所得の伸びと一定の相関関係を有するものの、スペインやオランダでは、低金利や住宅購入支援策などを背景に住宅購入需要が高まり、2000年頃から、実際の住宅価格（実績値）が、所得水準から試算した住宅価格（理論値）に比べ、大幅に上振れ（図表7-2、7-3）。両国では、住宅バブルの崩壊以降、住宅価格が急落しているものの、依然として理論値を上回る状態。足許の住宅価格の下落ペースが続いた場合、住宅価格が理論値付近に戻るの、スペインでは2014年後半、オランダでは2016年となる見込み。両国では、当面、住宅市場の調整による資産価格の目減りが、個人消費の下押しに作用し続ける見通し。

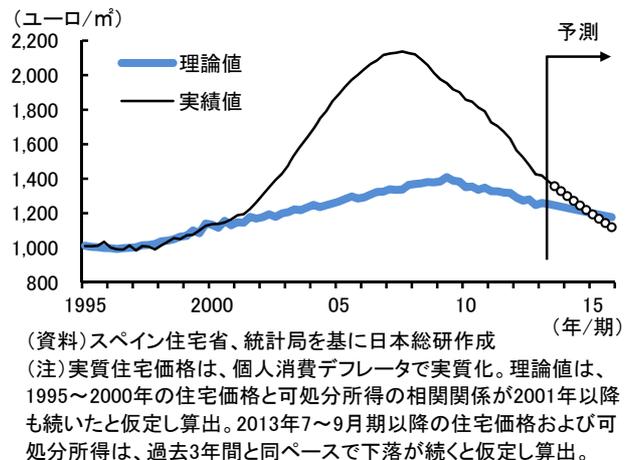
(3) 英国では、BOEの融資促進策や「Help to Buy」と呼ばれる政府の住宅購入支援策などを背景に、2013年春以降、住宅価格が大幅に上昇。政府は住宅購入支援策を一段と拡充し、2013年4月から実施している住宅担保ローンに加え、10月には住宅ローン保証を導入。今後も、住宅価格の上昇基調が続くなか、資産効果や住宅購入を契機とした耐久財消費の増加が、景気の押し上げに寄与する見込み。

ちなみに、足許の住宅価格は、所得水準からみて依然割高感の小ながら、ロンドン中心部では、住宅価格の高騰により実需の住宅購入が難しくなるなど、一部地域で住宅バブルの懸念も台頭しており、今後の住宅価格の上昇ペースに注視する必要（図表7-4）。

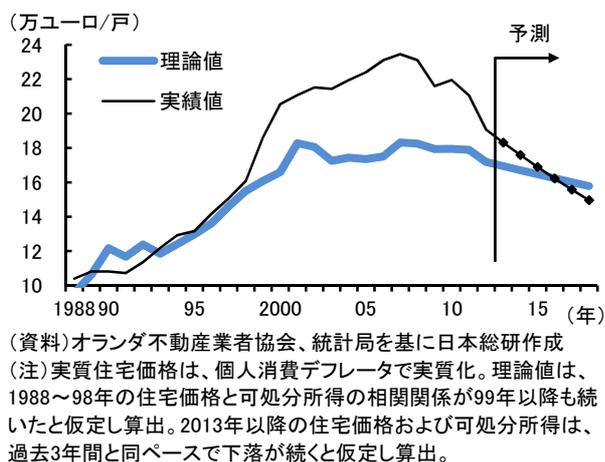
(図表7-1) ユーロ圏主要5カ国の名目住宅価格



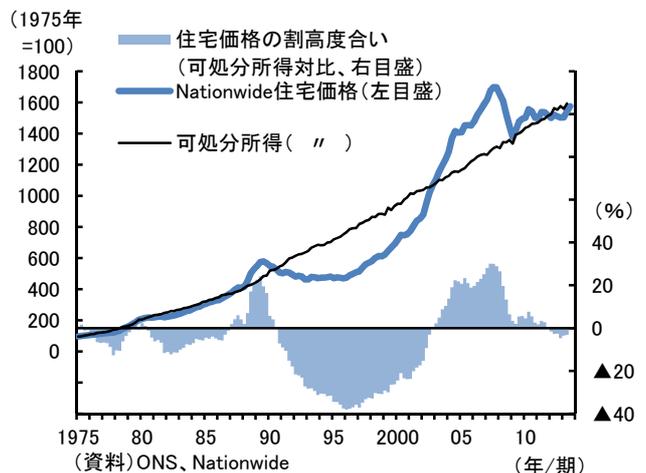
(図表7-2) スペインの実質住宅価格



(図表7-3) オランダの実質住宅価格



(図表7-4) 英国の住宅価格の割高度合い



欧州② 銀行部門の脆弱さが景気回復の足かせに

(ロ) 不良債権問題

(1) 南欧諸国の銀行では、不良債権の増加に歯止めがかかっておらず、信用力が低下(図表8-1)。家計や企業部門をみても、多くの国でバランスシートの調整が進まず、貸出残高は高止まり(図表8-2)。足許で、企業の借入需要は徐々に持ち直しているものの、バランスシートの調整局面が持続していることから貸出残高の増加は見込めず(図表8-3)。

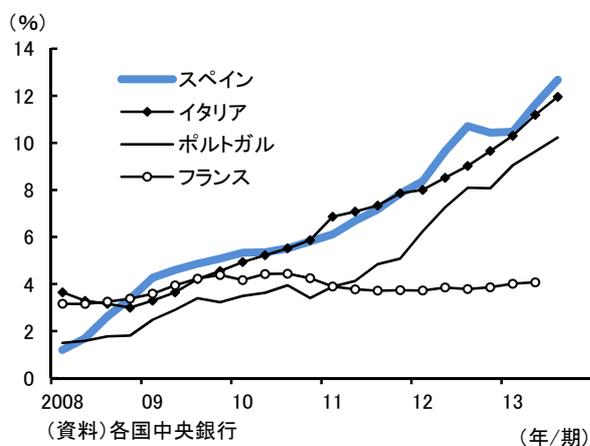
(2) こうしたなか、欧州では、銀行の信用力を高めるため、①単一銀行監督制度、②単一破たん処理制度、③単一預金保険制度から成る、銀行同盟に向けて協議が進展(図表8-4)。

銀行監督に関しては、従来の「各国による自国銀行の監督」では、その評価基準・信頼性の違いなどから、銀行の信用力に対する正確な評価が困難との見方が大勢。これを踏まえ、銀行の監督制度をECBに一元化する方向で協議が進展し、2013年10月に、ECBが銀行を審査するうえでのガイドラインを公表。同ガイドラインでは、不良債権の定義が統一され、審査基準が明瞭になったほか、ドラギ総裁が銀行審査について、「不合格にすることも躊躇しない」と発言するなど、審査の信頼性も十分に担保される方向へ。

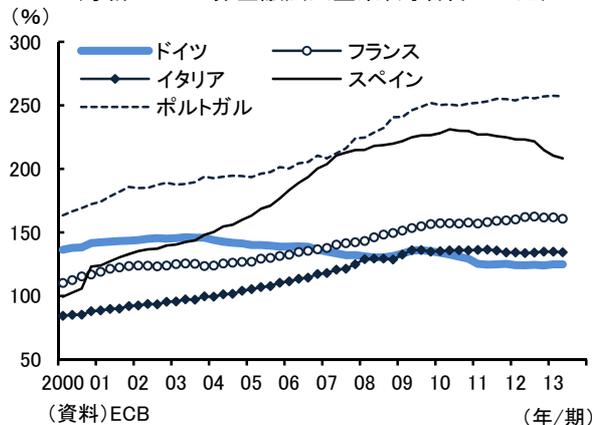
もっとも、破たん処理・預金保険制度の統一については、費用負担の面などから依然としてドイツの反対が根強く、銀行同盟が予定通りに完成するかは不透明。以上を踏まえると、銀行の信用力回復には、なお時間を要する見通し。

(3) なお、資金難の銀行への欧州安定メカニズム(ESM)からの直接資金注入が認められ、銀行救済に伴う国家財政への負担が各国の国債金利を上昇させるという「負の連鎖」は断たれる方向にあるものの、依然、救済方法に不明瞭な点があり、金融システム不安が再燃するリスクは残存(13ページ参照)。

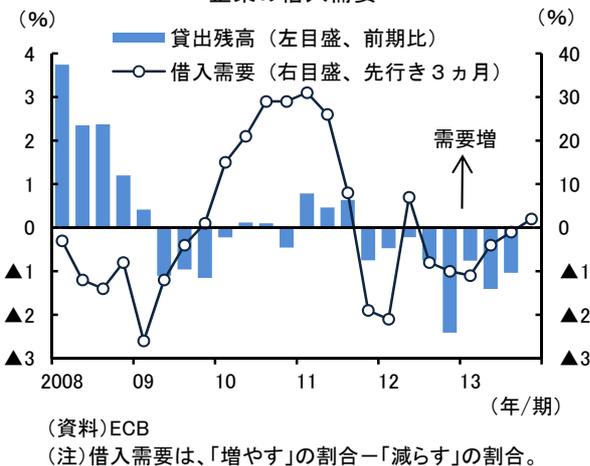
(図表8-1) 各国銀行の企業向け融資における不良債権比率



(図表8-2) 各国の貸出残高 (家計・NPO・非金融法人企業、対名目GDP比)



(図表8-3) ユーロ圏銀行の企業向け貸出残高と企業の借入需要



(図表8-4) 金融市場の安定化に向けた取り組み

欧州安定メカニズム(ESM)による銀行への直接資金注入(2014年後半) <ul style="list-style-type: none"> ・600億ユーロを上限に、政府を介さず銀行へ直接資本を注入可能に ・銀行の経営難が国家の財政悪化に波及する「負の連鎖」の遮断が目的
銀行同盟
① 単一銀行監督制度(2014年11月上旬) <ul style="list-style-type: none"> ・ECBが域内6000行のうち大手行130~150行を直接監督 ・ECBによるユーロ圏主要銀行の包括的審査を実施 <ul style="list-style-type: none"> ・時期: 2013年11月開始~14年10月完了 ・対象: ユーロ圏の主要128行(ユーロ圏の銀行資産の85%相当) ・統一基準による3段階の審査 <ul style="list-style-type: none"> (1) リスク審査(流動性などの危険性を審査) (2) 資産の質の査定(統一基準による不良債権評価など) (3) ストレステスト(ECBとEBAによる、経済危機などを想定したテスト)
② 単一破たん処理制度(2015年1月) <ul style="list-style-type: none"> ・銀行破たん処理時の費用負担をめぐり、ドイツとフランス・南欧諸国が対立、単一破たん処理担当機関の創設には、加盟国の主権移譲を伴うため、EU条約の改正が必要との指摘も
③ 単一預金保険制度(時期未定) <ul style="list-style-type: none"> ・ドイツなどが預金保険基金の統合に反対
(資料) 欧州委員会、ECB、各種報道を基に日本総研作成

欧州③ 財政緊縮は継続も、輸出の増加が景気を下支え

(ハ) 財政緊縮から経済成長へ

(1) 欧州では、財政緊縮と景気悪化の「悪循環」を断つべく、財政赤字削減目標の達成期限の延長を決定するなど、財政健全化一辺倒から、経済成長にも配慮した政策へ転換しつつある状況。今後数年間は財政緊縮が継続されることから、景気への下押し圧力は残るものの、財政による下押し圧力は軽減される方向へ（図表9-1）。

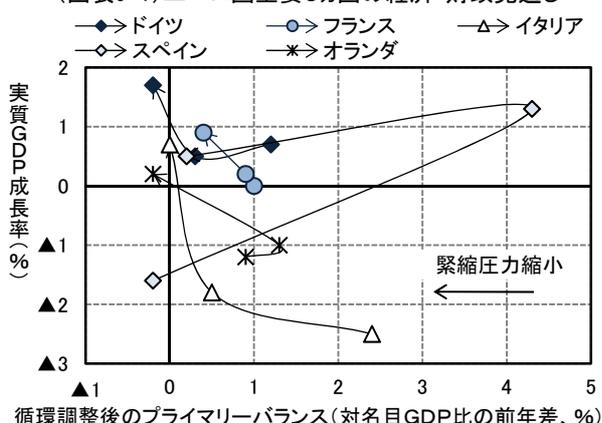
(2) こうした状況下、域外景気の回復を背景とした外需の持ち直しが、景気の下支え役となる見通し。とりわけ、財政支援の条件として労働市場改革を課されたスペインやポルトガルでは、労働コストの大幅な低下が輸出競争力の向上に寄与し、足許で輸出の増加が顕著に

（図表9-2、9-3）。さらに、両国では、旧宗主国としてのつながりを生かした南米やアフリカ諸国への進出も功を奏し、域外輸出が急伸（図表9-4）。先行き、低い労働コストと仕向地の多角化を背景に、両国の輸出は堅調な伸びが続く見通し。

一方、有効な労働コスト削減策が示されていないフランスやイタリアでは、輸出競争力の低迷が続き、外需持ち直しの恩恵は限定的となる公算大。

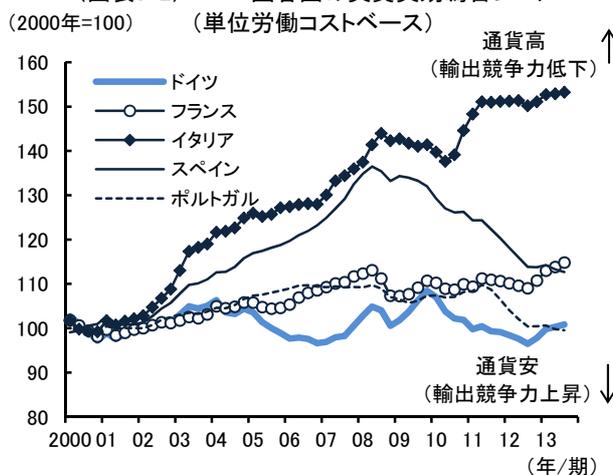
(3) なお、厳しい財政緊縮の続くギリシャでは、2013年1～9月の外国人観光客数が前年比+10%と大幅に増加するなど、GDPの約2割を占める観光業が好調。もっとも、観光業以外に景気回復を牽引する主要な産業が見当たらないなか、当面、トロイカ（EU・ECB・IMF）による財政支援に頼らざるを得ない状況が継続。2014年には7年ぶりのプラス成長に転じる見込みながら、財政緊縮と景気悪化の「悪循環」からの脱却にはなお時間を要する見込み。

(図表9-1) ユーロ圏主要5カ国の経済・財政見通し



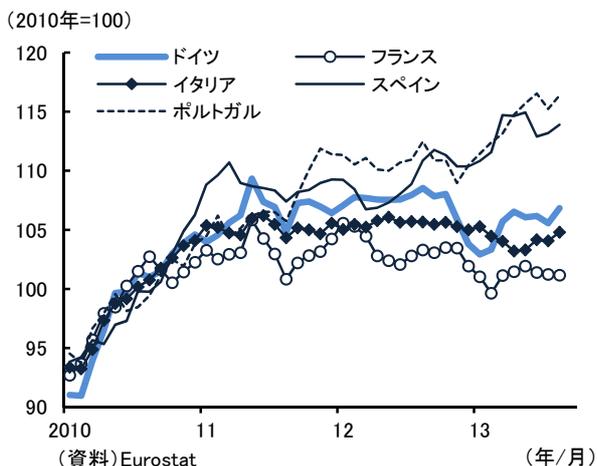
(資料) 欧州委員会「2013年秋季経済見通し」
(注) いずれも、始点が2012年、終点が2014年。

(図表9-2) ユーロ圏各国の実質実効為替レート



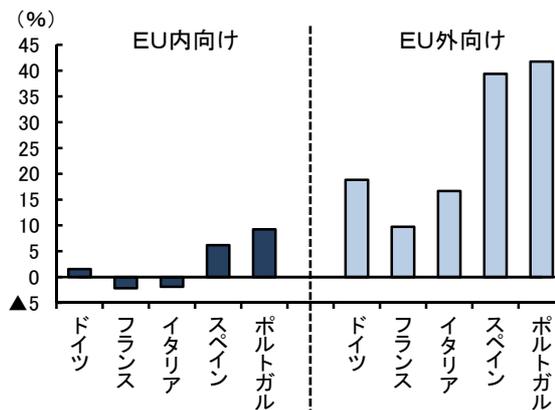
(資料) IMF

(図表9-3) ユーロ圏各国の実質輸出 (後方3ヵ月平均)



(資料) Eurostat

(図表9-4) ユーロ圏各国のEU内外別実質輸出 (2010年1～8月平均から13年1～8月平均への伸び率)



(資料) Eurostat

欧州④ | ドイツでは好循環続くも、他国では回復になお時間

(二) 所得増・投資増に向けて

(1) ドイツでは、緩やかな賃金上昇が持続(図表10-1)。先行きも、メルケル首相率いる与党CDU・CSUと最大与党SPDとの大連立によって導入が予定される最低賃金制度が、賃金の押し上げに作用し、個人消費は回復傾向が続く見通し。

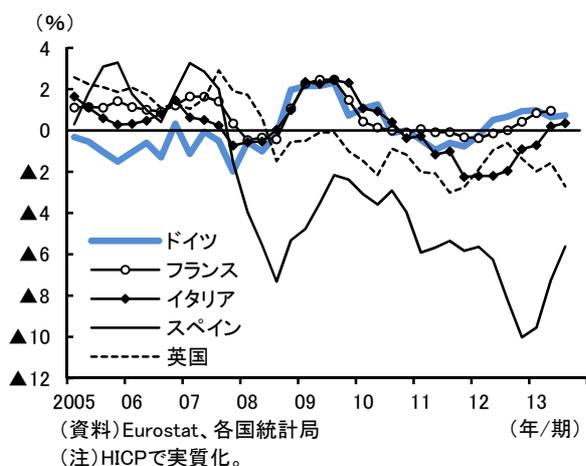
一方、南欧諸国では、長引く景気後退によって労働参加率が低下。景気持ち直しの初期段階では、労働参加率の上昇が失業率の悪化に作用することから、景気回復が失業率の改善に波及するまでにタイムラグが生じるとみられ、当面、失業率の高止まりが続く見込み。失業率と賃金の伸び率の相関関係を踏まえると、賃金の回復にはなお時間を要する見通し(図表10-2)。

(2) 企業部門に目を転じると、ドイツでは、企業マインドの改善などを背景に、設備投資が持ち直し傾向。一方、南欧諸国では、景気悪化の長期化による企業収益の低迷により、企業部門のバランスシート調整は依然として道半ばであることなどを背景に、設備投資が弱含み(図表10-3)。企業は、当面のあいだ、債務の借り換えや債務の返済を優先せざるを得ず、設備投資は力強さを欠く状況が続く見通し(図表10-4)。

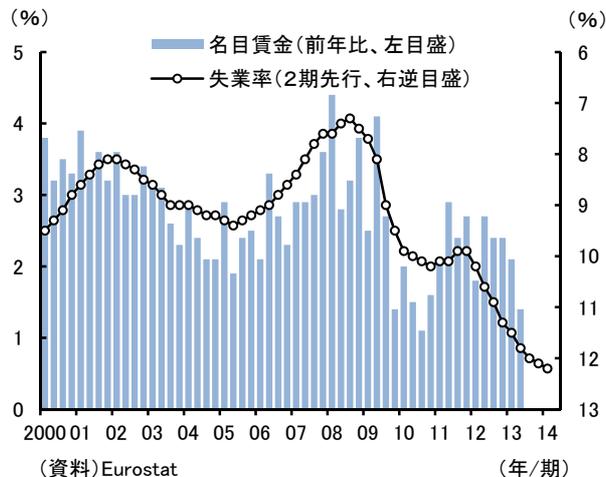
(3) 総じてみると、ドイツでは、賃金の堅調な伸びや企業部門の持ち直しに伴う設備投資の増加を起点とした景気の好循環が見込まれる一方、ドイツ以外の国々では、賃金の伸び悩みや設備投資の弱含みが続く見通し。

とりわけ、住宅市場の調整や不良債権問題による内需の低迷が続く国では、成長の牽引役を外需に頼らざるを得ず、所得増や投資増を通じた成長の好循環は、当面期待できない状況。

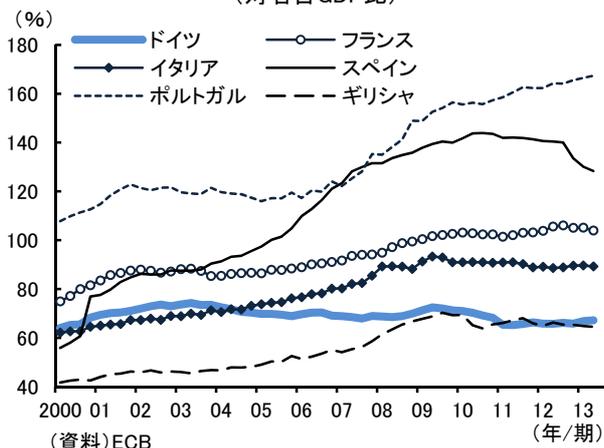
(図表10-1) 欧州主要国の実質賃金(前年比)



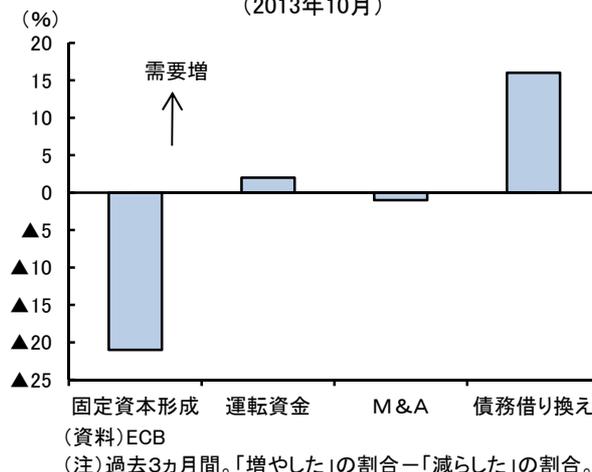
(図表10-2) ユーロ圏の失業率と名目賃金



(図表10-3) 非金融法人企業の債務残高(対名目GDP比)



(図表10-4) ユーロ圏企業の目的別借入需要(2013年10月)

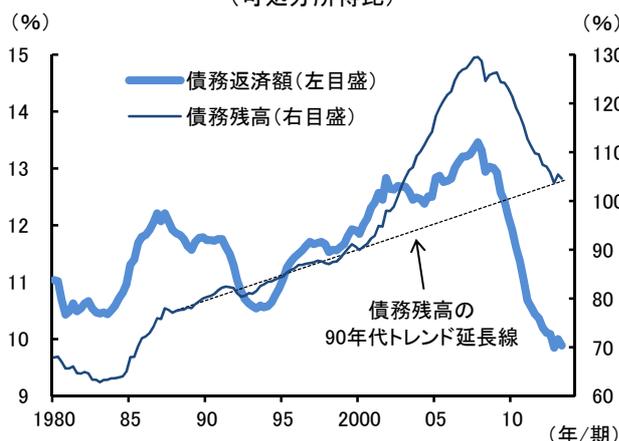


見通し 米国経済は、徐々に成長ペースが加速

(I) 米国

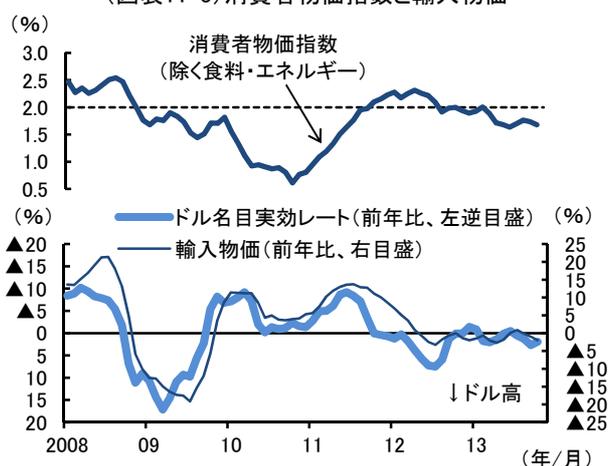
- (1) 米国経済は、当面、財政政策をめぐる不透明感が景気抑制に作用するものの、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に家計部門が底堅さを増すなか、個人消費の緩やかな回復が持続（図表11-1）。財政政策の不透明感が薄らぐ2014年春先以降は、内需の底堅さや海外景気の回復を受けた企業部門の回復基調の強まりも加わり、成長ペースは徐々に加速へ。
- (2) もっとも、労働市場の大幅な需給緩和を受けた賃金の伸び悩みなどが景気の重石となり、2014年中は2%台半ばから後半の成長ペースにとどまる見込み。2015年入り以降は、失業率の低下に伴い賃金の上昇が明確化するなか、個人消費の増勢が加速し、3%をやや上回る伸びに（図表11-2）。
- (3) 物価面では、当面、賃金の低迷やドル高による輸入物価の伸び悩みが、物価下押しに作用（図表11-3）。2014年半ば以降は、個人消費を中心とした内需の底堅さなどから、インフレ率（消費者物価指数）は前年比+2%前後の水準で推移する見通し。

(図表11-1) 家計の債務残高と債務返済額
(可処分所得比)



(資料)FRB、Bureau of Economic Analysis

(図表11-3) 消費者物価指数と輸入物価



(資料)FRB、Bureau of Labor Statistics

(図表11-2) 米国経済成長率・物価見通し

	2013年		2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)	(予測)	(予測)
実質GDP	2.8	2.0	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2	3.1	1.7	2.5	3.0
個人消費	1.5	2.0	2.2	2.3	2.4	2.7	3.2	3.7	3.6	3.5	1.9	2.1	3.1
住宅投資	14.6	12.1	10.2	8.8	8.3	8.5	8.0	8.0	8.0	7.5	14.2	10.7	8.1
設備投資	1.6	5.8	5.5	6.9	7.2	6.5	4.5	3.2	4.4	4.0	2.3	5.6	5.1
在庫投資	0.8	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
政府支出	0.2	▲2.5	▲1.5	▲0.6	▲0.7	▲1.0	0.2	0.2	0.2	0.3	▲2.1	▲1.1	▲0.2
純輸出	0.3	▲0.0	0.0	▲0.0	▲0.0	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.1	0.0	▲0.1
輸出	4.5	5.2	5.6	5.7	5.6	6.2	6.5	6.7	6.6	6.5	2.5	5.6	6.3
輸入	1.9	4.6	4.5	4.9	4.9	4.8	6.4	7.0	7.0	6.5	1.6	4.5	6.0
実質最終需要	2.0	2.0	2.3	2.6	2.7	2.8	3.0	3.1	3.1	3.1	1.6	2.3	2.9
消費者物価	1.6	1.6	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	1.9	1.6	1.8	1.9
除く食料・エネルギー	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1	1.8	1.9	2.0

(資料)U.S. Bureau of Economic Analysis、U.S. Bureau of Labor Statistics

(注)在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

見通し

欧州は内需低迷により低成長が続く見通し

(II) 欧州

(1) ドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に国内需要が堅調に推移するなか、海外景気の持ち直しを受けた輸出の増加により、景気の回復傾向が明確化していく見込み。

一方、フランスや南欧諸国では、景況感の改善を背景に、景気に底打ちの兆しがみられるものの、緊縮財政や雇用・所得環境の厳しさなどの下押し圧力が残存するため、当面低成長が続く見込み。

ユーロ圏全体では、南欧諸国での内需低迷が景気下押しに作用し、2015年にかけて、1%前後の低成長が続く見通し。

(2) ユーロ圏のインフレ率は、景気の底打ちを背景に、一段の低下は回避される見込みながら、雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の低迷や原油価格の伸び悩みにより、2015年にかけて、1%台前半での推移が続く見込み。

(3) 英国景気は、株価や住宅価格の緩やかな持ち直しを背景に、消費者マインドの改善が続き、緩やかな景気回復が持続する見込み。もっとも、所得環境に厳しさが残るなか、個人消費の力強い回復は期待薄。

(4) 英国のインフレ率は、航空運賃や大学授業料引き上げなどの影響が一巡するほか、エネルギー価格上昇ペースの鈍化が物価押し下げに作用するため、2015年にかけて、2%台前半へ低下していく見込み。

(図表12-1) ユーロ圏経済見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

	2013年			2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(予測)													
実質GDP	1.1	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	▲ 0.6	0.6	1.0
個人消費	0.4	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	▲ 0.8	0.4	0.5
政府消費	1.6	1.0	0.0	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.1	0.0
総固定資本形成	0.7	1.1	0.2	0.6	0.8	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	▲ 3.9	0.6	1.2
在庫投資	▲ 0.7	0.0	0.1	0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
純輸出	1.1	▲ 0.4	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	0.3	0.6
輸出	8.5	1.3	2.7	3.0	3.4	3.4	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	0.9	3.1	3.6
輸入	6.7	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	▲ 0.1	2.7	2.7

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

(図表12-2) 主要国別経済成長率・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

	2013年			2014年				2015年				2013年	2014年	2015年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				
	(予測)														(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.1	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	▲ 0.6	0.6	1.0
	消費者物価指数	1.4	1.3	0.9	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4
ドイツ	実質GDP	2.9	1.3	1.3	1.4	1.6	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5	1.8	0.4	1.5	1.5
	消費者物価指数	1.5	1.7	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7
フランス	実質GDP	2.2	▲ 0.6	0.4	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	0.2	0.7	1.2
	消費者物価指数	0.9	1.1	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.0	1.3	1.4
英国	実質GDP	2.7	3.2	1.6	1.4	1.7	2.1	2.2	1.9	2.0	1.8	2.0	0.9	1.7	1.8
	消費者物価指数	2.7	2.8	2.4	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	2.7	2.4	2.2

リスク 米財政問題の深刻化と、欧州金融システム不安の再燃

これまでに述べてきたメインシナリオに対するリスクは、①米国の財政問題の深刻化、および、②欧州の金融システム不安の再燃（図表13-1）。

(I) 米国の財政問題の深刻化

2013年10月上旬の財政をめぐる混乱時に実施されたアンケート調査によると、回答者の6割超が、議会が債務上限の引き上げで合意できない可能性を「現実的で深刻な問題」と認識（図表13-2）。2013年秋の中間選挙を控え、民主・共和両党の対立が一段と先鋭化する恐れがあり、両党による妥協案の策定を安易に楽観視できない状況。

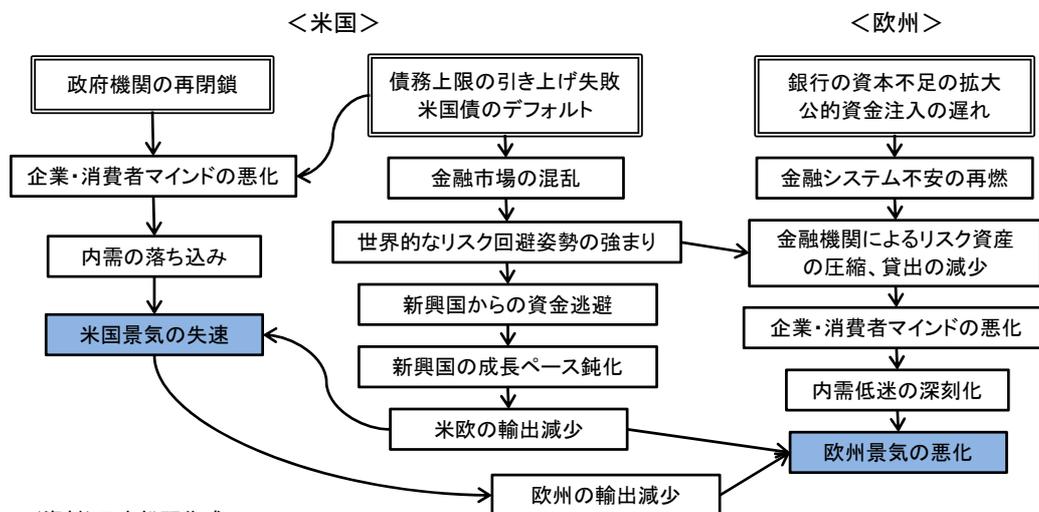
再度の政府機関の一部閉鎖や、債務上限の引き上げ失敗による米国債のデフォルトが発生すれば、企業・消費者マインドの悪化による内需の落ち込みや、金融市場の混乱に伴う世界的なリスク回避姿勢の強まりが不可避。これらを受けた米国景気の失速や新興国景気の減速は、外需を牽引役とする欧州景気への影響も大。

(II) 欧州の金融システム不安の再燃

欧州では、銀行の資産査定の方方に注視する必要。一部の銀行で予想以上の不良債権保有が明らかになった場合、E S Mによる直接資本注入の前提として、投資家や預金者、自国政府による大幅な負担が求められ、金融市場の混乱や国債利回りの急上昇を招く恐れ。さらに、こうしたE S Mの支援体制が銀行の資本不足を十分補えるか、との懸念が台頭する可能性も。

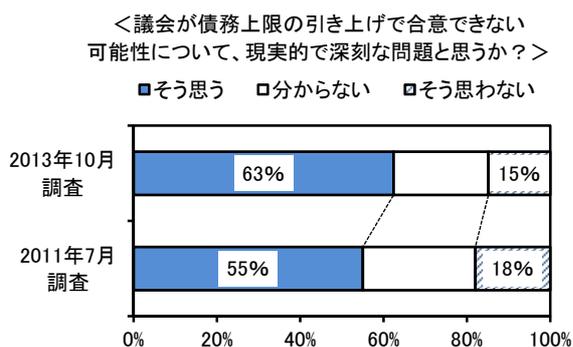
こうした懸念が顕現化した場合には、企業・消費者マインドの悪化による域内需要の大幅な落ち込みを招くことに。日欧の物価動向を比較すると、欧州では、物価に先立って賃金が下落してきた日本と異なり、賃金に一定程度の硬直性があるため、賃金下落を契機とする消費減少・物価下落には陥りにくい構造にあるものの、金融システム不安が再燃した場合には、賃金の一段の低下が避けられず、デフレスパイラルに陥る危険性（図表13-3）。

(図表13-1) 米国財政問題の深刻化、欧州金融システム不安の再燃による景気悪化リスク



(資料) 日本総研作成

(図表13-2) 債務上限の引き上げに関する消費者の意識



(資料) The Wall Street Journal, NBC

(図表13-3) 日欧の物価と賃金上昇率(前年比)

