

2014年7月2日

No.2014-001

2014年央米欧経済見通し

～ 米国では成長ペース加速へ、欧州では自律回復力になお脆弱さ ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

◆ **米国経済**は、回復傾向が持続。ただし、2013年半ば以降、住宅市場の回復が足踏み状態にあるほか、個人消費・設備投資ともに過去の景気回復局面と比べ力強さを欠く状況。**欧州経済**は、緩やかな回復傾向が続いているものの、回復の動きが明確化しているドイツ・スペインと、低迷が続くフランス・イタリアとの間に差。こうしたなか、ユーロ圏ではデフインフレ傾向が持続。

◆ 先行きを展望すると、**米国**では、住宅市場の本格回復や持続的な消費の拡大に向け、賃金の増勢加速が不可欠。近年の賃金伸び悩みは、高水準で推移する長期失業者やパートタイム従事者など、「雇用の質」改善の遅れが主因。「雇用の質」改善には、雇用のミスマッチ解消に向けた支援策の拡充や、先行き不透明感に起因した企業の採用に対する慎重姿勢の転換がカギに。設備投資についても、景気や財政政策への先行き不透明感が企業の慎重姿勢を招来。足許では、企業の成長期待が高まる兆しが見られ、企業の採用・投資意欲は徐々に持ち直しに向かう見通し。

◆ **欧州**では、ユーロ高や新興国景気の減速、域内景気のリcoveryスピードの緩慢さを背景に、輸出の持ち直しペースは緩やかにとどまる公算。内需面でも、賃金増・投資増を通じた自律的な回復力に依然として脆弱さが残る見込み。労働市場の大幅な需給緩和が続き、賃金の伸びが低調に推移するなか、個人消費は低迷が持続。設備投資についても、企業の期待成長率が低迷するなか、回復ペースは緩慢にとどまる公算。

一方、英国では、雇用の質の改善に時間を要し、賃金上昇ペースが緩慢にとどまるなか、住宅価格・株価の上昇に依存した景気回復が続く見通し。

◆ 金融政策をめぐるのは、**FRB**は出口戦略を模索しながらも、デフインフレへの懸念が根強く残るなか、利上げ開始は2015年半ば以降となる見込み。一方、**ECB**では、貸出促進策に一定の効果が見込まれることを踏まえ、大規模な国債購入を含む量的緩和の実施は見送られると予想。こうしたなか、米国金利の上昇ペースは緩やかにとどまり、為替市場ではユーロの高止まりが続く見通し。

◆ 以上を踏まえ、**米国**では、個人消費の増勢加速や設備投資の回復などから、成長ペースは徐々に加速するものの、賃金の伸び悩みが景気の重石となり、2015年初めにかけては3%を下回る成長ペースに。その後は、「雇用の質」の改善が徐々に進み賃金の上昇が明確化するなか、個人消費の増勢が一段と加速し、3%をやや上回る伸びに。

欧州では、ドイツで堅調な雇用・所得環境を背景に景気回復が続く一方、フランスや南欧諸国では、雇用環境の厳しさ等を背景に、低成長が続く見込み。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、域内需要の低迷により、目標とされる2%を大きく下回る状況が続く見通し。

◆ 上記メインシナリオに対するリスクとしては、新興国景気の減速と、地政学リスクの高まりを想定。

< 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	
(I-1) 住宅市場の行方	
(I-2) 個人消費と賃金の伸び	
(I-3) 「雇用の質」改善に向けた課題	
(I-4) 企業の成長期待と設備投資	
(II) 欧州	7
(II-1) 仕向地別に見た輸出動向	
(II-2) 雇用・所得環境と物価	
(II-3) 企業の成長期待と設備投資	
(II-4) 英国景気の持続可能性	
2. 金融政策をめぐる動き	11
(I) 米欧金融政策の方向感の違い	
(II) 金利・為替への影響	
4. 見通し	13
(I) 米国	
(II) 欧州	
5. リスクシナリオ	15
(I) 新興国景気の下振れ	
(II) 地政学リスクの高まり	

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・全般)	Tel : 03-6833-2453	Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp
芝 亮行	(米国・住宅市場)	Tel : 03-6833-0489	Mail : shiba.akiyuki@jri.co.jp
井上 恵理菜	(欧州)	Tel : 03-6833-6380	Mail : inoue.erina@jri.co.jp
井上 肇	(金融政策)	Tel : 03-6833-0920	Mail : inoue.hajime@jri.co.jp

現状 米国景気は、回復傾向が持続

(I) 米国

(1) 米国経済は回復傾向が持続。厳しい寒波の影響を主因に、2014年1～3月期はマイナス成長となったものの、春先以降、企業の生産活動や家計の消費行動に持ち直しの動き。

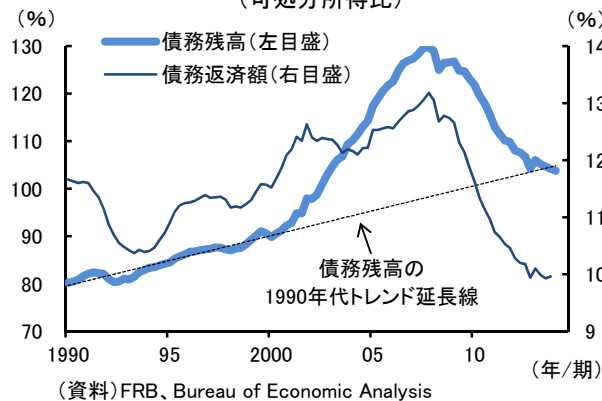
(2) 家計部門では、バランスシート調整が着実に進展。2013年末には、債務残高対可処分所得比が、1990年代の緩やかな上昇トレンドを下回る水準まで低下するなど、家計部門の過剰債務削減圧力は概ね一巡しつつある状況(図表1-1)。また、財政政策をめぐる先行き不透明感が後退するなか、消費者マインドの改善が続いており、個人消費は底堅く推移(図表1-2)。

(3) 企業部門でも、マインドの回復傾向が鮮明に(図表1-3)。2013年末以降、新興国景気の減速などから輸出にやや伸び悩みがみられるものの、内需の底堅さが企業活動を下支え。これを映じ、相対的に内需の動向に左右されやすい中小企業のマインドは、足許で2007年9月以来の水準まで上昇。

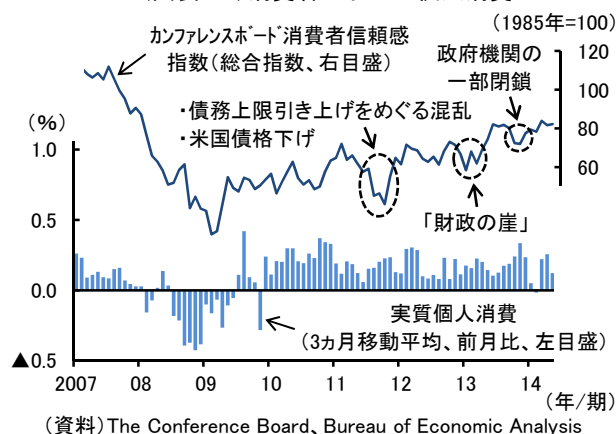
(4) 一方、2011年半ばから景気の後押し役を果たしてきた住宅市場は、寒波の影響一巡により大幅な落ち込みには歯止めがかかったものの、2013年半ば以降の弱含みから抜け出せない状況。また、個人消費・設備投資ともに過去の景気回復局面と比べ、引き続き力強さを欠いている状況(図表1-4)。

そこで、今後の米国景気の成長ペース加速を左右するポイントとなる以下の4点、①住宅市場の行方、②個人消費と賃金の伸び、③「雇用の質」改善に向けた課題、④企業の成長期待と設備投資、について詳しく検討。そのうえで、テーパリングを進めているFRBの金融政策の行方について、ユーロ圏と比較しながら検討していく。

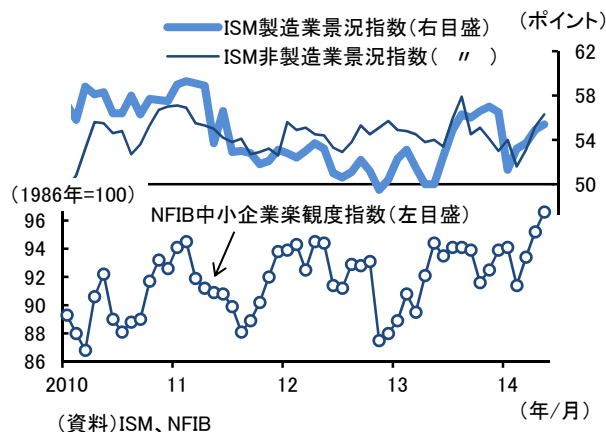
(図表1-1) 家計の債務残高と債務返済額
(可処分所得比)



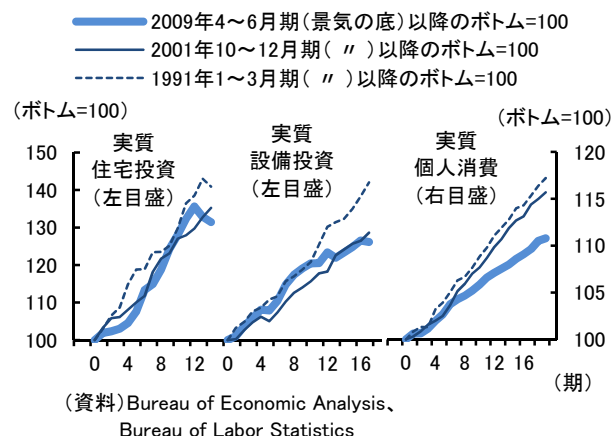
(図表1-2) 消費者マインドと個人消費



(図表1-3) 企業マインド



(図表1-4) 景気局面別の住宅投資・設備投資・個人消費



現状 欧州景気は回復傾向持続も、主要国間で回復ペースが二極化

(II) 欧州

(1) ユーロ圏景気は、緩やかな回復傾向が持続。もつとも、国別にみると、主要国間で回復ペースに差(図表2-1)。ドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に個人消費の拡大が続いているほか、スペインでは、労働コストの削減により輸出競争力が高まり、企業の生産活動が景気回復を牽引。一方、フランスやイタリアでは、雇用環境の厳しさが残存し、個人消費が弱含み。加えて、両国では、労働コストの高止まりで輸出競争力が向上せず、生産活動が低迷。

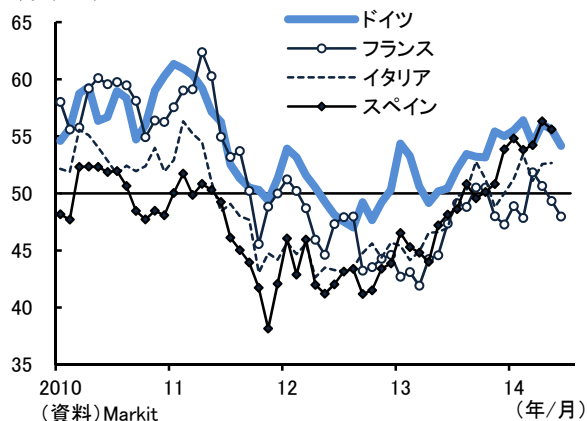
ただし、足許では、ドイツやスペインでも、輸出の伸びに一服感(図表2-2)。ユーロ高や新興国を中心とした海外景気の伸び悩みにより、ユーロ圏外向け輸出が頭打ち傾向に。

(2) こうしたなか、ユーロ圏では、ユーロ高やエネルギー価格の上昇一服、域内需要の弱さを背景に、デフレーション傾向が持続(図表2-3)。

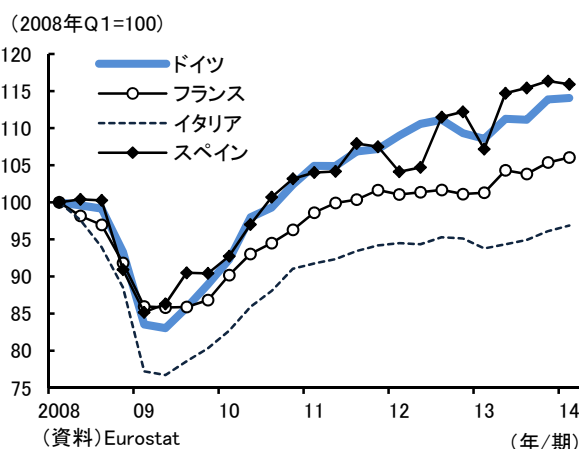
(3) 一方、英国では、好調な景気回復が持続。株価や住宅価格など資産価格の上昇や、雇用環境の改善を背景に、個人消費が堅調に推移(図表2-4)。こうした家計部門の好調さを背景に、サービス業のGDPは、リーマン・ショック前を上回る水準まで回復。

(4) 以上の現状を踏まえ、欧州経済の先行きを展望するうえでは、足許で弱含みがみられる①輸出の動向が重要に。続いて、今後、欧州景気が輸出の拡大のみに依存しない自律的な回復に移行し、デフレーションから脱することができるかどうかを見極めるうえでカギとなる②雇用・所得環境と、③設備投資について検証。さらに、④好調な英国景気の持続可能性を検討し、最後に、6月に追加緩和に踏み切ったECBの金融政策とその影響について考察。

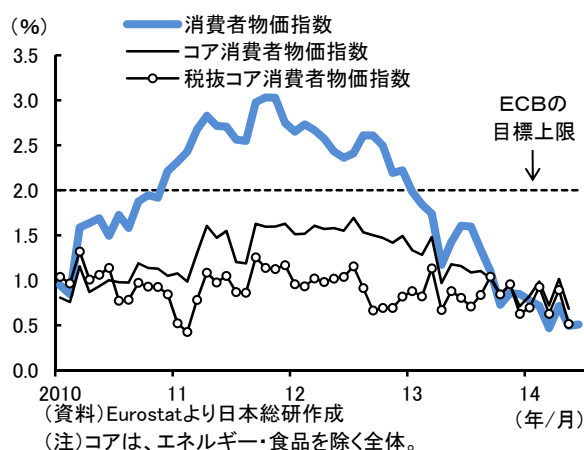
(図表2-1) ユーロ圏主要国の購買担当者景気指数(総合)(ポイント)



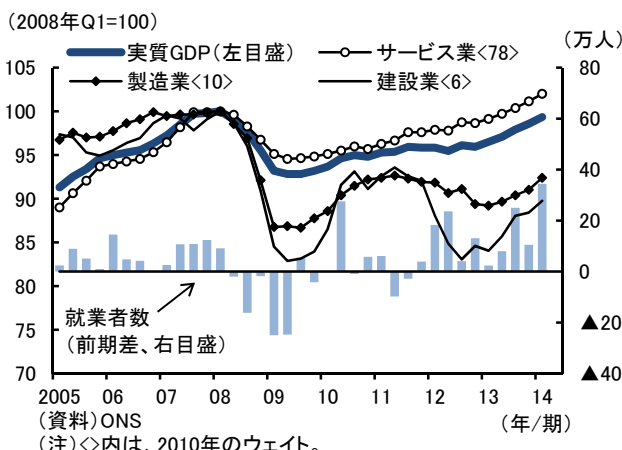
(図表2-2) 各国の実質輸出



(図表2-3) ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



(図表2-4) 英国の生産側実質GDPと就業者数の増減



米国① 住宅市場の本格的な回復には所得環境の改善が不可欠

(I-1) 住宅市場の行方

(1) 住宅市場は、2013年半ば以降、足踏み状態が持続。足踏み長期化の要因として、①住宅建設業者の人手不足、②住宅在庫不足、③住宅価格の割高感、④金融機関の住宅ローン貸出態度の厳格化、が指摘可能。

①人手不足：13年秋以降に、建設業の求人率が大きく上昇したほか、時間当たり賃金の伸びにも高まりがみられ、労働需給の逼迫化を示唆。もっとも、14年入り後は、求人率の上昇に一服感がみられ、人手不足は緩和され始めている可能性（図表3-1）。

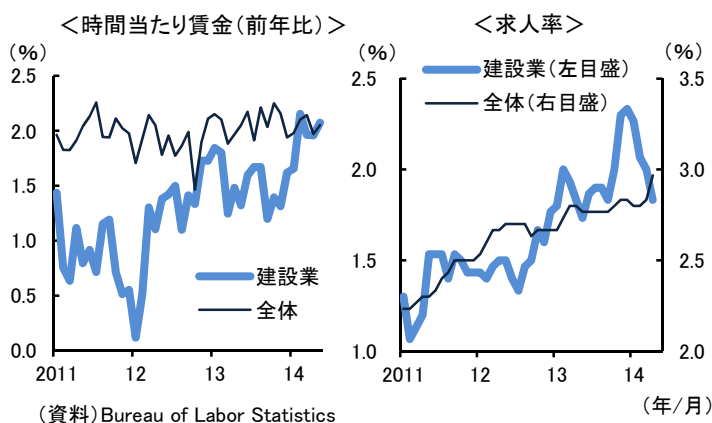
②在庫不足：住宅在庫率は、13年初めにかけて新築・中古ともに大きく低下。もっとも、足許で在庫不足に緩和の兆し（図表3-2）。

③住宅価格の割高感：世帯収入対比でみた住宅価格は、2012年前後から上昇傾向が持続（図表3-3）。とりわけ、新築住宅は足許でバブル期のピークと同程度の水準にあり、所得面からみた割高感が無視できない状況。在庫不足の緩和などから、住宅価格の上昇ペースは徐々に鈍化すると見込まれるものの、所得の伸びが緩慢にとどまるなか、住宅価格の割高感の払拭は当面期待し難い状況。

④住宅ローン貸出態度の厳格化：本年入り後、返済能力に関する審査強化を主眼とした新たな住宅ローン規制の導入を受け、金融機関の貸出態度が厳格化しており、資金調達面からの下押し圧力が増大（図表3-4）。

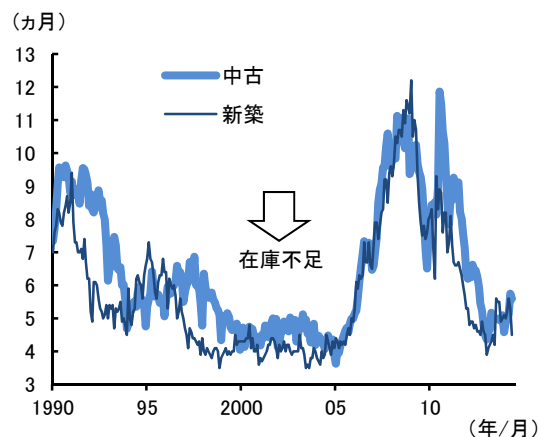
(2) 以上を踏まえ、先行きを展望すると、人手不足や在庫不足といった供給サイドの問題は徐々に解消に向かう見込みながら、消費者の所得環境の改善や、それを受けた金融機関の貸出態度の緩和といった需要サイドの改善には、なお時間を要する見通し。住宅市場の本格的な回復には、消費者の所得環境の改善が不可欠に。

(図表3-1) 建設業の時間当たり賃金と求人率



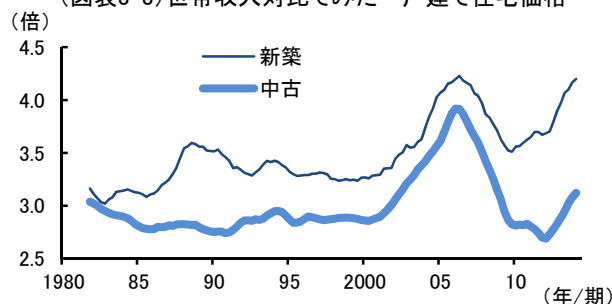
(資料) Bureau of Labor Statistics
(注) 求人率は、雇用者数と求人件数の合計に対する求人件数の割合。

(図表3-2) 住宅在庫率



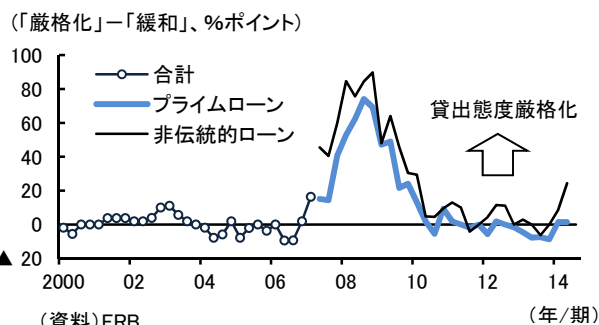
(資料) U.S. Census Bureau, NAR

(図表3-3) 世帯収入対比でみた一戸建て住宅価格



(資料) NAR, U.S. Census Bureauをもとに日本総研作成。
(注) U.S. Census Bureauの二戸建て新築住宅価格、NARの二戸建て中古住宅価格および世帯収入(いずれも中央値、後方4期移動平均)を用いて算出。

(図表3-4) 金融機関の住宅ローン貸出態度DI



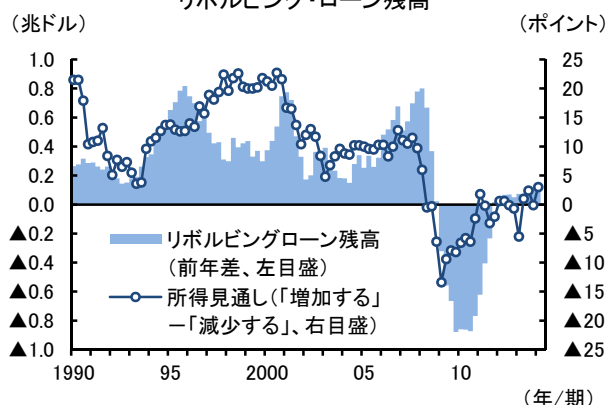
(資料) FRB
(注) 2007年4～6月期より、調査対象がプライムローン、非伝統的ローン、サブプライムローンに細分化。

米国② 所得増・消費増の好循環の実現には、なお時間

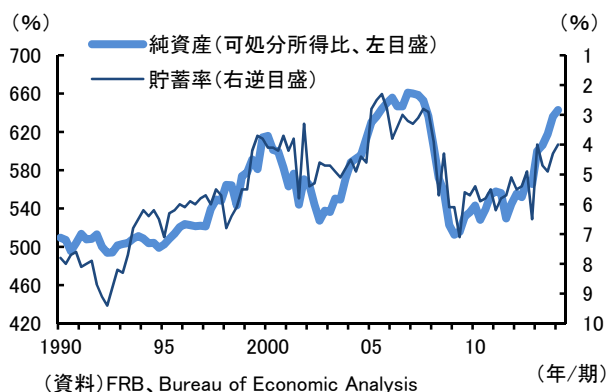
(I-2) 個人消費と賃金の伸び

- (1) 米国の個人消費支出は、財政政策をめぐる混乱や寒波による影響などに左右されながらも、底堅く推移。もっとも、所得の伸びは緩慢にとどまっているほか、消費者の所得見通しは依然として低迷。これを映じ、クレジットカードを中心としたリボルビングローン残高は、依然として伸び悩み（図表4-1）。借り入れを伴う消費に対する消費者の慎重姿勢に大きな変化はみられず。
- (2) こうした状況下での個人消費の堅調さは、住宅価格や株価の上昇による資産効果、すなわち、貯蓄率の低下（消費性向の高まり）に依るところが大（図表4-2）。もっとも、先行き、FRBに金融緩和の是正に伴い株価や住宅価格の上昇ペースの鈍化が見込まれるなか、持続的な消費の拡大には、賃金の増勢加速が不可欠。
- (3) そこで、労働市場に目を向けると、失業率の低下が続くなか、中小企業で賃上げの動きが広がるなど、賃金の増勢加速を示唆する明るい兆しも（図表4-3）。
- (4) もっとも、実際の賃金の伸びの上昇ペースは依然として緩慢。①27週以上失業状態にある長期失業者、②経済情勢を理由にやむを得ずパートタイムに従事する人々、③就業を希望するものの、希望する職が見つからず、労働市場から退出した求職意欲喪失者、などが高水準で推移しており、賃金の伸びを抑制している可能性（図表4-4）。こうした「雇用の質」が改善するまでは、所得増・消費増の好循環には至らない見通し。

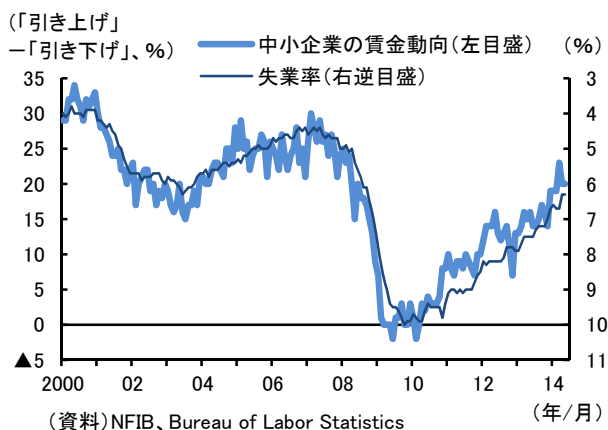
(図表4-1) 消費者の所得見通しと
リボルビングローン残高



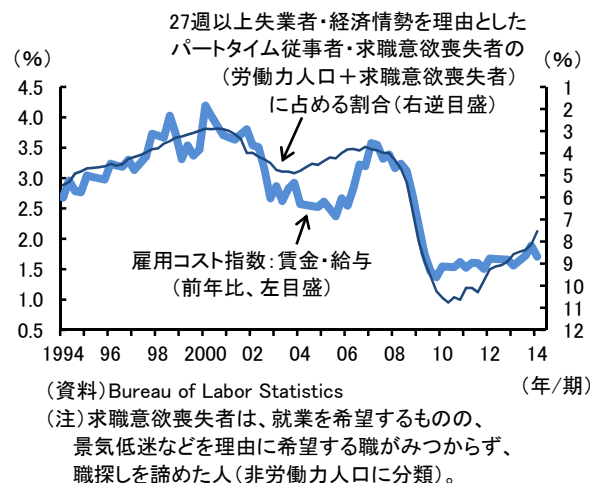
(図表4-2) 家計部門の純資産と貯蓄率



(図表4-3) 失業率と中小企業の賃金動向



(図表4-4) 賃金の伸びと長期失業者・
パートタイム従事者・求職意欲喪失者



米国③

雇用のミスマッチ改善と企業の先行き不透明感の払拭がカギに

(I-3) 「雇用の質」改善に向けた課題

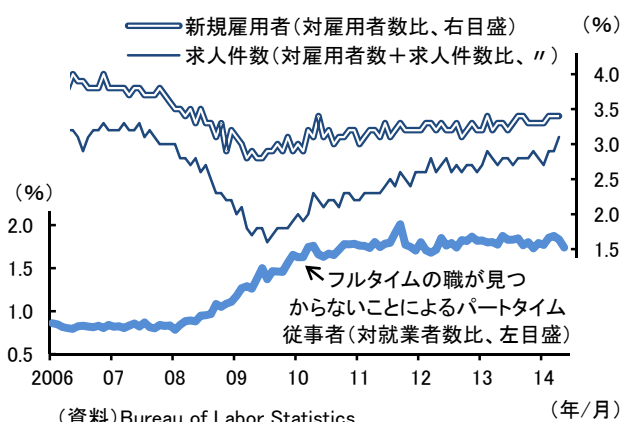
(1) 企業の求人・採用動向をみると、求人件数（欠員数）の回復に比べ新規雇用者数の回復が小幅にとどまっており、企業の採用意欲の高まりが実際の採用に結びついていない状況（図表5-1）。この一因として、企業の求める人材と失業者の保有スキルの間に乖離が生じる「雇用のミスマッチ」を指摘可能。欠員率と失業率の関係をみると、欠員率の上昇に比べ、とりわけ長期失業者の失業率の低下が緩慢にとどまっており、失業期間の長期化による保有スキルの低下が、雇用のミスマッチを招いていることを示唆（図表5-2）。

(2) ちなみに、長期失業者を年齢層別にみると、リーマン・ショック以降、高年齢層（55歳以上）の占める割合が大きく上昇（図表5-3）。長期失業者のなかでも、とりわけ高年齢の失業者が新たな職を得るのは困難と予想され、先行き労働市場からの退出が進む可能性。

長期失業者の労働市場からの退出は、労働力人口の減少を通じて、米国の潜在成長率の低下につながる恐れ。雇用のミスマッチや長期失業者の高齢化を踏まえると、失業保険給付などの金銭的な支援以上に、職業訓練などによる保有スキルの向上や新たなスキルの獲得に焦点を当てた支援の重要性が増大。加えて、高年齢層に焦点を当てた対策も急務に。

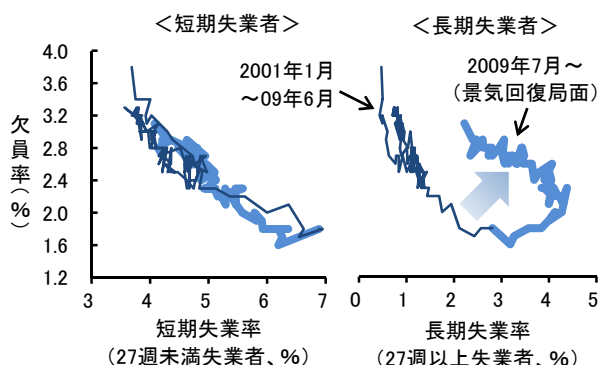
(3) 一方、職を得ている人のなかでも、フルタイムの職を希望しながら、やむを得ずパートタイムに従事する人の割合が高止まり（前掲図表5-1）。リーマン・ショック以降、景気や財政政策に対する先行き不透明感が強まるなか、企業は内部留保を積み増す一方、雇用者報酬を抑制（図表5-4）。フルタイム採用の増加、ひいては賃金の増勢加速には、こうした企業姿勢の転換が進むかどうかのカギに。

(図表5-1) 新規雇用者と求人件数、パートタイム従事者



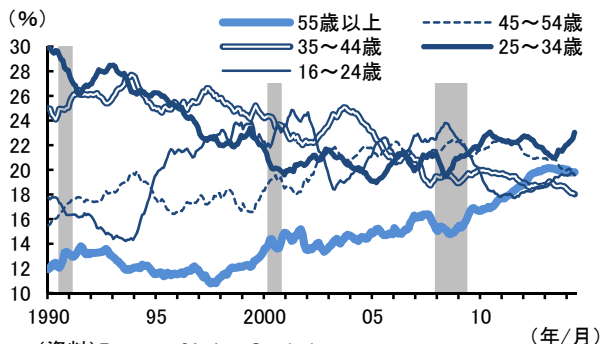
(注) 求人件数・新規雇用者は事業所調査ベース、パートタイム従事者は家計調査ベース。

(図表5-2) ベバレッジ曲線



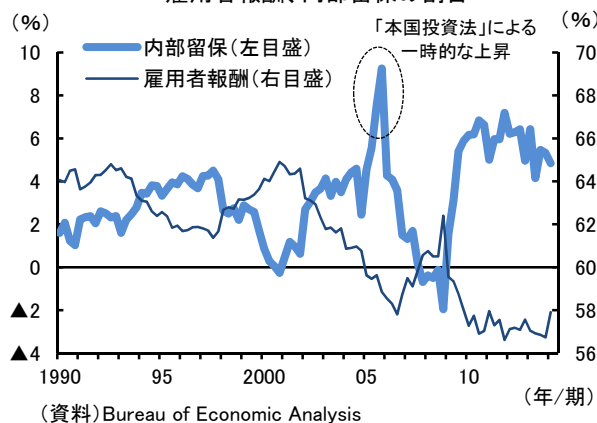
(注) 右下がりの曲線を描くベバレッジ曲線が、右上方へシフトすると、雇用のミスマッチ拡大を示唆。

(図表5-3) 27週以上失業者の年齢層別割合 (12カ月移動平均)



(注) シャドー部分は景気後退期。

(図表5-4) 法人企業総付加価値に占める雇用者報酬、内部留保の割合



米国④ 先行き不透明感の後退が、設備投資の増加を後押し

(I-4) 企業の成長期待と設備投資

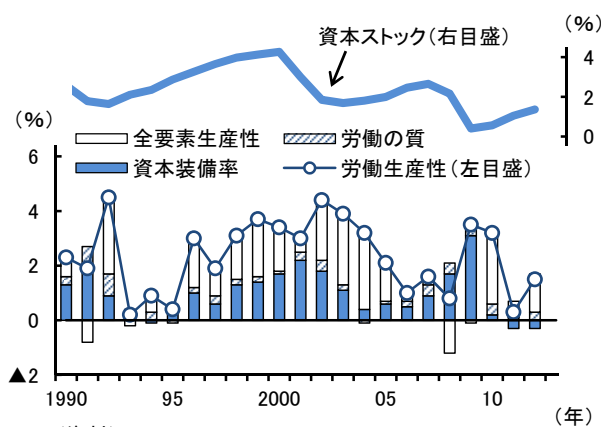
(1) リーマン・ショック以降、景気や財政政策への先行き不透明感などから、企業は新たな工場や店舗などへの投資に対して総じて慎重。設備投資の多くが更新投資に振り向けられるなか、供給力の拡大につながる純投資が低迷し、資本ストックの伸び悩みが顕著に（図表6-1）。これを映じ、労働一単位当たりの資本ストックを示す資本装備率は、2010年に伸びが大きく縮小、11年以降は減少に転じており、労働生産性の伸び鈍化の主因に。労働生産性の低迷が長期化すれば、米国の潜在成長率の低下を招く可能性。

(2) 供給力拡大に向けた設備投資の行方は、企業の成長期待に依るところが大。設備投資と資本ストックの動向を示す資本ストック循環図をもとに企業の期待成長率をみると、2009年から12年にかけて1%強から2%強まで持ち直したものの、13年は概ね12年と同水準で伸び悩み（図表6-2）。

もつとも、企業に投資慎重化をもたらしていた財政政策に対する先行き不透明感は足許で大きく後退。また、景気回復期待の強まりを映じた好調な企業収益見通しなども踏まえると、足許で企業の成長期待が高まる兆し（図表6-3）。先行き、設備投資の増加により、資本ストックは緩やかな持ち直しに向かう見込み。

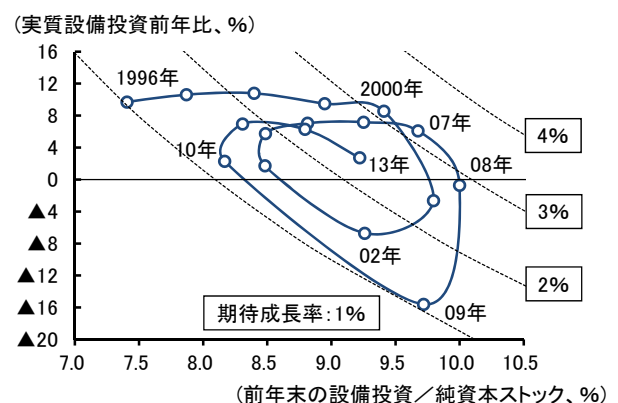
(3) また、企業が保有する設備の経過年数（ビンテージ）をみると、リーマン・ショック以降、構造物で一段と長期化したほか、機械についても過去最長近くまで長期化（図表6-4）。老朽化した設備の潜在的な更新需要が高まるなか、企業の成長期待の高まりに伴い、更新投資も徐々に増勢が加速していく見通し。

(図表6-1) 資本ストックと労働生産性(前年比)



(資料) Bureau of Labor Statistics

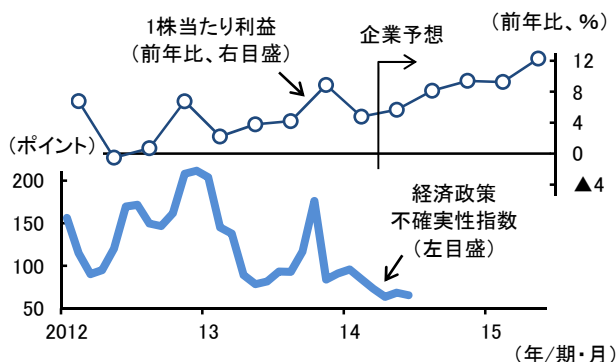
(図表6-2) 資本ストック循環と期待成長率



(資料) Bureau of Economic Analysisをもとに日本総研作成

(注) 純資本ストックは数量指数をもとに作成した実質値を使用。期待成長率の双曲線の算出には、資本ストック係数の変化率と除却率の2000年～11年の平均を利用。

(図表6-3) 経済政策不確実性指数と企業収益

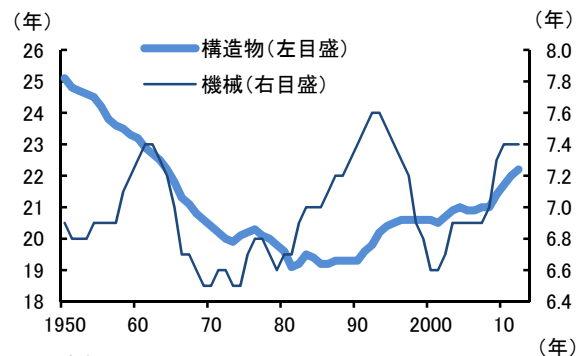


(資料) Economic Policy Uncertainty, Bloomberg L.P.

(注1) 経済政策不確実性指数は、経済政策の不確実性に関連する新聞記事の数をもとに算出された指数。

(注2) 1株当たり利益は、S&P500種構成企業。

(図表6-4) 設備の平均経過年数



(資料) Bureau of Economic Analysis

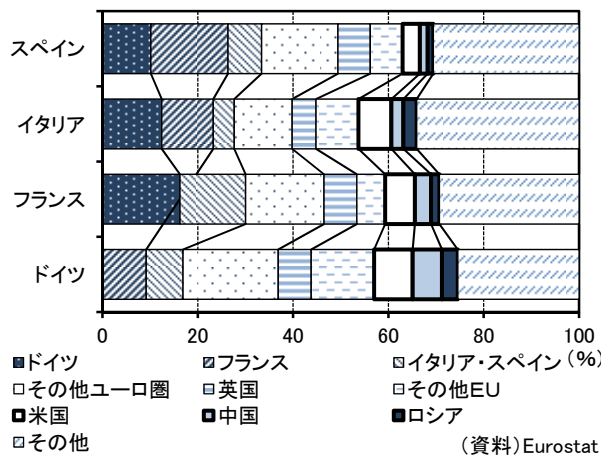
(注) 対象は、民間非住宅固定資産。

欧州① 輸出は回復傾向が持続も、持ち直しペースは緩やかに

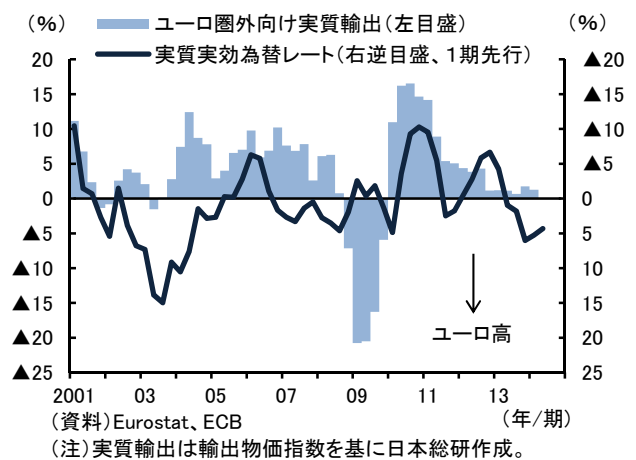
(Ⅱ-1) 仕向地別にみた輸出動向

- (1) 輸出は、ユーロ高や海外景気の伸び悩み等により、足許でやや弱含み（2頁参照）。以下では、ユーロ圏主要国の輸出の先行きを、仕向地別に考察（図表7-1）。
- (2) まず、域外向けは、以下の二点を理由に弱含み傾向が続く見込み。第一に、ユーロ高がタイムラグをもって輸出の下押しに作用し続ける公算（図表7-2）。第二に、新興国の景気減速により、域外向け輸出の持ち直しペースが鈍化する見込み。とりわけ、ドイツは、中国やロシア向けのウェイトが高く、両国の景気減速により域外向け輸出の伸びが低迷する可能性。
- (3) 次に、域内向け輸出についてみると、ドイツでは、域内景気の持ち直しに伴い、増加傾向が続くとみられるものの、フランスなど周辺国の景気回復スピードが緩やかななか、増加ペースは緩やかにとどまる見込み。
また、ドイツでは、フランス・イタリア・スペインからの輸入が増加傾向（図表7-3）。先行きも、ドイツの国内需要の底堅さを背景に、増加傾向が続く見込み。もっとも、ドイツでは、域外景気の減速により資本財輸出が弱含むなか、中間財輸入の増加スピードが緩慢（図表7-4）。中間財を輸入し、国内で加工したうえで、資本財・消費財として輸出するドイツの貿易構造を踏まえると、先行き、域外向け輸出の持ち直しペースが鈍化するなか、域内からの中間財輸入の伸びは小幅にとどまる公算。ユーロ圏主要国のドイツ向け輸出を品目別にみると、原料・化学製品・原料別製品のウェイトはイタリアが最も大きく、ドイツの域内中間財輸入の伸び鈍化の影響を相対的に強く受ける可能性（前掲図表7-3）。
- (4) 総じてみると、輸出は持ち直しの動きが続くとみられるものの、域内外ともに下押し圧力が残存し、持ち直しペースは緩やかにとどまる見通し。

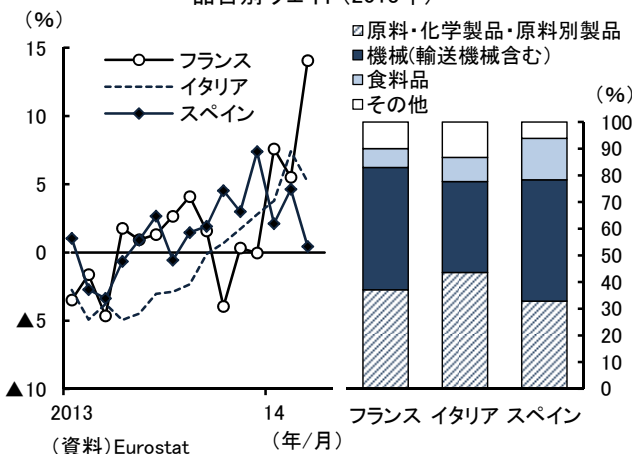
(図表7-1) 主要国の輸出仕向地別割合(2013年)



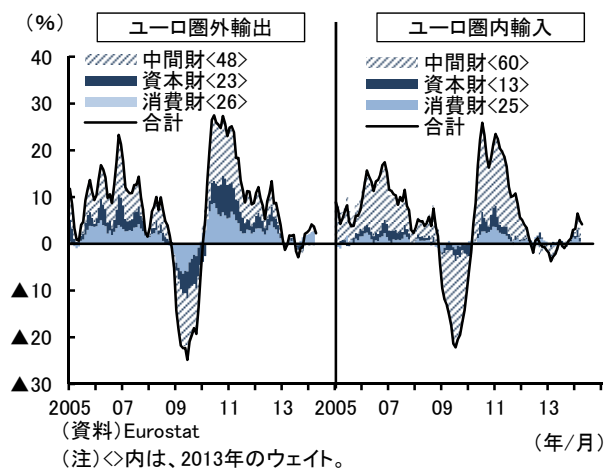
(図表7-2) ユーロ圏の域外向け輸出と為替レート(前年比)



(図表7-3) ドイツの主要国別輸入(前年比3ヵ月平均)と品目別ウェイト(2013年)



(図表7-4) ドイツの域外輸出と域内輸入(前年比3ヵ月平均)



欧州②

雇用・所得環境の厳しさ残存で、デスインフレ傾向持続

(Ⅱ-2) 雇用・所得環境と物価

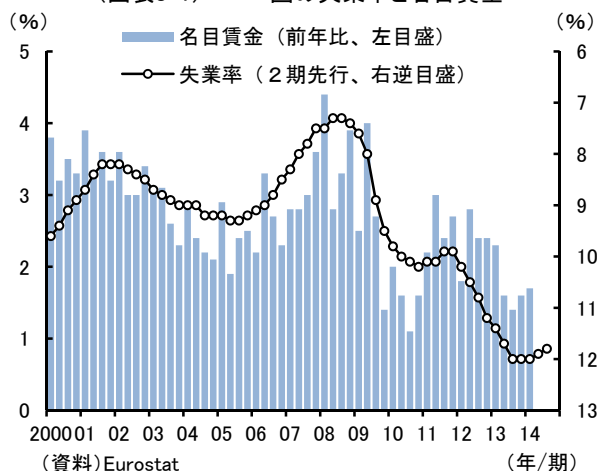
(1) ユーロ圏では、依然として失業率が高水準にとどまるなど、労働市場の大幅な需給緩和が続くなか、当面、賃金の伸びは低調に推移する見込み(図表8-1)。とりわけ、フランスやイタリアなど企業部門の生産活動が低迷している国々では、失業率の上昇傾向に歯止めがかかっておらず、当面、賃金の上昇ペースの加速は見込み難い状況(図表8-2)。過去の賃金と失業率の関係を踏まえると、賃金の伸び率が、個人消費が堅調に推移していた2002年のユーロ導入後からリーマン・ショック直前の2007年までの平均(フランス+3.0%、イタリア+2.6%)に達するには、失業率がそれぞれ8%程度まで低下する必要があると、当面、賃金増・消費増の好循環が実現する可能性は小。このように、雇用・所得環境に厳しさが残存するなか、個人消費は低調に推移する見込み。

(2) ユーロ圏のインフレ率は、域内需要の弱さなどを背景に、デスインフレ傾向が持続(2頁参照)。物価と失業率の関係から、物価の先行きを見通すと、個人消費の低迷などを背景に、失業率の顕著な低下が期待し難いなか、インフレ率は低調に推移する見通し(図表8-3)。

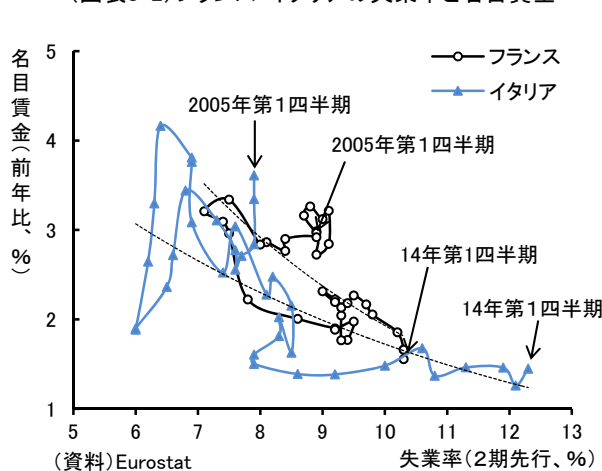
むしろ、消費者の物価見通しが2014年入り以降一段と低下しており、インフレ期待が下方にシフトし始めていることを示唆(図表8-4)。一段のインフレ期待の低下は、先行きの値下がり期待した家計の消費先送りにつながり、内需の低迷、それを受けたインフレ率の低下という悪循環を招くリスクも。

以上を踏まえると、ユーロ圏では、個人消費の低迷が続く可能性が高く、輸出の伸びが緩やかにとどまるなか、内需が景気のけん引役を担うことは見通し難い状況。この結果、デフレリスクは容易には払しょくされない見通し。

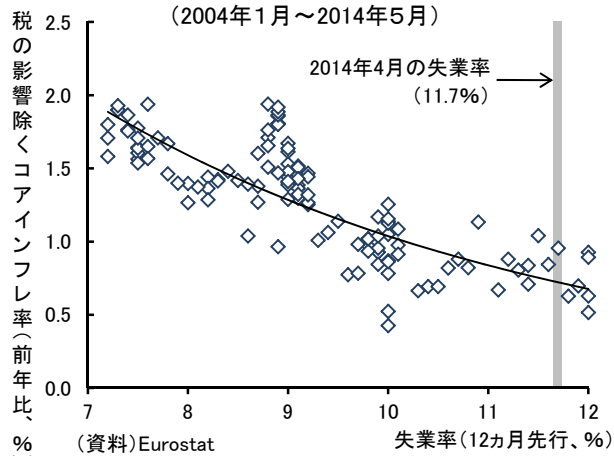
(図表8-1) ユーロ圏の失業率と名目賃金



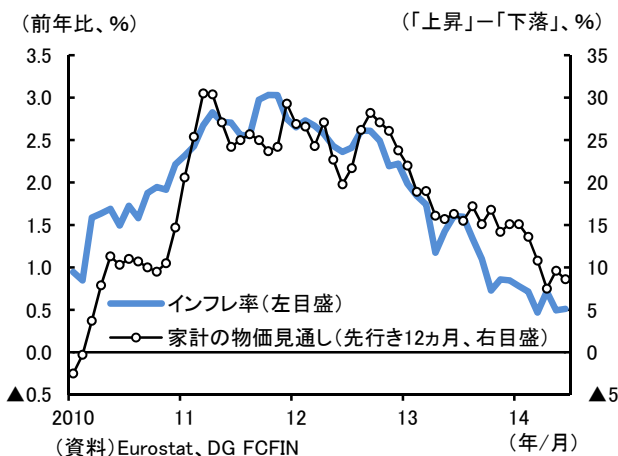
(図表8-2) フランス・イタリアの失業率と名目賃金



(図表8-3) ユーロ圏の失業率とインフレ率
(2004年1月~2014年5月)



(図表8-4) ユーロ圏のインフレ率と家計の物価見通し



欧州③ 設備投資は緩やかな回復も、ペースは緩慢

(Ⅱ-3) 企業の成長期待と設備投資

(1) ユーロ圏では、主要国のあいだで企業部門の持ち直しスピードが二極化。ドイツでは、高い対外競争力を背景に、輸出が底堅く推移しているほか、良好な雇用・所得環境を背景に、内需が増加傾向にあり、生産が堅調に推移。また、スペインでは、労働コストの削減や仕向地の多様化等により輸出が大幅に伸び、生産が回復。こうしたなか、ドイツやスペインでは、設備稼働率が上昇し、設備投資も増加するなど、企業活動は生産増・投資増の好循環へ（図表9-1）。一方、労働コストが高止まりし、輸出競争力の低迷が続くフランスやイタリアでは、生産活動が低迷し、設備投資も弱い動きが持続。

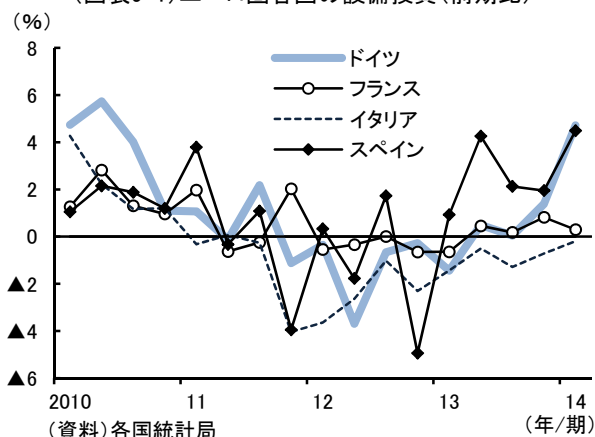
(2) 先行きを展望すると、足許で、景気が緩やかながらも回復に転じるなか、ユーロ圏企業の借り入れ需要や、設備投資計画に持ち直しの動きがみられるなど、ユーロ圏の設備投資に回復の兆し（図表9-2、9-3）。

もつとも、企業の設備投資計画を大きく左右する企業の成長期待は、先行きも低水準にとどまる見込み。設備投資と資本ストックの動向を示す資本ストック循環図をもとに、企業の期待成長率をみると、リーマン・ショックを受け、2009年に大きく低下した後、しばらく下げ止まりの動きがみられたものの、欧州債務危機を契機に2013年にかけて一段と低下（図表9-4）。2015年には小幅な回復が見込まれているものの、依然としてリーマン・ショック後の水準にとどまっており、設備投資の大幅かつ持続的な増加は期待薄。

資金調達の面をみても、南欧の銀行を中心に、不良債権比率が高止まりしていることや、10月末までECBの銀行審査（ストレステスト）が続くことなどから、貸し出しの早期かつ大幅な増加は期待薄。

以上を踏まえると、設備投資の回復ペースは低調に推移する見込み。

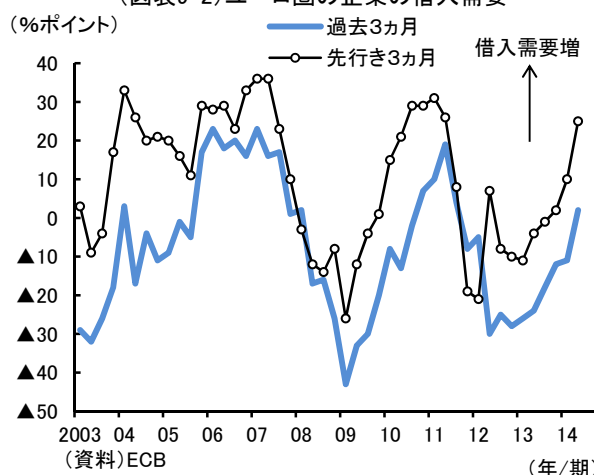
(図表9-1) ユーロ圏各国の設備投資(前期比)



(資料)各国統計局

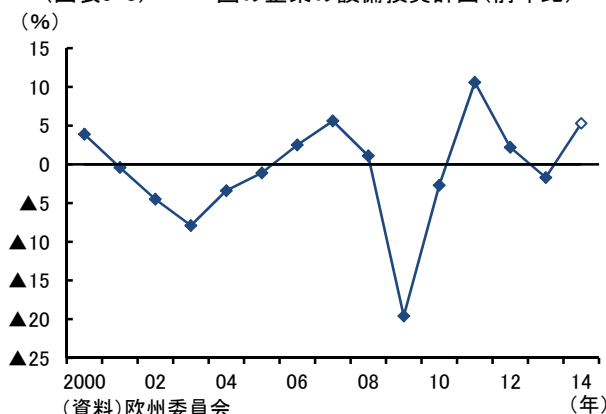
(注)フランスは、非金融企業の固定資本形成。

(図表9-2) ユーロ圏の企業の借入需要



(資料)ECB

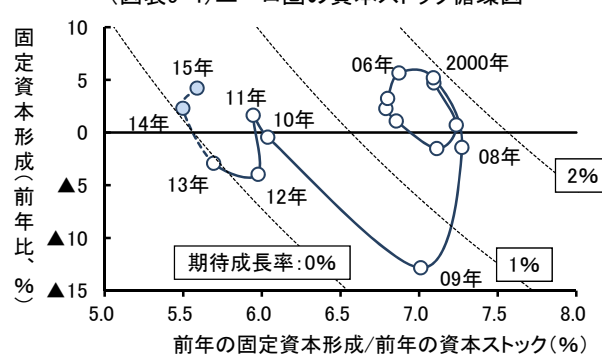
(図表9-3) ユーロ圏の企業の設備投資計画(前年比)



(資料)欧州委員会

(注)2013年以前は、実績。2014年は3~4月時点の見通し。大企業から中小企業まで含む。各国のシェアによりウェイト付け。

(図表9-4) ユーロ圏の資本ストック循環図



(資料)欧州委員会を基に日本総研作成

(注1)2014~2015年は欧州委員会の予測値。

(注2)期待成長率の双曲線の算出には、資本ストック係数の変化率・除却率の2000~11年の平均値を利用。

欧州④ 英国景気の回復は、住宅・株式市場の回復に依存

(Ⅱ-4) 英国景気の持続可能性

(1) 英国では、住宅価格や株価など資産価格の上昇や、雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費の増加傾向が持続(図表10-1)。

(2) 住宅市場では、2013年末でBOEの住宅向け融資促進策が打ち切られたことを背景に、足許で住宅ローン承認件数が減少。加えて、14年10月からは、借り手の所得水準に応じて住宅ローンの融資額に制限を設ける新たな規制が導入される予定。

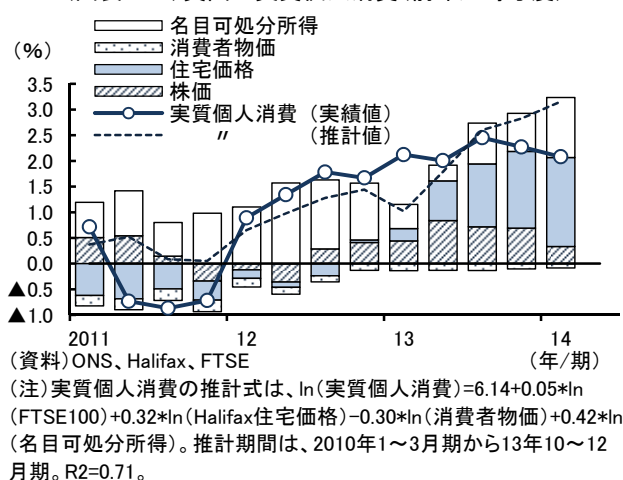
政府の住宅購入支援策が継続されるなか、堅調な実需を背景に、住宅価格は上昇傾向が続くとみられるものの、BOEの政策を受け、住宅市場に過熱感がみられるロンドンを中心に、住宅価格の上昇ペースは徐々に鈍化していく公算(図表10-2)。

(3) 雇用・所得環境に目を転じると、就業者数の増加を主因に失業率が低下しており、景気回復が雇用環境へ波及。

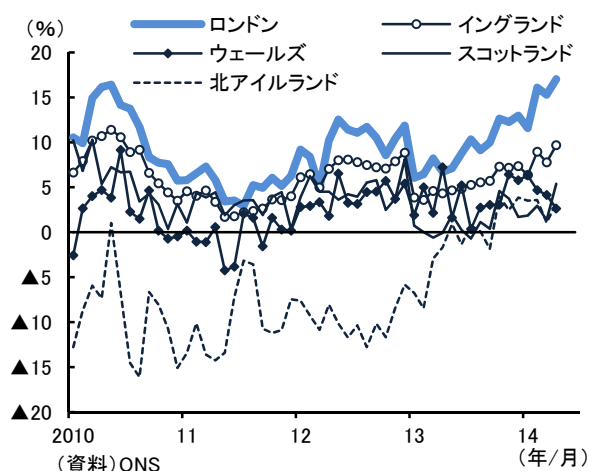
ただし、就業者のなかでもフルタイムの仕事が見つからず、やむを得ずパートタイムに従事する人の割合や、失業者に占める長期失業者の割合が高止まりしており、「雇用の質」の改善には課題が残存(図表10-3)。先行き、失業率の低下を背景に賃金は上昇傾向が続くとみられるものの、雇用の質の改善に時間を要するとみられるなか、賃金の上昇ペースは緩慢にとどまる見込み。

名目賃金が伸び悩むなか、2012年半ば以降の個人消費の増勢加速は、貯蓄率の大幅な低下に依拠しており、個人消費回復の持続性に懸念も(図表10-4)。早期の賃金の伸び拡大が見込み難いなか、個人消費の回復ペースは、引き続き、住宅価格や株価の動向に大きく左右される状況が続く見通し。

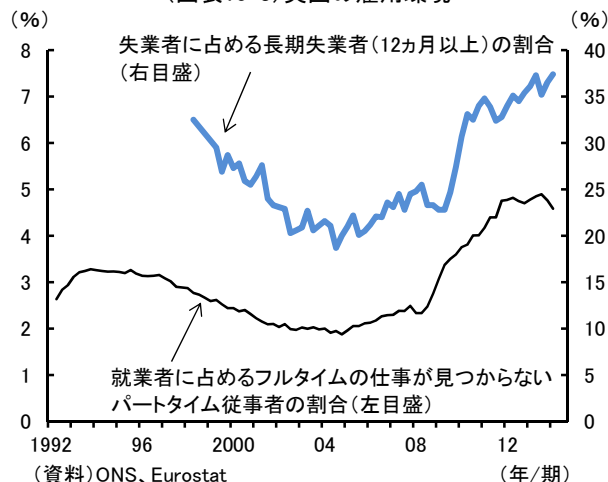
(図表10-1) 英国の実質個人消費(前年比寄与度)



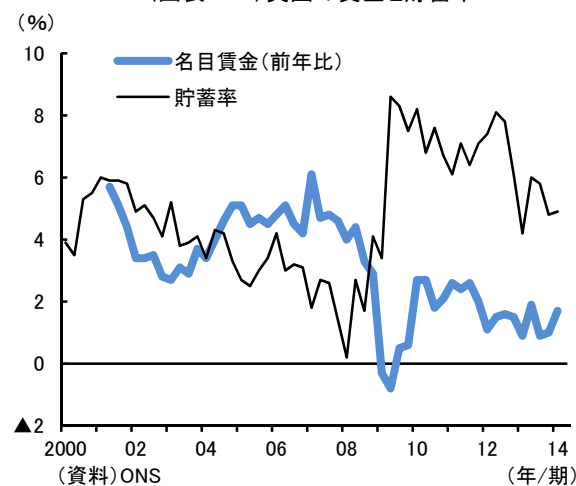
(図表10-2) 英国の地域別住宅価格(前年比)



(図表10-3) 英国の雇用環境



(図表10-4) 英国の賃金と貯蓄率



金融政策 FRBは出口戦略を模索、ECBは緩和姿勢が長期化

(I) 米欧金融政策の方向感の違い

(1) 米国とユーロ圏では、金融政策の方向感の違いが明確に。FRBの資産買い入れ(QE3)が2014年10~12月期に終了するとの見方が大勢となるなか、米国では既に、利上げ開始時期や利上げ時の短期金利のコントロール手法など出口戦略の具体的な進め方が焦点に(図11-1)。

一方、ECBは2014年6月の理事会で、預金ファシリティや超過準備に対するマイナス金利の導入や、新たな長期資金供給(TLTRO)などの追加金融緩和策を発表(図表11-2)。銀行に貸し出しの増加を促し、企業の資金調達環境の改善を通じた内需の押し上げや、それを通じたインフレ率の上昇を企図。

(2) 金融政策の先行きを展望すると、米国経済が底堅さを増すなか、FRBのQE3は2014年10~12月期に終了する見込み。利上げ開始時期については、雇用環境の改善とインフレ動向が焦点に。雇用環境は改善の動きが広がりつつあるものの、「質」の改善は道半ば。また、GDPギャップは依然として歴史的な高水準にあり、デysinフレへの懸念が根強く残存(図表11-3)。以上を踏まえ、利上げ開始は早くともコアPCEデフレータの前年比が安定的に1%台後半を超えてくる2015年半ば以降となる見通し。

(3) ECBによる貸出促進策については、南欧諸国を中心に銀行の不良債権比率が高水準にとどまるなか、当面、大きな効果は期待薄(図表11-4)。ただし、10月に予定されているユーロ圏金融機関のストレステストの結果公表後は、健全性が担保された銀行を中心に、徐々に貸し出しが増加していく見込み。こうしたなか、財政支援への懸念からドイツを中心に反対の声が強い大規模な国債購入を含む量的緩和の実施は見送られると予想。

(図表11-1)FRBの出口戦略をめぐる議論

論点	議論の現状
資産買い入れ(QE3)の終了時期	・2014年10~12月期となる見込み
利上げの開始時期	・3月FOMC後に急速に高まった前倒し観測(2015年前半との見方)は後退
政府機関債やMBS、国債の償還資金の再投資停止時期	・当初は利上げ前の再投資停止が想定されていたものの、利上げ後に実施すべきとの意見も
バランスシートの縮小(保有資産の売却)	・保有資産の売却は行わず、満期償還に応じてバランスシートを縮小させていくとの見方が大勢
利上げ後の短期金利の誘導手段	・超過準備に対する付利の引き上げや、リバース・レポ、ターム物預金ファシリティにより、短期金利をコントロール

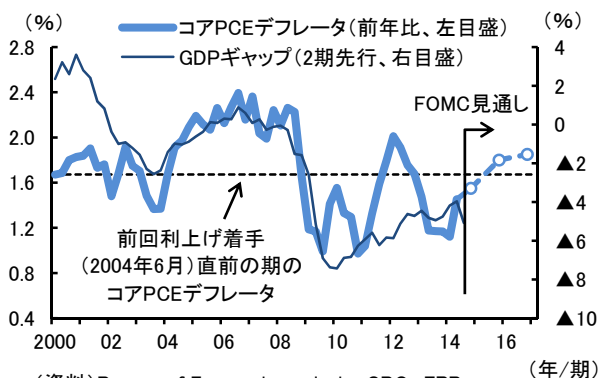
(資料)FRBなどをもとに日本総研作成

(図表11-2)ECBの追加金融緩和策(2014年6月)

利下げ	
限界ファシリティ金利(0.75→0.40)、主要政策金利(0.25→0.15)を引き下げ	短期金利を中心に市場金利を押し下げ(ユーロ高の抑制)
預金ファシリティ金利と超過準備利子を0%から▲0.1%へ引き下げ	準備預金から融資へのシフトが目的。目的に反し、国債購入に充てられる懸念も。マイナス金利はバランスシート規模縮小を促すため、量的緩和と相反。
流動性供給	
固定金利・無制限資金供給オペの期限延長(2015年6月→16年12月末)	銀行の資金調達環境の改善が目的
SMPの不活化停止	小規模ながら、実質的な量的緩和
家計(住宅ローンを除く)や企業向け融資拡大を条件とした、長期流動性供給(TLTRO)	銀行の融資増が目的。ただし、10月のストレステスト結果発表以前は、効果期待薄。
ABS購入に向けた準備	銀行の融資増が目的。ABS市場の整備動向を踏まえ、1年以内実施予定。

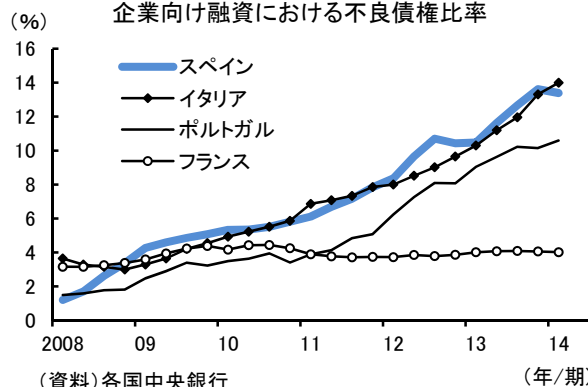
(資料)ECBなどをもとに日本総研作成

(図表11-3)米国のGDPギャップとインフレ率



(資料)Bureau of Economic analysis, CBO, FRB
(注1)FOMC見通しは、中心レンジの中央値(2014年6月)。
(注2)直近のコアPCEデフレータは、2014年4、5月実績。

(図表11-4)欧州各国銀行の企業向け融資における不良債権比率



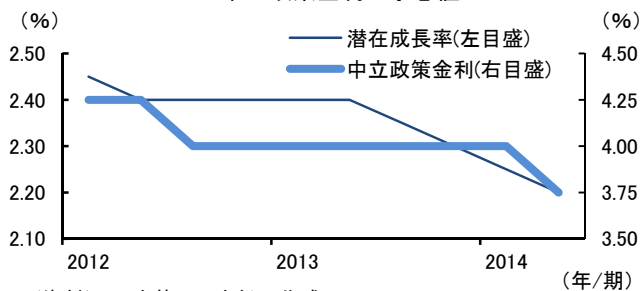
(資料)各国中央銀行

金融政策 米金利上昇ペースは緩やか、為替はユーロが高止まり

(II) 金利・為替への影響

- (1) 米国では、賃金面からのインフレ圧力が緩慢にとどまるなか、FRBの超低金利政策の長期化観測が長期金利の上昇を抑制する見込み。さらに、市場参加者のみならず、FOMC参加者も、想定している潜在成長率や中立政策金利の水準を引き下げており、利上げを織り込む局面になっても、金利の上昇ペースは緩やかにとどまる公算(図表12-1)。
 - (2) このため、①米金利上昇に起因した米国株の下落とそれに伴う市場のリスク許容度の低下、②米国・新興国間の金利差(新興国>米国)の大幅縮小に伴う新興国資産の投資妙味の顕著な低下、は回避される見込み(図表12-2)。今後も地政学リスクや新興国経済の減速懸念の高まり等により、新興国市場の混乱が再燃する可能性は残るものの、米金利の上昇ペースが緩やかにとどまるもと、FRBの金融政策正常化が新興国からの深刻な資金流出を招くという事態には至らない見通し。
 - (3) ユーロ圏金利のベンチマークである独長期金利は、域内でのディスインフレ傾向持続とそれに伴うECBに対する根強い追加金融緩和観測等を背景に、1%台半ばを中心とした推移が長期化する見通し。
 - (4) 為替市場では、ユーロの高止まりが続く公算大。これまでの経緯を振り返ると、ユーロ相場(ここでは対ドル)は、歴史的にみて独米2年債金利差との相関が強かったものの、同金利差の変動が小さくなるなか、市場参加者の関心は、米欧中銀のバランスシート(BS)格差にシフト(図表12-3)。2012年後半以降は、米国でのQE3導入によりFRBのBSが再拡大し始めたのに対し、ユーロ圏では、域内金融機関による長期流動性供給資金(LTRO)の前倒し返済等によりECBのBSが縮小傾向となったことがユーロ高を招来(図表12-4)。
- こうした経緯を踏まえると、ECBが6月に導入を決定した条件付き長期流動性供給等により、ECBのBSが再び拡大に向かえば、ユーロ安圧力が高まることに。もっとも、同時に導入されたマイナス金利は超過準備の流出を通じてBSの縮小につながる政策であり、ECBのBSに明確な方向性が出にくい状況下、一方的なユーロ安は見込み薄。

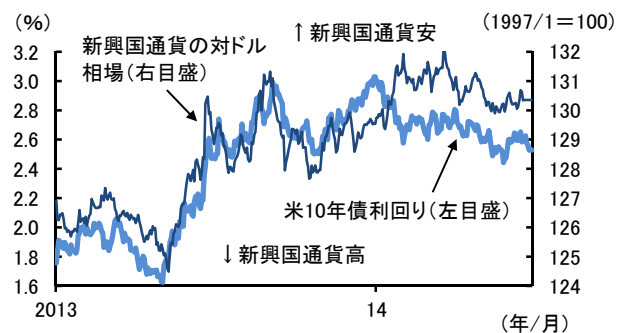
(図表12-1) FOMC参加者による潜在成長率と中立政策金利の予想値



(資料)FRBを基に日本総研作成

(注)2012年は1、6、9、12月時点(4月分も発表されたが、図表では省略)、2013年以降は3、6、9、12月時点の見通し。潜在成長率は見通し中央レンジの中間値。中立政策金利は中央値。

(図表12-2) 米10年債利回りと新興国通貨



(資料)Bloomberg L.P.

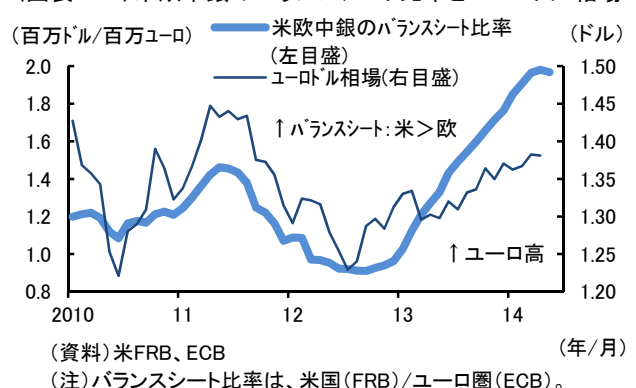
(注)新興国通貨の対ドル相場は、米FRBが公表する米ドルの名目実効為替レート(対諸通貨)で計測。

(図表12-3) ユーロドル相場と独米2年債利回り格差



(資料)Bloomberg L.P.

(図表12-4) 米欧中銀のバランスシート比率とユーロドル相場



(資料)米FRB、ECB

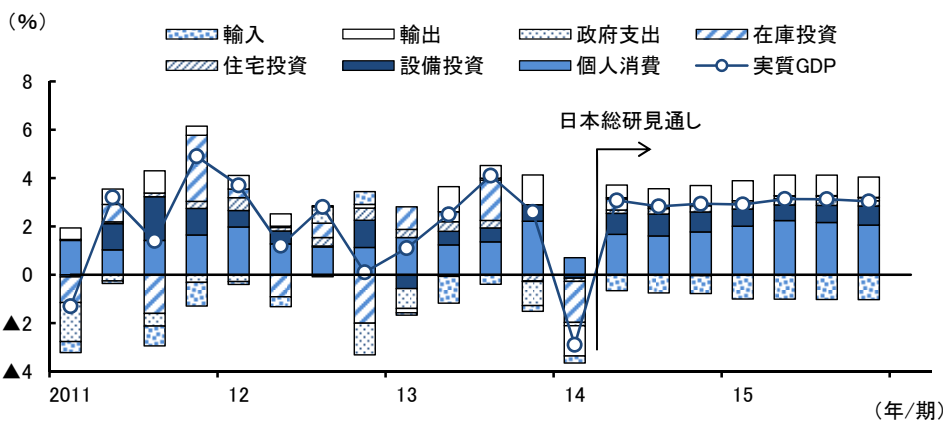
(注)バランスシート比率は、米国(FRB)/ユーロ圏(ECB)。

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、寒波の影響を主因とした2014年初めの減速の反動により、14年4～6月期は一時的に3%を上回る成長に。7～9月期には、ペントアップ需要の剥落で一旦成長ペースは鈍化するものの、その後は、バランスシート調整の進展や雇用環境の改善を背景とした個人消費の増勢加速、内需の底堅さや財政政策に対する先行き不透明感の後退を受けた設備投資の回復などから、成長ペースは徐々に加速へ。
- (2) もっとも、労働市場の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、2015年初めにかけては3%を下回る成長ペースにとどまる見込み。その後は、「雇用の質」の改善が徐々に進み賃金の上昇が明確化するなか、個人消費の増勢が一段と加速し、3%をやや上回る伸びに（図表13-1、13-2）。
- (3) 物価面では、当面、賃金の伸び悩みが物価抑制に作用。2015年入り後は、個人消費を中心とした内需の回復ペースの加速などから、インフレ率（消費者物価指数）は前年比+2.0%前後の水準で推移する見通し。

(図表13-1) 実質GDP成長率(前期比年率)



(資料) Bureau of Economic Analysisなどをもとに日本総研作成

(図表13-2) 米国経済成長率、物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2014年				2015年				2013年 (実績)	2014年 (予測)	2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(実績)	(予測)									
実質GDP	▲2.9	3.1	2.8	2.9	2.9	3.1	3.1	3.0	1.9	1.5	3.0
個人消費	1.0	2.5	2.4	2.6	3.0	3.3	3.2	3.0	2.0	2.1	2.9
住宅投資	▲4.2	4.6	7.5	8.5	8.0	8.0	7.5	7.0	12.2	1.7	7.7
設備投資	▲1.2	6.9	7.2	6.5	5.5	5.0	5.4	6.0	2.7	4.2	5.9
在庫投資	▲1.7	0.5	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	▲0.1	0.1
政府支出	▲0.8	0.3	0.2	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.1	▲2.2	▲1.1	0.0
純輸出	▲1.5	▲0.1	▲0.0	0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	0.1	▲0.2	▲0.1
輸出	▲8.9	4.1	5.6	6.2	6.5	6.7	6.6	6.5	2.7	2.2	6.2
輸入	1.8	4.3	4.9	4.8	6.4	6.5	6.5	6.5	1.4	3.2	5.8
実質最終需要	▲1.3	2.6	2.8	2.9	2.8	3.0	3.0	2.9	1.7	1.6	2.9
消費者物価	1.4	2.0	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5	1.8	2.0
除く食料・エネルギー	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	1.8	1.8	2.0

(資料) Bureau of Economic Analysis、Bureau of Labor Statisticsなどをもとに日本総研作成

(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。消費者物価は前年(同期)比。

見通し 欧州経済の回復ペースは緩慢にとどまる見込み

(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底堅く推移する一方、ユーロ高や新興国経済の減速を受け輸出が伸び悩み、回復ペースはやや鈍化する見込み。フランスや南欧諸国では、雇用・所得環境の悪化一服を背景に、景気は持ち直し傾向にあるものの、緊縮財政や失業率の高止まりが景気抑制に作用し、当面低成長が続く見込み。ユーロ圏全体では、ドイツを除けば消費が力強さを欠く一方、輸出の持ち直しも低調にとどまり、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により、目標とされる2%の水準を大きく下回る状況が続く見通し。
- (3) 英国景気は、住宅価格や株価の上昇を背景に、消費者マインドの改善が続くなか、景気回復が持続する見通し。もともと、所得環境の改善ペースは緩やかにとどまり、当面、景気回復スピードは資産価格、とりわけ住宅市場の動向に大きく左右される展開が持続。BOEによる住宅市場の過熱抑制に向けた取り組みを受け、先行き住宅価格の上昇ペース鈍化が見込まれることを踏まえると、少なくとも年内は個人消費を中心に成長ペースが鈍化する見通し。
- (4) 英国のインフレ率は、賃金の持ち直しペースが緩慢にとどまるなか、当面2%程度で推移する見通し。

(図表14-1)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、%)

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(予測)										
実質GDP	0.7	0.4	0.7	0.8	1.2	1.1	1.2	1.2	▲ 0.4	0.8	1.0
個人消費	0.4	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	▲ 0.7	0.8	1.1
政府消費	1.2	0.1	▲ 0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.1
総固定資本形成	1.4	1.5	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	▲ 2.9	1.9	1.4
在庫投資	0.8	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0
純輸出	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.5	▲ 0.1	0.2
輸出	1.3	0.3	1.8	2.7	3.2	3.1	3.1	3.1	1.4	2.5	2.8
輸入	3.4	1.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	0.4	3.1	2.7

(資料)Eurostatなどをもとに日本総研作成

(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14-2)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、%)

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年	
	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	0.7	0.4	0.7	0.8	1.2	1.1	1.2	1.2	▲ 0.4	0.8	1.0
	消費者物価指数	0.7	0.6	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	0.8	1.2
ドイツ	実質GDP	3.3	0.8	0.9	1.1	1.8	1.8	1.8	2.0	0.4	1.9	1.6
	消費者物価指数	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.1	1.4
フランス	実質GDP	0.2	0.4	0.8	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.3	0.5	1.0
	消費者物価指数	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3	1.0	0.9	1.2
英国	実質GDP	3.3	3.8	2.5	2.4	2.6	2.6	2.7	2.6	1.7	3.1	2.7
	消費者物価指数	1.7	1.7	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.6	1.9	2.1

(資料)Eurostat、ONSなどをもとに日本総研作成

リスク 新興国景気の減速と地政学リスクの高まり

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新興国景気の下振れ、および、②地政学リスクの高まり。

(I) 新興国景気の下振れ

新興国景気は、足許で総じて減速。GDPの動きに半年ほど先行するとされるOECD景気先行指数は、当面、多くの新興国で景気減速が続くことを示唆（図表15-1）。米FRBによる利上げ観測の強まりをきっかけに、新興国市場から投資資金が流出すれば、新興国景気が一段と減速し、欧米の新興国向け輸出の伸び悩みが長期化する恐れ。

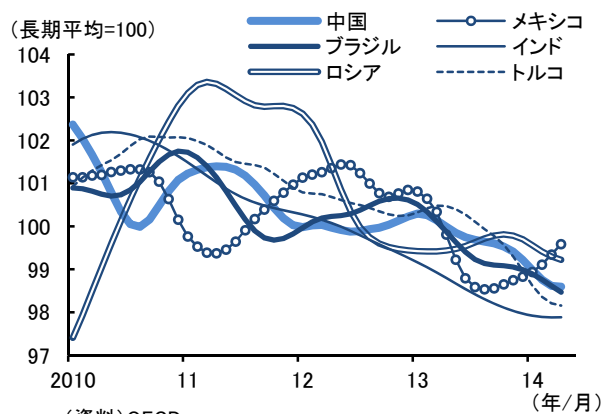
さらに、株価の下落のほか、スペインをはじめ銀行が多額の新興国向け与信を抱えるなかで、新興国市場からの資金流出が欧米金融システムの混乱を招く恐れがあるなど、金融面からも実体経済に対する下押し圧力となるリスク（図表15-2）。

(II) 地政学リスクの高まり

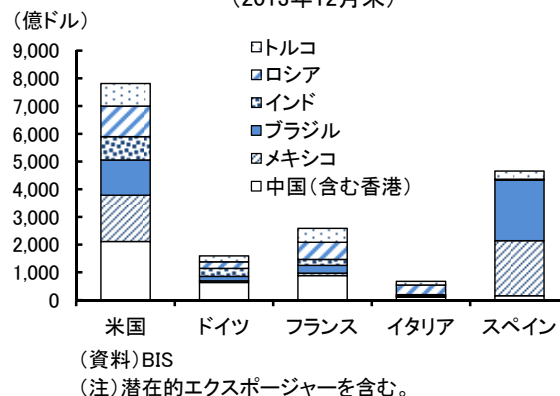
2013年末以降のウクライナ情勢の混乱を受け、米欧とロシアの対立が深刻化。欧州では、中東欧諸国を中心にエネルギー消費におけるロシア産天然ガスへの依存度が高いことから、ロシアによる欧州への天然ガス供給が縮小すれば、経済活動が抑制される恐れ（図表15-3）。また、ロシアは、世界の原油輸出の1割強を占める存在。欧米による経済制裁の強化などからロシア産原油の輸出に制約が生じれば、需給逼迫懸念が強まり、原油価格の上昇を招く可能性。

原油市場をめぐるのは、中東・北アフリカ情勢の行方もリスク要因に。イラクやリビアでは、先行き原油生産の拡大・回復が見込まれているものの、依然として情勢の安定化は見通し難く、増産の実現が危ぶまれる状況（図表15-4）。政情不安が長期化すれば、OPECの原油供給力に対する懸念の台頭が原油価格の上昇を招き、欧米景気の重石となるリスク。

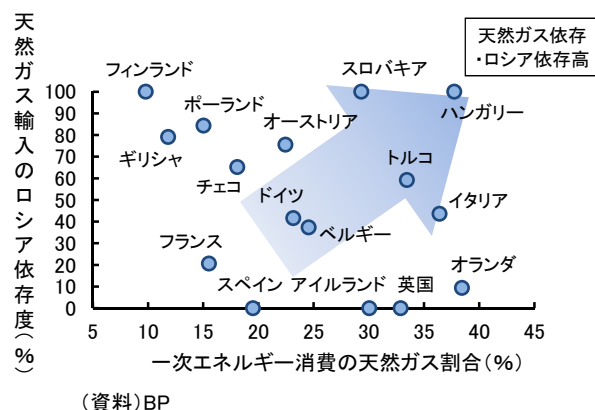
(図表15-1) 主な新興国のOECD景気先行指数



(図表15-2) 各国銀行の主な新興国向け与信 (2013年12月末)



(図表15-3) 欧州各国のエネルギー消費に占める天然ガス割合とロシアへの輸入依存度(2013年)



(図表15-4) イラク・リビアの原油生産量

