

2015～16年米欧経済見通し

～ グレート・リセッションの後遺症が残る米国と、下振れリスクを抱える欧州 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

◆ **米国経済**は、総じて回復基調に強まり。家計部門では、バランスシート調整の進展などを受け、個人消費が底堅く推移しているほか、企業部門でも、内需の底堅さを背景に回復傾向が鮮明に。一方、**ユーロ圏経済**は、低成長が持続。雇用・所得環境の厳しさを背景に個人消費の低迷が続いているほか、新興国景気の減速などから、これまで景気の下支え役となってきた輸出の先行きに不透明感。

◆ こうしたなか、**FRB**は量的緩和を終了し、金融正常化に着手する一方、**ECB**は相次いで追加緩和策の導入を決定するなど、米欧の金融政策の方向性の違いが一段と鮮明に。**FRB**の利上げ開始は、デイスインフレ圧力が根強く残るなか、2015年夏以降になると予想。利上げペースも緩やかとなる公算が大きく、米国景気の過度な下振れや、新興国からの深刻な資金流出は回避される見込み。一方、**ECB**による追加緩和の効果は、想定通りに实体经济へ浸透していないのが実情。今後のインフレ率の動向次第では、限定的な国債購入を含むさらなる追加緩和に踏み切る可能性。

◆ 景気の先行きを展望すると、**米国**では、依然としてグレート・リセッションの後遺症が残存。労働市場では、新規企業の減少などを背景に労働市場の流動性が低下しており、賃金伸び悩みの一因に。また、中低所得層の資産・所得環境や、金融機関の消費者向け貸出の改善が遅れており、個人消費の力強い増加に向けては、中低所得層での賃金の伸びの拡大がカギに。なお、財政面については、2016年の大統領選を見据え、大統領・共和党ともに世論の批判を招きかねない強硬姿勢はとりづらく、財政をめぐる混乱が再び生じる可能性は小さいと予想。

◆ **ユーロ圏**では、ドイツで、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の堅調さが景気を下支える見込みながら、海外景気の弱さから、輸出を起点とした回復ペースの加速は期待薄。スペインやポルトガルでは、労働コストの低下による輸出の拡大を起点とした景気回復が着実に進展する一方、労働市場改革の遅れが予想されるフランスやイタリアでは、企業・家計部門ともに弱含みが続き、南欧諸国間の成長ペースの二極化が一段と進む見通し。また、対ロ関係の悪化による中東欧諸国の景気減速が、ユーロ圏景気の下振れリスクに。一方、英国では失業率は低下傾向にあるものの、パートタイム比率の高まりや低賃金労働者の増加を背景に、賃金の伸び悩みが持続。

◆ 以上を踏まえ、**米国**では、当面、賃金の伸び悩みが景気の重石に。2015年春以降は、賃金の伸びの拡大に伴い個人消費の増勢が強まる見込みながら、輸入の増加が景気下押しに作用。この結果、15年末にかけては総じて3%前後の成長ペースが続く見通し。16年入り以降は、金利の上昇などから成長ペースがやや抑制され、2%台後半の伸びに。

ユーロ圏では、域内外景気を持ち直しが緩慢にとどまるなか、ドイツ景気のリcoveryペースは、1%台半ばから後半にとどまる見込み。南欧諸国では、スペインやポルトガルで回復の動きが続く公算ながら、フランスやイタリアでは、緊縮財政や失業率の高止まりを背景に、当面低成長が続く見通し。総じてみると、ユーロ圏では、1%前後の低成長が長期化。

◆ 上記メインシナリオに対するリスクは、新興国景気の下振れと地政学リスクの顕在化を想定。

< 目 次 >

1. 景気の現状	1
(I) 米国	
(II) 欧州	
2. 金融政策の行方と影響	3
(I) F R Bの金融政策の行方	
(II) E C Bの金融政策の行方	
(III) F R Bの利上げによる影響	
3. 米欧経済のポイント	
(I) 米国	6
(I-1) 労働市場の流動性	
(I-2) 家計部門の資産・所得格差	
(I-3) 金融機関の消費者向け貸出	
(I-4) 財政政策の行方	
(II) 欧州	10
(II-1) ドイツ景気の行方	
(II-2) 南欧諸国の景気回復ペース格差	
(II-3) ロシア・ウクライナ問題の影響	
(II-4) 英国の賃金伸び悩み	
4. 見通し	14
(I) 米国	
(II) 欧州	
5. リスクシナリオ	16
(I) 新興国景気の下振れ	
(II) 地政学リスクの顕在化	

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

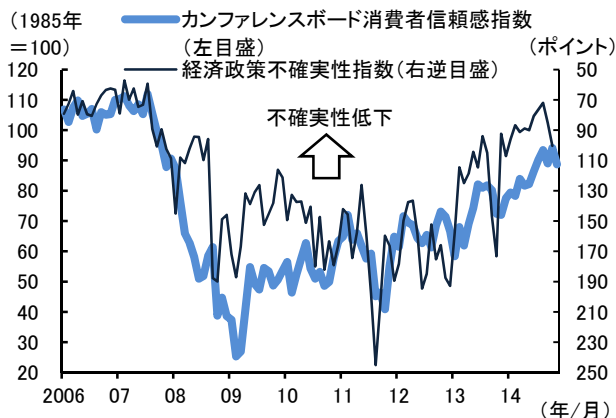
藤山 光雄	(米国・全般)	Tel : 03-6833-2453	Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp
芝 亮行	(米国・財政政策)	Tel : 03-6833-0489	Mail : shiba.akiyuki@jri.co.jp
井上 恵理菜	(欧州)	Tel : 03-6833-6380	Mail : inoue.erina@jri.co.jp
井上 肇	(金融政策)	Tel : 03-6833-0920	Mail : inoue.hajime@jri.co.jp

現状 米国景気は、総じて回復基調が強まる方向

(I) 米国

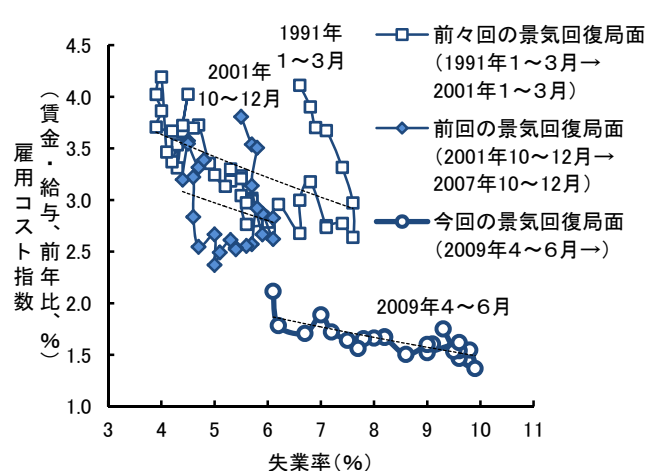
- (1) 米国経済は、寒波の影響が剥落した2014年春先以降、総じて回復基調が強まる方向。
- (2) 家計部門では、①バランスシート調整の進展、②財政政策に対する不透明感の後退、③雇用環境の改善、などを背景に、2014年入り以降、消費者マインドの改善ペースが加速(図表1-1)。依然としてパートタイム従事者が高水準で推移するなど、「雇用の質」の改善の遅れによる賃金の伸び悩みが続いているものの(図表1-2)、失業率がリーマン・ショック前の水準まで低下するなか、個人消費は総じて底堅く推移。
- (3) 企業部門では、厳しい寒波の影響を受け、2013年末から14年初にかけて企業マインドが落ち込んだものの、その後は、内需の底堅さなどを背景に回復傾向が鮮明に(図表1-3)。ただし、欧州・新興国景気の減速懸念の強まりを受けて、足許で製造業の輸出受注指数が弱含んでおり、先行き輸出は減速感が強まる可能性。
- (4) 2013年半ばから足踏みが続いていた住宅市場には、足許で持ち直しの動き。14年初めにかけて大きく減少していた中古住宅販売が増加傾向にあり、新築住宅と合わせた販売件数は、13年半ばの直近ピーク近くまで回復(図表1-4)。住宅建設業者の販売見込みの改善を踏まえると、先行きも住宅市場は緩やかな回復が続く見込み。
- (5) こうしたなか、FRBは2014年10月に量的緩和を終了し、金融政策の正常化に着手。以下では、まず、米国の金融政策の行方とその影響について検討。そのうえで、米国経済については、①労働市場の流動性、②家計部門の資産・所得格差、③金融機関の消費者向け貸出、などにみられるグレート・リセッションの後遺症について詳しく考察。合わせて、14年11月の中間選挙の結果を踏まえた財政政策の行方についても言及。

(図表1-1) 消費者マインドと経済政策不確実性指数



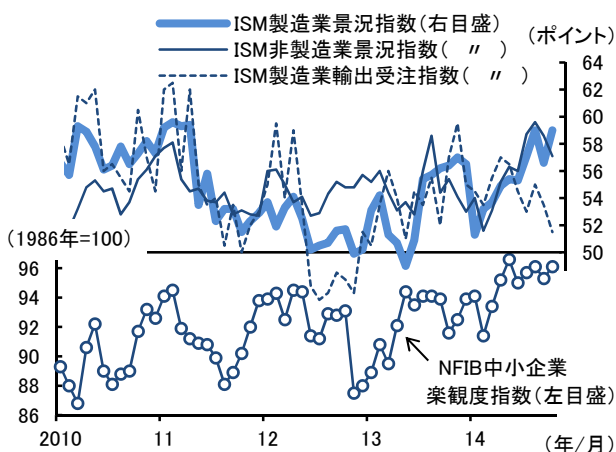
(資料) The Conference Board, Economic Policy Uncertainty
(注) ①不確実性に関する新聞記事の数、②税制変更の影響度、③エコノミスト予想のパラツキ度合い、を基に算出された指数。

(図表1-2) 失業率と賃金の伸び



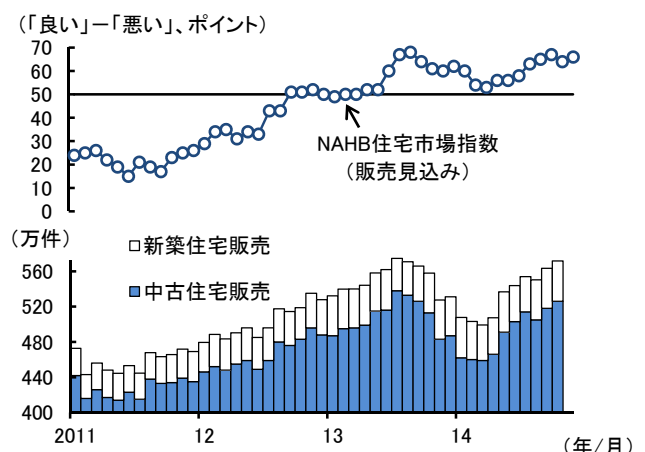
(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表1-3) 企業マインド



(資料) ISM, NFIB

(図表1-4) 住宅販売実績と販売見込み



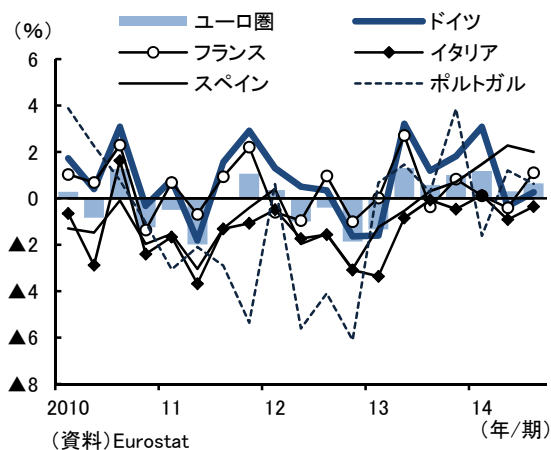
(資料) U.S. Census Bureau, NAR, Freddie Mac

現状 ユーロ圏景気は、低成長が持続

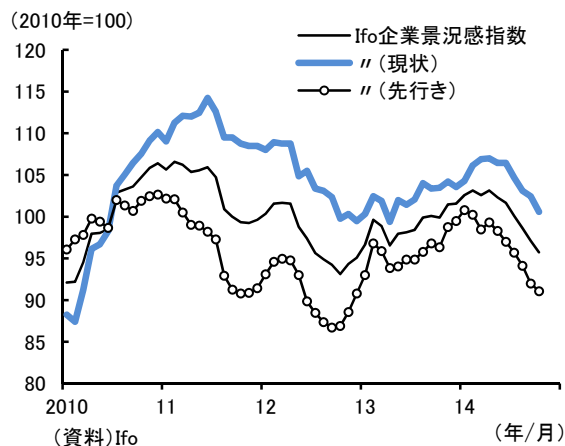
(Ⅱ) 欧州

- (1) ユーロ圏景気は、総じて低成長が持続。ドイツでは、2014年7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+0.3%と低迷（図表2-1）。新興国景気の伸び悩みやロシア・ウクライナ問題の長期化を受け、企業マインドが大幅に悪化しているほか、景気の動きに先行性を有する製造業受注が弱含むなど、これまで欧州景気の下支え役となってきたドイツ景気の先行きに不透明感（図表2-2）。また、イタリアでは、2四半期連続のマイナス成長となり、リーマン・ショック以降3度目のリセッション入り。これに対し、スペインやポルトガルでは、労働市場改革の効果が顕在化し、2013年以降、成長ペースが持ち直すなど、南欧諸国の間で景気回復ペースに格差がみられる状況。
- (2) ユーロ圏全体でみると、雇用・所得環境の厳しさが持続していることを背景に、個人消費が低調に推移。こうした域内需要の弱さや、エネルギー・食品価格の下落により、デフインフレ傾向が持続（図表2-3）。
- (3) 一方、英国景気は、堅調な個人消費をけん引役に回復傾向が持続。もっとも、賃金の伸びが低迷するなか、BOEの住宅ローン規制などを背景に、住宅価格の上昇ペースがやや鈍化しており、先行き、資産効果が減衰し、個人消費の回復ペースは鈍化へ（図表2-4）。
- (4) こうしたなか、ECBは、2014年6月以降、相次いで追加金融緩和を実施。以下では、まず、米国同様、欧州の金融政策の行方とその影響を検討。そのうえで、欧州経済の先行きを展望するうえで重要となる、①ドイツ景気の方行、②南欧諸国の景気回復ペースの格差、③ロシア・ウクライナ問題の影響について検証。また、英国については、④賃金伸び悩みの背景について詳しく考察。

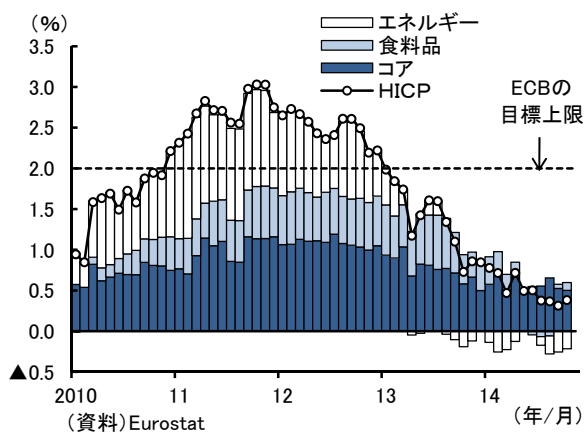
(図表2-1) ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



(図表2-2) ドイツの企業景況感



(図表2-3) ユーロ圏のHICP(前年比寄与度)



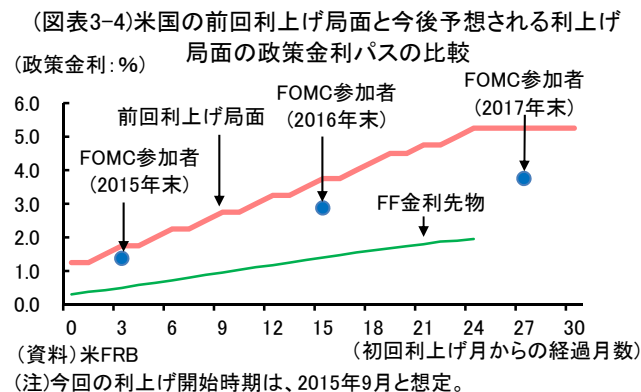
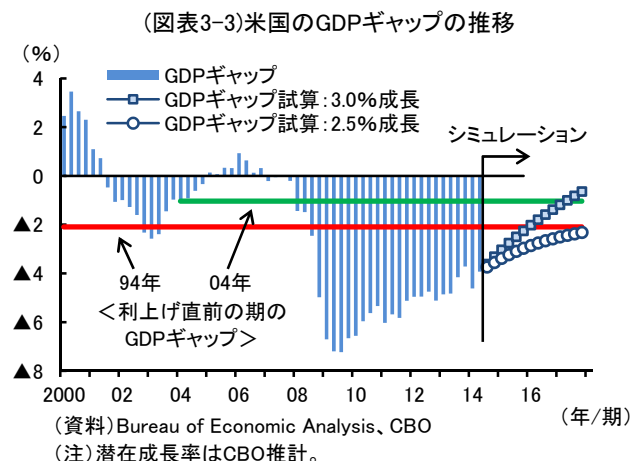
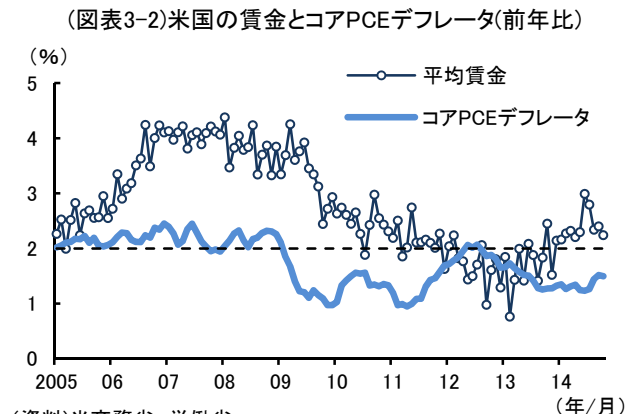
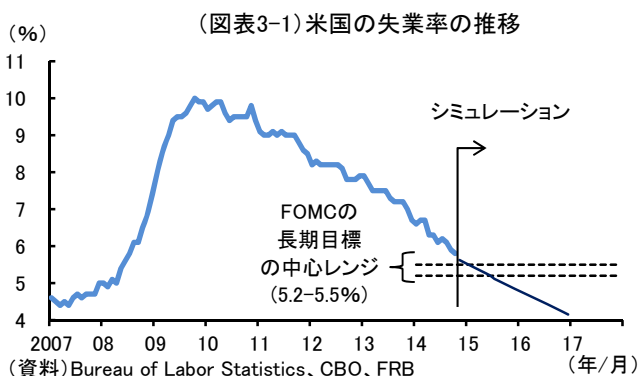
(図表2-4) 英国の小売売上と住宅価格、消費者マインド



金融政策① FRBは2015年夏以降、緩やかなペースでの利上げへ

(I) FRBの金融政策の行方

- (1) FRBは、10月のFOMCでMBSや国債の買い入れ(QE3)の終了を決定し、金融政策の焦点は、利上げ開始時期や利上げペースに移行。
- (2) 利上げに向けた環境は徐々に整いつつある状況。雇用環境については、雇用者数の伸びが均して20万人を超え、失業率の低下傾向が続くなか、10月FOMC声明では、「労働市場の『ゆるみ』は徐々に解消されつつある」と労働市場の判断を上方修正。今後も失業率の順調な低下が続けば、2015年夏頃にはFOMCの長期目標の中心レンジ(5.2-5.5%、2014年9月時点)の下限付近に到達する可能性大(図表3-1)。インフレ率についても、FOMCは、原油価格の下落などが一時的な抑制要因となる可能性を指摘しつつも、「2%を下回り続ける可能性は今年初め以降、幾分低下した」との判断を維持。
- (3) 一方で、経済情勢を理由としたパートタイム従事者や長期失業者の高止まりが続くなど、「雇用の質」の改善は道半ばの状態にあり、時間当たり賃金は依然として伸び悩みが持続(図表3-2)。また、GDPギャップは依然として歴史的な高水準にあり、デイスインフレ圧力が根強く残存(図表3-3)。当面は、賃金の伸び悩みとデイスインフレ圧力の残存がFRBの緩和的な政策スタンスを正当化。ちなみに、GDPギャップが過去の利上げ開始時まで縮小するのは、早くとも2015年後半となる見込み。
- (4) これらを踏まえると、FRBの利上げ開始は2015年夏以降となり、その後の利上げペースも緩やかなものになると予想。2014年入り以降、FOMC参加者の政策金利見通し(中央値)は上方修正されてきたものの、それでも「慎重な(measured)ペース」での利上げとされる2004年の前回利上げ局面よりも緩やかなペースでの政策金利の引き上げが想定されている状況(図表3-4)。
- (5) ただし、今後予想されるFRBの声明文変更(フォワードガイダンス修正)の前後に、一時的に金融市場のボラティリティが高まるリスク。足許、FF金利先物が織り込む市場の利上げ見通しは、直近のFOMC参加者の利上げ見通し(中央値)よりも大きく後ずれ(前掲図表3-4)。実際の利上げペースは今後の経済指標次第ながら、仮に市場の見通しがFOMCの見通しにさや寄せされる展開となれば、金利が上振れするリスク。

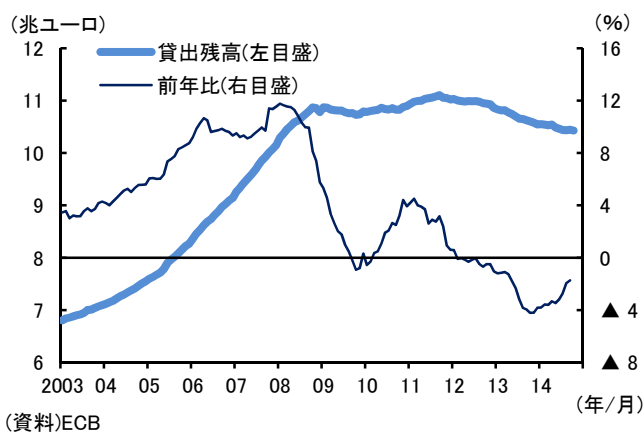


金融政策② ECBは限定的な規模での国債購入に踏み切る可能性も

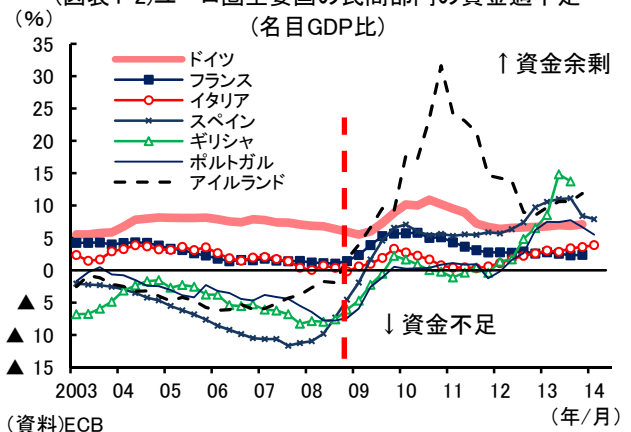
(Ⅱ) ECBの金融政策の行方

- (1) ECBは、2014年6月の理事会で超過準備預金などに対するマイナス金利やTLTRO(的を絞った資金供給)などの追加金融緩和パッケージを発表して以降、9月の理事会で資産担保証券(ABS)・カバードボンドの購入を決定するなど、積極的な金融緩和スタンスを継続。
- (2) もっとも、ECBが6月以降に打ち出した緩和策は、為替市場でのユーロ安の流れを後押ししたものの、域内金融機関による民間向け貸出は前年割れが続くなど、緩和効果がECBの想定通りには实体经济に浸透していないのが実情(図表4-1)。ユーロ圏主要国の民間部門の資金過不足の状況を見ると、債務危機に見舞われた周縁国では、2008年の金融危機前は資金不足が続いていたものの、金融危機後は資金余剰に転換(図表4-2)。足許にかけても資金余剰が続いており、民間部門のバランスシート調整が道半ばにあること、あるいは、資金需要が乏しいことを示唆。2014年10月にかけて実施された資産査定・ストレステストを経て、健全性が担保された金融機関であっても、当面、民間向け貸出の大幅な増加は期待し難く、貸出増加を通じた域内需要の本格的な押し上げは見込み薄。こうした状況下、ユーロ安による輸出競争力の改善を通じた域外輸出の増加に期待せざるを得ないものの、海外景気が減速するなか、輸出拡大を起点に域内景気が本格回復するというシナリオも描けず(図表4-3)。
- (3) ユーロ圏のインフレ率(HICP)については、①ユーロ安による輸入物価の押し上げ効果がエネルギー価格の下落により相殺されること、②域内景気の低迷により、需給ギャップの解消が緩慢なペースにとどまること、等から、ECBの政策目標である2%弱を大きく下回る状況が長期化する見通し(図表4-4)。
- (4) 景気の低迷やデシインフレが続くなか、財政状況が相対的に健全なドイツが大幅な財政出動に消極的な姿勢を堅持するなど、財政支出拡大を起点とした域内需要の拡大も見込み難く、当面、景気・物価の押し上げに向けECB頼みの状況が続くのは必至。今後、①TLTROの条件緩和(担保・資金使途など)、②民間資産の購入対象拡大(社債など)、等の追加緩和を実施する見込み。大規模な国債購入を伴う量的緩和の実施には、ドイツの根強い反対などの高いハードルが存在するものの、ECBの既往の緩和策の限界が意識されるなかで、限定的な規模での国債購入に踏み切る可能性も。

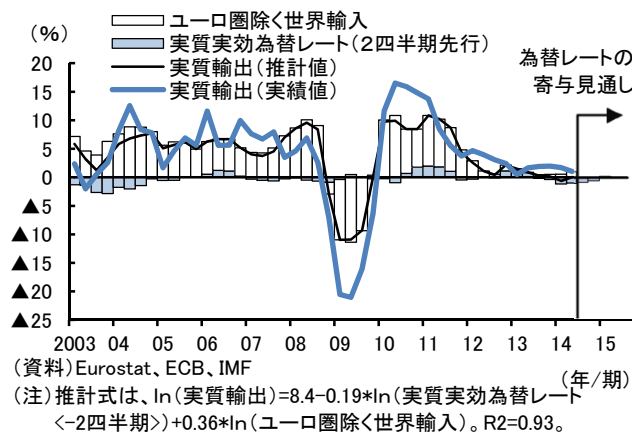
(図表4-1)ユーロ圏金融機関の民間向け貸出の推移



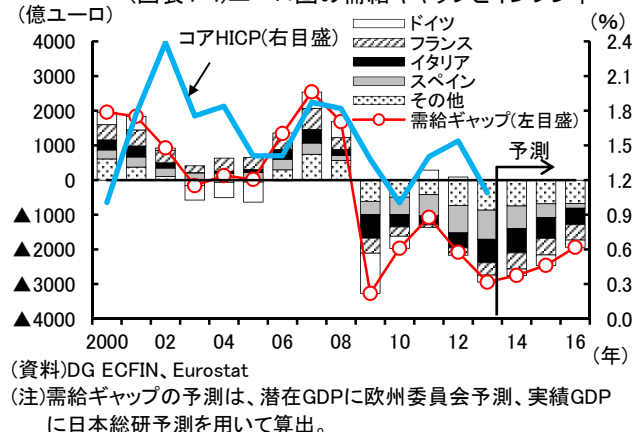
(図表4-2)ユーロ圏主要国の民間部門の資金過不足 (名目GDP比)



(図表4-3)ユーロ圏の域外向け輸出(前年比)



(図表4-4)ユーロ圏の需給ギャップとインフレ率



金融政策③ FRBの利上げに対する過度な懸念は不要か

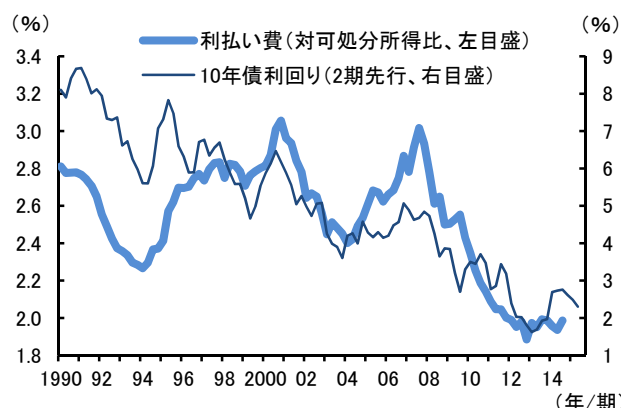
(Ⅲ) FRBの利上げによる影響

- (1) 世界的に影響力のある米国の利上げは、内外で様々な影響を及ぼす可能性。ただし、米国景気については、利上げが景気回復を前提とする以上、過度な下振れ懸念は不要と判断。金利上昇に伴い、これまで米国の個人消費押し上げに作用してきた株価や住宅価格の上昇による資産効果の減衰が見込まれるものの、金利の大幅な上昇が回避される限り、景気や企業業績の改善を映じた株価や住宅価格の緩やかな上昇基調が続く、個人消費の下支えに寄与する見込み(図表5-1)。また、家計の利払い費負担は足許で過去最低水準付近で推移しており、金利が多少上昇しても、個人消費の腰折れにつながる可能性は小(図表5-2)。
- (2) 新興国では、バーナンキ前FRB議長が量的緩和縮小の可能性に言及した2013年春から夏場にかけて、また、FRBが量的緩和縮小を開始した14年入り後に、資金流出懸念の高まりから、大幅な通貨安・株安に見舞われるという市場の混乱が発生(図表5-3)。14年春以降は落ち着きを取り戻しているものの、地政学リスクや景気の減速懸念が残存するなか、今後、FRBの利上げ(観測の強まり)をきっかけに、市場の混乱が再燃する可能性も。ただし、米金利の上昇ペースが緩やかにとどまれば、FRBの利上げ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込み。
- (3) 為替市場では、堅調な米国景気やFRBの金融政策の正常化を反映して、ドル高地合いが持続する見込み。ユーロの対ドル相場では、FRBが資産買い入れを終了する一方で、ECBが積極的な資金供給を続けることにより、金利差だけでなく、中銀のバランスシートの観点でも、米欧の金融政策の方向性の違いが鮮明化するとみられ、ドル高ユーロ安の流れを後押し(図表5-4)。ユーロ圏では、前述の通り、通貨安だけでは輸出主導の景気の本格回復やデysinフレ傾向からの脱却は見込めないものの、少なくとも2014年春にかけての通貨高による景気・物価の下押し圧力は一段と和らいでいく見込み。



(資料) トムソン・ロイターを基に日本総研作成 (年/月)
 (注1) 推計式は以下の通り。推計期間は、1990年1月から2014年10月。
 $\ln(S\&P500) = 1.80 \times 9.9 + 0.74 \times \ln(\text{予想EPS}) \times 18.7 - 0.08 \times (10\text{年債利回り}) \times -7.6 + 0.54 \times \ln(\text{CB消費者信頼感指数}) \times 18.7$
 (注2) シミュレーションは、金利が2015年末にかけて3.2%に上昇(日本総研予想)し、その後は横這い、予想EPSは前年比+8%程度(14年10月時点の12ヵ月先予想EPSの増加ペース並み)が続くと仮定。

(図表5-2) 10年債利回りと家計の利払い費負担



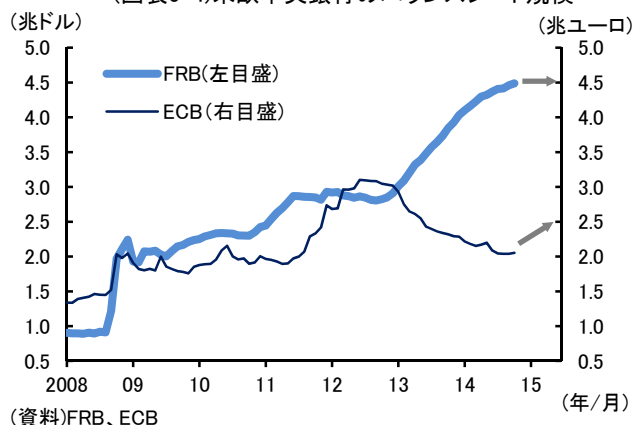
(資料) FRB, Bureau of Economic Analysis, Bloomberg L.P. (年/期)
 (注) 2014年10~12月期の10年債利回りは、11月11日までの実績。

(図表5-3) 米国の2年債利回りと新興国通貨



(資料) Bloomberg L.P. (年/月)
 (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5-4) 米欧中央銀行のバランスシート規模



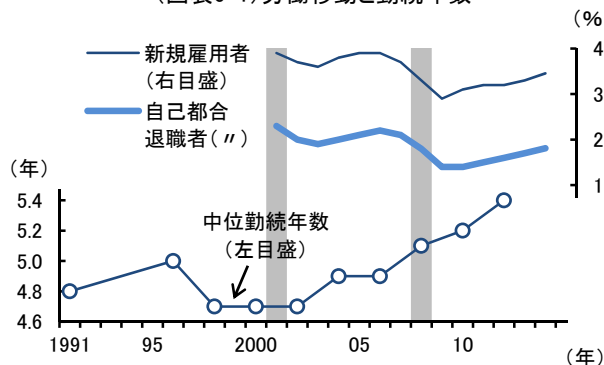
(資料) FRB, ECB

米国① 労働市場の流動性の低下が、賃金伸び悩みの一因に

(I-1) 労働市場の流動性

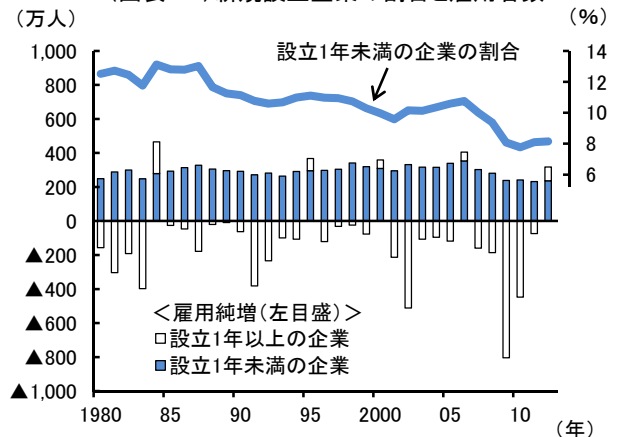
- (1) 労働市場では、2014年入り以降、非農業部門雇用者数の伸びが均して20万人を上回り、足許で失業率がリーマン・ショック前の2008年7月以来となる5%台まで低下するなど、回復の動きが強まる状況。
- (2) もっとも、労働移動についてみると、新規雇用者が伸び悩む一方で、自己都合による退職者の持ち直しも緩慢にとどまっており、雇用者数の増加は入職者の増加ではなく、離職者の減少により押し上げられているという側面も(図表6-1)。これを映じ、リーマン・ショック以降、雇用者の勤続年数が長期化しており、米国では労働市場の流動性の低下が懸念される状況。
- (3) 労働市場の流動性低下の一因として、新規企業の減少が指摘可能。リーマン・ショック以降、設立1年未満の企業が大幅に減少しており、新規企業による雇用の吸収力が低下(図表6-2)。新たな就業機会の減少が、転職の抑制につながっている公算。
また、リーマン・ショック後に雇用環境が著しく悪化したことを契機に、雇用者の職に対する安定志向が強まっている可能性。加えて、2000年入り後、25~54歳の若中年齢層の比率が低下する一方、相対的に転職意向が低いと推測される55歳以上の高齢層の比率が大幅に上昇しており、人口動態の構造的な変化による影響も無視できず(図表6-3)。
- (4) 米国では、転職者の賃金は、現職にとどまる雇用者に比べ顕著に増加する傾向があるほか、企業都合による失職の場合でも、再就職者の半数超が前職に比べ賃金が増加(図表6-4)。労働市場の流動性の低下は、転職による賃金増を抑制することで、足許の賃金伸び悩みの一因に。

(図表6-1) 労働移動と勤続年数



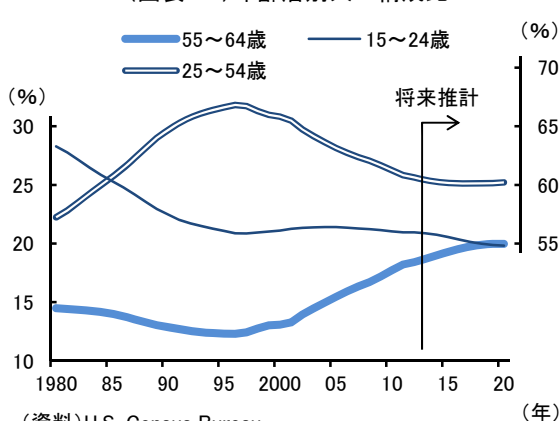
(資料) Bureau of Labor Statistics
(注1) 新規雇用者・自己都合退職者は、全雇用者に占める割合。2000年12月分より公表開始。
(注2) シャドー部分は景気後退期。

(図表6-2) 新規設立企業の割合と雇用者数



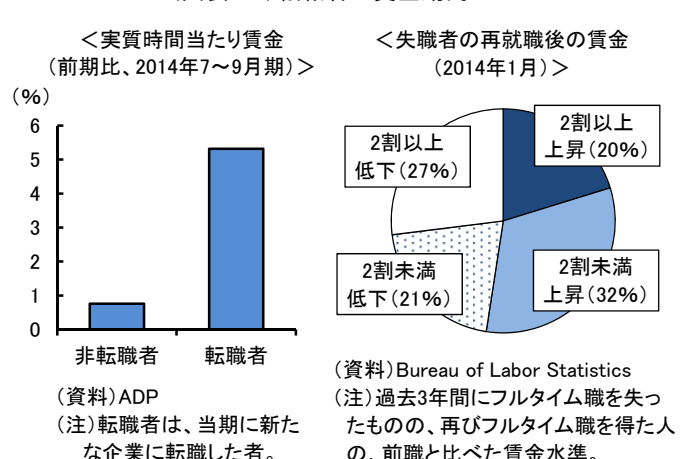
(資料) U.S. Census Bureau

(図表6-3) 年齢層別人口構成比



(資料) U.S. Census Bureau
(注) 15~64歳の人口に占める各年齢層の割合。

(図表6-4) 転職者の賃金動向



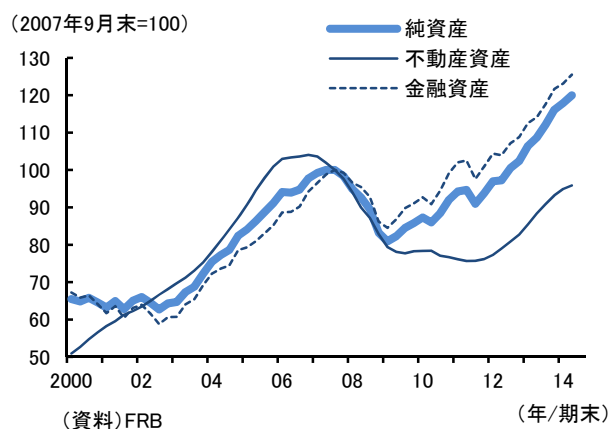
(資料) Bureau of Labor Statistics
(注) 過去3年間にフルタイム職を失ったものの、再びフルタイム職を得た人の、前職と比べた賃金水準。

米国② 中低所得層の資産・所得の回復は、依然道半ば

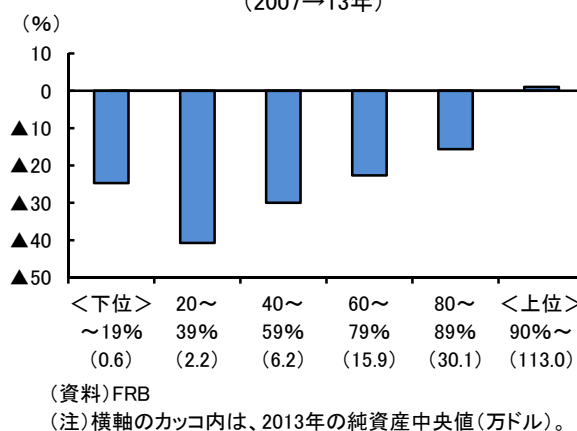
(I-2) 家計部門の資産・所得格差

- (1) 家計部門では、バランスシート調整が着実に進展。負債面では、債務残高の圧縮や債務返済負担の低減が進み、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。また、資産面でも、家計部門の純資産は、足許でリーマン・ショック前ピーク（2007年6月末）を約2割上回る水準まで増加（図表7-1）。
- (2) もっとも、所得階層別にみると、2013年時点の世帯当たり純資産は、上位10%の高所得層を除き、依然として07年の水準を大きく下回る状況（図表7-2）。家計部門の純資産の増加は、株式を中心とした金融資産の増加が牽引役となっており（前掲図表7-1）、株式保有割合の高い高所得層に純資産の増加が偏っている状況。
- (3) 加えて、所得や賃金・給与面でも、所得階層間でリーマン・ショック以降の回復度合いに格差。2013年の所得および賃金・給与を所得階層別にみると、高所得層では、07年を上回る水準まで回復している一方、中低所得層では、依然として07年を下回る水準で推移（図表7-3）。とりわけ、下位20%の所得層の賃金・給与は、07年の水準を3割弱下回る状況にあるなど、中低所得層では所得環境の厳しさがなお顕著に残存。
- (4) ちなみに、所得の内訳を純資産階層別にみると、総じて資産が少ない層ほど賃金・給与への依存が大（図表7-4）。中低所得層には資産効果の恩恵が行き渡らない状況下、個人消費の増勢加速には、高所得層だけでなく中低所得層での賃金の伸びの拡大が不可欠。

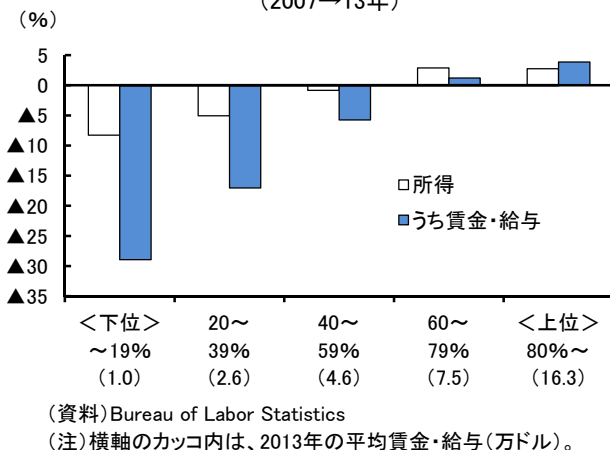
(図表7-1) 家計部門の資産残高



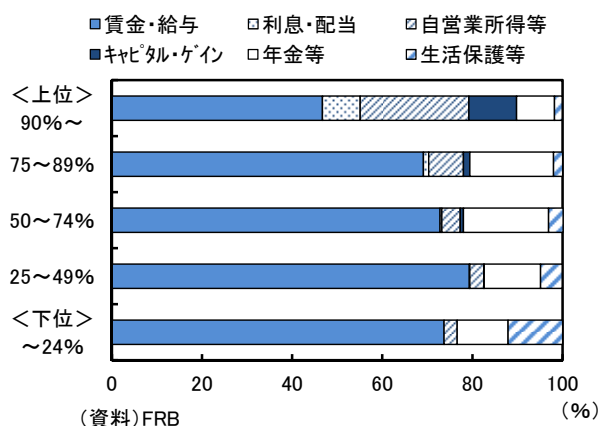
(図表7-2) 所得階層別の純資産の伸び率 (2007→13年)



(図表7-3) 所得階層別の所得・賃金の伸び率 (2007→13年)



(図表7-4) 純資産階層別の所得内訳 (2013年)

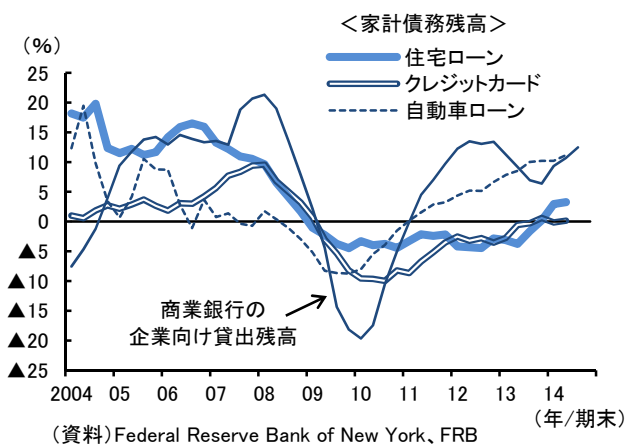


米国③ 消費者向け貸出の回復には、所得環境の改善が不可欠

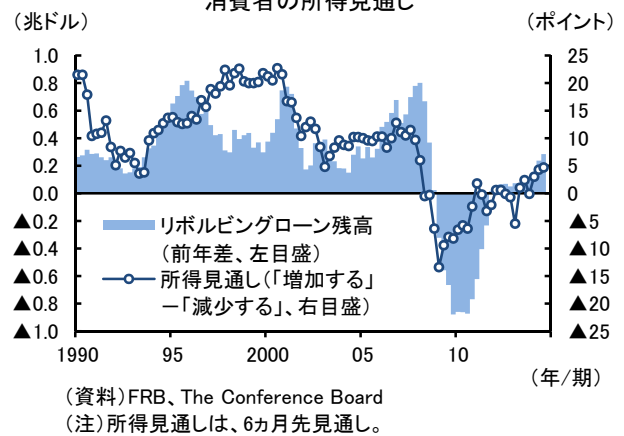
(I-3) 金融機関の消費者向け貸出

- (1) リーマン・ショック以降、大きく落ち込んだ金融機関の貸出残高は、企業・消費者向けともに回復基調（図表8-1）。もっとも、企業向け貸出や自動車ローンが堅調に増加する一方、住宅ローンやクレジットカードは、足許でようやく前年比プラス圏に浮上と伸び悩み。
- (2) 住宅ローン伸び悩みの一因として、住宅バブル崩壊後の住宅市場の回復が依然として道半ばであることを指摘可能。また、クレジットカードについては、消費者の所得見通しの改善が緩慢にとどまるなか、借り入れを伴う消費に対する消費者の慎重姿勢が根強く残存（図表8-2）。
- (3) 消費者向けを中心とした貸出の伸び悩みは、こうした資金需要の低迷だけでなく、リーマン・ショック後の金融機関のリスクテイク姿勢の慎重化も大きく影響している可能性。2005年以降の貸出基準レンジからみた足許の貸出基準のレベルは、消費者向けを中心に、依然として「厳しい」あるいは「中間程度」とする金融機関が大半（図表8-3）。比較対象期間は、貸出基準が大幅に厳格化された金融危機後を含んでおり、平時と比べ厳しめのバイアスを持っていることを踏まえると、足許の金融機関の貸出基準は極めて厳しい水準にあることを示唆。なお、住宅ローンの貸出基準の厳格化は、2014年1月に導入された返済能力に関する審査の強化を主眼とした新たな規制の影響も大。
- (4) 先行き、住宅ローンなどでは規制の見直しによる貸出の増加が期待されるものの、本質的な消費者向け貸出の回復には、需要・供給の双方の観点から、消費者の所得環境の改善が不可欠。すなわち、貸金の伸びの拡大が消費者の信用力の向上に寄与し、消費者の住宅取得やクレジットカード利用意欲を後押しするという好循環を生み出せるかがカギに（図表8-4）。

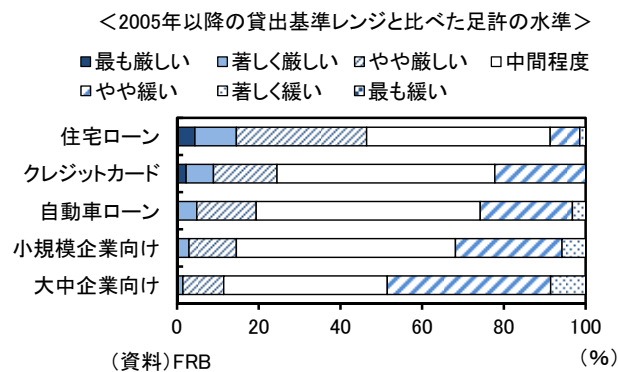
(図表8-1) 家計債務残高と企業向け貸出残高(前年比)



(図表8-2) リポリング・ローン残高と消費者の所得見通し

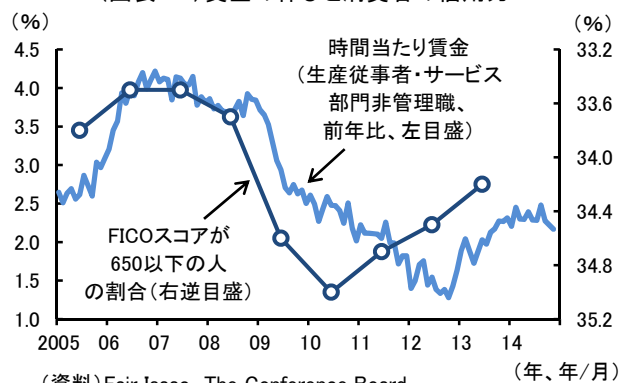


(図表8-3) 金融機関の貸出基準(2014年7月)



(注) 企業向けは、シンジケートローンを除く。消費者向けは、全てプライム層向け(住宅ローンは、GSEの債権買取基準を満たすコンフォーミングローン)。

(図表8-4) 貸金の伸びと消費者の信用力

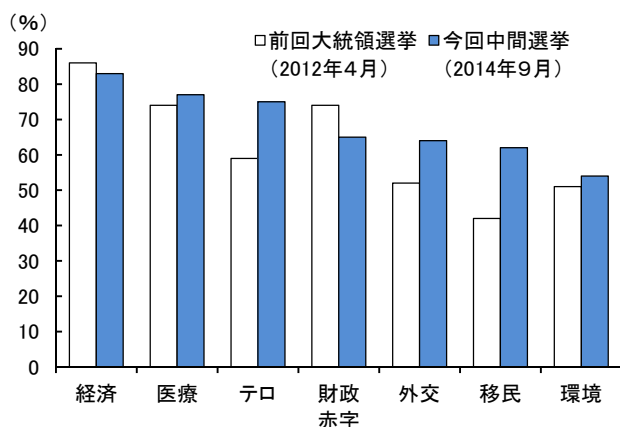


米国④ 当面、財政面からの景気下押し圧力は限定的

(I-4) 財政政策の行方

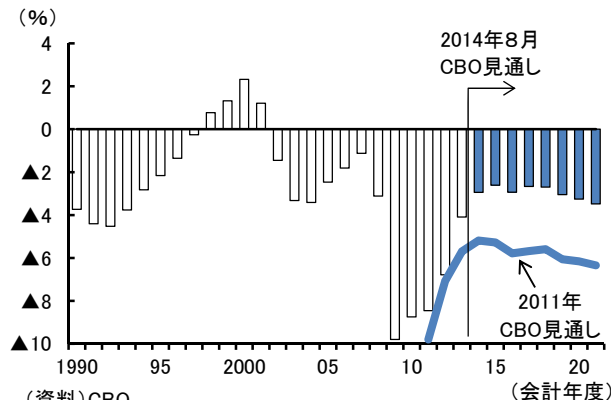
- (1) 2014年11月4日に中間選挙が行われ、共和党が上院・下院ともに過半数の議席を獲得。この結果、「議会のねじれ」は解消されたものの、「大統領と議会のねじれ」は残存。選挙における国民の関心事をみると、12年の大統領選挙時と比べ、今回の中間選挙では、テロや外交、移民など、これまで相対的に関心が低かった政策への注目が上昇。一方、経済や財政赤字に対する関心が低下(図表9-1)。背景として、景気の回復と財政赤字の縮小が指摘可能。財政赤字見通しは、景気拡大による税収の増加や歳出の削減により大きく改善しており、足許で財政赤字への懸念が後退(図表9-2)。
- (2) もっとも、2015年3月には債務上限の引き上げ期限を迎え、財務省による緊急措置等を勘案しても15年夏から秋までには再度引き上げが必要となるほか、15年9月にかけては、16年度予算案を巡る議論の行方も焦点に。加えて、財政健全化の面でも、長期的には高齢化による医療・社会保障費の増加や、金利の上昇による利払い費の増加などが見込まれ、抜本的な財政再建策の策定が不可欠な状況は変わらず。
- (3) ただし、これまで財政政策に対する両党の過度に頑なな対決姿勢が、政治に対する国民の不信、とりわけ共和党への批判を招来(図表9-3)。2016年の大統領選を見据え、大統領・共和党ともに世論の批判を招きかねない強硬姿勢はとりづらく、企業・消費者マインドを下押しするような財政を巡る混乱が再び生じる可能性は小さいと予想。
- (4) 一方、財政赤字が縮小するなか、2011年以降減少が続いていた裁量的支出が、15年には増加に転じる見込み(図表9-4)。強制歳出削減の継続などを背景に、増加ペースの加速は期待し難いものの、先行き政府支出の削減による景気下押し圧力は緩和に向かう見通し。

(図表9-1) 選挙における国民の関心事



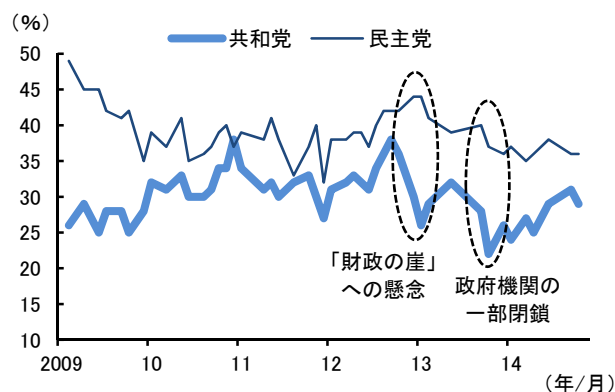
(資料) Pew Research Center

(図表9-2) 財政収支(対GDP比)



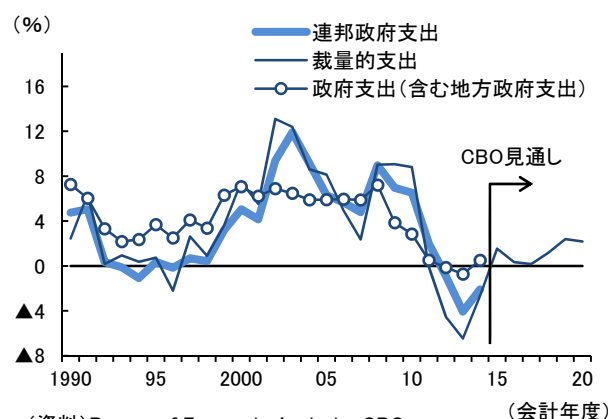
(資料) CBO
(注1) 2014年8月時点の法制度を前提としたベースライン見通し。
(注2) 2011年見通しはブッシュ減税を全面延長した場合の見通し。

(図表9-3) 民主党・共和党の支持率



(資料) Wall Street Journal、NBCをもとに日本総研作成
(注) 各政党に対する、“Very Positive”、“Somewhat Positive”との回答の合計。

(図表9-4) 政府支出と裁量的支出(前年比)



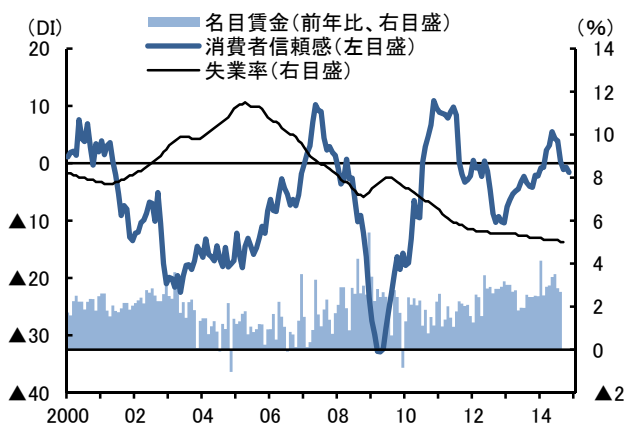
(資料) Bureau of Economic Analysis、CBO
(注) CBO見通しは、2014年8月時点の法制度を前提とした見通し。

欧州① ドイツ景気のカ強い回復は期待薄

(Ⅱ-1) ドイツ景気の方

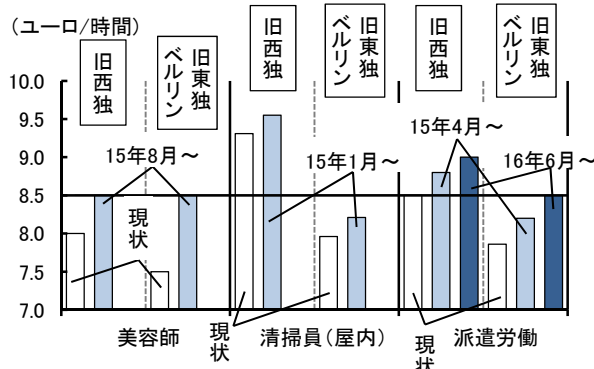
- (1) ドイツでは、失業率が低下傾向をたどり、2%を上回る賃金の伸びが続くなど、雇用・所得環境の改善が持続(図表10-1)。地政学リスクの高まりや域内景気の減速を背景に、足許で消費者マインドにやや弱含みがみられるものの、2015年1月の全国一律の最低賃金の導入により、370万人が直接的な賃金上昇の恩恵を受けるとされており、2000年代の労働市場改革で急増した低賃金労働者を中心に賃金上昇圧力が高まる見込み(図表10-2)。このため、当面、家計部門は堅調さを維持する見通し。
- (2) 企業部門では、内需の堅調さを反映し、サービス業の企業マインドは底堅く推移しているものの、外需の先行き懸念を背景に製造業のマインドが弱含み。これまで、ドイツの輸出は、ユーロ圏内向けが低迷する一方、域外向けが拡大し全体を牽引してきたものの、先行き域外向け輸出にも減速感が強まる公算。今後、2014年夏以降に進んだユーロ安による押し上げ効果が期待される一方、地政学リスクの残存や新興国景気の減速が、域外向け輸出を下押しする公算(図表10-3)。総じて、輸出の持ち直しは緩やかにとどまる見通し。
- (3) 加えて、外需をめぐる先行き不透明感の高まりを受け、企業の投資姿勢が慎重化。足許で、企業の借入需要に弱含みの兆しがみられており、先行き、設備投資は力強さを欠く状態が続く見通し(図表10-4)。こうした設備投資の弱含みが長期化すれば、生産性の低下につながり、労働力人口の減少とあいまって、ドイツの潜在成長率の下押しに作用する恐れ。
- (4) 以上を踏まえると、ドイツでは、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の堅調さが景気を下支えするとみられるものの、輸出を起点とした企業部門の持ち直しが緩慢にとどまるため、景気回復ペースの大幅な加速は期待薄。こうした状況下、輸出の減速を契機とした企業部門の弱含みが、雇用・所得環境の下押しを通じて家計部門に波及する可能性に留意が必要。

(図表10-1)ドイツの雇用所得環境と消費者マインド



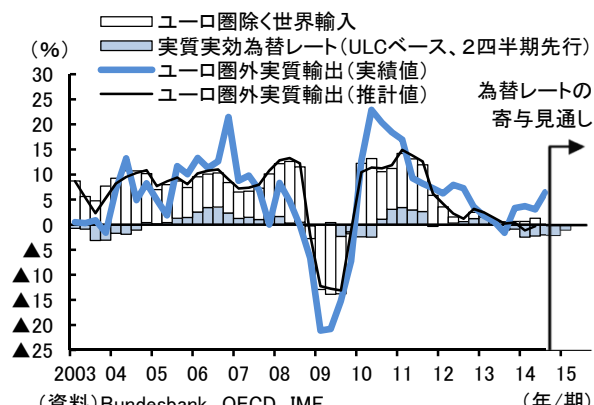
(資料) DG ECFIN, Eurostat, ドイツ統計局 (年/月)

(図表10-2)ドイツの業種別最低賃金の引き上げ見通し



(資料) ドイツ統計局を基に日本総研作成
(注1) 全国一律最低賃金8.5ユーロ/時間は、17年に完全実施予定。
(注2) 旧東独・ベルリンの清掃員(屋内)の最低賃金は、17年1月までに8.5ユーロ/時間以上へ引き上げられる見込み。

(図表10-3)ドイツのユーロ圏外向け輸出(前年比)



(資料) Bundesbank, OECD, IMF (年/期)
(注) 推計式は、 $\ln(\text{実質輸出}) = 0.68 - 0.48 * \ln(\text{実質実効為替レート} < 2\text{四半期} >) + 0.44 * \ln(\text{ユーロ圏除く世界輸入})$ 。R2=0.94。

(図表10-4)ドイツの設備投資、実質輸出、企業の借入需要



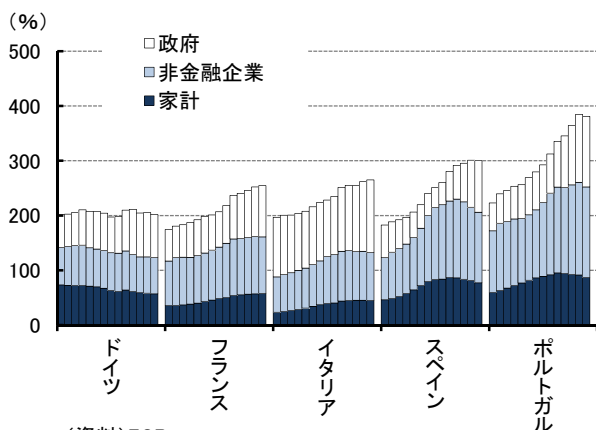
(資料) ECB (年/期)

欧州② 労働市場改革の進展度合いにより、成長ペースが二極化

(Ⅱ-2) 南欧諸国の景気回復ペースの格差

- (1) 南欧諸国では、家計・企業・政府ともに債務が高止まりしており、バランスシート調整が道半ば(図表11-1)。このため、政府は緊縮財政を継続、企業は投資を抑制するなど、景気回復を抑制する動きが持続。
- (2) もっとも、南欧諸国のあいだでも、足許で回復ペースに格差がみられる状況。スペインやポルトガルでは、労働市場改革の進展による対外競争力の高まりを背景に、2011年の欧州債務危機後も輸出が増加し、景気は緩やかながらも回復(図表11-2)。足許では、域内景気の低迷や新興国景気の減速を受け、輸出の先行きに不透明感が高まっているものの、労働コストの低下や法人税減税に向けての取り組みが進むなど、企業を取り巻く環境が改善しており、輸出は相対的に底堅く推移する見通し。また、労働市場改革による企業部門の持ち直しが、雇用の増加などを通じて内需にも波及しており、個人消費が持ち直し傾向に(図表11-3)。加えて、両国では、GDPに占める旅行輸出(インバウンド需要)のウェイトが大きく、近年の観光客の増加が景気の押し上げに寄与(図表11-4)。
- (3) 一方、労働市場改革に顕著な進展がみられないフランスやイタリアでは、対外競争力が高まらず、スペインやポルトガルでみられるような、輸出の増加などを通じた企業部門の回復と、それを受けた家計部門の持ち直しという好循環は生まれず。
- (4) 以上を要すると、南欧諸国全体では、バランスシート調整の長期化や高失業が景気下押しに作用し、総じて低成長が続く見通し。もっとも、労働市場改革を断行したスペインやポルトガルでは、着実な持ち直しが期待される一方、先行きも改革の遅れが予想されるフランスやイタリアでは、企業・家計部門ともに弱含み傾向が続くとみられ、南欧諸国間の成長ペースの二極化が一段と進む見通し。

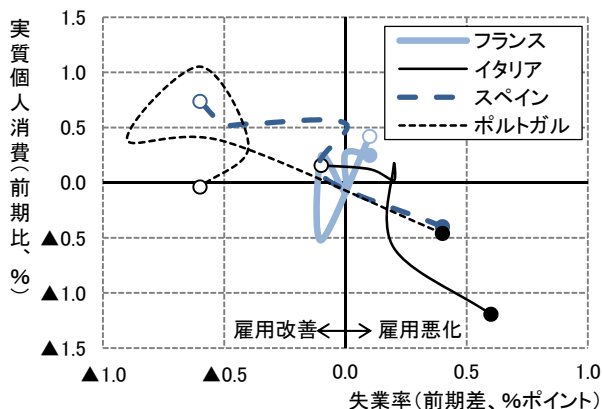
(図表11-1) ユーロ圏各国の政府・民間債務(対名目GDP比)



(資料) ECB

(注) 左から2000年→2013年。

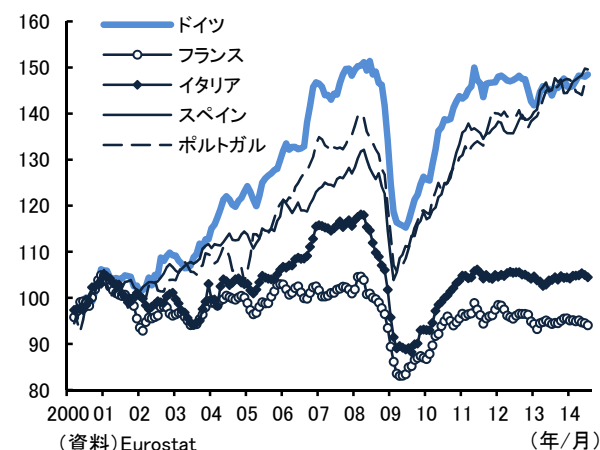
(図表11-3) ユーロ圏各国の雇用環境と個人消費



(資料) Eurostat, 各国統計局

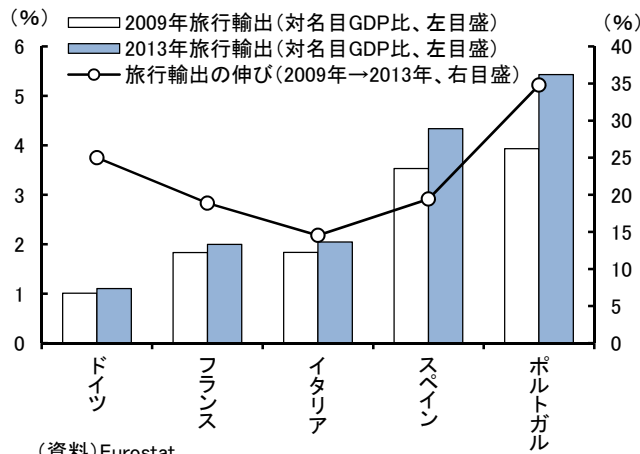
(注) ● 始点(2013年1~3月期) → ○ 終点(14年4~6月期)

(図表11-2) ユーロ圏各国の実質輸出(後方3ヵ月平均)(2000年=100)



(資料) Eurostat

(図表11-4) ユーロ圏各国の旅行輸出(対名目GDP比)



(資料) Eurostat

欧州③ 足許対口関係悪化の影響は軽微も、先行きリスクは残存

(Ⅱ-3) ロシア・ウクライナ問題の影響

(1) EU各国の輸出は、新興国景気の減速により下押しされた面が強いものの、ロシア・ウクライナ問題による影響も無視できず。ただし、現在のところ、主要国における影響は小。ユーロ圏主要4カ国のロシア向け輸出の割合は、もっとも大きいドイツでもわずか3% (図表12-1)。2014年上期のロシア向け輸出は、同国の景気減速を主因に減少したものの、輸出全体に対する下押し圧力は小幅 (図表12-2、12-3)。また、ロシアとのつながりの深い中東欧諸国向けのユーロ圏主要国の輸出は、中東欧諸国の景気が堅調であることから、増勢を維持。

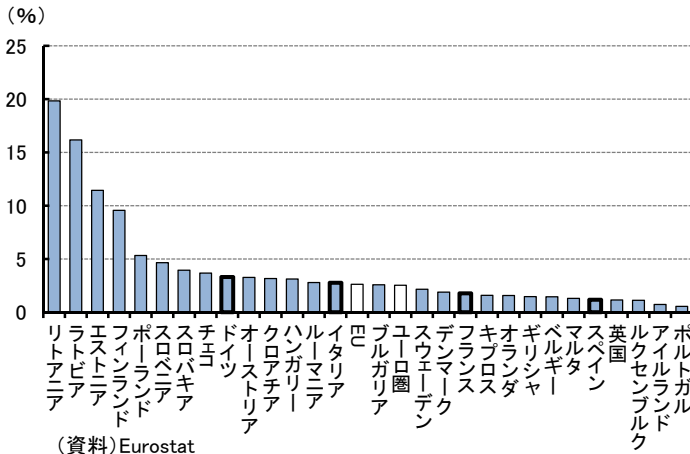
さらに、2014年10月に、ロシアとウクライナが天然ガス価格をめぐる交渉で合意し、当面のエネルギー供給への懸念は後退。海外から中東欧諸国への直接投資も堅調に推移しており、輸出以外の面でも大きなマイナス影響は看取されず。

(2) しかしながら、現在もウクライナ東部をめぐるウクライナとロシアの緊張関係に緩和の兆しは見られず。早期の欧州・ロシア相互の制裁解除は見通し難く、先行き、問題の長期化・深刻化による欧州景気への下振れリスクは残存。

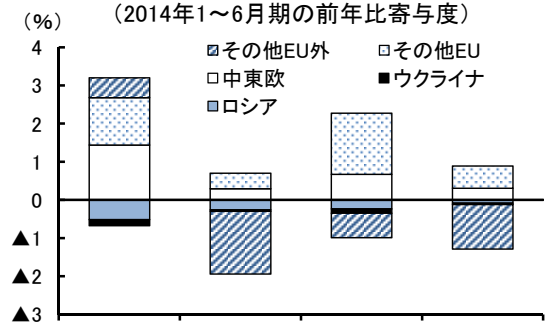
まず、ロシア景気がマイナス成長に陥れば、ロシアとの貿易の結びつきの強い中東欧諸国では、ロシア向け輸出の大幅な減少により景気が減速し、足許で堅調な内需が落ち込む可能性 (前掲図表11-1)。ユーロ圏主要国では、ロシア向け輸出の割合こそ小さいものの、中東欧向けはドイツで2割、イタリアで1割、フランスやスペインでは7%と比較的大きく、ロシア景気後退の影響が、中東欧諸国を通じてユーロ圏に波及する恐れも (図表12-4)。

さらに、エネルギー面でのリスクも残存。天然ガス消費の3割をロシアからの輸入に依存しているEUでは、ロシアが天然ガスの輸出を制限するリスクに備え、調達先の多角化を模索しているものの、抜本的な対応には時間を要する見込み。当面、ロシアからの天然ガスの供給途絶や減少への懸念が燻り続ける見通し。

(図表12-1) EU28カ国の輸出全体に占めるロシア向けの割合 (2013年)

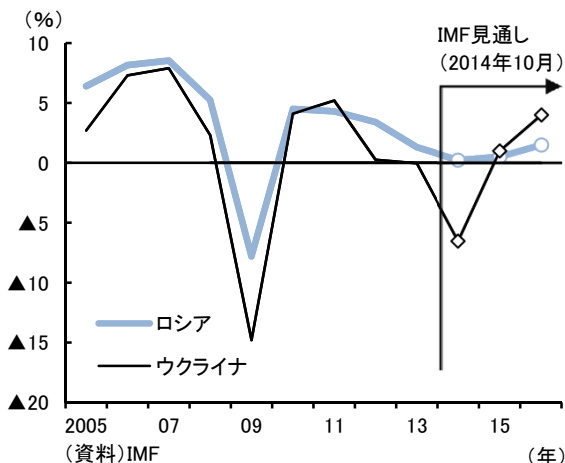


(図表12-2) ユーロ圏主要国の名目輸出 (2014年1~6月期の前年比寄与度)

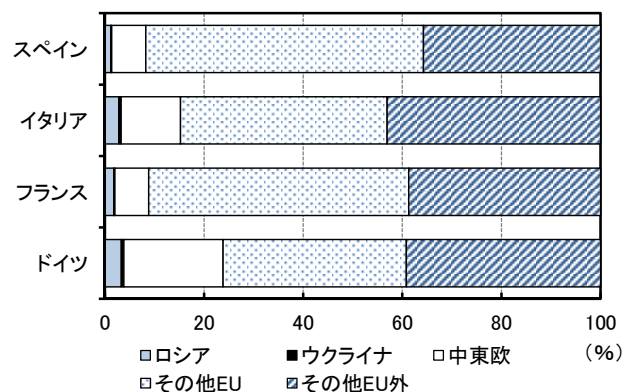


(注) 中東欧は、リトアニア、ラトビア、エストニア、フィンランド、ポーランド、スロベニア、スロバキア、チェコ、オーストリア、クロアチア、ハンガリー、ルーマニア、ブルガリア。

(図表12-3) ロシア・ウクライナの実質GDP (前年比)



(図表12-4) ユーロ圏主要国の輸出仕向地別割合 (2013年)



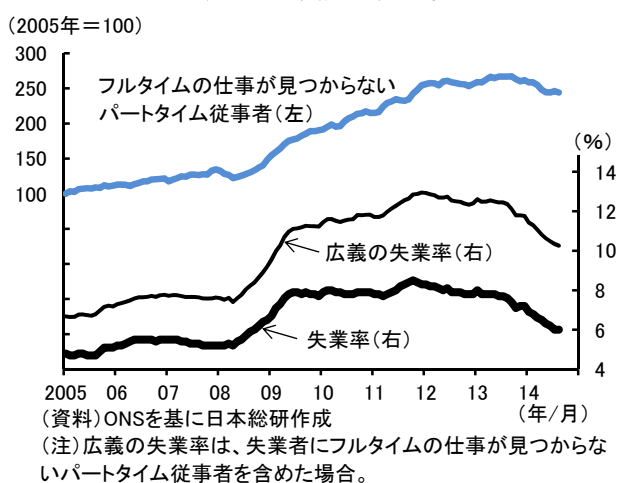
(注) 中東欧該当国は、(図表12-2)と同じ。

欧州④ 英国では、賃金伸び悩みが長期化

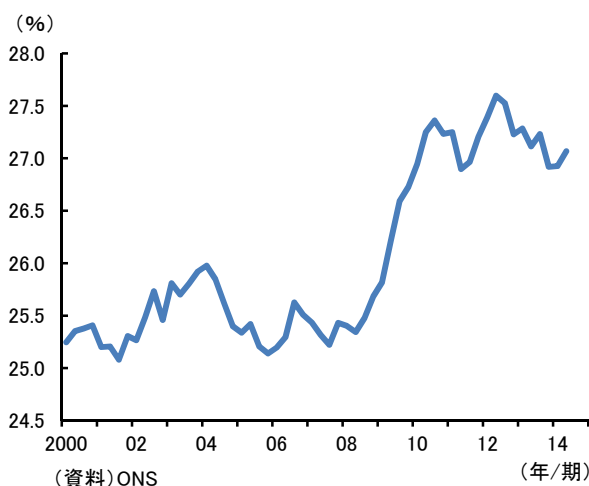
（Ⅱ－４）英国の賃金伸び悩み

- (1) 英国では、失業率が低下傾向にあるなど、雇用環境の改善が持続（図表13-1）。一方、所得環境には、依然として厳しさが残存。リーマン・ショック以降、物価上昇ペースに比べ、賃金の伸び悩みが続いており、家計の実質賃金は低下傾向（図表13-2）。
- (2) この背景として、パートタイム比率の高止まりを指摘可能（図表13-3）。パートタイム従事者の平均賃金は10ポンドと、フルタイム従事者の14ポンドに比べ3割程度低く、パートタイム比率の上昇が賃金の伸びを抑制。
このうち、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している人の数が高止まりしており、こうした人々を失業者に加えた「広義の失業率」は10%超と、いまだリーマン・ショック時を上回る水準（前掲図表13-1）。実際の雇用環境は、通常の失業率で示される以上に厳しい状況。
- (3) また、低賃金労働者の増加も賃金の伸びの鈍化に作用。全体の雇用者数が減少し始めたリーマン・ショック直前から減少が底打ちするまでの雇用悪化局面では、賃金水準が相対的に高い鉱業や製造業、建設業で雇用者数が大幅に減少したのに対し、その後の回復局面では、低賃金のサービス業の雇用者数が大幅に増加。この結果、リーマン・ショック前と比べ、足許では、低賃金の雇用者数の割合が高まっている状況（図表13-4）。
- (4) 先行き、景気の回復に伴い、幅広い業種で労働需要が増え、賃金への上昇圧力が高まっていくと見込まれるものの、フルタイムの仕事が見つからないパートタイム従事者がリーマン・ショック前の水準近くまで減少するには、なお時間を要する見通し。このため、当面、賃金の伸びは、緩やかな上昇にとどまる公算。

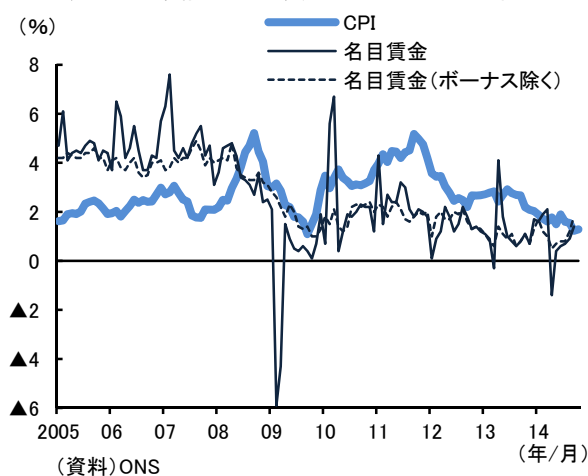
（図表13-1）英国の雇用環境



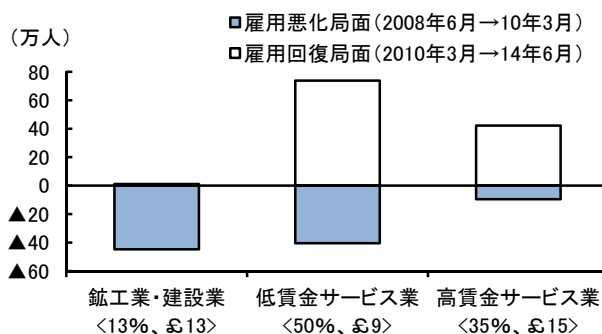
（図表13-3）英国のパートタイム比率



（図表13-2）英国の名目賃金とインフレ率（前年比）



（図表13-4）英国の業種別雇用者数の増減



(注)凡例内は、〈非農業部門雇用者に占める割合、時間当たり平均賃金(英ポンド)〉。非農業部門雇用者全体の時間当たり平均賃金は£12。低賃金サービス業は、小売・外食・福祉。高賃金サービス業は、金融・情報・専門・教育・卸売・運輸・公益・行政。

見通し 米国経済は、回復基調が持続

(I) 米国

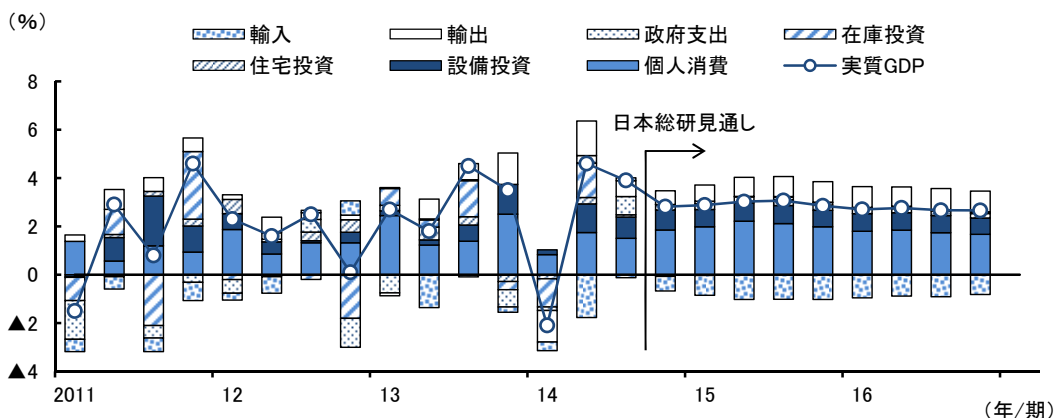
(1) 米国経済は、バランスシート調整の進展や雇用環境の改善を背景とした個人消費の堅調さ、内需の底堅さや財政政策に対する先行き不透明感の後退を受けた設備投資の増加などを背景に、回復基調が持続。

(2) もっとも、2015年初めにかけては、「雇用の質」の改善の遅れを背景とした賃金の伸び悩みが景気の重石に。15年春以降は、賃金の伸びの拡大に伴い個人消費の増勢が強まる見込みながら、輸入の増加が景気下押しに作用。この結果、15年末にかけては総じて3%前後の成長ペースが続く見通し。

16年入り以降は、15年夏以降に実施されるFRBの利上げによる金利の上昇などから、成長ペースがやや抑制され、2%台後半の伸びに(図表14-1、14-2)。

(3) 物価面では、当面賃金の伸び悩みや原油価格の下落が物価抑制に作用。2015年春以降は、個人消費を中心とした内需の回復が物価押し上げに作用するものの、原油価格下落の影響が15年秋にかけて残存し、インフレ率(消費者物価指数)は前年比1%台後半にとどまる見込み。15年末以降は、原油価格下落の影響が剥落し、前年比+2.0%前後の水準で推移する見通し。

(図表14-1) 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14-2) 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				2016年				2013年	2014年	2015年	2016年
	7~9 (実績)	10~12 (予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				
実質GDP	3.9	2.8	2.9	3.0	3.1	2.9	2.7	2.8	2.7	2.7	2.2	2.3	3.1	2.8
個人消費	2.2	2.7	2.9	3.3	3.1	2.9	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3	2.9	2.8
住宅投資	2.7	7.4	8.0	8.0	7.5	7.0	6.5	5.5	6.0	5.8	11.9	1.7	7.1	6.5
設備投資	7.1	6.4	5.5	5.8	5.6	5.1	5.4	5.3	5.2	4.9	3.0	6.2	6.2	5.3
在庫投資	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
政府支出	4.2	▲0.4	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	▲0.1	0.1	▲2.0	▲0.1	0.5	0.1
純輸出	0.8	▲0.0	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.0	0.0	0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1
輸出	4.9	4.4	5.2	6.1	6.4	6.5	6.5	6.0	6.5	6.3	3.0	3.2	5.8	6.4
輸入	▲0.7	3.9	5.3	6.6	6.5	6.5	6.0	5.5	5.5	5.0	1.1	3.6	5.1	6.0
実質最終需要	4.1	2.8	2.8	3.0	3.0	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.2	2.2	3.0	2.7
消費者物価	1.8	1.6	1.6	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	1.5	1.7	1.8	2.1
除く食料・エネルギー	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1

(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

ユーロ圏経済は低成長が続く見込み

(II) 欧州

- (1) ドイツでは、個人消費が底堅さを維持するほか、先行きユーロ安などを背景とした輸出の持ち直しにより、再び回復基調に復帰する見込み。もっとも、域内外景気の持ち直しが緩慢ななか、輸出の増加ペースの加速は限定的で、回復ペースは緩やかにとどまる見込み。一方、ドイツ以外では、労働市場改革が進展したスペインやポルトガルで、回復の動きが続く公算ながら、フランスやイタリアでは、緊縮財政や失業率の高止まりが引き続き景気抑制に作用し、当面低成長から脱け出せない見込み。ユーロ圏全体では、ドイツ以外の国では内需が力強さを欠く一方、輸出の持ち直しも緩慢にとどまり、1%前後の低成長が続く見通し(図表15-1、15-2)。
- (2) ユーロ圏のインフレ率は、雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の低迷やエネルギー価格の低下を背景に、当面、ゼロ%台での推移が続く見込み。2015年夏以降、エネルギー価格低下の影響が一巡することで、上昇傾向が明確化するものの、目標とされる2%の水準を大きく下回る状況が長期化する見通し。
- (3) 英国景気は、BOEによる住宅購入支援策の打ち切りにより、住宅価格の上昇ペースが鈍化し始めるなか、当面、個人消費を中心に成長ペースは鈍化する見込み。もっとも、労働需給のひっ迫を受け、賃金の上昇ペースが徐々に高まるにつれて、2%台後半の成長ペースへ復帰する見通し。
- (4) 英国のインフレ率は、エネルギー価格の低下や賃金の上昇ペースの緩慢さを背景に、2015年秋にかけて、1%台半ばでの推移が続く見通し。その後は、エネルギー価格や賃金の上昇に伴い、2%に向けて緩やかに上昇する見通し。

(図表15-1)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				2016年				2014年	2015年	2016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	0.3	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	0.8	0.9	1.3
個人消費	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0.8	1.2	1.3
政府消費	0.9	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.8	0.1	0.1
総固定資本形成	▲ 3.7	0.9	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	0.5	0.9	1.4
在庫投資	0.0	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
純輸出	0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.0	0.1	0.2
輸出	5.2	1.2	2.1	2.6	2.8	2.9	3.1	3.2	3.5	3.7	3.9	3.1	2.6	3.3
輸入	5.1	1.5	2.1	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	3.2	3.5	3.6	3.3	2.6	3.0

(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15-2)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				2016年				2014年	2015年	2016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	0.3	0.6	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	0.8	0.9	1.3
	消費者物価指数	0.6	0.3	0.3	0.5	0.8	1.0	1.2	1.3	1.3	1.5	1.5	0.5	0.9	1.4
ドイツ	実質GDP	▲ 0.3	0.3	0.6	1.0	1.3	1.5	1.6	1.8	1.9	1.7	1.7	1.4	0.9	1.7
	消費者物価指数	1.0	0.8	0.6	0.8	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	0.8	1.2	1.6
フランス	実質GDP	▲ 0.4	1.1	0.4	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	0.4	0.8	1.2
	消費者物価指数	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	0.6	0.7	1.2
英国	実質GDP	3.7	2.8	2.3	2.4	2.5	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	2.4	3.0	2.6	2.5
	消費者物価指数	1.7	1.5	1.3	1.5	1.5	1.6	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	1.5	1.9	2.0

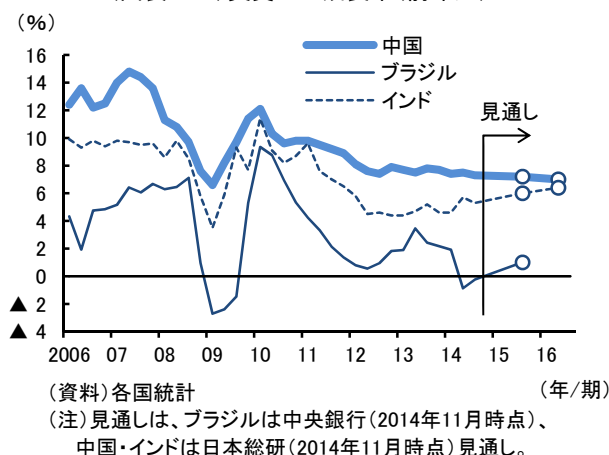
(資料)Eurostat、ONSなどをもとに日本総研作成

リスク 新興国景気の下振れと地政学リスクの顕在化

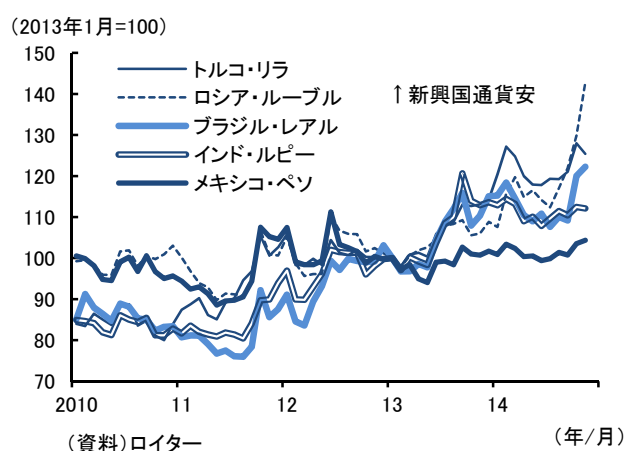
これまでに述べてきたメインシナリオに対するリスクは、新興国景気の下振れ、および、地政学リスクの顕在化。

- (1) 中国・ブラジルなど主要新興国は、総じて成長ペースが鈍化（図表16-1）。中国では、中央政府が構造調整スタンスを堅持するなか、景気減速の長期化が懸念されているほか、ブラジルでは、引き続きインフレ抑制を目的とした利上げが景気の足かせに。また、米FRBの量的緩和の終了や利上げを受け、先行き、新興国からの資金流出や通貨安が加速する恐れ（図表16-2）。こうしたなか、新興国景気が一段と減速すれば、欧米の新興国向け輸出の伸び悩みが長期化するリスク。
- (2) また、中東やウクライナをめぐる地政学リスクが顕在化した場合、エネルギー価格の上昇などを通じて、欧米景気が下押しされるリスク。米国では、2014年秋以降の原油価格の下落がガソリン消費の減少に寄与し、個人消費回復の追い風になると期待されるものの、中東情勢の混乱に伴い原油価格が再び急騰すれば、個人消費の回復ペースが抑制される恐れ（図表16-3）。一方、ウクライナをめぐる混乱が激化し、天然ガスを中心としたロシアからのユーロ圏向けエネルギー供給が途絶あるいは縮小した場合、エネルギー不足やそれに伴うエネルギー価格の上昇が、ユーロ圏景気を大きく下押し。
- (3) とりわけ、依然として自律回復力に脆弱さを抱えるユーロ圏では、デフレ入りのリスクも。ユーロ圏では、2014年入り以降、家計の当面の物価見通しや市場の中期的な物価見通しの低下ペースが加速するなど、域内のインフレ期待が下振れ（図表16-4）。先行き、内外需の想定以上の落ち込みが生じた場合には、インフレ期待の一段の低下が消費や投資の先送りを招き、それが更なるインフレ期待の低下につながるという悪循環に陥る恐れ。こうした場合、ECBは大規模な国債買い入れに踏み切らざるを得なくなる公算。

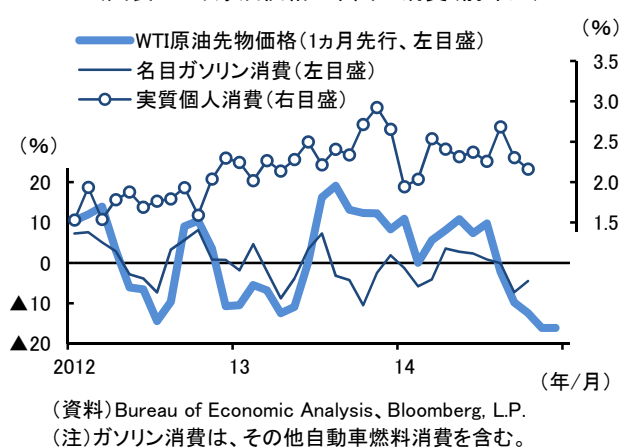
（図表16-1）実質GDP成長率（前年比）



（図表16-2）主要新興国の対ドルレート



（図表16-3）原油価格と米国の消費（前年比）



（図表16-4）ユーロ圏の期待インフレ率

