

News Release

2012年央米欧経済見通し

～回復基調を維持する米国・低迷が続く欧州～

2012年6月26日

株式会社 日本総合研究所
調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

< 目 次 >

1. 景気の現状	1
2. 米欧景気回復格差の背景	2
3. 財政政策	3
(Ⅰ) 燻り続ける財政問題	
(Ⅱ) 米国：過度な緊縮策は回避の見込み	
(Ⅲ) 欧州：緊縮財政による下押し圧力が持続	
4. バランスシート調整	6
(Ⅰ) バランスシート調整が米欧経済を下押し	
(Ⅱ) 米国：景気下押し圧力は緩和方向	
(Ⅲ) 欧州：調整が長期化	
5. 構造調整	9
(Ⅰ) 米国：製造業の対外競争力向上	
(Ⅱ) 欧州：南欧諸国の労働市場改革にはなお時間	
6. 米欧経済見通し	11
(Ⅰ) 米国：緩やかな回復基調が持続	
(Ⅱ) 欧州：景気低迷が長期化	
7. リスクシナリオ	13
(Ⅰ) ギリシャのユーロ離脱	
(Ⅱ) 米国の財政緊縮	

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：2,000名

社 長：藤井順輔

理事長：高橋 進

東京本社：〒141-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号 TEL 03-6833-0900 (代)

大阪本社：〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800 (代)

本件に関するご照会は、調査部宛てにお願い致します。

村瀬(米国)：03-6833-6096, murase.takuto@jri.co.jp

菊地(欧州)：03-6833-6228, kikuchi.hideaki@jri.co.jp

藤山(総括)：03-6833-2453, fujiyama.mitsuo@jri.co.jp

＜ 要 約 ＞

1. 米国景気は緩やかに回復する一方、ユーロ圏景気は悪化が明確化。
2. リーマン・ショック後の米欧の景気回復度合いには顕著な差が存在。経済のパフォーマンスの相違は、①財政政策、②バランスシート調整の進捗、③産業・労働市場の構造調整、の3点に起因しており、以下では、2012～13年の米欧経済を展望する上でポイントとなるこれら3点について検討。

(I) 財政政策

リーマンショック後、米国は総じて拡張的な財政政策を維持。一方、欧州は景気回復明確化前に緊縮財政に転換。

先行きを展望すると、米国では2013年初からの大規模な財政緊縮である「財政の崖」が焦点に。過度な緊縮財政は回避される見込みながら、財政悪化懸念が金融市場の混乱を招くリスクには留意が必要。

一方、欧州では引き続き緊縮財政が持続。過度な緊縮財政に対する世論の反発を受け、欧州首脳は成長戦略にも配慮する姿勢に転じつつあるものの、欧州が掲げる成長支援策の景気下支え効果は限定的。

(II) バランスシート調整

米国では、家計の債務調整が着実に進展。住宅市場においても、需給バランスの改善に伴い住宅価格の下落率は縮小傾向。住宅市場の本格回復にはなお時間を要するとみられるものの、調整による景気下押し圧力は緩和方向に。

一方、欧州では、住宅市場の調整が遅れており、景気下押し圧力が根強く残存。多額の公的債務を抱えた政府と多額の不良債権を抱えた金融機関が、相互依存関係を強めている状況下、金融機関の貸出姿勢の改善は見込み難く、設備投資に対する下押し等を通じた实体经济へのマイナス影響が長期化する見込み。

(III) 構造調整

米国では、労働コストの低下やドル安の進行などを背景に、製造業の対外競争力が大きく向上。輸出の増加や自国製品需要の高まりを受けた堅調な生産活動が、国内投資の拡大を通じて米国経済を下支えする公算。一方、製造業の人件費の抑制や生産性の上昇は、家計の所得環境の改善を阻害する面もあり、個人消費の拡大を促すには至らず。

欧州では、南欧諸国の対外競争力回復に向け、賃下げなどの労働市場改革が不可避。もっとも、南欧諸国の労働市場改革が効果を発揮するには時間を要し、むしろ短期的には、所得減や失業増を招く可能性。

3. 以上を踏まえ、米欧経済の見通しは以下の通り。

(I) 米国：製造業を中心に企業部門が総じて堅調であるほか、家計の債務調整も着実に進展しており、景気回復基調を維持する公算。①賃金の伸び悩み、②住宅価格の低迷持続、③連邦政府の歳出削減、などが足かせとなるため、当面、緩やかな回復ペースにとどまるとみられるものの、財政面からの下押し圧力が減衰する2013年央以降は、個人消費を中心に回復ペースが強まると期待。

(II) 欧州：①緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題の長期化を受けた企業・消費者マインドの悪化、等を背景に、2012年秋口にかけて景気悪化が続く見込み。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加、ドイツ国内需要の拡大が見込まれるものの、南欧重債務諸国では、緊縮財政が続くほか、金融システム不安が燻り続け、内需の持ち直しは期待薄。ユーロ圏全体では極めて緩慢な成長ペースが長期化する見通し。

4. 上記見通しに対するリスクは、以下2点。

①ギリシャのユーロ離脱：ユーロ離脱懸念がポルトガルやスペインへ波及し、金融市場が混乱すれば、世界的なリスク回避姿勢を招き、世界経済の下押し圧力となる恐れ。

②米国の財政緊縮：減税措置の延長や「財政の崖」の回避に失敗した場合、大幅な景気下押し圧力を招来。

米国では緩やかな回復、欧州では景気悪化が明確化

1. 景気の現状

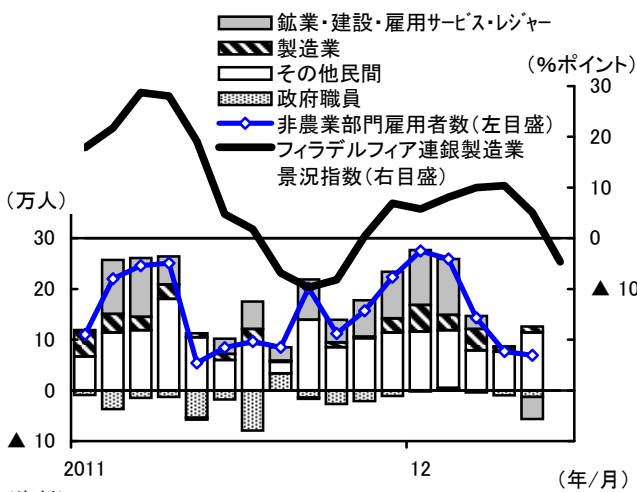
(1) 米国では、本年初にかけて雇用が大幅に改善するなど、景気回復ペースが加速しつつあったものの、春以降、急減速。非農業部門雇用者数の増勢は、年初の月+25万人超から月+10万人を下回るペースへと鈍化(図表1-1)。企業部門においても、年初からの減税縮小を受け設備投資が減速したほか、製造業の景況感改善に頭打ち感が強まるなど、景気の先行きに再び不透明感が台頭。

もっとも、足許の雇用の減速は、記録的な暖冬の反動という側面もあり、天候の影響を受けやすい建設業などの業種を除けば、月+10万人前後のペースを維持。企業部門においても、欧州の債務問題に対する懸念の強まりがマインド面に悪影響を与えているものの、生産・受注の拡大傾向が続くなど、実体経済には底堅さも(図表1-2)。

(2) ユーロ圏では、各国で緊縮財政が続くなか、景気の悪化が明確化。企業景況感は、①昨年末以降のECBによる大規模な流動性供給措置を受けた資金繰り逼迫懸念の後退、②ドイツでの米国・新興国向け輸出の増加、等を背景に持ち直していたものの、欧州債務問題の深刻化を受けて足許で再び悪化(図表1-3)。家計部門においても、南欧諸国を中心に雇用の悪化が持続。足許のユーロ圏失業率は、過去最高の11.0%まで上昇しており、消費の落ち込みに歯止めがかからず(図表1-4)。

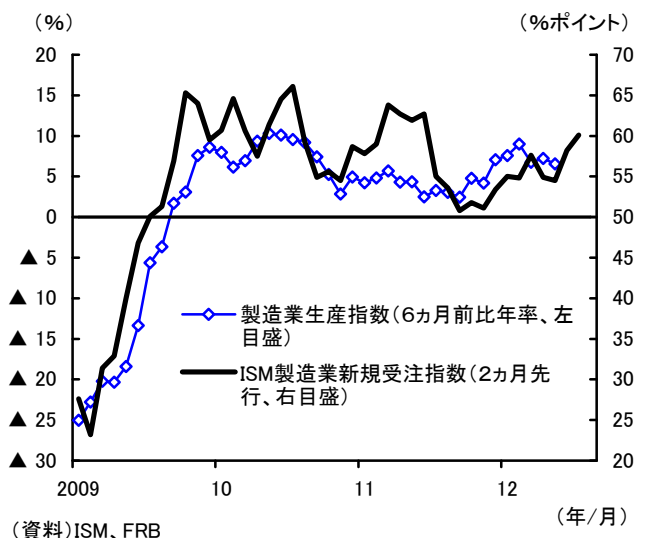
英国では昨年末以降、景気後退局面入り。輸出は、過半を占めるEU向けで減少が続いているほか、個人消費も、厳しい雇用環境や欧州債務問題の再燃を受けた消費者マインド悪化により低迷が長期化。

(図表1-1) 米非農業部門雇用者数(前月差)と製造業の景況感の推移



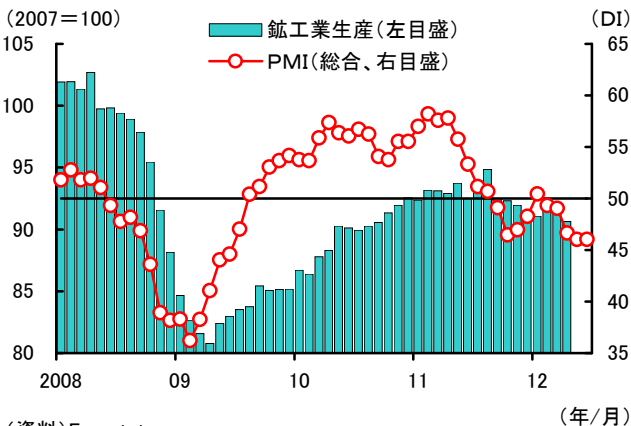
(資料) BLS, Federal Reserve Bank of Philadelphia

(図表1-2) 米製造業の生産・新規受注の推移



(資料) ISM, FRB

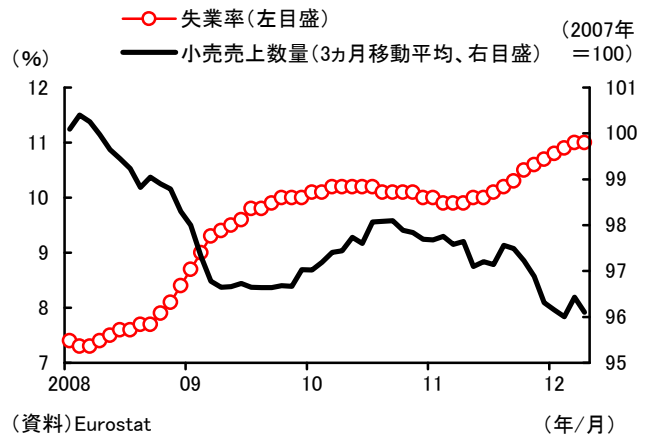
(図表1-3) ユーロ圏の鉱工業生産と購買担当者景況感指数(PMI)の推移(季調値)



(資料) Eurostat

(注) 鉱工業生産は、建設業を除く。

(図表1-4) ユーロ圏の小売売上数量と失業率の推移



(資料) Eurostat

(注) 小売売上数量は自動車を除くベース。

米欧景気回復格差の背景

2. 米欧景気回復格差の背景

(1) リーマン・ショック後の米欧の景気回復度合いには、顕著な差が存在。実質GDPの水準をみると、米国では、既に前回景気拡大期におけるピークを回復。一方、欧州では、ドイツを除きリーマン・ショック後の落ち込みを取り戻せておらず、2011年入り後、回復が頭打ちに（図表2-1）。

(2) こうした米欧経済のパフォーマンスの相違は、以下3点に起因。

①財政政策

米国は、リーマン・ショック直後に総額8,000億ドルに上る景気対策（ARRA法：09年2月）を策定。その後も、ブッシュ減税の延長や給与税減税を実施するなど、総じて拡張的な財政政策を維持。一方、ユーロ圏諸国は、リーマン・ショック後の財政出動が小規模にとどまり、景気浮揚効果が限られたほか、景気回復が明確化する前に緊縮財政に舵を切ったことで、回復の動きが腰折れする結果に（図表2-2）。

②バランスシート調整

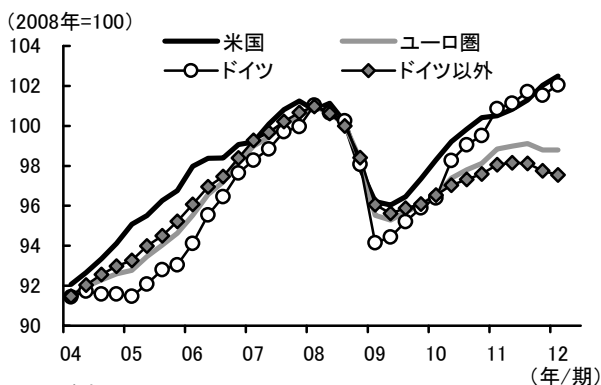
欧米ともに家計の債務圧縮・住宅価格の調整が、景気回復の抑制要因に。もっとも、米国では、調整が着実に進展しており、景気への下押し圧力が緩和方向。一方、欧州では、スペイン・フランスを筆頭に調整が著しく遅れており、景気下押し圧力が根強く残存（図表2-3）。

③対外競争力

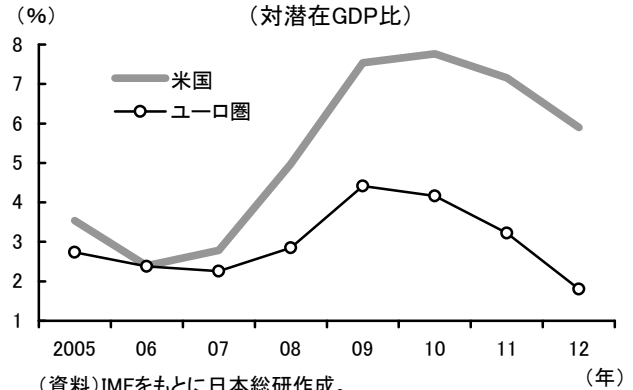
米欧の単位労働コスト（ドルベース）をみると、2000年代初頭以降、米国では1割程度減少する一方、ユーロ圏では重債務国を中心に大幅に上昇（図表2-4）。米国では、生産性の向上やドル安の進行が相対的な労働コストの低下に寄与。近年は、国内ガス価格の下落も、対外競争力の向上を後押し。一方、南欧諸国を中心にユーロ圏では、硬直的な労働市場が労働コストの上昇を招来。この結果、米欧の対外競争力格差が拡大。

(3) 以下では、これら3点について、より詳しくみたくうえで、米欧経済の先行きに与える影響を検討。

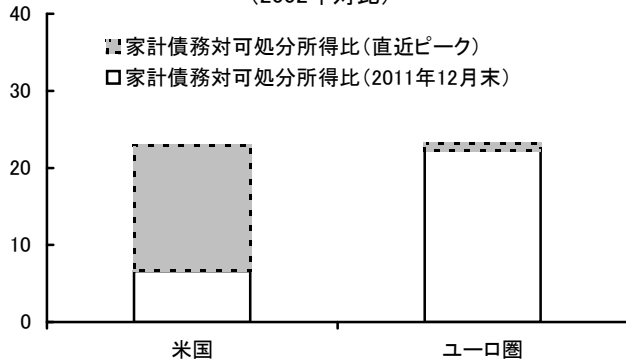
(図表2-1) 米欧の実質GDP



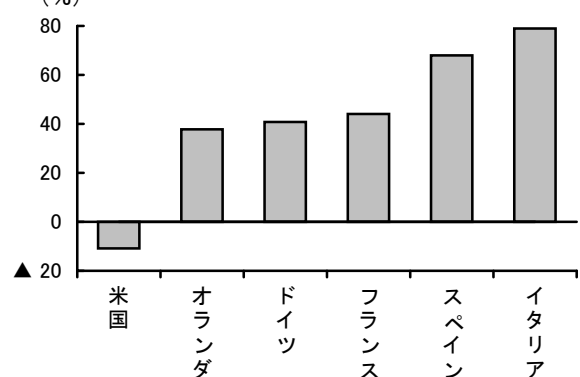
(図表2-2) 米欧政府の構造的財政赤字の推移 (対潜在GDP比)



(%ポイント) (図表2-3) 米欧家計債務の変化幅 (2002年対比)



(図表2-4) 米欧各国の製造業単位労働コストの変化幅 (2002~2010年、ドルベース)



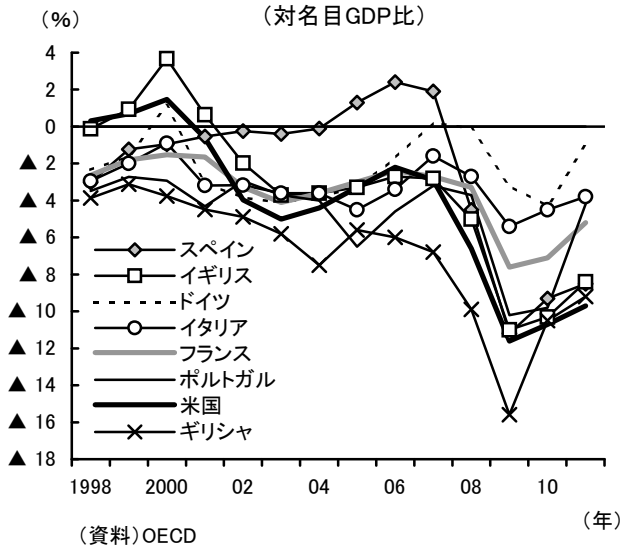
燻り続ける財政問題

3. 財政政策

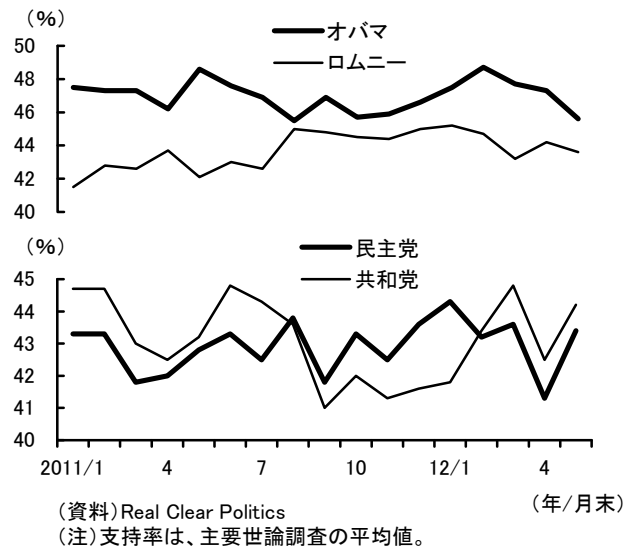
(I) 燻り続ける財政問題

- (1) 米国では、リーマン・ショック後の拡張的な財政政策に伴い、財政赤字が戦後最悪の水準まで拡大（図表3-1）。財政再建に向けた取り組みの必要性が高まるなか、財政赤字削減の方法や連邦債務上限の引き上げをめぐり、民主・共和両党の対立が鮮明に。2012年末には、ブッシュ減税・給与税減税の失効や、連邦債務の上限再到達が見込まれているものの、両党の対立を背景に対応策を巡る協議は一向に進まず（図表3-2）。
- (2) 財政緊縮に舵を切る欧州では、各国の経済情勢を反映し、財政収支の改善度合いに大きなバラツキ。とりわけ、ギリシャの財政危機を発端に南欧諸国の債務問題が深刻化。ユーロ圏各国は、財政再建策の推進や重債務国への支援に取り組んでいるものの、緊縮財政が景気の悪化を招き、それによって財政が一段と悪化するという悪循環に（図表3-3）。加えて、景気の悪化が緊縮策に対する世論の反発を招き、政治的な混乱を招来。
- (3) このような状況下、2012年後半～13年にかけては、米大統領選や伊・独の議会選挙など、大きな政治イベントが多数存在。政党間の対立や選挙を控えた世論への配慮などの政治的な思惑もあり、各国の財政運営には強い不透明感（図表3-4）。

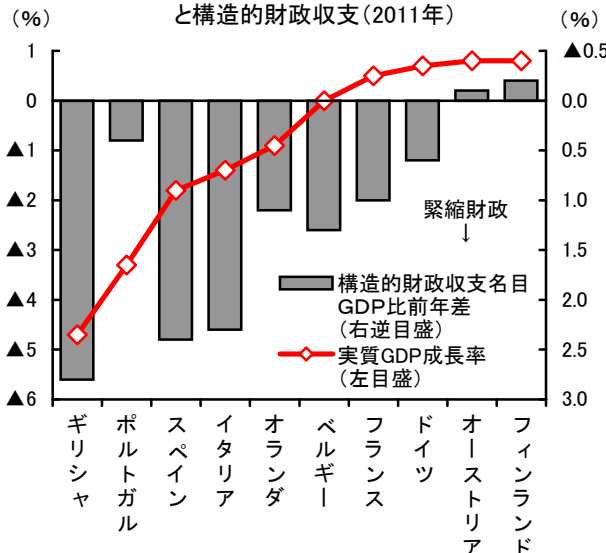
(図表3-1) 主要国の財政収支
(対名目GDP比)



(図表3-2) 米大統領・議会選挙の支持率



(図表3-3) ユーロ圏諸国の実質GDP成長率
と構造的財政収支(2011年)



(図表3-4) 米欧の主な政治・経済日程

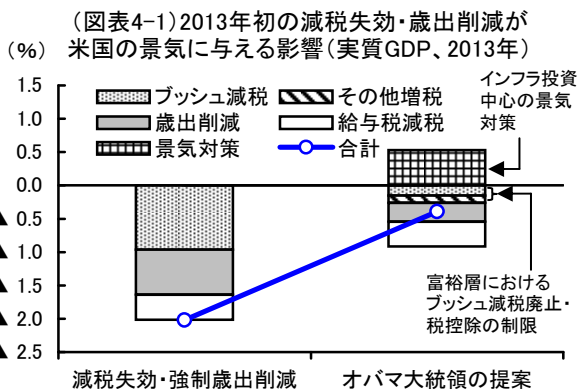
2012年	6月末	○欧州銀自己資本比率(9%)引き上げ期限
	7月1日	○ESM(欧州安定メカニズム)設立
	11月6日	●米大統領・連邦議会選挙
	12月末	○イタリア・財政赤字削減期限(GDP比3%未満) ●米ブッシュ減税・給与税減税失効 ●米連邦債務が、再度上限に達する見込み
2013年	1月	○ユーロ圏財政協定発効
	春	○イタリア総選挙
	半ば	○EFSF運用終了 ○ポルトガル、アイルランドが市場での資金調達を再開
	秋	○ドイツ連邦議会選挙
	12月末	○スペイン、フランス等・財政赤字削減期限(GDP比3%未満)

(資料)日本総研作成
(注)●は米国、○は欧州関連の日程。

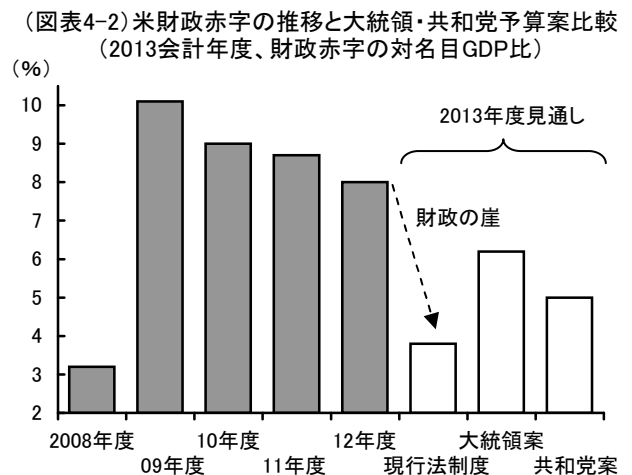
米国:過度な緊縮策は回避の見込みながら、金融市場に混乱が広がるリスクも

(Ⅱ) 米国

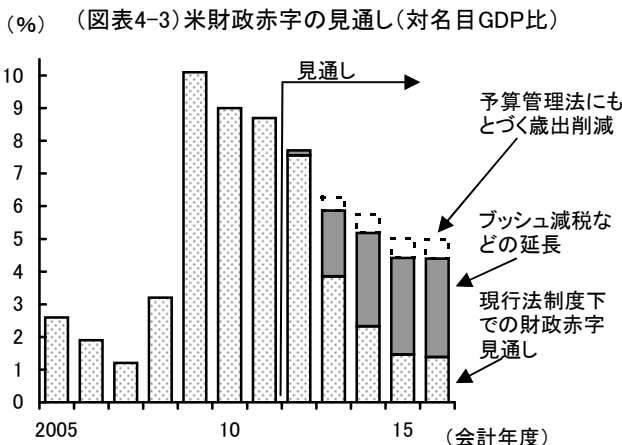
- (1) 米国では、「財政の崖」と呼ばれる2013年初からの大規模な財政緊縮の扱いが焦点。年末までに議会が対策を講じない場合、ブッシュ減税・給与税減税が失効となるほか、予算管理法(11年8月成立)にもとづく強制的な歳出削減が実施されることに。これらにより、13年のGDPは▲2.0%程度押し下げられると試算(図表4-1)。
- (2) 連邦政府の厳しい財政状況を踏まえれば、一定の財政赤字削減が避けられず。もっとも、オバマ大統領、共和党ともに過度な緊縮財政の回避が必要との認識は共有(図表4-2)。大統領選挙を控え両者の対立は激化しているものの、一昨年のブッシュ減税延長時と同様、緊縮財政を緩和する妥協案が成立する余地はあり。本見通しのメイン・シナリオでは、歳出削減の実施が景気を下押しするものの、ブッシュ減税・給与税減税の延長により景気の深刻な落ち込みは回避されると想定。
- (3) ただし、金融市場に混乱が広がるリスクには留意しておく必要。ブッシュ減税などの現行減税措置が延長された場合、予算管理法と同規模の歳出削減(10年間で1.2兆ドル)を実施したとしても、名目GDP比5%前後の財政赤字が続く見込み(図表4-3)。中長期的な財政再建計画の策定に合意できなければ、米国債の格下げリスクが繰り返される見込み。
- (4) 加えて、年末にかけて連邦政府の法定債務上限引き上げを巡る問題から、再び金融市場に混乱が広がる恐れも。連邦政府の債務残高は、12年度末(12年9月)に16兆ドル超に達し、法定上限(16兆3,940億ドル)に迫る見込み(図表4-4)。議会における政治的対立を背景に上限の引き上げが遅れれば、昨夏同様、株価の大幅な下落を招来するリスク。



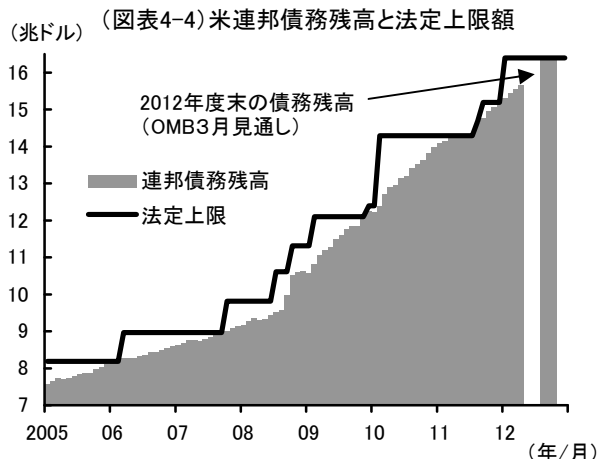
(資料) OMB, CRRF, CBOなどをもとに日本総研作成。
 (注1) オバマ大統領の提案は、予算教書で提案された政策のうち2013年以降の政策のみ実施した場合の影響を試算。
 (注2) 減税失効・強制歳出削減は、毎年延長されている減税措置が失効となった場合の影響などを含まず。このため、財政の崖に関するCBOの試算結果(2012年5月)に比べ、GDPへの影響が小さくなっている。



(資料) CBO, House Budget Committee
 (注) 現行法制度では、予算管理法にもとづき13年初から歳出削減が実施されるほか、ブッシュ減税などの減税措置が廃止。



(資料) CBOをもとに日本総研作成。
 (注) ブッシュ減税などの延長は、現行減税(給与税減税除く)と診療報酬削減凍結の恒久化による財政赤字への影響(利払い費増加を含む)。

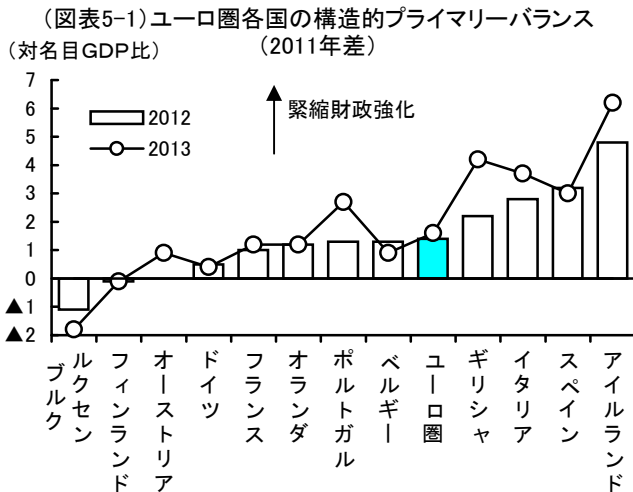


(資料) Department of the Treasury, OMB

欧州：緊縮財政による実体経済の下押し圧力が持続

(Ⅲ) 欧州

- (1) ユーロ圏各国は、財政赤字の削減に向け緊縮財政を持続。とりわけP I I G S諸国では、2012年に引き続き13年も大幅な歳出削減・増税が予定されており、実体経済を下押しし続ける見込み(図表5-1)。
- (2) もっとも、緊縮財政と景気悪化の悪循環に陥るなか、欧州全域で緊縮財政に対する世論の反発が広がっており、ギリシャでは反緊縮を主張する野党勢力が躍進したほか、フランスでは成長の重視を標榜するオランド大統領が誕生。オランド大統領の誕生を契機に、欧州委員会でも成長支援策をめぐる議論が活発化。緊縮路線を主導してきたドイツのメルケル首相も、経済成長に配慮した取り組みの必要性に概ね同意したことから、欧州委員会は、2010年6月に採択した成長戦略「欧州2020」の枠組において、構造改革の加速と、EU資金による成長投資の前倒しを表明(図表5-2)。
- (3) もっとも、こうした成長支援策による景気下支え効果は限定的。そもそもフランス国内でオランド大統領が掲げた公約と欧州委員会の成長戦略には齟齬。オランド大統領は財政支出による雇用拡大・競争力の回復を志向。一方、欧州委員会は、①財政規律の堅持、②参入障壁の軽減による市場の統合深化・活性化、③解雇規制の緩和と職業訓練制度の強化による労働市場の柔軟化等、専ら構造改革の推進を提言(図表5-3)。財政規律に対する市場の圧力が残存するなか、大規模な財政支出は難しく、オランド大統領の財政拡張路線は早晩見直しを迫られる公算。EUによる成長投資も、予算規模は小さく、景気浮揚効果は限定的。



(資料) 欧州委員会
(注) ギリシャの2013年は欧州委員会が求める追加緊縮策の導入を2012年中に合意できた場合。

(図表5-2) 欧州委員会の成長戦略協定

成長戦略「欧州2020」(2010年6月採択)の枠組みでの構造改革加速・成長投資前倒し	
構造改革	
<ul style="list-style-type: none"> ・中小企業競争力強化(支払遅延防止指令) ・交通産業での障壁廃止 ・デジタル市場の統合深化 ・イノベーション加速: R&D投資目標GDP比3% ・グリーン成長産業の活発化 ・労働市場柔軟化による成長産業への人材供給 ・海外からの投資活動の活発化 	
成長投資前倒し	
<ul style="list-style-type: none"> ・成長産業へのEU予算からの投資 ・交通・通信インフラ投資向け基金の設立(500~800億ユーロ)、プロジェクト債の発行(2.3億ユーロ) ・欧州投資銀行(EIB)の融資能力拡大(100億ユーロ資本増強) 	
成長投資の原資として金融取引課税	

(資料) 欧州委員会、各種報道を基に日本総研作成

(図表5-3) オランダ政権の公約と欧州委員会の提言

	オランダ政権公約	欧州委員会提言	整合
財政目標	・2013年財政赤字目標対GDP比3%は堅持。 ・財政均衡目標は2017年に1年先延ばし。	・2013年財政赤字対GDP比3%。 ・2016年までに財政均衡達成。	△
税制・付加価値税(VAT)	・サルコジ前政権によるVAT引き上げを撤回。 ・富裕層増税	雇用コストを低下させるため、社会保障負担増はVAT増税で対応。	×
年金	前政権が引き上げた支給年齢を引き下げ(62歳→60歳、41年以上勤労の場合)	高齢者雇用を増やし、年金負担増による財政悪化を抑制	×
金融	金融取引税推進	金融取引税推進	○
雇用・成長戦略	・国内で投資・雇用を拡大させる企業への助成金支給 ・公務員雇用増 ・教育分野での雇用増	・情報通信・電力産業などの参入障壁の軽減。 ・解雇規制緩和・職業トレーニング制度の強化による労働市場の柔軟化(フレキシキュリティ)	×

(資料) 欧州委員会、各種報道を基に日本総研作成

バランスシート調整圧力に晒されてきた米欧経済

4. バランスシート調整

(I) バランスシート調整圧力に晒されてきた米欧経済

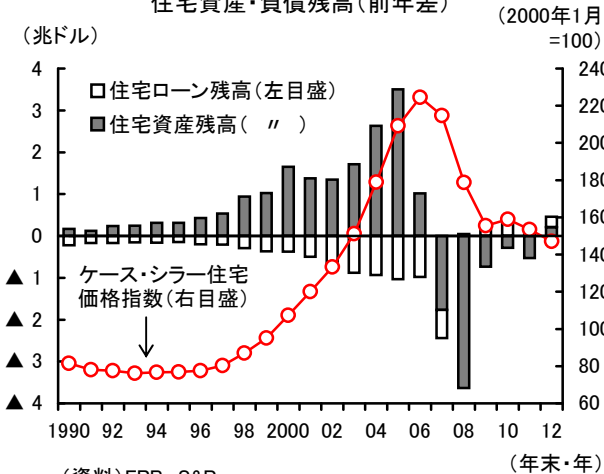
(1) 米国では、2000年前後から06年にかけて住宅価格が大きく上昇。この結果、家計部門の住宅資産残高が住宅ローンの負債残高を大幅に上回るペースで増加（図表6-1）。その後、住宅バブルの崩壊を受け、住宅価格が下落に転じ、住宅資産残高が急減。2008～09年にかけては、①住宅ローンの返済負担の高まり、②株価の下落による金融資産の減少、③所得環境の悪化、などから、家計の消費に対する慎重姿勢が強まり、貯蓄率が大きく上昇（図表6-2）。

2011年入り後、貯蓄率は低下傾向に転じたものの、所得の増加が限定的にとどまるなか、家計が貯蓄の抑制や取り崩しにより消費を拡大してきたためと見られる。

(2) 欧州でも、2000年初頭以降、住宅バブルを受けた住宅ローンの借り入れ増加を主因に、家計債務の対可処分所得比が趨勢的に上昇（図表6-3）。2008年以降は一部の国で低下に転じたものの、依然として水準は高く、家計部門は債務削減圧力に晒されている状況。

加えて、欧州では、金融機関におけるバランスシート調整も道半ば。住宅バブルの崩壊を受けた不動産融資の焦げ付きや、景気悪化による企業倒産などを背景に、2008年以降、金融機関の不良債権比率が大きく上昇（図表6-4）。とりわけ、緊縮財政と景気悪化の悪循環に苦しむ南欧重債務国で上昇が顕著。

(図表6-1) 米国の住宅価格と家計部門の住宅資産・負債残高(前年差)

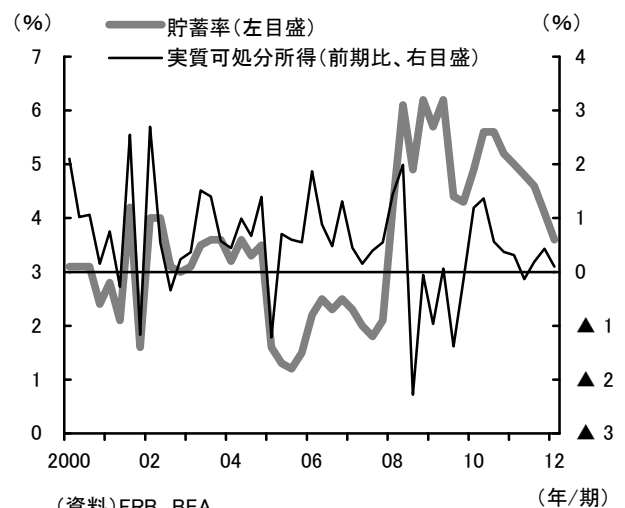


(資料)FRB、S&P

(注1) マイナスは、資産の減少または負債の増加。

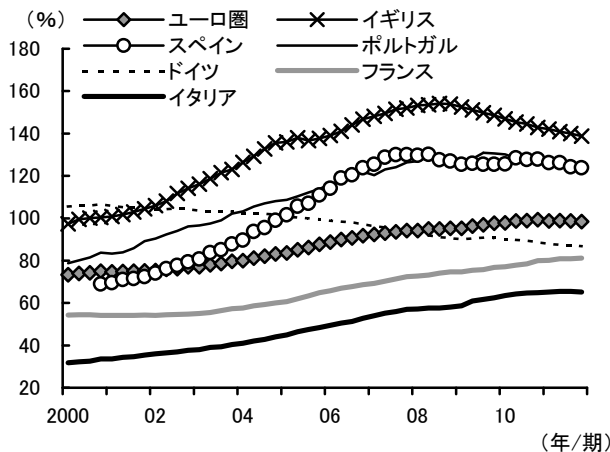
(注2) 2012年は3月までの実績。

(図表6-2) 米国の貯蓄率と家計可処分所得



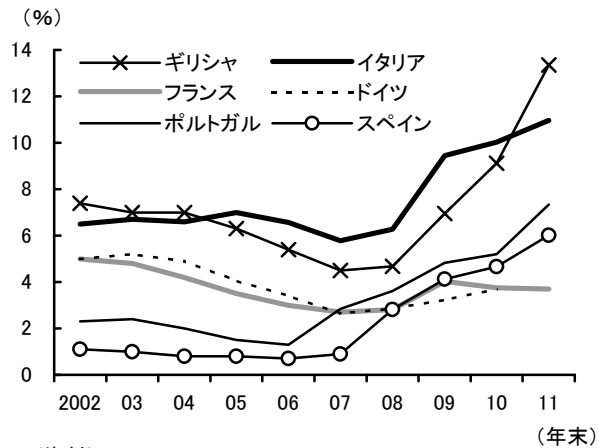
(資料)FRB、BEA

(図表6-3) 欧州主要国の家計債務可処分所得比



(資料)ECB

(図表6-4) 欧州金融機関の不良債権比率



(資料)IMF

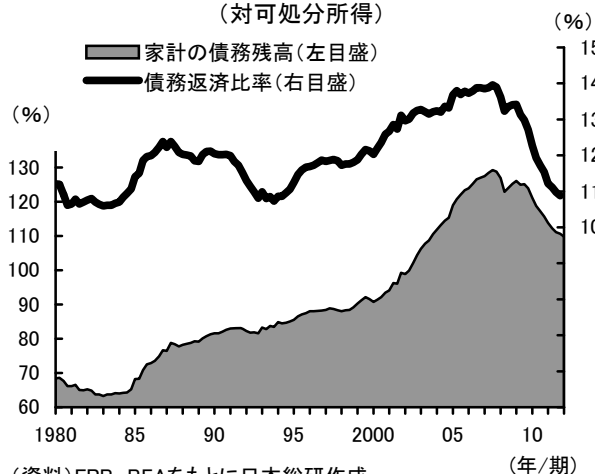
(注) 2011年は、フランス、イタリアが6月末、ギリシャが9月末。

米国：家計の債務調整は進展も、住宅市場の本格回復には時間が必要

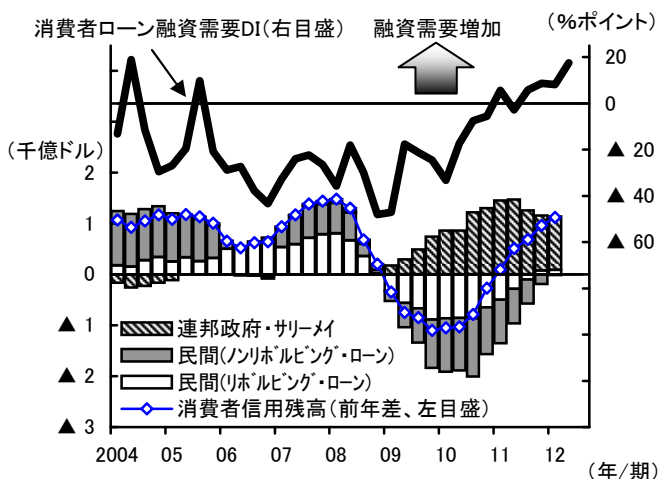
(II) 米国

- (1) 米国では、住宅バブル期に発生した過剰債務の圧縮が着実に進展。家計債務の対可処分所得比は、08年4～6月期をピークに15%ポイント強低下。債務の圧縮に加え、歴史的な低金利のもとで借り換えが進み、家計の債務返済比率（債務返済額と利払い費が可処分所得に占める割合）は、統計開始以来の最低水準に（図表7-1）。
- (2) とりわけ、消費者信用残高の対可処分所得比は90年代後半の水準まで低下しており、クレジットカードなどのリボルビング・ローンや、自動車ローンなどのノンリボルビング・ローンの減少傾向が一服し、足許で増加に転換。融資需要も増加傾向にあり、家計が借り入れを伴う消費の拡大に前向きになりつつあることを示唆（図表7-2）。
- (3) 一方、住宅市場においても、住宅在庫の減少を主因に需給バランスが大幅に改善。中古住宅の在庫率は、足許で6.5ヵ月前後と、06年半ばの水準まで低下。住宅価格の下落ペースも緩和方向（図表7-3）。
- (4) もっとも、住宅ローンの延滞率は依然として高水準にあり、金融機関は新規の住宅ローン融資に対し慎重な姿勢を崩しておらず。銀行の融資担当者に対するFRBの四半期調査をみると、足許で再び住宅ローンの融資基準を厳格化する動き（図表7-4）。住宅市場の本格回復には、なお時間を要する公算。

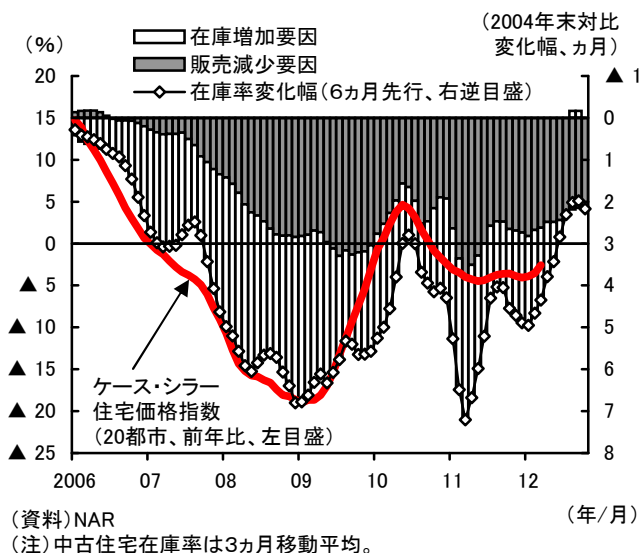
(図表7-1) 米家計の債務残高と債務返済比率の推移
(対可処分所得)



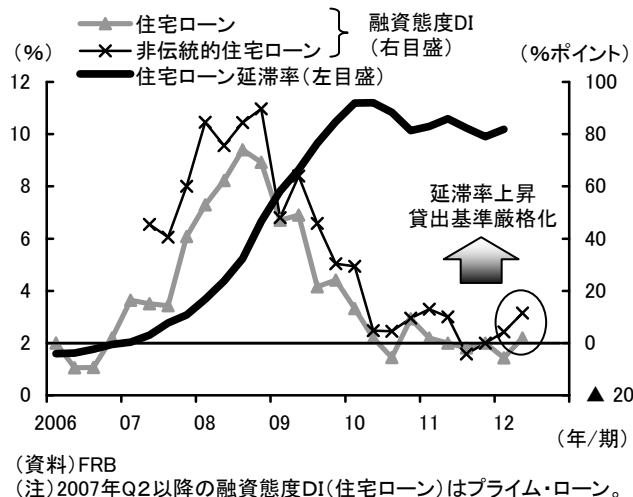
(図表7-2) 米消費者信用残高と融資需要の推移



(図表7-3) 米住宅価格と中古住宅在庫率の推移



(図表7-4) 米商業銀行の融資態度DIと住宅ローン延滞率の推移

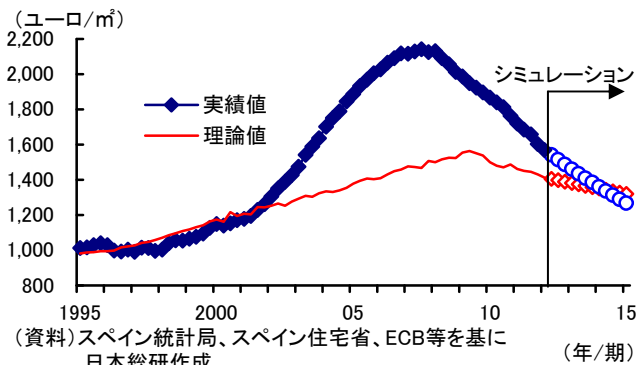


欧州：金融機関の不良債権増加や住宅市場の調整が長期化

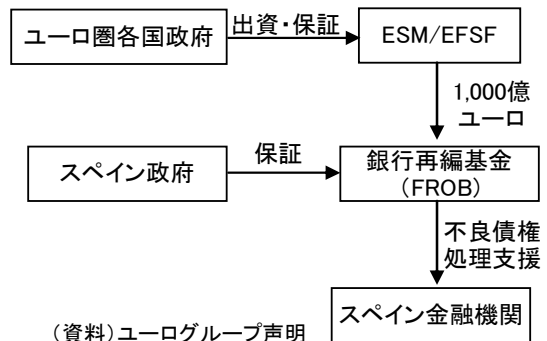
(Ⅲ) 欧州

- (1) 欧州では、多額の公的債務を抱えた政府と、多額の不良債権を抱えた金融機関が、国債の保有や公的資金の注入を通じて相互依存関係を強めている状況。とりわけスペインにおける金融不安が深刻化。
- (2) スペインでは住宅バブルの崩壊に伴い、金融機関の不良債権が増加。足元の実質住宅価格は、2007年のピーク時から大幅に低下しているものの、依然として実質可処分所得から推計される理論値より10%程度割高な状態（図表8-1）。これまでの調整ペースが持続した場合、住宅価格の調整が終息するのは、2014年央となる見込み。
- (3) スペイン政府はこれまで、中小貯蓄銀行（カハ）の再編や資本増強などに取り組んできたものの、住宅市場の調整が続くなか、金融不安を払拭できず。こうしたなか、ユーロ圏はスペイン金融機関に対して、ESM/EFSFを通じた1,000億ユーロの支援を決定。もっとも、ドイツ等の反対を受け、金融機関を直接支援するものではなく、スペイン政府が保証する住宅再編基金（FROB）を仲介する形に（図表8-2）。救済資金はスペイン政府の公的債務の増加として扱われるため、政府と金融機関の相互依存関係を解消するには至らず、スペインの財政不安をかえって煽る結果に。
- (4) 2011年末のECBによる大規模流動性供給を受けて、欧州金融機関の景況感は一息持ち直し。もっとも、資金供給を原資とした国債購入が裏目となり、今春以降、欧州債務問題の再燃に伴う国債価格の下落・デフォルトリスクの高まりを受け、再び景況感が悪化。当面金融機関の貸出姿勢の改善は見込み難く、企業の設備投資に対する下押し等を通じた実体経済へのマイナス影響が長期化する見込み（図表8-3）。
- (5) 英国では、住宅バブル崩壊を受けた家計のバランスシート調整が長期化。住宅価格に上昇の兆しがみえないなか、貯蓄率の高止まりが長期化する見通し（図表8-4）。

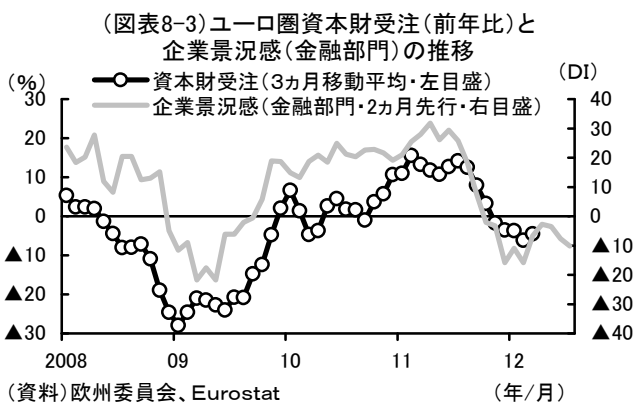
(図表8-1) スペインの実質住宅価格



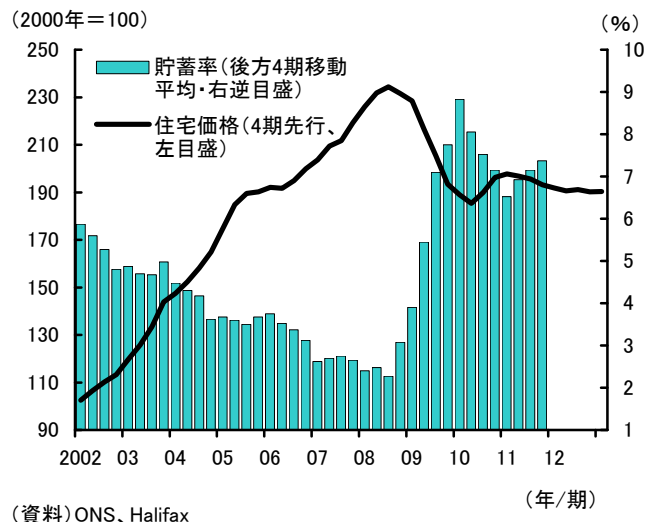
(図表8-2) ユーロ圏各国によるスペイン金融機関支援の枠組み



(図表8-3) ユーロ圏資本財受注(前年比)と企業景況感(金融部門)の推移



(図表8-4) 英国の貯蓄率と住宅価格の推移



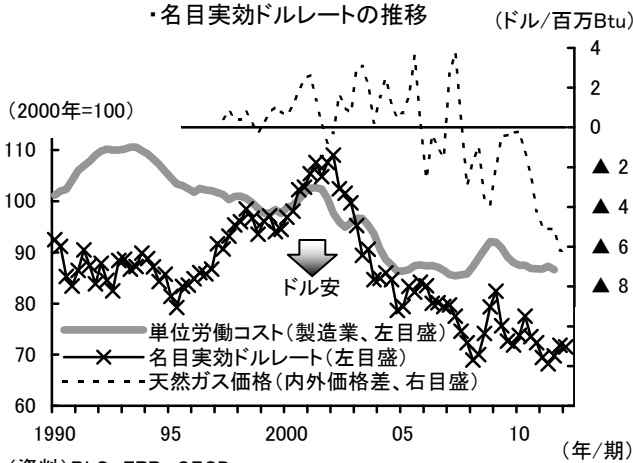
米国: 製造業の対外競争力向上

5. 構造調整

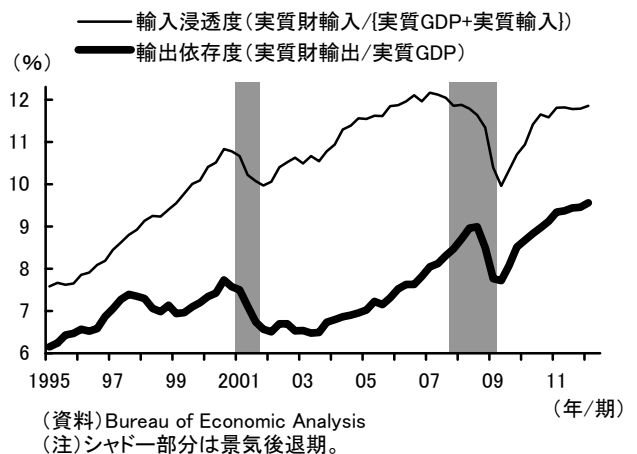
(I) 米国

- (1) 米国では、1960年代後半以降、製造業の雇用やGDPのウェイトが趨勢的に低下。もっとも、近年、製造業に回復の兆し。①企業のコスト削減・生産性向上に伴う労働コストの低下、②ドル安の進行、③シェール・ガスの生産拡大に伴う国内ガス価格の下落、などを背景に、米製造業の対外競争力が大きく改善（図表9-1）。
- (2) 製造業の対外競争力向上は、輸出の着実な増加を支えており、輸出依存度（輸出がGDPに占める割合）は上昇傾向が持続。一方、米国内においても自国製品への需要が高まっており、輸入浸透度（総需要に占める輸入品の割合）は、90年代前半からの急激な上昇に足許で歯止めがかかりつつある状況（図表9-2）。
- (3) 製造業の堅調な生産活動は、外需だけでなく国内投資の拡大を通じて、米国経済を下支えする公算。製造業の設備稼働率は前回の景気拡大期におけるピークと同程度の水準まで上昇しており、さらなる生産活動の拡大には生産能力の積み増しが不可欠に（図表9-3）。加えて、労働コストやエネルギー・コストの低下により製造拠点としての米国の魅力が高まったことで、これまで新興国で行なってきた生産を米国に戻す動きも。
- (4) 一方、製造業の競争力向上をもたらした人件費の抑制・生産性の上昇は、家計の所得環境の改善を阻害する側面も。実際、米製造業における時間当たり賃金の伸びは、足許で年率+1%前後に抑制されており、粗利益に占める人件費の割合を表す労働分配率も歴史的な水準まで低下。このため、製造業の回復が家計の所得環境の改善につながり難く、個人消費の拡大を促すには至っていないのが実情（図表9-4）。

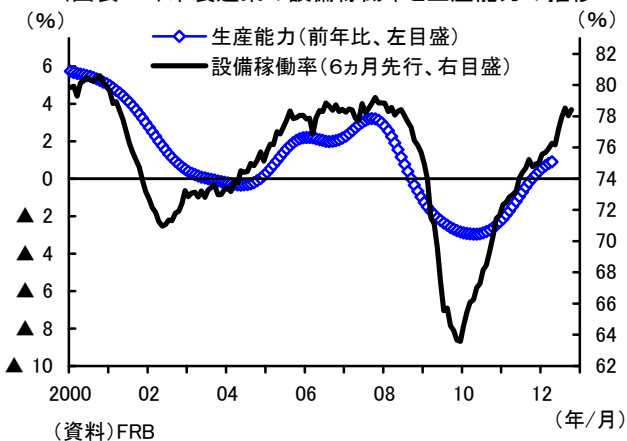
(図表9-1) 米国の天然ガス価格・製造業単位労働コスト
・名目実効ドルレート推移 (ドル/百万Btu)



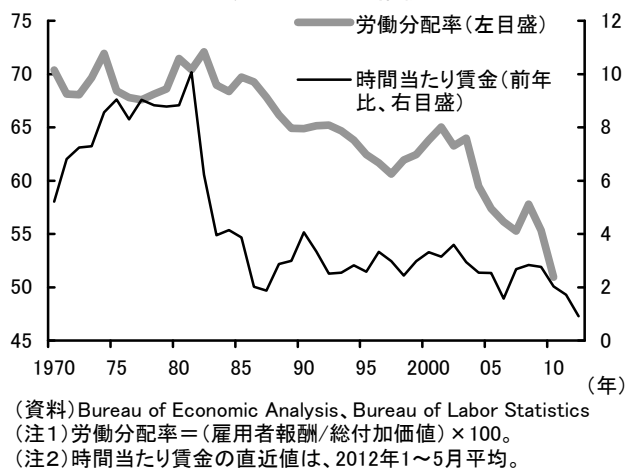
(図表9-2) 米輸入浸透度と輸出依存度の推移



(図表9-3) 米製造業の設備稼働率と生産能力の推移



(図表9-4) 米製造業の時間当たり賃金と労働分配率の推移



欧州：南欧諸国の対外競争力向上にはなお時間

(II) 欧州

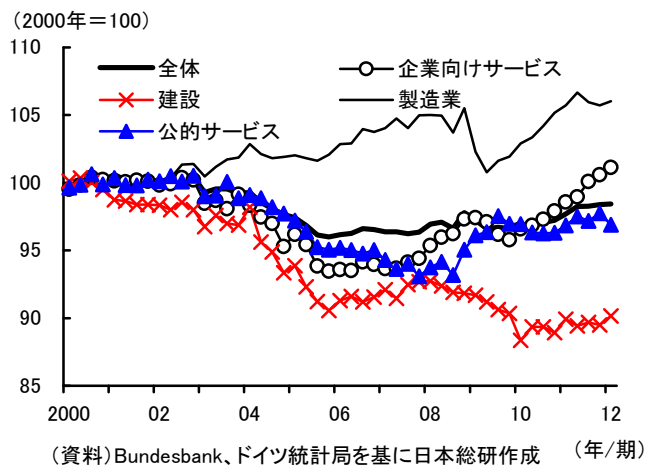
- (1) 南欧諸国では、単一通貨制度のもと、競争力回復のためには、賃下げ等による「内的減価」政策が不可避な情勢。欧州委員会による各国向け成長戦略の提言をみても、ドイツに減税・賃上げによる内需拡大を推奨する一方、南欧諸国へは賃下げや労働市場の柔軟化（フレキシキュリティ）など労働市場改革による競争力回復を要請（図表10-1、前掲図表5-2）。
- (2) 一方、ドイツでは、シュレーダー前政権の労働コスト抑制策により、2000年代初頭以降、実質賃金が低下傾向にあったものの、近年では幅広い職種で賃上げの動き（図表10-2）。例えば、今年度の労使協議では、連邦政府・地方自治体と統一サービス産業労働組合（ベルディ）が、公共サービス従事者の賃上げ（2年間で6.3%）で合意したほか、独自自動車大手フォルクスワーゲンと金属産業労働組合（IGメタル）がエンジニアリング部門の賃上げ（単年で4.3%）で合意。
- (3) 2001年以降の国別実質個人消費をみると、実質賃金の伸びが高い国で消費が大きく増加する一方、賃金の伸びが低いドイツでは低調に推移（図表10-3）。今後、ドイツでは賃上げに伴い個人消費が増加する見込み。南欧重債務国ではドイツ向け輸出が1割強のシェアを占めており、ドイツでの内需拡大が、輸出増を通じて南欧諸国の景気を下支えする可能性。
- (4) もっとも、ドイツと南欧諸国の単位労働コストの乖離は依然として極めて大きく、労働市場改革が単位労働コストの格差是正に効果を発揮するには時間を要する見込み（図表10-4）。むしろ短期的には、労働市場改革が南欧諸国を中心に所得減や失業増を招く可能性大。

(図表10-1) 欧州委員会の経済成長のための国別提言の概要

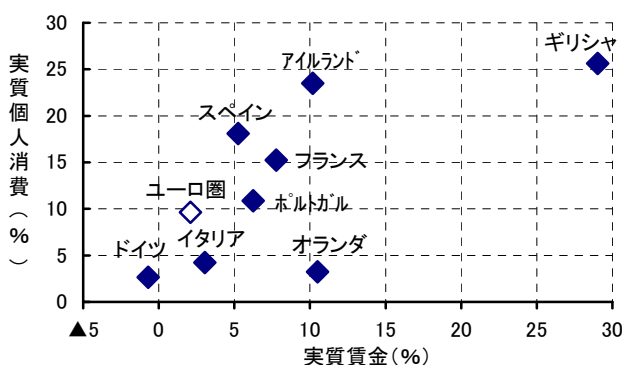
ドイツ	<ul style="list-style-type: none"> 低所得者への減税 生産性の上昇に応じた賃上げ
イタリア スペイン	<ul style="list-style-type: none"> 若年者雇用増のための労働市場改革 職業トレーニング制度強化 地域間・契約間で分断化された労働市場の改革 女性の雇用増のための育児支援拡充 生産性に応じた賃金決定制度 資本や雇用にかかる税負担を軽減し、資産・消費・環境税を増税 サービス産業、情報通信産業等の自由化。
ギリシャ ポルトガル アイルランド	<ul style="list-style-type: none"> 輸出競争力改善のための賃下げ、雇用者の社会保障負担軽減 国営企業の民営化、参入障壁軽減によるビジネス環境の改善 EU資金による若年者雇用増のための投資

(資料) 欧州委員会(5月30日公表)

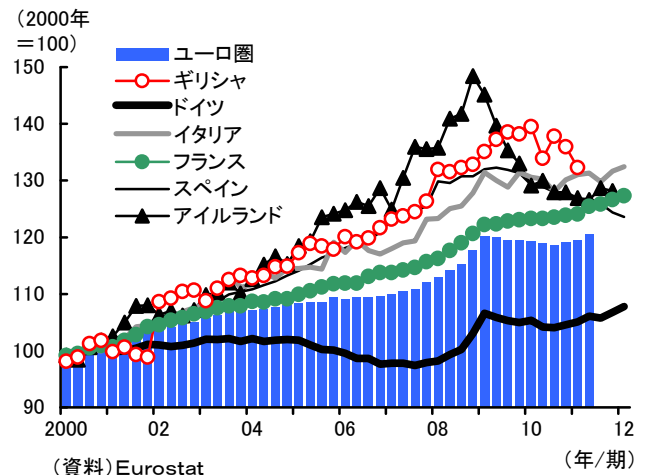
(図表10-2) ドイツの産業別一人当たり実質賃金の推移



(図表10-3) ユーロ圏各国の実質賃金と実質個人消費の変化率(2001年~2010年)



(図表10-4) ユーロ圏各国の単位労働コストの推移



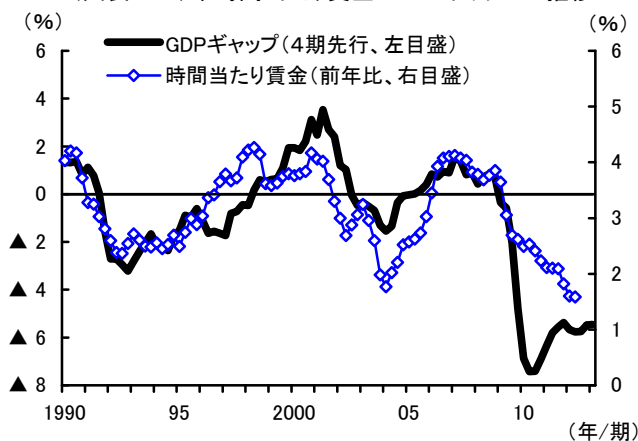
米国: 緩やかな回復基調が持続

6. 米欧経済見通し

(I) 米国

- (1) 米国経済は、製造業を中心に企業部門が総じて堅調。家計の債務調整も着実に進展しており、回復基調を維持する公算。もっとも、①労働市場の大幅な需給緩和などを受けた賃金の伸び悩み(図表11-1)、②住宅価格の低迷持続、などが足かせとなるため、力強い回復は期待できず。
- (2) 加えて、大幅な財政赤字に直面している政府部門の歳出削減も、景気を下押しする公算。11月の大統領選挙を控え、民主・共和両党の意見の対立が激化しており、財政政策を巡る政治的混乱が経済の足かせとなるリスク。
- (3) 結果として、2012年～13年半ばにかけては、2%台半ばと見られる潜在成長率を下回る緩やかな成長ペースが続く見通し。財政面からの下押し圧力が減衰する2013年央以降は、家計債務や住宅市場の調整に目処がつき始めることで、個人消費を中心に回復ペースが強まると期待(図表11-3)。
- (4) 物価面では、大幅な需給ギャップのマイナスが続くもとで賃金・物価への下押し圧力が持続。原油価格の下落に伴いエネルギー・コストの上昇を通じたインフレ圧力も減衰していることから、コアベースのインフレ率は前年比+2%を下回る水準に鈍化する見通し(図表11-2)。

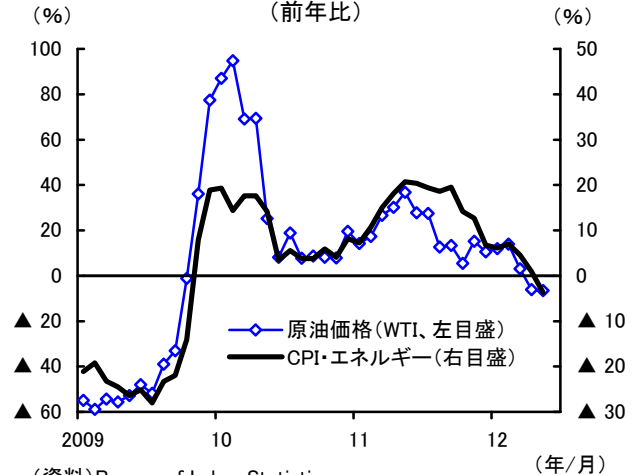
(図表11-1) 米時間当たり賃金とGDPギャップの推移



(資料) BLS, CBO

(注) 時間当たり賃金の直近は、2012年3～5月の前年比。

(図表11-2) 原油価格と米CPI・エネルギーの推移 (前年比)



(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表11-3) 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)

	2012年				2013年				2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	1.9	1.8	2.2	2.3	1.2	2.2	2.6	2.8	1.7	2.1	2.1
個人消費	2.7	1.6	2.1	2.3	2.3	2.4	2.7	2.8	2.2	2.0	2.3
住宅投資	19.4	5.2	3.8	3.9	4.1	4.6	4.8	4.9	▲1.3	8.9	4.3
設備投資	1.9	4.4	6.3	7.0	3.2	6.3	6.9	7.2	8.8	6.0	5.7
在庫投資	0.2	0.0	0.0	▲0.1	0.3	0.0	▲0.1	0.0	▲0.2	0.2	0.0
政府支出	▲3.9	▲0.7	▲0.3	▲0.3	▲8.0	▲3.0	▲1.5	▲0.7	▲2.1	▲2.0	▲3.0
純輸出	▲0.1	0.2	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1	▲0.0	0.1	0.1	0.2
輸出	7.2	5.4	5.8	6.5	6.7	7.1	7.3	6.8	6.7	5.3	6.6
輸入	6.1	3.2	4.6	5.3	3.4	4.5	5.7	5.9	4.9	3.9	4.5
実質最終需要	1.7	1.8	2.3	2.5	1.0	2.2	2.6	2.8	2.0	2.0	2.0
消費者物価	2.8	1.9	1.4	1.5	1.5	1.7	1.9	1.9	3.2	1.9	1.8
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	1.7	2.0	1.8

予測

(資料) Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

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

ユーロ圏：景気低迷が長期化

(Ⅱ) 欧州

- (1) ユーロ圏景気は、①加盟各国での緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題の長期化を受けた企業・消費者マインドの低迷、等を背景に、2012年秋口にかけて悪化が続く見通し。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加が期待されるほか、所得・雇用環境の改善に伴いドイツの国内需要の拡大が見込まれ、マイナス成長から脱け出す見通し。もっとも、スペイン・イタリア等の南欧重債務国では、緊縮財政が続くほか、金融システム不安の解消も見込めず、内需の持ち直しは期待できず。ユーロ圏全体では、極めて緩慢な成長ペースが長期化する見通し(図表12-1)。
- (2) ユーロ圏のインフレ率は、景気の低迷やエネルギー価格の高騰一服を背景に、2012年末にかけてECBの目標水準(2%未満)に向けて鈍化していく見込み(図表12-2)。
- (3) 英国景気は、夏場にかけてはロンドン五輪、秋以降は新興国・ドイツ向け輸出の増加等を受け、緩やかな持ち直しに転じる見込み。もっとも、家計のバランスシート調整の持続等を背景に、個人消費を中心に停滞感の強い展開が続く見通し。
- (4) 英国のインフレ率は、景気低迷の長期化がデフレ圧力として作用し、2013年初にかけてBOEの目標水準である2%程度まで低下する見通し。

(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、%)

	2012年				2013年				2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
実質GDP	▲ 0.0	▲ 2.1	▲ 0.0	0.3	1.0	0.9	0.8	1.0	1.5	▲ 0.5	0.5
個人消費	0.1	▲ 1.2	0.5	0.4	0.8	0.5	0.7	1.2	0.2	▲ 0.3	0.6
政府消費	0.8	▲ 0.6	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 0.5	0.0	▲ 0.3	0.0	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.5
総固定資本形成	▲ 5.4	▲ 4.8	▲ 1.2	0.5	1.3	2.4	1.1	2.0	1.4	▲ 2.9	0.7
在庫投資	▲ 0.8	0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	▲ 0.6	0.0
純輸出	1.6	▲ 0.4	0.4	0.1	0.3	0.1	0.2	▲ 0.1	1.0	0.9	0.2
輸出	4.1	▲ 1.5	0.9	2.3	3.6	3.4	2.8	2.2	6.2	1.5	2.5
輸入	0.6	▲ 0.7	0.1	2.2	3.2	3.4	2.5	2.6	3.9	▲ 0.6	2.3

(予測)

(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、%)

		2012年				2013年				2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
ユーロ圏	実質GDP	▲ 0.0	▲ 2.1	▲ 0.0	0.3	1.0	0.9	0.8	1.0	1.5	▲ 0.5	0.5
	消費者物価指数	2.7	2.4	2.1	2.0	1.7	1.5	1.7	1.8	2.7	2.3	1.7
ドイツ	実質GDP	2.1	▲ 1.3	0.9	1.2	1.4	1.5	1.3	1.4	3.0	0.7	1.2
	消費者物価指数	2.4	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0	2.5	2.1	1.9
フランス	実質GDP	0.2	▲ 2.5	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8	1.7	▲ 0.1	0.6
	消費者物価指数	2.6	2.3	2.0	1.9	1.6	1.5	1.7	1.8	2.3	2.2	1.7
英国	実質GDP	▲ 1.3	▲ 0.0	1.0	0.2	0.6	0.9	0.9	1.0	0.7	▲ 0.1	0.6
	消費者物価指数	3.5	2.8	2.5	2.2	1.9	1.8	1.8	1.8	4.5	2.8	1.8

(予測)

ギリシャのユーロ離脱と米国の財政緊縮

7. リスクシナリオ

(I) ギリシャのユーロ離脱

6月17日の選挙結果を受け、ギリシャのユーロ離脱の可能性は短期的には後退したものの、依然予断を許さず。ギリシャがユーロから離脱した場合、ギリシャでは新通貨の大幅安と、それを受けたインフレの高進を招来。対外債務は実質的にデフォルトとなる公算。一方、ユーロ圏では、ギリシャの相対的な経済規模が小さいこと、中央銀行や国際機関による下支えが期待されることなどから、他のユーロ圏諸国への直接的なマイナス影響は限られる見通し。

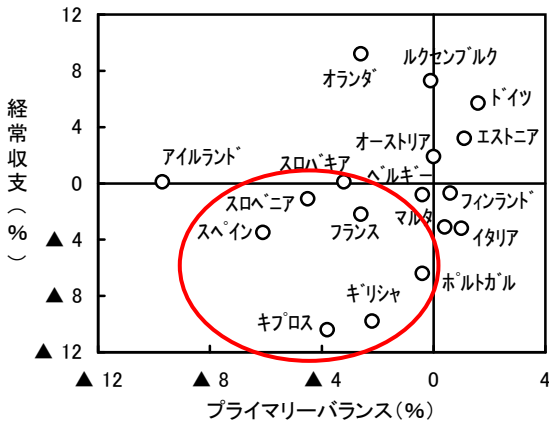
もっとも、ギリシャのユーロ離脱を契機に、次の離脱国について懸念が強まる公算。とりわけ、資金繰りを海外からの資金流入に依存しており、かつ財政基盤が脆弱な国では、金融市場の混乱に拍車がかかる可能性(図表13-1)。経済規模が相対的に大きいポルトガルやスペインへの危機の波及は、世界的なリスク回避姿勢の強まりを招き、世界経済の下押し圧力となる恐れ(図表13-2)。

なお、米銀の抱える欧州重債務国向け信用についてみると、直接的な与信は限定的ながら、CDS取引の「プロテクションの売り」等を含む潜在的エクスポージャーが大きく、ポルトガルやスペインがデフォルトに陥れば、米銀の経営に影響を与えるリスクも(図表13-3)。

(II) 米国の財政緊縮

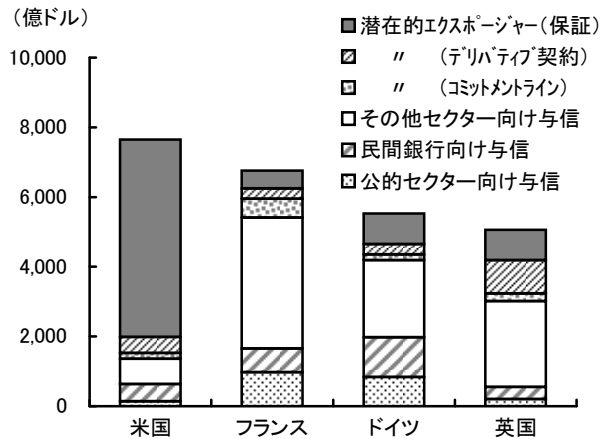
メインシナリオでは、ブッシュ減税の延長など妥協案の成立を想定しているものの、一時的な減税措置失効の可能性なども否定できず。この場合、財政政策に対する不透明感の強まりが、家計・企業のマインド悪化を通じ、消費・投資活動を想定以上に下振れさせる恐れ。また、米議会が「財政の崖」の回避に失敗した場合、緊縮財政による景気下押し圧力の強まりから、米経済は再びリセッション入りする展開に。

(図表13-1) ユーロ加盟国の経常収支とプライマリーバランス(GDP比、2011年)



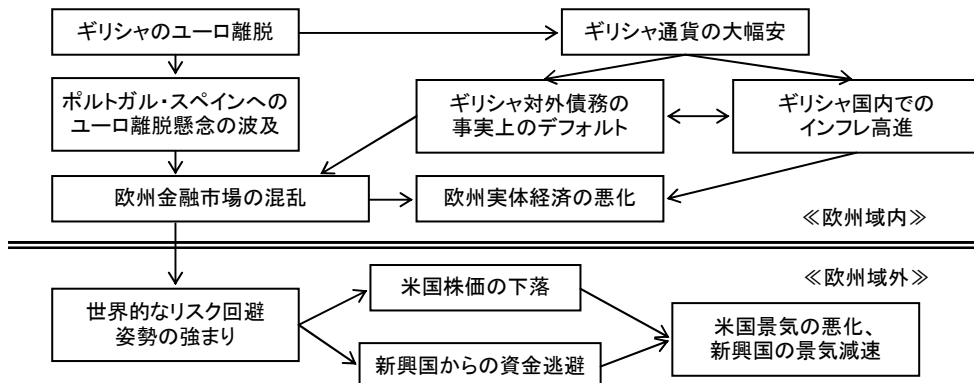
(資料) Eurostat

(図表13-3) 各国銀行のPIIGS向け与信・潜在的エクスポージャー(2011年12月末)



(資料) BIS

(図表13-2) ギリシャのユーロ離脱時の世界経済への波及経路



(資料) 日本総研作成