

2012年11月28日

No.2012-007

2013～14年米欧経済見通し

～ 着実な歩みの米国、足踏みが続く欧州 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

- ◆ 2012年入り後の米欧経済を振り返ると、米欧ともに景気低迷の元凶に変化の兆し。**米国**では、家計部門のバランスシート調整が着実に進展しているほか、住宅市場の改善が明確化。これまで景気回復の重しとなってきた住宅バブル崩壊後の後遺症からの脱却が視野に入りつつある状況。一方、**欧州**では、E S Mの稼働やE C Bによる無制限の国債購入の表明などにより、重債務国に対するセーフティネットの構築に一定の目途。
- ◆ 先行きを展望すると、**米国**では、家計部門の持ち直しが続くものの、回復ペースは緩慢にとどまる見通し。労働市場で厳しさが残るほか、緊縮策による家計の負担増や借入れに対する慎重姿勢の強まりなどを背景に、個人消費の回復は力強さを欠く見込み。一方、「シェールガス・オイル革命」が、貿易収支の改善やエネルギーコストの低減に寄与。なお、再選を果たしたオバマ大統領は、抜本的な財政再建策の策定に加え、企業部門と家計部門のバランスのとれた成長を促す仕組みづくりに取り組む必要。
- ◆ **欧州**では、各国の経済格差是正プロセスが長期化。ドイツでは、良好な雇用・所得環境に加え、住宅価格上昇が個人消費を押し上げ。一方、南欧諸国では、競争力回復に向け、一段の賃下げ・社会保障給付の削減が見込まれるなか、住宅価格の下落と相俟って、内需縮小が長期化する公算。景気底割れ回避にはドイツ向け輸出の拡大が不可欠。
- ◆ 以上を踏まえ、**米国**では、2013年初にかけて緊縮策の実施などから一時的に減速感が強まる公算ながら、13年央以降は下押し圧力が徐々に和らぐのに伴い、2%台半ばの成長ペースに復する見通し。
欧州では、2013年初にかけて南欧諸国を中心に緊縮財政、雇用・所得環境悪化による景気悪化が持続。その後は、新興国景気の持ち直しやユーロ安を受けた輸出の増加を受け、プラス成長に復帰するものの、成長ペースは極めて緩慢にとどまる見通し。
- ◆ 上記メインシナリオに対するリスクとしては、①欧州債務問題の再燃、②新興国景気の減速、を想定。

< 目 次 >

1. 現状	1
(I) 景気	
(II) 金融緩和	
2. 転換点	3
(I) 米国	
(II) 欧州	
3. 米欧経済のポイント	5
(I) 米国	
(イ) 労働市場	
(ロ) 個人消費	
(ハ) エネルギー革命	
(ニ) 政策課題	
(II) 欧州	9
(イ) 労働市場	
(ロ) 個人消費	
(ハ) 貿易構造	
4. 見通し	12
(I) 米国	
(II) 欧州	
5. リスクシナリオ	14

(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:2000名

代表取締役社長: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(代表)

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(代表)

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 (総括/米国)	Tel:03-6833-2453	Mail:fujiyama.mitsuo@jri.co.jp
井上 恵理菜 (米国)	Tel:03-6833-6380	Mail:inoue.erina@jri.co.jp
菊地 秀朗 (欧州)	Tel:03-6833-6228	Mail:kikuchi.hideaki@jri.co.jp

現状 米国は緩やかな回復基調を維持、欧州は景気悪化が長期化

1. 現状

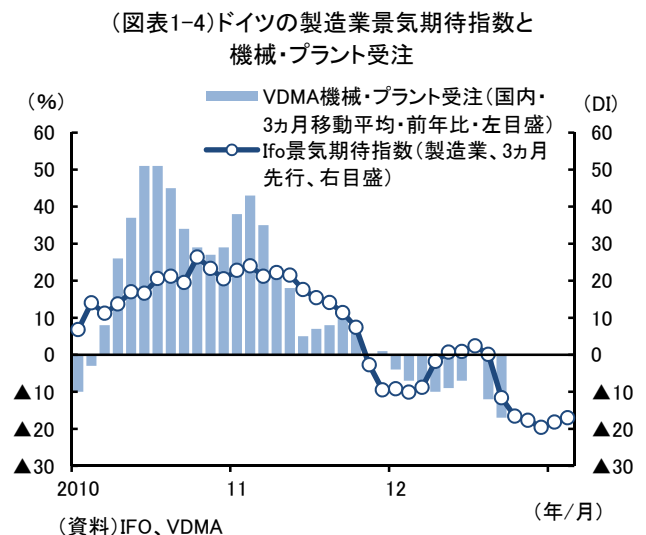
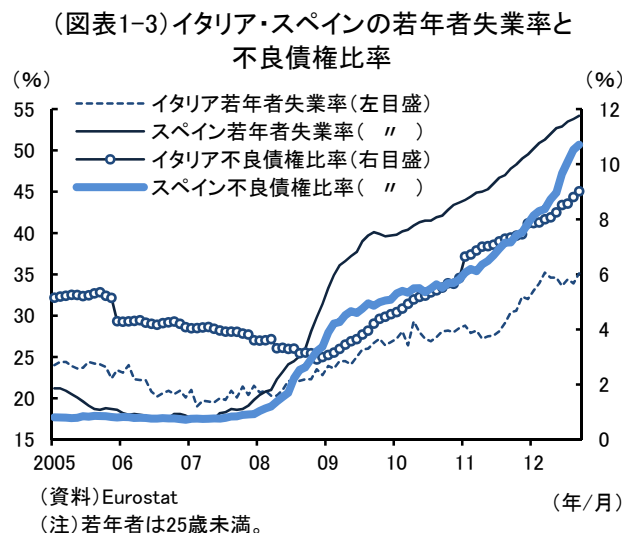
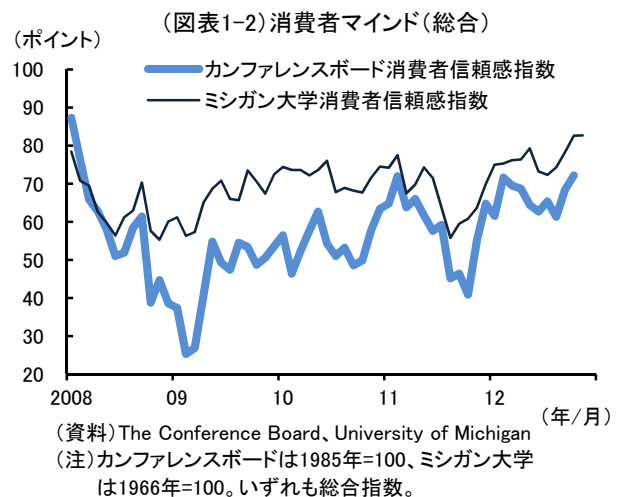
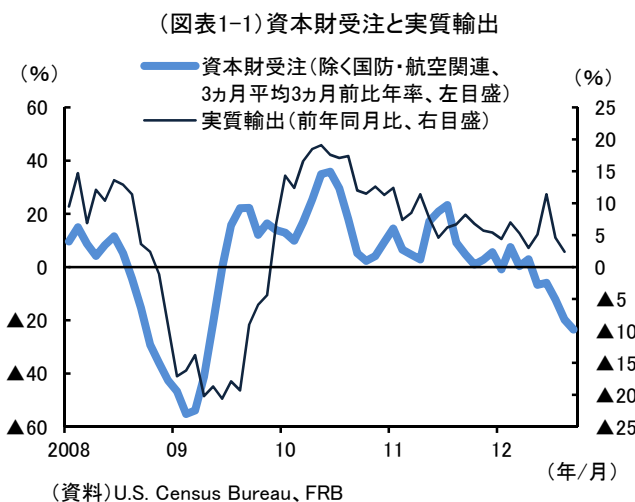
(I) 景気

(1) 米国では、「財政の崖」への懸念や海外景気の減速などを背景に、足許で企業部門が弱含み。企業の投資姿勢の慎重化を受け、設備投資に先行する資本財受注が大きく減少しているほか、欧州の景気悪化や新興国景気の減速を受け、輸出も鈍化傾向に（図表1-1）。

一方、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、個人消費は底堅く推移。2012年半ば以降、消費者マインドは総じて改善傾向にあり、足許ではリーマン・ショック以来の水準まで上昇（図表1-2）。弱含み傾向にある企業部門に代わり、家計部門が米国景気の牽引役に。

(2) 欧州では、景気悪化が持続。南欧諸国では、緊縮財政と景気悪化の悪循環が続くなか、失業率・不良債権比率の上昇に歯止めがかからず、個人消費を中心に内需の低迷が長期化（図表1-3）。

加えて、足許では下支え役となってきたドイツでも、景況感が大幅に悪化（図表1-4）。背景には、①欧州債務問題の長期化、②南欧諸国の景気悪化、③新興国の景気鈍化、等の外部環境の悪化。景況感悪化を受けた設備投資の低迷長期化により、ドイツ景気も減速傾向。



現状 世界的な金融緩和が加速

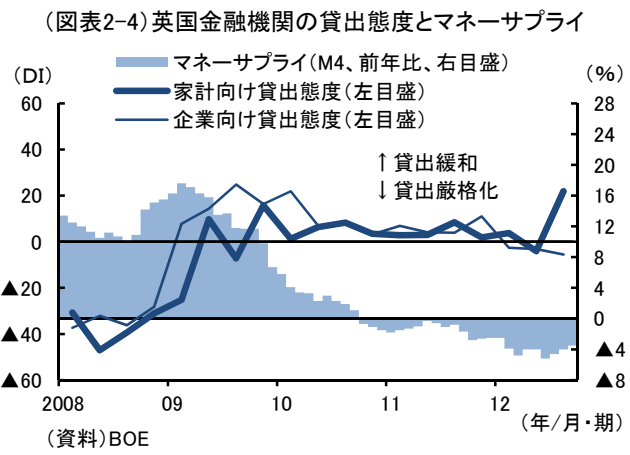
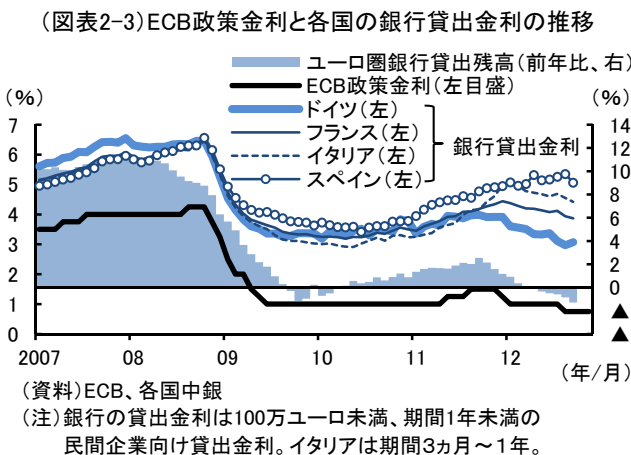
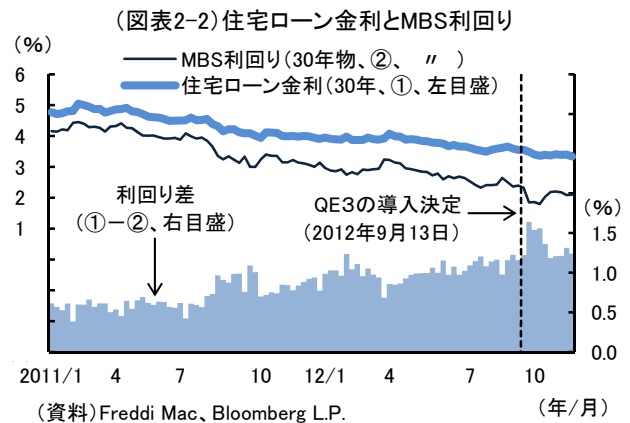
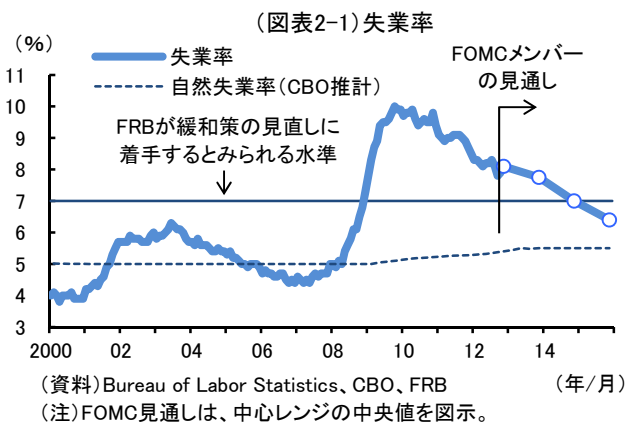
(II) 金融緩和

(1) FRBは、2012年9月のFOMCで量的緩和策(QE3)の導入を決定。QE3では、予め期限を定めず、労働市場に改善がみられるまで毎月400億ドルの住宅ローン担保証券(MBS)の買い入れを継続。ちなみに、FOMCメンバーの失業率見通し等に基づく、2014年末前後まで買い入れが続く可能性(図表2-1)。

もっとも、QE3による住宅市場に対する直接的な押し上げ効果は限られる見込み。MBSと住宅ローンの金利差は総じて拡大傾向にあり、MBS利回りの低下が住宅ローン金利に波及しづらくなっていることを示唆(図表2-2)。加えて、住宅ローン金利や長期金利は既に歴史的な低水準にあり、住宅市場の回復加速には、金融面の下支えだけでなく、所得環境の改善などが不可欠。

(2) ECBは、銀行間市場の緊張緩和に向け、2011年末から12年初めにかけて大規模な長期資金供給オペ(LTRO)を実施。加えて、12年7月には、政策金利を過去最低水準にまで引き下げ。もっとも各国の信用力格差が、依然として銀行貸出金利の差として顕在化しており、金融緩和の効果はドイツ等財政健全国に限られている状況(図表2-3)。こうしたなか、12年9月には、金融政策のトランスミッション機能回復に向け、条件付きながら、南欧諸国を対象とした無制限の国債購入を表明。

英国でも景気の低迷が長期化するなか、金融機関の融資拡大に向け、BOEは新たな量的緩和策(FLS)を実施。もっとも、金融機関の家計向け貸出態度に大幅な改善がみられる一方、企業向けは貸出態度に改善がみられず(図表2-4)。資金需要が弱いなか、金融緩和による融資押し上げ効果は限定的にとどまり、マネーサプライの回復にはなお時間を要する見込み。



転換点 住宅市場の改善が明確化

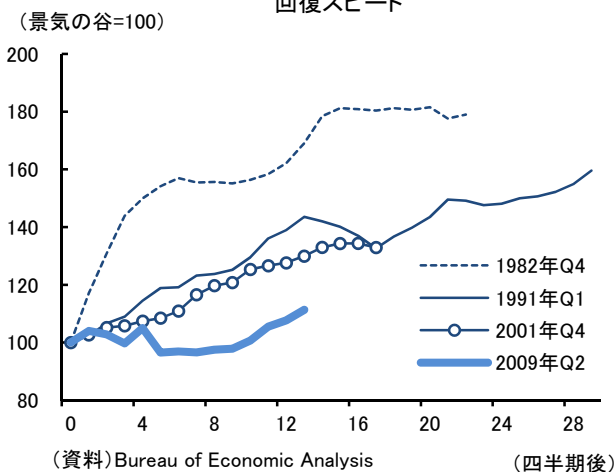
(I) 米国

(1) 過去の景気回復局面を振り返ると、米国では住宅投資や個人消費が回復の起点に。一方、今局面では、家計部門のバランスシートや住宅価格が大幅な調整を余儀なくされたことから、回復局面入り後も住宅投資は底ばいで推移(図表3-1)。家計部門のバランスシート調整や住宅市場の低迷が、リーマン・ショック後の景気回復の重石に。

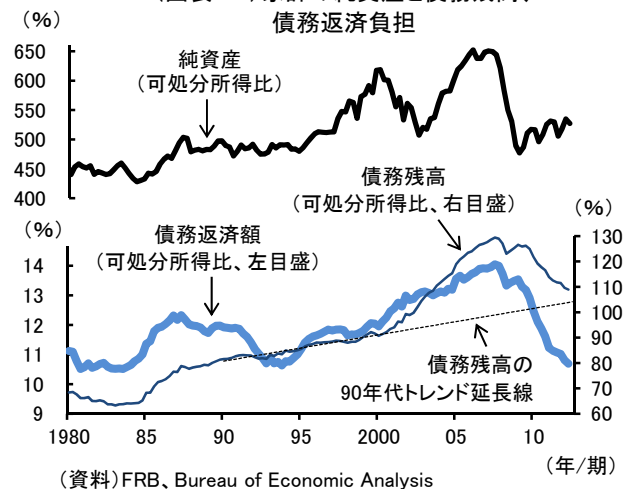
(2) もっとも、足許でそうした重石からの脱却が視野に入りつつある状況。まず、家計部門のバランスシート調整は着実に進展。債務残高(可処分所得比)は依然高水準ながら、2003年半ばの水準まで低下(図表3-2)。1990年代の緩やかな増加トレンドとの対比でみると、過剰債務の圧縮はほぼ終息しつつあるとの見方も。また、歴史的な低金利のもとでの借り換えの進展などから、債務返済負担(可処分所得比)が大幅に低下。株価の上昇や住宅価格の底入れを受け、純資産(可処分所得比)も総じて持ち直しの動きが持続。

(3) 加えて、住宅市場では2012年入り後、持ち直しの動きが明確化。新築・中古住宅ともに在庫率が低水準で推移するなど需給バランスの改善が続くなか、住宅価格は上昇傾向が持続(図表3-3)。住宅着工に先行性がみられる建設業者の住宅販売見込みも5年半ぶりの水準まで上昇しており、住宅着工は堅調な推移が続く見込み(図表3-4)。

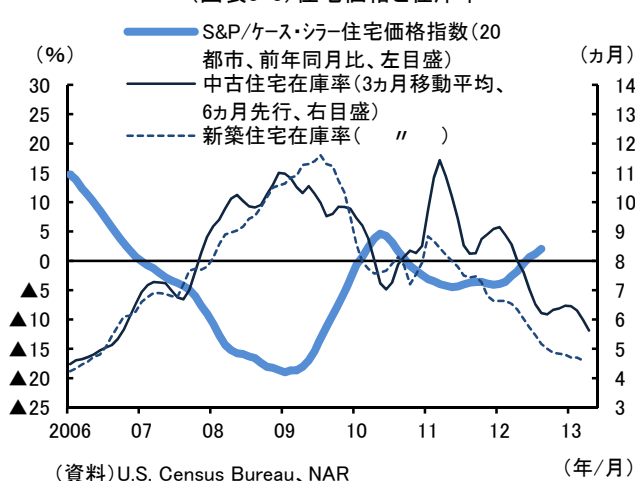
(図表3-1) 景気拡大局面の実質住宅投資の回復スピード



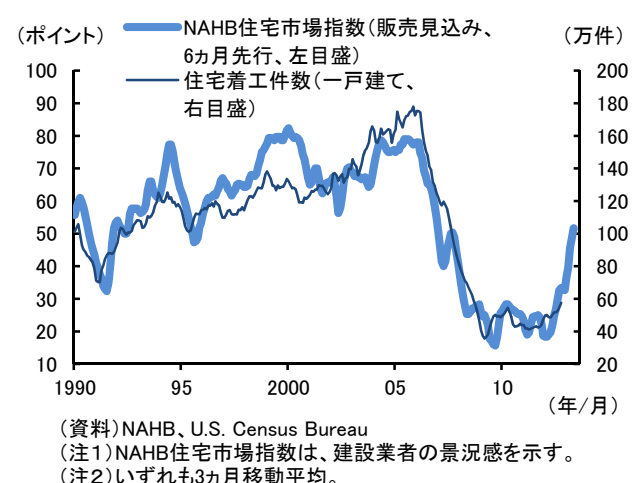
(図表3-2) 家計の純資産と債務残高、債務返済負担



(図表3-3) 住宅価格と在庫率



(図表3-4) 住宅市場指数と着工件数



転換点 債務問題に対する政策対応が進展

(II) 欧州

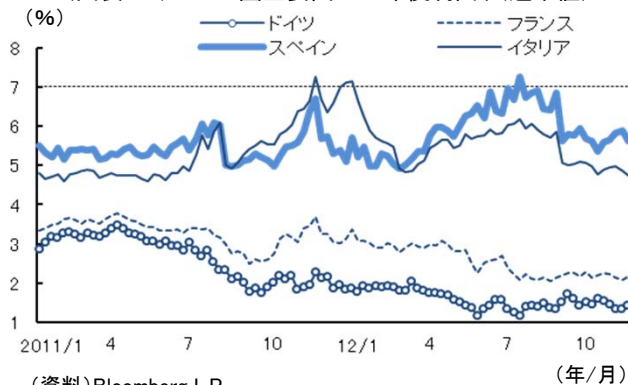
(1) 欧州経済の下押し要因となってきた債務問題は、当面の危機的状況を脱した模様。2012年秋以降、①ESMの稼働、ECBによる無制限の国債購入表明等、南欧重債務国の資金調達支援体制が整備されたこと、②将来的な銀行同盟・財政同盟に向けた議論が活発化したことを受け、一時危機水準とされる7%を上回っていたイタリア・スペインの国債利回りは低下(図表4-1)。南欧諸国への財政支援に対して、ドイツ連銀や一部北欧諸国で根強い反発がみられるものの、景気悪化が財政健全国へも波及しつつあるなかで、財政健全国の態度が軟化。

(2) こうしたなか、南欧諸国からの資金流出にも歯止めがかかる兆し。ユーロ圏各国中銀を繋ぐ即時グロス決済システム(TARGET2)に対する各国の債権・債務の推移をみると、足許で不均衡の拡大が一服。これまで、ドイツ等の経常黒字に見合う資本取引(ドイツ民間銀行による南欧国債の購入等)が民間部門で行われず、結果として中央銀行間で積み上がっていた債権・債務が、南欧諸国の経常赤字縮小や、北欧から南欧諸国への投資減少に歯止めがかかったことを受け、足許でやや縮小(図表4-2)。

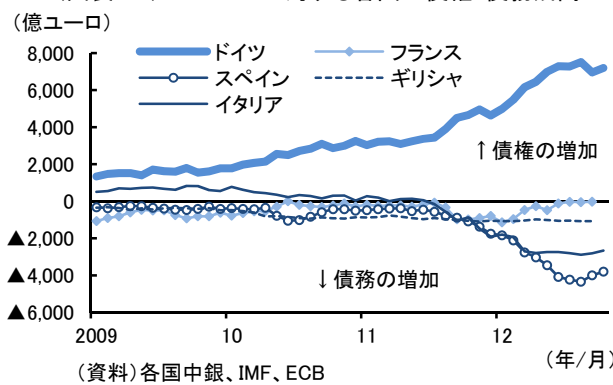
(3) もっとも、欧州債務問題終息や景気の力強い持ち直しを見込むのは時期尚早。銀行監督一元化に向けた体制の整備、ギリシャ・スペインの財政支援に向けた調整難航など、依然として債務問題をめぐる課題は山積(図表4-3)。また、ESMによる融資や、ECBによる国債購入には外部からの厳しい財政監督の受け入れが必要なほか、自力再建を図る国でも、2014年にかけて緊縮路線を継続する方針(図表4-4)。重債務国のユーロ離脱など、ユーロに対する過度の懸念は後退しつつあるものの、緊縮財政による景気下押し圧力は当面残存。

米欧経済が以上のような転換点を迎えるなか、以下では、今後の米国・欧州経済を見通すうえで、注目すべきポイントをそれぞれ検討。

(図表4-1)ユーロ圏主要国の10年債利回り(週末値)



(図表4-2) TARGET2に対する各国の債権・債務残高

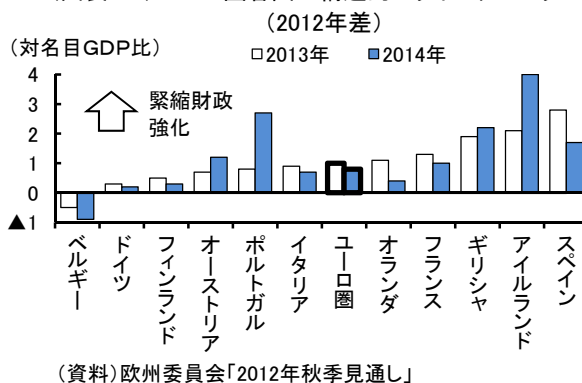


(図表4-3) 欧州債務問題に関する日程

時期	銀行同盟	安全網	財政支援策	政治イベント
2012年末まで	銀行監督に関する法的枠組み整備		ギリシャ支援策再検討	各国13年予算策定 EU予算協議
2013年1月~			財政協定発効	スเปน支援要請 キプロス支援要請
13年3月~4月	段階的に実施		アイルランド市場復帰目標	イタリア総選挙
13年前半	ESMへ160億ユーロの資本払込		ポルトガル市場復帰目標	
13年7月~	EPSFのESMへの統合			ドイツ総選挙
13年9月				
13年後半		ESMへ160億ユーロの資本払込		
2014年1月~	域内銀行の一元監督 議論 預金保険に向け 直接資本注入			

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

(図表4-4) ユーロ圏各国の構造的プライマリーバランス



米国① 雇用のミスマッチや質の低下が、労働市場の本格回復を阻害

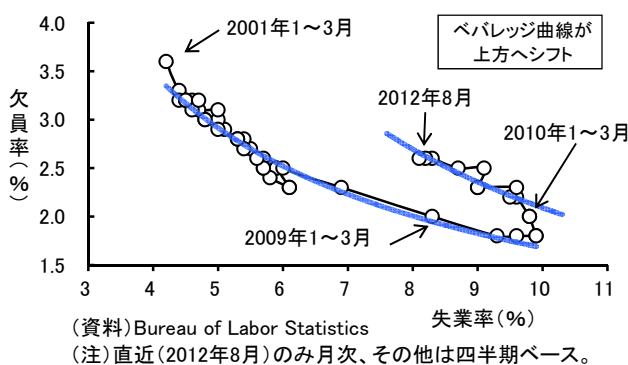
米国経済の先行きを展望すると、住宅バブル崩壊後の負の遺産からの脱却には目途が付きつつあるものの、(イ)労働市場や(ロ)個人消費の回復は緩慢にとどまると予想。一方、国内原油・天然ガス生産の急増による(ハ)エネルギー革命が景気の押し上げに寄与する可能性。以下では、これら3点、および、再選を果たしたオバマ大統領の(ニ)政策課題について詳しく検討。

(イ) 労働市場

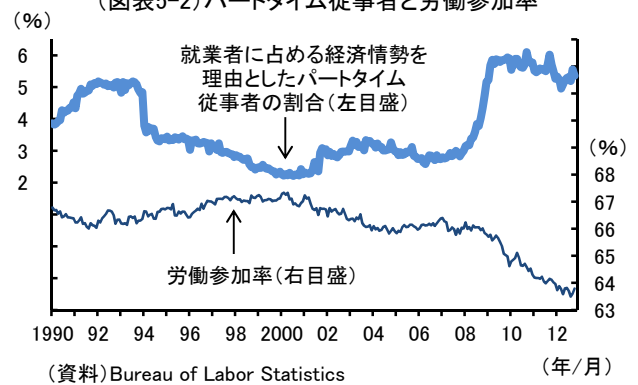
- (1) 米国の労働市場では、雇用のミスマッチが常態化している可能性。背景には、①失業期間の長期化に伴う失業者のスキルの低下、②住宅の資産価値を上回るローン保有者の転居を伴う求職活動の困難化、などが指摘可能。2010年以降、欠員率の上昇に比べ失業率の低下が緩慢にとどまっており、雇用のミスマッチが強まっていることを示唆(図表5-1)。
- (2) また、以下の2点を踏まえると、実際の雇用環境は足許の失業率の水準が示す以上に厳しいとの見方も。第一に、経済情勢を理由としたパートタイム従事者の高止まり。こうしたパートタイム従事者は全就業者の6%前後に上っており、雇用の安定や所得面での脆弱さを内包(図表5-2)。第二に、労働参加率の低下による失業率の押し下げ。米国の労働参加率は、①女性の社会進出拡大の一巡、②人口構成の高齢化に伴う退職者の増加、③若年層の高学歴化、などの構造的な要因から、2000年初めをピークに趨勢的な低下傾向にあるほか、近年は雇用環境の悪化に伴う労働市場からの退出者の増加を受け、低下が加速。
- (3) ちなみに、近年はベビーブーマー世代の退職期入りを受け、人口構成の変化が恒常的に労働参加率を年0.2%程度押し下げ(図表5-3)。そこで、先行きの労働参加率について、①横ばい(労働市場退出者の市場への復帰を想定)、②年0.2%低下(近年の人口構成の変化のみ勘案)、の2ケースを想定し、就業者数の増加ペースごとに失業率を試算。失業率の明確な低下には、月15万人前後の雇用増が必要との結果に(図表5-4)。

※なお、上振れリスクとして、住宅市場の持ち直しが労働市場の改善を加速させる可能性を指摘可能。住宅販売の増加は、建設業の直接的な雇用押し上げのほか、家具や家電、リフォーム関連業種などの雇用増加に寄与。また、資産効果を通じた個人消費の拡大が企業業績の回復につながれば、企業の採用姿勢積極化も視野に。

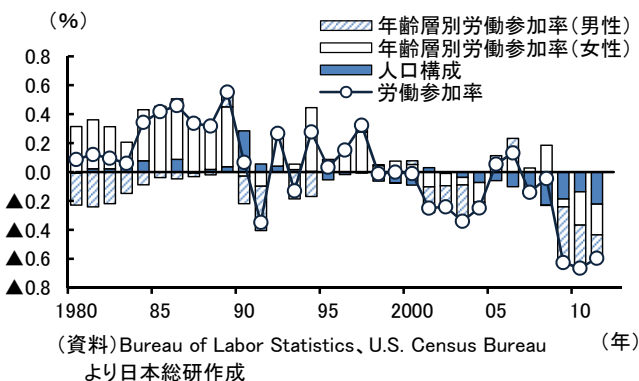
(図表5-1) 失業率と欠員率(ベバレッジ曲線)



(図表5-2) パートタイム従事者と労働参加率



(図表5-3) 労働参加率の変動要因(前年差)



(図表5-4) 2013、14年末の失業率試算

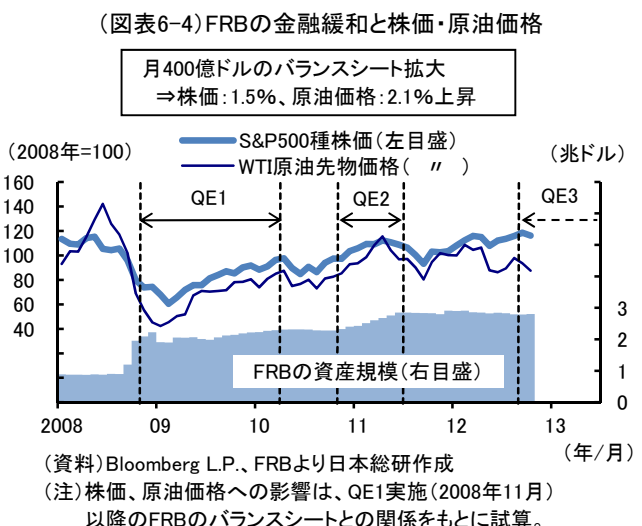
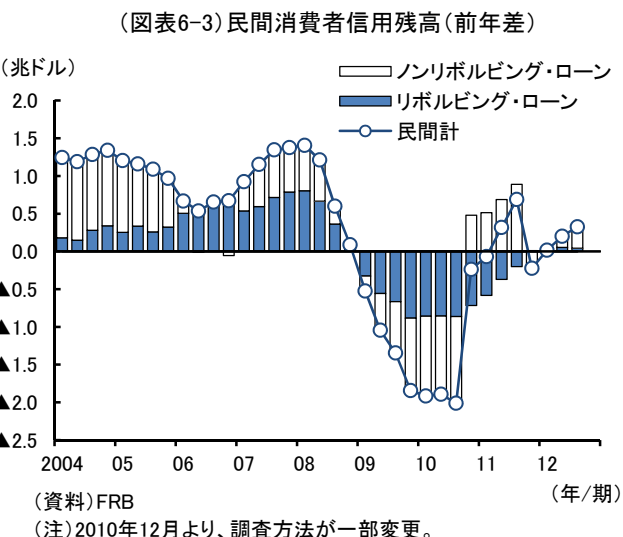
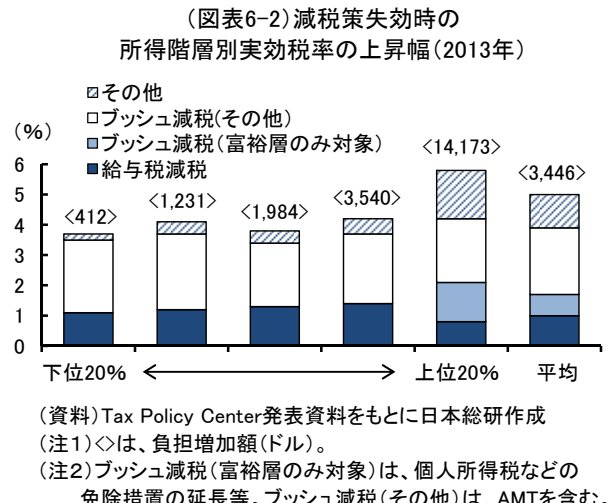
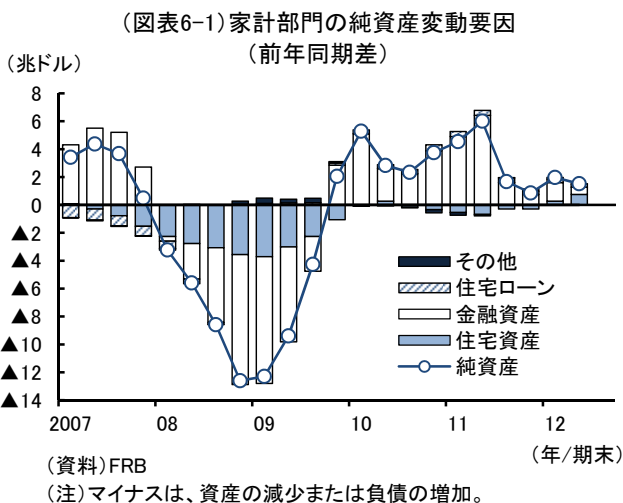
		就業者数増加幅(月平均)				
		5万人	10万人	15万人	20万人	
労働参加率の想定	ケース①: 横ばい (63.8%)	2013年末	8.3	7.9	7.4	7.0
		2014年末	8.7	7.9	7.0	6.2
	ケース②: 年0.2% 低下	2013年末	8.0	7.5	7.1	6.6
		2014年末	8.1	7.2	6.4	5.6

(資料) Bureau of Labor Statistics, U.S. Census Bureau
より日本総研作成

米国② 個人消費は回復傾向が持続も、力強さを欠く見通し

(ロ) 個人消費

- (1) 個人消費は、持ち直しの動きが続く見込み。家計部門の純資産をみると、住宅価格の持ち直しによる住宅資産残高の増加が、2四半期連続で押し上げに寄与（図表6-1）。先行きも、住宅価格の上昇による家計部門のバランスシート改善が、個人消費を下支え。
- (2) 一方、以下の2点が重石となり、力強い回復は見込み難い状況。第一に、「財政の崖」の具現化。現行の減税策が全て失効した場合、一世帯当たり約3,500ドルの増税に（図表6-2）。オバマ大統領と共和党との間で「崖」の回避策がまとまった場合でも、給与税減税の失効などで1～2%程度税率が上昇するとみられ、家計の負担増は避けられず。
- (3) 第二に、家計の借り入れに対する慎重姿勢の強まり。消費者信用残高は増加に転じているものの、持ち直しの動きは極めて緩慢。とりわけ、リボルビング・ローンの回復が遅れており、米国人が借り入れを伴う消費に対して慎重になりつつあることを示唆（図表6-3）。
- (4) なお、FRBの量的緩和拡大策については、これまでFRBのバランスシートの拡大が、株価の上昇を通じ個人消費の押し上げに作用してきたことを踏まえると、QE3についても同様の効果が期待可能（図表6-4）。もっとも、大量の資金供給による過剰流動性が、原油などの商品価格の上昇や、それを受けたインフレを招き、消費にマイナス影響を及ぼす可能性もあり、過度な期待は禁物。

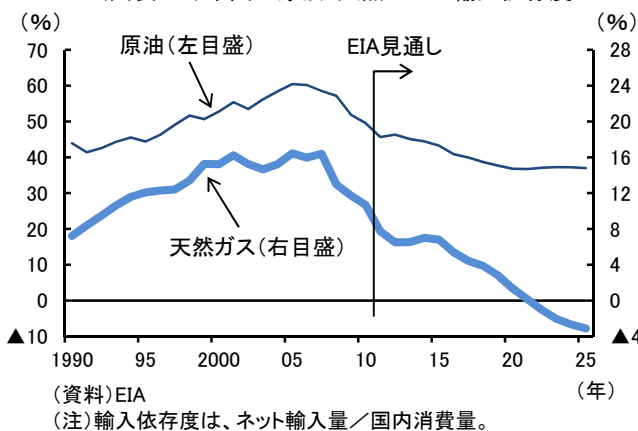


米国③ 資源大国としてのアメリカ

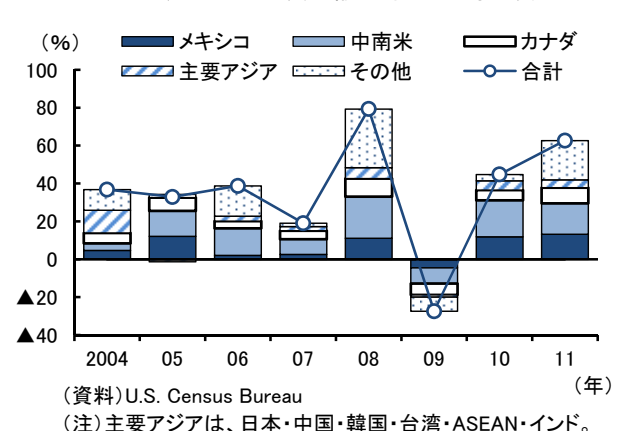
(ハ) エネルギー革命

- (1) 米国では、2000年代半ば以降、新たな技術を利用した非在来型資源の生産が急増（いわゆる「シェールガス・オイル革命」）。これを受け、天然ガス・原油の輸入依存度が大幅に低下（図表7-1）。天然ガス・原油ともに今後も増産が見込まれており、2020年代初めには、原油の輸入依存度は40%弱まで低下し、天然ガスは純輸出に転じる見通し。
- (2) また、原油の増産を受け、石油製品輸出が拡大。とりわけ、メキシコや中南米向けが拡大に寄与（図表7-2）。メキシコや中南米では、製造業の進出加速や、中間所得層の増加による個人消費の拡大などを背景に、工場の熱源や自動車の動力源としての石油製品需要の増加が続く見通し。米国は、地理的な優位性などから、メキシコ・中南米向け輸出の割合が高く、アジア新興国の景気減速や欧州の景気悪化の影響が抑制される構造に（図表7-3）。米国の輸出は、石油製品需要の増加と仕向地の多様性に支えられ、好調を維持する見込み。
- (3) 加えて、国内の需給バランスに大きく左右される天然ガス価格は低水準での推移が続き、原油との相対的な価格差が拡大していく見込み（図表7-4）。ちなみに、価格差が2015～20年の水準にある場合、原油消費の1割（約200万バレル/日）を天然ガスに代替することにより、GDP比0.4%のエネルギーコスト削減が可能に。
- (4) 米国の天然ガス・原油生産の拡大は、貿易収支の改善などの直接的な影響にとどまらず、家計や企業のエネルギーコストの低減や、それを受けた消費・投資余力の拡大を通じて、米国の潜在成長率の引き上げに資するものと期待。

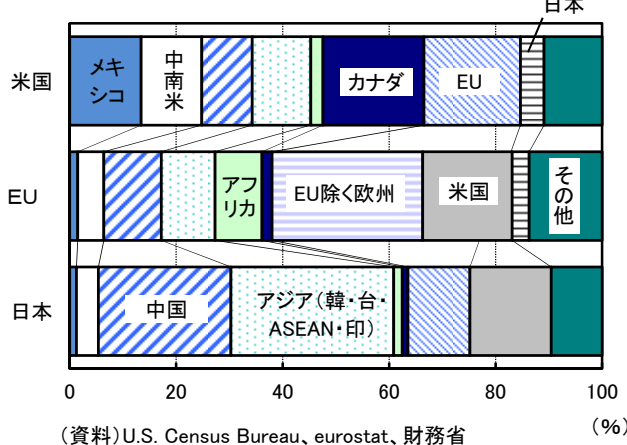
(図表7-1)米国の原油・天然ガスの輸入依存度



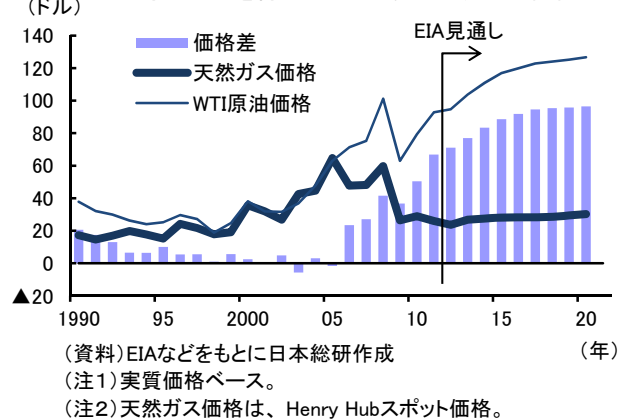
(図表7-2)石油製品輸出(前年比寄与度)



(図表7-3)輸出の地域別割合(2011年)



(図表7-4)原油価格(1バレル)と同等の熱量を得るために必要な天然ガス価格



米国④ オバマ政権2期目の課題

(二) 政策課題

(1) 再選を果たしたオバマ大統領の目下の課題は、「財政の崖」の回避と債務上限の引き上げ。「財政の崖」をめぐるのは、オバマ大統領は富裕層に対するブッシュ減税打ち切りを主張しているものの、共和党の反対は根強く、全所得層での減税継続を余儀なくされると想定(図表8-1)。

連邦債務残高は、年内の法定上限到達が確実な情勢に(図表8-2)。支出の抑制などにより、最大3月頃まで政府運営への影響は回避できるとの見方もあるものの、上限引き上げをめぐる議論が早期にまとまらなければ、昨夏と同様に金融市場の混乱を招く恐れ。

(2) また、中期的な課題として、抜本的な財政再建策の策定に加え、企業部門と家計部門のバランスのとれた成長を促す仕組みづくりを指摘可能。

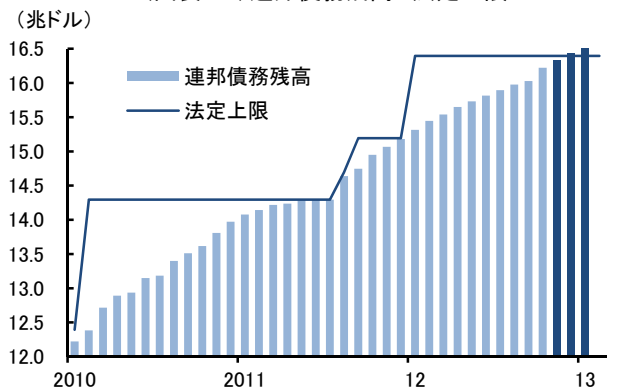
米国の労働分配率は、2000年以降、総じて低下傾向にあり、諸外国対比低水準で推移(図表8-3)。企業部門の回復が、家計部門に波及しづらい社会構造となりつつある状況。米国経済の底上げには、企業部門から家計部門への所得の移転を通じた個人消費の活性化が不可欠。一方、企業のコスト負担増を踏まえると、その抑制に向け、あわせて法人税率の引き下げが重要。米国の法人税率は諸外国対比高水準にあり、対外競争力向上の面からも引き下げが肝要(図表8-4)。

(図表8-1)「財政の崖」による2013年度の財政赤字削減額(2012年度対比)

2013年入りに後に予定される主な減税措置の失効および歳出削減策	(億ドル、%)	
	現行法での「財政の崖」	緊縮策の想定
歳入		
ブッシュ減税、AMT軽減措置の失効	2,250	0
給与税減税の失効	850	850
その他減税措置の失効	650	650
医療保険改革に伴う増税	180	180
歳出		
予算管理法による強制削減措置	540	0
緊急失業保険給付の失効	340	340
メディケア診療報酬の削減	100	0
その他	800	800
合計	5,710	2,820
GDP比	3.7	1.8

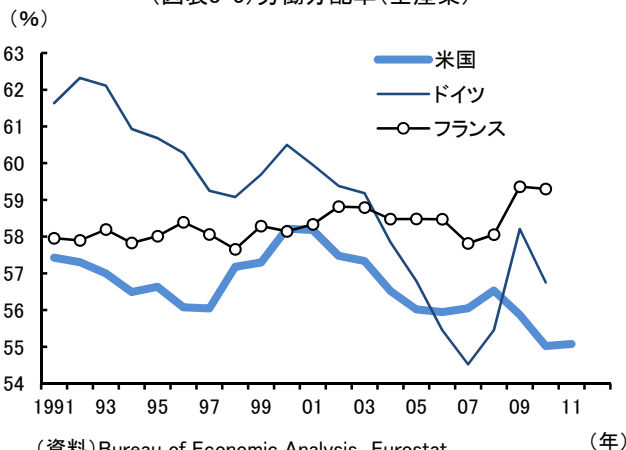
(資料) CBOなどをもとに日本総研作成
(注) その他には、分類が困難なものなどを含む。

(図表8-2) 連邦債務残高と法定上限



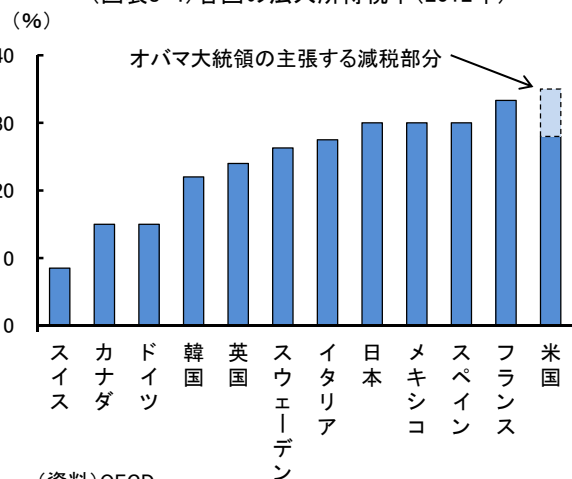
(資料) U.S. Department of the Treasury
(注) 2012年11月以降の残高は、12年1~10月までと同じ増加ペース(約1,000億ドル/月)が続くと仮定し試算。

(図表8-3) 労働分配率(全産業)



(資料) Bureau of Economic Analysis, Eurostat
(注) ドイツとフランスは2010年まで。

(図表8-4) 各国の法人所得税率(2012年)



(資料) OECD

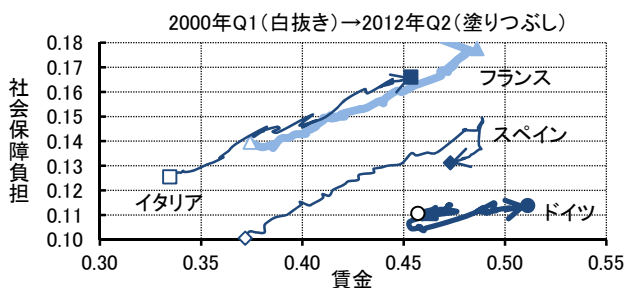
欧州① 硬直的な労働市場が経済格差是正の障害に

欧州債務問題と、それに伴う景気悪化の根本的な要因として、各国の経済格差、およびその調整システムの不備・機能不全が指摘可能。以下では、(イ)労働市場の不均衡、(ロ)家計をとりまく環境、(ハ)貿易構造、の3点について欧州が抱える域内格差の収斂状況を検討し、欧州経済の先行きを展望。

(イ) 労働市場

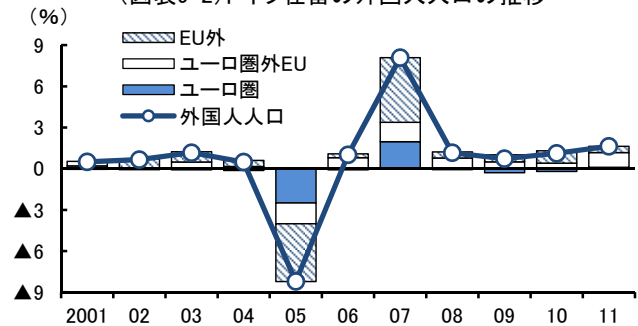
- (1) ドイツと南欧諸国の単位労働コストの格差是正は、道半ば。スペインで賃金の削減が進む一方、イタリア・フランスでは賃金の増加に歯止めがかからず(図表9-1)。加えて、南欧諸国ではユーロ導入以降、企業にかかる社会保障負担が大幅に増加し、ほぼ横ばいで推移したドイツに比べ高水準で推移。
- (2) 単位労働コスト格差の影響は、金融危機以降、競争力の高いドイツでの失業率低下、競争力の弱い南欧諸国での失業率の大幅上昇という形で顕在化。
失業の格差は、単一通貨圏では本来労働力の移動をもってある程度調整が可能。もっとも、ユーロ圏においては、労働力の移動による調整機能は極めて限定的。ドイツ在留の外国人人口の推移をみると、ドイツの労働力需要の増加をユーロ圏外EUからの労働力に奪われている状況(図表9-2)。背景には、①南欧諸国での社会保障給付が手厚く、国外に雇用を求めるインセンティブが低いことに加え、ドイツ近隣のユーロ圏外諸国では、②賃金が南欧諸国に比べ低水準であること(図表9-3)、③言語・文化的な障壁が南欧諸国に比べ低いこと、④2004年EU加盟国の労働者の移動制限が2011年に撤廃されたこと、等が指摘可能。
- (3) 労働力の移動による失業の格差是正が進まない状況は、財政にも悪影響。公務員の人員削減などの歳出削減策は、労働力の移動が不活発な状況下では、失業保険給付の増大を招き、その効果が減殺される格好(図表9-4)。
- (4) 以上を踏まえると、南欧諸国の競争力回復にむけ、一段の賃下げや企業の社会保障コストの圧縮を継続することが不可欠。同時に、経済統合を進めていくためには、労働力の移動を促す社会保障給付の削減や社会的な障壁低減に取り組む必要。

(図表9-1) ユーロ圏主要国の単位労働コストの推移



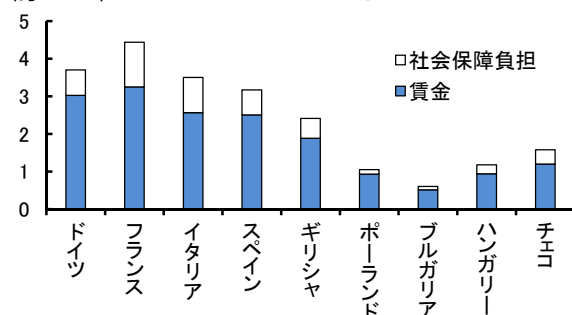
(資料)Eurostatを基に日本総研作成
(注)雇用者一人あたりの賃金・社会保障負担(名目)を一人あたりGDPで除して算出。

(図表9-2) ドイツ在留の外国人人口の推移



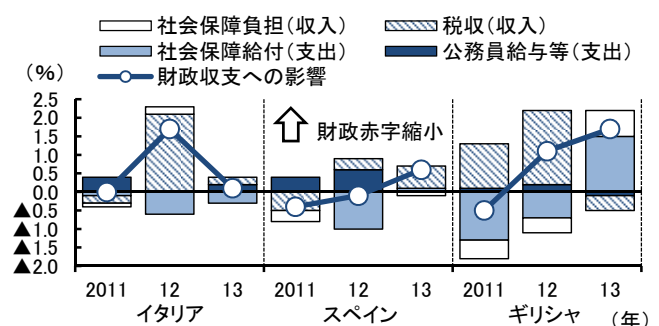
(資料)Eurostat、ドイツ連邦統計局より日本総研作成
(注)2005年、2007年の急減・急増はドイツ移民法の改正の影響。

(図表9-3) 欧州各国の一人あたり雇用者報酬 (万ユーロ) (2012年4~6月期、年率)



(資料)Eurostatより日本総研作成

(図表9-4) 南欧諸国政府の雇用関連支出と税収の財政収支への影響(対名目GDP比、前年差)



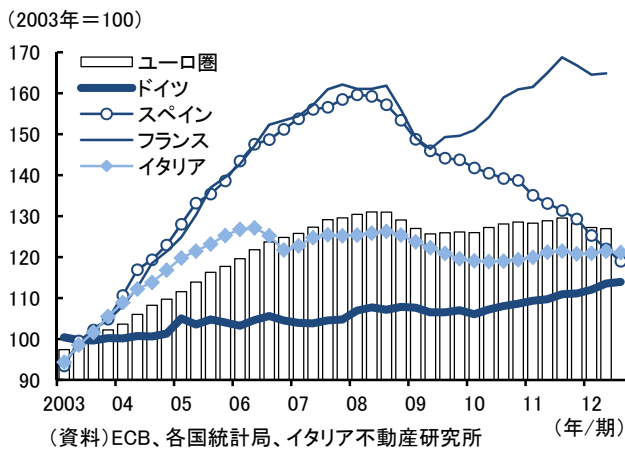
(資料)欧州委員会「2012年秋季見通し」

欧州② ドイツでは住宅価格の上昇が個人消費を押し上げ

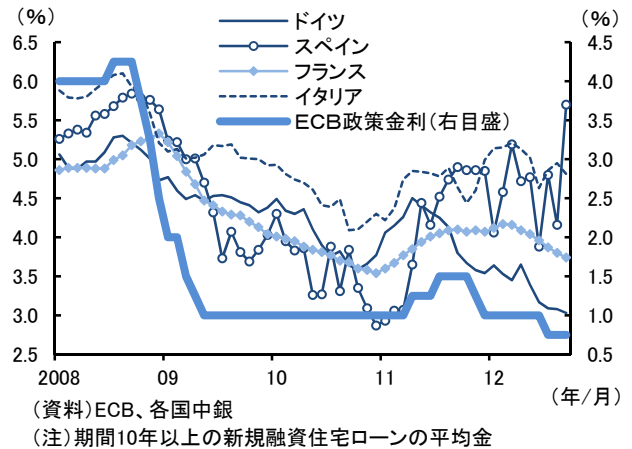
(ロ) 個人消費

- (1) 南欧諸国では、一段の賃下げ・社会保障給付削減が見込まれるほか、住宅価格の下落が個人消費を下押しする公算。ユーロ圏各国の住宅価格の推移をみると、住宅バブル崩壊後の調整が長期化しているスペインで価格下落が続くほか、調整が遅れていたフランスでも、2011年半ば以降弱含み（図表10-1）。
- (2) 南欧諸国の住宅価格下落には、雇用・所得環境の悪化や、財政悪化を受けた長期金利の上昇、それに伴う住宅ローン金利高止まりが追加の下押し要因として作用（図表10-2）。
- (3) 一方、ドイツの個人消費は、好調持続の公算。南欧諸国とは対照的に、①良好な雇用・所得環境、②逃避資金の流入を受けた長期金利・住宅ローン金利の低下等を受けた住宅価格の上昇が個人消費押し上げに寄与（図表10-3）。欧州債務問題が長期化するなか、ドイツの長期金利は当面低水準での推移が見込まれ、住宅価格の上昇が個人消費の押し上げに作用する公算。
- (4) 英国では、金融危機以降、住宅価格の下落や家計のバランスシート調整に伴い、個人消費の低迷が長期化。足許の住宅価格をみても依然弱含み（図表10-4）。住宅価格の低水準での推移を受けて、消費者マインドも低迷が長期化しており、当面個人消費の力強い持ち直しは期待薄。もっとも、BOEは景気を支援する姿勢を維持しており、新たな量的緩和策（FLS）により家計向け住宅ローン貸出が増加すれば、13年後半以降住宅価格を押し上げる可能性も。

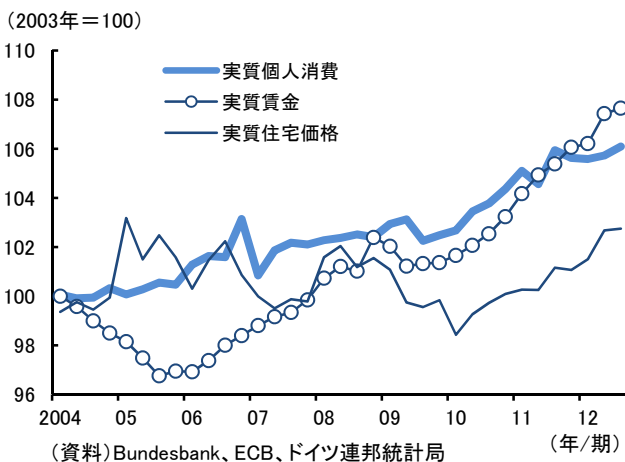
(図表10-1) ユーロ圏主要国の住宅価格



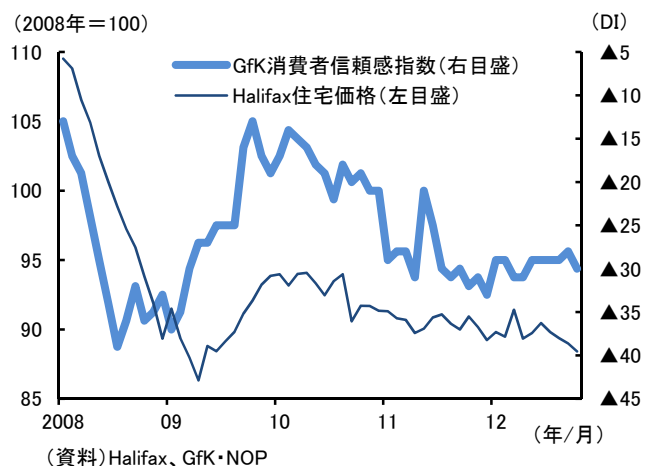
(図表10-2) ユーロ圏各国の住宅ローン金利



(図表10-5) ドイツの実質賃金・住宅価格・個人消費



(図表10-4) 英国の消費者信頼感と住宅価格の推移

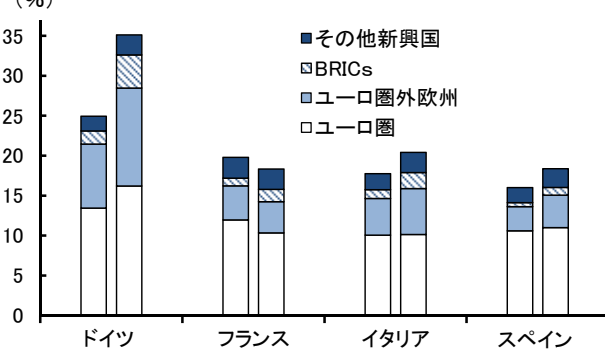


欧州③ 南欧のドイツ向け輸出拡大にも競争力強化が肝要

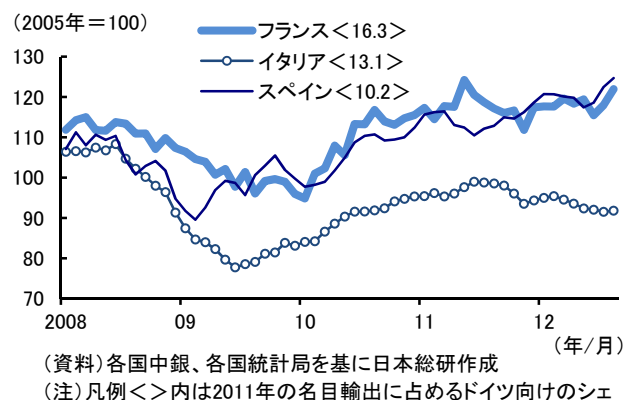
(ハ) 貿易構造

- (1) 内需の拡大が見込めない南欧諸国にとって、個人消費の拡大が見込まれるドイツ向けの輸出の増加が、景気の底割れ回避に不可欠。以下では、ユーロ圏の貿易構造について検討。
- (2) ドイツでは、金融危機以降、輸出主導の景気回復を実現。とりわけ、新興国向け輸出の増加が牽引役に（図表11-1）。新興国景気の減速により当面輸出は弱含む可能性があるものの、新興国景気が持ち直せば再び景気が力強さを取り戻す見込み。
一方、単位労働コストが著しく上昇した南欧諸国では、新興国の需要を取り込めておらず、1割強の輸出シェアを占めるドイツ向け輸出の増加が景気回復のカギに。南欧諸国のドイツ向け輸出をみると、労働コストの圧縮が進むスペインは増加傾向にある一方、労働コストの高止まりが続くイタリアでは弱含み（図表11-2）。
- (3) 労働コストの格差に加え、競争力を有する産業の違いも、ドイツ向け輸出の動向に影響。ドイツの輸入を財別にみると、個人消費の堅調さを背景に消費財が底堅く推移（図表11-3）。南欧諸国の競争力係数をみると、スペインは消費財、とりわけ乗用車の競争力が優位にあり、ドイツの個人消費拡大の恩恵を享受しやすい構造。一方、イタリアでは自動車の製造拠点が少なく、ドイツの個人消費拡大の恩恵を十分に享受できず。
- (4) また、フランスのドイツ向け輸出は堅調に推移しているものの、労働コストの上昇に歯止めがかからないうえ、すべての財で競争力劣位にあり、先行き増勢が鈍化していく懸念大。競争力回復に向けた、本格的な取り組みに踏み切らなければ、ドイツ向け輸出拡大の機会を逸するリスク。

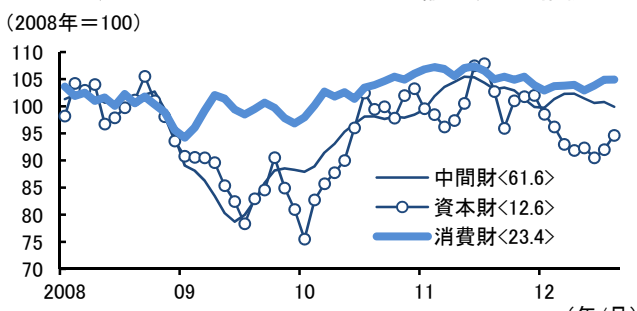
(図表11-1) ユーロ圏主要国の輸出額
(対名目GDP比、左:2001年 右:2011年)



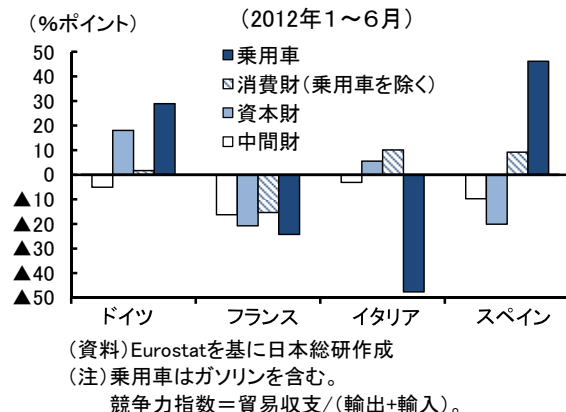
(図表11-2) 各国のドイツ向け輸出数量の推移



(図表11-3) ドイツのユーロ圏からの輸入数量の推移



(図表11-4) ユーロ圏主要国の競争力指数
(2012年1~6月)

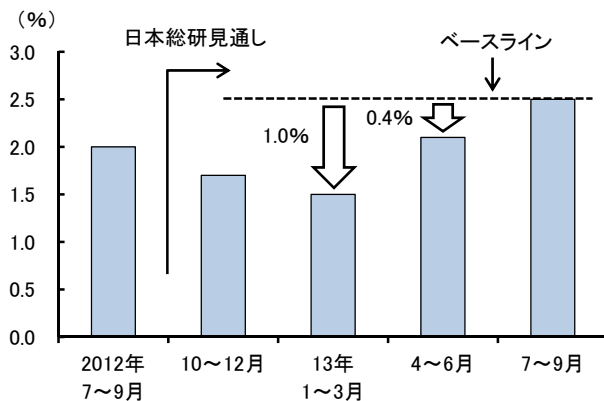


見通し **一時的に減速も、2013年央以降は2%台半ばの成長へ**

(I) 米国

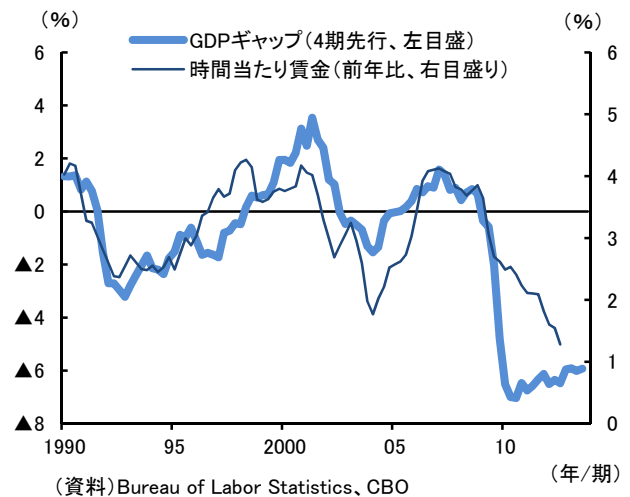
- (1) 米国経済は、2013年初めにかけて、企業部門の弱含みや財政緊縮措置の実行により、一時的に減速感が強まる公算(図表12-1)。もっとも、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に、家計部門が底堅さを維持するため、景気の回復基調は崩れず。
- (2) 当面、①労働市場の大幅な需給緩和を受けた賃金の伸び悩み(図表12-2)、②海外景気の下振れによる企業収益の鈍化、などが足かせとなるものの、2013年央以降は、下押し圧力が徐々に和らぐのに伴い、2%台半ばの成長ペースとなる見通し(図表12-3)。
- (3) 物価面では、大幅な需給ギャップのマイナスが続くも、賃金・物価への下押し圧力が持続。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、インフレ率は前年比+2%前後の水準で推移する見通し。

(図表12-1) 財政の崖によるGDP押し下げ幅



(資料) CBO、Bureau of Economic Analysis、IIFなどをもとに日本総研作成
(注) 乗数については、0.8と想定。

(図表12-2) 時間当たり賃金とGDPギャップ



(資料) Bureau of Labor Statistics、CBO

(図表12-3) 米国経済成長率・物価見通し

	2012年		2013年				2014年				2012年	2013年	2014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	2.0	1.7	1.5	2.1	2.5	2.6	2.6	2.8	2.7	2.8	2.2	1.9	2.6
個人消費	2.0	2.1	1.7	1.9	2.4	2.3	2.1	2.1	2.3	2.3	1.9	2.0	2.2
住宅投資	14.4	11.5	7.5	8.0	8.2	11.0	10.5	8.5	8.3	8.7	11.8	9.5	9.4
設備投資	▲ 1.3	3.1	5.3	8.1	8.2	7.0	7.5	7.9	7.0	7.2	7.4	4.9	7.5
在庫投資	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
政府支出	3.7	▲ 1.4	▲ 4.9	▲ 3.5	▲ 2.6	▲ 1.7	▲ 1.2	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 1.4	▲ 2.2	▲ 1.2
純輸出	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	▲ 0.0	0.1	0.1
輸出	▲ 1.6	3.8	4.6	6.2	7.3	7.5	6.6	6.0	6.7	6.9	3.4	4.5	6.7
輸入	▲ 0.2	3.8	3.0	4.1	4.8	5.1	4.9	4.9	5.0	5.0	3.0	3.3	4.9
実質最終需要	2.1	1.8	1.2	1.9	2.5	2.6	2.5	2.7	2.7	2.8	2.1	1.9	2.6
消費者物価	1.7	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9	1.8	1.8	2.1	2.0	1.8
除く食料・エネルギー	2.0	2.0	2.0	1.9	2.1	2.2	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1	2.0	2.1

(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。

見通し

欧州は域内需要の低迷を主因に景気低迷長期化

(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、来年初にかけて悪化が続く見込み。その後、良好な所得・雇用環境を背景にドイツの国内需要の拡大が続くなか、新興国経済の持ち直しやユーロ安を受け輸出の増加が期待される来春以降、マイナス成長から脱け出す見通し。もっとも、南欧重債務国を中心に、緊縮財政や、労働コスト削減に向けた所得減の長期化が避けられず、ユーロ圏全体では景気低迷が続く見通し（図表13-1）。
- (2) ユーロ圏のインフレ率は、2013年入り後、景気低迷の長期化を背景に、ECBの目標水準（2%未満）まで低下する見通し（図表13-2）。
- (3) 英国景気は、住宅価格の低迷等を背景とした消費者マインドの低迷を受け、個人消費を中心に、2013年中は低迷が長期化。その後は、BOEの量的緩和等を受けた住宅価格の持ち直しや、世界的な景気減速一巡を受けた輸出の増加に伴い、増勢がやや加速する見通し。
- (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年中はBOEの目標水準である2%を下回る推移となる見通し。

(図表13-1) 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				2014年				2012年	2013年	2014年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(実績)			(予測)				(予測)						
実質GDP	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 0.3	0.6	0.7	0.8	0.8	1.1	1.3	1.5	▲ 0.4	▲ 0.1	0.9
個人消費	▲ 1.4	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.5	0.5	0.6	1.1	1.5	1.5	1.7	▲ 0.9	▲ 0.3	1.0
政府消費	0.0	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 0.5	0.0	▲ 0.3	0.0	▲ 0.6	0.3	0.2	0.0	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 0.1
総固定資本形成	▲ 5.7	▲ 3.5	▲ 2.0	0.5	0.7	1.0	1.3	1.0	1.5	1.0	1.2	▲ 3.7	▲ 0.8	1.1
在庫投資	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	0.0	▲ 0.1
純輸出	1.3	1.0	▲ 0.0	▲ 0.2	0.8	0.3	0.2	0.4	0.0	0.3	0.4	1.3	0.3	0.3
輸出	5.1	2.5	1.8	1.2	2.2	2.5	2.9	3.2	2.3	3.0	3.2	2.7	2.1	2.8
輸入	2.4	0.3	2.0	1.9	0.5	2.0	2.8	2.7	2.5	2.7	2.6	▲ 0.4	1.5	2.4

(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13-2) 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				2014年				2012年	2013年	2014年
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
		(実績)			(予測)				(予測)						
ユーロ圏	実質GDP	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.8	▲ 0.3	0.6	0.7	0.8	0.8	1.1	1.3	1.5	▲ 0.4	▲ 0.1	0.9
	消費者物価指数	2.5	2.5	2.4	2.1	1.8	1.9	2.0	1.7	1.7	1.7	1.7	2.5	2.0	1.7
ドイツ	実質GDP	1.1	0.9	0.4	0.6	1.5	1.3	1.4	1.2	1.5	1.7	1.9	0.8	0.9	1.4
	消費者物価指数	2.1	2.1	2.0	1.9	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.1	2.1	2.3
フランス	実質GDP	▲ 0.2	0.9	▲ 0.7	▲ 0.6	0.5	0.6	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	0.0	▲ 0.0	0.7
	消費者物価指数	2.3	2.3	2.0	2.0	1.9	1.8	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	2.3	1.9	1.7
英国	実質GDP	▲ 1.5	3.9	▲ 0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	1.4	1.6	1.9	2.0	0.2	0.9	1.5
	消費者物価指数	2.8	2.4	2.5	2.5	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.8	2.3	2.1

(予測)

リスク 欧州債務危機の再燃と新興国景気の減速長期化

5. リスクシナリオ

(I) 欧州債務危機の再燃

景気悪化と緊縮財政の悪循環が続くなか、南欧重債務国では緊縮財政に対する世論の反発が激化（図表14-1）。セーフティネットとして期待されるESMによる融資やECBによる国債買い入れには、厳しい財政再建策が課されるとみられ、支援要請に対しては一段の世論の反発が必至。資金調達に窮するにもかかわらず、国内世論に配慮するあまり早期に支援を要請できなければ、南欧重債務国でデフォルト懸念が高まる可能性。

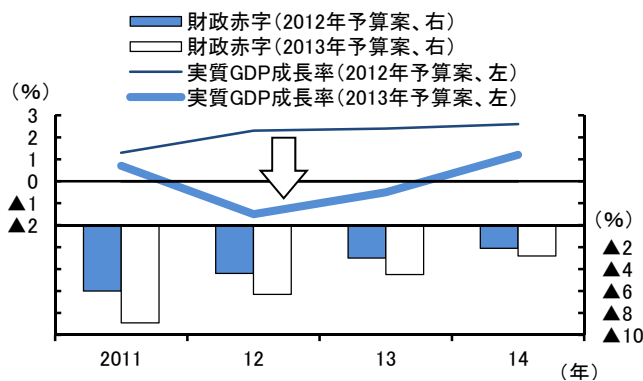
一方、支援する側であるドイツにも課題。ドイツでは賃金の上昇などを背景に、インフレ高進のリスク。インフレ抑制が求められる局面においても、南欧諸国の景気悪化が続くなか、ECBによる金融引き締めは困難な可能性（図表14-2）。インフレに対するECBの寛容な姿勢がドイツ国内の統一通貨ユーロに対する信認の低下を招き、ドイツのESMなどへの資金拠出が困難となる恐れ。

(II) インフレを起点とした新興国の景気減速

2012年入り後、新興国景気の減速が顕著に。こうしたなか、各国中銀はインフレ圧力の再燃を意識しつつも、景気刺激を目的とした利下げを相次いで実施（図表14-3）。足許では、インフレ懸念はやや後退しているものの、①世界的な金融緩和の長期化による過剰流動性、②中東情勢の緊迫化、③異常気象、などから原油や穀物などの商品価格が上昇すれば、再びインフレが加速する可能性。

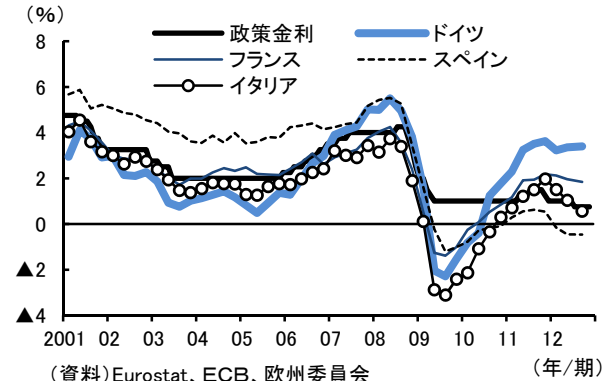
インフレの加速は、新興国での実質購買力を低減させるほか、中央銀行による景気刺激を目的とした金融緩和を躊躇させ、景気減速を長期化させる恐れ（図表14-4）。新興国景気の減速が長期化すれば、米欧は主要な景気牽引役を失うリスク。

(図表14-1) スペインの財政赤字(名目GDP比)と成長率見通し



(資料) スペイン財務省

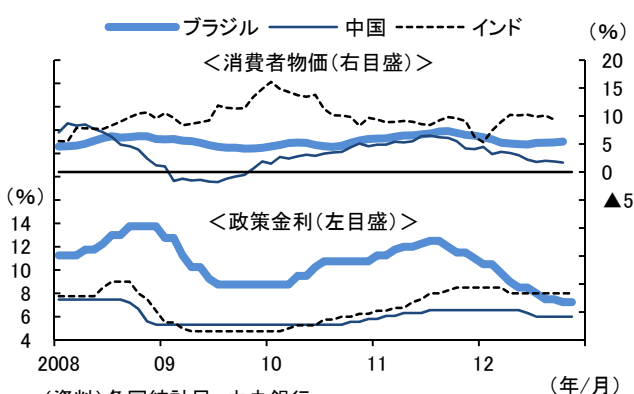
(図表14-2) 各国の適正政策金利水準の推移



(資料) Eurostat, ECB, 欧州委員会

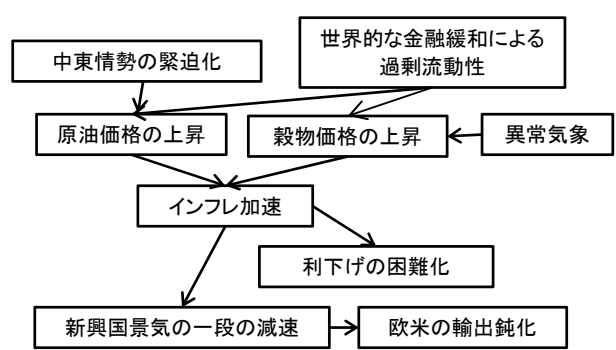
(注) 適正金利はGDPギャップ、インフレ率、潜在成長率を用いた、変形テイラールールにより日本総研作成。

(図表14-3) 新興国の消費者物価と政策金利



(資料) 各国統計局、中央銀行

(図表14-4) インフレ加速による新興国景気の鈍化リスク



(資料) 日本総研作成