

2015年7月2日

No.2015-002

## 2015年央米欧経済見通し

～ 本格回復を探る米国経済と、回復の途に就きつつある欧州経済 ～

調査部 マクロ経済研究センター

### 《要 点》

◆ **米国経済**は、総じて回復基調が持続。もっとも、2014年末以降、家計部門・企業部門ともに回復の動きに足踏み感。**ユーロ圏経済**は、原油安、ユーロ安等を追い風に、2014年半ばの踊り場を脱し、緩やかな回復基調へ復帰。

◆ 米欧経済のポイントをまとめると、**米国**では、個人消費の力強い回復に向け、消費者の節約・貯蓄志向の転換がカギに。先行き、賃金の上昇ペースは徐々に加速していくと予想されるものの、パートタイムの利用拡大など企業の人件費抑制姿勢が構造化しつつあり、賃金の伸びは過去に比べ限定的にとどまる見込み。足踏みが続く住宅市場については、世帯数の増勢加速などから、潜在的な住宅需要に高まり。また、足許で弱い動きがみられる輸出をめぐっては、近年、米国経済の海外需要への依存度が高まっており、従来以上に為替レートや新興国景気の動向を注視する必要。設備投資については、原油安・ドル高による下押し影響が一服するなか、老朽化設備の更新需要が下支えに作用。

金融政策については、賃金上昇圧力の高まりなどを踏まえ、FRBは早ければ9月にも利上げに着手する見込みながら、利上げペースは極めて緩やかとなる見込み。

◆ **ユーロ圏**では、雇用のミスマッチ拡大やパートタイムの増加といった構造的要因から、雇用・所得環境の改善ペースは緩やかにとどまると予想され、原油安効果一巡後の個人消費の回復テンポは緩慢なものとなる見込み。また、企業の資金調達環境は改善しているものの、設備投資に対する慎重姿勢は根強く、設備投資の本格回復にはなお時間を要する見込み。これまでユーロ圏経済を牽引してきたドイツの輸出は、先行き新興国景気の減速が緩和すれば、既往のユーロ安も加わり、回復ペースが徐々に加速へ。

金融政策については、インフレ率がECBの中期的な物価目標に整合的な経路に戻るのに時間を要するとみられるなか、ECBは2016年9月以降も暫く量的緩和を継続する見通し。

一方、英国では、今後、労働需給のタイト化や労働生産性の持ち直しにより、緩やかに賃金上昇率が高まる見込み。実質所得の増加基調が続き、景気は底堅く推移する見込み。

◆ 以上を踏まえ景気の先行きを展望すると、**米国**では、2015年後半以降、賃金の伸びの拡大を背景に個人消費が堅調に推移するほか、設備投資や輸出も緩やかに持ち直し、家計・企業部門のバランスのとれた高めの成長となる見込み。もっとも、FRBの利上げに伴う金利の上昇が景気の抑制要因となり、総じて2%台後半の成長ペースが続く見通し。

**ユーロ圏**では、域内外景気の持ち直しが緩慢ななか、ドイツ景気の拡大ペースは1%台半ばから後半にとどまる見込み。一方、ドイツ以外では、スペインなどで堅調な景気回復が続く公算ながら、フランスやイタリアでは、回復ペースの一段の加速にはなお時間を要する見込み。ユーロ圏全体では、1%台前半から半ば程度の低成長が続く見通し。

◆ 上記メインシナリオに対するリスクとしては、①新興国景気の下振れ、②地政学リスクの高まり、③欧州政治リスクの高まり、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) 消費者の慎重姿勢	
(I-2) 賃金の伸びの行方	
(I-3) 住宅市場のバブル崩壊からの回復度合い	
(I-4) 米国経済と海外需要	
(I-5) 設備投資を取り巻く環境	
(I-6) 金融政策の行方	
(II) 欧州	9
(II-1) 雇用・所得環境の改善と個人消費	
(II-2) 設備投資を取り巻く環境	
(II-3) ドイツ製造業の輸出構造の変化	
(II-4) ユーロ圏の物価と金融政策の行方	
(II-5) 英国の賃金の伸びの行方	
4. 見通し	14
(I) 米国	
(II) 欧州	
5. リスクシナリオ	16
(I) 新興国景気の減速	
(II) 地政学リスクの高まり	
(III) 欧州政治リスクの高まり	

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

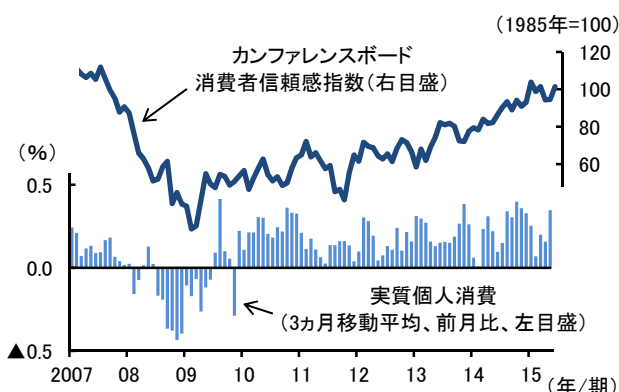
藤山 光雄 (米国) Tel : 03-6833-2453 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp  
松田 健太郎 (米国) Tel : 03-6833-0911 Mail : matsuda.keantaro@jri.co.jp  
井上 肇 (欧州) Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp  
芝 亮行 (欧州) Tel : 03-6833-0489 Mail : shiba.akiyuki@jri.co.jp

## 現状 米国景気は回復基調が持続も、2014年末以降、足踏み感

### (I) 米国

- (1) 米国経済は、総じて回復基調が持続。もっとも、2014年末以降、家計部門・企業部門ともに回復の動きに足踏み感。
- (2) 家計部門では、2015年入り後、寒波の影響を主因に個人消費が伸び悩み（図表1-1）。消費者マインドがリーマン・ショック前以来の高水準で推移するなか、寒波の影響一巡後はガソリン価格の低下による購買力押し上げ効果が顕在化すると期待されているものの、現状では回復の動きは限定的。
- (3) 住宅市場では、2014年末以降、住宅販売件数に増加の動きがみられるなど、先行きに明るさがみられ始めているものの、総じて2013年半ば以降の足踏みが長期化（図表1-2）。
- (4) 企業部門では、ドル高・原油安の進行、新興国景気の減速などを受けて製造業を中心に弱含み（図表1-3）。急速なドル高の一服や原油価格の底入れなどから、先行き、輸出・エネルギー関連企業の設備投資の持ち直しが期待されるものの、依然として輸出受注指数や設備投資に先行性を有する資本財受注に力強い回復はみられず（図表1-4）。
- (5) 米国景気の先行きを展望すると、①リーマン・ショック以降の消費者の慎重姿勢、および、②それを左右する賃金の伸びの行方、が個人消費の力強い回復のカギに。また、足踏みが続く住宅市場や、足許で弱い動きがみられる輸出や設備投資の先行きをみるうえで、中長期的な視点から、③住宅市場のバブル崩壊からの回復度合い、④米国経済と海外需要の関係、⑤設備投資を取り巻く環境の変化、を把握する必要。そこで3ページ以降では、以上5点について詳しく検討したうえで、最後に金融政策の行方に言及したい。

(図表1-1) 消費者マインドと個人消費



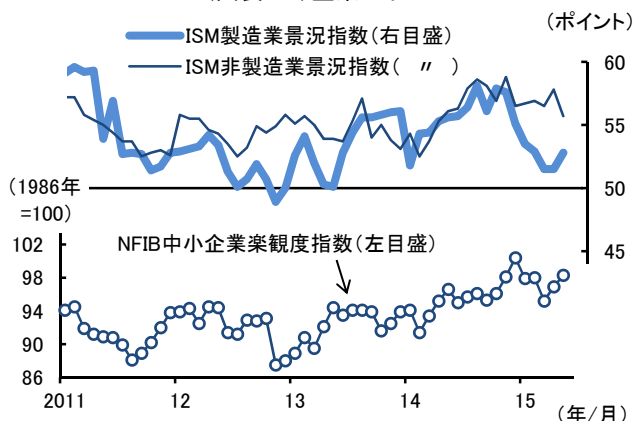
(資料) The Conference Board "Consumer Confidence Survey"、  
Bureau of Economic Analysis "Consumer Spending"

(図表1-2) 住宅販売件数



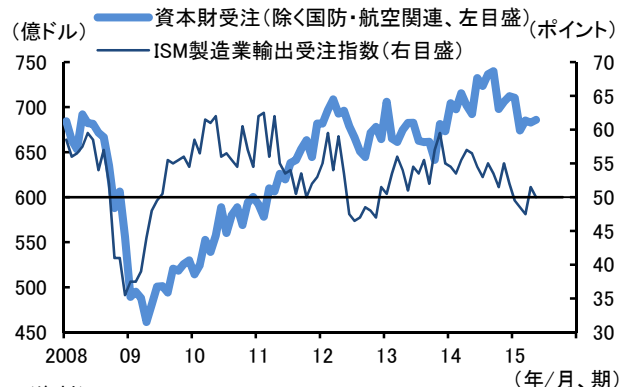
(資料) U.S. Census Bureau, NAR

(図表1-3) 企業マインド



(資料) ISM, NFIB

(図表1-4) 資本財受注と設備投資



(資料) ISM, U.S. Census Bureau

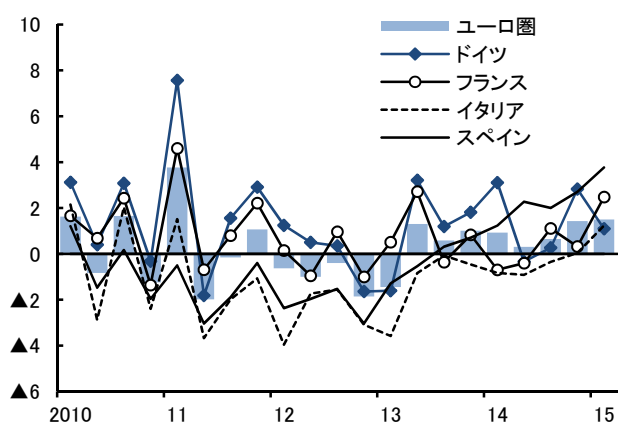
"Manufacturers' Shipments, Inventories, and Orders"

# 現状 ユーロ圏景気は、原油安等を追い風に、緩やかな回復基調へ復帰

## (II) 欧州

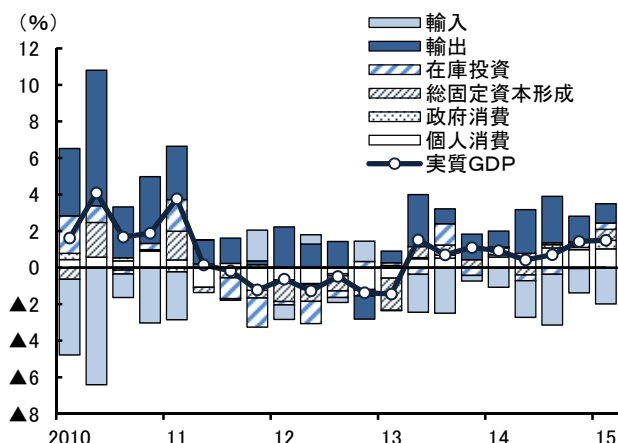
- (1) ユーロ圏景気は、原油安、ユーロ安等を追い風に、昨年半ばの踊り場を脱し、緩やかな回復基調へ復帰（図表2-1）。主要国の2015年1～3月期の実質GDPをみると、外需が低迷したドイツが減速したものの、労働市場改革の成果が出ているスペインは成長率が一段と加速したほか、昨年景気が低迷していたフランス、イタリアも堅調な伸びに。
- (2) 需要項目別では、個人消費が景気回復をけん引。また、金融危機以降、低迷が続いてきた総固定資本形成に持ち直しの兆し（図表2-2）。一方、金融危機以降、景気の下支え役を担ってきた輸出は伸び悩み。仕向地別にみると、中国・ロシアなどの新興国向け輸出が大幅に減少（図表2-3）。
- (3) ユーロ圏景気の先行きを展望するうえでは、原油安、ユーロ安等の追い風が吹いている間に、自律的な景気回復に移行できるかがカギ。そこで以下では、その際にポイントになるとみられる、①個人消費回復の原動力として期待される雇用・所得環境の改善は続くのか、②企業の設備投資は勢いを取り戻すのか、③ドイツ製造業の輸出は、これまでのようにユーロ圏景気のけん引役になり続けることができるのか、について考察。
- (4) 英国では、雇用・所得環境の改善とインフレ率の低下を受けた実質所得増が個人消費を押し上げ（図表2-4）。今後は、原油安効果の一巡により、インフレ率の緩やかな持ち直しが見込まれるなか、雇用増加に伴い、賃金上昇率が高まることで、実質所得が増加基調を維持できるかがカギ。

(図表2-1) ユーロ圏全体と主要国の実質GDP(前期比年率)(%)



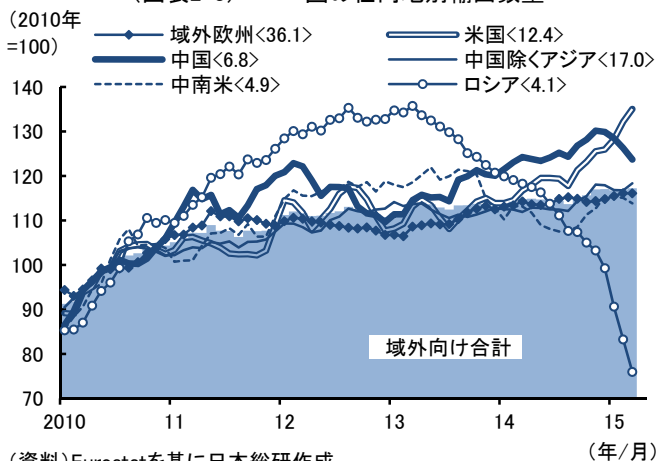
(資料)Eurostat

(図表2-2) ユーロ圏の需要項目別実質GDP(前期比年率)(%)



(資料)Eurostat

(図表2-3) ユーロ圏の仕向地別輸出数量



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

(注)季節調整値の3か月移動平均。◇は2014年のシェア。

(図表2-4) 英国の個人消費を取り巻く環境



(資料)ONS

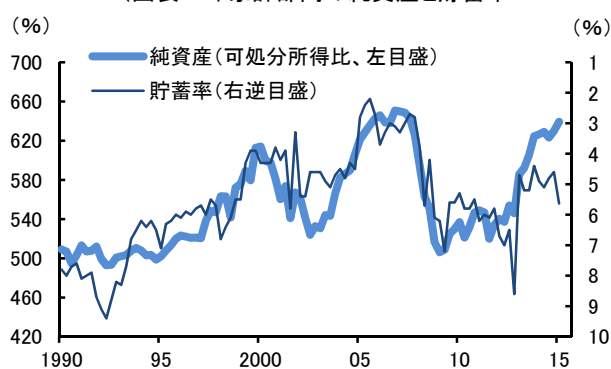
(注)小売売上高は数量ベース、名目賃金は賞与を除く、失業率は、ILO基準。

# 米国① 所得の伸び悩み長期化が、消費者の慎重姿勢を招来

## (I-1) 消費者の慎重姿勢

- (1) 米国の家計部門は、住宅バブル崩壊後、大幅なバランスシート調整を余儀なくされてきたものの、2013年末には可処分所得比でみた純資産が、リーマン・ショック前ピーク近くまで回復(図表3-1)。もっとも、近年、これまで連動性がみられた純資産と貯蓄率の動きに乖離がみられ、バランスシートの改善が進むなかでも、消費者が貯蓄を優先している、すなわち、消費の拡大に慎重な姿勢を堅持していることが示唆。
- (2) 消費者の慎重姿勢は、クレジットカードを中心としたリボルビング・ローン残高の動きからも確認可能。リボルビング・ローン残高の増勢は足許でやや加速しているものの、依然として過去に比べ極めて緩慢な伸びにとどまっており、借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3-2)。
- (3) 背景として、消費者の期待所得の低下が指摘可能。家計所得の推移と景気循環の関係を長期的にみると、景気後退局面では所得が伸び悩むものの、その後、景気の回復とともに再び増勢が加速する傾向(図表3-3)。もっとも、今局面では、景気回復局面入り後も所得の伸び悩みが常態化。所得の先行きに対する不透明感が広がるなか、消費者の節約・貯蓄志向が定着化し、消費に対する慎重姿勢を招いている公算。
- (4) ちなみに、今局面の所得の伸び悩みは、とりわけ中低所得層で顕著(図表3-4)。中低所得層では、株式など金融資産を有する世帯が相対的に少なく、配当やキャピタルゲインなどを得にくいことに加え、所得の大部分を占める賃金の伸び悩みが所得の伸びを抑制。先行き、消費者の慎重姿勢の転換には、中低所得層の所得の伸びを左右する賃金の伸びの行方がカギに。

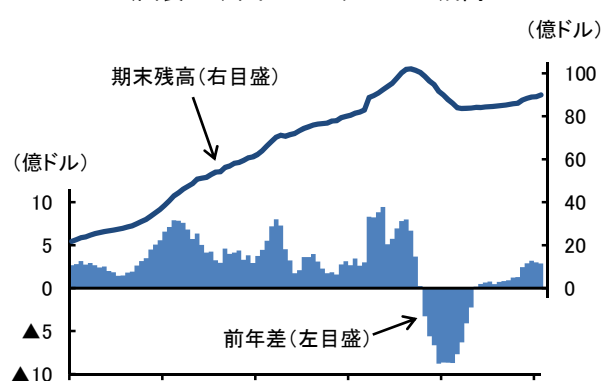
(図表3-1) 家計部門の純資産と貯蓄率



(資料)FRB "Financial Accounts of the United States"、(年/期)  
Bureau of Economic Analysis

(注)2012年末の貯蓄率の大幅な上昇は、13年初からの増税に備えたボーナスの前倒し支給等によるもの。

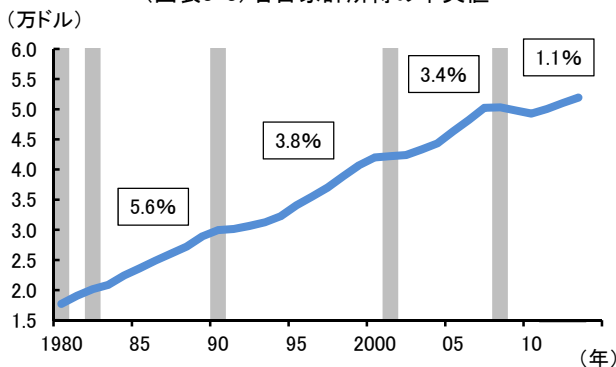
(図表3-2) リボルビング・ローン残高



(資料)FRB "Consumer Credit"

(注)2015年4~6月期は、4月末実績。

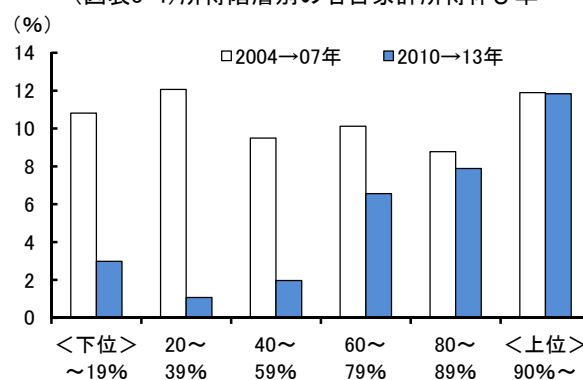
(図表3-3) 名目家計所得の中央値



(資料)U.S. Census Bureau "Current Population Survey"

(注)シャドー部分は景気後退期。四角内の数値は、各景気回復局面における所得の年平均伸び率。

(図表3-4) 所得階層別の名目家計所得伸び率



(資料)FRB "Survey of Consumer Finances"

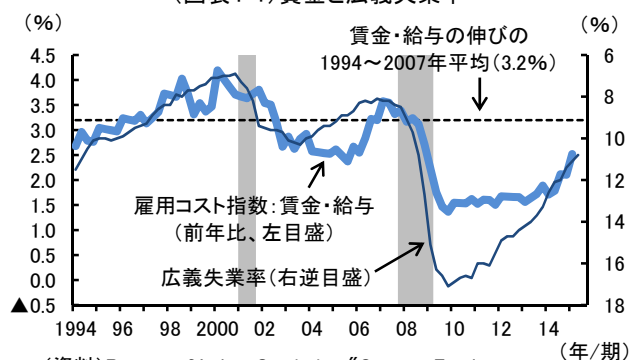
(注)名目家計所得は、税引き前所得の中央値。

## 米国② 賃金の伸びは徐々に加速も、パートタイムの先行きに懸念

### (I-2) 賃金の伸びの行方

- (1) 労働市場では、雇用者数が堅調に増加する一方、パートタイム従事者や求職意欲喪失者（雇用情勢の悪化を理由に職探しを断念した者）が依然として高水準で推移するなど、「雇用の質」への懸念が残存。もっとも、そうした人を失業者として加味した広義失業率と賃金の伸びの関係を見ると、足許でリーマン・ショック以降に生じていた両者の乖離が解消（図表4-1）。
- (2) また、求人率がリーマン・ショック前のピークを上回る水準まで上昇するなか、消費者の所得見直しにも改善の動き。賃金の伸びは依然として過去の平均を下回る水準にあるものの、先行き、労働需給の逼迫とともに賃金の上昇ペースは緩やかながらも加速していくと見込まれ、所得の伸びの拡大が中低所得層にも徐々に波及していくと予想（前掲図表4-1）。
- (3) ただし、パートタイム従事者の先行きには懸念も。フルタイム従事者の時給は、リーマン・ショック以降も増加傾向にある一方、パートタイム従事者の時給は伸び悩みが続いており、両者の賃金格差が拡大（図表4-2）。また、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の内訳をみると、フルタイムの仕事が見つからないことを理由としたパートタイム従事者は減少ペースが極めて緩慢にとどまっており、フルタイム従事者の採用に対する企業の慎重姿勢がなお根強いことを示唆（図表4-3）。
- (4) こうしたパートタイム従事者を取り巻く環境の厳しさは、企業の人件費抑制姿勢の強まりを反映。2000年以降、労働分配率は趨勢として低下基調にあり、リーマン・ショック後の深刻な景気の落ち込みを契機に一段と低下。企業の人材投資への消極姿勢が構造化しつつあり、先行き景気の回復が続くなかでも、フルタイム従事者の採用拡大やパートタイム従事者の賃上げは、過去の景気回復局面に比べ限定的にとどまる見込み。

(図表4-1) 賃金と広義失業率

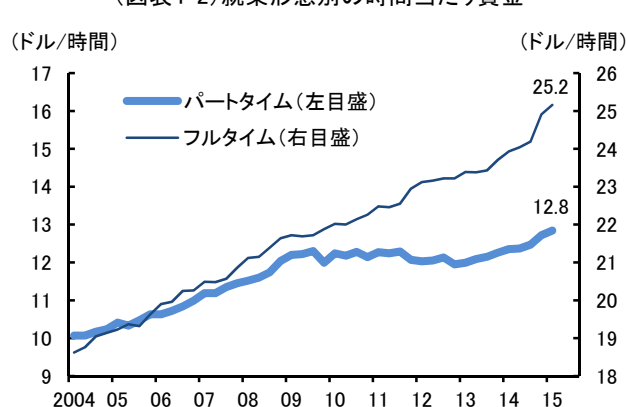


(資料) Bureau of Labor Statistics "Current Employment Statistics"、"Employment Cost Index"

(注1) 広義失業率=(完全失業者+縁辺労働者+経済情勢を理由としたパートタイム従事者)/(労働力人口+縁辺労働者)。縁辺労働者は、就業を希望するものの、景気低迷などを理由に適当な職がなく、職探しを断念した者(求職意欲喪失者)など。

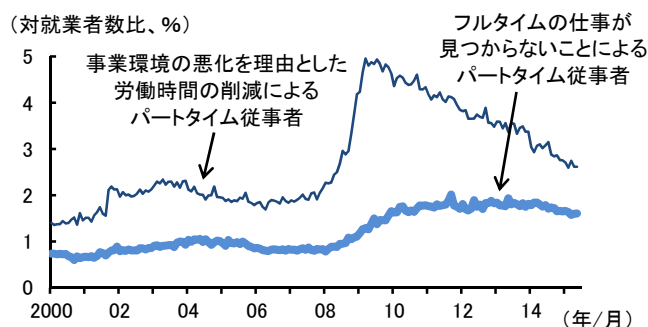
(注2) シャド一部分は、景気後退局面。

(図表4-2) 就業形態別の時間当たり賃金



(資料) Bureau of Labor Statistics "Employer Costs for Employee Compensation"

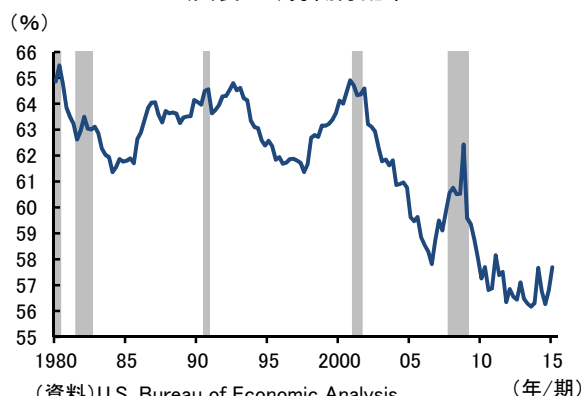
(図表4-3) 経済情勢を理由としたパートタイム従事者



(資料) Bureau of Labor Statistics "Current Employment Statistics"

(注) 週労働時間が35時間を下回るとパートタイム従事者とみなされる。

(図表4-4) 労働分配率



(資料) U.S. Bureau of Economic Analysis

(注1) 労働分配率=雇用者報酬/法人企業総付加価値。

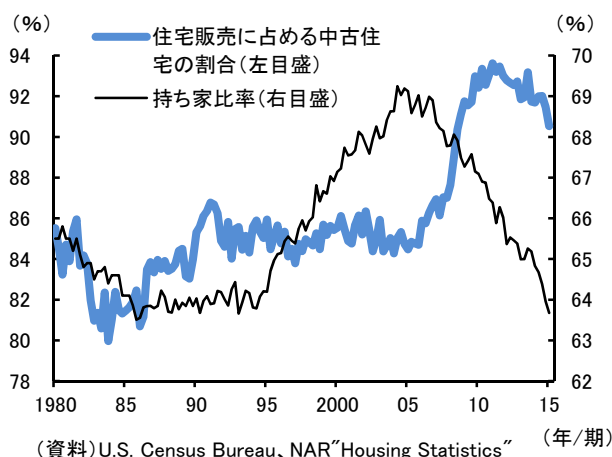
(注2) シャド一部分は景気後退期。

## 米国③ 新築住宅に対する需要の高まりに期待

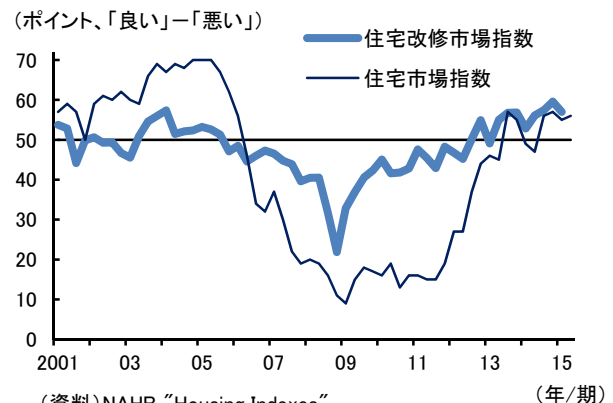
### (I-3) 住宅市場のバブル崩壊からの回復度合い

- (1) 住宅市場では、住宅バブル崩壊の後遺症が色濃く残存。持ち家比率が1990年代前半の水準まで低下しているほか、住宅販売に占める中古住宅の割合は9割超で高止まり（図表5-1）。所得環境の改善が緩慢にとどまるなか、当面、消費者の賃貸・中古住宅志向が根強く残る見込み。
- (2) こうした状況下、住宅投資の面では、当面、賃貸・中古住宅のリフォーム投資に依存せざるを得ない状況。住宅改修業者の景況感を表す住宅改修市場指数は、足許で住宅バブル崩壊前を上回る水準で推移しており、当面、実質住宅投資の約3割を占める修繕・改修投資が堅調に推移し、住宅投資の下支え役となる公算（図表5-2）。
- (3) 一方、新築住宅についても、2014年末以降の世帯数の増勢の加速や、低水準の住宅在庫率、過去最低水準まで低下している持ち家比率などを踏まえれば、潜在的な需要が高まりつつある状況（図表5-3）。賃金の伸びが高まり、消費者の信用力が向上するにつれ、先行き、新築住宅への需要が徐々に顕在化してくると予想。
- (4) なお、FRBの利上げに伴う住宅ローン金利の上昇が住宅市場回復の重石となる可能性があるものの、過度な懸念は不要と判断。2016年末にかけて長期金利が3%台前半まで上昇した場合（日本総研見通し）、住宅ローン金利は5%前後まで上昇すると予想されるものの、家計の住宅ローン返済負担は住宅バブル前と同程度の水準にとどまると試算（図表5-4）。

(図表5-1) 持ち家比率と住宅販売に占める中古住宅比率

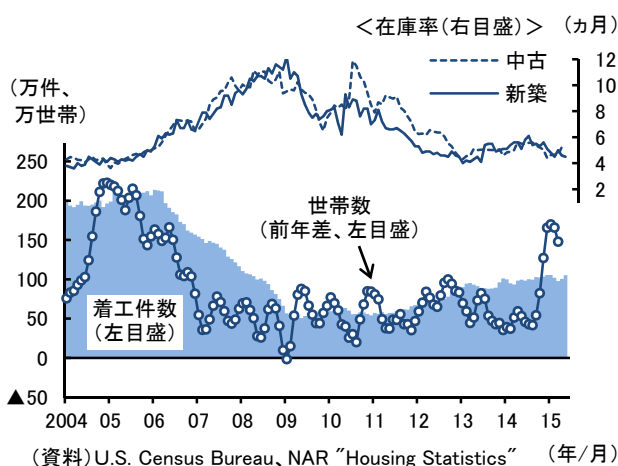


(図表5-2) NAHB住宅市場指数と住宅改修市場指数

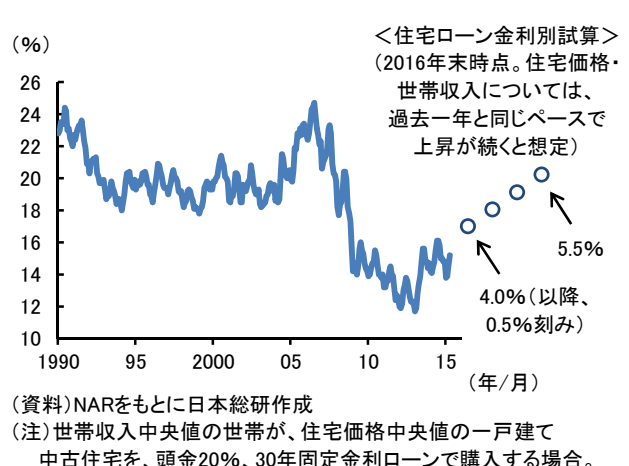


(注) 住宅改修市場指数は、住宅のリフォーム市場に対する住宅改修業者の景況感、住宅市場指数は、新築一戸建て住宅市場に対する建設業者の景況感を示す。

(図表5-3) 住宅着工件数と世帯数(3ヵ月移動平均)



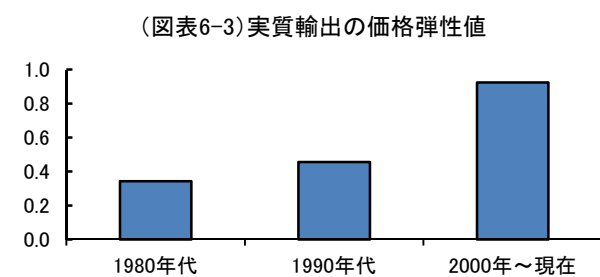
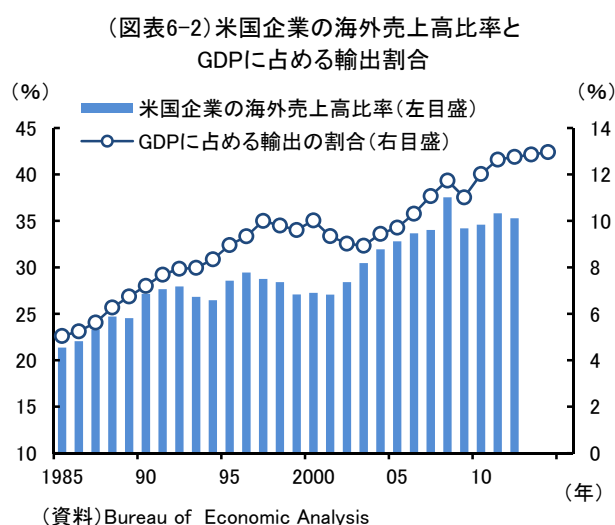
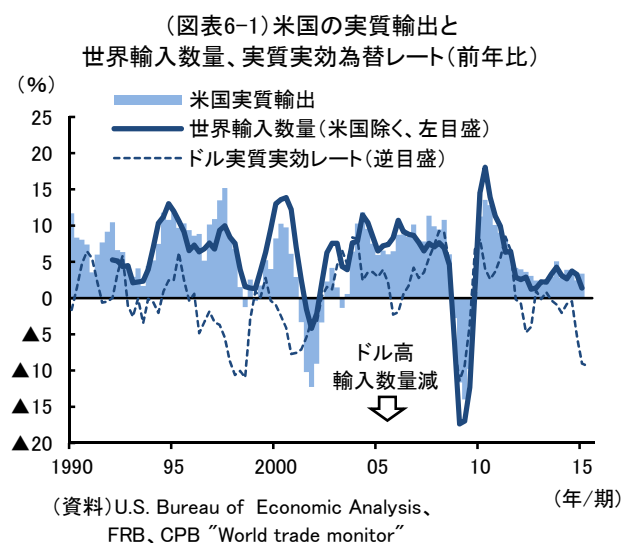
(図表5-4) 住宅ローン返済額の対世帯収入比



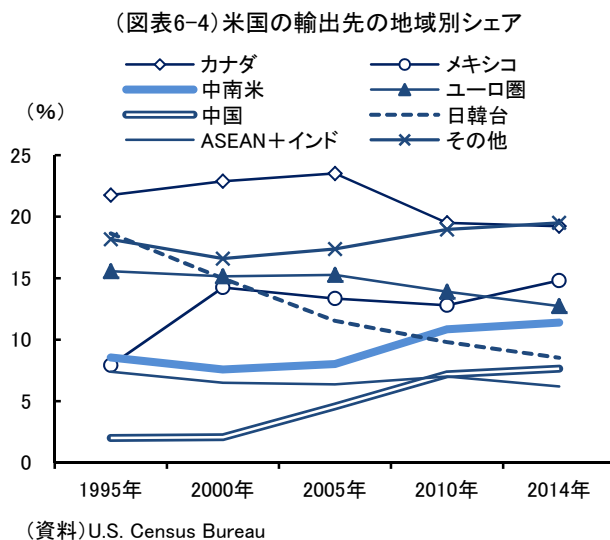
## 米国④ 米国経済の海外需要への依存度が高まり

### (I-4) 米国経済と海外需要

- (1) 米国では、ドル高の進行や海外景気の減速を背景に、足許で輸出が伸び悩み(図表6-1)。元来、米国は経済に占める内需の割合が相対的に大きく、先進国の中では為替や海外景気の影響を受けにくい経済構造。もっとも、近年、米国経済の海外需要への依存度が高まっている可能性。
- (2) 実際に、住宅投資や政府支出が伸び悩むなかでGDPに占める輸出割合が上昇しているほか、米国企業の海外売上高比率も、2000年入り後、上昇ペースが加速(図表6-2)。さらに、シェール革命の進展による石油製品の輸出増大も、米国経済における輸出の重要性を一段と高める格好に。
- (3) ちなみに、2000年代以降、為替レートの米国輸出への影響度が拡大(図表6-3)。新興国による技術面のキャッチアップなどを背景に、米国輸出製品の非価格競争力が低下し、輸出に対する価格面の影響が増している可能性。また、米国の輸出先の地域別シェアをみると、2000年代半ば以降、先進国のシェアが低下する一方、相対的に中国・中南米を中心とした新興国のシェアが拡大(図表6-4)。これらを踏まえると、米国景気の先行きをみるうえでは、従来以上に為替レートや新興国景気の動向を注視する必要。
- (4) なお、ドル高は過去、海外からの資金流入などを背景とした長期金利の安定や、輸入物価の押し下げを通じたインフレの抑制などに寄与。もっとも、超低金利・デフインフレ傾向の現状では、そうしたメリットは享受しにくく、むしろ過度なドル高の進行は、米国経済にとってデメリットとなる可能性大。



(注1) 推計式は、 $\ln(\text{実質輸出}) = \alpha + \beta * \ln(\text{米国除く世界輸入}) + \gamma * \ln(\text{実質実効為替レート})$  (後方4四半期移動平均、-2期) とし、各期間の四半期推計における弾性値を算出。  
 (注2) いずれも、5%水準で有意。  
 (注3) 価格弾性値の符号は負となるため、-1を乗している。



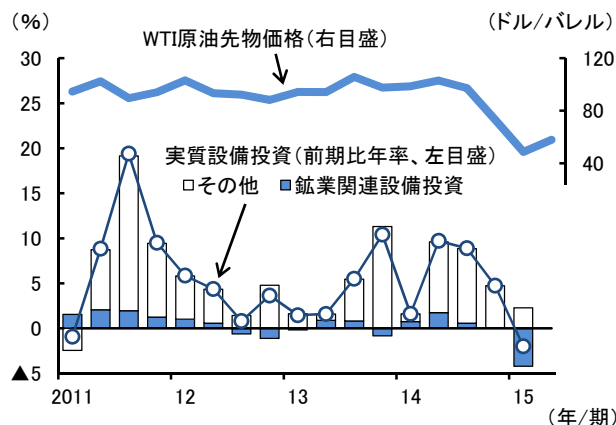


## 米国⑤ 設備投資は当面力強さを欠くも、一段の下振れは回避

### (I-5) 設備投資を取り巻く環境

- (1) 企業の設備投資をみると、2014年後半以降の原油価格の下落に伴い鉱業関連の設備投資が大幅に減少したほか、鉱業以外の業種でも増勢が大きく鈍化（図表7-1）。足許で急速な原油安やドル高に歯止めがかかっているものの、設備投資に先行性を有する資本財受注が減少基調にあるなど、設備投資は当面伸び悩みが続く可能性。
- (2) この背景には、製造業での未稼働設備の残存が指摘可能（図表7-2）。ドル高や海外景気の減速を背景に輸出が伸び悩み、2015年入り以降、企業の生産活動は横ばい圏内の動きで推移。この結果、設備稼働率は低下傾向が続き、企業の設備投資への慎重姿勢を招来。
- (3) もっとも、原油価格の大幅な下落を受け、ピーク時に比べ約6割減少していた石油リグの稼働数は、原油価格の底打ちを受けて下げ止まりの兆し（図表7-3）。原油価格の安定に伴い、原油生産は引き続き高水準で推移すると見込まれているほか、急速なドル高の影響が徐々に弱まるなかで輸出の減速にも歯止めがかかると予想され、鉱業関連・その他の設備投資ともに、一段の下振れは回避される公算。
- (4) さらに、中長期的な視点から企業の保有する設備の経過年数（ヴィンテージ）をみると、リーマン・ショック以降、構築物で長期化が続いているほか、機械についても、1990年前半の過去最長水準近くで高止まり（図表7-4）。設備の老朽化に伴い、潜在的な更新需要が高まるなか、企業収益の回復が続けば、更新投資の顕在化を下支えに、設備投資は徐々に回復に向かう見通し。

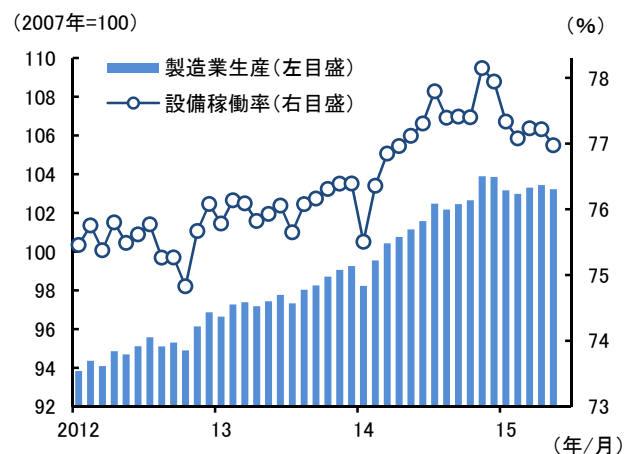
(図表7-1) 原油価格と設備投資



(資料) Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, L.P.

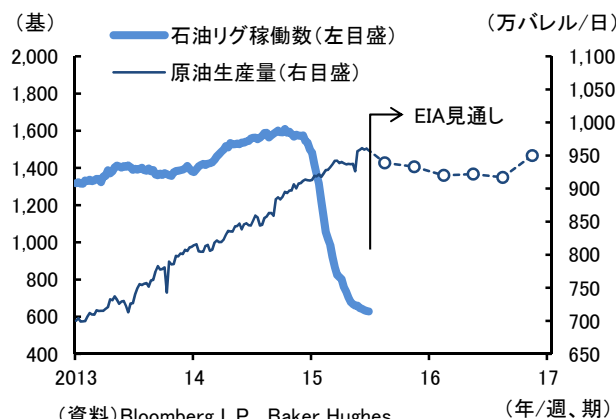
(注) 鉱業関連設備投資は、鉱業関連構築物投資と機械投資。

(図表7-2) 製造業生産と設備稼働率



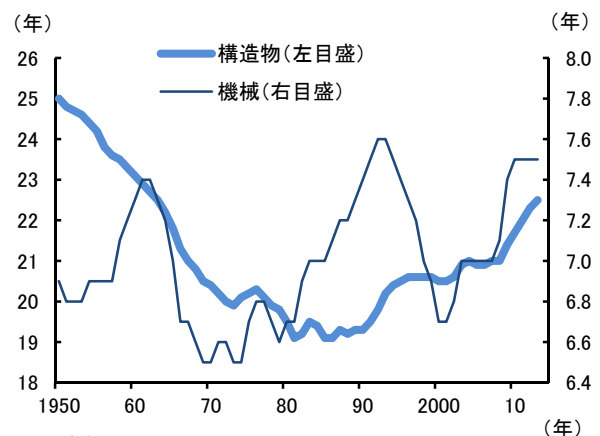
(資料) FRB

(図表7-3) 米国の石油掘削設備(リグ)稼働数と原油生産量



(資料) Bloomberg L.P., Baker Hughes, EIA "Short-Term Energy Outlook"

(図表7-4) 設備の平均経過年数



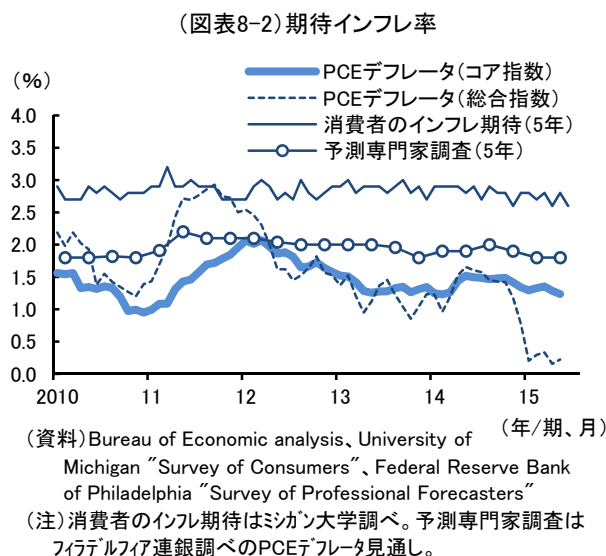
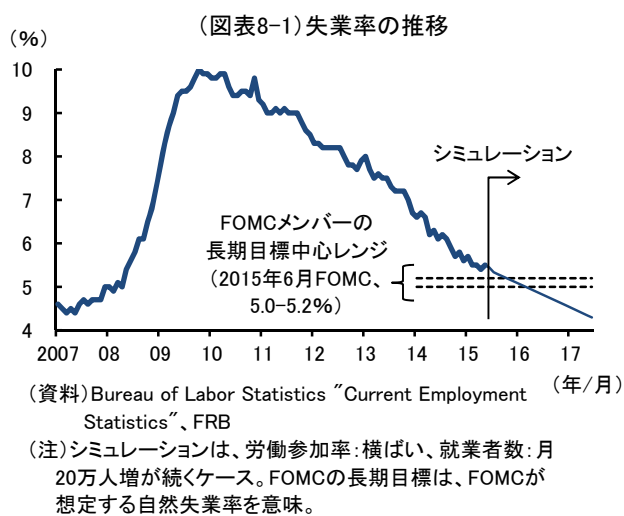
(資料) Bureau of Economic Analysis

(注) 対象は、民間非住宅固定資産。

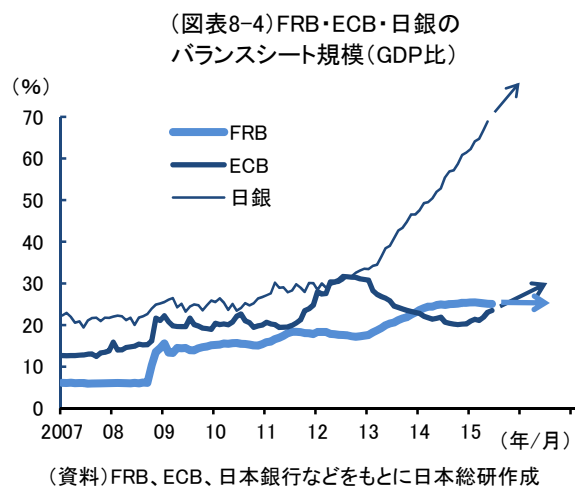
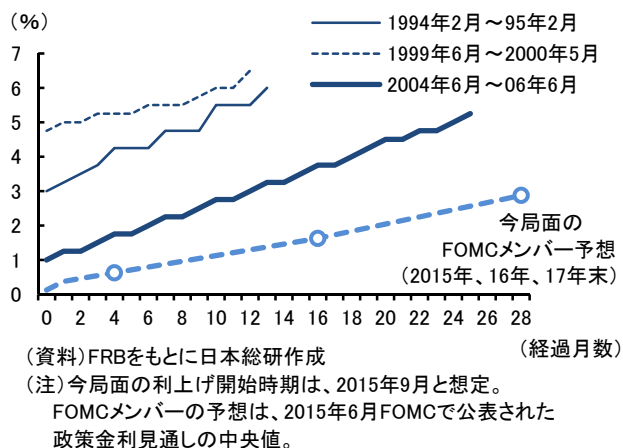
## 米国⑥ 早ければ9月に利上げ着手も、利上げペースは緩やかに

### (I-6) 金融政策の行方

- (1) 雇用者数の堅調な増加を背景に、FOMCメンバーが実質的にインフレ加速の分岐点とみなす長期見通しレンジの上限近くまで失業率が低下するなか、労働市場では、賃金上昇圧力が高まりつつあると推測(図表8-1)。物価面でも、消費者や予測専門家の間で期待インフレ率の過度な下振れはみられず、急速なドル高や原油安が一服すれば、時間を要しながらも物価の伸びが徐々に高まっていく公算(図表8-2)。
- (2) こうした状況下、FRBは早ければ9月にも利上げに着手すると予想。ただし、FRBは「利上げ開始の判断は、経済情勢次第」との姿勢を強調しており、景気の足踏みが夏場にかけても続けば、利上げの着手が年末あるいは年明けに先送りされる可能性も。
- (3) また、高水準の需給ギャップが残存するもと、当面、デイスインフレ傾向が続くとみられるなか、利上げ開始時期にかかわらず、その後の利上げペースは極めて緩やかとなる見込み。実際、FOMCメンバーのFF金利誘導目標の見通しは、過去の利上げ局面に比べて緩やかな利上げペースを想定(図表8-3)。
- (4) 加えて、ECBや日銀が先行きも極めて緩和的な金融政策を維持すると見込まれるなか、FRBの利上げペースの加速は、金融政策の方向性の違いを背景としたドル高の加速を通じて、米国経済の下押しに作用する恐れ(図表8-4)。こうした観点からも、FRBの金融政策正常化の動きは極めて慎重なものとならざるを得ない状況。



(図表8-3) 過去の利上げ局面におけるFF金利誘導目標の引き上げペースと今局面のFOMCメンバー予想



欧州①

ミスマッチの拡大やパートタイムの増加が、雇用・所得環境改善の重石に

(Ⅱ-1) 雇用・所得環境の改善と個人消費

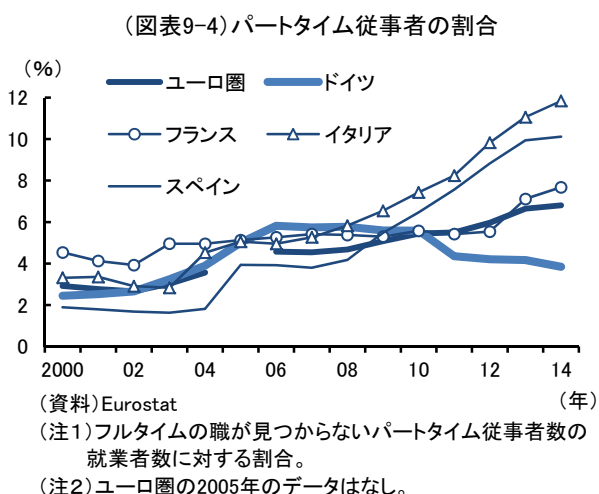
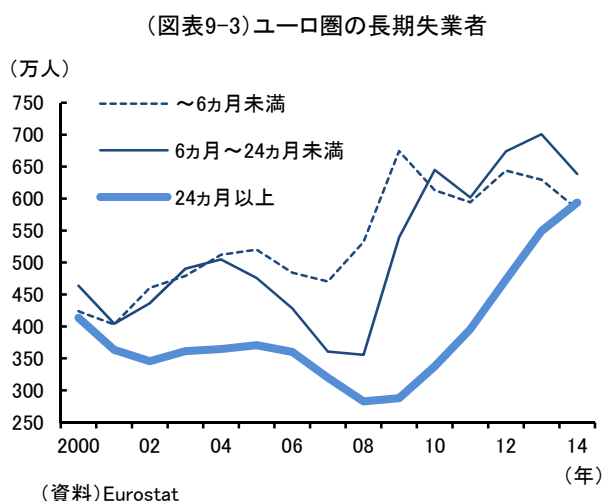
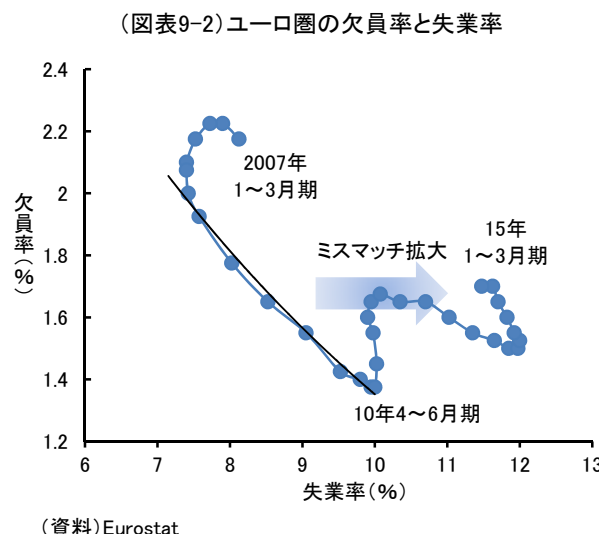
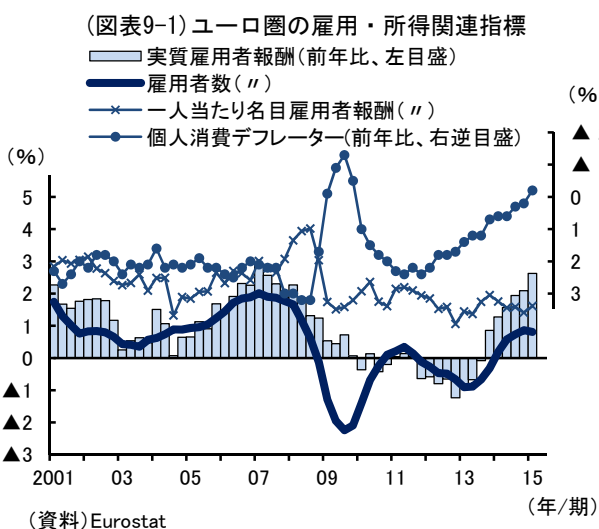
(1) ユーロ圏では、原油安を主因としたインフレ率の低下と雇用環境の改善を受けて実質所得が増加し、個人消費の伸びをけん引(図表9-1)。今後、原油安一巡を受け、インフレ率の緩やかな持ち直しが見込まれるなか、個人消費の増勢加速には、さらなる雇用・所得環境の改善が不可欠。

もっとも、以下2点の労働市場の構造的要因から、先行き、雇用・所得環境の改善ペースは緩やかにとどまる見込み。

(2) 第一に、雇用のミスマッチの拡大。企業の人手不足度合いを示す欠員率と失業率の関係を欧州債務危機本格化の前後で比較すると、近年は欠員率の水準に比して失業率が高止まりしており、雇用のミスマッチ拡大を示唆(図表9-2)。この背景の一つとして、リーマン・ショック、欧州債務危機と、短期間に二度の景気後退に見舞われたことによる長期失業者の増加が指摘可能(図表9-3)。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固定化している可能性。

(3) 第二に、パートタイム従事者の増加。リーマン・ショックや債務危機以降、フルタイムの職が見つからないパートタイム従事者がドイツ以外で大幅に増加(図表9-4)。パートタイム従事者の増加が雇用創出に果たす役割は無視できないものの、フルタイム従事者に比べ、相対的に賃金が低いパートタイム従事者の増加が続くと、先行きも賃金の伸びが抑制される恐れも。

(4) 以上を踏まえると、雇用・所得環境の改善ペースが緩やかにとどまるなか、原油安効果一巡後の個人消費の回復テンポは緩慢となる見込み。個人消費が堅調さを持続するためには、職業訓練プログラムの拡充によるスキル向上など構造変化に応じた取り組みが不可欠。

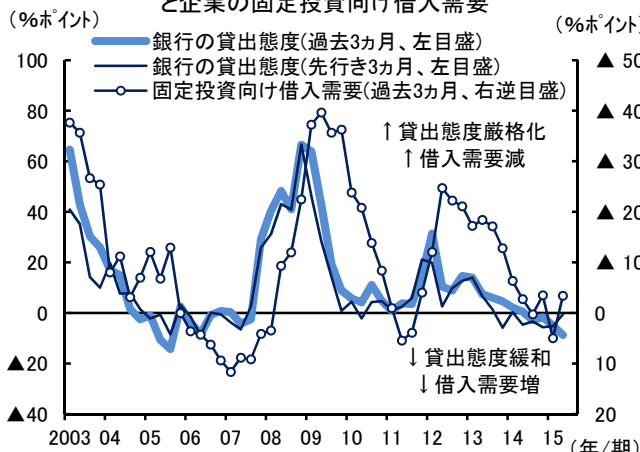


## 欧州② 設備投資の本格回復にはなお時間を要する見込み

### (Ⅱ-2) 設備投資を取り巻く環境

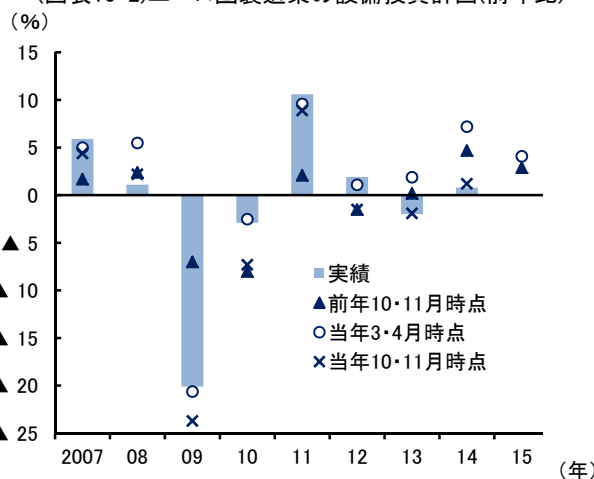
- (1) ECBによる銀行貸出調査によると、民間銀行の企業向け貸出態度の緩和傾向が続くのか、ユーロ圏の2015年1～3月期の銀行の民間非金融企業向け貸出は、11年7～9月期以来の増加へ(図表10-1)。もっとも、企業の固定投資向け資金需要には引き続き弱さ。
- (2) ユーロ圏製造業の2015年の設備投資計画は、今年3～4月時点で昨年10～11月時点から上方修正されたものの、修正幅は小幅にとどまる状況(図表10-2)。この間、ユーロ圏景気の回復ペースが小幅ながら加速したことや、ECBによる量的緩和が開始されたこと等を踏まえると、物足りなさが残る内容。この背景の一つとして、ユーロ圏では、生産の回復ペースが緩慢にとどまるなか、設備稼働率は依然として金融危機前の長期平均を下回っており、設備過剰感が残っていることを指摘可能(図表10-3)。
- (3) 資本ストック循環図をみると、設備投資は循環的な回復局面に入っているとみられるものの、同図から観測される企業の期待成長率は、すでにゼロ%近辺まで低下。先行き、期待成長率の上昇が期待されるものの、当面、リーマン・ショック後を下回る水準にとどまるとみられ、大幅かつ持続的な設備投資拡大は期待薄(図表10-4)。加えて、南欧諸国を中心に企業のバランスシート調整圧力が残存するなか、企業の設備投資に対する慎重姿勢は根強いとみられ、設備投資の本格回復にはなお時間を要する見込み。
- (4) 欧州委員会は、2014年11月、EU域内の投資不足への対策として、3年間で3,150億ユーロの官民投資計画を発表。民間投資の呼び水となることが期待されているものの、即効性や資金規模の面で過度な期待はできず、企業の設備投資に対する慎重姿勢を変えられるかは不透明。

(図表10-1)ユーロ圏銀行の企業向け貸出態度と企業の固定投資向け借入需要



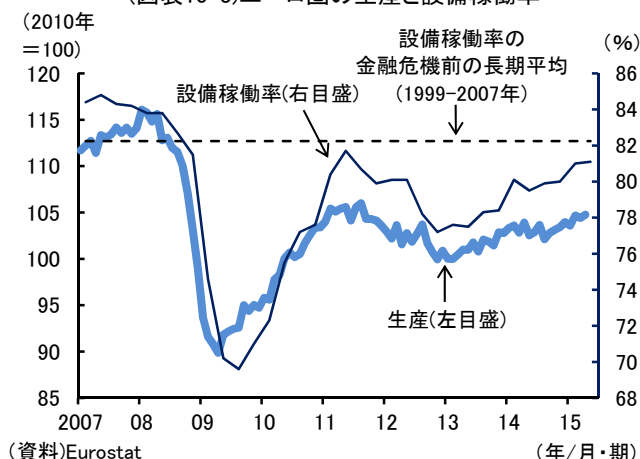
(資料)ECB "Bank lending survey"

(図表10-2)ユーロ圏製造業の設備投資計画(前年比)



(資料)DG ECFIN "Investment survey"

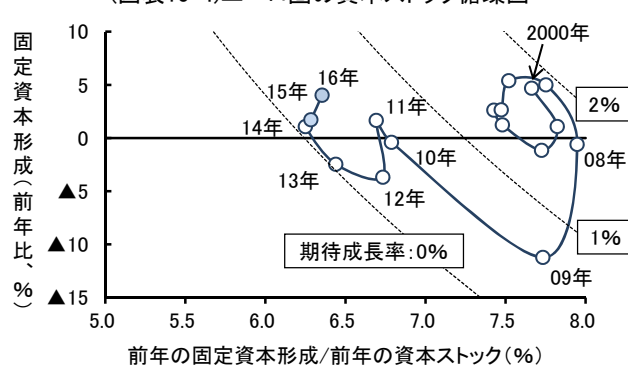
(図表10-3)ユーロ圏の生産と設備稼働率



(資料)Eurostat

(注)設備稼働率・生産は、製造業。

(図表10-4)ユーロ圏の資本ストック循環図



(資料)DG ECFIN を基に日本総研作成

(注1)2015～16年はDG ECFIN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。

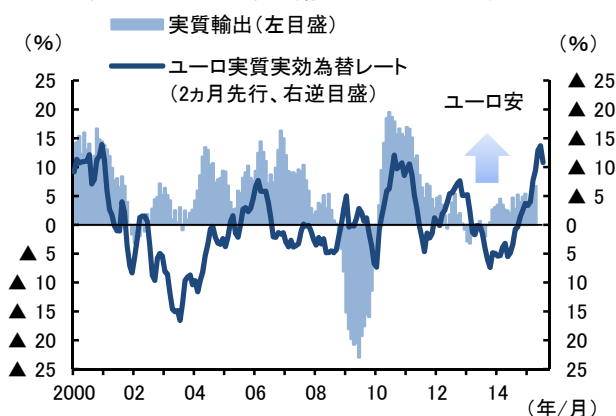
欧州③

ユーロ安と輸出品の高付加価値化が、ドイツ輸出の拡大に寄与

(Ⅱ-3) ドイツ製造業の輸出構造の変化

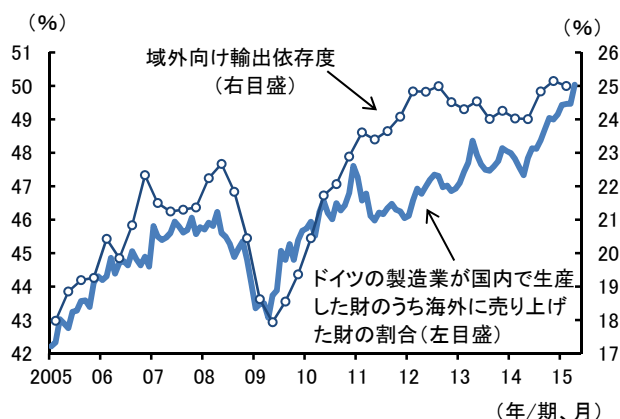
- (1) 本年入り後、ドイツでは、製造業にやや弱い動き。とりわけ、輸出は、ユーロ安が進むなかでも、伸び悩みが持続(図表11-1)。
- (2) 背景として、新興国景気の減速が指摘可能。ドイツ経済は総じて、域外との取引が増加し、海外景気や為替相場動向に左右されやすい構造に。ドイツの名目GDPに対する域外向け輸出の割合は足許で20%台半ばまで上昇。加えて、ドイツ製造業が国内で生産した財に占める海外向け売上の割合も、域外向けがけん引するかたちで増加傾向が続いており、製造業の売上高のおよそ半分を占める割合にまで上昇(図表11-2)。
- (3) なかでも、域外向け輸出に占める各国のウエイトの変化幅(2000年から14年)をみると、これまで大きなウエイトを占めていた米国・英国向けの割合が低下する一方、中国やロシア・東欧といった新興国向けの割合が上昇しており、新興国景気への依存度が増大(図表11-3)。ドイツの輸出が新興国景気に左右されやすい構造に変化しつつあることを看取。先行きも、新興国景気の減速が続くと、輸出回復の重石に。
- (4) 一方で、輸出品の高付加価値化が進展(図表11-4)。非価格競争力の高まりが、為替変動による輸出下押し圧力の抑制に寄与し、安定的な輸出を維持することが可能に。
- (5) 以上を踏まえると、輸出品の高付加価値化により、先行き、輸出の下振れ余地が限られる一方で、新興国景気の減速が緩和すれば、ユーロ安効果も加わり、輸出の回復ペースは徐々に加速する見込み。

(図表11-1)ドイツの実質輸出と為替レート(前年比)



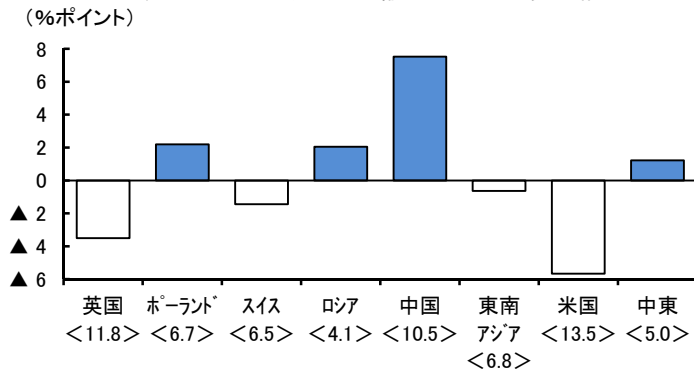
(資料)ECB“Monthly Bulletin”、Bundesbank“Balance of payments statistics”  
(注)実質輸出は3ヵ月移動平均。

(図表11-2)ドイツ製造業の海外向け売上与域外向け輸出



(資料)ドイツ連邦統計局、Bundesbankを基に日本総研作成  
(注)輸出依存度は、名目GDPに対する域外向け輸出の割合。

(図表11-3)ドイツ域外向け輸出のウエイト変化幅



(資料)Bundesbank“Balance of payments statistics”  
(注1)各国の2014年のウエイトから2000年のウエイトを引いた数値。  
(注2)<>内は2014年の域外向け輸出に占めるウエイト。

(図表11-4)ドイツの輸出高付加価値度



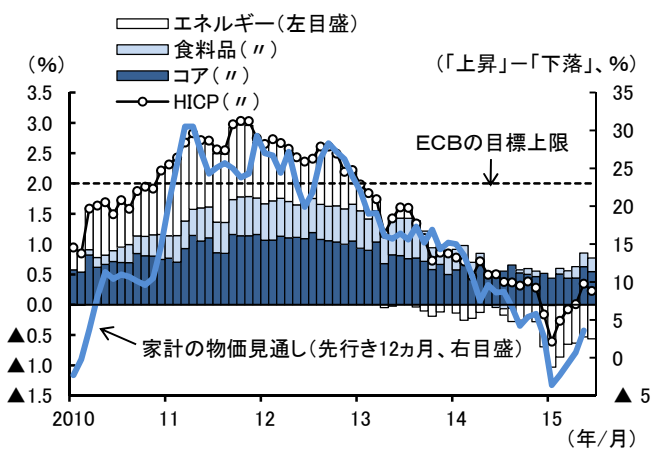
(資料)ドイツ連邦統計局、Bundesbankを基に日本総研作成  
(注)高付加価値度=(輸出金額/輸出数量)/輸出物価指数、にて算出。

## 欧州④ ディスインフレ傾向のもと、ECBの量的緩和は長期化へ

### (II-4) ユーロ圏の物価と金融政策の行方

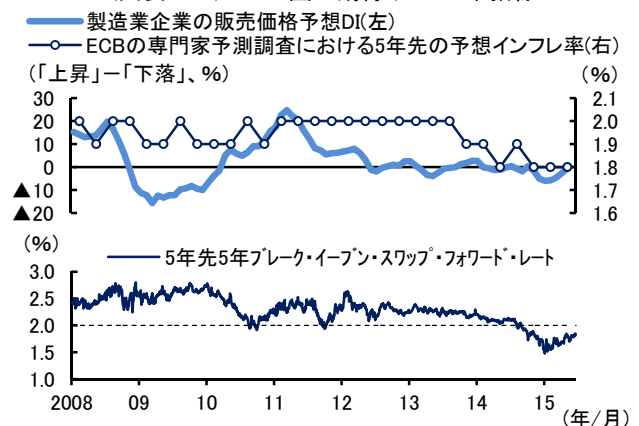
- (1) ユーロ圏のインフレ率（HICP、前年比）は、2014年12月以降、マイナス圏での推移が続いたものの、エネルギー価格の下押し圧力の緩和を主因に、5月にはプラス圏へ（図表12-1）。また、15年1月にECBが大規模な国債購入を伴う量的緩和の導入を決定して以降、家計・企業の物価見通しや市場参加者の中期的な物価見通しの低下に歯止めがかかっており、インフレ期待の低下が消費や投資の先送りを招き、それが更なるインフレ期待の低下につながるという悪循環に陥るリスクは低下（図表12-1、2）。
- (2) 先行き、2016年初めにかけては、前年比でみた原油安による物価下押し圧力が減衰する一方、ユーロ安による物価押し上げ圧力が続くことが予想され、ユーロ圏のインフレ率は徐々にプラス幅が拡大していく見込み（図表12-3）。
- (3) もっとも、コア・インフレ率については、ユーロ圏景気の回復ペースが緩慢にとどまり、南欧諸国を中心に大幅な需給ギャップの解消にはなお時間を要すると予想されるなか、上昇ペースが緩やかにとどまる見込み（図表12-4）。この結果、ユーロ圏のインフレ率は、ECBが目標とする2%弱（2%以下だが、2%に近い）を大きく下回る水準で推移し、ディスインフレ傾向が長期化する公算大。
- (4) ECBは、量的緩和（民間資産、及び国債等の公的資産の買入策である「拡大資産買入プログラム（APP）」）を少なくとも2016年9月末まで実施する方針。その後も、インフレ率がECBの中期的な物価目標に整合的な経路に戻るのに時間を要するとみられるなか、暫く量的緩和の継続を余儀なくされる見通し。

(図表12-1) ユーロ圏のHICP(前年比)と家計の物価見通し



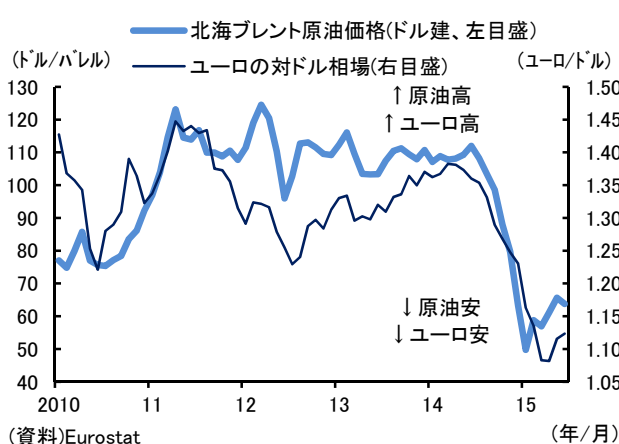
(資料)Eurostat

(図表12-2) ユーロ圏の期待インフレ率指標



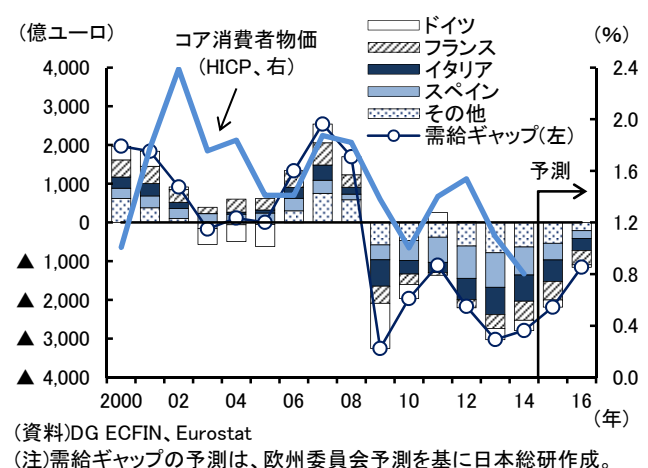
(資料)DG ECFIN, ECB, Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(図表12-3) 原油価格とユーロ相場(前年比)



(資料)Eurostat

(図表12-4) ユーロ圏の需給ギャップとインフレ率



(資料)DG ECFIN, Eurostat

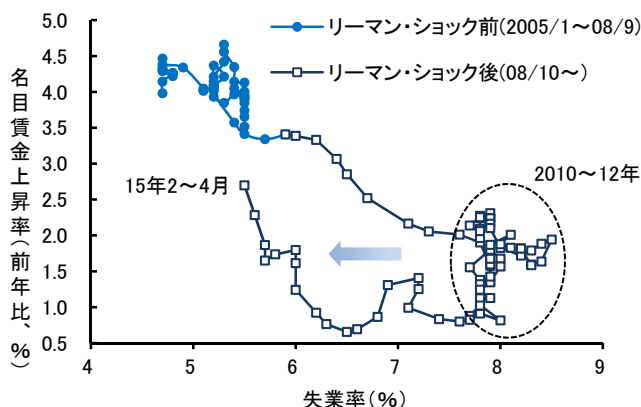
(注)需給ギャップの予測は、欧州委員会予測を基に日本総研作成。

## 欧州⑤ 賃金上昇持続には、労働生産性の改善もカギ

### (Ⅱ-5) 英国の賃金の伸びの行方

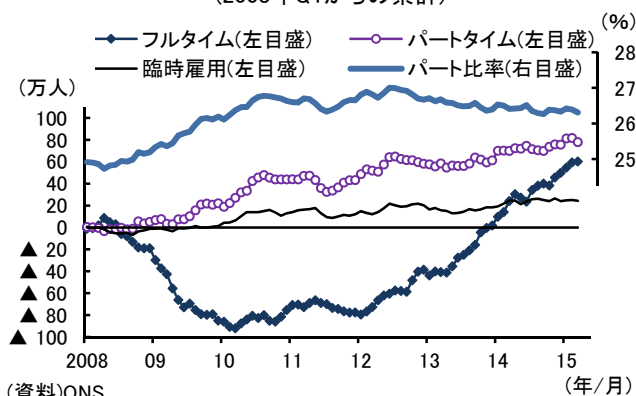
- (1) 英国の賃金上昇率が一段と高まるか否かについて、失業率、及び労働生産性との関係から検討。
- (2) まず、失業率との関係を見ると、英国の失業率は5%台半ばまで低下し、BOEが実質的にインフレ・賃金上昇の加速の分岐点とみなす水準(5%程度)に近づきつつあり、**名目賃金の上昇圧力が徐々に高まりつつあると推察**(図表13-1)。もっとも、近年では、失業率の水準に比して、賃金上昇率が低位にとどまる状況。この背景の一つとして、雇用者の就業形態の変化が指摘可能。2010年初めにかけてフルタイム従事者が大幅に減少した一方、相対的に賃金水準の低いパートタイム従事者の増加が続いた結果、パート比率が上昇(図表13-2)。2012年以降、パート比率の上昇は頭打ちとなっているものの、依然として高水準で推移。
- (3) 次に、金融危機以降、総じて**労働生産性の低迷が続いてきたことも実質ベースでの賃金上昇を抑制**してきた公算大(図表13-3)。労働生産性低迷の背景としては、金融危機以降の設備投資低迷による資本装備率の低下のほか、低スキル労働者の増加が指摘可能(図表13-4)。今後、労働需給のタイト化により名目賃金上昇率が高まったとしても、労働生産性の低迷が続けば、賃金上昇分が価格に転嫁されてインフレを引き起こし、実質賃金の抑制要因となる、あるいは、人件費の上昇が企業収益の減少につながり、賃上げの持続性を損なう可能性。
- (4) もっとも、設備投資は緩やかながらも回復に転じており、労働生産性の伸びは徐々に高まると期待。今後、原油安等によるインフレ率の低下が実質賃金を押し上げる効果は減衰していくとみられるものの、労働生産性が緩やかに持ち直すなかで、**実質ベースでも賃金が底堅く推移する、すなわち、物価と名目賃金の緩やかな伸びが両立すると予想**。

(図表13-1)英国の失業率と賃金上昇率の関係



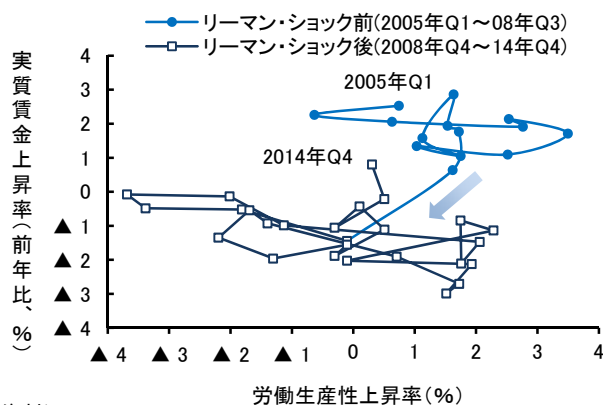
(資料)ONS

(図表13-2)英国の就業形態別雇用者数  
(2008年Q1からの累計)



(資料)ONS  
(注)期限付契約の労働者や季節労働者等が臨時雇用者に分類。

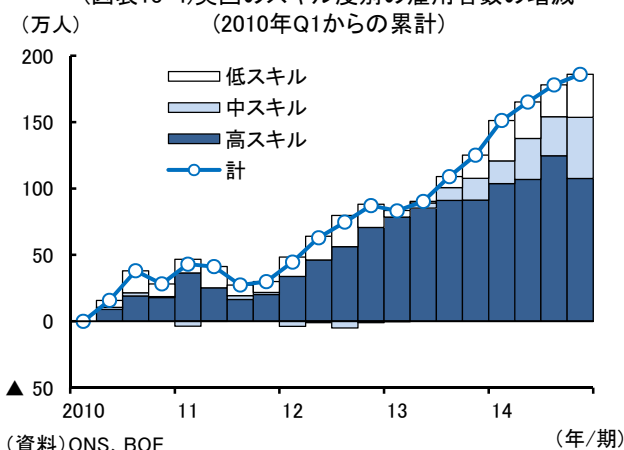
(図表13-3)英国の労働生産性と賃金上昇率の関係



(資料)ONS

(注)実質賃金上昇率は、「名目賃金上昇率-CPI上昇率」で算出。

(図表13-4)英国のスキル度別の雇用者数の増減  
(2010年Q1からの累計)



(資料)ONS、BOE

# 見通し 米国経済は、2%台後半の成長ペースが持続

## (I) 米国

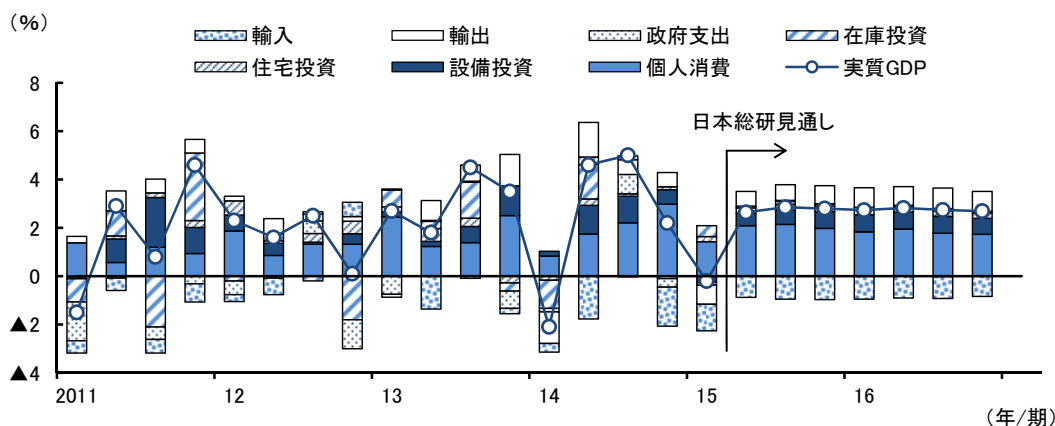
(1) 米国経済は、海外景気の回復の遅れや、昨年半ば以降の原油安・ドル高の影響などから、当面、設備投資や輸出が伸び悩み。一方、家計部門では、賃金の緩慢な伸びが重石となるものの、ガソリン価格の低下が購買力の押し上げに寄与し、拡大基調が続く見込み。

(2) 2015年後半以降は、ガソリン価格低下の効果は徐々に減衰していくものの、ほぼ完全雇用に近づくなか、「雇用の質」の改善を背景に賃金の伸びが高まり、個人消費は堅調な推移が続く見込み。また、急速なドル高や原油安の一服に伴い、設備投資や輸出も緩やかに持ち直すとみられ、家計部門・企業部門のバランスのとれた高めの成長となる見込み。

もっとも、FRBの利上げに伴う金利の上昇が景気の抑制要因となり、総じて2%台後半の成長ペースが続く見通し(図表14-1、14-2)。

(3) 物価面では、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、2015年末にかけては原油安やドル高の影響が残存し、コア・インフレ率(コア消費者物価指数)は前年比1%台半ばから後半の伸びにとどまる見込み。2016年入り後は、これらの下押し圧力が剥落し、前年比2%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)



(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				
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	2014年	2015年	2016年	
	(実績)			(予測)						(実績)			(予測)	
実質GDP	5.0	2.2	▲0.2	2.6	2.9	2.8	2.7	2.8	2.7	2.7	2.4	2.3	2.8	
個人消費	3.2	4.4	2.1	3.1	3.1	2.9	2.7	2.8	2.6	2.5	2.5	3.1	2.8	
住宅投資	3.2	3.8	6.5	7.5	7.4	7.5	6.5	6.0	7.0	6.8	1.6	6.1	6.8	
設備投資	8.9	4.7	▲2.0	3.9	4.5	5.3	5.4	5.3	5.2	4.9	6.3	3.7	5.1	
在庫投資	▲0.0	▲0.1	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.2	0.1	
政府支出	4.4	▲1.9	▲0.6	0.4	0.2	0.1	0.0	0.2	▲0.1	0.1	▲0.2	0.2	0.1	
純輸出	0.8	▲1.0	▲1.9	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.2	▲0.7	▲0.2	
輸出	4.5	4.5	▲5.9	4.8	5.1	5.9	6.3	6.0	6.5	6.3	3.2	2.4	6.0	
輸入	▲0.9	10.4	7.1	5.5	5.9	6.0	5.8	5.5	5.5	5.0	4.0	6.4	5.7	
実質最終需要	5.0	2.3	▲0.6	2.7	2.7	2.7	2.6	2.8	2.7	2.7	2.3	2.1	2.7	
消費者物価	1.8	1.2	▲0.1	0.0	0.5	1.4	2.3	2.4	2.1	2.1	1.6	0.5	2.2	
除く食料・エネルギー	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1	1.7	1.7	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 欧州経済は、緩やかな回復が続く見通し

### (II) 欧州

- (1) ドイツでは、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が底堅さを維持するなか、回復基調が続く見込み。もっとも、域内外景気の持ち直しが緩慢ななか、輸出の大幅な増加は見込み難く、景気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、労働市場改革の成果が出ているスペインなどで、堅調な景気回復が続く公算ながら、フランスやイタリアでは、雇用・所得環境に厳しさが残るなか、回復ペースの一段の加速にはなお時間を要する見込み。ユーロ圏全体では、1%台前半から半ば程度の低成長が続く見通し（図表15-1）。
- (2) ユーロ圏のインフレ率は、原油価格下落の影響が一巡するにつれて、徐々にプラス幅が拡大していく見込み。もっとも、需給ギャップの解消に時間を要するとみられるなか、ECBの物価目標を大きく下回る水準で、デスインフレ傾向が長期化する見通し。
- (3) 英国では、雇用・所得環境の一段の改善や政府の住宅購入支援策に下支えされた住宅需要の持ち直しが見込まれるなか、個人消費が堅調に推移し、2%台での成長が続く見通し（図表15-2）。
- (4) 英国のインフレ率は、原油価格下落の影響が一巡し、かつ、需給ギャップの解消が進むなかで、プラス幅が拡大していく見通し。BOEは、インフレ率が物価目標に整合的な経路に戻ると予想される2016年入り後に利上げに着手する見通し。

(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、%)

	2015年				2016年				2014年	2015年	2016年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(予測)									(予測)	
実質GDP	1.5	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	0.8	1.3	1.6
個人消費	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.0	1.7	1.5
政府消費	2.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.9	0.3
総固定資本形成	3.1	1.2	1.2	1.6	2.0	2.0	2.2	2.4	1.2	1.5	1.8
在庫投資	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	0.1	0.1
純輸出	▲ 0.9	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.0	▲ 0.1	0.3
輸出	2.4	2.9	3.0	3.3	3.3	3.4	3.4	3.5	3.8	3.2	3.2
輸入	4.9	2.7	2.8	2.8	3.0	3.0	3.1	3.1	4.1	3.9	2.9

(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、%)

		2015年				2016年				2014年	2015年	2016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	1.5	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	0.8	1.3	1.6
	消費者物価指数	▲ 0.3	0.2	0.3	0.7	1.2	1.3	1.4	1.5	0.4	0.2	1.4
ドイツ	実質GDP	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.4	1.6
	消費者物価指数	▲ 0.2	0.3	0.5	0.9	1.5	1.5	1.6	1.7	0.8	0.4	1.6
フランス	実質GDP	2.5	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	0.2	1.2	1.2
	消費者物価指数	▲ 0.2	0.1	0.2	0.6	1.0	1.1	1.1	1.2	0.6	0.2	1.1
英国	実質GDP	1.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	2.2	3.0	2.5	2.5
	消費者物価指数	0.1	0.1	0.4	0.9	1.5	1.6	1.7	1.7	1.5	0.4	1.6

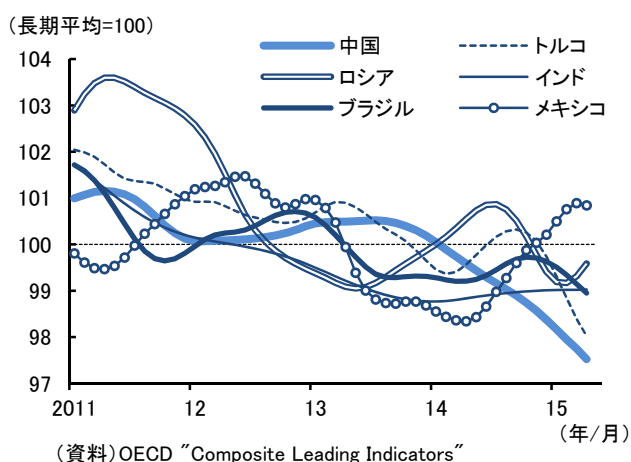
(資料) Eurostat、ONSなどをもとに日本総研作成

## リスク 新興国景気の下振れ、地政学・政治リスクの高まりに留意

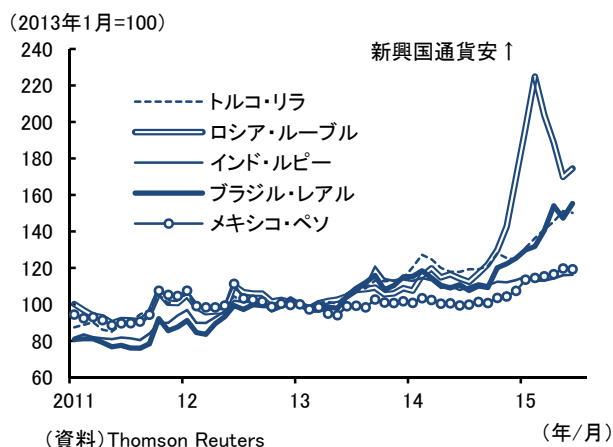
これまでに述べてきたメインシナリオに対するリスクは、①新興国景気の下振れ、②地政学リスクの高まり、および、③欧州政治リスクの高まり。

- (I) 中国やブラジルをはじめ、新興国では景気の減速傾向が鮮明に（図表16-1）。景気減速に伴う資金流出に加え、米国金利の上昇を受けた高金利通貨の相対的な魅力の低下などを背景に、新興国では総じて通貨安が進行（図表16-2）。先行き、米FRBの利上げを契機に通貨安が加速し、新興国景気が一段と減速すれば、海外景気の影響を受けやすくなっている米国・ドイツ景気にとって大きな下振れリスクに。
- (II) イラクやリビア、イランなど中東産油国では、国内紛争に加え、過激派組織「イスラム国」の台頭など、地政学リスクが残存。これらの産油国では、先行き原油の増産が見込まれているものの、紛争の激化などから原油生産や輸出に支障が生じれば、原油価格が再び急騰し、米欧個人消費の腰折れを招くリスク（図表16-3）。また、欧州では、ウクライナ問題をめぐるロシアとの対立が長期化するなか、天然ガス供給途絶への懸念が、くすぶり続けている状況。
- (III) 欧州では、長引く景気低迷等から、国民の既存政党・EUへの不満が高まるなか、反緊縮・反EUなどを掲げるポピュリズム政党が急速に台頭。こうしたなか、2015、16年にはユーロ圏各国で国政選挙・地方選挙の実施が予定されており、こうした政党が躍進すれば、政治の先行き不透明感の高まりが景気の下押し要因となる恐れ（図表16-4）。また、英国では、2017年末までに実施されるEU離脱の是非を問う国民投票を前に、EU加盟条件の見直しを巡る交渉が本格化する見込み。交渉が難航すると、EU離脱の懸念が高まり、金融市場の不安定化や企業の投資抑制を招くリスク。

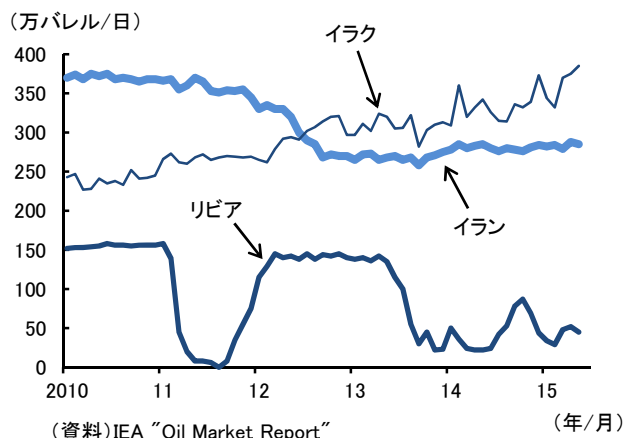
（図表16-1）主な新興国のOECD景気先行指数



（図表16-2）主要新興国通貨の対ドルレート



（図表16-3）中東の政情不安国の原油生産量



（図表16-4）2015、16年の米欧の主な選挙日程

日程	選挙	争点・展望	
2015年	9～10月頃	ポルトガル総選挙	反緊縮政党の躍進
	〃	ポーランド議会選挙	市場重視・親EUからの転換
	9月27日	スペイン・カタルーニャ州議会選挙	独立を巡る動き
	11～12月	スペイン総選挙	反緊縮政党の躍進
2016年	春	アイルランド総選挙	ポピュリズム左派政党の躍進
	5月	スコットランド議会選挙	独立を巡る動き
	11月8日	アメリカ大統領選挙	格差の是正・外交政策
	～2017年末	英国国民投票	EU離脱の是非

（資料）各種報道を基に日本総研作成