

《2016～17年米欧経済見通し》

2015年11月30日
No.2015-005

回復が持続も、力強さに欠ける米欧経済

～ 米国では賃金の伸びの行方、欧州ではドイツの労働力不足への対応やフランス・イタリアの構造改革の成否が、景気の先行きを見通すカギに ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要点》

◆ **米国**では、雇用環境の着実な改善が続くなか、ガソリン価格の低位安定や住宅市場の回復も下支えとなり、個人消費が底堅く推移する見込み。一方、企業部門も徐々に持ち直しに転じるとみられるものの、輸出関連企業を中心に下振れリスクが根強く残存。

先行きも個人消費が米国景気の牽引役となるなか、その回復ペースを見通すうえでは、依然として伸び悩みが続く賃金の行方がカギに。そこで、賃金伸び悩みの背景を整理すると、グレート・リセッションの後遺症として、①雇用の伸びの低賃金業種への偏り、②労働市場の流動性の低下、③パートタイム従事者の増加、④労働生産性の低迷、を指摘可能。加えて、①グローバル化、②IT化、③人口動態の変化、といった米国経済を取り巻く構造的な変化も賃金の伸びの抑制要因に。足許で構造的な変化を含め一部に改善の動きがみられており、賃金の伸びは徐々に拡大していく見込み。もっとも、グレート・リセッションの後遺症が根強く残るほか、構造的な変化は引き続き賃金の伸びを抑制すると予想され、グレート・リセッション以前のような高水準の伸びには達しない公算。

◆ **ユーロ圏**では、景気回復の動きが続いているものの、対外環境の悪化が重石に。ドイツでは、短期的に難民対策の財政支出拡大が見込まれるほか、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と予想されるものの、新興国景気の減速を主因に、輸出の大幅な増加は見込み薄。ドイツが中長期的に成長を続けるには、内需の拡大がこれまで以上に重要なが、労働力不足が成長のボトルネックとなっており、移民・難民の労働市場への取り込みと生産性向上がカギに。ドイツの牽引力が低下するなかで、ドイツ以外の加盟国が自律的かつ持続的な景気回復に移行できるか否かも、ユーロ圏景気回復を大きく左右。フランスやイタリアでも、構造改革が漸く進み始めたものの、フランスでは企業の対外競争力の向上につながる労働コストの削減がなお不十分であること、イタリアでは銀行部門の改革が遅れがみられることなどから、景気の本格回復にはなお時間を要する見込み。重債務国では、バランスシート調整が徐々に進展しているものの、依然として過剰債務のデレバレッジ圧力が根強く、中期的に成長を抑制する要因に。

◆ 以上を踏まえ景気の先行きを展望すると、**米国**では、個人消費の増勢が続くなか、緩やかながらも設備投資や輸出が持ち直しに転じ、2016年末にかけて2%台後半の成長ペースが持続。2017年入り後は、FRBの利上げの影響が増すほか、賃金の伸びの拡大が限定的にとどまり、成長ペースは2%台半ばに減速する見通し。

ユーロ圏では、ECBの金融緩和やそれに伴うユーロ安、成長志向の財政スタンスといった政策面の支援に加え、原油安も追い風となり、循環的な景気回復の動きが続く見込み。もっとも、輸出の伸び悩みが予想されるほか、一部の加盟国で債務危機の後遺症が残っていることなどから、2017年末にかけて1%台半ばから後半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・資源国景気の一段の減速、②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	3
(I-1) 個人消費の底堅さと「量」からみた雇用環境の回復	
(I-2) 緩やかに持ち直しも、下振れリスクが残る企業部門	
(I-3) 賃金伸び悩みの背景	
A. グレート・リセッションの後遺症	
B. 米国経済の構造変化	
(I-4) 金融政策の行方	
(II) 欧州	10
(II-1) ドイツの労働力不足への対応	
(II-2) フランス、イタリアの労働市場改革の進捗状況	
(II-3) 重債務国のバランスシート調整の進展度合い	
(II-4) ユーロ圏の物価と金融政策	
(II-5) 英国：利上げが消費主導の景気拡大を揺るがすリスク	
4. 見通し	15
(I) 米国	
(II) 欧州	
5. リスクシナリオ	17
(I) 新興国・資源国景気の一段の減速	
(II) 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
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、製造業が弱含むも、総じて回復基調が持続

(I) 米国

(1) 米国経済は、家計部門が底堅さを増すなか、総じて回復基調が持続。

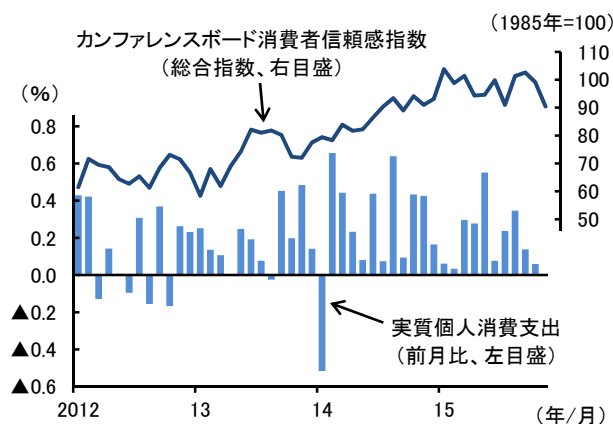
(2) 家計部門では、2014年末から15年初にかけて、寒波の影響などから個人消費が伸び悩んだものの、その後は持ち直しの動きが明確化。雇用環境の改善やガソリン価格の低下などを背景に、消費者マインドが2007年以来の高水準で推移するなか、個人消費は振れを伴いながらも底堅く推移（図表1-1）

(3) 住宅市場は、2013年半ば以降の踊り場局面を脱し、総じて回復基調が強まる方向。15年春以降、住宅着工件数が均して110万戸を超える水準で推移しているほか、住宅建設業者の景況感は、足許で約10年ぶりの高水準まで上昇（図表1-2）。

(4) 一方、企業部門では、2014年半ば以降の急速なドル高の進行や原油価格の下落、新興国景気の減速などを背景に、輸出・エネルギー関連企業を中心に弱含む。企業の景況感は、内需の堅調さを背景に底堅く推移する非製造業や中小企業と、低迷が続く製造業のコントラストが一段と鮮明に（図表1-3）。

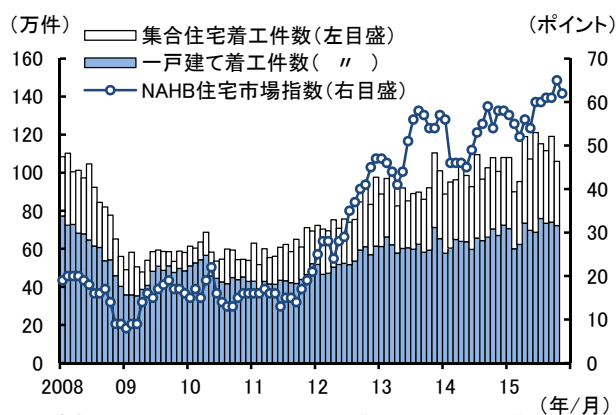
(5) 以上のように、米国景気回復は個人消費が牽引。もっとも、今景気回復局面では、賃金の伸び悩みが長期化しており、景気回復が力強さを欠く要因に（図表1-4）。したがって、米国景気の先行きをみるうえでは、個人消費の拡大ペースを左右する賃金の伸びの行方がカギに。そこで、3ページ以降では、まず、家計部門・雇用環境、および、企業部門の先行きを展望。そのうえで、賃金伸び悩みの背景とその行方について詳しく検討し、最後に金融政策の行方に言及する。

(図表1-1) 個人消費と消費者マインド



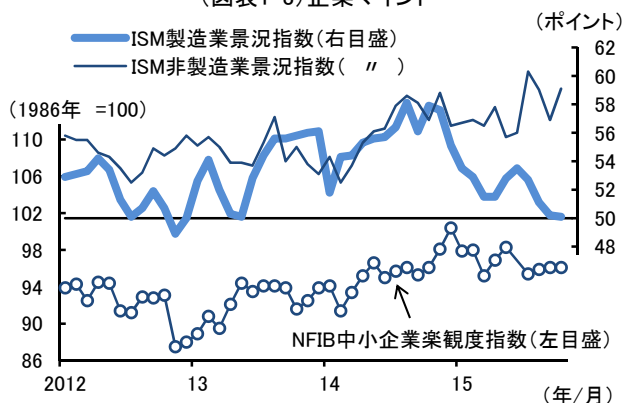
(資料) Bureau of Economic Analysis "Consumer Spending", The Conference Board "Consumer Confidence survey"

(図表1-2) 住宅着工件数と住宅市場指数



(資料) U.S. Census Bureau, NAHB "Housing Indexes"
(注) NAHB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1-3) 企業マインド



(資料) ISM, NFIB "Small Business Optimism Index"

(図表1-4) 時間当たり賃金(前年比)



(資料) Bureau of Labor Statistics "Current Employment Statistics"
(注) シャドー部分は景気後退期。

現状 ユーロ圏景気は、回復の動きが持続も、対外環境の悪化が重石に

(II) 欧州

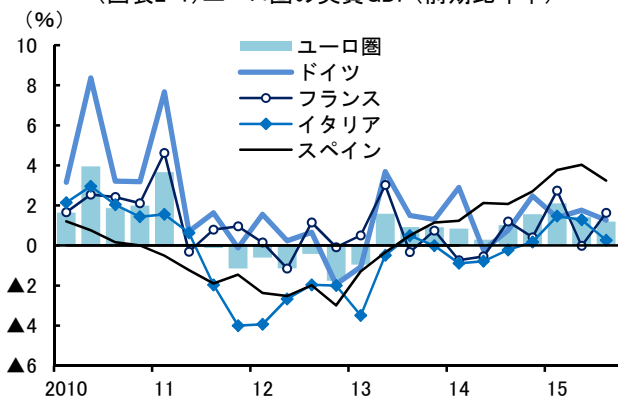
(1) ユーロ圏では、原油安、ユーロ安、ECBの金融緩和等に支えられ、2015年7～9月期にかけて5四半期連続で+1%超の成長を記録(図表2-1)。もともと、足許では対外環境の悪化が景気回復の重石に。15年半ば以降、中国をはじめとした新興国景気の減速感が強まるなか、新興国向け輸出が弱含み(図表2-2)。先行き中国経済の長期的な成長ペースの鈍化は避け難く、それを受けた新興国・資源国経済の低迷も長期化する公算大。金融危機以降、中国など新興国向けがユーロ圏の輸出を牽引してきたことを踏まえると、今後も輸出の大幅な増加は見込み薄。

(2) 国別にみると、ユーロ圏景気を牽引してきたドイツやスペインで、足許減速(前掲図表2-1)。とりわけ、ドイツは、他のユーロ圏主要国と比べ、中国・その他新興国向け輸出依存度が高く、新興国の景気減速の影響を相対的に受けやすい構造(図表2-3)。従って、ドイツが持続的な成長を続けるためには、これまで以上に内需の拡大が重要に。また、ドイツの牽引力が低下するなかで、ドイツ以外の加盟国が自律的かつ持続的な景気回復に移行できるか否かも、ユーロ圏景気の先行きを大きく左右。

そこで、本稿では、その際にポイントになるとみられる、①ドイツの労働力不足への対応、②フランス、イタリアの労働市場改革の進捗状況、③重債務国におけるバランスシート調整の進展度合い、について考察。さらに、④ユーロ圏の物価と金融政策の行方、について言及。

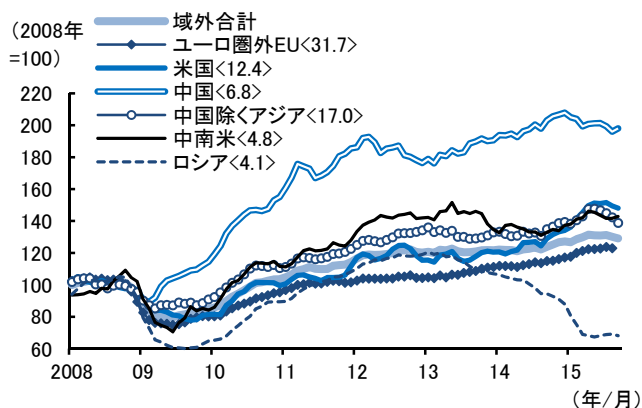
(3) 英国では、対外環境が悪化するなかでも、個人消費主導の景気拡大が持続。足許の失業率は、BOEが長期均衡失業率とみなす5%に接近(図表2-4)。こうしたなか、賃金の伸びは、足許でやや鈍化しているものの、労働需給のタイト化に伴い、上昇傾向が明確化しており、個人消費を下支え。一方、これまでの個人消費は、BOEの超低金利政策やそれを受けた住宅価格の上昇などに支えられてきた側面も。英国では、需給ギャップが解消に近づくなかで、16年入り後、原油安やポンド高の物価下押し圧力が一巡し、物価が政策目標に向かって持ち直すことが展望できるようになれば、BOEの利上げが視野に。そこで、本稿では、今後のBOEの利上げが消費主導の景気拡大を揺るがすリスクについて検討。

(図表2-1) ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



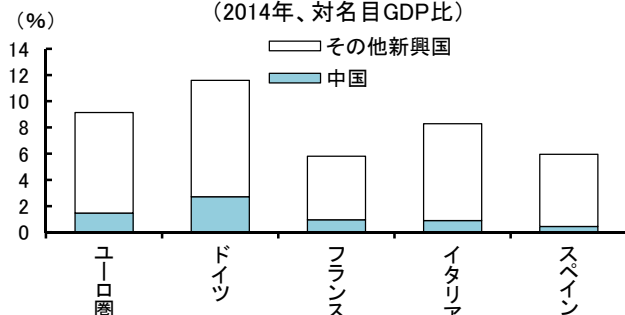
(資料) Eurostat

(図表2-2) ユーロ圏の仕向地別名目輸出



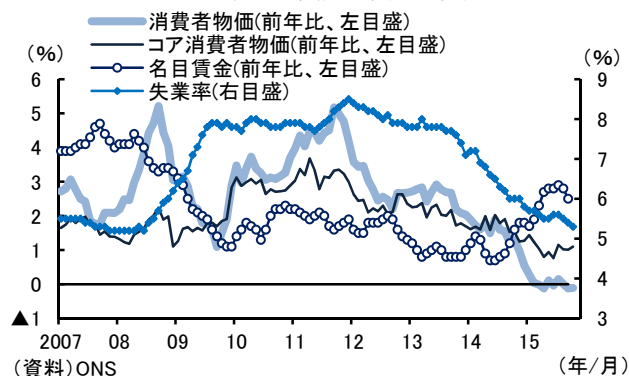
(資料) Eurostatを基に日本総研作成

(図表2-3) 主要国の中国・その他新興国向け輸出依存度 (2014年、対名目GDP比)



(資料) IMF "Direction of Trade Statistics" を基に日本総研作成
(注) 新興国は、IMFの "Direction of Trade Statistics" における "Emerging market and developing economies"。

(図表2-4) 英国の賃金と物価



(資料) ONS

(注) 名目賃金は賞与を除く週平均賃金、失業率はILO基準。

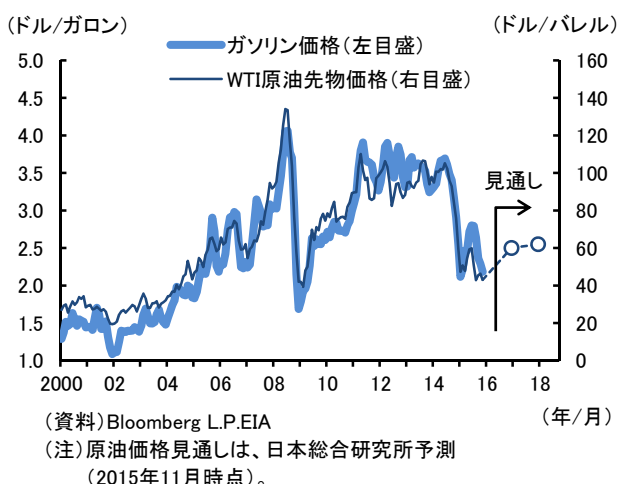
米国①

ガソリン価格の低位安定や住宅販売の増加が、個人消費の下支えに寄与

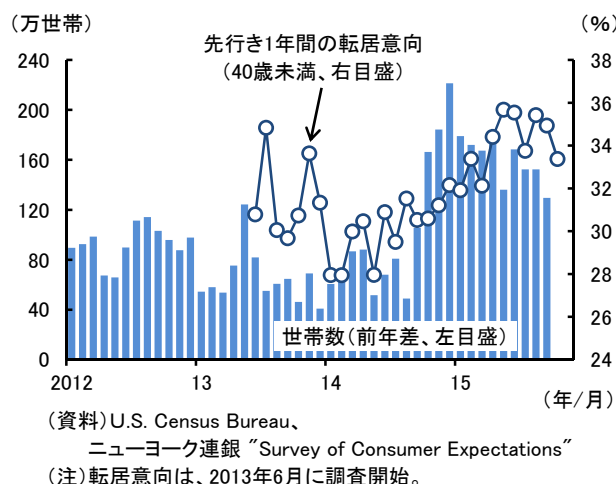
(I-1) 個人消費の底堅さと「量」からみた雇用環境の回復

- (1) 家計部門では、雇用環境の着実な改善を背景に、先行きも個人消費が底堅く推移する見込み。加えて、ガソリン価格の低位安定や住宅市場の持ち直しが、個人消費の下支え要因に。
- (2) 原油価格は、2014年半ばの急落以降、低迷が持続。先行き、米シェールオイル生産の減少などから緩やかに上昇していくとみられるものの、OPEC加盟国の増産観測や新興国景気の減速懸念などが上値を抑制(図表3-1)。結果として、米国のガソリン価格は1ガロン当たり2ドル台半ばの低水準での推移が続く見込み。
- (3) また、住宅市場をめぐっては、2014年末以降、世帯数の増勢が大きく加速しているほか、若年層の転居意向が上昇(図表3-2)。若年層や中低所得層を中心に依然として賃貸住宅選好が根強いものの、持ち家比率が既に1980~90年代半ばの水準を下回るなか、雇用・金融環境の改善を後押しに、徐々に持家需要が高まっていく見込み。新たな住宅購入に伴う家具や住宅関連耐久消費財の購入が、個人消費の押し上げに寄与すると期待。
- (4) 雇用面では、完全雇用に近づくにつれて失業率の低下余地が縮小するなか、先行きも月20万人超の持続的な雇用の伸びを期待するのは過大となりつつある状況(図表3-3)。実際、労働参加率の動向に大きく左右されるものの、FOMCメンバーの2016年末失業率見通しの達成に必要な就業者数増加幅は、総じて月20万人を下回ると試算(図表3-4)。米国の労働市場は、「量」の面では雇用の伸びが月20万人を下回っても改善する局面に入ったと判断され、「質」の面での改善度合いが一段と重要に。

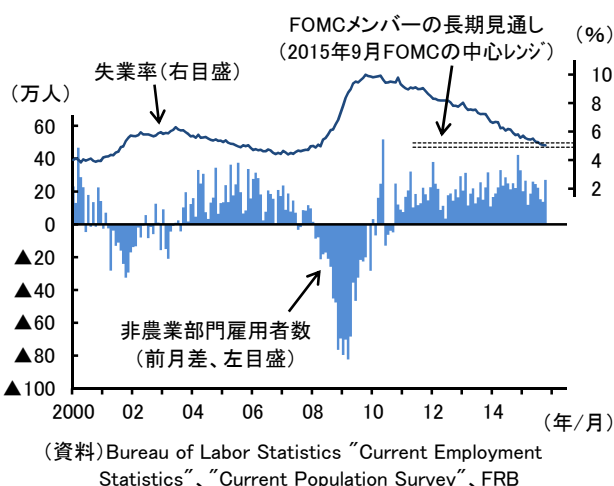
(図表3-1) 原油価格とガソリン価格



(図表3-2) 世帯数と若年層の転居意向



(図表3-3) 失業率と非農業部門雇用者数



(図表3-4) 失業率別にみた就業者数の必要増加幅

		2016年10~12月期の失業率 (FOMCメンバーの見通し)		
		4.5% (下限)	4.8% (中央値)	5.0% (上限)
労働参加率の想定	年0.4%低下 (過去1年と同ペース)	11.0	7.3	4.9
	横ばい (62.4%)	19.2	15.6	13.1
	年0.1%上昇	21.2	17.6	15.1

(資料) Bureau of Labor Statistics “Current Population Survey”を基に日本総合研究所作成
(注) 労働参加率の0.1%上昇は、労働市場への復帰により、求職意欲喪失者数がリーマン・ショック前の平均水準まで低下した場合の労働参加率押し上げ幅を想定。

米国②

設備投資は国内需要が下支えるも、輸出は下振れリスクが残存

(I-2) 緩やかに持ち直すも、下振れリスクが残る企業部門

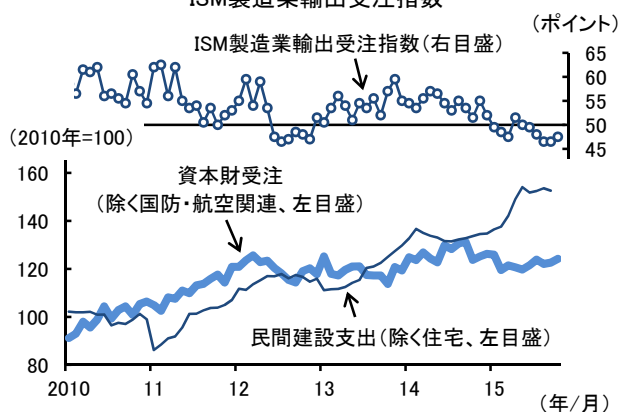
- (1) 企業部門では、当面、製造業の低迷が重石となるものの、緩やかに持ち直しへ。ただし、輸出関連企業を中心に下振れリスクが根強く残る見込み。
- (2) まず、設備投資についてみると、機械投資の先行指標となる資本財受注（除く国防・航空関連）の伸び悩みが続いており、当面、機械投資の力強い回復は期待し難い状況（図表4-1）。一方、構築物投資の先行指標となる建設支出（除く住宅）は堅調に推移。実際、設備投資の内訳をみると、2015年入り後、鉱業を除く構築物投資は増勢が続いており、設備投資全体を下支え。

先行き、原油価格の下げ止まりに伴い原油リグ稼働数の急速な減少に歯止めがかかるなか、鉱業関連投資に対する下押し圧力は徐々に低減していく見込み。また、国内需要の堅調さや原油安・ドル高の影響一巡を背景とした企業業績の改善を受け、機械投資も緩やかな持ち直しに向かうと予想（図表4-3）。

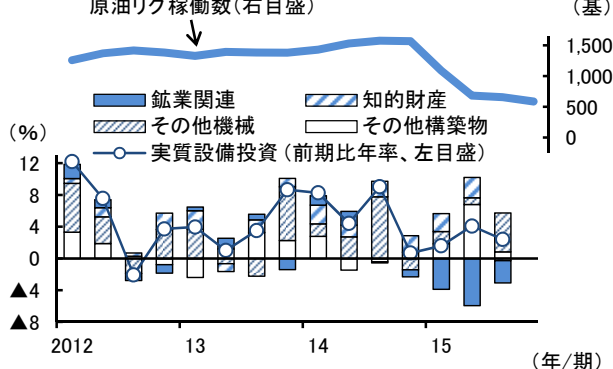
- (3) 一方、輸出の先行きには、依然として不透明感が大。ISM製造業輸出受注指数は、好不調の判断の分かれ目となる「50」を下回る推移が続いており、当面、輸出は伸び悩みが続く見込み（前掲図表4-1）。

その後、2014年半ば以降の急速なドル高による下押し圧力が一巡するにつれて、輸出は回復に転じると予想されるものの、その回復ペースは新興国を中心とした海外景気の動向に大きく左右される公算（図表4-4）。海外景気の先行きには依然として不透明感が強く、米国の輸出も下振れリスクを抱えた状態が長期化する見通し。

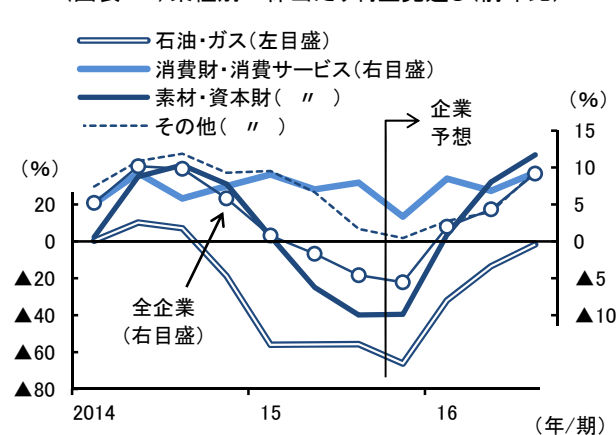
(図表4-1) 資本財受注、建設支出と
ISM製造業輸出受注指数



(図表4-2) 実質設備投資と原油リグ稼働数



(図表4-3) 業種別一株当たり利益見通し(前年比)



(図表4-4) 米国の実質輸出と
世界輸入数量、ドル実質実効レート(前年比)



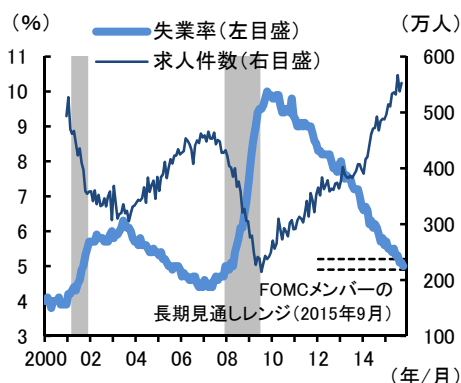
米国③ 労働需給の引き締まりが示唆されるなかでも、賃金は伸び悩み

(I-3) 賃金伸び悩みの背景

A. グレート・リセッションの後遺症①

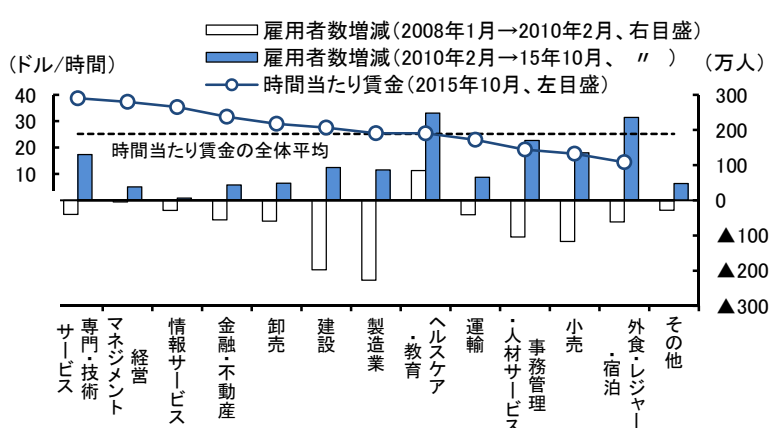
- (1) 米国では、失業率がFOMCメンバーの長期見通しレンジ（FOMCメンバーが実質的に完全雇用とみなす水準）内まで低下しているほか、求人件数は2001年の統計開始以来の高水準まで増加（図表5-1）。もっとも、労働需給の引き締まりが示唆されるなかでも、依然として時間当たり賃金は伸び悩み（前掲1頁図表1-4）。
- (2) 賃金伸び悩みの背景として、まず、以下4点のグレート・リセッションの後遺症が指摘可能。
- (3) 第一に、雇用の伸びの低賃金業種への偏り。業種別の雇用者数の増減を、リーマン・ショック前ピークからの減少局面とその後の増加局面に分けてみると、派遣などを含む人材サービスや小売、外食など相対的に賃金の低い業種では減少分を上回る雇用の増加がみられる一方、住宅バブルの崩壊やリーマン・ショックで雇用情勢が大きく悪化した建設や製造業、金融・不動産など中高賃金職種の雇用の回復は依然として限定的（図表5-2）。
- (4) 第二に、労働市場の流動性の低下。新規雇用者や自己都合による退職者の増加を背景に、労働移動率は上昇傾向にあるものの、依然として2000年代前半のボトムを下回る水準にあるほか、雇用者の勤続年数は長期化傾向が鮮明（図表5-3）。新規設立企業の減少による新たな就業機会の減少や、リーマン・ショック後の著しい雇用環境の悪化を契機とした雇用者の職に対する安定志向の強まりなどが、労働市場の流動性の低下を招き、転職による賃金増の機会が抑制されている可能性（図表5-4）。

(図表5-1) 失業率と求人件数



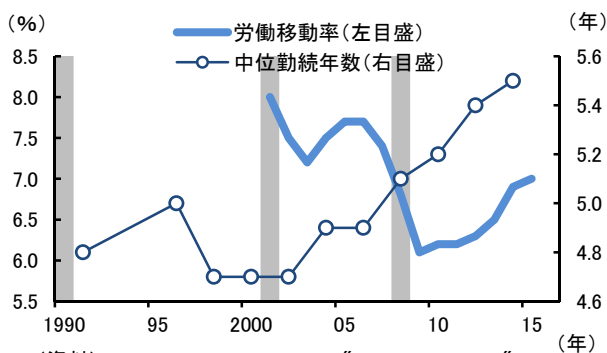
(資料) Bureau of Labor Statistics "Job Openings and Labor Turnover Survey"、
"Current Population Survey"
(注) シャドー部分は景気後退期。

(図表5-2) 業種別の時間当たり賃金と雇用者数増減



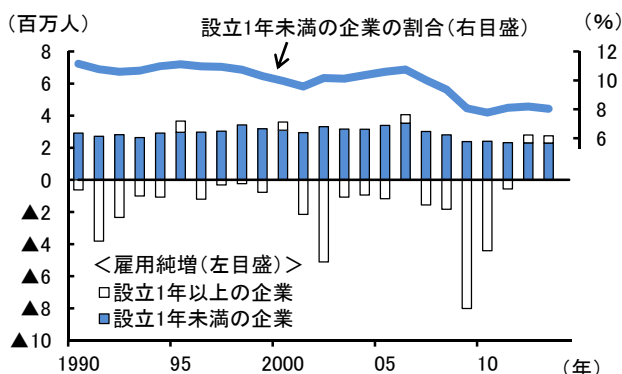
(資料) Bureau of Labor Statistics "Current Employment Statistics"
(注) 雇用者数増減は、全雇用者数のリーマン・ショック前ピーク(2008年1月)からリーマン・ショック後ボトム(2010年2月)まで、および、それ以降に分けて図示。

(図表5-3) 労働移動率と勤続年数



(資料) Bureau of Labor Statistics "Employee tenure"、
"Job Openings and Labor Turnover Survey"
(注1) 労働移動率は、入職率÷離職率。
(注2) シャドー部分は、景気後退期。

(図表5-4) 新規設立企業の割合と雇用者数



(資料) U.S. Census Bureau "Business Dynamics Statistics"

米国④ 企業の人材・設備投資の慎重化が、賃金伸び悩みの一因に

(I-3) 賃金伸び悩みの背景

A. グレート・リセッションの後遺症②

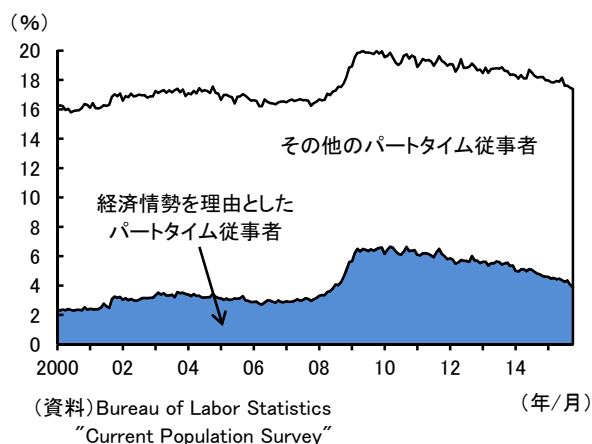
(1) 第三に、パートタイム従事者の増加。米国労働市場では、2008～09年にかけて、就業者に占めるパートタイム従事者の割合が大きく上昇（図表6-1）。フルタイムの職を望みながらも経済情勢等を理由にやむを得ずパートタイムに従事する人は足許で減少傾向にあるものの、依然として過去に比べ高水準。

2000年以降、労働分配率は趨勢として低下傾向にあったものの、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し、底ばいの動きが長期化（図表6-2）。企業の人件費抑制姿勢が恒常化しつつあり、先行き景気の回復が続くなかでも、フルタイム採用の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可能性。

(2) 第四に、労働生産性の低迷。とりわけ、2010年以降、労働者一人当たりの資本ストックを示す資本装備率の落ち込みが顕著（図表6-3）。リーマン・ショック後の先行き不透明感の高まりを背景に、供給能力の拡大につながる企業の純投資が低迷し、資本ストックの積み増しが抑制されていることを示唆。

もっとも、足許で製造業の構築物投資が堅調に推移するなど、供給能力拡大に向けた姿勢に積極化の兆しがみられ、海外景気や資源価格に対する懸念が一段と高まらなければ、先行き資本装備率は上昇に転じる可能性（図表6-4）。加えて、近年、企業の研究・開発投資の増勢が加速しており、技術革新や経営効率化などを通じ、全要素生産性の伸びの拡大に寄与するものと期待。

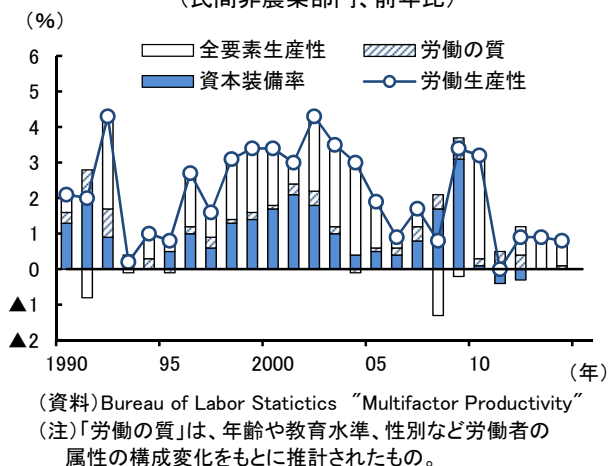
(図表6-1) 就業者に占めるパートタイム従事者の割合



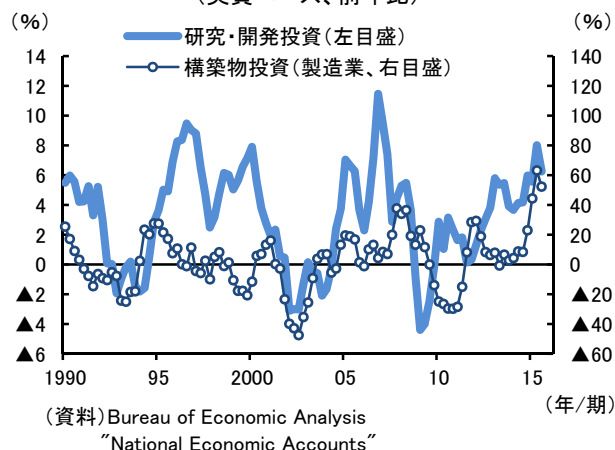
(図表6-2) 労働分配率



(図表6-3) 労働生産性の要因分解
(民間非農業部門、前年比)



(図表6-4) 構築物投資(製造業)と研究・開発投資
(実質ベース、前年比)



米国⑤ 米国経済の構造変化も、賃金の伸びを抑制

(I-3) 賃金伸び悩みの背景

B. 米国経済の構造変化①

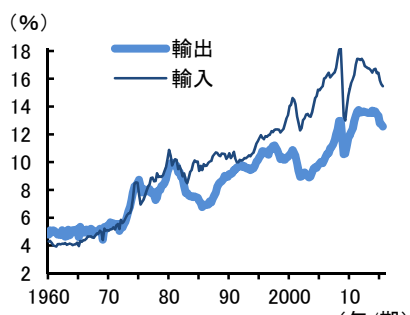
(1) 米国の賃金の伸び悩みは、これまでにみえてきたグレート・リセッションの後遺症だけでなく、①グローバル化、②IT化、③人口動態の変化、といったそれ以前からの米国経済を取り巻く構造的な変化も大きく作用している公算。

(2) まず、1970年代初め以降、米国経済は急速にグローバル化。1970年代初めに6%程度であった輸出および輸入のGDP比は、近年、いずれも10%台半ばまで上昇(図表7-1)。こうしたなか、輸出面では、新興国による技術面でのキャッチアップが進み、電気機械や一般機械を中心に米国輸出製品の競争力が低下(図表7-2)。一方、輸入面では、賃金水準が米国と比べ大幅に低い新興国からの輸入が増加し、米国内で安価な輸入品との競争が激化(図表7-3)。この結果、輸出向け・国内向けを問わず、米国企業は競争力維持に向けたコスト削減圧力の増大にさらされ、人件費の抑制を余儀なくされている公算。

(3) 次に、米国では1990年代半ば以降、IT化が急速に進展。2000年代初めのITバブル崩壊後、IT投資は増勢が大きく鈍化したものの、GDPに占めるIT投資の割合は、その後も着実に上昇(図表7-4)。一般に、IT投資の拡大は企業の生産性向上に寄与し、賃金の伸びの拡大につながると想定されるものの、その結果余剰となった労働力が新たな分野で十分に活用されず、賃下げや低賃金の職へのシフト・転職を余儀なくされれば、賃金の伸びの抑制要因に。

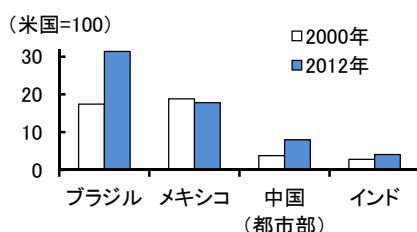
とりわけ、リーマン・ショック以降は、雇用情勢が大きく悪化したほか、IT投資のなかでも使いこなすうえで相対的に高度なスキルが求められるソフトウェア投資の伸びが目立っており、低スキル労働者に不利な状況に。また、企業のコスト抑制姿勢が強まるなか、人材育成コストも減少傾向が持続(図表7-5)。現状では、IT投資拡大による雇用の二極化の結果、全体としては賃金押し下げに作用している形。

(図表7-1) 名目輸出入(対GDP比)



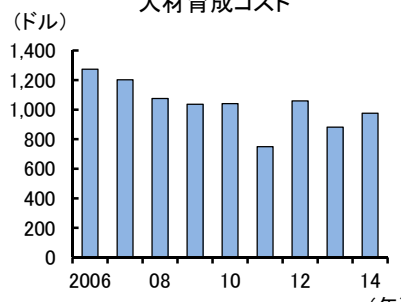
(資料) Bureau of Economic Analysis
"National Economic Accounts"

(図表7-3) 主な新興国の雇用者報酬水準(製造業、ドルベース)



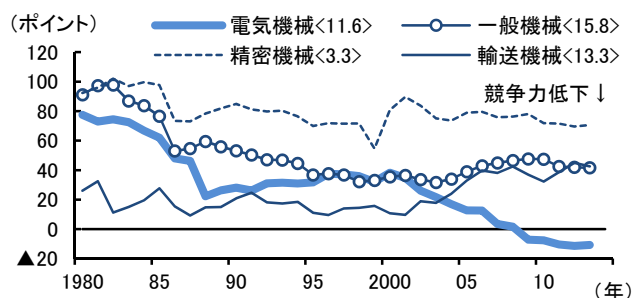
(資料) Bureau of Labor Statistics
"International Labor Comparisons"
(注) 統計の制約上、中国は2002年と2009年、インドは2000年と2010年。

(図表7-5) 従業員一人当たりの人材育成コスト



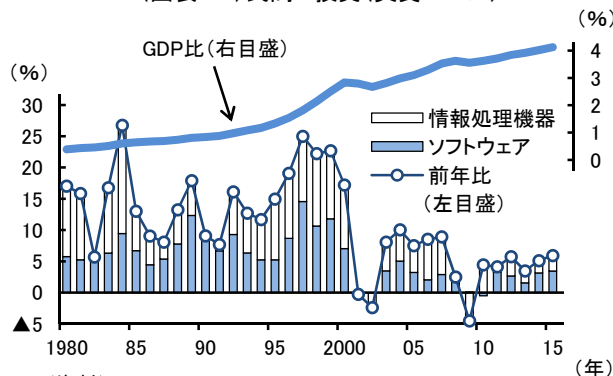
(資料) Training Magazine
"Training Industry Report"

(図表7-2) 米国機械輸出の製品別顕示比較優位指数



(資料) 経済産業研究所「RIETI-TID2013」を基に日本総研作成
(注1) 凡例の<>内は2013年の米国輸出内のシェア。
(注2) 顕示比較優位指数=米国の世界への総輸出額に占める財αの輸出額の割合/世界の総輸出額に占める財αの輸出額の割合。指数が大きいほど、競争力を有していることを示す。

(図表7-4) 民間IT投資(実質ベース)



(資料) Bureau of Economic Analysis
"National Economic Accounts"
(注) 2015年は、1~9月の実績ベース。

米国⑥ 賃金の伸びは徐々に拡大も、過去のような高い伸びは期待薄

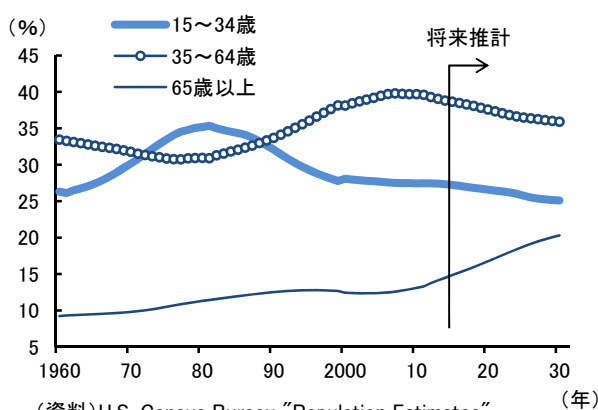
(I-3) 賃金伸び悩みの背景
B. 米国経済の構造変化②

(1) 最後に、人口動態の変化も賃金伸び悩みの一因に。米国の人口構成を年齢層別にみると、ベビーブーム世代の高年齢化に伴い、1980年代以降、35歳以上の割合が大きく上昇（図表8-1）。就業者についても、1980年から2010年にかけて、相対的に賃金水準の高い中高年齢層（35～64歳）の割合が大きく上昇しており、同時期には就業者の高年齢化が平均賃金の押し上げに作用していた可能性（図表8-2）。もっとも、近年は、ベビーブーム世代の引退に伴い中高年齢層の急速なウェートの高まりが一服するなか、就業者の高年齢化による賃金押し上げ圧力が剥落（図表8-2）。

先行きを展望すると、引き続きベビーブーム世代の引退が進む一方、ミレニアル世代（1980年代から2000年代初頭生まれで、2000年以降に成人を迎えた世代）が徐々に30代半ばに達するなか、今後、就業者に占める若年層（16～34歳）および中高年齢層（35～64歳）の割合は大きく変動しないと予想され、就業者の年齢構成の変化が賃金の伸びに与える影響は上下両方向ともに限定的となる見込み。

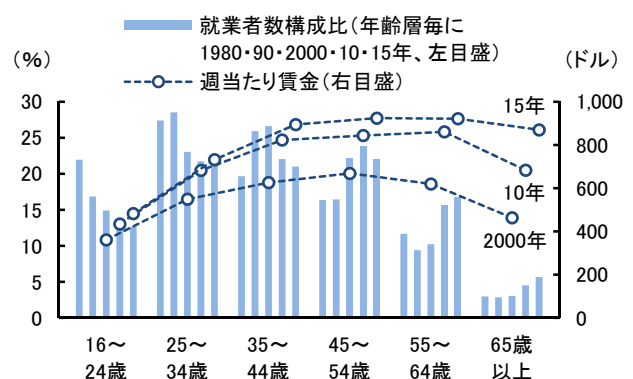
(2) これまでにみてきた賃金伸び悩みの背景を改めて整理すると、構造的な要因を含め、一部で改善の兆しがみられ、足許で賃金の伸びの高まりを示唆する統計も（図表8-3、8-4）。もっとも、グレート・リセッションの後遺症が根強く残るほか、構造的な変化は依然として過去に比べ賃金の伸びを抑制。以上を踏まえると、先行き賃金の伸びは徐々に拡大していくと見込まれるものの、グレート・リセッション以前のような前年比3%台後半から4%前後の水準には達しない公算。

(図表8-1) 年齢層別人口構成比



(資料) U.S. Census Bureau "Population Estimates", "Population Projections"
(注) 構成比は、全人口に占める各年齢層の割合。

(図表8-2) 年齢層別の就業者数構成比と適当たり賃金



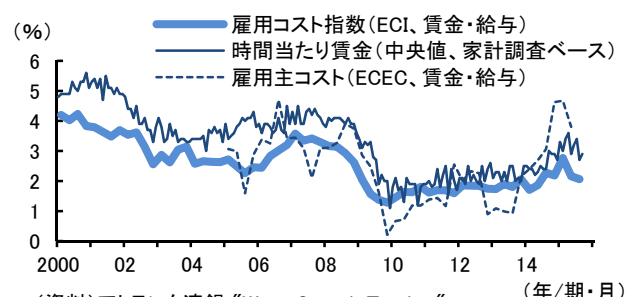
(資料) Bureau of Labor Statistics "Current Population Survey"
(注1) 適当たり賃金は、フルタイム従事者ベース。
(注2) 2015年は7～9月期までの実績。

(図表8-3) 賃金伸び悩みの背景と今後の展望

賃金伸び悩みの背景	今後の展望
グレート・リセッションの後遺症	
雇用の伸びの低賃金業種への偏り	回復傾向も、建設・製造業の回復ペースは緩やかに
労働市場の流動性の低下	回復傾向も、転職や起業に対する慎重姿勢の払拭にはなお時間
パートタイム従事者の増加	回復傾向も、企業のパートタイム活用が構造化する恐れ
労働生産性の低迷	回復の兆し
米国経済の構造的な変化	
グローバル化	急速なグローバル化は一服も、基調は変わらず
IT化	企業部門の回復とともに、正の側面(生産性向上)の顕在化に期待
人口動態の変化	就業者の年齢構成の変化が賃金の伸びに与える影響は限定的に

(資料) 日本総合研究所作成

(図表8-4) 時間当たり賃金(前年比)



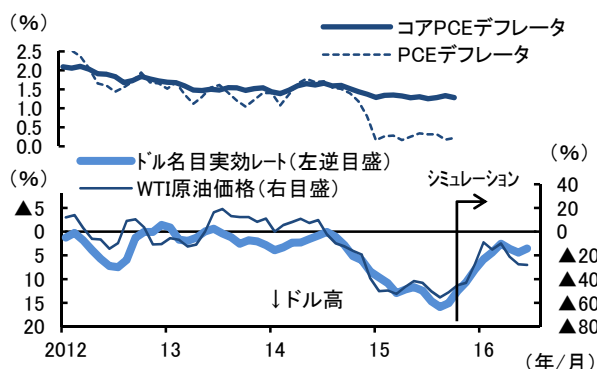
(資料) アトランタ連銀 "Wage Growth Tracker", Bureau of Labor Statistics "Employment Cost Index", "Employer Costs for Employee Compensation"
(注) 雇用コスト指数 (ECI) は、業種・職種別のウェートを基準時点に固定して算出される。時間当たり賃金(中央値、家計調査ベース)は、雇用統計をベースとしたアトランタ連銀による試算。

米国⑦ 12月に利上げに着手も、利上げペースは緩やかに

(I-4) 金融政策の行方

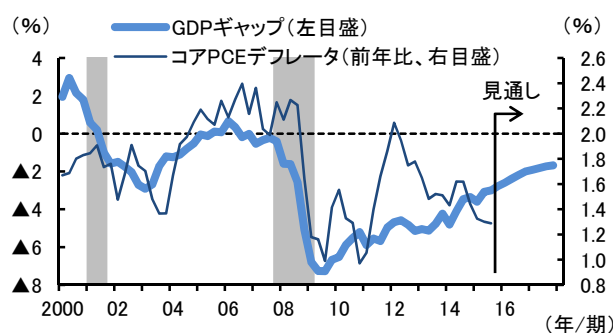
- (1) 内需を牽引役とした米国景気の回復が続くなか、①積極的な景気下支え策により、懸念されていた中国景気の腰折れリスクが薄らいでいること、②失業率の低下や「雇用の質」の着実な改善とともに緩やかながらも賃金の伸びが拡大していくと見込まれること、③原油安やドル高による物価下押し圧力が緩和方向にあることを踏まえ、FRBは2015年12月のFOMCで利上げに着手すると予想(図表9-1)。
- (2) ただし、当面、高水準のGDPギャップが残るもと、デフインフレ傾向が続く見込み(図表9-2)。こうしたなか、FRBは、労働市場のスラックの縮小や賃金の伸びの拡大、インフレ率の上昇などを確認しながら、極めて慎重に金融政策の正常化を進めると想定され、利上げペースは緩やかにとどまる見込み。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9-3)。
- (3) また、FRBは利上げによる金融政策の正常化を優先させる姿勢を示唆しており、バランスシートの縮小を意味する国債やMBSの再投資の停止は、利上げが景気や金融市場に与える影響を十分に見極めたうえでの実施となる公算。少なくとも2016年11月の大統領選が終了するまでは、現行のバランスシート規模が維持される見込み。
- (4) なお、利上げペースが緩やかにとどまるとともに、先進国での超緩和的な金融環境が維持されるなか、当面、FRBの利上げが金融市場や実体経済に及ぼす負の影響は軽微にとどまる見込み(図表9-4)。ただし、長期金利(10年国債利回り)の3%台での推移が定着すると予想される2017年入り後は、企業・家計部門の借入れコストの上昇が徐々に景気抑制に作用し始める見通し。

(図表9-1) 為替レート・原油価格とPCEデフレ率(前年比)



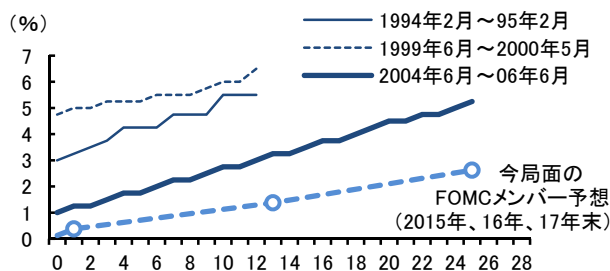
(資料)FRB "Foreign Exchange Rates", Bloomberg L.P., Bureau of Economic analysis "Consumer Spending"
(注)シミュレーションは、為替レート・原油価格が足許の水準で推移した場合。

(図表9-2) 米国のGDPギャップとインフレ率



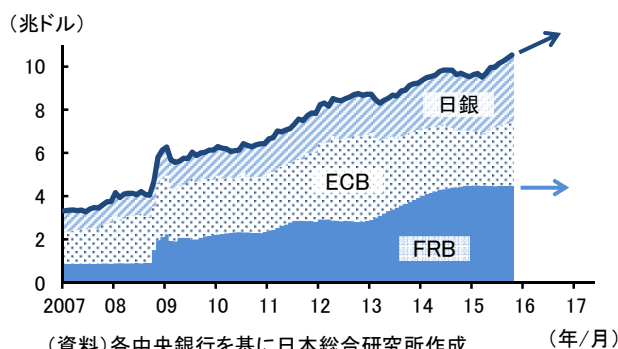
(資料)Bureau of Economic analysis "National Economic Accounts", CBO "Budget and Economic Outlook" (2015年8月)
(注1) GDPギャップの見通しは、CBOの潜在GDP推計、日本総合研究所のGDP見通しをもとに算出。
(注2) シェード部分は景気後退期。

(図表9-3) 過去のFRB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



(資料)FRBをもとに日本総合研究所作成 (経過月数)
(注)今局面の利上げ開始時期は、2015年12月と想定。FOMCメンバーの予想は、2015年9月FOMCで公表された政策金利見通しの中央値。

(図表9-4) 米欧日中央銀行のバランスシート規模



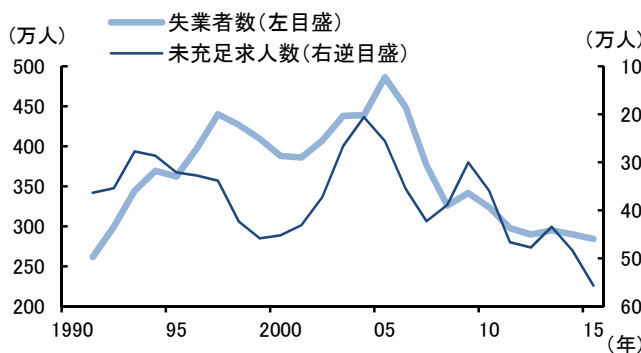
(資料)各中央銀行を基に日本総合研究所作成 (年/月)
(注)ECB、日銀のバランスシートは各月時点の為替レートでドル換算。

欧州① 難民の労働市場への取り込みと生産性向上が成長のカギ

(Ⅱ-1) ドイツの労働力不足への対応

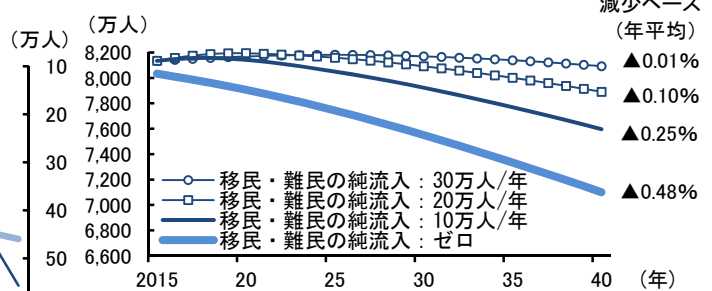
- (1) ドイツでは、足許、失業者数が1990年代前半以来の最低水準となる一方、未充足求人数が1990年の東西ドイツ統一以降の最高水準に達しており、労働市場が完全雇用に近い状態を示唆(図表10-1)。さらに、中長期的には、少子高齢化による人口の減少傾向が続く見通しであり、労働力不足が成長のボトルネックに(図表10-2)。
- (2) こうしたなか、足許で流入が急増している難民を労働市場に取り込むことができれば、労働力不足の緩和に寄与すると期待。ドイツでは、1972年以降、出生者数を死亡者数が上回る自然減が続いてきたものの、移民・難民の純流入が繰り返し人口の押し上げに寄与(図表10-3)。近年は、南欧などから景気が好調なドイツに向かう移民が増えているほか、15年はシリアなど中東を中心に100万人(ドイツ総人口の約1.2%に相当)が難民申請すると見込まれるなど、暫く人口の高い伸びが続く見通し。当面は、移民・難民対策の財政支出拡大、その後は、労働供給の拡大を通じて、ドイツの成長を押し上げる要因として作用すると期待。
- (3) もっとも、難民の主要な発生元である中東情勢が安定に向かえば、難民の純流入は次第に減少していく公算大。過去、移民・難民が大量に流入する時期はあったものの、均してみれば、年間20万人程度。ドイツ連邦統計局の将来人口の推計によると、毎年20万人の移民・難民を長期的に受け入れ続けた場合でも、総人口は20年代初めにピークに達し、その後は、緩やかなペースでの減少が続く見通し(前掲図表10-2)。
- (4) 従って、中長期的に成長力を維持するには、女性・高齢者などの労働参加率を引き上げ、労働力人口の減少を抑制するとともに、労働生産性の改善に取り組むことが不可欠。ドイツの主要産業である製造業の労働生産性は、主要国のなかで高い水準を維持しているものの、その伸びは金融危機以降、日・米・英などと同様に伸び悩み(図表10-4)。ドイツでは、近年、米IT企業の製造分野への参入や新興国の台頭による国内製造業の競争力低下といった課題に対応するべく、情報技術を駆使して製造コストの大幅な削減などを目指す「インダストリー4.0」を官民が連携して推進。さらに、ドイツ政府が財政拡大余力の大きさを活かし、企業の設備投資を促す減税策やインフラ投資などを通じて、一人当たり労働生産性の向上を後押しすることができれば、少子高齢化による労働投入量の減少の影響を最小限に食い止めることが可能に。

(図表10-1)ドイツの失業者数と未充足求人数



(資料)Statistisches Bundesamtを基に日本総研作成
(注)2015年は、1~9月の平均。

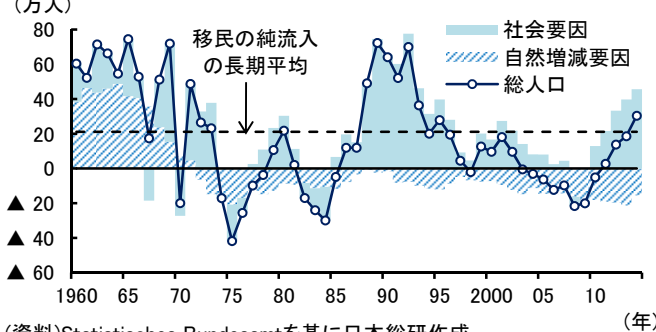
(図表10-2)ドイツの将来人口推計



(資料)Statistisches Bundesamt "Bevölkerung Deutschlands bis 2060"を基に日本総研作成

(注)統計元の2015年4月時点の推計結果を基に作成。出生率1.4人、平均余命:男性84.8年、女性88.8年を前提。

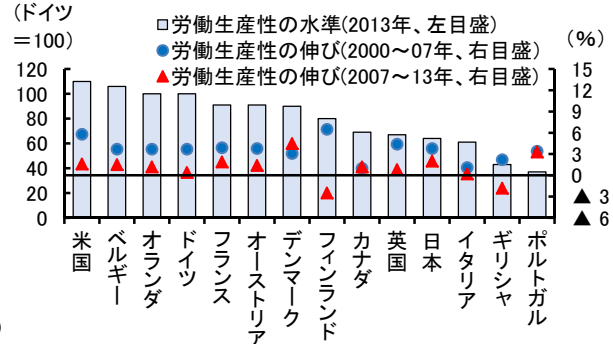
(図表10-3)ドイツの総人口の変動要因(前年差)



(資料)Statistisches Bundesamtを基に日本総研作成

(注)自然要因は、出生者数から死亡者数を引いたもの。社会要因は、総人口から自然増減要因を除いたもので、移民・難民の純流入(流出)を含む。移民の純流入の長期平均は1960年~2014年の平均。

(図表10-4)主要国の製造業の労働生産性の比較



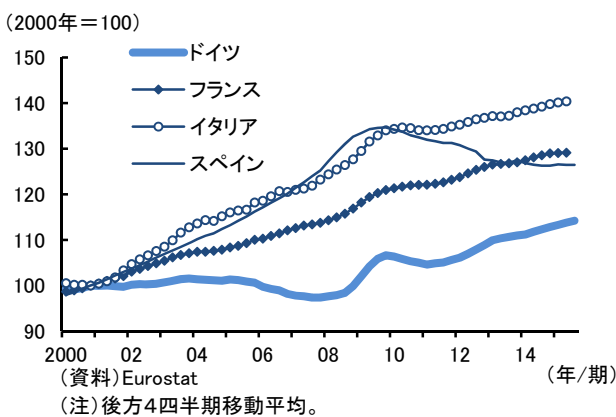
(資料)Institut der deutschen Wirtschaft Köln "Produktivität und Lohnstückkosten der Industrie im internationalen Vergleich"を基に日本総研作成

欧州② フランス・イタリアには一段の構造改革が不可欠

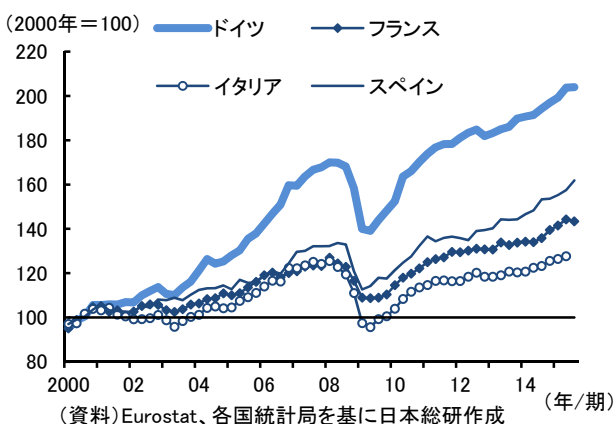
(Ⅱ-2) フランス・イタリアの労働市場改革の進捗状況

- (1) ユーロ圏でドイツに次ぐ経済規模を誇るフランス、イタリアでは、ユーロ導入以降、ほぼ一本調子で上昇してきた労働コストが企業の対外競争力の低下を招き、景気回復の足かせに(図表11-1)。実際、2000年代前半から金融危機前にかけて単位労働コストが低下したドイツや金融危機後に単位労働コストの抑制に成功したスペインでは、単位労働コストの上昇が続くフランス、イタリアに比べ、実質輸出が堅調に推移(図表11-2)。
- (2) ドイツ、スペインの単位労働コストが低下した一因として、労働市場改革の進展を指摘可能。ドイツでは04年1月、スペインでは12年2月に施行された「労働市場改革法」により、解雇規制を緩和。単位労働コストの変動要因を一人当たり名目雇用者報酬(以下、賃金)と労働生産性に分解すると、ドイツでは、04年から08年頃にかけて、賃金の伸び抑制と労働生産性の改善により、単位労働コストは低下基調に。また、スペインでは、金融危機後の失業率の上昇を受け、賃金の伸びが大きく鈍化し、さらに労働市場改革が本格化した12年から13年にかけては賃下げが進み、単位労働コストの低下が加速(図表11-3)。
- (3) 一方、フランスでは金融危機以降、失業率が高止まりするなかでも、賃金の緩やかな伸びが維持されており、スペインと比べて労働市場の硬直性が強いことを示唆(前掲図表11-3)。企業の労働コスト負担の軽減を図るべく、12年12月に「CICE(競争力強化・雇用創出のための税額控除)」、14年4月に「RSP(責任連帯協定)」が制定されるなど、漸く労働市場改革に着手。もっとも、いずれも解雇規制の緩和に踏み込んでおらず、企業の対外競争力向上に繋がる労働コスト削減効果は限定的。この結果、企業部門の早期回復は見込み難しく、景気の本格回復にはなお時間を要する見込み。
- (4) これに対し、イタリアでは14年12月に労働法が改正され、解雇規制を緩和。解雇規制の緩和が単位労働コストの削減に繋がったドイツやスペインの事例を踏まえると、今後イタリアでも企業の対外競争力の改善が進むと期待。もっとも、イタリアでは後述の通り、銀行部門に脆弱性が残るなどの課題を抱えており、景気の本格回復を展望できるようになるには、労働市場以外の分野で更なる構造改革を進めていくことが不可欠。

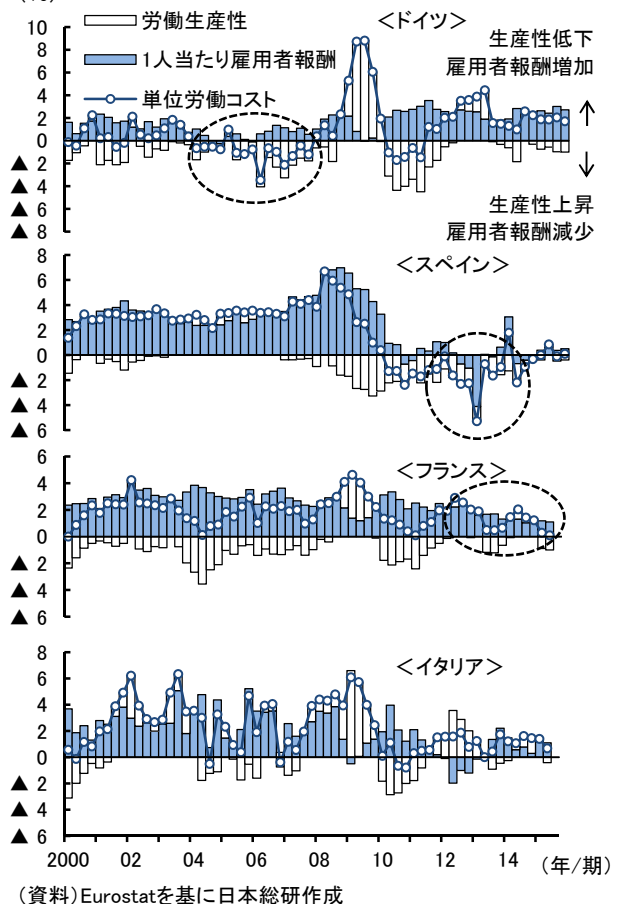
(図表11-1) ユーロ圏主要国の単位労働コスト



(図表11-2) ユーロ圏主要国の実質輸出



(%) (図表11-3) 単位労働コストの要因分解(前年比)



欧州③ 債務デレバレッジ圧力は根強く、企業の投資抑制が持続

(Ⅱ-3) 重債務国のバランスシート調整の進展度合い

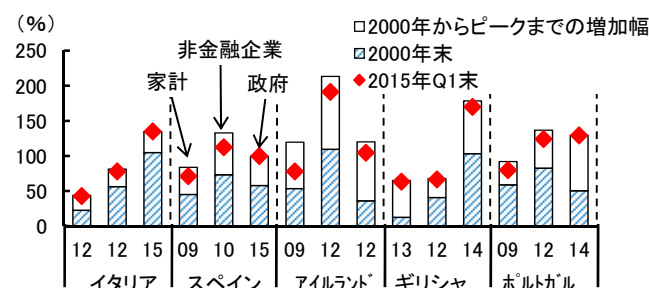
(1) まず、民間非金融部門についてみると、多くの重債務国で、家計・企業部門の債務残高(対名目GDP比)が、債務危機後のピーク水準から低下傾向(図表12-1)。とりわけ、景気回復が顕著なスペインやアイルランドで、低下幅が相対的に大きく、過剰債務の調整が順調に進んでいることを示唆。

また、スペインやアイルランドでは、2011年以降、振れを伴いながらも資金余剰(貯蓄超過)幅が縮小傾向にあるなど、過剰債務の調整圧力が和らいできていることを裏付け(図表12-2)。もっとも、金融危機以降、両国も含め重債務国の企業部門が資金余剰(貯蓄超過)主体となっている状況は不変。企業の過剰債務のデレバレッジ圧力は根強く残っているとみられ、中期的に設備投資の抑制要因となる見込み。

(2) 銀行部門では、2014年以降、スペインやアイルランドで不良債権比率が低下(図表12-3)。両国では、不良債権比率が依然として高水準ながら、金融支援を受けて以降、景気回復や金融機関の対応強化などもあり、不良債権処理が進展。一方、イタリア、ギリシャ、ポルトガルでは不良債権比率の上昇に歯止めがかかっていない状況。イタリアでは、レンツィ政権が不良債権処理を後押しするための法改正や優遇政策を検討段階。ギリシャでは、第3次金融支援の一環として銀行の資本増強が予定されているものの、足許の景気悪化により不良債権が一段と増加している可能性。ポルトガルでは、これまで構造改革・緊縮財政を進めてきたコエリョ政権が退陣に追い込まれており、改革の停滞が不可避な情勢。これらの国では、銀行のリスクテイク能力の早期回復は期待し難く、銀行の企業向け融資の拡大、ひいては設備投資の回復にはなお時間を要する見込み。

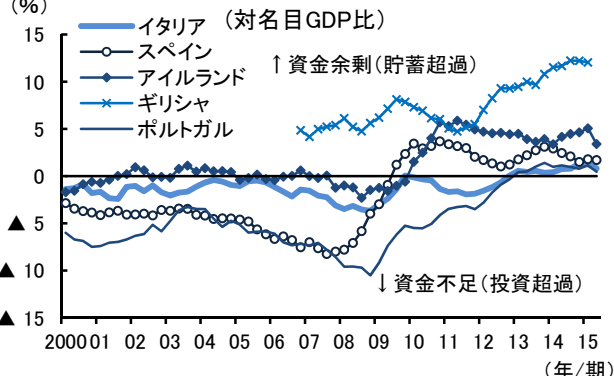
(3) 政府部門では、大半の重債務国で債務の増加に歯止めがかかっておらず、引き続き過大な債務の削減が課題(前掲図表12-1)。もっとも、重債務国の多くでは、債務危機後、不況下の緊縮強化が景気を一層悪化させ、かえって財政健全化を遅らせるという負のスパイラルを招来。このため、15年1月には欧州委員会が各国の構造改革実施を前提に、緊縮一辺倒ではなく、成長にも配慮した財政運営を許容する方針に転じており、多くの重債務国で緊縮圧力が緩和方向(図表12-4)。先行きを展望しても、中長期的には財政健全化を図りつつも、当面は景気回復に伴う税収増やECBの金融緩和による金利低下等にも支えられ、総じて成長志向の財政運営が可能となる見通し。

(図表12-1)ユーロ圏重債務国の民間・政府債務(対名目GDP比)



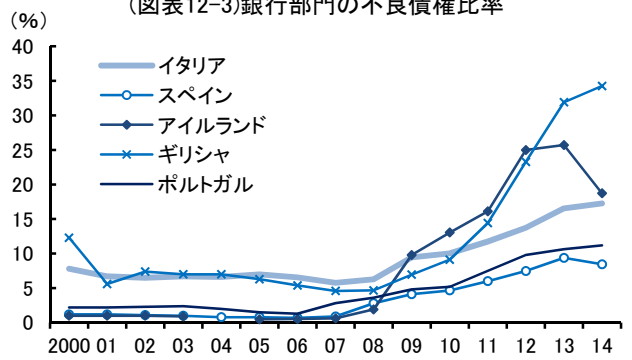
(資料)ECB“Quarterly Sector Accounts”を基に日本総研作成
(注)横軸上段は、債務のピーク年。家計債務は借入、企業債務は借入+債券。ギリシャの政府債務、アイルランドの家計・企業債務の2000年のデータがないため、ギリシャは2006年、アイルランドは、2002年のデータ。

(図表12-2)民間非金融企業の貯蓄・投資バランス



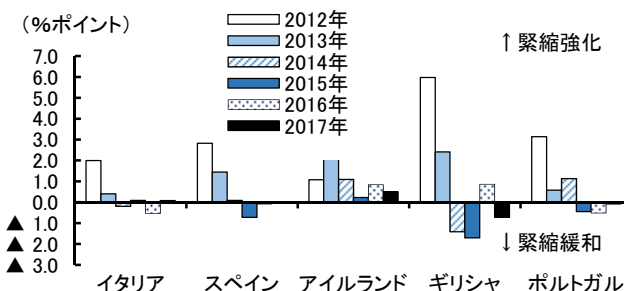
(資料)ECB“Quarterly Sector Accounts”を基に日本総研作成
(注)4四半期累計。

(図表12-3)銀行部門の不良債権比率



(資料)世界銀行
(注)不良債権比率は、nonperforming loans to total gross loans。

(図表12-4)ユーロ圏重債務国の財政に対する姿勢
(構造的財政収支対名目GDP比前年差)



(資料)European Commission“Autumn 2015 forecast”を基に日本総研作成
(注)12~14年は実績、15~17年は欧州委員会の15年秋季見通し。

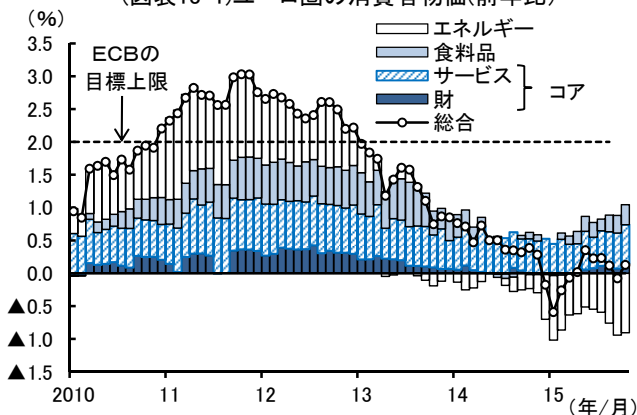
欧州④

デysinフレ懸念が根強く残るなか、ECBの金融緩和が長期化

(Ⅱ-4) ユーロ圏の物価と金融政策

- (1) ユーロ圏のインフレ率は、エネルギー価格の下落を主因に、足許でデysinフレ傾向が持続(図表13-1)。一方、コア・インフレ率は、2015年入り以降、極めて緩やかながらも伸びが高まる方向。
- (2) コア・インフレ率は財価格とサービス価格とに分解可能。まず、財価格は、15年入り以降、ユーロ安による輸入物価の上昇などを背景に、伸びが拡大(図表13-2)。もっとも、金融危機以降、南欧諸国を中心に需給ギャップが大きく拡大し、その後も大幅な需要不足が続いていることが物価の上昇抑制に作用(図表13-3)。先行きも、景気回復ペースが総じて緩慢にとどまると予想されるなか、需給ギャップの解消にはなお時間を要するとみられ、財価格の大幅な伸びの高まりは見込み難い状況。
次に、サービス価格は、足許で伸び率が高まる兆候がみられるものの、概ね安定して推移。ユーロ圏では、労働市場の硬直性により、需給ギャップの大幅な拡大がサービス価格の重要な構成要素である労働コストの削減に必ずしもつながらず、むしろ労働コストは一定の伸びが持続(図表13-4)。もっとも、南欧諸国を中心に、企業の対外競争力の回復に向けて労働コストの圧縮が不可避な情勢にあるなか、先行きサービス価格に対する下押し圧力が強まる可能性。
- (3) 以上を踏まえると、先行き、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と予想されるものの、デフレ圧力も根強く、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。
- (4) 原油安の長期化や、2015年夏以降の中国をはじめとした新興国景気の下振れなどを受けて、ユーロ圏のインフレ率の持ち直しがECBの従来の想定よりも遅れるとみられ、ECBは12月の理事会で、現行「2016年9月まで」としている資産買入プログラムの実施期限の延長などの追加緩和に動く公算。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復する時期は当面見通せず、ECBの金融緩和は長期化を余儀なくされる見通し。

(図表13-1) ユーロ圏の消費者物価(前年比)



(資料) Eurostat

(注) 財、サービス価格は、エネルギー関連を除く。

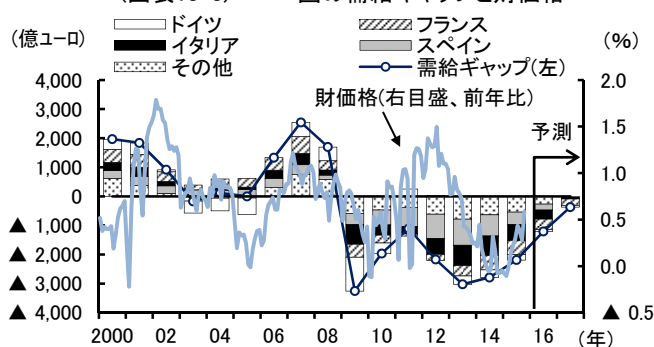
(図表13-2) ユーロ圏の財価格と輸入物価(前年比)



(資料) Eurostat

(注) 財価格は、エネルギー関連を除く。

(図表13-3) ユーロ圏の需給ギャップと財価格

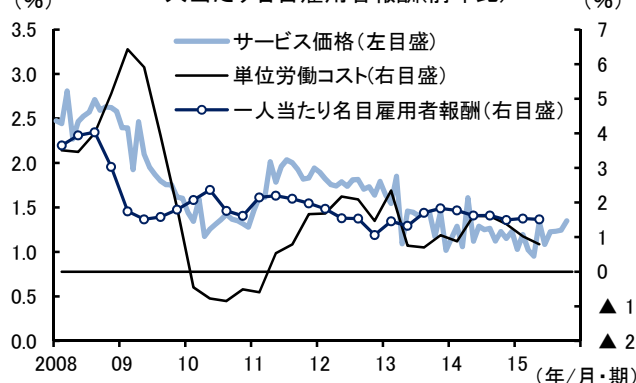


(資料) Eurostat, European Commission "Autumn 2015 forecast" を基に
日本総研作成

(注) 2015年以降の需給ギャップは、欧州委員会の予測。

財価格は、エネルギー関連を除く。

(図表13-4) ユーロ圏のサービス価格と単位労働コスト、
一人当たり名目雇用者報酬(前年比)



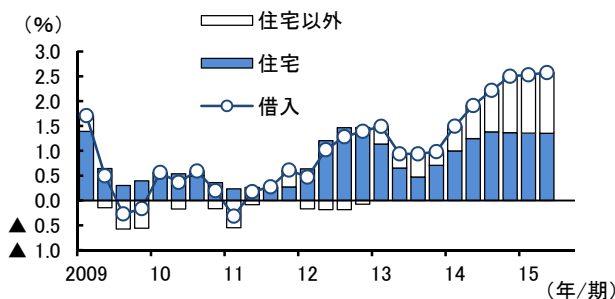
(資料) Eurostat

(注) 単位労働コストは、名目雇用者報酬/実質GDP。

(Ⅱ-5) 英国：利上げが消費主導の景気拡大を揺るがすリスク

- (1) 雇用・所得環境の改善を受け、引き続き堅調な景気拡大が見込まれるなか、来年半ば前後と予想されるBOEの利上げをきっかけとする、金利上昇による家計の住宅ローン返済負担の増加、住宅価格の下落による逆資産効果、がリスク要因として指摘可能。英国では、個人消費がGDPの約7割を占め、その動向が景気に与える影響は大きく、景気回復の足かせとなる恐れ。
- (2) 英国では、金融危機後、①BOEの超低金利政策や貸出支援策、②政府の住宅取得支援策、③住宅価格の上昇などを背景に、12年以降、家計の借入は住宅ローンを中心に増勢が加速。13年以降は、景気回復基調が強まるなか、住宅以外の借入も大きく増加(図表14-1)。家計の住宅借入残高を対可処分所得比で見ると、金融危機以降、低下基調にあるものの、低下ペースは緩慢にとどまっており、金利上昇による返済負担の増加が懸念される状況に(図表14-2)。加えて、住宅価格の上昇による資産効果が個人消費の押し上げに寄与しており、今後BOEの利上げにより住宅価格が下落すれば、個人消費の抑制要因となる恐れ。
- (3) もっとも、家計の住宅ローン返済負担は足許で2000年代半ばの住宅バブルが発生する前の水準まで低下しており、段階的かつ限定的な利上げが行われる限り、負担感の強まりは軽微にとどまる見込み。ちなみに、16年7~9月期以降、2四半期毎にBOEが+0.25%のペースで利上げを実施した場合でも、総世帯収入に占める住宅ローンの元利返済の割合は、17年末時点で金融危機前のピークを大きく下回る水準にとどまると試算(図表14-3)。
- (4) また、住宅価格は、構造的な供給不足や政府の住宅購入支援策などにより、大幅な価格調整が生じるリスクは小。英国では、景観保護や建築許可制度など建築規制が厳しく、世帯数の伸びに比して、住宅着工件数は抑制(図表14-4)。とりわけ、都市部での住宅供給余地が限界に近づきつつあるなか、こうした供給制約が住宅価格の下支えに作用する公算。
- (5) 以上を踏まえると、利上げにより個人消費に対する一定の下押し圧力は生じるものの、金利の大幅な上昇が回避される限り、その影響は限定的となる見込み。利上げが雇用・所得環境の改善持続を前提として行われることを併せて考えると、利上げが景気腰折れに繋がるリスクは小。

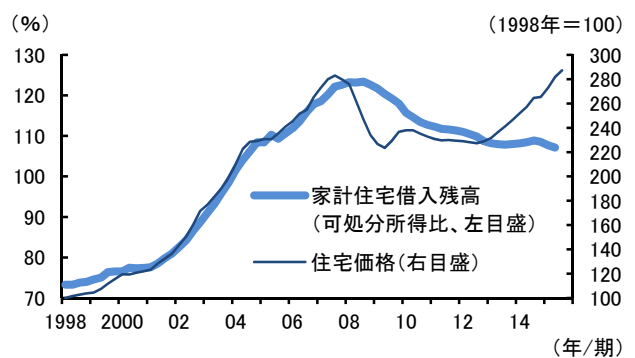
(図表14-1) 英国の家計借入の推移(前年比)



(資料)ONS“United Kingdom Economic Accounts”を基に日本総研作成

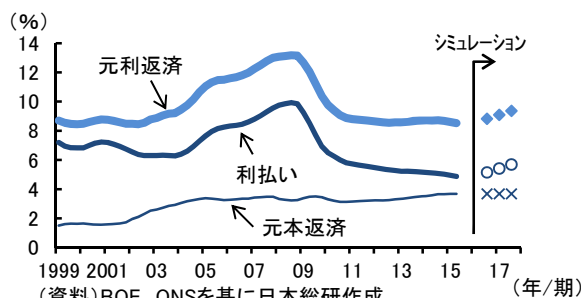
(注)住宅以外は「by UK MFIs」、「by rest of the world MFIs」、「Other by UK residents」を合計したもの。

(図表14-2) 英国の家計住宅借入残高と住宅価格



(資料)ONS“United Kingdom Economic Accounts”、Halifaxを基に日本総研作成

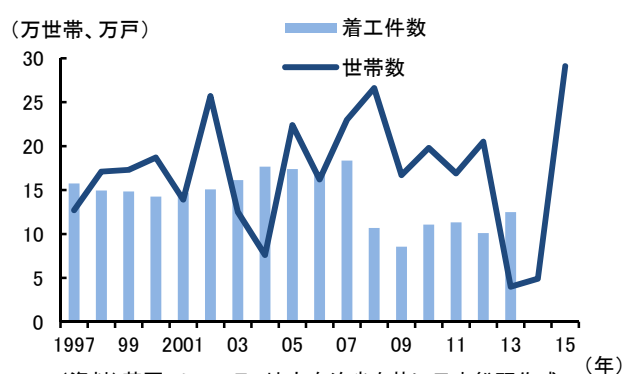
(図表14-3) 英国の住宅ローン返済負担(総世帯収入比)



(資料)BOE、ONSを基に日本総研作成

(注)総世帯収入と元本返済額は15年4~6月期の実績値で一定とし、16年7~9月期以降、2四半期毎に政策金利が+0.25%ずつ引き上げられ、住宅ローン金利も同水準で上昇すると仮定。

(図表14-4) 英国の世帯数(前年差)と住宅着工件数



(資料)英国コミュニティ地方自治省を基に日本総研作成

(注)住宅着工件数の14年以降のデータはなし。

見通し

米国経済の成長ペースは、2%台後半から徐々に2%台半ばへ

(I) 米国

- (1) 米国経済は、当面、ガソリン価格の低位安定や賃金の伸びの高まりを背景に、引き続き個人消費が景気の牽引役に。一方、企業部門では、原油価格の下落や急速なドル高の進行が一般化するなか、設備投資や輸出が緩やかに持ち直していくとみられるものの、新興国景気に対する先行き不透明感が根強いなか、増加ペースは緩やかにとどまる見込み。総じてみると、2016年末にかけては2%台後半の成長ペースが続く見通し。
- (2) 2017年入り後は、FRBの利上げに伴う金利上昇による影響が増すなか、住宅投資や設備投資の伸びが小幅鈍化。グレート・リセッション以前のような賃金の伸びの拡大が期待し難いなか、個人消費の増勢も徐々に鈍化傾向へ。この結果、成長ペースは2%台半ばに小幅減速する見通し(図表15-1)。
- (3) 物価面では、個人消費を中心とした内需の回復や賃金の伸びの高まりが物価押し上げに作用するほか、原油安やドル高の影響が剥落し、消費者物価指数は、2016年半ばに前年比2%を上回る水準まで上昇。その後、景気回復ペースの減速に伴い17年前半をピークに徐々に低下していく見込みながら、2%を上回る水準での推移が続く見通し。

(図表15-1)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)

	2015年		2016年				2017年				2014年	2015年	2016年	2017年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				
	(実績)	(予測)											(実績)	(予測)
実質GDP	2.1	2.7	2.6	2.8	2.7	2.7	2.4	2.5	2.5	2.4	2.4	2.5	2.7	2.5
個人消費	3.0	2.9	2.5	2.8	2.6	2.7	2.2	2.5	2.5	2.3	2.7	3.1	2.8	2.5
住宅投資	7.3	7.5	6.7	6.2	7.0	6.3	5.0	4.5	4.3	4.7	1.8	8.6	7.0	5.4
設備投資	2.4	4.7	5.2	5.4	5.2	4.9	4.7	4.5	4.6	4.5	6.2	3.3	4.7	4.8
在庫投資(寄与度)	▲0.6	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1
政府支出	1.7	▲0.1	0.2	0.2	0.1	▲0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	▲0.6	0.7	0.5	0.1
純輸出(寄与度)	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.6	▲0.2	▲0.1
輸出	0.9	3.9	4.2	4.8	5.1	4.9	4.6	4.8	4.7	4.6	3.4	1.5	4.0	4.8
輸入	2.1	5.2	4.9	5.1	4.9	4.5	4.1	4.0	4.2	4.0	3.8	5.3	4.5	4.3
実質最終需要	2.7	2.5	2.4	2.7	2.6	2.6	2.3	2.5	2.5	2.3	2.4	2.3	2.7	2.5
消費者物価	0.1	0.7	1.6	1.7	2.1	2.2	2.3	2.3	2.1	2.0	1.6	0.2	1.9	2.2
除く食料・エネルギー	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	1.7	1.8	2.0	2.2

(資料) Bureau of Economic Analysis "National Economic Accounts"、Bureau of Labor Statistics "Consumer Price Index"などを基に日本総合研究所作成

(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

ユーロ圏では、成長阻害要因が残るなか、低成長が長期化

(II) 欧州

(1) ユーロ圏では、ECBの金融緩和やそれに伴うユーロ安、成長志向の財政スタンスといった政策面の支援に加え、原油安も追い風となり、循環的な景気回復の動きが続く見込み。もっとも、新興国景気の減速を背景とした輸出の伸び悩みや、主に南欧諸国での過剰債務の調整圧力や銀行部門の脆弱性といった「債務危機の後遺症」の残存、などから、1%台半ばから後半にかけての低成長にとどまる見通し(図表16-1)。

主要国のなかで、ドイツでは、短期的に難民対策の財政支出拡大が見込まれるほか、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と予想。もっとも、新興国景気の減速を主因に、輸出の大幅な増加は見込みにくく、1%台半ば程度の成長にとどまる見通し。ドイツ以外では、労働市場改革が進展したスペインなどで、ユーロ圏平均を上回るペースでの堅調な景気回復が続く見込み。一方、フランスやイタリアでは、構造改革が漸く進み始めたものの、①フランスでは、企業の対外競争力の向上につながる労働コスト削減が限られるとみられること、②イタリアでは、銀行部門の改革などに遅れがみられること、等が成長を抑制する要因となる見込み。この結果、両国では、ユーロ圏平均を下回るペースでの緩やかな景気回復にとどまる見通し。

(2) ユーロ圏のインフレ率は、原油安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、南欧諸国を中心に、大幅な需要不足が続いているほか、引き続き労働コストの圧縮が不可避な情勢にあるなど、デフレ圧力が残存。この結果、ユーロ圏のインフレ率は、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。

(3) 英国では、2016年以降に予想されるBOEの利上げが一定の景気抑制に作用するみられるものの、良好な雇用・所得環境などを背景に、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16-2)。

(4) 英国のインフレ率は、堅調な景気拡大が続くなか、需給ギャップの解消が進んでおり、原油安やポンド高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。

(図表16-1)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				2017年				2015年	2016年	2017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	1.4	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.5	1.6	1.7
個人消費	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7	1.5	1.5
政府消費	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	0.9	1.1
総固定資本形成	▲ 1.9	1.3	1.6	2.0	2.0	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	2.8	1.8	2.1	2.4
在庫投資	▲ 0.5	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0
純輸出	1.3	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
輸出	6.5	2.8	2.8	3.0	3.0	3.2	3.2	3.4	3.4	3.4	3.5	4.6	3.2	3.4
輸入	3.9	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	4.8	3.1	3.2

(資料)Eurostatなどを基に日本総研作成

(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16-2)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				2017年				2015年	2016年	2017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	1.4	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.5	1.6	1.7
	消費者物価指数	0.2	0.1	0.4	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	0.1	1.2	1.4
ドイツ	実質GDP	1.8	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.5	1.7	1.8
	消費者物価指数	0.4	0.0	0.5	1.3	1.2	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	0.2	1.4	1.6
フランス	実質GDP	0.2	1.4	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	1.3
	消費者物価指数	0.3	0.1	0.4	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	0.1	1.0	1.2
英国	実質GDP	2.6	1.9	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.4	2.4	2.3
	消費者物価指数	0.0	0.0	0.5	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	0.2	1.5	1.7

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

リスク 新興国・資源国景気の一段の減速、欧州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、新興国・資源国景気の一段の減速、および、欧州での政治リスクの高まり。

(I) 新興国・資源国景気の一段の減速

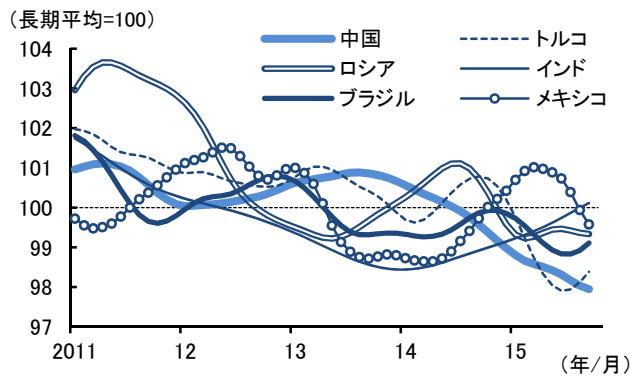
中国やブラジルをはじめとした新興国・資源国では、景気の減速傾向が鮮明に（図表17-1）。こうしたなか、米国の利上げを契機とした新興国からの資金流出やそれを受けた新興国通貨安が想定以上に進めば、新興国景気が一段と減速する恐れ。また、中国経済がハードランディングを余儀なくされれば、中国向け輸出の落ち込みや資源安を通じ、新興国・資源国景気を大きく下押し。

新興国・資源国景気の一段の減速は、米欧輸出の大きな下振れリスクに。米国では中国や中南米向け輸出への依存度が高まっているほか（図表17-2）、欧州では景気の牽引役を期待されるドイツで中国向け輸出のウェートが高く、ドイツ経済に依存する周辺国への影響も大（2頁前掲図表2-3）。また、新興国・資源国景気の下振れを背景に世界的な株安が進行し、逆資産効果や消費者マインドの悪化が個人消費の腰折れを招くリスクも無視できず。加えて、新興国景気の落ち込みに伴う資源安は、米欧の物価を再び大きく下押しする恐れ。

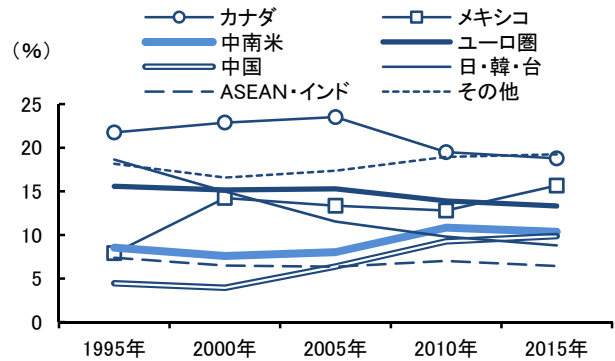
(II) 欧州政治リスクの高まり

欧州では、2015年秋以降、ポルトガルの政局不安や、独立を主張するカタルーニャ州とスペイン中央政府の対立深刻化など、政治リスクが再び浮上。また、景気低迷の長期化に対する国民の不満が蓄積するなかで、難民の流入やテロへの懸念などの新たな難題に直面しており、今後予定されている国政・地方選挙において、反緊縮や反EU、反移民を掲げる政党が躍進すれば、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17-3）。また、英国をめぐっては、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、英国がEUに提出した改革案の検討が始まる予定。EU側からの譲歩が引き出せなければ、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17-4）。

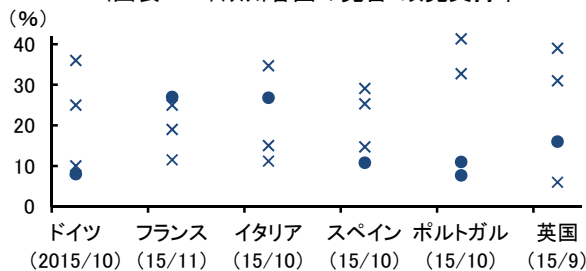
(図表17-1) 主な新興国のOECD景気先行指数



(図表17-2) 米国の輸出先の地域別シェア



(図表17-3) 欧州各国の党首・政党支持率



(図表17-4) 欧州の主要な政治・経済日程(2015~17年)

日程	選挙	争点・展望	
2015年 12月20日	スペイン総選挙	反緊縮政党の躍進	
2016年	4月	アイルランド総選挙実施期限	ポピュリズム左派政党の躍進
	5月	英スコットランド議会選挙	独立を巡る動き
2017年	3月	オランダ総選挙実施期限	反移民を掲げる極右政党の躍進
	4~5月	フランス大統領選挙	反EU、移民排斥を掲げる極右政党候補の当落
	6月	フランス議会選挙	反EU、移民排斥を掲げる極右政党の躍進
	8~10月	ドイツ総選挙	反EU、反ユーロを掲げる政党の躍進
	2017年末	英国国民投票実施期限	EU離脱の是非

(資料) 各種報道を基に日本総研作成