

《2016～17年米欧経済見通し》

2016年6月29日
No.2016-003

緩慢な成長が続く米国と停滞感が強まる欧州

～ 米国では、所得の二極化や外需の伸び悩み、
欧州では、英国のEU離脱や政治不安、銀行部門の脆弱さなどが、景気の重石に ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要点》

◆米国景気は、個人消費が底堅く推移するなか、企業部門に持ち直しの兆しがみられるなど、総じて回復基調。もっとも、所得の伸びが緩慢にとどまり消費を抑制しているほか、海外景気の減速が外需の伸び悩みに作用していることから、回復ペースは前回の景気回復局面に比べて鈍化。

回復ペース鈍化の一因として、雇用の二極化を指摘可能。また、こうした二極化は政治的な不満増大も惹起。一方、外需は先行きも大幅な拡大が期待しにくいものの、企業の設備投資意欲は旺盛で勤労世代が増加傾向にあるなど、国内の物的・人的資本を取り巻く環境は良好。また、金融政策については、FRBが海外情勢を注視しつつ緩やかに利上げを実施する方針を示していることから、正常化が内外景気を下押しするリスクは小。

◆英国では、国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、政治・経済に対する先行き不透明感が強まるなか、大幅な景気の減速が避けられない情勢。企業部門の投資や雇用に対する慎重姿勢の強まりが家計部門へも波及し、これまで堅調に推移してきた個人消費も停滞感が強まる見込み。

一方、ユーロ圏では、英国のEU離脱による貿易面を通じた負の影響は限定的となる見込みながら、ユーロ圏各国で台頭する反EUの動きが、英国でのEU離脱派の勝利を契機に一段と勢いを増す恐れ。加えて、ユーロ圏では、ECBのマイナス金利政策の拡大を受けた銀行部門への懸念の高まりや、民間部門の過剰債務・不良債権など欧州債務危機の「負の遺産」の残存が、景気の重石に。政治・経済に対する先行き不透明感が急速に高まるなか、これまでユーロ圏景気のけん引役となってきた個人消費は、大幅な減速を余儀なくされる公算。

◆以上を踏まえ景気の先行きを展望すると、米国では、原油安・ドル高に歯止めがかかるなか、輸出や設備投資が緩やかながらも持ち直しへ。家計部門についても、所得の二極化による下押し圧力は残存するものの、労働需給の引き締まりを背景に賃金の伸びが拡大するにつれ、個人消費は増勢を取り戻す見込み。緩慢なインフレ期待の持ち直しを背景にFRBの利上げペースは緩やかにとどまり、金利の上昇が景気を抑制する事態には至らず、米国経済は2%台半ば前後の成長ペースに復していく見通し。

◆ユーロ圏では、政治・経済に対する先行き不透明感の急速な高まりを背景に、2016年末にかけて1%を下回る成長ペースに。17年入り後は、政府支出の拡大などとともに、個人消費や設備投資も緩やかに持ち直していくとみられるものの、17年末にかけて1%台半ば前後の低成長が続く見込み。英国では、当面、企業・消費者マインドの大幅な悪化が避けられず、16年末にかけて一時的な景気後退局面に陥る見込み。その後は徐々に持ち直しに転じるものの、17年末にかけて1%台半ばの成長ペースにとどまる見通し。

< 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) 今回の景気回復局面の特徴	
(I-2) 二極化による政治・経済への影響	
(I-3) 海外景気の低迷と米国経済の底堅さの背景	
(I-4) 金融政策の正常化と内外景気への影響	
(II) 欧州	7
(II-1) EU離脱派の勝利を受け、英国景気は大幅に減速へ	
(II-2) 政治に対する先行き不透明感の高まりがユーロ圏景気の重石に	
(II-3) 欧州債務危機の「負の遺産」が根強く残存	
(II-4) ECBの金融緩和策への期待と不安	
(II-5) ユーロ圏景気のけん引役となってきた個人消費は大きく減速へ	
4. 見通し	12
(I) 米国	
(II) 欧州	
5. リスクシナリオ	14

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

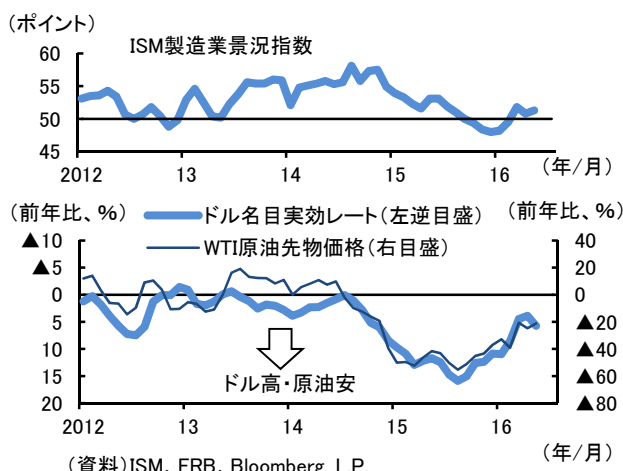
井上 恵理菜（米国） Tel：03-6833-6380 Mail：inoue.erina@jri.co.jp
藤山 光雄（欧州） Tel：03-6833-2453 Mail：fujiyama.mitsuo@jri.co.jp
橘高 史尚（欧州） Tel：03-6833-8798 Mail：kittaka.fuminao@jri.co.jp

現状 企業部門は弱含む一方、家計部門は堅調に推移

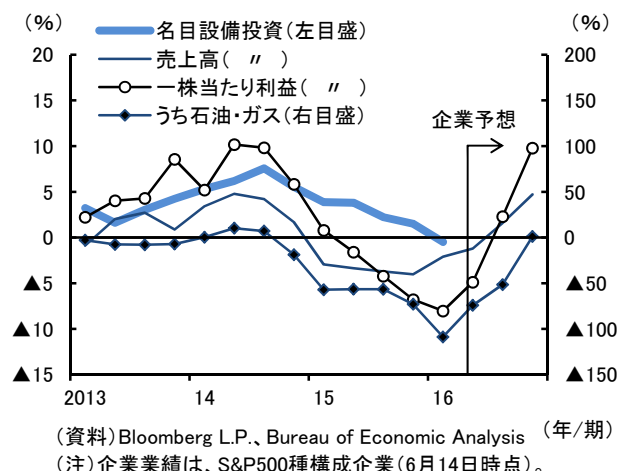
(I) 米国

- 企業部門は、2014年半ば以降景気の足かせとなってきた原油安とドル高が一般化するなか、企業マインドは改善傾向に（図表1-1）。これを受け、悪化が続いてきた企業業績も原油安とドル高の逆風が和らぐことで、今年後半以降、回復に向かう見込み（図表1-2）。もっとも、6月23日に実施された英国の国民投票でEU離脱派が勝利したことを受け、再びドル高・原油安に向かう動きもあり、こうした動きが続けば、企業業績への逆風が収まらず、企業部門の回復が遅れる可能性も。
- 雇用環境は、足許で改善ペースが鈍化傾向に。とりわけ、5月の非農業部門民間雇用者数（米労働省調べ）は前月差+2.5万人と、伸びが大きく鈍化。もっとも、通信会社のストライキや振れの大きい派遣の減少などが下押しに作用しており、改善ペースの大幅な鈍化は一時的と判断（図表1-3）。実際に、民間の給与計算アウトソーシング会社ADP調べの民間雇用者数は、足許にかけて底堅く推移。また、失業率はFRBが完全雇用の目安とする5%弱程度まで低下するなど、労働需給が引き締まるなか、時間当たり賃金の伸びは緩やかながらも拡大傾向。総じてみれば、雇用・所得環境は回復の動きが続いていると判断。
- 雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は底堅く推移。消費者マインドを示すカンファレンスボード消費者信頼感指数が高水準で推移するなか、実質個人消費は前月比+0.2%程度の増勢が持続（図表1-4）。もっとも、英国国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、世界的な株安となっており、金融市場の混乱が続けば、消費者マインドが悪化する恐れ。
- 以上のように、米国景気は総じて回復基調にあるものの、そのペースは緩慢。そこで以下では、緩慢な景気回復の背景を前回回復局面との比較を通じて探ったうえで、個々の要因について詳しく検討し、その先行きを展望。

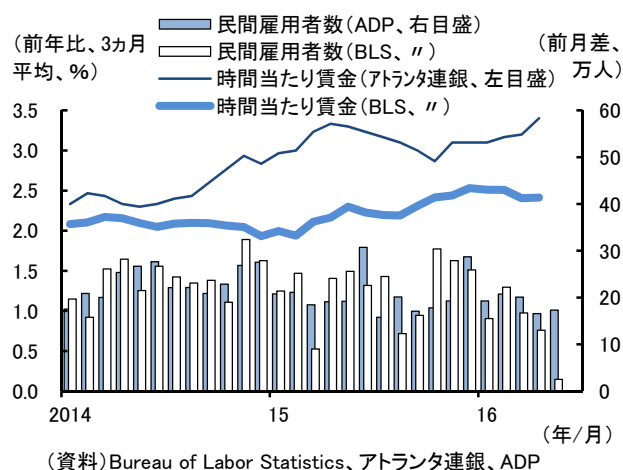
(図表1-1) 企業景況感と為替レート、原油価格



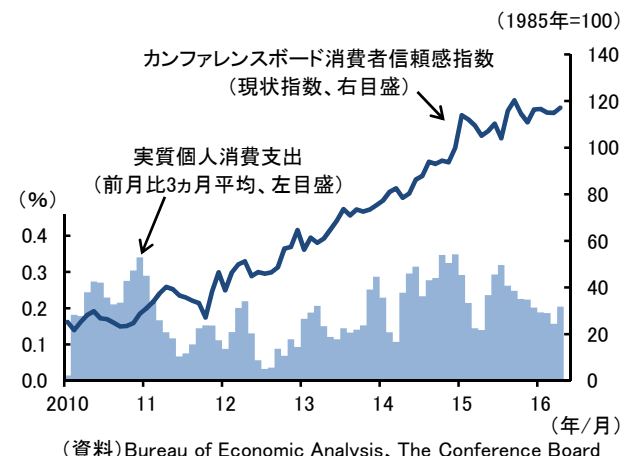
(図表1-2) 企業業績と設備投資(前年比)



(図表1-3) 時間当たり賃金と雇用者数



(図表1-4) 消費支出と消費者マインド

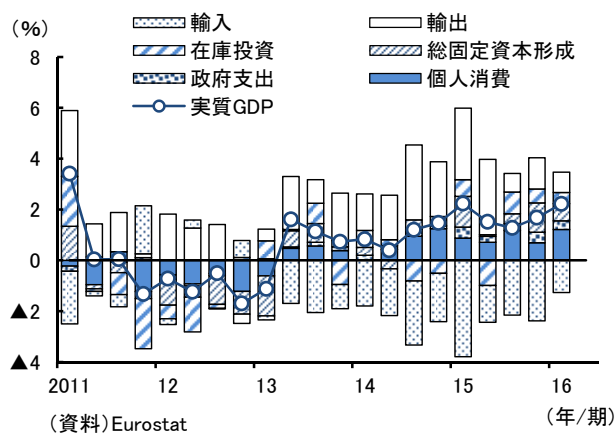


現状 家計部門をけん引役に回復が持続も、先行き懸念が強まる状況

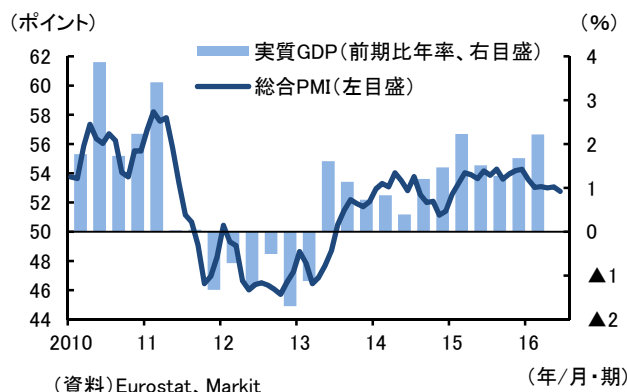
(II) 欧州

- (1) ユーロ圏景気は、緩やかな回復基調が続いていたものの、足許で先行き懸念が強まる状況。ユーロ圏の実質GDPを需要項目別にみると、2015年半ば以降、新興国・資源国の減速を背景に輸出の伸びが鈍化する一方、14年半ば以降に持ち直しの動きが本格化した個人消費が引き続き堅調に推移し、景気の下支え役に（図表2-1）。原油価格の下落による購買力の向上や雇用・所得環境の改善が、個人消費の回復に寄与。もっとも、ユーロ圏景気の回復力は依然として力強さに欠ける状況。2016年1～3月期の実質GDP成長率は高い伸びとなったものの、ユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）は、2016年初めにやや水準を切り下げて以降、横ばい圏の動きが持続（図表2-2）。加えて、6月23日に実施された英国の国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、ユーロ圏でも景気に対する先行き懸念が一段と強まる格好に（図表2-3）。
- (2) 一方、英国でも、小売売上数量が堅調に推移するなど、家計部門が景気の回復を牽引。もっとも、2016年入り後は、EU離脱懸念の高まり受け、企業・消費者マインドともに弱含み（図表2-4）。さらに、国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、今後のさらなる景気の下振れが不可避な情勢。
- (3) 欧州経済の先行きについて、まず、国民投票でのEU離脱派の勝利を踏まえ、英国景気の先行きを展望。そのうえで、反緊縮・反移民を掲げる政治勢力の台頭などからユーロ圏各国で政治不安が高まるなか、英国のEU離脱がユーロ圏の政治不安をさらに助長するリスクを指摘。加えて、ユーロ圏では、企業・家計部門の過剰債務や銀行部門の不良債権など欧州債務危機の「負の遺産」の存在や、ECBのマイナス金利政策の拡大による銀行部門への懸念の高まりが、景気の重石となる見込み。そこで、これらの景気の重石について詳しく検討したうえで、最後に、これまでユーロ圏景気のけん引役となってきた個人消費の増勢が大きく鈍化するリスクについて言及。

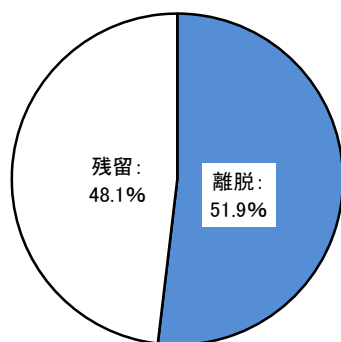
(図表2-1) ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



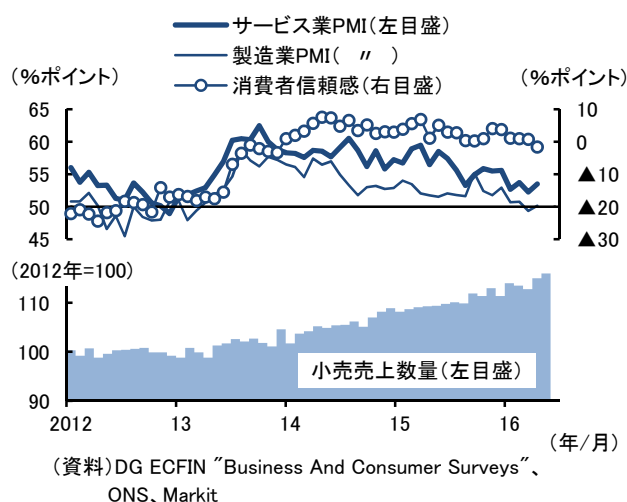
(図表2-2) ユーロ圏の実質GDPとPMI



(図表2-3) 英国のEU離脱・残留を問う国民投票の結果
(6月23日実施)



(図表2-4) 英国の小売売上数量と企業・消費者マインド

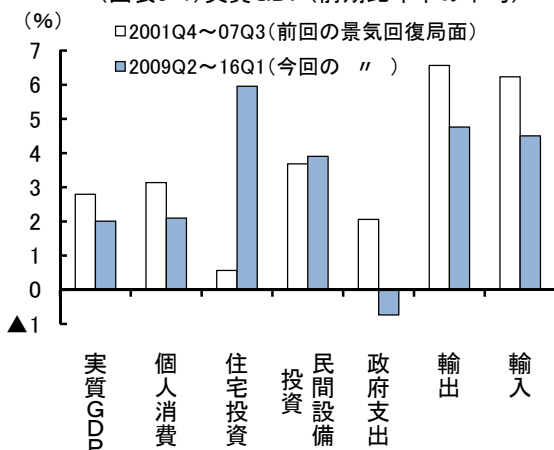


米国① 緩慢な所得増や海外景気の減速が米国の成長ペースを下押し

(I-1) 今回の景気回復局面の特徴

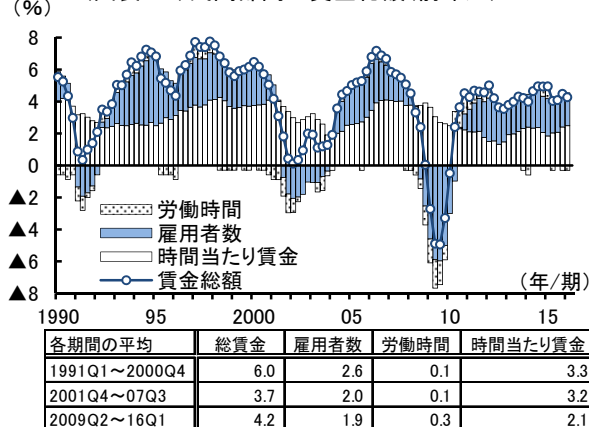
- (1) 米国では、2009年半ば以降、約7年間の長期に及ぶ景気拡大が持続。今回の景気回復局面の特徴は、回復ペースの緩慢さ。実質GDP成長率は、前回の回復局面（2001年第4四半期から07年第3四半期）の平均+2.8%に比べ、今回（09年第2四半期から16年第1四半期）は+2.0%と、1%ポイント近く伸びが低下（図表3-1）。
- (2) 成長ペース鈍化の主因は、個人消費の伸びの鈍化。今回の景気回復局面では、前回と同程度の雇用者数の伸びが続く一方、時間当たり賃金の伸びが緩慢にとどまっており、所得の伸び鈍化が消費を抑制（図表3-2）。
- (3) 外需も、前回に比べ伸びが鈍化。背景として、債務危機後の欧州景気の減速や、資源価格の下落によるカナダや中南米景気の減速を指摘可能（図表3-3）。一方、民間設備投資は堅調に推移しており、景気の下支えに。
- (4) 以上のように、所得の伸びの緩慢さや海外景気の下振れにより低成長が続くなか、FRBによる超緩和的な金融政策が長期化。この結果、住宅ローン金利が低水準で推移し、所得に対する住宅ローン返済額の割合が低位で安定するなど従来景気成熟化に伴い景気のブレーキ役となる住宅投資が持続的に増加しているほか、住宅ローン返済負担が抑制されることで個人消費の押し上げに寄与（図表3-4）。すなわち、FRBの金融引き締めに対する慎重姿勢が、景気回復の長期化に寄与している側面も。そこで、足許でFRBが金融政策の正常化を模索するなか、そのペースや内外の景気に与える影響を検討する必要。

(図表3-1) 実質GDP(前期比年率の平均)



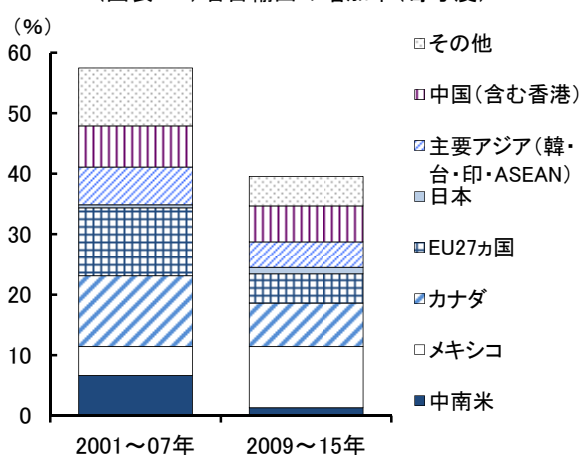
(資料) Bureau of Economic Analysis

(図表3-2) 民間部門の賃金総額(前年比)



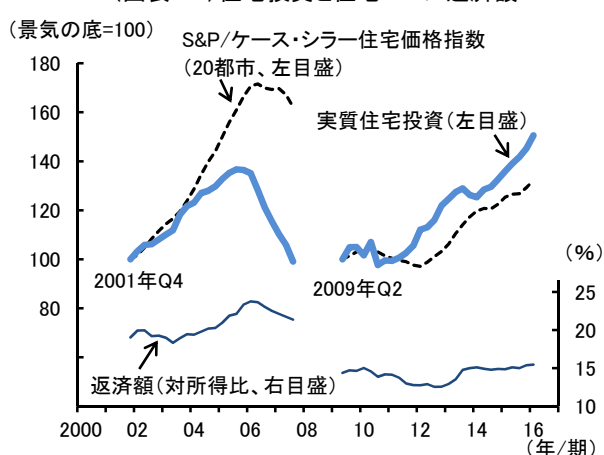
(資料) Bureau of Labor Statistics をもとに日本総研作成
(注) 非農業、非管理職。

(図表3-3) 名目輸出の増加率(寄与度)



(資料) U.S. Census Bureau

(図表3-4) 住宅投資と住宅ローン返済額



(資料) U.S. Census Bureau, National Association of Realtors, S&P

米国② 所得の二極化が既存政治への不満増大や成長鈍化の一因に

(I-2) 二極化による政治・経済への影響

- (1) 2009年から続く今回の景気拡大局面では、雇用・賃金の二極化が進行。業種別の賃金上昇率をみると、賃金水準の高い情報サービス・金融などでは上昇率が高い一方、賃金水準の低い小売やヘルスケアでは上昇率が緩慢（図表4-1）。雇用者数をみると、派遣労働者を含む人的管理サービスや外食など、賃金水準の低い業種で大幅に増加しているほか、賃金上昇率の低い業種で雇用者が増加。総じてみると、高いスキルを必要とせず、金融危機で発生した多くの失業者が就業しやすい業種では労働需給が緩み賃金が伸び悩んだ一方、スキル習得に時間のかかる高賃金業種では人材確保の難しさから賃金に上昇圧力がかかっており、賃金格差が一段と拡大（図表4-2）。
- (2) こうした所得の二極化が、既存制度・政治家への不満増大の温床となっており、米大統領選挙では、民主・共和両党が最低賃金の引き上げや高所得者への一段の増税を主張。もっとも、2013年の増税により税引き後の所得格差が縮小した後も、有権者の不満は解消しておらず、増税によって格差の是正をはかるだけでなく、教育機会の拡充などにより高賃金業種への就業可能性を高めていく必要（図表4-3）。
- (3) 二極化は個々人の不満増大だけでなく、一国でみても経済成長の低下を引き起こす可能性。2004～14年の所得の増加は、所得に占める消費の割合が相対的に低い高所得者で大きく、割合の高い低所得者では小。仮に、この間すべての階層で等しく所得が増加していたとすると、消費支出は2%程度上振れていたと試算（図表4-4）。

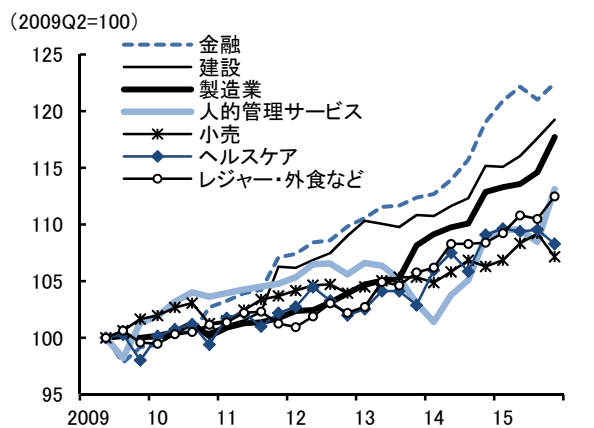
(図表4-1) 業種別の賃金と雇用者数

	賃金			雇用者数		
	ドル/時間		前年比 (2009Q2～ 15Q4平均)	全体に占める割合		変化率 (2009Q2～ 15Q4)
	09Q2	15Q4		09Q2	15Q4	
公益	32.8	35.3	2.5	0.5	0.5	0.7
専門・技術サービス	31.9	35.9	1.6	6.9	7.2	17.2
教育	28.4	31.3	1.1	2.8	2.9	13.5
情報サービス	28.0	34.6	3.5	2.6	2.3	▲1.4
金融	26.5	32.4	3.1	5.4	5.0	4.3
建設	21.7	25.9	2.6	5.6	5.4	9.0
製造業	21.2	25.0	2.2	10.9	10.2	3.7
運輸	21.1	24.0	2.2	3.9	4.0	14.6
卸売	20.8	24.7	2.6	5.1	4.9	5.6
ヘルスケア	20.1	21.8	1.5	15.2	15.6	15.0
民間合計	19.4	22.1	2.0	100.0	100.0	11.6
不動産	17.9	21.5	2.8	1.8	1.7	5.9
人的管理サービス	15.7	17.8	2.0	6.6	7.4	25.2
小売	12.7	13.6	1.3	13.4	13.0	9.1
レジャー・外食など	9.5	10.7	1.9	12.0	12.7	17.8

(資料) Bureau of Labor Statistics

(注) 塗りつぶしは、民間合計よりも伸び率が高い業種。

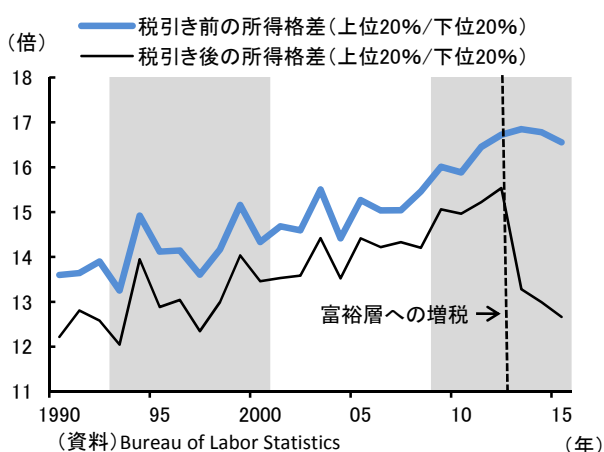
(図表4-2) 主要業種の時間当たり賃金



(資料) Bureau of Labor Statistics

(年/月)

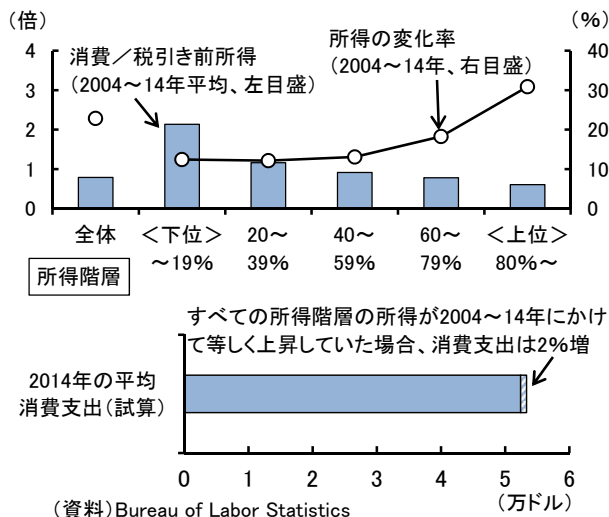
(図表4-3) 上位20%と下位20%の所得格差



(資料) Bureau of Labor Statistics

(注) 2015年は、14Q3～15年Q2。シャドーは民主党政権。

(図表4-4) 所得の二極化が消費に与える影響



(資料) Bureau of Labor Statistics

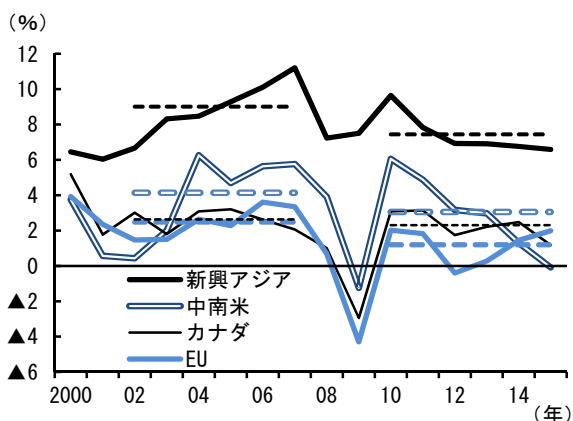
(万ドル)

米国③ 輸出弱含みも、国内の物的・人的資本を取り巻く環境は良好

(I-3) 海外景気の低迷と米国経済の底堅さの背景

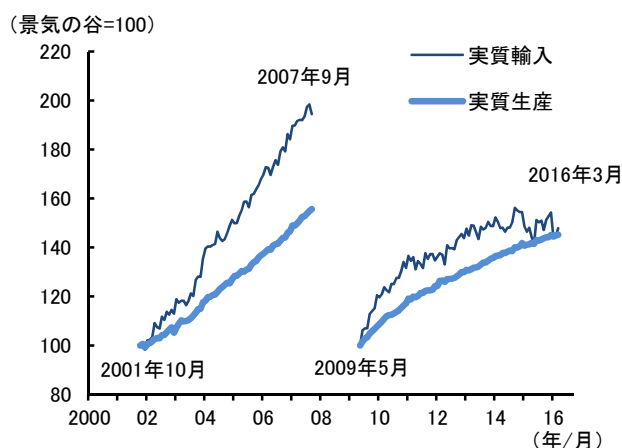
- (1) 輸出減速の主因は外需の低迷。今回の景気回復局面（2009年以降）では、アジア・中南米・カナダ・欧州のすべての地域で、実質GDP成長率の伸びが前回の景気回復局面（2001～07年）に比べて低下（図表5-1）。欧州では債務危機、アジアや中南米、カナダでは中国景気の減速や資源価格の下落が景気減速の背景に。
- (2) また、新興国では、生産が前回の回復局面後期の水準付近まで回復している一方、輸入は依然として低水準（図表5-2）。新興国で生産可能な製品の拡大など先進国へのキャッチアップが進み、輸入依存度が低下したことが、米国の新興国向け輸出低迷の一因となっている可能性も。
- (3) 先行きも、政治不安の続く欧州では低成長が続くと見込まれるほか、新興国でも景気の伸び悩みが予想されるなど、外需の大幅な拡大が期待しにくい一方、**米国では、経済成長の源泉である物的・人的資本を巡る良好な環境が景気の下支えに。**まず、物的資本をみると、米国の設備投資は、今回の景気拡大局面においても前回に比べて伸びが拡大（図表5-3）。ドイツでは欧州債務危機の長期化、日本では国内需要減少による投資意欲の喪失により設備投資が伸び悩んでいるのに対し、米国では緩やかながらも景気拡大が続き、企業が投資への積極的な姿勢を維持。研究開発などを含む知的財産投資のGDPに占める割合も、2000年以降一貫して拡大傾向にあり、米国企業の中期的な成長を意識した旺盛な投資意欲を示唆。
- (4) また、人的資本も拡大傾向。米国では、勤労世代（20～64歳と仮定）の増加が続くとみられ、労働力不足による供給制約が起こりにくい状態（図表5-4）。多くの先進国が少子高齢化によるマイナス影響を受けるなか、米国ではその影響が軽微にとどまる見込み。

(図表5-1) 実質GDP(前年比)



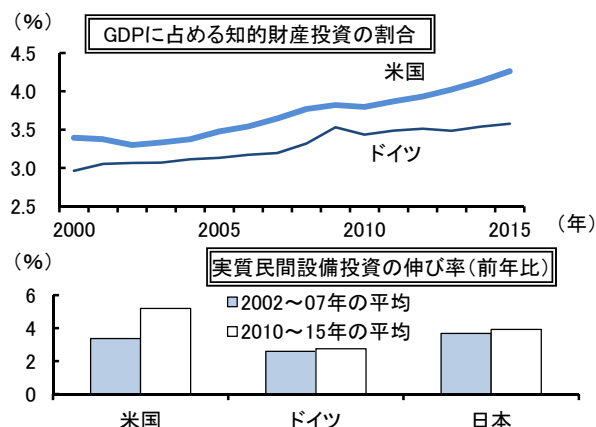
(資料)IMF World Economic Outlook (2016)
(注)点線は、2002～07年および10～15年の平均。

(図表5-2) 新興国の輸入と生産



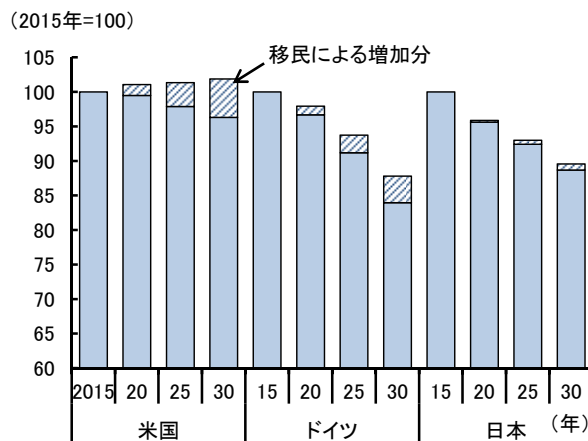
(資料)CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

(図表5-3) 米独日の設備投資の比較



(資料)U.S. Bureau of Economic Analysis, Germany Federal Statistical Office、内閣府より日本総研作成

(図表5-4) 米独日の20～64歳人口の将来推計

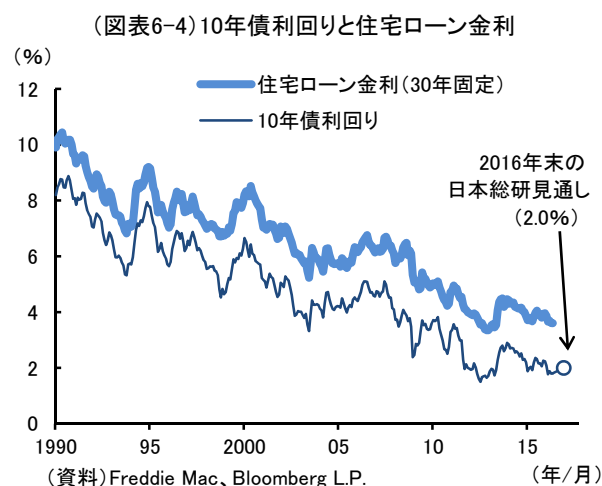
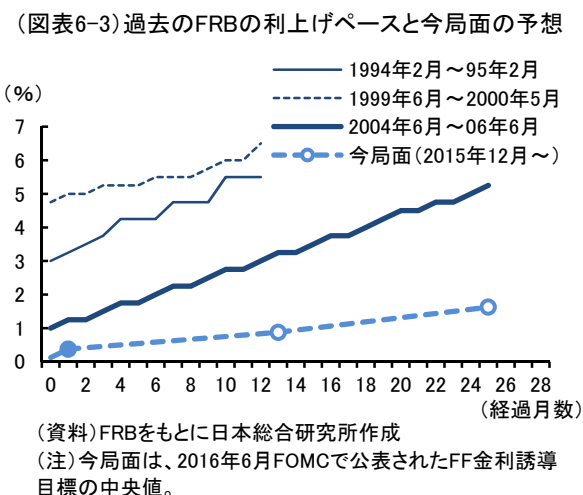
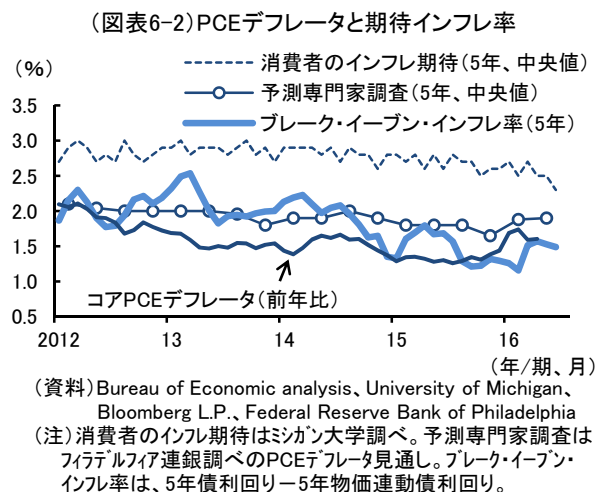
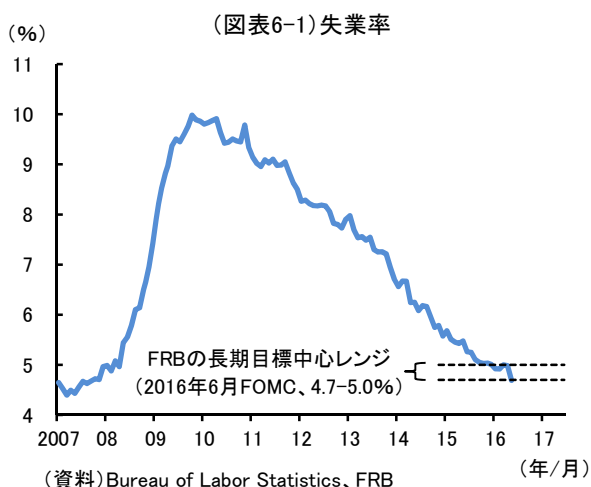


(資料)United Nations World Population Prospects(2015)

米国④ 海外情勢を注視した緩やかな正常化のため、マイナス影響は小

(I-4) 金融政策の正常化と内外景気への影響

- (1) 以上のように、米国では緩慢な景気回復が続いているため、FRBは緩和的な金融政策を継続。もっとも、失業率の低下や個人消費の回復持続など米国経済の底堅さが増したことから、2014年1月に量的金融緩和の縮小を開始し、15年12月には金融危機後初の利上げを実施。失業率がFRBの長期目標水準まで低下するなど、当局が物価とともに政策目標の一つに掲げる雇用環境の改善が着実に進むなか、次回の利上げ時期と今後の利上げペースが焦点に(図表6-1)。
- (2) FRBは、2015年12月のFOMCで利上げを実施すると同時に、16年中に年4回計1%の利上げを行う意図を示したことから、中国をはじめとした新興国からの資金流出懸念や原油安を惹起し、金融市場の混乱を招来。これを踏まえ、今後の利上げに関しては海外情勢や金融環境を注視する姿勢を維持。原油価格が低位で安定するなか、インフレ期待が高まりにくく、横ばい圏内で推移していることから、先行き、極めて慎重なペースで利上げを実施する見込み(図表6-2、6-3)。次回の利上げ時期については、英国の国民投票でのEU離脱派勝利による米国内外景気への影響を見極める必要があることや、11月に実施される米国の大統領選挙においても、英国同様、既存政治への不満の高まりを背景に、各政策に対して過激な思想を隠さないトランプ候補が支持を集めていることから、政治的なイベントが一段落する16年12月以降となる見通し。
- (3) 利上げの影響を考察すると、これまで低金利に支えられてきた住宅投資は、今後の利上げペースが極めて緩慢にとどまると見込まれることから、回復傾向を維持する見込み(図表6-4)。海外への影響についても、FRBが海外情勢を注視する姿勢であることから、海外景気へのマイナス影響が大きいと予想される状況下での利上げを躊躇する可能性が高く、利上げが海外景気の減速を招くリスクは小。

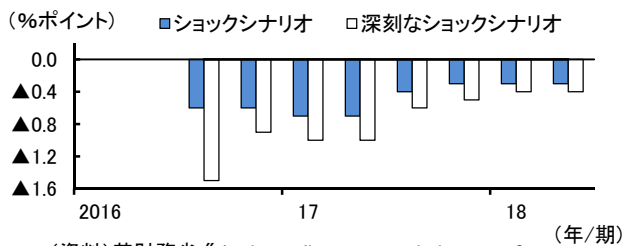


欧州① 政治・経済に対する先行き不透明感の増大が英国景気を下押し

(Ⅱ-1) EU離脱派の勝利を受け、英国景気は大幅に減速へ

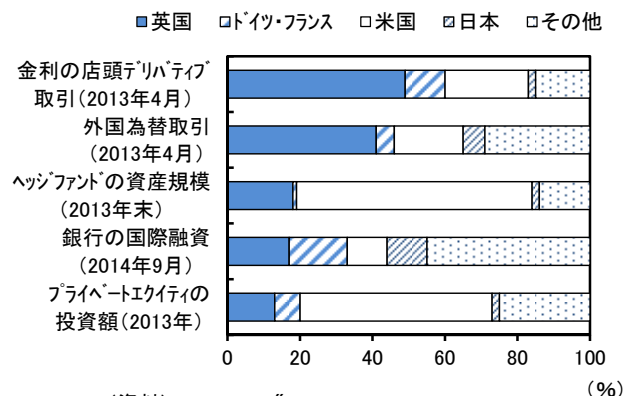
- (1) 英国では、EU離脱の是非を問う国民投票での離脱派の勝利を受け、政治や経済の先行きに対する懸念が強まるなか、大幅な景気の減速が避けられない情勢(図表7-1)。
- (2) 政治面では、EU離脱派と残留派に分裂していた与党保守党の今後の政権運営に不安が高まる状況。また、実際に英国がEUを離脱するのは早くとも2年後となるものの、通商関係や各種規制などをめぐる新たなEUとの協定がどのような内容となるのかが見通せないなか、当面、経済面でも先行き不透明感がくすぶり続ける公算。
- (3) こうした状況下、企業部門では、設備投資の先送りや新規採用・賃上げ姿勢の慎重化が進むと見込まれるほか、海外から英国への投資の減少が英国の企業活動に対する下押し圧力に。また、これまで世界的な金融センターを有することが英国経済の強みとなってきたものの、先行きロンドン・シティの国際金融センターとしての地位の低下が懸念されるなか、金融関連サービスに関わる企業活動の縮小が英国経済に及ぼす影響も無視できず(図表7-2)。
- (4) 家計部門では、企業活動の落ち込みを受け、これまで個人消費の押し上げに寄与してきた雇用・所得環境の改善に急ブレーキがかかる見込み。英国の消費者マインドを詳しくみると、2015年半ば以降、経済情勢や失業者数に対する見方が悪化する一方、家計の財政状況や貯蓄余力に対する見方の改善が消費者マインドの下支えとなっていたものの、先行き、所得環境の悪化を背景に消費者マインドはこれらの下支えを失う恐れ(図表7-3)。これまで英国に流入していた投資資金の逆流を受けた住宅価格の下落や株安による逆資産効果、ポンド安に伴う物価の上昇なども相まって、個人消費の伸びは大きく鈍化する見通し。
- (5) 一方、英国のEU離脱に伴うユーロ圏景気への影響をめぐっては、ドイツやフランスなど主要国の英国向け輸出のウェイトは1割に満たず、貿易面を通じた負の影響は限定的となる見込み(図表7-4)。もっとも、ユーロ圏各国で台頭する反EUの動きが、英国でのEU離脱派の勝利を契機に一段と勢いを増す可能性には警戒が必要。

(図表7-1) EU離脱派の勝利による英国GDPへの影響
(英財務省試算、残留の場合との前期比の差)



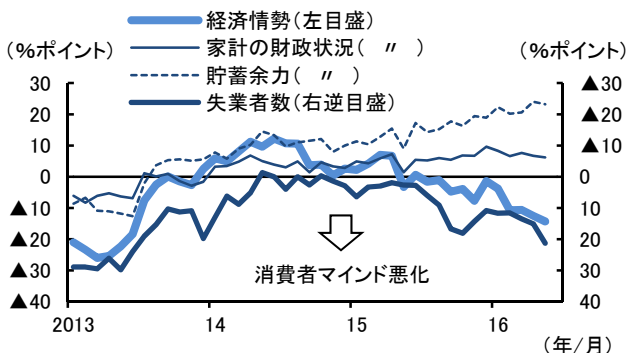
(資料) 英財務省 “the immediate economic impact of leaving the EU” (2016年5月23日)を基に日本総研作成
(注) ショックシナリオは、1990年代初めの景気後退期と同程度まで不確実性が高まる場合、深刻なショックシナリオは、2008、09年の金融危機時のピークの5割程度まで、不確実性が高まる場合を想定。

(図表7-2) 国際金融取引における英国のシェア



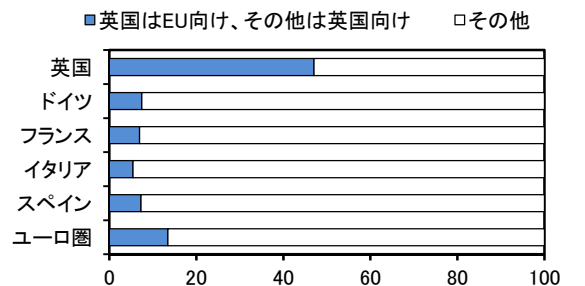
(資料) TheCityUK “KEY FACTS about the UK as an international financial center” (2015年7月)

(図表7-3) 英国の消費者マインド



(資料) DG ECFIN “Business And Consumer Surveys”
(注) いずれも先行き1年間の見通し。

(図表7-4) 英国のEU向け、ユーロ圏主要国の英国向け輸出のウェイト(2015年)



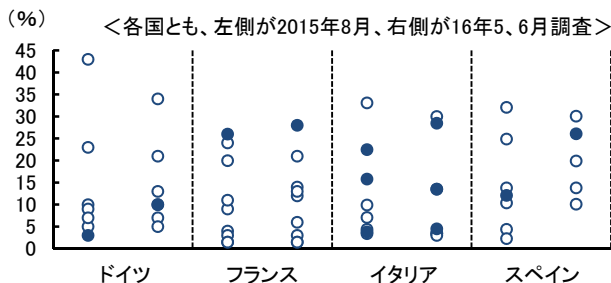
(資料) Eurostat、各国統計局を基に日本総研作成
(注) ユーロ圏は、ユーロ圏外向け輸出に占める英国の割合。

欧州② 英国のEU離脱がユーロ圏の政治不安を助長

(Ⅱ-2) 政治に対する先行き不透明感の高まりがユーロ圏景気の重石に

- (1) ユーロ圏各国では、近年、反緊縮・反移民・反EUを主張する政治勢力が急速に台頭。主要国の政党や党首の支持率をみると、フランスでは極右政党「国民戦線」のルペン党首、イタリアでは「五つ星運動」が、既存の主要政党やその党首を上回る、あるいは肉薄する支持を得ているほか、相対的に景気が堅調に推移するドイツでも、極右政党「ドイツのための選択肢」の支持率が1割程度まで上昇（図表8-1）。
- (2) こうした政治勢力の台頭は、欧州債務危機後の厳しい財政緊縮やその後の景気の低迷、中東情勢の緊迫化を受けた2015年半ば以降の難民の急増が背景に。とりわけ、欧州では、15年11月にパリ、16年3月にブリュッセルで、イスラム過激派による大規模なテロが発生。これらのテロによる経済への直接的な影響は限られるものの、イスラム圏の国・地域からの難民が急増するなかで、反移民を訴えるポピュリズム政党を一段と勢いづかせる要因に。加えて、6月23日に実施された英国の国民投票では、EU離脱派が勝利。ユーロ圏主要国でもEUに懐疑的な見方を持つ国民が少なくないなか、英国に続きEUからの離脱を模索する動きが本格化する恐れも（図表8-2）。
- (3) 欧州各国で広がる反EU勢力の台頭は、これまで各国が進めてきた経済・財政改革や労働市場改革の停滞や巻き戻しにつながる恐れ。こうした政治に対する先行き不透明感の高まりは、企業・消費者マインドの下押しに作用し、設備投資や個人消費の慎重化を招来。実際、ユーロ圏企業の設備投資計画に関するアンケート調査をみると、例年、3・4月調査では前年10・11月時点の計画から上方修正される傾向にあるものの、2016年は下方修正されており、年初以降の金融市場の混乱に加え、政治不安の高まりがその一因になっていると推測（図表8-3）。
- (4) ユーロ圏各国では、今後も総選挙などの重要な政治イベントを予定（図表8-4）。極右・極左政党台頭への警戒感が強まるなか、当面、政治に対する先行き不透明感の高まりがユーロ圏景気の重石となり続ける見通し。

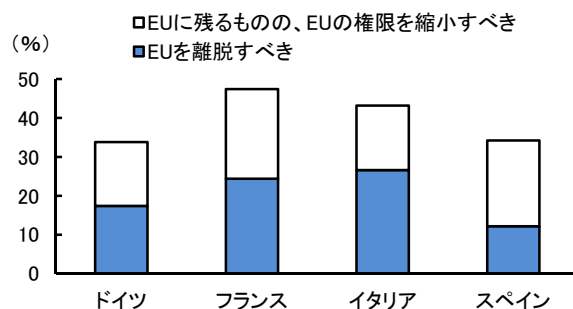
(図表8-1) ユーロ圏主要国の政党・党首支持率



(資料) Electograph等を基に日本総研作成。

(注) 反移民・反緊縮・反EUを掲げる政党・党首の支持率を●で表記(ドイツ「ドイツのための選択肢」、フランス「国民戦線」党首のルペン氏、イタリア「五つ星運動」「北部同盟」「イタリアの同胞-国民同盟」、スペイン「ポデモス」)。

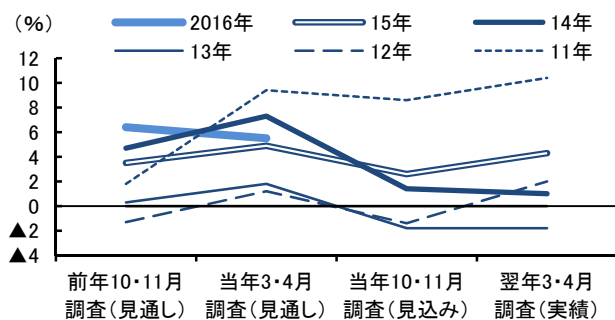
(図表8-2) ユーロ圏主要国における長期的なEUとの関係に関する意識



(資料) Ipsos MORIIによる世論調査を基に日本総研作成

(注) 調査期間は、2016年3月25日～4月8日。

(図表8-3) ユーロ圏企業の設備投資計画(前年比)



(資料) DG ECFIN「Business And Consumer Surveys」を基に日本総研作成。

(図表8-4) ユーロ圏の主な政治日程

日程	イベント	争点・展望
2016年 10月	イタリア: 憲法改正をめぐる国民投票	上院の権限縮小が争点。否決されればレンツィ首相が進める改革路線が停滞する恐れ
2017年 3月	オランダ: 総選挙	反移民を掲げる極右政党「自由党」の台頭
2017年 4～6月	フランス: 大統領・議会選挙	反EU、反移民を掲げる極右政党「国民戦線」(ルペン党首)の台頭
2017年 8～10月	ドイツ: 総選挙	反EU、反移民を掲げる極右政党「ドイツの為の選択肢」の台頭
2018年 2月	イタリア: 議会選挙	反EU、反移民を掲げる「五つ星運動」等の躍台頭

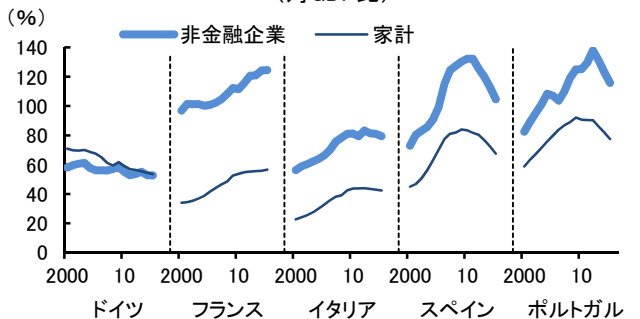
(資料) 各種報道等を基に日本総研作成

欧州③ 南欧諸国を中心に過剰債務の調整や不良債権処理が長期化

(Ⅱ-3) 欧州債務危機の「負の遺産」が根強く残存

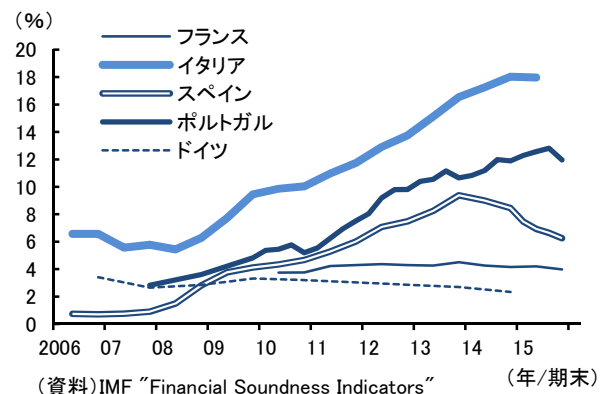
- (1) ユーロ圏では、危機に見舞われた一部の国で、民間部門の過剰債務に削減の動きがみられるものの、総じてみれば各部門で積み上がった過剰債務の削減や銀行の不良債権処理に遅れ。
- (2) 家計部門・非金融企業では、2010年前後にかけて債務残高の対GDP比が急速に上昇していたスペインやポルトガルで徐々に調整が進展(図表9-1)。一方、フランスやイタリアでは、家計部門・非金融企業ともに依然として債務残高の高止まりが続いており、バランスシート調整圧力の払拭は当面期待し難い状況。
- (3) 銀行部門では、後述するECBのマイナス金利政策による収益環境の圧迫などもあり、足許で不良債権処理の遅れへの懸念が再び強まる状況。主要国の銀行の不良債権比率をみると、イタリアやポルトガルで高止まりが続いているほか、低下傾向にあるスペインでも依然として債務危機前を上回る水準で推移(図表9-2)。政治的不安定さなどから、政府主導の抜本的な不良債権処理や問題銀行の再編・統合の加速などは期待し難く、当面、銀行部門に対する懸念がくすぶり続ける見込み。
- (4) 過剰債務の調整圧力や銀行部門の脆弱さは、債務危機後のユーロ圏の住宅投資や設備投資の低迷の一因に(図表9-3)。先行きも、こうした欧州債務危機の「負の遺産」が重石となり、住宅投資や設備投資の回復は力強さを欠く状況が続く見通し。
- (5) 一方、民間部門がバランスシート調整を余儀なくされると同時に、欧州債務危機を契機に各国政府が財政緊縮を強化したことが、デフレ圧力の強まり等を通じて民間部門の調整を困難化。ただし、2015年以降、欧州委員会が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たことなどから、**重債務国を含め緊縮圧力は緩和方向へ**(図表9-4)。各国とも財政健全化を目指す方向に変わりはないものの、先行き過度な財政緊縮が景気の下押し圧力となる状況は回避され、民間部門の調整を促進させると期待。

(図表9-1) ユーロ圏主要国の家計・非金融企業の債務残高(対GDP比)



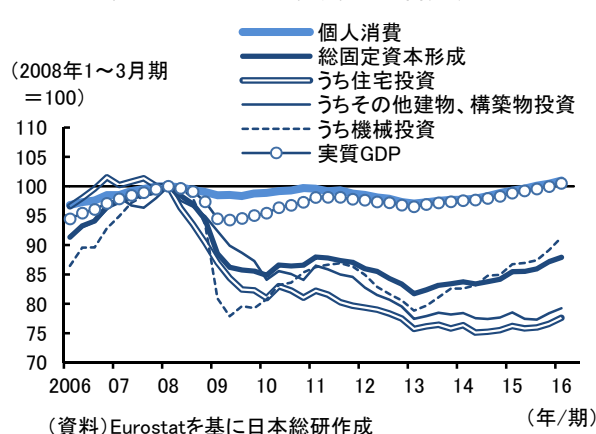
(資料) ECB "Quarterly Sector Accounts" を基に 日本総研作成
(注) 家計債務は借入、企業債務は借入+債券。

(図表9-2) ユーロ圏主要国の銀行の不良債権比率



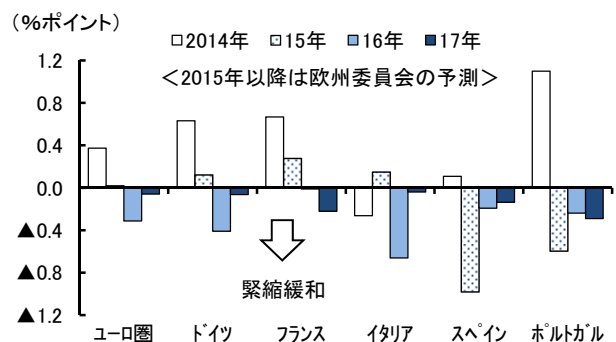
(資料) IMF "Financial Soundness Indicators" (年/期末)

(図表9-3) ユーロ圏の実質GDP(需要項目別)



(資料) Eurostat を基に 日本総研作成 (年/期)

(図表9-4) ユーロ圏主要国の財政緊縮度合い



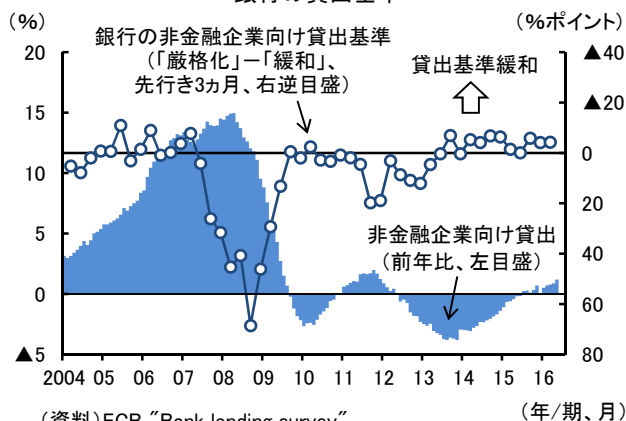
(資料) 欧州委員会 "Spring 2016 Economic Forecast" を基に 日本総研作成
(注) 各国の構造的財政収支(対GDP比)の前年差を图示。プラスの場合は「緊縮強化」、マイナスの場合は「緊縮緩和」と想定。

欧州④ マイナス金利拡大による銀行への懸念が景気の重石に

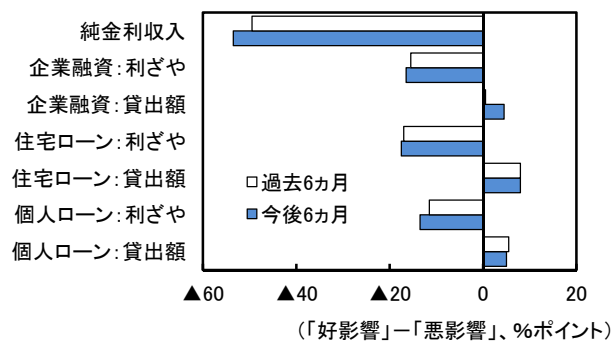
(Ⅱ-4) ECBの金融緩和策への期待と不安

- (1) ECBは、2014年6月にマイナス金利政策を導入し、15年3月に国債の買入を開始。その後も、追加利下げや資産買入規模の拡大、長期資金供給オペの拡充に踏み切るなど、積極的な金融緩和姿勢を維持。
- (2) 間接金融のウェートの大きいユーロ圏では、ECBは銀行融資の拡大を通じた景気・物価の押し上げを企図。そこで、銀行貸出をめぐる状況を確認すると、2015年半ば以降、新興国景気の減速やそれを受けた金融市場の混乱などが懸念されながらも、銀行の非金融企業向け貸出基準は「緩和」超で推移(図表10-1)。15年半ばにかけて減少が続いていた貸出残高も、ようやく前年比プラスに転じており、ECBの金融緩和策の効果が徐々に顕在化し始めていると評価。
- (3) もっとも、貸出残高の増加幅は、依然として過去に比べて極めて小幅にとどまる状況。加えて足許では、むしろ**マイナス金利政策の拡大が銀行の収益環境の悪化を招くとの懸念が急速に台頭**。実際、銀行を対象としたアンケート調査では、金利低下による貸出額の増加を見込む銀行よりも、利ざやの縮小を懸念する銀行が目立つ結果に(図表10-2)。不良債権問題と相まって、マイナス金利政策の拡大が銀行の経営を一段と圧迫するとの懸念から、昨年末以降、銀行株が大きく低下(図表10-3)。銀行株の低迷は、昨年末以降の欧州株の大幅な下落とその後の緩慢な持ち直しの主因となっており、消費者マインド下押しの一因に。
- (4) また、家計の物価見通しや市場に織り込まれた期待インフレ率は、ECBが相次いで金融緩和策を拡大するなかでも、依然として明確な持ち直しの動きがみられず(図表10-4)。こうした状況下、今後もECBに対する追加緩和期待が高まる可能性があるものの、マイナス金利政策の負の影響等を踏まえると、ECBは一段の利下げに慎重にならざるを得ない状況。ECBの金融緩和による景気や物価の押し上げに限界や副作用が意識されるなか、これまでの緩和策の効果を高めるうえでも、銀行の不良債権処理の迅速化など政策面での対応が不可欠な情勢に。

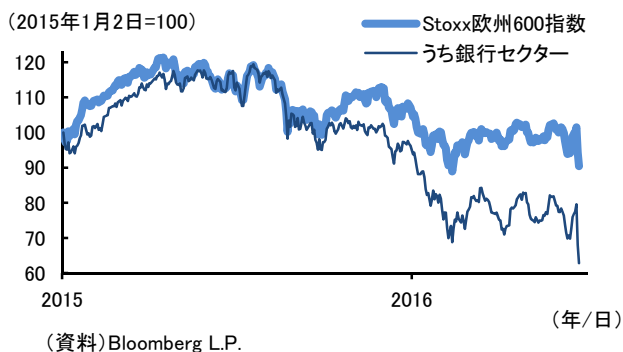
(図表10-1)ユーロ圏の非金融企業向け貸出と銀行の貸出基準



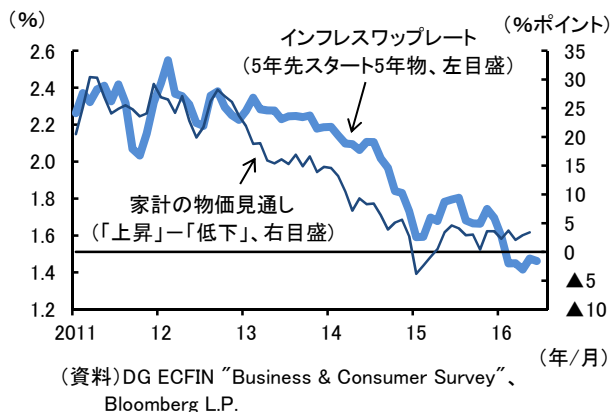
(図表10-2)ECBのマイナス金利政策による銀行への影響



(図表10-3)Stoxx欧州600指数



(図表10-4)ユーロ圏の家計の物価見通しと期待インフレ率



欧州⑤ ユーロ圏でも個人消費の先行き懸念が増大

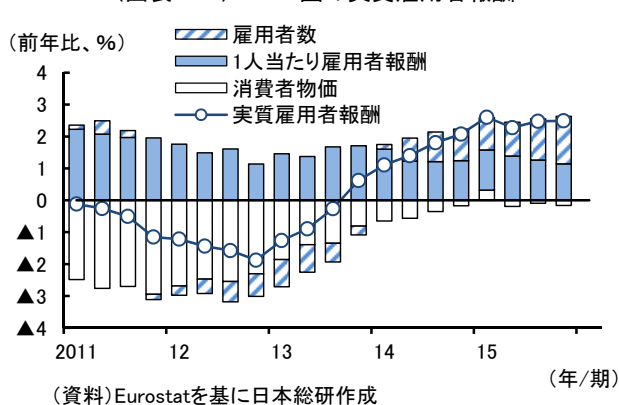
(Ⅱ-5) ユーロ圏景気のけん引役となってきた個人消費は大きく減速へ

- (1) ユーロ圏では、新興国景気の減速などから外需が伸び悩むなか、個人消費が景気の下支え役に。もっとも、2015年末以降、小売売上数量の増勢に鈍化の動き（図表10-1）。
- (2) これまでの個人消費の回復は、雇用・所得環境の改善と、原油価格の下落によるインフレ率の低下を受けた実質購買力の向上を背景としたもの。実際、ユーロ圏の実質雇用者報酬を要因分解すると、1人当たり雇用者報酬が底堅く推移するなか、雇用者数の伸びの拡大や物価上昇による購買力低下圧力の減衰が、実質的な所得環境の改善に寄与（図表11-2）。もっとも、この両者の所得押し上げ効果は、今後弱まっていく公算。
- (3) まず、雇用者数の伸びをめぐる、昨年末以降、企業の採用見通しの「増加」超幅が縮小に転化（図表11-3）。足許にかけて失業者数は順調に減少しているものの、先行き、英国のEU離脱をめぐる先行き不透明感の高まりによるユーロ圏企業の採用姿勢の慎重化も相まって、失業者数の減少幅の縮小や雇用者数の伸びの鈍化が懸念される状況。また、物価については、足許で原油価格が上昇傾向にあり、コアインフレ率が伸び悩むなかでも、エネルギー価格の持ち直しを背景に消費者物価の上昇率は徐々に高まっていく見込み。
- (4) 加えて、年初以降、消費者の経済情勢に対する慎重な見方が増しており、銀行株の低迷を主因とした株価の回復の遅れや、ポピュリズム政党の台頭を受けた政治に対する先行き不透明感の高まりが、消費者マインドの下押しに作用（図表11-4）。また、英国の国民投票でのEU離脱派の勝利を受けた金融市場の混乱や政治不安の一段の高まりが、消費者マインドの新たな下押し圧力に。株価の大幅な持ち直しや政治不安の早期払拭は期待し難く、当面、株価の低迷や政治情勢への懸念が消費者マインドの重石となり続ける恐れ。
- (5) 以上のように懸念材料が少なくないかな、ユーロ圏の個人消費がこれまでのような増勢を維持するのは困難と予想。これまでユーロ圏景気の下支え役を担ってきた個人消費の増勢の鈍化を受け、ユーロ圏景気の低迷は一段と長期化へ。

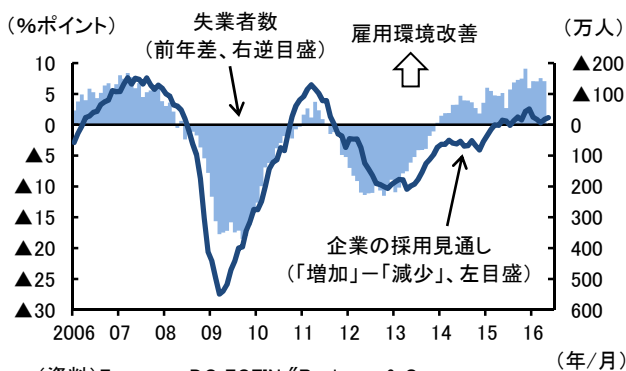
(図表11-1) ユーロ圏の小売売上数量と新車登録台数
(3か月移動平均、前年比)



(図表11-2) ユーロ圏の実質雇用者報酬

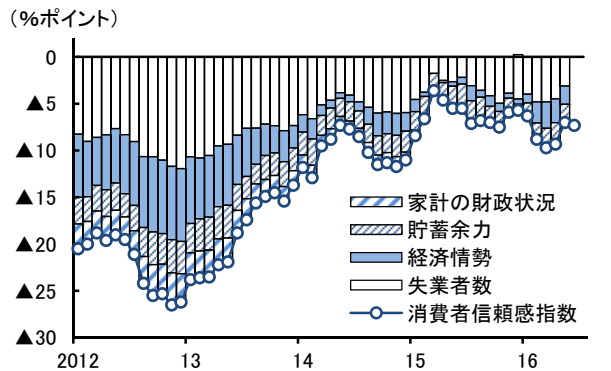


(図表11-3) ユーロ圏の失業者数と企業の採用見通し



(注)採用見通しは、鉱工業・サービス業・建設業・小売業の各数値を経済センチメント指数のウェイトに基づいて合成。

(図表11-4) ユーロ圏の消費者マインド



(注)いずれも、先行き12か月の見通し。

見通し

2%台半ば前後の成長ペースに復していく見込み

(I) 米国

- (1) 米国経済は、足許ややもたつきがみられるものの、企業部門では、2014年半ば以降続いていた原油安・ドル高に歯止めがかかるなか、輸出や設備投資が緩やかに持ち直しへ。家計部門においても、所得の二極化による消費への下押し圧力は残存するものの、ガソリン価格の低位安定が続くなか、労働需給の引き締まりに伴う賃金の伸びの高まりを背景に、個人消費は増勢を取り戻す見込み。
- (2) F R Bの利上げペースは、原油価格が低位で安定するなかインフレ期待の持ち直しが緩やかなペースにとどまると見込まれることから、非常に緩慢にとどまり、当面、金利上昇によるマイナス影響は軽微にとどまる見込み。この結果、米国経済は、2%台半ば前後の成長ペースに復していく見込み(図表12-1)。
- (3) もっとも、英国の国民投票でのEU離脱派の勝利による市場の混乱が長引けば、ドル高や株安を通じて企業・消費者マインドが悪化し、景気の回復ペースが減速する恐れも(図表12-2、12-3)。
- (4) 物価面では、個人消費の堅調な持ち直しが続くなか、原油安やドル高による下押し圧力が剥落するのに伴い、消費者物価は前年比2%前後に復していく見込み。

(図表12-1)アメリカ経済成長率・物価見通し

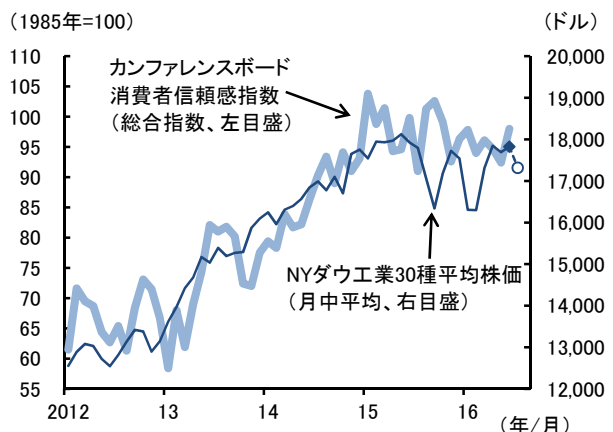
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2015年			2016年			2017年				2015年 (実績)	2016年 (予測)	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)									
実質GDP	2.0	1.4	1.1	2.2	2.1	2.4	2.3	2.4	2.4	2.3	2.4	1.8	2.3
個人消費	3.0	2.4	1.5	3.0	2.3	2.4	2.3	2.4	2.4	2.2	3.1	2.4	2.4
住宅投資	8.2	10.1	15.6	12.2	7.3	6.3	5.0	4.5	4.3	4.7	8.9	10.9	5.7
設備投資	2.6	▲2.1	▲4.5	▲1.3	2.5	4.3	4.5	4.3	4.4	4.3	2.8	▲0.6	3.8
在庫投資(寄与度)	▲0.7	▲0.2	▲0.2	▲0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	▲0.2	0.0
政府支出	1.8	0.1	1.3	0.4	0.5	0.3	0.2	0.5	0.2	0.4	0.7	0.9	0.3
純輸出(寄与度)	▲0.3	▲0.1	0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.6	▲0.1	▲0.1
輸出	0.7	▲2.0	0.3	2.6	4.2	4.4	4.5	4.7	4.6	4.5	1.1	1.4	4.4
輸入	2.3	▲0.7	▲0.5	2.7	4.3	4.6	4.1	4.0	4.2	4.0	4.9	1.5	4.1
実質最終需要	2.7	1.6	1.3	2.3	2.1	2.3	2.3	2.4	2.3	2.3	2.3	2.0	2.3
消費者物価	0.1	0.5	1.1	1.3	1.2	1.5	2.0	2.1	2.1	2.0	0.1	1.3	2.1
除く食料・エネルギー	1.8	2.0	2.2	2.3	2.2	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	1.8	2.2	2.2

(資料)U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. 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。

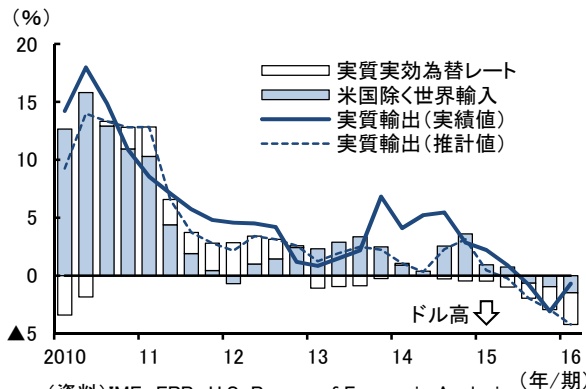
(図表12-2)株価と消費者マインド



(資料)The Conference Board, Bloomberg L.P.

(注)◆は6/1~23の平均、○は英国民投票後6/24~28の平均。

(図表12-3)実質輸出(前年比)



(資料)IMF, FRB, U.S. Bureau of Economic Analysis

(注)推計式は、実質輸出=-0.64+0.93*世界輸入-0.46*為替レート(2期先行)。推計期間は、1980年1~3月期から2014年10~12月期。R2=0.98。

見通し

ユーロ圏、英国ともに成長ペースが大きく鈍化

(II) 欧州

- (1) ユーロ圏景気は、ECBの積極的な金融緩和や原油価格の低位安定、海外景気の持ち直しなどが下支えに作用。もっとも、英国の国民投票でのEU離脱派の勝利を受けた金融市場の混乱や、政治に対する先行き不透明感の一段の高まりが、企業・消費者マインドの下押し要因に。加えて、欧州債務危機の「負の遺産」である南欧諸国を中心とした過剰債務の調整圧力や銀行の不良債権問題が根強く残るほか、ECBのマイナス金利政策の拡大による銀行部門の収益環境の悪化が景気の重石に(図表13-1、13-2)。
こうした状況下、これまで景気のけん引役となってきた個人消費の増勢が大きく鈍化するほか、企業の投資に対する慎重姿勢が強まるなか、2016年末にかけては1%を下回る成長ペースに。17年入り以降は、金融市場の混乱の一服や政府支出の拡大とともに、個人消費や設備投資も緩やかに持ち直していくとみられるものの、ユーロ圏全体では、17年末にかけて1%台半ば前後の低成長が続く見通し。
- (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、プラス幅が拡大していく見込み。もっとも、景気の回復力が力強さを欠くなか、ECBの目標である2%弱を大きく下回る水準での推移が長期化する見込み。
- (3) 英国では、国民投票でのEU離脱派の勝利を受け、当面、政治・経済をめぐる先行き不透明感が大きく高まる状況下、企業・消費者マインドの大幅な悪化が避けられず、2016年末にかけては一時的な景気後退局面に陥る見込み。その後は、金融市場の混乱の一服やEUとの離脱交渉の進展に伴う先行き不透明感の緩和などから、徐々に持ち直しに転じると見込まれるものの、17年末にかけて1%台半ばの成長ペースにとどまる見通し。
- (4) 英国のインフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、原油価格の持ち直しやポンド安の進行による物価押し上げ圧力が徐々に高まっていく見込み。

(図表13-1)ユーロ圏経済見通し

	(季調済前期比年率、%)								(前年比、%)		
	2016年				2017年				2015年	2016年	2017年
	1~3 (実績)	4~6 (予測)	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	
実質GDP	2.2	0.6	▲ 0.1	0.8	1.2	1.3	1.5	1.4	1.7	1.3	1.0
個人消費	2.2	0.8	▲ 0.4	0.5	0.6	0.8	0.8	0.9	1.7	1.3	0.6
政府消費	1.6	1.6	1.7	1.9	2.0	1.8	2.2	2.0	1.3	1.7	1.9
総固定資本形成	3.4	2.7	0.8	1.2	1.7	1.8	2.0	1.9	2.9	2.8	1.6
在庫投資(寄与度)	0.4	▲ 0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.2	▲ 0.0
純輸出(寄与度)	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.0
輸出	1.7	2.0	2.2	2.7	3.3	3.2	3.4	3.4	5.3	2.4	3.0
輸入	3.0	2.9	3.2	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	6.1	3.8	3.3

(資料)Eurostatなどを基に日本総研作成

(図表13-2)主要国別経済・物価見通し

		(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)								(前年比、%)		
		2016年				2017年				2015年	2016年	2017年
		1~3 (実績)	4~6 (予測)	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	2.2	0.6	▲ 0.1	0.8	1.2	1.3	1.5	1.4	1.7	1.3	1.0
	消費者物価指数	0.0	▲ 0.1	0.4	0.7	1.3	1.1	1.2	1.3	0.0	0.3	1.2
ドイツ	実質GDP	2.7	0.6	0.1	1.0	1.3	1.4	1.5	1.5	1.7	1.3	1.1
	消費者物価指数	0.1	0.0	0.5	0.8	1.4	1.0	1.3	1.3	0.1	0.4	1.3
フランス	実質GDP	2.6	0.5	▲ 0.0	0.5	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3	0.7
	消費者物価指数	0.0	▲ 0.0	0.4	0.7	1.2	0.9	1.2	1.2	0.1	0.3	1.1
英国	実質GDP	1.4	1.6	▲ 0.6	▲ 0.4	0.3	1.2	1.5	1.5	2.3	1.4	0.5
	消費者物価指数	0.3	0.2	0.4	0.9	1.6	1.4	1.9	2.1	0.0	0.5	1.8

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

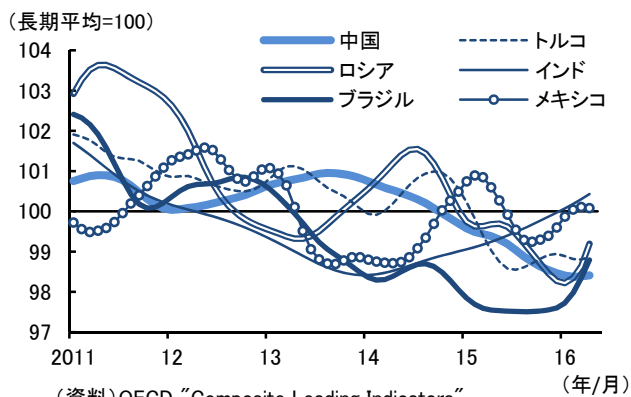
リスク

欧州政治不安の深刻化、新興国・資源国景気の一段の減速に留意

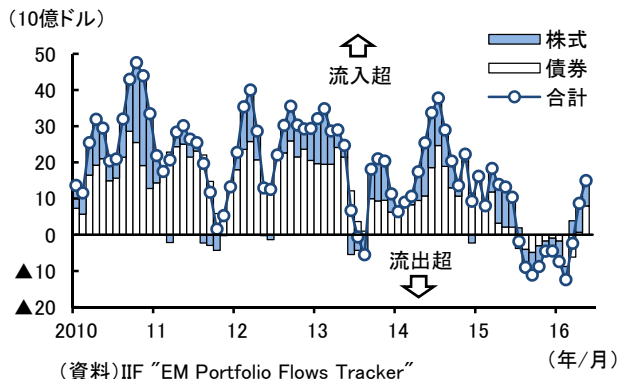
これまでに述べてきたメインシナリオに対するリスクは、欧州での政治不安の深刻化、および、FRBの利上げや原油価格の再下落による新興国・資源国景気の一段の減速。

- (1) 欧州では、今後予定される国政選挙で、反EUを掲げる政党が主導権を握る政権が誕生する可能性。こうした状況下、他のEU加盟国でも、英国と同様にEU離脱の是非を問う国民投票が実施されることとなれば、欧州における政治不安が深刻化する恐れ。また、英国とEUとの離脱交渉の過程で、EU側が金融市場の混乱や景気の下押し圧力の抑制を企図し、協定内容などの面で英国に譲歩する姿勢を示した場合、むしろ他のEU加盟国の反EU勢力を勢いづかせるリスクがある点には留意が必要。
- (2) 一方、2015年半ば以降、減速傾向が続いていた新興国・資源国景気をめぐっては、足許で景気の一段の下振れ懸念は緩和方向へ。実際、主な新興国・資源国のOECD景気先行指数に底入れの動きがみられるほか、16年春先以降、新興国からの投資資金の流出にも歯止め(図表14-1、14-2)。もっとも、中国やブラジルなどでは、OECD景気先行指数が依然として長期平均を大きく下回るなど、脆弱性が残存。こうした状況下、先行きFRBが実際に追加利上げに踏み切った際に、投資資金の流出や通貨安が想定以上に進み、再び新興国景気が大きく減速する懸念は払拭できず。また、原油価格の先行きにも不確実性が残存。足許で米国の石油リグ稼働数の減少に歯止めがかかるなか、シェールオイルの生産再開が想定以上に進めば、原油価格が再び大きく下振れる可能性も(図表14-3)。
- (3) メインシナリオでは、米欧ともに新興国景気の減速による輸出への下押し圧力は徐々に減衰していくと見込んでいるものの、以上のように米国の追加利上げや原油価格の下落により、新興国・資源国景気が再び下振れば、輸出の低迷が長期化する恐れ。また、投資家のリスク回避姿勢の強まりが世界的な株価の下落を招き、米欧の消費者マインドを下押しする可能性も。米国では、原油安による設備投資への下押し圧力も無視できず、鉱業関連設備投資の減少が長引く恐れ(図表14-4)。加えて、エネルギー関連企業の破綻が相次ぐなか、銀行の融資姿勢の慎重化が他の業種へも波及すれば、米国の企業活動全体の重石となるリスクも。

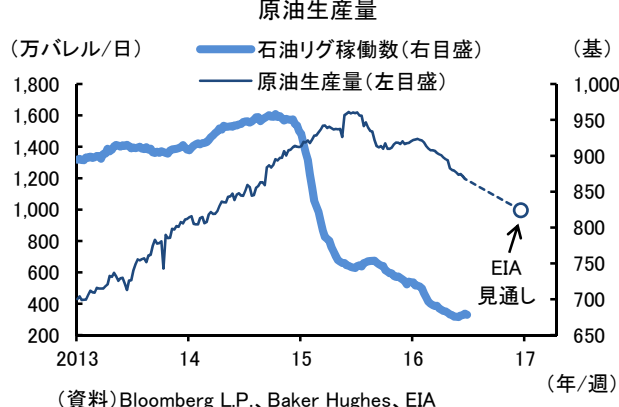
(図表14-1) 主な新興国・資源国のOECD景気先行指数



(図表14-2) 新興国の投資資金流入(3ヵ月平均)



(図表14-3) 米国の石油掘削設備(リグ)稼働数と原油生産量



(図表14-4) 原油価格と米国の設備投資

