

2013年7月2日
No.2013-002

2013年央米欧経済見通し ～ 回復基調が強まる米国、低迷が続く欧州 ～

調査部 マクロ経済研究センター

《要 点》

◆ 欧州債務問題が峠を越すなか、あらためて、回復基調を強める米国と、悪化・低迷が続く欧州という景気パフォーマンスの差が浮き彫りに。とりわけ足許では、金融機関の健全性の違いによる影響が顕著に。金融危機以降、不良債権処理が迅速に進められた**米国**では、金融機関の住宅ローンや企業向け貸出の増加が、住宅市場や企業活動の回復を下支え。これに対し、不良債権処理が先送りされてきた**欧州**では、金融機関の信用不安が住宅市場や企業活動回復のボトルネックに。

◆ 先行きを展望すると、**米国**では、財政面からの下振れリスクが依然として残るものの、住宅価格の上昇や住宅着工・販売の持ち直しが景気回復を後押しする好循環が動き始めると期待。また、労働コストやエネルギーコストの低下、開発・生産現場の近接化ニーズの高まりなどを背景に、製造業に復活の兆し。なお、年内にも見込まれるFRBの資産買い入れ縮小開始については、雇用環境の改善テンポが緩やかなことを踏まえ、年末頃と予想。

◆ **欧州**では、ドイツ経済の回復傾向が明確化する見込み。もっとも、他の欧州諸国では、企業部門の競争力の低さから、ドイツ経済の回復を受けたドイツ向け輸出の増加による恩恵は限定的となる公算。また、南欧諸国では、若年層を中心に雇用環境の悪化が深刻化。今後も、財政緊縮や労働コスト削減などを背景に雇用環境の悪化が続くとみられ、内需の低迷が続く見通し。

◆ 以上を踏まえ、**米国**では、緊縮策による個人消費の伸び悩みや海外景気の回復の遅れなどにより、一時的に減速感が強まる公算ながら、財政政策に対する不透明感が徐々に和らぐのに伴い、2013年末にかけて2%台半ばの成長ペースに復する見込み。その後は、内外需の回復本格化を背景に、2%台後半へ成長ペースが加速。

欧州では、海外景気の持ち直しを受けたドイツの輸出増加を背景に、2013年後半以降、プラス成長へ復帰する見込み。もっとも、フランスや南欧諸国での内需低迷が景気下押しに作用し、ユーロ圏全体では、1%を下回る低成長が続く見込み。

◆ 上記メインシナリオに対するリスクとしては、新興国景気の減速長期化を想定。

< 目 次 >

1. 景気の現状	1
(I) 米国	
(II) 欧州	
2. 米欧景気の二極化	3
3. 米欧経済のポイント	4
(I) 米国	4
(イ) 財政政策	
(ロ) 住宅市場の持ち直し	
(ハ) 製造業の復活	
(ニ) 金融緩和策の行方	
(II) 欧州	8
(イ) 雇用環境	
(ロ) ドイツ経済の行方	
(ハ) 財政緊縮から経済成長へ	
4. 見通し	11
(I) 米国	
(II) 欧州	
5. リスクシナリオ	13

本件に関するご照会は、以下宛にお願いいたします。

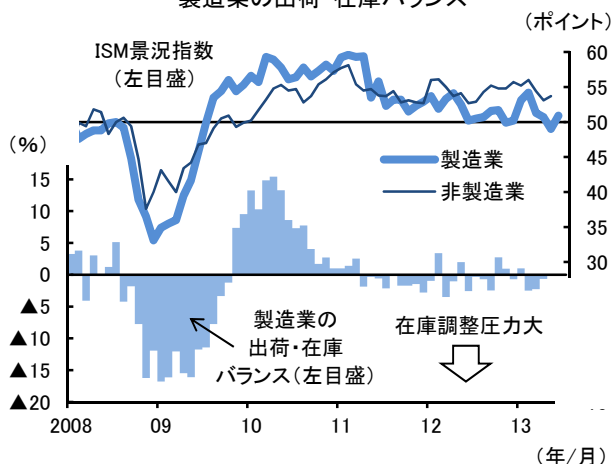
藤山 光雄 (米国) Tel: 03-6833-2453 Mail: fujiyama.mitsuo@jri.co.jp
井上 恵理菜 (欧州) Tel: 03-6833-6380 Mail: inoue.erina@jri.co.jp

現状 米国景気は、回復傾向が持続

(I) 米国

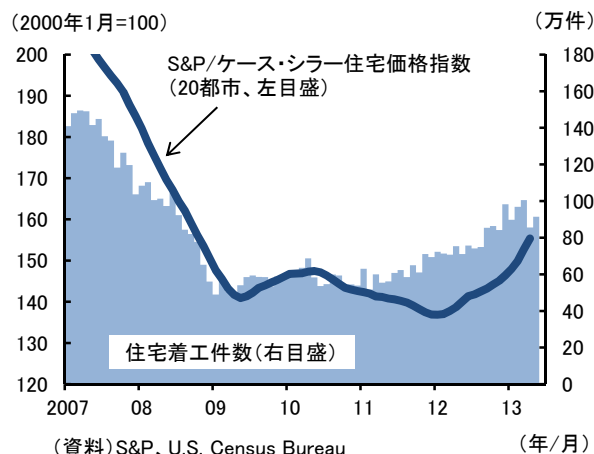
- (1) 米国経済は、回復傾向が持続。企業部門では、強制歳出削減の発動をはじめとした財政政策への懸念や海外景気の回復の遅れを背景に、2013年入り以降、製造業を中心に再び弱含み(図表1-1)。もっとも、製造業の在庫調整圧力に過度な高まりはみられないほか、内需が底堅さを維持するなか、大幅な下振れリスクは小。
- (2) 家計部門では、2013年入り後、給与税減税や富裕層向けブッシュ減税の打ち切りなどにより可処分所得の伸びが鈍化し、個人消費の下押し圧力に。一方、景気回復期待の高まりを背景に株価が堅調に推移しているほか、住宅市場では需給バランスの改善を受け、住宅価格の上昇や着工件数の持ち直しが明確化(図表1-2)。株価や住宅価格の上昇による家計部門のバランスシートの改善や消費者マインドの持ち直しが、個人消費を下支え(図表1-3)。
- (3) 雇用環境は、緩やかな改善が持続。非農業部門雇用者数は、足許で月15万人前後の伸びが定着。内訳をみると、ビジネスサービスが堅調に推移しているほか、内需の底堅さを背景に卸・小売、レジャーなどが伸びを牽引。住宅バブル崩壊の影響が尾を引いていた建設・不動産・金融業でも、足許で緩やかに増勢が加速(図表1-4)。

(図表1-1) 企業マインドと製造業の出荷・在庫バランス

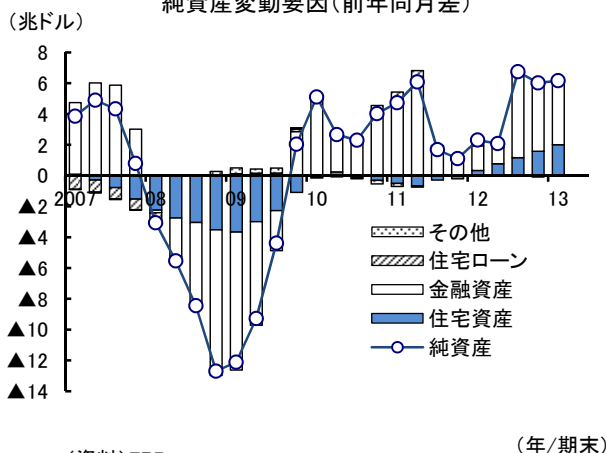


(資料)FRB、U.S. Census Bureau

(図表1-2) 住宅価格と住宅着工件数



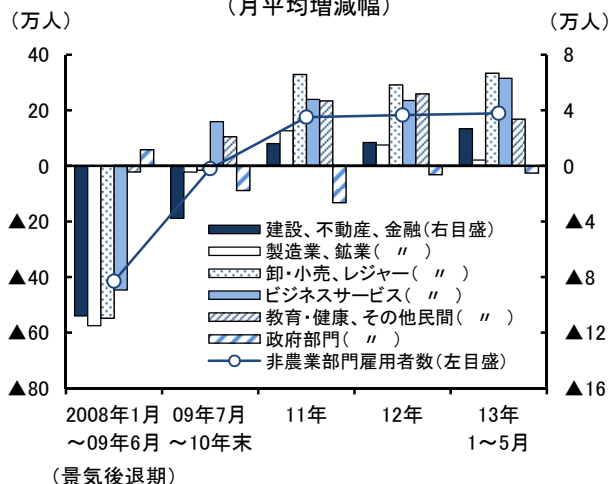
(図表1-3) 家計部門の純資産変動要因(前年同月差)



(資料)FRB

(注)マイナスは、資産の減少または負債の増加。

(図表1-4) 非農業部門雇用者数(月平均増減幅)



(資料)U.S. Bureau of Labor Statistics

現状 欧州景気は悪化が持続も、ドイツ企業部門に持ち直しの兆し

(II) 欧州

(1) 企業部門は、ECBによる国債購入表明やイタリアでの政局混乱一服等を経て、欧州債務危機再燃への懸念が後退するなか、足許で企業景況感に持ち直しの兆し。ドイツでは、企業景況感が、景気判断の分かれ目となる「50」超を回復し、フランス・イタリア・スペインでも、下げ止まり(図表2-1)。

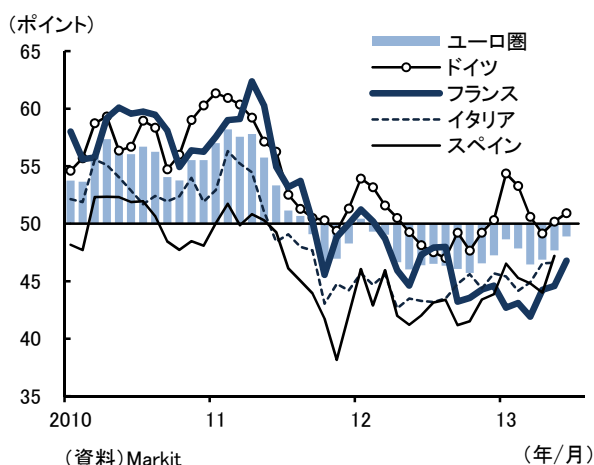
もっとも、実体面では厳しさが残存。ドイツ輸出は、米国向けで回復の兆しがみられるものの、域内需要の低迷などから、大幅な回復には至らず(図表2-2)。さらに、域内需要の低迷や金融機関の体力低下を受けた企業の資金調達難を背景に、依然として設備投資マインドが弱含み。本格回復とは言い難い状況。

(2) 家計部門は、悪化が持続。失業率が過去最悪を更新し続けるなど、雇用の悪化が消費を下押ししており、内需に回復の兆しがみられず(図表2-3)。

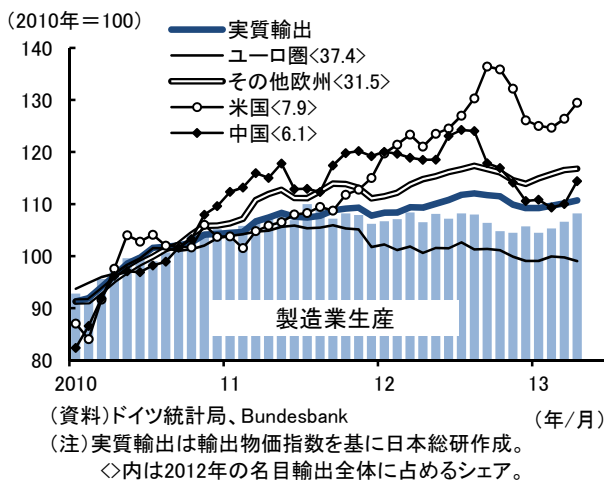
域内需要の低迷やエネルギー価格の下落を背景に、消費者物価指数(HICP)は、目標である前年比+2%を大きく下回る水準で推移。

(3) 英国では、住宅価格の上昇や株高が消費の押し上げに寄与する一方、消費者物価の上昇スピードが速く、実質賃金の減少が持続していることから、個人消費の持ち直しペースは緩慢(図表2-4)。

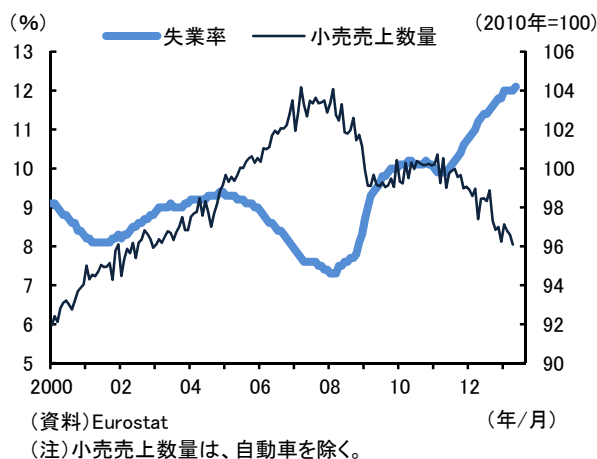
(図表2-1)各国の購買担当者景気指数(総合)



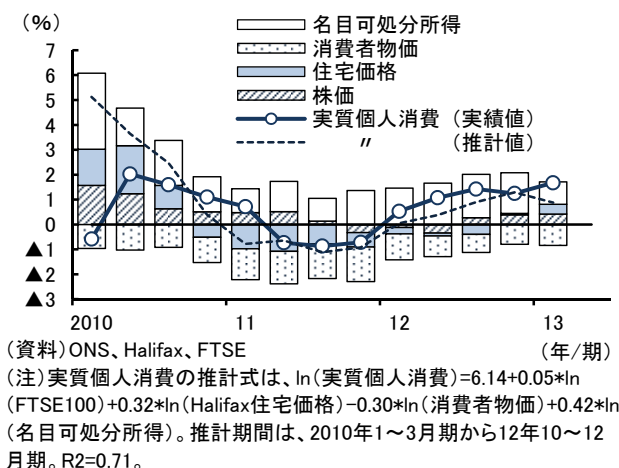
(図表2-2)ドイツの実質輸出(後方3ヵ月平均)と製造業生産



(図表2-3)ユーロ圏の失業率と小売売上数量



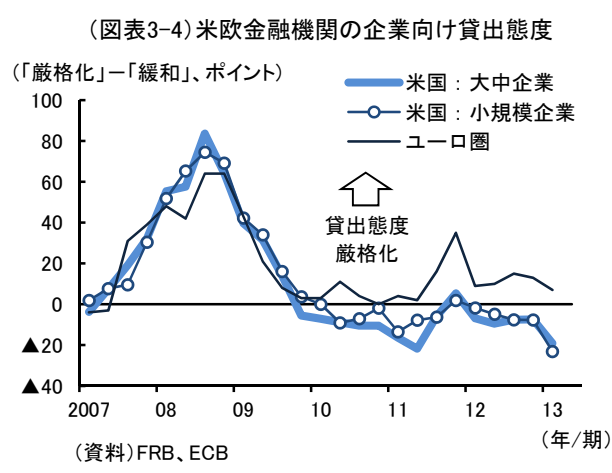
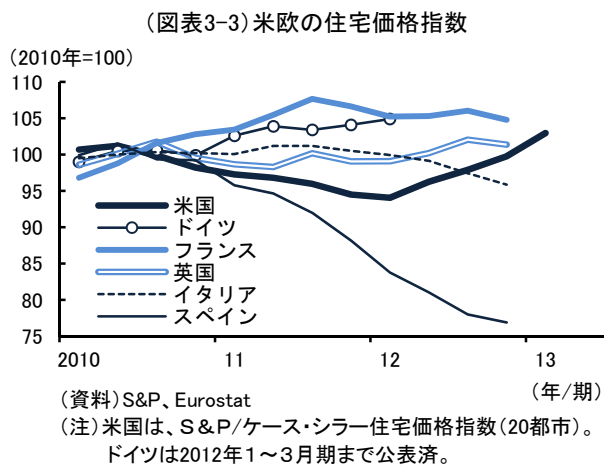
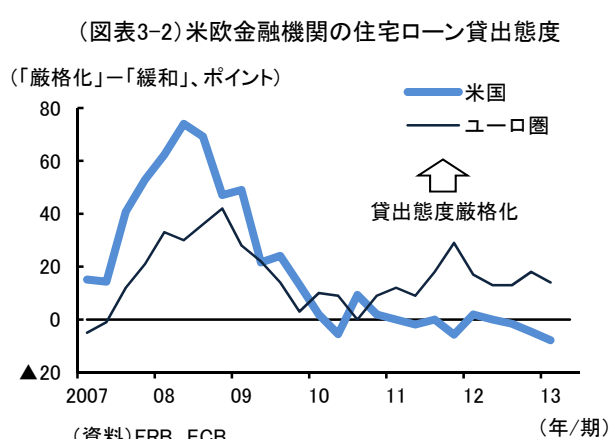
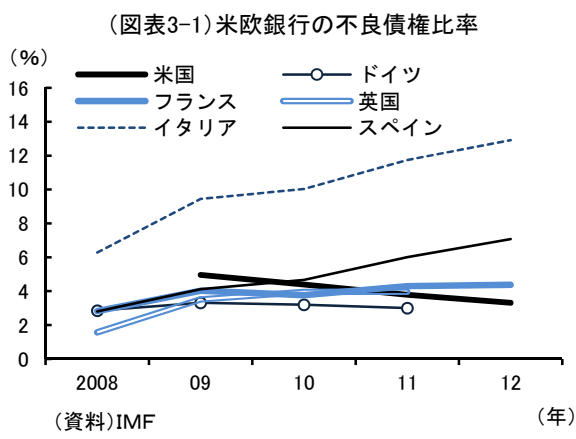
(図表2-4)英国の個人消費(前年比、寄与度分解)



米欧景気の二極化 金融機関の健全性の違いによる影響が顕著に

- (1) 欧州債務問題が峠を越すなか、改めて、回復基調を強める米国と悪化・低迷が続く欧州という景気パフォーマンスの差が浮き彫りに。欧州経済の相対的なパフォーマンスの低さは、①リーマン・ショック後の財政出動の不十分さと緊縮財政への早すぎる転換、②硬直的な労働市場を抱える南欧重債務国での、労働コスト上昇による対外競争力の低下、などに起因。加えて、足許では米国と欧州のあいだで、金融機関の健全性の違いによる影響が顕著に。
- (2) 金融危機以降、米国では金融機関の不良債権処理が迅速に進められたのに対し、欧州では、抜本的な処理を先送り。とりわけ、イタリアやスペインでは、景気悪化も相まって不良債権の増加が続いており、自力再建が困難となる恐れ（図表3-1）。金融機関の救済策や破綻時のセーフティネットについて、ユーロ圏各国で検討が進められているものの、早期の取りまとめは困難とみられ、当面、南欧を中心に金融システム不安が残存。
- (3) こうした金融機関の健全性の違いが、家計や企業の経済活動に影響。米国では、家計のバランスシートの改善が進むなか、金融機関の住宅ローン貸出態度が緩和傾向にあり（図表3-2）、過去最低水準にある金利と相まって住宅需要が回復。この結果、住宅価格が上昇し、個人消費の下支えに寄与（図表3-3）。これに対し、欧州では、所得環境の低迷に加え、金融機関の慎重な貸出姿勢が住宅需要下押しの一因となり、住宅価格が低下傾向に。
 企業融資についてみると、米国では金融機関の企業向け貸出態度の緩和傾向が明確化しているのに対し、欧州では、依然として「厳格化」超での推移が持続（図表3-4）。欧州では、不良債権の増加が銀行の信用力低下に作用しており、ECBが低金利政策をとるなかでも、南欧の金融機関を中心に貸出金利が高止まり。金融機関の信用不安が企業活動回復のボトルネックに。

先行きも、欧米景気の回復ペースには格差が残る見込み。以下では、その背景を含め、今後の米国・欧州経済を見通すうえで注目すべきポイントをそれぞれ検討。



米国① 依然として残る財政面からの下振れリスク

(イ) 財政政策

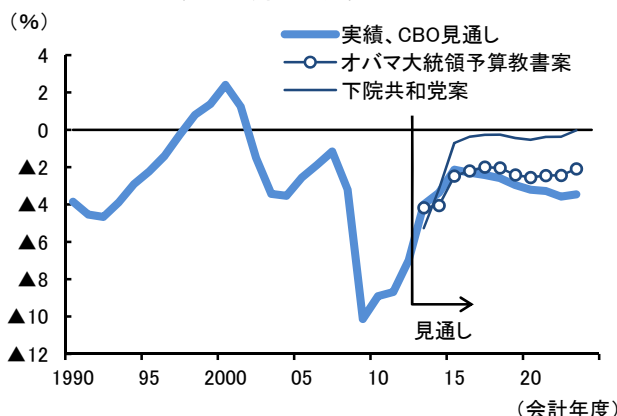
- (1) 2011年財政管理法による歳出削減や、13年初の給与税減税および富裕層向けブッシュ減税の打ち切り、強制歳出削減の発動などを受け、財政収支の改善が加速（図表4-1）。
- (2) さらに、米議会予算局（CBO）が5月に公表した財政見通しでは、2013会計年度の財政赤字見通しが、2月見通しに比べ大幅に縮小。背景には、①景気の回復や株高による所得税収の増加、②住宅市場の改善を受けた政府系住宅金融機関からの配当金の増加、など。足許の財政収支の改善を受け、当初7月末前後とみられていた債務上限引き上げの実質的な期限は、9～10月頃まで先延ばしされることに。長期見通しでも、所得税収の増加や医療・社会保障支出の抑制を背景に、財政赤字幅が縮小。もともと、2010年代半ば以降の財政赤字の拡大傾向に変わりはなく、抜本的な財政再建策の必要性は不変（図表4-2）。
- (3) 過去を振り返ると、財政政策への懸念が台頭するたびに消費者マインドは大きく低下（図表4-3）。足許では、景気回復期待の高まりなどから、消費者マインドは改善傾向にあるものの、債務上限の引き上げ期限が迫るなかで再び民主・共和両党の協議が難航すれば、消費者マインドの低下により、個人消費は大きく下押しされる恐れ。
- (4) 企業活動においても、財政政策に対する先行き不透明感が、企業の投資姿勢慎重化の一因となっており、設備投資は依然としてキャッシュフローを下回る水準で推移（図表4-4）。本年秋口にかけて行われる財政協議の進展により、先行き不透明感は徐々に和らいでいく見込みながら、足許の財政収支の改善を名分に、抜本的な財政再建策の策定が先送りされる懸念も。

(図表4-1) CBO財政見通しの修正幅
(2013年2月見通し→5月見通し)

項目	(億ドル)	
	2013年度	2014～23年度
歳入	1,052	954
所得税	691	1,432
法人税	400	306
社会保障税	▲7	▲416
その他	▲33	▲367
歳出	▲980	▲5,224
メディケア、メディケイド	▲63	▲1,613
社会保障	▲17	▲864
ファミリー・フレディマック	▲954	▲110
その他義務的支出	69	▲86
裁量的支出	▲1	▲618
利払い費	▲13	▲1,933
財政赤字減少額	2,032	6,178

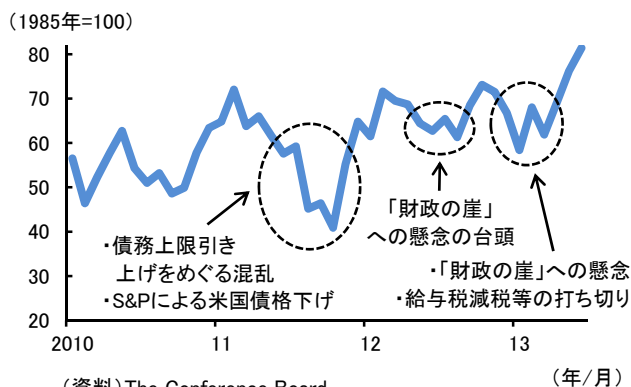
(資料) CBOをもとに日本総研作成
(注) ファニーメイ・フレディマックからの配当収入の増加は、歳出減として計上される。

(図表4-2) 財政収支見通し(GDP比)



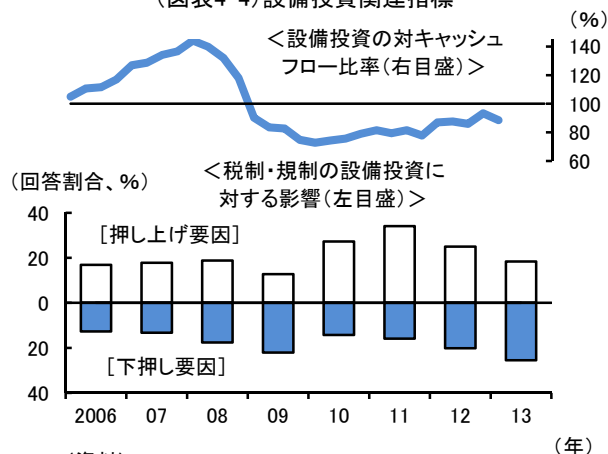
(資料) CBO、下院予算委員会
(注) CBO、オバマ大統領予算教書案は2013年5月時点、

(図表4-3) 消費者マインドと財政政策への懸念



(資料) The Conference Board
(注) 消費者マインドは、カンファレンスボード消費者信頼感指数(総合指数)。

(図表4-4) 設備投資関連指標



(資料) Federal Reserve Bank of New York, U.S. Bureau of Economic Analysis

米国② 住宅市場の持ち直しが景気回復を下支え

(ロ) 住宅市場の持ち直し

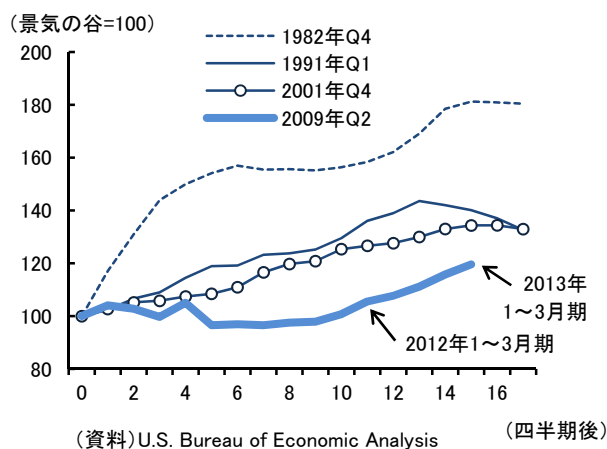
(1) 住宅バブル崩壊後の今景気回復局面では、住宅市場の低迷が景気回復の足かせとなってきたものの、2012年入り以降、住宅投資の回復傾向が明確化(図表5-1)。今後は、住宅価格の上昇や住宅着工・販売の持ち直しが景気回復を後押しする好循環が動き始めると期待。

(2) 米国では、住宅バブル崩壊後、住宅の資産価値がローン残高を下回る、アンダー・ウォーター物件と呼ばれる住宅が大幅に増加し、低金利の住宅ローンへの借り換えが困難に。もっとも、2012年入り以降、住宅価格の上昇を背景にアンダー・ウォーター物件が減少に転じ、住宅ローンの借り換えが可能な世帯が増加しており、債務返済負担の軽減を通じて家計のバランスシート調整の進展に寄与(図表5-2)。

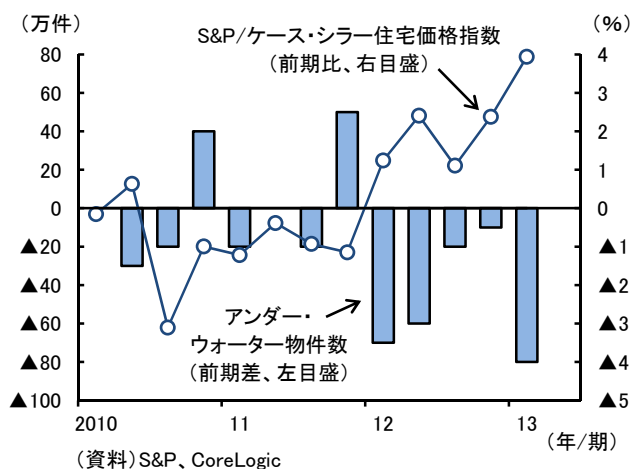
また、所得階層別の株式と住宅の保有世帯割合をみると、住宅は株式に比べ、保有世帯が幅広く分布(図表5-3)。住宅価格の上昇による「資産効果」は、株価上昇の恩恵を受けづらい中・低所得層への波及も期待でき、幅広く個人消費の下支えに作用。

(3) 住宅市場の先行きには、人口動態からみた追い風も。米国では、1990年代以降、総人口が年250万人前後のペースで安定して増加する一方、20歳代半ばから30歳代の人口が減少(図表5-4)。もっとも、今後は2010年代後半にかけて、ベビーブーマー世代の子供にあたる「ジェネレーションY」と呼ばれる世代が20歳代半ばから30歳代に達するなかで、同年代の人口増加ペースは加速していく見込み。20歳代半ばから30歳代の世代は、新たな世帯形成の主役となる世代であり、住宅購入やそれに伴う耐久財消費の盛り上がりも期待可能。

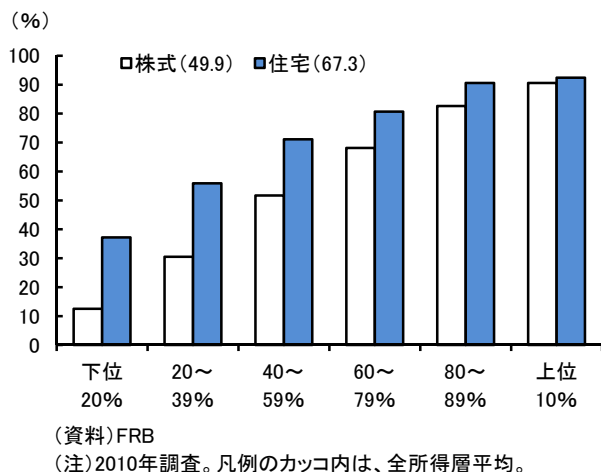
(図表5-1) 景気拡大局面の
実質住宅投資の回復スピード



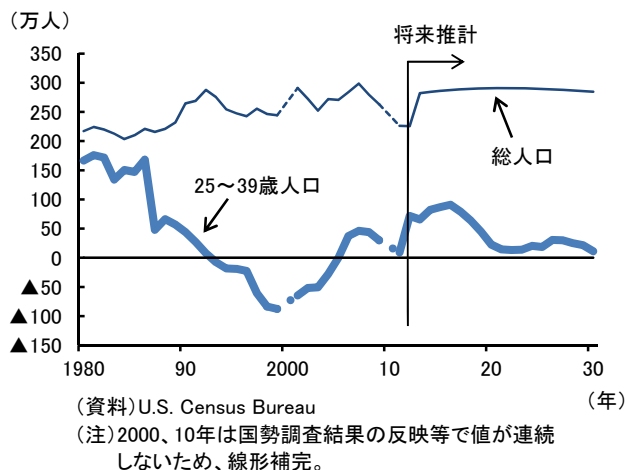
(図表5-2) 住宅価格とアンダー・ウォーター物件数



(図表5-3) 所得階層別の株式・住宅保有世帯割合



(図表5-4) 米国の人口(前年差)

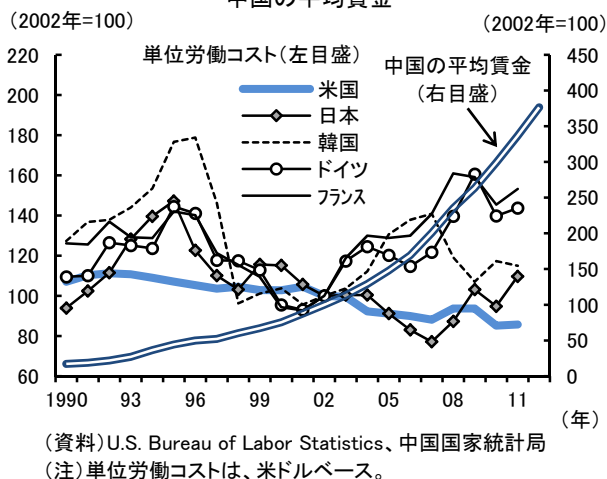


米国③ 高まる製造業復活への期待

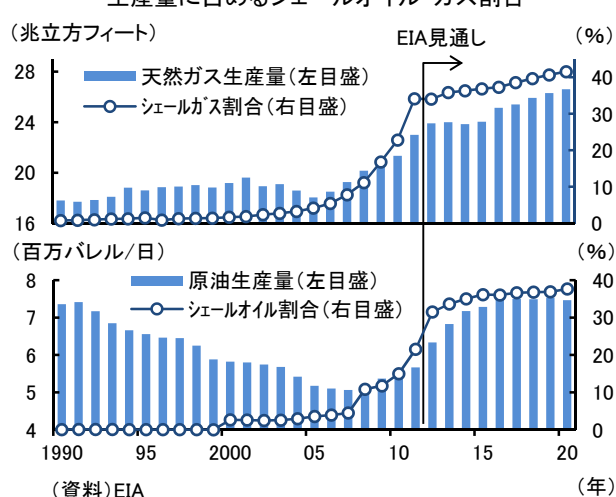
(ハ) 製造業の復活

- (1) 近年、米国の製造業に復活の兆し。背景には、労働コストやエネルギーコストの低下、開発・生産現場の近接化ニーズの高まりなど。
- (2) 2000年以降、主要国の単位労働コストが上昇に転じるなか、米国では総じて低下傾向が持続（図表6-1）。加えて、近年、中国をはじめとした新興国では賃金の大幅な上昇が続き、両者の労働コスト格差が縮小。高止まりが続く製品の最終消費地への輸送コストなどを含めて勘案すれば、労働集約度が相対的に低い業種を中心に、新興国のコスト面での優位性が急速に低下しつつある状況。
- (3) また、「シェール革命」を背景に米国の原油・天然ガスの生産が急増（図表6-2）。原油や天然ガスの増産は、石油化学製品の原材料や、火力発電・工場用ボイラー燃料などのコスト抑制に寄与。実際に、中南米向けを中心に米国の石油製品輸出が急増するなか（図表6-3）、大手化学メーカーが安価なシェールガスを原料に使う大規模な石油化学プラントの米国内での新規建設を相次いで表明するなど、石油化学産業では国内回帰の動きが既に顕在化。
 ちなみに、「シェール革命」による原油・天然ガスの輸入依存度の低下は、直接的な影響として貿易収支の改善に寄与。2020年にかけて、原油の貿易赤字は足許のGDP比2%弱から同1.3%程度まで低下していくとみられるほか、天然ガスは小幅ながら黒字に転じる見込み（図表6-4）。
- (4) さらに近年、一部製造業では、多様化する顧客ニーズへの対応から、多品種少量生産や製品ライフサイクルの短期化などが求められる状況に。こうしたなか、研究開発と生産現場の近接化を志向する企業が増えており、米国へ生産拠点を移転する動きが台頭。3Dプリンタをはじめとした技術革新や、米国の研究開発インフラの相対的な優位性、政府による製造業支援策などが、こうした動きを後押し。

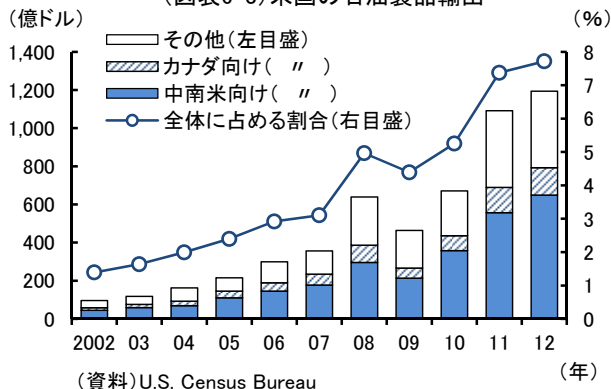
(図表6-1) 主要国の単位労働コストと中国の平均賃金



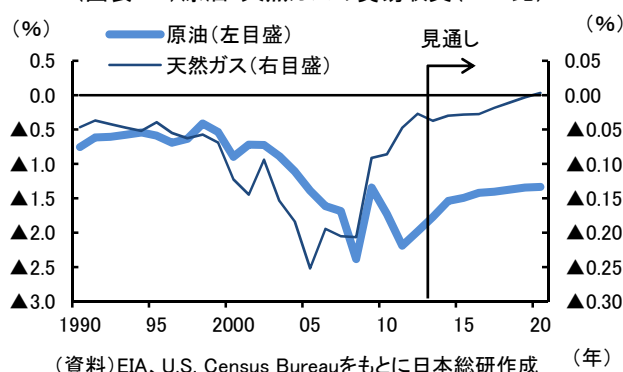
(図表6-2) 原油・天然ガス生産量と生産量に占めるシェールオイル・ガス割合



(図表6-3) 米国の石油製品輸出



(図表6-4) 原油・天然ガスの貿易収支(GDP比)



米国④ FRBの資産買い入れ縮小開始は、2013年末頃に

(二) 金融緩和策の行方

(1) 2013年入り後、FRBの資産買い入れ早期縮小観測が台頭。背景には、米国の景気回復基調の強まりに加え、金融緩和策の長期化による投資家の過剰なリスクテイクに対する懸念。実際に、社債市場ではハイ・イールド債の発行額が増加傾向にあるほか、利回りが大幅に低下(図表7-1)。

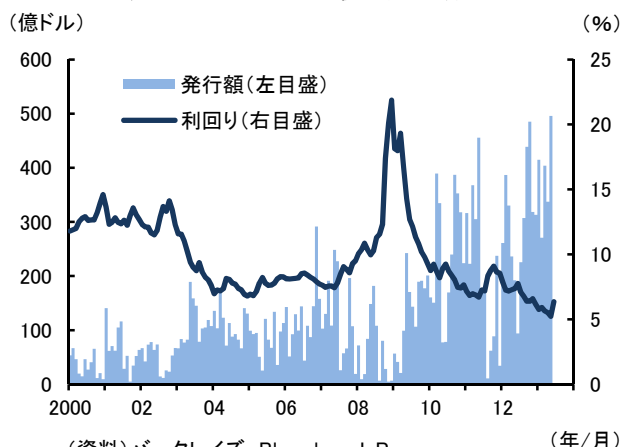
こうしたなか、バーナンキ議長は6月FOMC後の記者会見で、景気回復がFRBの見通しに沿って進めば、年内に資産買い入れの縮小に着手し、2014年半ばに終了する方針を表明。

(2) 先行き展望すると、米国経済は緊縮策による個人消費の伸び悩みや海外景気回復の遅れなどから、一時的に減速感が強まるとみられ、当面、雇用環境の改善テンポは緩やかにとどまる公算。加えて、ドル高による輸入物価の低下などを背景に、足許でコアPCEデフレーター伸びが過去最低水準まで鈍化しており、物価動向もFRBの資産買い入れ縮小にブレーキをかける要因となる可能性(図表7-2)。以上を踏まえると、FRBの資産買い入れ縮小開始は、2013年末頃となる見込み。

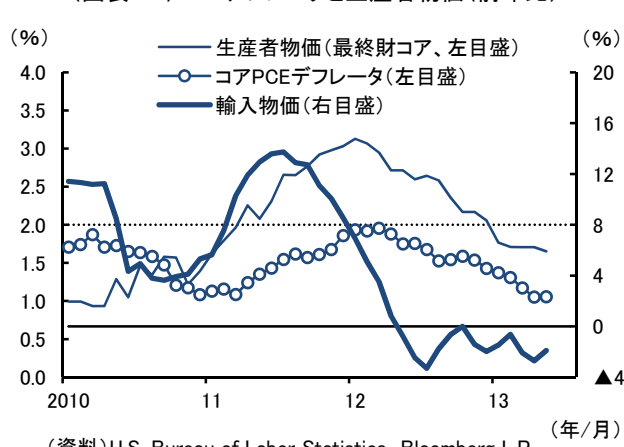
(3) 資産買い入れの縮小が金融市場に与える影響をみると、今春以降、MBS利回りや住宅ローン金利が大きく上昇しており、改善の途に就いたばかりの住宅市場への配慮が課題に(図表7-3)。

株式市場では、資産買い入れの縮小によりリスク資産への資金流入が細るとの懸念が、株価を下押し。もっとも、株価収益率(PER)でみると現在の株価水準に割高感は乏しく(図表7-4)、先行きも企業業績の回復が予想されることなどから、大幅な調整には至らず、景気への悪影響は回避される見通し。

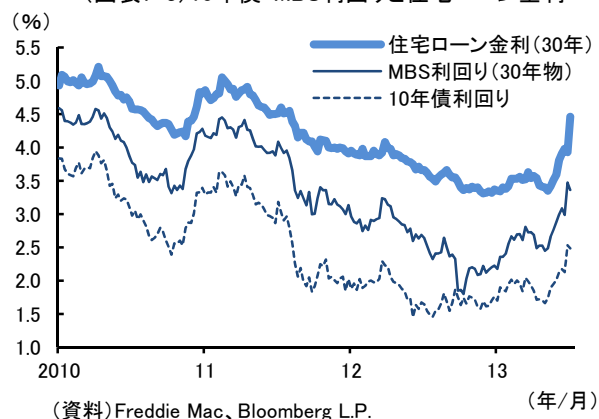
(図表7-1)ハイ・イールド債の発行額と利回り



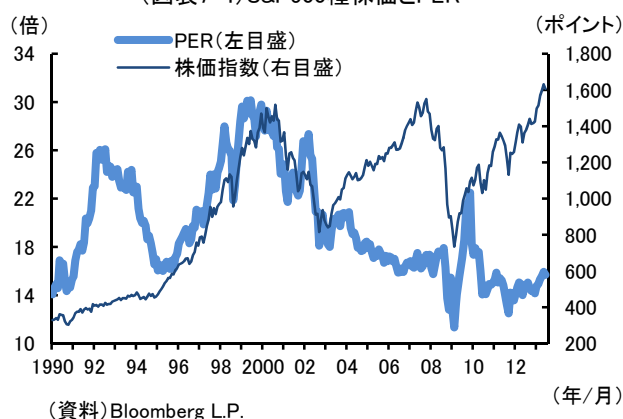
(図表7-2)PCEデフレーターと生産者物価(前年比)



(図表7-3)10年債・MBS利回りと住宅ローン金利



(図表7-4)S&P500種株価とPER



欧州① 若年層の雇用環境の悪化が深刻化

(イ) 雇用環境

(1) ユーロ圏では、南欧諸国を中心に雇用環境の悪化が深刻化（図表8-1）。とりわけ、若年層をとりまく雇用環境は厳しく、ユーロ圏の15～24歳の失業率は過去最悪の24%超に（図表8-2）。また、雇用環境の難しさから、就業をあきらめる若者が増加し、労働参加率は低下傾向。

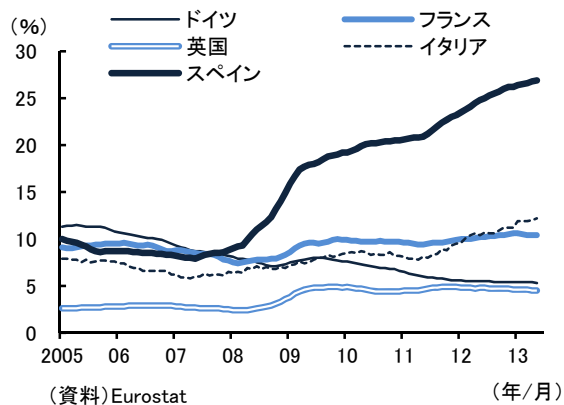
(2) 加えて、各国が進める緊縮策が、若年層の雇用下押しに作用する可能性。ユーロ圏各国では、社会保障費抑制に向け、年金支給開始年齢を引き上げ（健康寿命の伸びも一因）。これにより、退職年齢が徐々に高齢化していく見込み（図表8-3）。こうした高齢者の労働市場からの退出の遅れが、若年層の雇用機会を圧迫する恐れ。

若年層の雇用悪化は、短期的には消費の低迷、中長期的にはスキル低下による潜在成長率の低下につながる可能性。

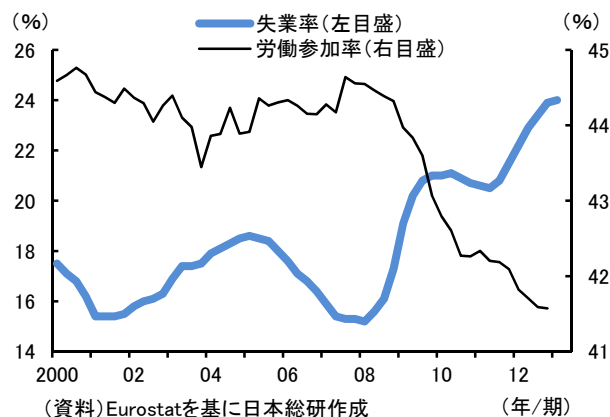
(3) 一方、これまで、社会保障制度の違いや言語障壁などから、域内の労働力移動は限定的であったものの、深刻な雇用悪化を背景に、足許で労働力の移動が顕在化。イタリア・スペイン・ギリシャでは、15～65歳の生産年齢人口が人口推計以上に減少している一方、ドイツやフランスでは増加（図表8-4）。南欧諸国の人々が就業機会を求め、ドイツなどに移動している状況を示唆。

労働移動の活性化は、ユーロ圏全体でみれば域内不均衡の是正や生産性の向上に作用。もっとも、生産年齢人口全体に対する、生産年齢人口の下振れ「実績値－推計値」（イタリア▲0.3%、スペイン▲0.5%、ギリシャ▲0.6%）は小幅であることから、各国の失業率改善への寄与は小。また、ドイツやフランスでは内需核拡大要因ながら、イタリア・スペインでは内需縮小に作用。

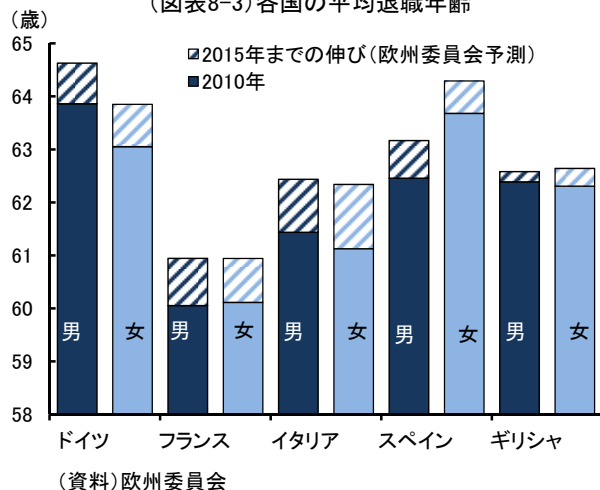
(図表8-1) 各国の失業率



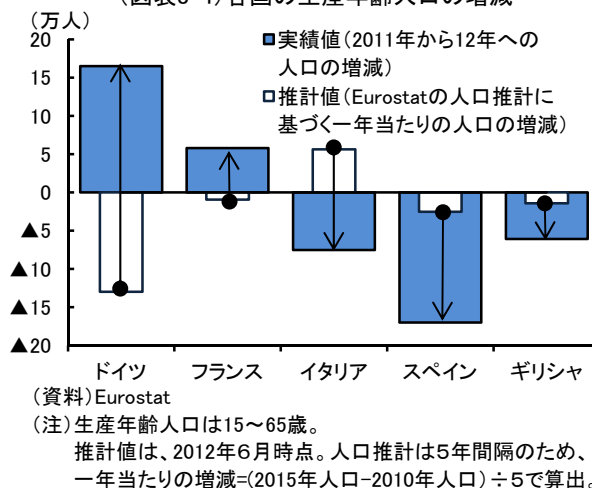
(図表8-2) ユーロ圏の15～24歳の失業率と労働参加率



(図表8-3) 各国の平均退職年齢



(図表8-4) 各国の生産年齢人口の増減



欧州② | ドイツ経済は回復傾向明確化も、他国への波及は限定的

(ロ) ドイツ経済の行方

(1) フランスや南欧諸国で、雇用環境の悪化から内需が低迷する一方、ドイツでは、雇用・所得環境が底堅く推移するなか、個人消費が堅調に推移（図表9-1）。

(2) 加えて、昨年半以降弱含んでいたドイツの企業部門に、足許で持ち直しの兆し。先行きを展望すると、以下の2点を背景に、回復傾向が明確化する見込み。

①輸出の回復

2012年秋以降、ユーロ高が進行し、ユーロ圏外輸出の下押しに作用（図表9-2）。もっとも、米国経済の回復基調が強まるなか、ユーロ高の進行に歯止めがかかっており、域外輸出への下押し影響は徐々に剥落する見込み。

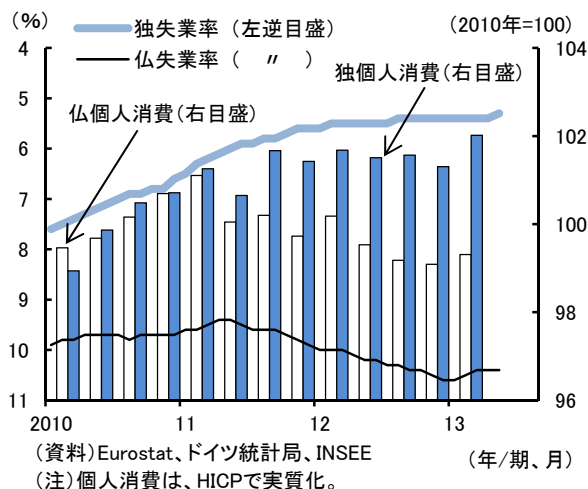
加えて、2013年半以降、米国や中国景気が持ち直していけば、輸出競争力の高さを背景に、域外輸出が増加に転じる見込み。

②設備投資の回復

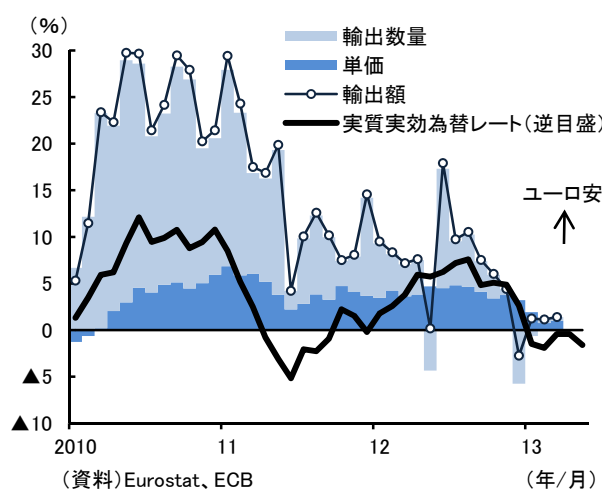
ドイツでは、欧州債務危機への懸念の後退により、企業マインドが回復傾向（図表9-3）。今後、輸出の持ち直しが明確化するにつれ、設備投資も増加に転じる見込み。

(3) もっとも、ドイツ経済の回復が、ドイツ向け輸出の増加として他の欧州諸国に波及するためには、各国の競争力強化が不可欠。これまで、スペインでは、労働市場改革によって労働コストが低下し、ドイツ向け輸出が底堅く推移してきた一方、フランスやイタリアではドイツ向け輸出の弱含みが持続（図表9-4）。ドイツから他の欧州各国への恩恵は、当面、限定的となる公算。

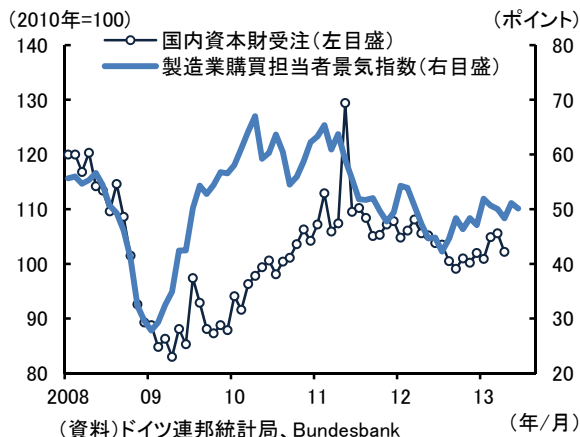
(図表9-1) 独仏の失業率と実質個人消費



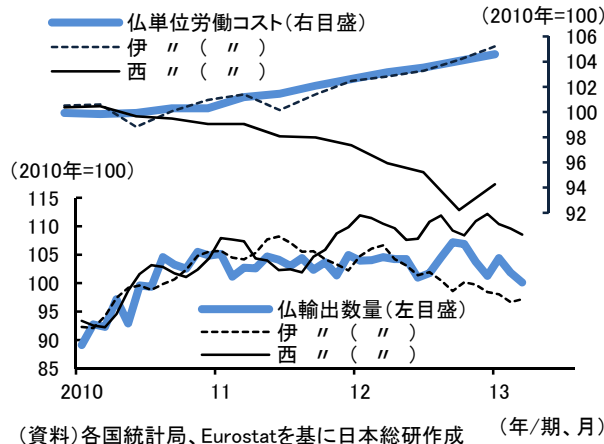
(図表9-2) ドイツのユーロ圏外向け輸出と為替レート(前年比)



(図表9-3) 独製造業景況感と資本財受注



(図表9-4) 各国の単位労働コストとドイツ向け輸出数量



欧州③ 財政目標先送りも、経済成長への道のりは依然険しく

(ハ) 財政緊縮から経済成長へ

(1) 欧州委員会は、5月29日に、財政赤字削減目標（財政収支対名目GDP比▲3%）について、フランスやスペインなど6カ国の達成期限を先延ばしするなど、財政健全化一辺倒の政策から、経済成長にも配慮した政策への転換を勧告。

(2) この背景として、以下の2点を指摘可能。

① 金融市場の落ち着き

FRB議長の金融緩和削減可能性への言及以前は、イタリアの政局不安やキプロスへの金融支援などに起因する欧州債務危機への懸念が後退を受け、各国の長期債利回りが低水準で推移していたため、財政目標の先送りを表明する好機に（図表10-1）。加えて、南欧諸国の経常収支黒字化により財政赤字削減を巡る圧力が緩和し、財政再建を先送りしやすい状況に（図表10-2）。

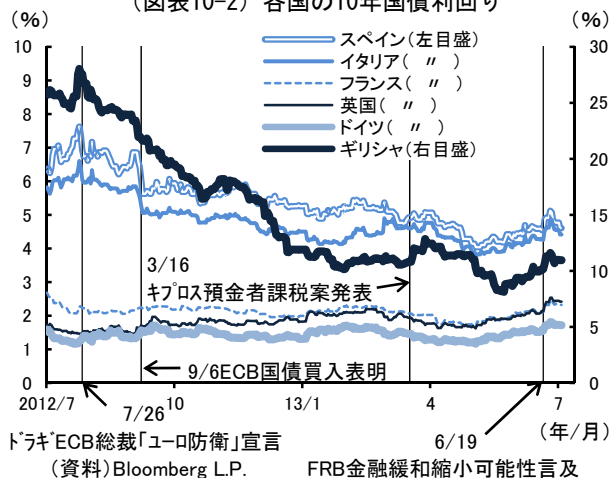
② 景気への悪影響

財政赤字削減目標達成に向けた各国の財政支出削減が、景気を大きく下押しするという、緊縮財政と景気悪化の「悪循環」が持続。

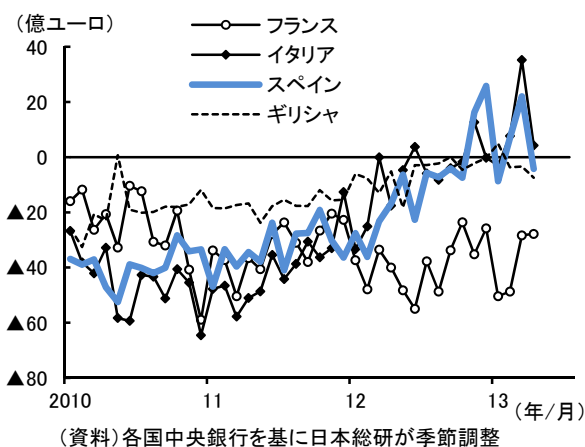
(3) もっとも、目標先送り後も、ギリシャやポルトガルでは潜在成長率を上回る緊縮が必要であり、景気への下押し圧力は依然として大（図表10-3）。

(4) さらに、域内銀行監督一元化に向けた動きも停滞。欧州首脳は、域内景気低迷の一因となっている銀行部門を再建するため、経営難の銀行への直接資金注入や、ECBによる域内の銀行監督一元化を模索しているものの、各国の経済環境の相違などから制度設計を巡る調整が難航し、実施目標時期が2014年前半から後半へと後ずれ（図表10-4）。金融部門の再建が家計や企業部門の下支えに波及するまでには、更なる時間を要する見込み。

(図表10-2) 各国の10年国債利回り



(図表10-2) フランス・南欧諸国の経常収支



(図表10-3) 財政規律目標達成期限にかけての潜在成長率と財政緊縮額

	財政規律目標達成期限	潜在成長率(2015年) (注1)	一年当たりの財政緊縮額(対名目GDP比)(注2)
フランス	2015	1.4	0.6
スペイン	2016	1.4	1.0(注3)
オランダ	2014	1.6	0.6
ギリシャ	2016	▲0.1	1.8
ポルトガル	2015	0.5	1.1
アイルランド	2015	1.9	1.5
スロバキア	2013	2.9	1.3
スロベニア	2015	2.3	0.3
キプロス	2016	1.3	0.8

(資料) 欧州委員会

(注1) 欧州委員会の2012年時点推計値。

(注2) 2012年時点の財政緊縮額(対名目GDP比)を2012年から目標達成期限までの年数で除して算出。

(注3) 2012年の銀行救済のための財政出動(3.6%)を除き、算出。

(図表10-4) 金融市場の安定化に向けた取り組み

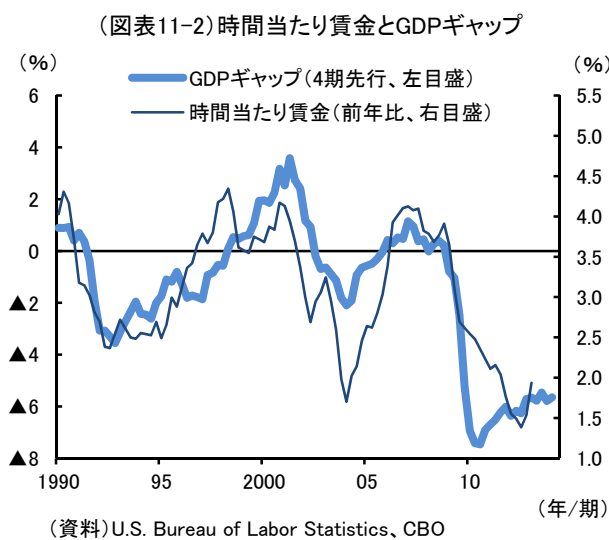
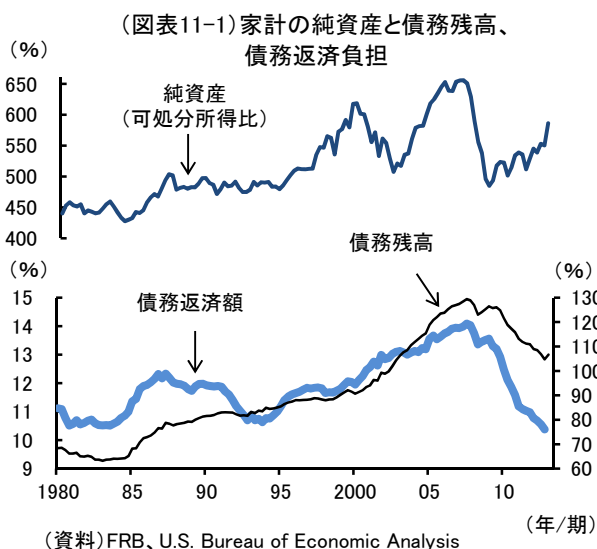
欧州安定メカニズム(ESM)による銀行への直接資本注入
<ul style="list-style-type: none"> 実施時期: 2014年後半 経営難の銀行に対し、600億ユーロを上限に、政府を介さずに銀行への直接資本注入が可能 銀行の経営難が国家の財政悪化に波及する「負の連鎖」を断ち切る 新制度の発足前に、経営難の銀行に直接資本注入できるかどうかは個別ケースごとに判断
銀行監督一元化
<ul style="list-style-type: none"> 実施時期: 2014年後半 ECBがユーロ圏の銀行監督者の役割を引き継ぎ ECBが域内6000行のうち大手行130~150行を直接監督 小規模銀行は各国監督当局が監督 必要であれば小規模銀行の監督にもECBが介入 ECBが銀行のバランスシートの初の審査を2013年10~12月に開始

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

見通し **米国経済は、2013年秋以降2%台半ばから後半の成長へ**

(I) 米国

- (1) 米国経済は、緊縮策による個人消費の伸び悩みや、海外景気の回復の遅れなどにより、一時的に減速感が強まる公算。もっとも、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に、家計部門の底堅さが増しているため、景気の回復基調は崩れず(図表11-1)。
- (2) 労働市場の大幅な需給緩和を受けた賃金の伸び悩みが足かせとなるものの(図表11-2)、2013年末にかけて、財政政策に対する不透明感が徐々に和らぐのに伴い、2%台半ばの成長ペースに復する見込み。その後は、個人消費の緩やかな回復や設備投資の増勢加速、海外景気の持ち直しによる輸出の増加などから、2%台後半へ成長ペースが加速する見通し。
- (3) 物価面では、大幅な需給ギャップのマイナスが続くもとで、当面、賃金・物価への下押し圧力が持続。一方、個人消費を中心とした内需の底堅さや、原油価格下落による下押し圧力の剥落などから、2013年末以降、インフレ率は前年比+2%前後の水準で推移する見通し。



(図表11-3) 米国経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2013年				2014年				2012年	2013年	2014年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	1.8	1.8	2.1	2.5	2.6	2.8	2.7	2.9	2.2	1.8	2.6
個人消費	2.6	1.9	2.2	2.3	2.2	2.3	2.4	2.6	1.9	2.1	2.3
住宅投資	14.0	12.3	13.0	12.8	10.5	8.5	8.3	8.7	12.1	13.7	10.5
設備投資	0.4	6.1	6.9	7.0	7.5	7.9	7.0	7.2	8.0	4.9	7.2
在庫投資	0.6	0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1
政府支出	▲ 4.8	▲ 5.1	▲ 3.3	▲ 2.4	▲ 1.4	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 1.7	▲ 3.6	▲ 1.7
純輸出	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0
輸出	▲ 1.1	3.6	4.5	5.2	5.6	5.7	5.8	6.2	3.4	1.3	5.3
輸入	▲ 0.4	2.1	4.0	4.6	4.6	4.9	4.8	4.8	2.4	0.4	4.5
実質最終需要	1.2	1.6	2.1	2.4	2.5	2.8	2.7	2.9	2.2	1.8	2.5
消費者物価	1.7	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	2.1	1.7	1.9
除く食料・エネルギー	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	1.9	2.1

→ 予測

(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。

見通し 欧州は域内需要の低迷を主因に景気低迷長期化

(II) 欧州

(1) ドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に国内需要が堅調に推移するなか、先行き海外景気の持ち直しを受けた輸出の増加により、景気の回復傾向が明確化していく見込み。

一方、フランスや南欧諸国では、①加盟各国での緊縮財政、②労働コスト削減に向けた雇用・所得環境の悪化、等を背景に、内需の悪化が持続。さらに、輸出競争力の低いフランスやイタリアなどでは、海外景気持ち直しに伴う輸出増加効果が限られることから、景気の低迷が長期化する見込み。

ユーロ圏全体では、2013年後半以降、ドイツの輸出増を背景にプラス成長への復帰が期待されるものの、南欧諸国での内需低迷が景気下押しに作用し、1%を下回る低成長が続く見通し。

(2) ユーロ圏のインフレ率は、財政再建に向けた付加価値税引き上げの影響が一巡し始めたほか、景気低迷の長期化や原油価格の低迷が見込まれることを背景に、2013年後半は、1%台半ばで推移する見込み。2014年入り以降、景気が徐々に持ち直すに従い、物価は緩やかな上昇へ。

(3) 英国景気は、株価や住宅価格の緩やかな持ち直しを背景に、消費者マインドの改善が続く見込み。もっとも、雇用・所得環境に厳しさが残るなか、個人消費の持ち直しは緩やかにとどまり、低成長が持続する見通し。

(4) 英国のインフレ率は、景気低迷の長期化がデフレ圧力として作用し、BOEの目標水準である2%程度に向けて緩やかに低下していく見通し。

(図表12-1)ユーロ圏経済見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

	2013年				2014年				2012年	2013年	2014年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(実績)	(予測)									
実質GDP	▲ 0.8	▲ 0.9	0.2	0.4	0.7	0.8	1.0	1.1	▲ 0.6	▲ 1.1	0.5
個人消費	0.3	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	0.9	1.1	1.1	1.3	▲ 1.3	▲ 0.8	0.6
政府消費	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	0.0	▲ 0.3	0.1	0.2	0.1	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.0
総固定資本形成	▲ 6.1	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.7	1.2	1.0	1.1	▲ 4.3	▲ 4.0	0.3
在庫投資	▲ 0.1	0.0	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.1
純輸出	0.3	▲ 0.3	0.5	0.0	0.4	0.0	0.2	0.2	1.6	0.3	0.1
輸出	▲ 3.1	▲ 0.3	1.2	1.0	1.7	1.3	1.7	2.1	2.7	▲ 0.9	1.1
輸入	▲ 4.2	0.5	0.2	1.0	1.0	1.4	1.5	1.8	▲ 0.8	▲ 1.9	0.9

(予測)

(注)在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

(図表12-2)主要国別経済成長率・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

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

(予測)

リスク 新興国景気の減速が長期化する恐れ

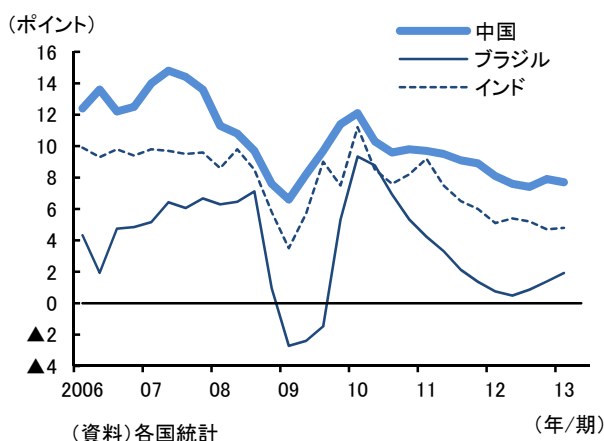
(1) 中国、ブラジル、インドなど主要新興国では、総じて景気低迷が持続（図表13-1）。ブラジルやインドでは、インフレ圧力の強まりが景気回復の足かせとなっているほか、米FRBの量的緩和縮小による世界的な流動性縮小懸念を受けた資金流出や、米国金利の上昇を受けた高金利通貨の相対的な魅力の低下などを背景に、新興国通貨安が進行（図表13-2）。通貨安による輸入物価押し上げが一段とインフレを加速させ、金融政策の自由度が奪われることで景気を下押しする悪循環に陥るリスクも。

また、中国景気は、公共投資の拡大や企業収益の改善などから持ち直しが見込まれるものの、過剰生産能力への警戒感から政府の投資抑制スタンスが緩和されなければ、景気減速が長期化する恐れ。

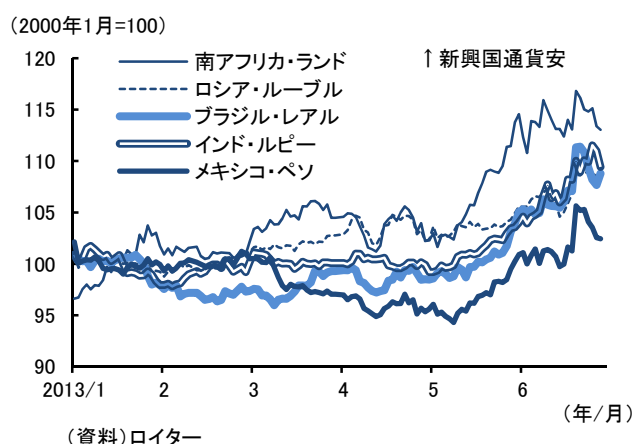
(2) 米国の輸出を国・地域別にみると、中国や中南米向けが足許で弱含み（図表13-3）。新興国向け輸出の伸び悩みが長期化すれば、企業部門回復の重石となる可能性。

(3) ドイツでは、2012年半ば以降、中国向け輸出が弱含み傾向にあり、輸出伸び悩みの一因に（図表13-4）。先行きも、域内景気の低迷が見込まれるなか、新興国景気の浮沈がドイツの輸出環境を大きく左右。加えて、新興国景気の減速長期化は、ドイツ景気への直接の影響のみならず、景気回復の牽引役をドイツ向け輸出に頼らざるを得ない南欧諸国へのマイナス影響も大。新興国景気の低迷が長引けば、欧州景気は再びリセッションに陥るリスク。

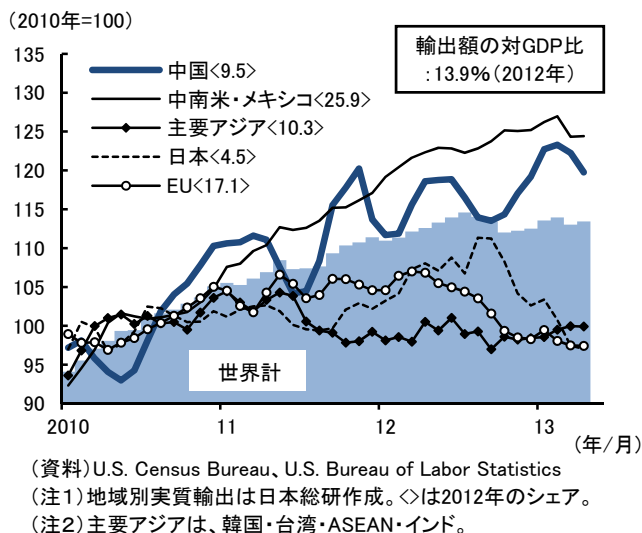
(図表13-1) 新興国の実質GDP成長率(前年比)



(図表13-2) 主要新興国の対ドルレート



(図表13-3) 米国の地域別実質輸出
(季調値、3ヵ月移動平均)



(図表13-4) ドイツの地域別実質輸出
(季調値、3ヵ月移動平均)

