



**日本総研**

The Japan Research Institute, Limited

マクロ経済レポートNo.2010-05

News Release

# 2011年米欧経済見通し

～低成長が長期化～

2010年11月17日

株式会社 日本総合研究所

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

— < 目 次 > —

1. 景気の現状	1
2. バランスシート調整・住宅市場調整の進捗度合い	2
(イ) 米国	
(ロ) 欧州	
3. 当面の米欧経済のポイント	5
(イ) 米国	
(ロ) ユーロ圏	
(ハ) 英国	
4. 米欧経済見通し	12
(イ) 米国経済	
(ロ) ユーロ圏経済・英国経済	
5. リスク要因	14

※ 本資料は、金融記者クラブ、経済研究会、財政研究会、経済産業記者会、金融庁記者クラブに配布しております。

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp/>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：2,000名

社 長：木本 泰行

理事長：薄井 信明

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番      TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社：〒550-0001 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号      TEL 06-6479-5800 (代)

本件に関するご照会は、調査部・牧田 宛てにお願い致します。

電話番号：03-3288-4244

メール：[makita.takeshi@jri.co.jp](mailto:makita.takeshi@jri.co.jp)

— < 要 約 > —

1. 米国・ユーロ圏景気は、所得雇用環境の本格的な改善をみないまま、景気対策効果が一巡し始めており、先行き減速リスクが増大。
2. 当面の景気下押し圧力をみるために、家計のバランスシート調整や住宅市場の調整度合いを点検すると、次の通り。
  - ①米国：家計のバランスシート調整、住宅価格調整は峠を越した模様。もっとも、住宅価格下落によるマイナス影響が顕在化しており、その処理に目処がつくまでは景気の重石となり続ける見通し。
  - ②ユーロ圏：バランスシート、住宅価格ともに調整先送り色が強い。調整の長期化が景気の長期停滞につながる恐れ。
  - ③英国：バランスシート・住宅価格ともに調整は道半ば。当面景気下押し圧力が残存。
3. 以上を踏まえ、先行きの米欧景気を見通すに当たり、ポイントとなる点をレビューすると、次の通り。
  - (1) 米国
    - ①雇用：雇用増加を起点とする内需の自律拡大メカニズムはいまだ作動せず。個人消費は力強さを欠いた状況が続く見込み。
    - ②政策対応：2009年春の景気対策効果が剥落する一方、中間選挙での民主党大敗を受け、オバマ政権の追加経済対策の実現は困難化。ブッシュ減税継続が下支え要因ながら、景気押し上げは限定的。
    - ③輸出：新興国の高成長に支えられ、輸出は引き続き堅調に推移する見通し。年央以降のドル安も2011年以降輸出押し上げに作用。
  - (2) 欧州
    - ①輸出：ユーロ圏では、新興国向けを中心に引き続き輸出が堅調に推移する見通し。もっとも、ユーロ安一服を受け、増勢は鈍化。
    - ②政策対応：P I G S諸国では、大幅な緊縮財政を余儀なくされるなか、当面景気悪化が続く見通し。ドイツをはじめとした主要国でも2011年入り以降緊縮財政に着手する見通しで、内需停滞感が一段と強まる公算大。
    - ③金融情勢：金融機関の融資態度に改善の動きはみられず。P I G S諸国に対するソブリンリスク警戒感が再燃するなか、金融システム不安が域内に広がるリスクはくすぶり続ける見込み。
    - ④イギリスでは、2011年以降緊縮財政が本格化するうえ、家計のバランスシート調整も道半ばにあり、景気の悪化は避けられない見通し。
4. 以上を踏まえ、2011年の米欧経済の見通しは以下の通り。
  - イ) 米国：景気対策の効果が剥落する一方、所得雇用環境の改善が緩慢にとどまり、潜在成長率を下回る成長が続く見通し。
  - ロ) 欧州：ユーロ圏では、輸出の増勢が鈍化するうえ、主要国での緊縮財政着手などもあり、ゼロ%台の低成長が続く見通し。英国も、大幅な緊縮財政を主因に、2011年入り以降景気が再び弱含む見通し。
5. 上記見通しに対するリスクは、米国の量的緩和に伴う副作用の顕在化。すなわち、原油をはじめとした資源価格の高騰やインフレ期待の高まりを受けた長期金利の上昇が生じれば、内需の低迷が一段と深刻化する恐れ。

# 米欧ともに所得雇用環境の本格的な改善をみないまま、対策効果が一巡

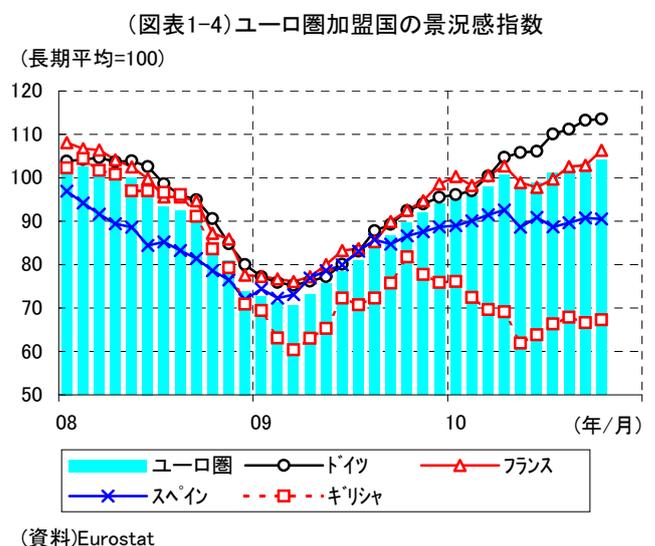
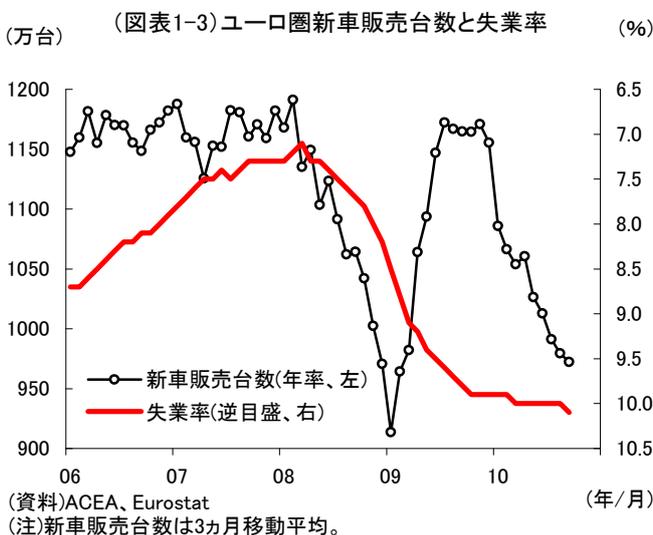
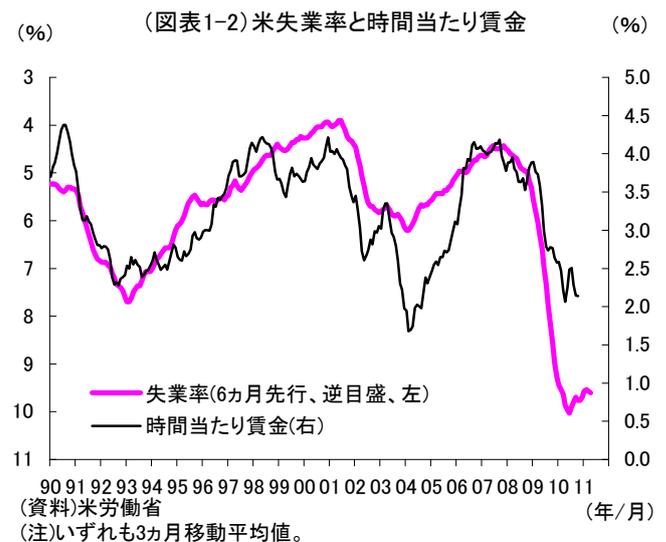
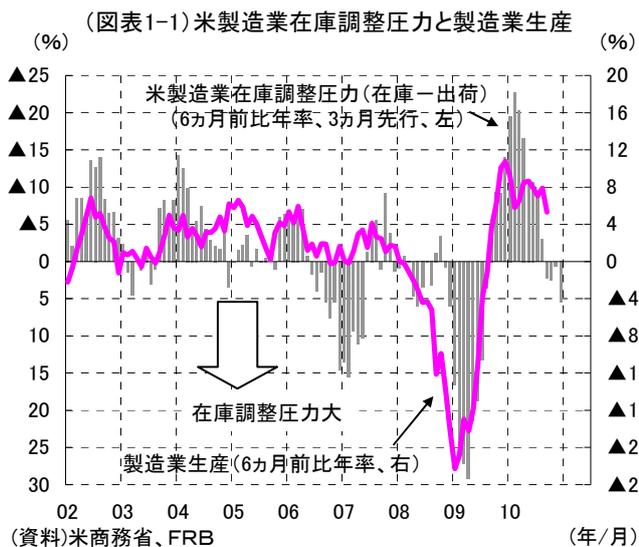
## 1. 景気の現状

(1) 米国景気は、2009年央以降、①総額8,000億ドルの大型景気対策、②新興国向け輸出の増加、③在庫復元の動き、等を背景に持ち直し。もともと、2010年春以降は、それら「回復のエンジン」の息切れを主因にペースダウン（図表1-1）。そうしたなか、景気の自律回復メカニズム作動に欠かせない所得雇用環境の改善は限定的。すなわち、失業率は9.6%と歴史的な高水準で高止まりしており、時間当たり賃金も前年比+2%台の低い伸びが持続（図表1-2）。

(2) 欧州でも、同様の構図。すなわち、新車販売促進策をはじめ2008年秋から打ち出された景気支援策の効果は、2010年春まで一巡。一方で、雇用は財政赤字問題を抱えるPIGS諸国（ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペイン）を中心に悪化が続き、ユーロ圏全体の失業率は10.1%と98年以来の水準まで上昇（図表1-3）。国ごとにみると、域外輸出が好調なドイツでは景況感の改善が続く一方、スペインでは改善が頭打ち、大幅な財政再建を余儀なくされているギリシャは悪化と、域内景気格差が拡大。（図表1-4）。

(3) 以上のように、米欧ともに、所得雇用環境の本格的な改善をみないまま、景気支援策の効果が一巡しており、先行きさらなる景気減速のリスクが高まりつつある。

(4) 次頁では、2008年来続く家計のバランスシート調整や住宅市場の調整に伴う景気の下押し圧力が、景気の底割れを招来する恐れはないかを検討。



## 米国家計のバランスシート調整は峠越え、不動産価格も調整一巡

## 2. バランスシート調整・住宅市場調整の進捗度合い

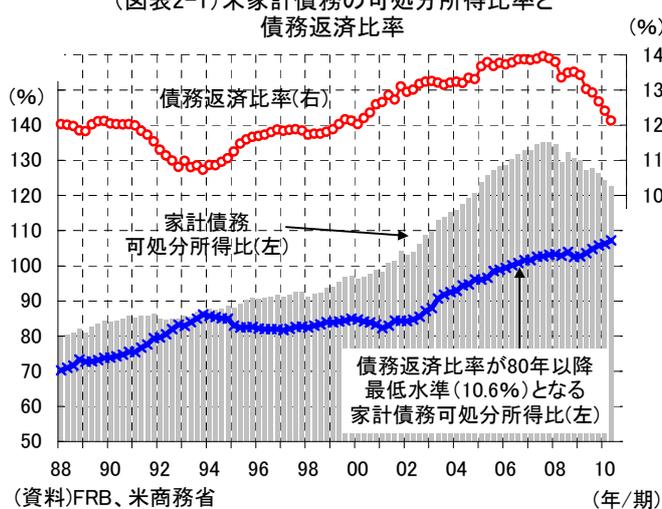
## (イ) 米国

(1) 米国では、2008年7月をピークに消費者信用残高の減少が続いており、家計のバランスシート調整の進行を示唆。一時14.0%まで上昇していた家計の債務返済比率は、2010年4～6月期に12.1%と90年代の平均水準に低下。その主因は金利低下であり、家計債務残高自体は、可処分所得比122.7%と依然高水準にあるものの、低金利が維持される限り、債務負担が消費を圧迫する懸念は小(図表2-1)。

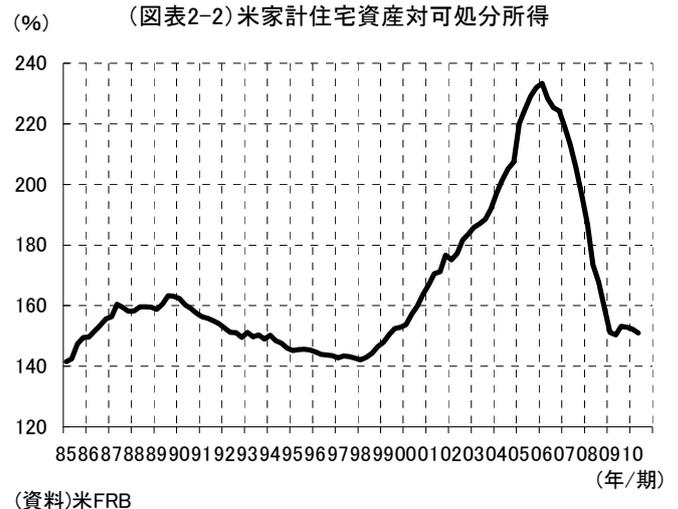
(2) 一方、資産サイドを見ると、住宅資産対可処分所得は150%前後まで減少(図表2-2)。80年代半ばから2000年まで140～160%前後で推移していたことを踏まえると、住宅価格の調整は大方終了した公算大。住宅購入支援策終了に伴う住宅販売の落ち込み等を背景に住宅在庫が高止まるなか、短期的には住宅価格が再下落する可能性はあるものの、住宅価格の下落余地が限られつつあるなか、家計消費への悪影響も限られる見通し(図表2-3)。

(3) 商業用不動産に関しても、価格調整は概ね一巡した可能性。すなわち、非金融企業の不動産資産の対名目GDP比は、2007年4～6月期には68.1%まで上昇したが、2010年1～3月期には42.7%と、96年に記録した戦後最低の41.2%に迫り、下げ止まる兆し(図表2-4)。商業用不動産価格の調整も相当進行したとみられる。

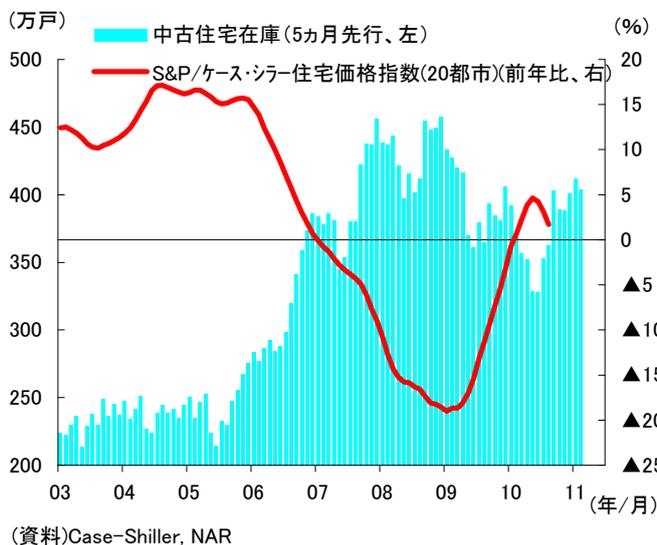
(図表2-1)米家計債務の可処分所得比率と債務返済比率



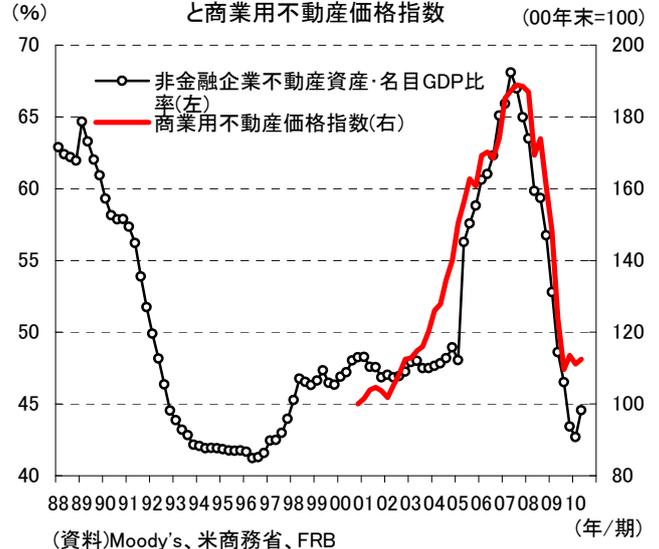
(図表2-2)米家計住宅資産対可処分所得



(図表2-3)米国中古住宅在庫と住宅価格



(図表2-4)非金融企業不動産資産・名目GDP比率と商業用不動産価格指数



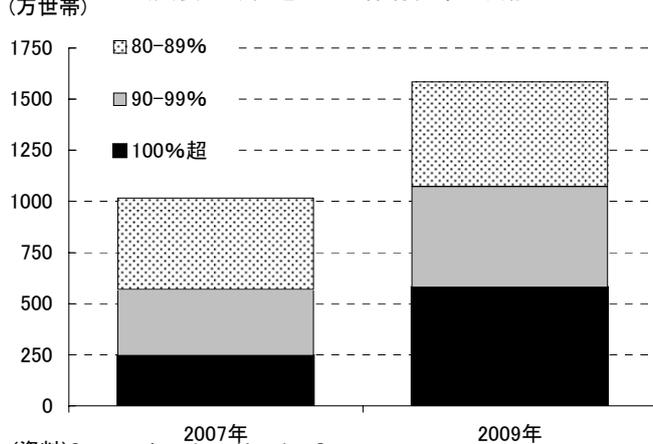
## 住宅ローン差し押さえ、商業用不動産向け貸付の焦げ付きは高止まり

(1) 一方で、住宅バブル崩壊のマイナス影響は依然として残存。住宅サーベイによれば、住宅の資産価値が住宅ローン残高以上に低下している、いわゆる含み損に陥っている世帯は、2007年の245万から2009年には570万まで増加。住宅ローン残高が住宅資産の90%以上と住宅含み益がほとんどなくなっている世帯も500万弱に増加しており、あわせて1,000万超の世帯が住宅ローン破綻予備軍に(図表3-1)。こうした世帯では消費性向の上昇は期待薄。また、金融機関も、住宅ローン債権の不良化リスクを抱えた状況。住宅差し押さえ件数も、2009年春以降高水準での推移が持続。内訳を見ると、担保権実行が増加しているほか、その前段階である競売通知も依然漸増傾向。①所得雇用環境の緩慢な改善、②住宅含み損世帯の増加などを踏まえると、住宅ローンの延滞や住宅差し押さえの明確な減少は当面期待薄(図表3-2)。

(2) 商業用不動産に関しても、同分野向け貸出残高の対名目GDP比は16%台と依然歴史的な高水準。延滞率も上昇が続いており、商業用不動産向け貸出の不良化が当面続く公算(図表3-3)。こうした状況は、商業用不動産向け貸出のウェイトが大きい中小金融機関の経営を圧迫。全米金融機関のベースでみると、不良債権・延滞債権の増加には歯止めがかかりつつあるものの、引当が大きく遅れており、FDICが認定する問題金融機関数は既に800行を突破(図表3-4)。中小を中心とする金融機関の体力低下は、企業の資金制約を高め、雇用や設備投資の抑制に作用。

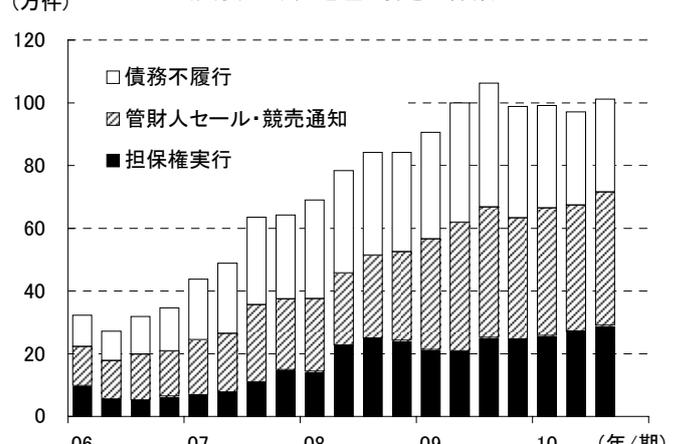
(3) 以上のように、住宅・商業用不動産では、価格調整は相当進行したといえるが、価格下落によるマイナス影響は今後も続く公算。その完了に目処がつくまでは景気の重石となり続ける見通し。

(図表3-1)住宅ローン保有世帯の内訳



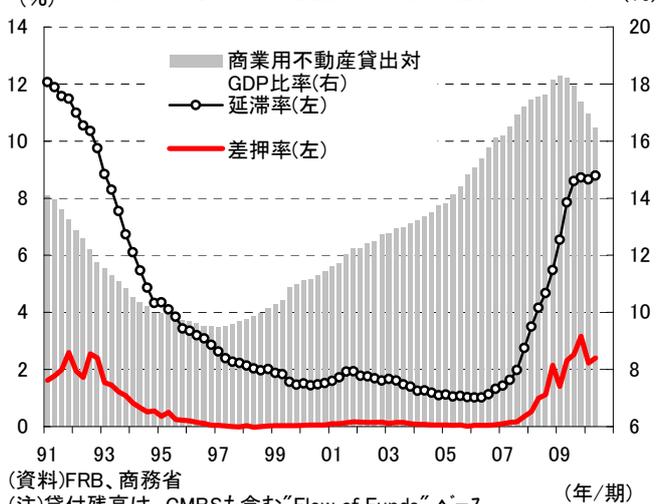
(資料)Census, American Housing Survey  
(注)比率=住宅ローン残高/住宅価格

(図表3-2)住宅差し押さえ件数



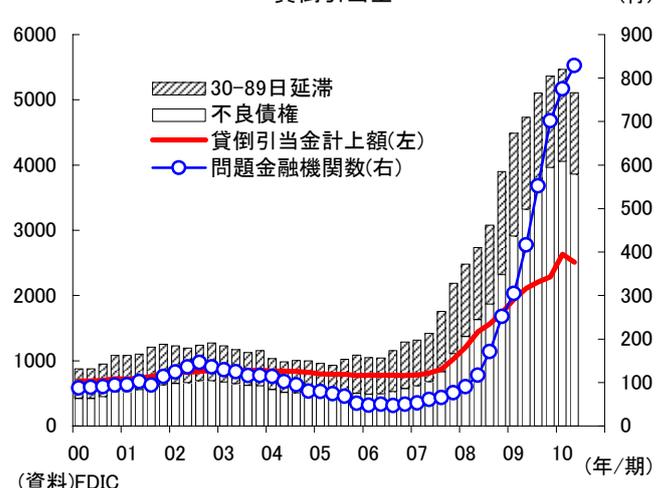
(資料)RealtyTrac, MBA

(図表3-3)商業用不動産貸付 延滞・差押率、残高 (%)



(資料)FRB、商務省  
(注)貸付残高は、CMBISも含む“Flow of Funds”へ入。

(図表3-4)全米金融機関の不良債権額と貸倒引当金



(資料)FDIC

## ユーロ圏では調整先送りで長期停滞へ、英国は調整道半ば

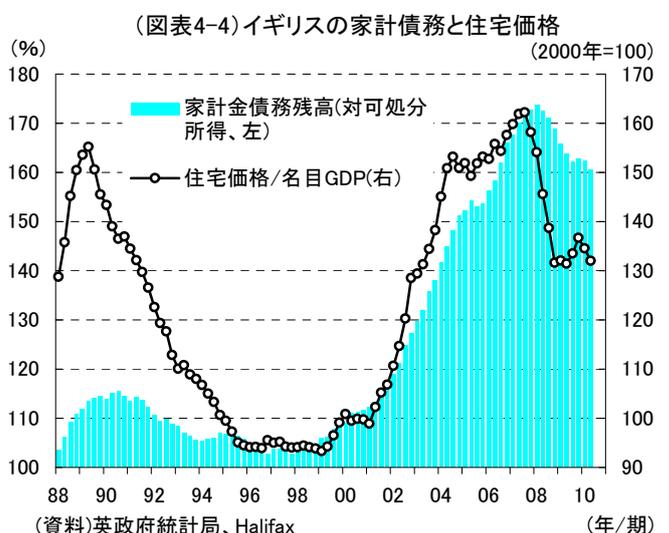
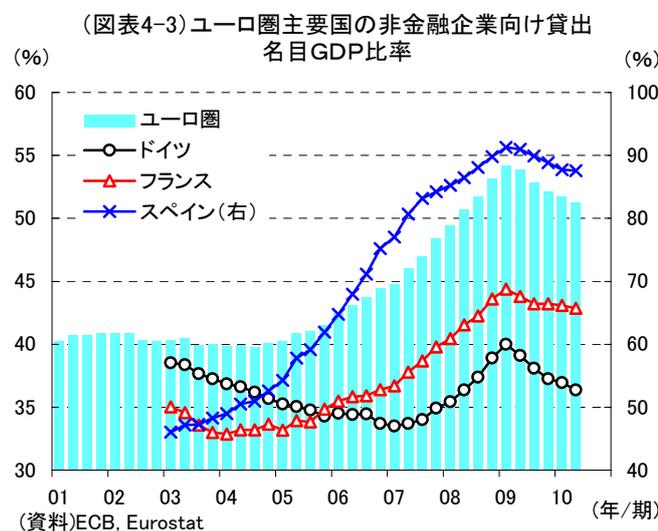
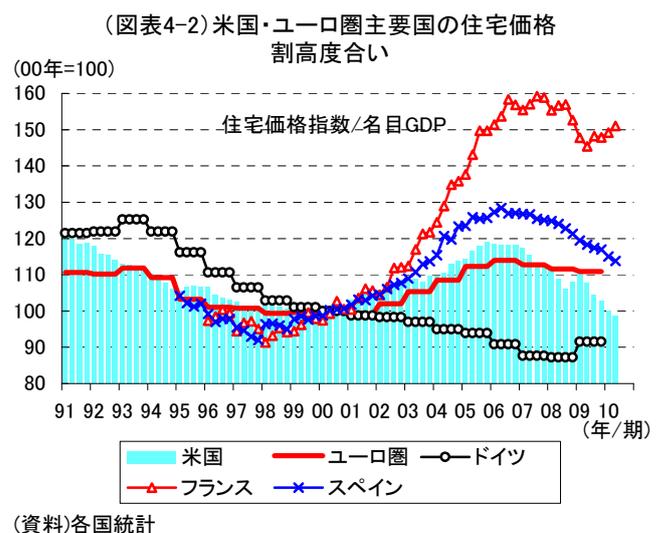
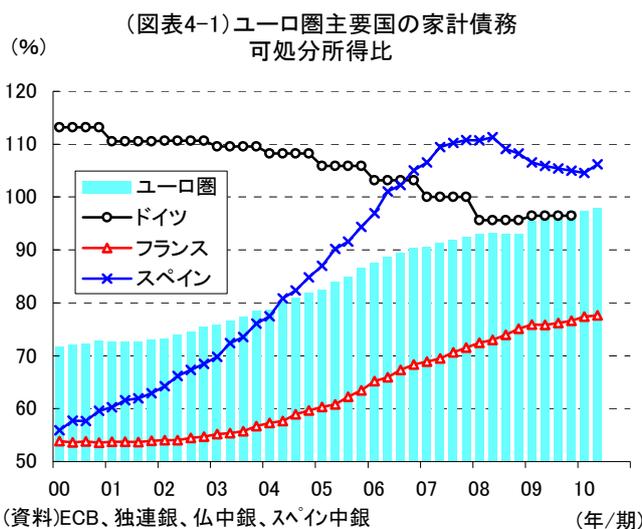
### (ロ) 欧州

(1) ユーロ圏では、家計債務の可処分所得比率が2009年入り以降上昇するなど、状況はむしろ悪化(図表4-1)。住宅価格の調整に関しても、住宅価格と名目GDPの比率をみると、スペインでこそピーク対比大幅に低下しているものの、フランスでは2009年央以降再び上昇するなど、全体で見れば調整が大きく遅延(図表4-2)。企業部門をみても、過剰債務の圧縮に遅れ。すなわち、非金融企業向け貸出の対名目GDP比は、2009年1～3月期をピークに徐々に低下しているものの、足許で51.3%と2000年代前半の40%前後を依然大きく上回る水準。国別にみると、低下を主導しているのは過剰債務懸念の小さいドイツ。フランスはピーク比微減にとどまっているほか、スペインも87%台と依然高水準(図表4-3)。

(2) こうしたバランスシート調整・住宅価格調整の遅れは、調整圧力の噴出による景気の大幅な悪化を回避させるという点で、短期的にはポジティブ。もっとも、調整先送りは、民間需要の持続的な拡大を阻害し、90年代以降の日本のような長期の景気停滞を招来する恐れ。

(3) 一方、英国では、バランスシート調整、住宅価格調整が進展しているものの、調整は道半ば。すなわち、家計債務の可処分所得比率は、2008年1～3月期をピークに低下しているものの、160%台と依然歴史的な高水準。住宅価格に関しても、名目GDPと対比すれば調整は不十分。家計のバランスシート調整や住宅価格の下落が引き続き景気下押しに作用する見通し(図表4-4)。

こうした前提の下、以下、米国ならびに欧州の景気の先行きについて個別に検討。



## 雇用の増加を起点とした個人消費の増勢加速は当面期待薄

### 3. 当面のポイント

#### (イ) 米国

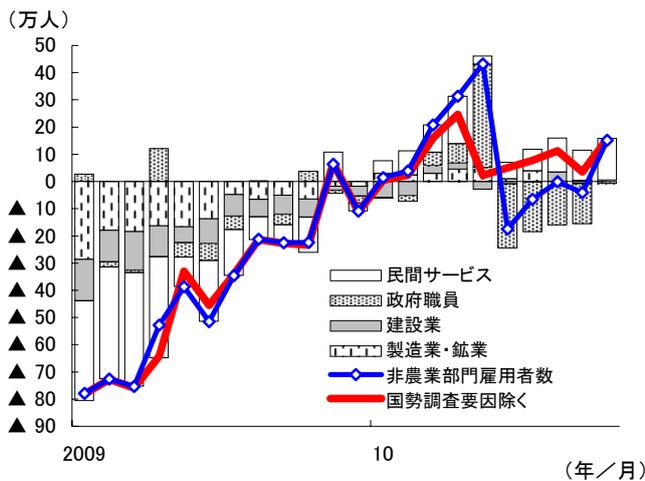
(1) 家計のバランスシート調整に進展がみられる一方、雇用環境は停滞感の強い状況が続いており、「雇用者数の増加→家計の所得拡大」を通じて個人消費の増勢が加速するという好循環には至らず。非農業部門雇用者数は、国勢調査に伴う臨時雇用の終了により、2010年央にかけて減少。そうした特殊要因を除いてみても、春先以降増勢が頭打ち。年初からの雇用増は平均すると月+8万人強と、力強さを欠く状況(図表5-1)。

(2) 業種別にみると、建設業と政府部門の雇用減が全体の伸びを抑制(図表5-2)。建設業は、前回の景気拡大期には住宅市場の盛り上がりを受け、多くの雇用を創出したものの、2007年以降、市場の低迷に伴い雇用者数は大きく減少。2010年入り後も、政府の購入支援打ち切り等を背景に住宅販売・着工の低迷が続いており、今後も目立った雇用創出は期待薄。政府部門においても、厳しい財政状況に直面するなか、州・地方政府を中心に公務員数の抑制が続く見込み。

(3) 加えて、職種・地域間で雇用のミスマッチが拡大していることも、雇用回復を阻害する一因となる公算。企業の採用意欲の改善を反映し、求人数が増加傾向にある一方、新規採用者数は、春以降増勢が頭打ちになっており、企業の求人増加が雇用増に結びついていないことを示唆(図表5-3)。失業者のスキル不足や住宅市況の悪化が、職種・地域をまたいだ労働力の円滑な就業を阻害している可能性。

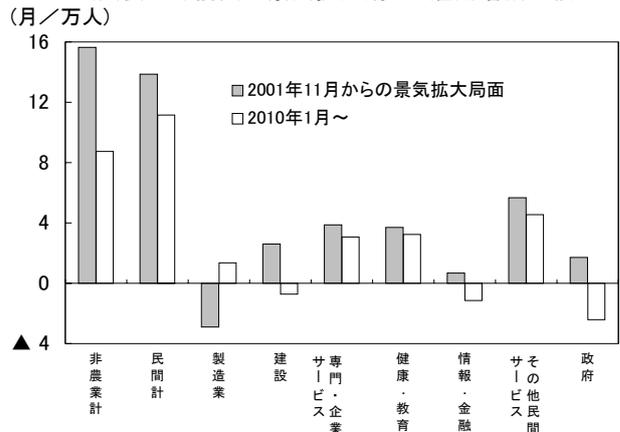
(4) ちなみに、過去の雇用増減と個人消費の関係を見ると、「雇用増月+10万人以上、個人消費年率+2%超」になると自律的な成長へ(図表5-4)。当面、雇用の増加ペースは緩やかなものにとどまるとみられ、個人消費も力強さを欠いた状況が続く公算。

(図表5-1) 非農業部門雇用者数(前月差)の推移



(資料) Bureau of Labor Statistics

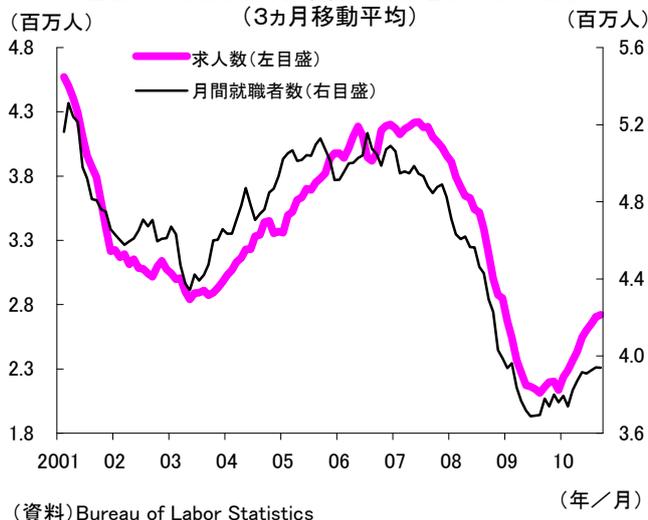
(図表5-2) 前回の景気拡大期との雇用増減比較



(資料) Bureau of Labor Statistics

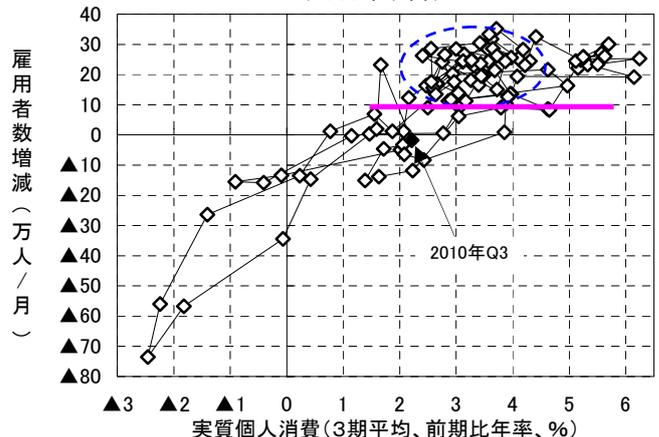
(注) 景気拡大局面における雇用者数のボトムとピークを基準に月当たりの平均増減を算出。雇用者数の明確なピーク、ボトムがみられなかった製造業、健康・教育については、景気の高、谷を基準に算出。

(図表5-3) 民間部門新規採用者数と求人数の推移



(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表5-4) 雇用増減と個人消費の関係 (1985年以降)



(資料) Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis

(注) 米同時多発テロ発生後、個人消費が急増した2001年Q4を除く。

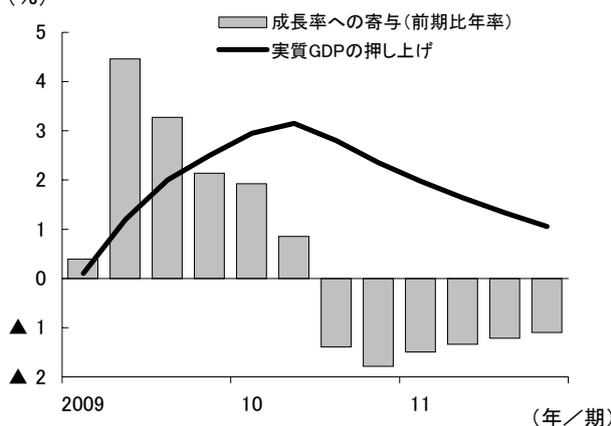
## 既存景気対策の効果が剥落するも、新たな対策の策定は困難な状況

(1) これまで景気持ち直しを支えてきた財政政策についても、オバマ政権が2009年2月に策定した8,000億ドル規模の景気対策（ARRA）は、10年9月末までに、予定される支出の7割近くが終了。景気押し上げ効果は、7～9月期には前期比ベースでマイナスに転化（図表6-1）。こうしたなか、オバマ大統領は、企業減税を柱とした追加景気対策を策定することで、景気を下支えする方針。

(2) もっとも、11月2日の中間選挙で、財政赤字拡大に反対し政府の規模縮小を公約に掲げた共和党が大きく躍進（図表6-2）。下院で過半数を獲得し、上院でも改選前の41議席から47議席（定数100）に議席数を拡大。連邦政府の財政赤字は、景気対策に伴う歳出増と税収の伸び悩みにより過去最大規模に拡大しており、オバマ政権が目指す追加景気対策の成立・実施は困難な状況（図表6-3）。

(3) 共和党は、雇用・景気対策として増税・規制の撤廃を主張。2010年末に期限を迎える前ブッシュ政権が導入した減税措置（所得税や配当税などが対象）に関しても、オバマ大統領が年収25万ドル以上の富裕層に対する減税を打ち切り実質的な増税を行う方針であるのに対し、共和党は富裕層も含めた完全恒久化を主張。中・低所得者層を含めた減税措置の失効を回避するため、最終的には、期限（2年程度）を設けた上で全所得者層の減税を延長する方法などで妥協が図られる公算。もっとも、年収25万ドル以上の世帯は全体の2%程度であることに加え、中・低所得者層に比べ減税が消費拡大を促す効果も小。このため、富裕層の減税が延長されても、景気を押し上げる効果は小さく、2011年の成長率への影響は+0.2%程度にとどまる見込み（図表6-4）。

(図表6-1)ARRA経済対策の景気押し上げ効果



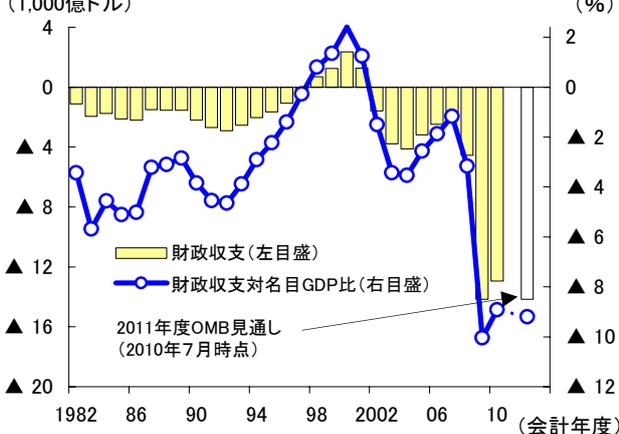
(資料) Congressional Budget Office, Bureau of Labor Statistics  
 (注1) 景気押し上げ効果は、CBOによる試算(低位推計と高位推計の中央値)。  
 (注2) 2011年の四半期の数値、11年の暦年の数値を、10年、12年の暦年値をもとに四半期分割。

(図表6-2) 共和党の選挙公約

<b>基本方針</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財政規律を重視し、政府の規模を縮小</li> <li>・雇用の減少につながる増税・規制を撤廃</li> </ul>
<b>歳出削減</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・初年度に最低でも1,000億ドルの債務削減を目標</li> <li>・未執行の景気対策については即時中止</li> <li>・非国防分野の公務員の採用を凍結</li> <li>・TARP(不良資産買取プログラム)の終了</li> <li>・ファニーメイ・フレディマックの改革(政府の介入や資産規模を縮小)を通じて公的資金の投入を抑制</li> <li>・裁量的経費に厳しい上限を課すことで将来的な支出拡大を抑制</li> </ul>
<b>税制</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・来年以降予定されている増税を全て中止</li> <li>・ブッシュ減税は富裕層も含め完全恒久化</li> <li>・中小企業には、事業所得の20%相当の税控除実施</li> </ul>
<b>その他</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融規制改革、医療保険制度改革の見直し</li> </ul>

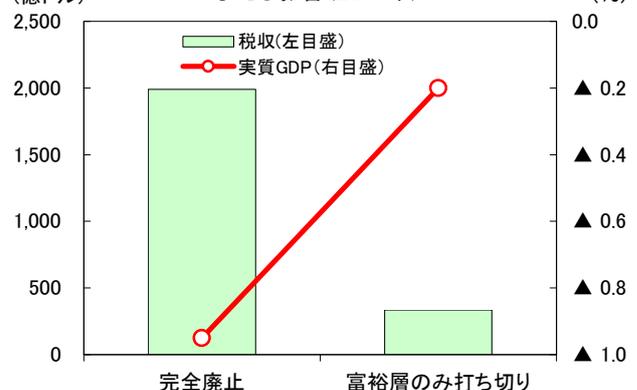
(資料) A PLEDGE TO AMERICA、などをもとに日本総研作成。

(図表6-3) 連邦政府財政収支の推移



(資料) Department of The Treasury, Office of Management and Budget  
 (注1) 会計年度は前年10月～当年9月。  
 (注2) OMBの2011年度見直しには、オバマ大統領が9月に策定を表明した追加景気対策の影響は含まれず。

(図表6-4) ブッシュ減税廃止が税収・実質GDPに与える影響(2011年)



(資料) Tax Policy Center, CBOをもとに日本総研作成。  
 (注1) 税収への影響は、2011会計年度ベース。  
 (注2) 実質GDPへの影響は、CBOが試算したブッシュ減税延長・恒久化の影響(低位推計と高位推計の中央値)をもとに日本総研作成。

## 新興国の高成長に支えられ、輸出は底堅さを維持する見込み

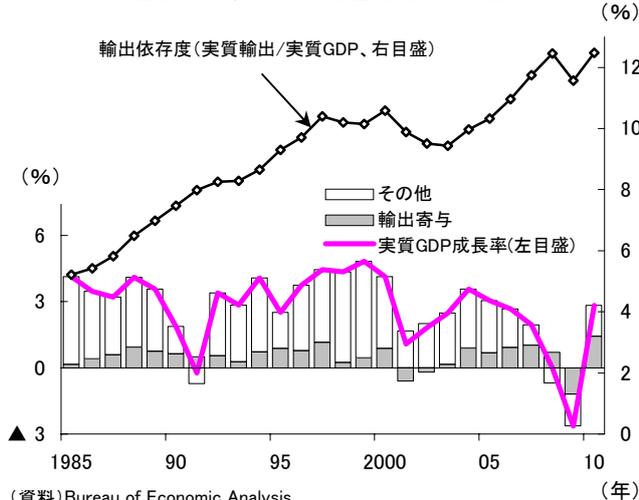
(1) このように、雇用の増加を通じた個人消費の拡大や、政府の財政出動が景気の牽引役に成り難いなか、景気の下支え役として輸出の増加が期待。2000年代半ば以降、個人消費など内需の伸びが鈍化するなか、輸出の増加が成長率を押し上げ、2009年7～9月期以降は景気持ち直しを牽引。実質GDPに占める輸出の割合は12%強に上昇しており、輸出の好不調が経済に与える影響も増大(図表7-1)。

(2) 輸出比率が上昇に転じた2003年から2010年にかけての財輸出を国・地域別にみると、最大の輸出先であるカナダ向けをはじめ、EUやメキシコ向けなどが+50%前後の増加にとどまる一方、中国や中南米など新興国向けは2.5倍～4倍に増加(図表7-2)。新興国の需要拡大が、米国の輸出増加を牽引。

(3) 足許では、政策効果の一巡による中国の成長ペース鈍化や、南米諸国の利上げに伴う生産活動の減速を受け、輸出の増勢にもやや頭打ち感。もっとも、これら新興国経済は、基本的に堅調な成長が持続する見通し。中国や中南米諸国の2011年の成長率は、リーマン・ショック後の落ち込みから急回復した2010年に比べ鈍化するものの、先進国を上回る経済成長が続く見込み。これら新興国経済の高成長に支えられ、米国からの輸出も高い伸びが続く公算(図表7-3)。

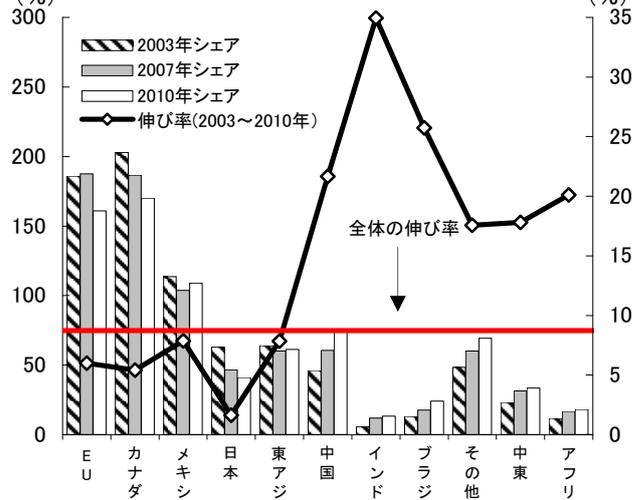
(4) 加えて、6月以降、対主要国通貨を中心にドル安が進行していることも、輸出の下支えに。足許のドル安の影響は、2011年入り後、徐々に顕在化する見込み(図表7-4)。

(図表7-1) 輸出依存度と実質GDP成長率



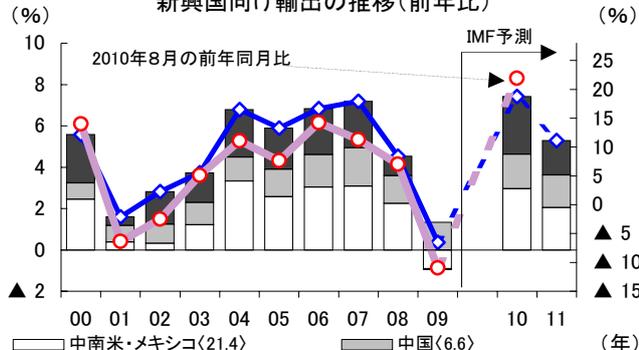
(資料) Bureau of Economic Analysis  
(注) 2010年は1～9月値(実質GDP成長率は1～6月の前年同期比)。

(図表7-2) 国・地域別財輸出シェアと伸び率



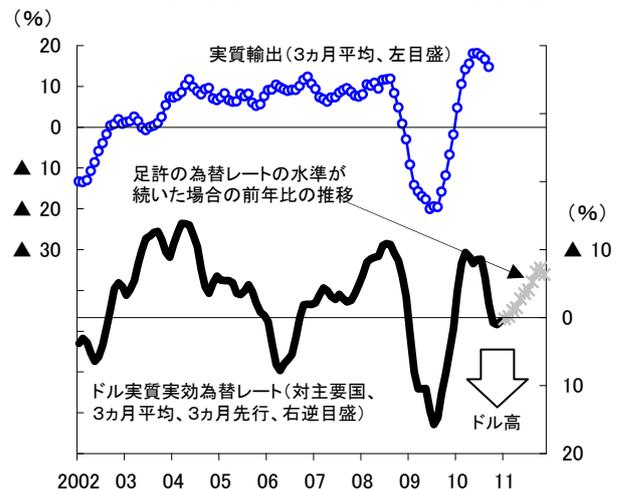
(資料) U.S. Census Bureau  
(注) 伸び率は1～8月の金額で計算。

(図表7-3) 貿易ウェイトでみた新興国の経済成長と新興国向け輸出の推移(前年比)



(資料) Bureau of the Census, Bureau of Labor Statistics, IMF  
(注1) アジア・中南米向け実質輸出は、中南米、メキシコ、中国、ASEAN、NIEs、インドの合計。輸出物価を用いて実質化。新興国実質GDPは、これら地域の実質GDPを指数化し、輸出ウェイトで加重平均。  
(注2) 〈〉内は、2009年の輸出総額に占める割合。

(図表7-4) ドル実効為替レートと実質輸出の推移(前年比)



(資料) Bureau of the Census, FRB

## 輸出の持ち直しが続くものの、増勢は鈍化

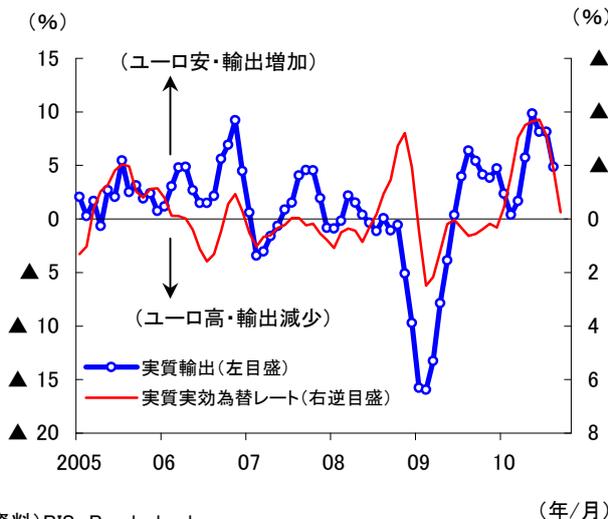
### (ロ) ユーロ圏

(1) ユーロ圏景気は外需を牽引役とした持ち直しが持続。国別にみれば、財政赤字問題を抱えるPIGS諸国（ポルトガル・アイルランド・ギリシャ・スペイン）向け輸出比率が少なく、ユーロ圏域外向け輸出比率が高いドイツや、ドイツ向けが多いオーストリア・オランダ・ベルギーなどが堅調に推移。

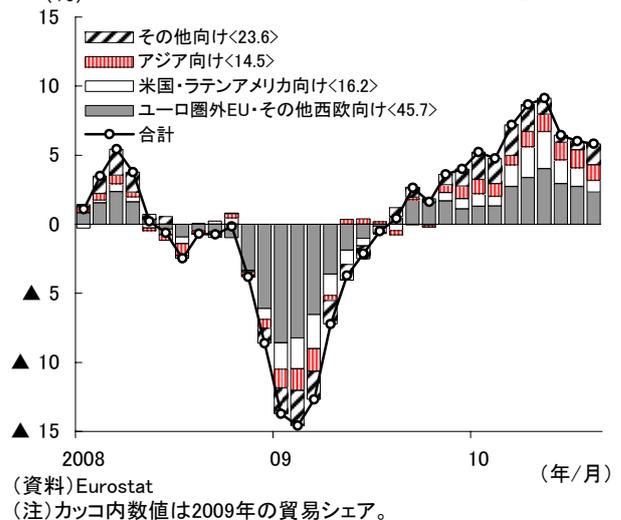
(2) 今後も新興国での高成長が続くなか、輸出増加がユーロ圏景気を牽引する見込み。もっとも、以下の2点を主因に輸出の増勢は次第に鈍化していく公算大。第1に、2010年初来の急速なユーロ安の一服。世界的な通貨安競争が激化するなか、実質実効為替レートは2010年夏以降、ユーロ高傾向に転換。これまで域外向け輸出を牽引してきたドイツの輸出増勢は今後鈍化が避けられない見通し（図表8-1）。第2に、輸出シェアの大きい米国・英国の成長鈍化。高成長が続くアジア新興国向けは堅調推移が期待されるものの、米国・英国向けの増勢鈍化が輸出全体の伸びを抑制（図表8-2）。

(3) 一方、①輸出の増勢鈍化を受けた輸入原材料や中間財需要の増勢鈍化に加えて、②ユーロ圏各国が緊縮財政を行うなか、個人消費低迷を受けた輸入最終財需要の低迷、等を背景に輸入の増勢も大幅に鈍化する見込み（図表8-3）。この結果、純輸出の実質GDPへの寄与度は今後もプラスで推移する見通し（図表8-4）。

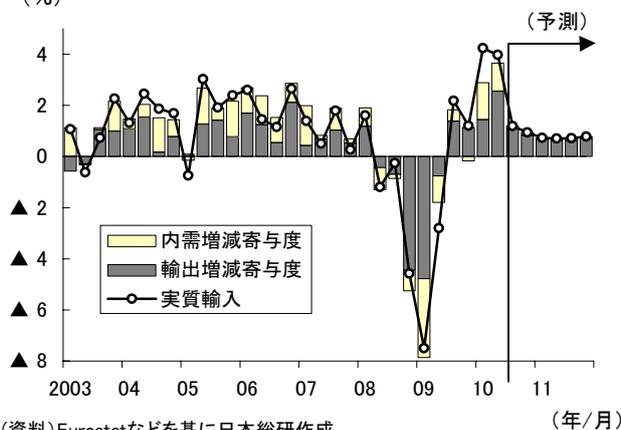
(図表8-1)ドイツの実質輸出とユーロ実質実効為替レートの推移(後方3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)



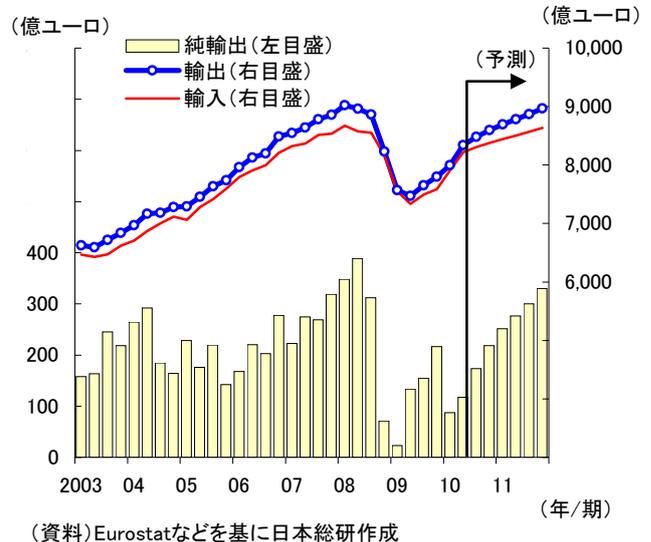
(図表8-2)ユーロ圏の輸出先別名目輸出の推移(後方3ヵ月移動平均、3ヵ月前比)



(図表8-3)ユーロ圏の実質輸入の推移(前期比)



(図表8-4)ユーロ圏の実質輸出入の推移(SNAベース)



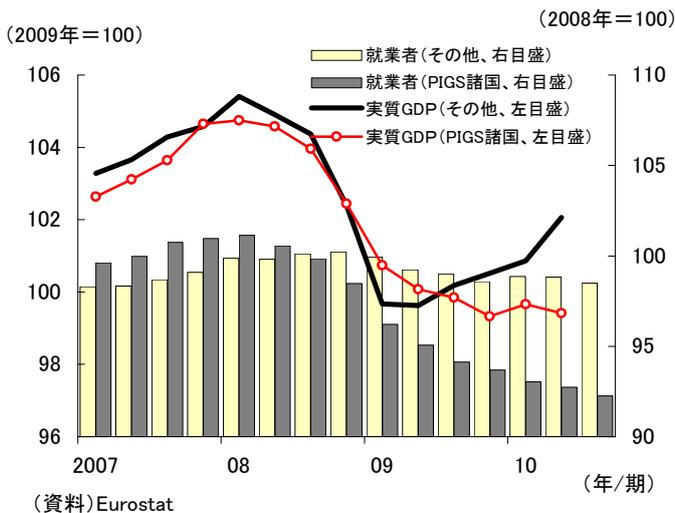
## 2011年からドイツをはじめとした主要国で緊縮財政着手

(1) 2010年春以降、債務危機に見舞われたPIGS諸国は、信用不安払拭のため緊縮財政を断行。この結果、その他ユーロ圏諸国の景気は持ち直しが明確化しているものの、PIGS諸国の景気は大幅に悪化。雇用も減少が持続(図表9-1)。

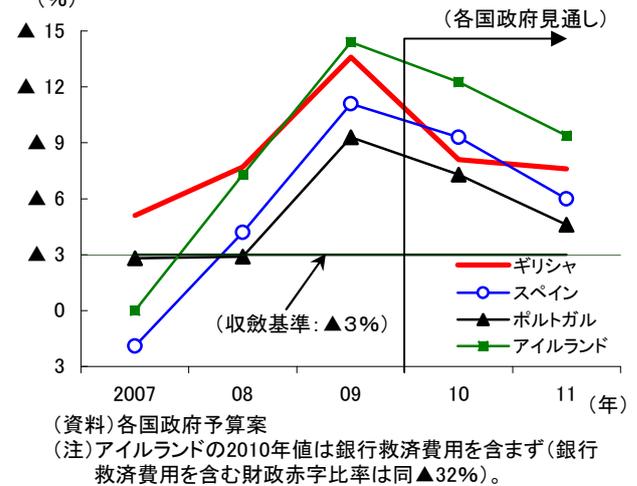
(2) PIGS諸国では、緊縮財政により財政赤字の削減が進展しているものの、財政赤字対名目GDP比率は依然としてユーロ収斂基準(同3%未満)を大幅に上回る水準で推移(図表9-2)。ソブリンリスクが払拭されないなか、各国は景気悪化にもかかわらず、緊縮財政の継続を余儀なくされている状況。中期財政計画によると、各国とも毎年GDP比2~3%の財政赤字を削減する方針であり、景気のさらなる悪化は避けられない見通し。

(3) 2011年入り後は、PIGS諸国に加えて、ドイツ・イタリアなどでも緊縮財政が本格化する見通し(図表9-3)。ドイツは、2010年6月に従来掲げていた240億ユーロの減税公約を撤回するとともに、企業向け補助金や低所得者向けの手当の見直しを発表。フランスでも、2011年入り以降、年金支給開始年齢の段階的な引き上げや税制優遇策の廃止などを実施。イタリアも公務員人件費の削減や地方への補助金を大幅に削減する計画。経済規模の大きい国での緊縮財政を受けて、オランダ・ベルギー・オーストリアなど周辺国の景気も輸出減少を通じて下押しされる恐れ(図表9-4)。総じてみれば、PIGS諸国の緊縮継続、ドイツをはじめとした主要国の緊縮着手を受けてユーロ圏の内需停滞感是一段と強まる公算大。

(図表9-1) PIGS諸国の実質GDPと就業者数の推移



(図表9-2) PIGS諸国の財政収支対名目GDP比率の政府見通し

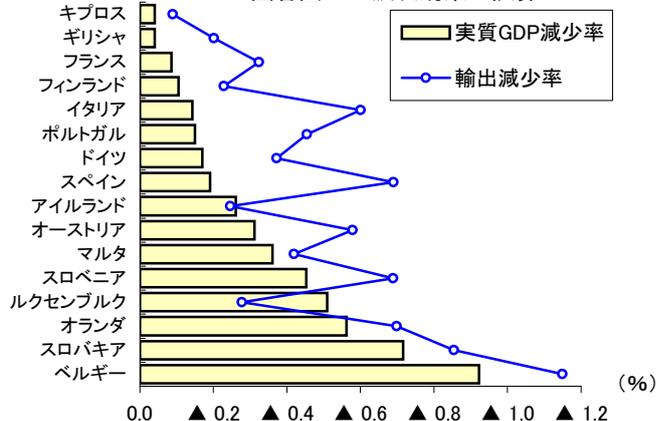


(図表9-3) ドイツ・フランス・イタリアの歳出削減計画概要

	財政収支対名目GDP比 (%)			2011年以降の削減項目・規模
	実績		予測	
	2009年	2010年	2011年	
ドイツ	▲ 3.0	▲ 4.5	▲ 3.7	2011~2014年の間に816億ユーロ(2009年GDP比2.7%相当)の歳出削減。①240億ユーロ規模の減税公約撤回、②失業者・低所得者向け手当の見直し、③企業の向け補助金削減などを実施。
フランス	▲ 7.5	▲ 7.7	▲ 6.0	年金支給開始年齢の段階的引き上げ、高所得者や利子所得への新税導入。
イタリア	▲ 5.3	▲ 5.0	▲ 3.9	2011~12年にかけて240億ユーロの歳出削減。①公務員賃金凍結・採用抑制②地方自治体向けの歳出削減を実施。

(資料) 欧州委員会、各国政府、IMFを基に日本総研作成。  
(注) ドイツの予測値はIMF見通し、フランス・イタリアの予測値は政府予算案の見通し。

(図表9-4) ドイツ・フランス・イタリアの緊縮財政によるユーロ圏各国への波及効果の試算



(資料) Eurostatを基に日本総研作成  
(注) ドイツ・イタリアの輸入の総需要に対する弾力性を推計後、図表9-3の2011年の財政赤字削減率と2009年のユーロ圏各国の貿易構造をもとに輸出減少額を試算。

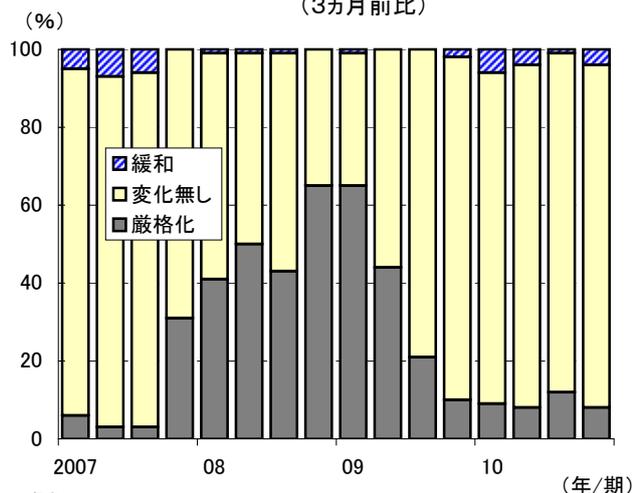
## ソブリンリスクが残存、金融面からの下押し圧力は解消されず

(1) 2010年春のギリシャ危機を受け、5月にギリシャへの緊急融資策、ギリシャ以外の財政赤字国を念頭に置いたユーロ緊急安定化策が打ち出されたほか、7月にはストレステストが実施されたものの、金融市場の信用不安は根強く残存。ユーロ圏金融機関の貸出態度は、一昨年末に大幅に厳格化された後ほとんど緩和されない状況が持続(図表10-1)。今後についても、以下を勘案すれば、貸出抑制傾向は当面解消されない公算大。

(2) まず、2009年以降のユーロ圏貸出残高減少の主因となったスペイン・アイルランドでは、①住宅バブル期の過剰貸出の調整が依然続いていること、②延滞率の上昇・住宅価格の下落に歯止めがかかっていないこと、③緊縮財政を受けた倒産増加による不良債権増加懸念、などが貸出抑制に作用し続ける見込み(図表10-2)。加えて、アイルランドやポルトガルでの財政再建の遅れ等を背景に、PIGS諸国の長期国債の対独スプレッドが拡大するなど、ソブリンリスクは足元で再燃(図表10-3)。PIGS諸国向け対外与信や当該国債保有の多い国への信用不安の波及が懸念されており、オランダ・ドイツなどでも貸出抑制傾向が続く公算大(図表10-4)。

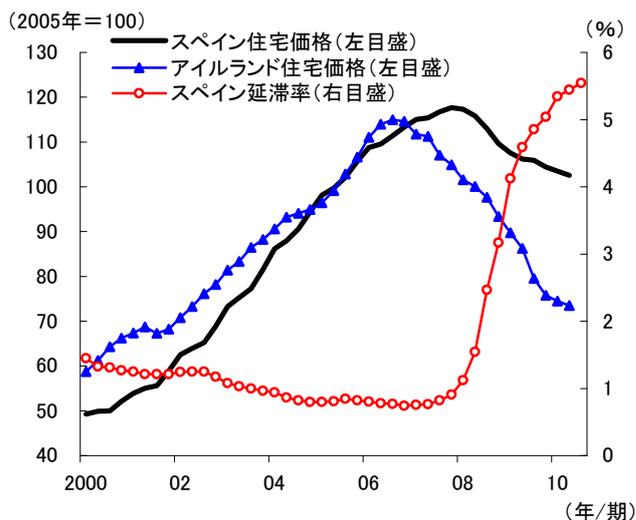
(3) こうした金融機関の貸出抑制傾向の長期化は、企業の設備投資や住宅投資を遅らせるとともに、マネーサプライの増勢鈍化を通じてデフレ圧力として作用し続ける見通し。

(図表10-1)ユーロ圏金融機関の企業向け融資態度の推移  
(3カ月前比)



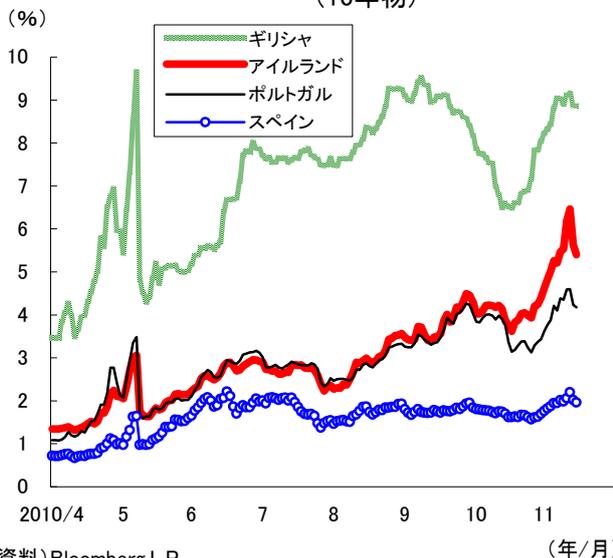
(資料) ECB, Eurostat  
(注) 2010年Q4は先行き期待値。

(図表10-2)スペイン・アイルランドの延滞率・住宅価格の推移



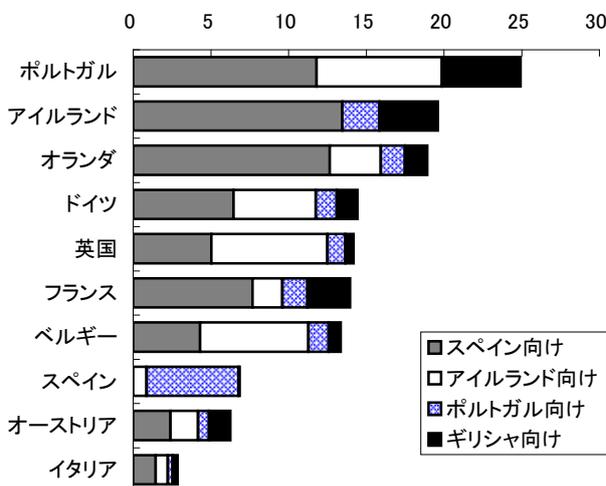
(資料) Bank of Spain, ESRI&Permanent TSB

(図表10-3)PIGS諸国の対独国債スプレッドの推移  
(10年物)



(資料) Bloomberg.LP

(図表10-4)欧州各国銀行のPIGS向け与信額  
(対名目GDP比率、2010年3月末時点)(%)



(資料) BIS, Eurostatを基に日本総研作成  
(注) 名目GDP比率はドルベースで計算。

## 2011年から緊縮財政が本格化

### (ハ) 英国

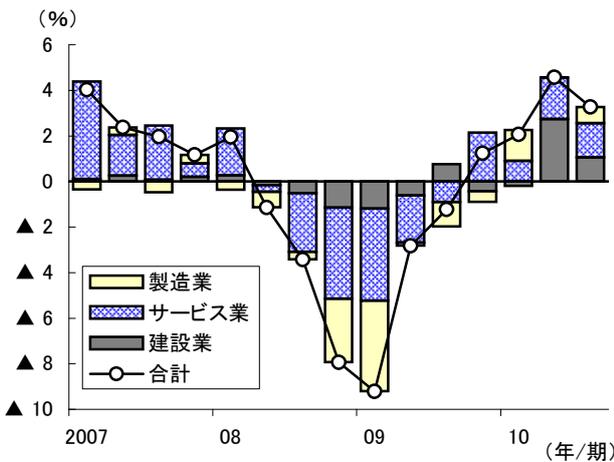
(1) 英国景気は、各種景気対策が打ち切られたにもかかわらず、2010年7～9月期までは予想以上に堅調に推移（図表11-1）。もっとも、先行きを展望すると、2011年入り後からの緊縮財政の本格化を受けて、景気が再び悪化する恐れ。

(2) 政府の中期財政再建計画では、一部公務員の2年間の賃上げ停止や49万人の人員数削減などの人件費削減措置に加えて、付加価値税率引き上げ・銀行税導入などの増税、子供手当などの福祉給付の支給制限などを行うことで、現在10%を上回る財政赤字対名目GDP比率を2015年までに1%台まで縮小することを計画（図表11-2）。これらの緊縮財政を控え、消費者マインドは新政権発足後から大幅に悪化しており、先行き個人消費は悪化に向かう公算大。

(3) 加えて、家計のバランスシート調整圧力も個人消費抑制に作用。家計金融債務の対総資産比率は低下しているものの、依然高水準で推移（図表11-3）。当面は債務圧縮に向け、貯蓄率の高止まり傾向が続く見込み。

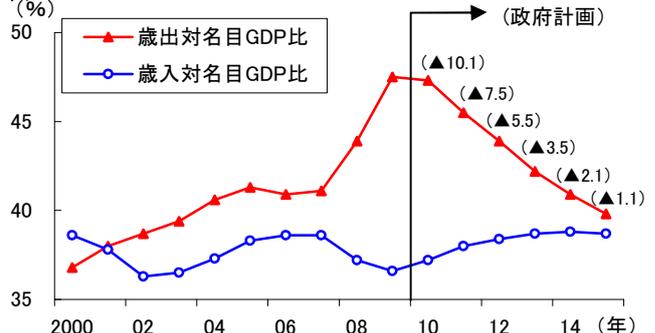
(4) 緊縮財政やバランスシート調整圧力を背景に低成長が続くなか、需給ギャップの顕著な縮小は困難。2%を超える成長が実現しない限り、賃金の増勢加速は期待できず、デフレリスクがくすぶり続ける見通し（図表11-4）。量的緩和など、金融面からの下支えが不可欠に。

(図表11-1) 英国の実質GDP成長率の推移(前期比年率)



(資料)ONS

(図表11-2) 英国の中期歳出入計画と主な歳出削減策



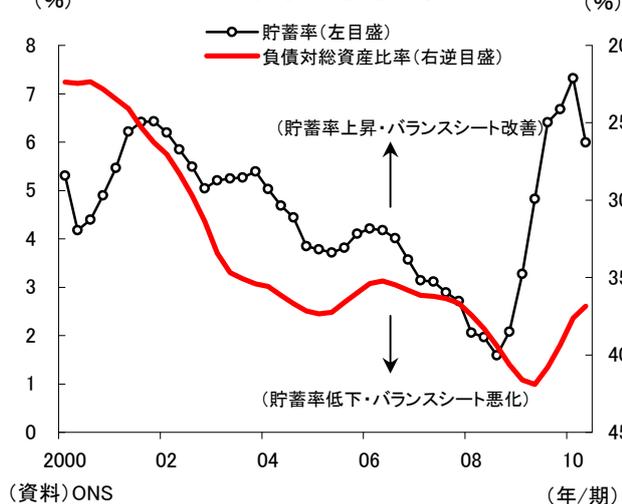
主な歳出削減策(今後4年間で830億ポンド削減)

- ・公務員給与の賃上げ凍結(2年間)、49万人削減(4年間)
- ・2020年までに年金支給開始年齢を引き上げ(65歳→66歳)
- ・子供手当の支給制限などにより、福祉手当を毎年70億ポンド削減
- ・今後4年間で国防費を8%削減

(資料)HM Treasury

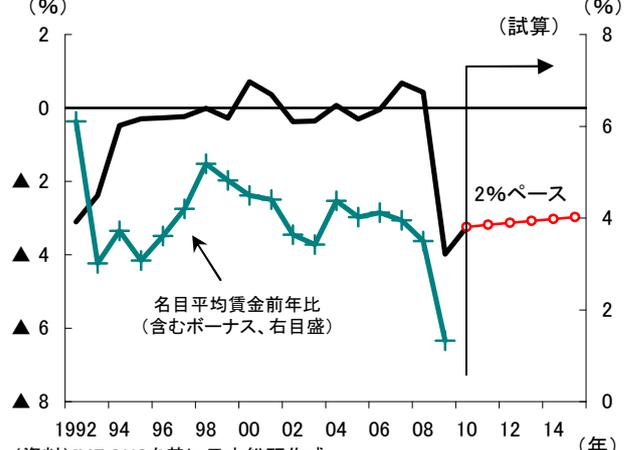
(注) 図中カッコ内数値は財政収支対名目GDP比率。

(図表11-3) 英国の貯蓄率と家計金融負債対総資産比率の推移(後方4期移動平均)



(資料)ONS

(図表11-4) 英国のGDPギャップと平均賃金の推移



(資料)IMF,ONSを基に日本総研作成

(注)2009年まではIMF推計値、2010年値は日本総研見込値。2011年以降の潜在成長率は2000～09年の平均値(+1.9%)と仮定。

## 米国：景気底割れは回避も、緩慢な成長ペースが続く見通し

### 4. 成長率見通し

#### (イ) 米国

(1) 米国経済は、家計のバランスシート調整、住宅・商業用不動産市場の価格調整の進展に伴う下押し圧力の減衰に加え、新興国向けを中心とした輸出の増加に支えられ、景気の底割れは回避される見通し。

(2) もっとも、これまで景気持ち直しに作用してきた大型景気対策の効果が剥落していく一方、財政規律を重視し政府の規模縮小を公約に掲げる共和党が下院で過半数を占めるなか、財政赤字拡大を伴う追加景気対策の策定は困難な状況。加えて、雇用・所得環境の改善の遅れが足かせとなるため、個人消費の力強い回復は期待薄。

(3) 結果として、2011年の米国経済は2%台半ばと見られる潜在成長率を下回る緩慢な成長ペースが続き、通年の実質GDP成長率は+1.9%にとどまる見込み(図表12-1)。

(4) 物価面では、FRBの量的緩和に伴うドル安が物価押し上げに作用するものの、大幅な需給ギャップのマイナスが続くもとの、賃金・物価への下押し圧力が持続。コアベースのインフレ率は前年比1%程度で推移する見通し(図表12-2)。

(図表12-1)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)

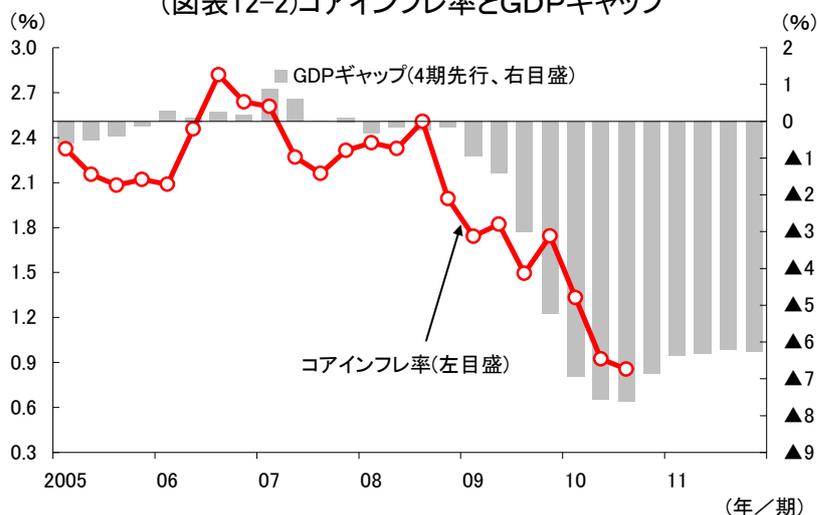
	2010年				2011年				2010年	2011年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)	(予測)
実質GDP	3.7	1.7	2.0	1.4	1.9	2.0	2.1	2.3	2.7	1.9
個人消費	1.9	2.2	2.6	1.9	1.9	2.0	2.1	2.2	1.6	2.1
住宅投資	▲12.3	25.7	▲29.1	▲1.2	2.4	2.6	3.0	3.1	▲3.5	▲1.5
設備投資	7.8	17.2	9.7	4.5	3.5	3.7	3.9	4.2	5.5	5.4
在庫投資	2.6	0.8	1.4	▲0.6	▲0.1	▲0.0	0.0	0.1	1.5	0.1
政府支出	▲1.6	3.9	3.4	▲2.3	0.4	0.7	0.5	0.2	1.0	0.9
純輸出	▲0.3	▲3.5	▲2.0	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	▲0.7	▲0.4
輸出	11.4	9.1	5.0	5.2	5.8	6.2	6.3	6.6	11.3	6.0
輸入	11.2	33.5	17.4	2.2	4.0	4.5	4.7	4.8	13.9	7.0
実質最終需要	1.1	0.9	0.6	2.0	1.9	2.1	2.1	2.2	1.1	1.8
消費者物価	2.4	1.8	1.2	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4	1.6	1.4
除く食料・エネルギー	1.3	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0

予測 →

(資料)Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

(注)在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

(図表12-2)コアインフレ率とGDPギャップ



(資料)Congressional Budget Office, Bureau of Labor Statistics

(注)2010年10-12月期のGDPギャップは、当社見通しをもとに算出。

## 外需の鈍化、内需低迷を受けて低調な景気が続く見込み

### (ロ) 欧州

(1) ユーロ圏景気は、各種政策効果が剥落するなか、今後成長ペースは大幅に鈍化する見通し。2011年入り以降は、新興国向け輸出の増加が引き続き押し上げに作用するものの、①財政緊縮を進める南欧諸国の低迷持続、②ユーロ安効果の一巡を受けた輸出の増勢鈍化、③ドイツ・イタリアなど主要国での緊縮財政着手を受けた内需の停滞感の強まり、などを背景に景気は低迷が長期化する見込み。

(2) ユーロ圏のインフレ率は、目先ユーロ安に伴う輸入物価面からの押し上げ影響が続くものの、2011年入り以降は、①各国での緊縮財政を受けたデフレ圧力が強まり、②ユーロ安効果の一巡などを主因に徐々に低下していく見通し(図表13-1)。

(3) 英国景気は、①家計のバランスシート調整、②主力産業である金融業の低迷、③緊縮財政の本格化を主因に、成長率が大幅に鈍化する見通し。なかでも、2011年1～3月期は、付加価値税引き上げを受けた駆け込み需要の反動から、個人消費を中心にマイナス成長に転じる公算。

(4) 英国のインフレ率は、景気低迷が下押し圧力として作用するものの、2010年中はポンド安に伴うエネルギー価格の上昇が、2011年入り後は付加価値税の引き上げが上昇圧力として作用するため、当面は前年比+3%前後で推移する見通し(図表13-2)。

(図表13-1) ユーロ圏経済見通し

(前年比、四半期は季節調整済前期比年率)

	2010年				2011年				2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	1.4	3.9	1.5	1.2	0.8	0.7	0.8	0.9	▲ 4.0	1.7	1.1
個人消費	0.7	0.7	0.9	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	▲ 1.1	0.6	0.5
政府消費	0.9	2.0	0.7	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	2.4	1.1	0.6
総固定資本形成	▲ 1.4	6.1	▲ 2.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 0.8	0.0	0.1	▲ 11.3	▲ 1.6	▲ 0.5
在庫投資	3.8	1.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0	0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.7	1.3	0.1
純輸出	▲ 2.7	0.6	0.9	0.9	0.7	0.5	0.5	0.6	▲ 0.8	0.1	0.7
輸出	10.3	18.4	7.0	5.7	4.5	4.1	4.0	4.5	▲ 13.1	9.6	5.7
輸入	18.1	16.9	4.3	3.6	3.0	3.0	3.0	3.2	▲ 11.8	9.5	4.1

予測

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前期比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。

(図表13-2) 主要国別経済成長率・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率)

	2010年				2011年				2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
ユーロ圏											
実質GDP	1.4	3.9	1.5	1.2	0.8	0.7	0.8	0.9	▲ 4.0	1.7	1.1
消費者物価指数	1.1	1.5	1.7	1.9	1.8	1.2	0.9	0.7	0.3	1.4	0.7
ドイツ											
実質GDP	2.3	9.5	2.8	2.4	1.4	1.2	1.0	1.2	▲ 4.7	3.5	2.1
消費者物価指数	0.8	1.0	1.2	1.5	1.5	1.1	1.0	0.7	0.2	1.2	1.1
フランス											
実質GDP	0.8	2.7	1.6	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	▲ 2.5	1.5	1.2
消費者物価指数	1.5	1.8	1.8	1.8	1.4	1.1	1.0	0.9	0.1	1.7	1.1
英国											
実質GDP	1.8	4.7	3.3	2.0	▲ 0.5	0.8	0.5	0.5	▲ 5.0	1.8	1.2
消費者物価指数	3.3	3.4	3.1	2.9	3.0	2.4	2.3	2.0	2.2	3.2	2.4

予測

## 行き過ぎた米量的緩和は資源価格高騰や長期金利上昇を招く恐れ

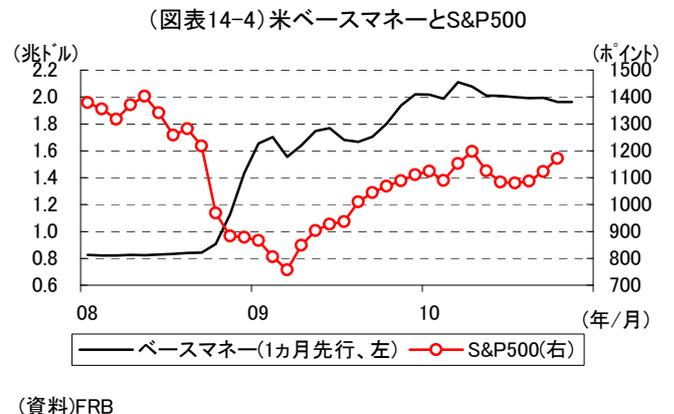
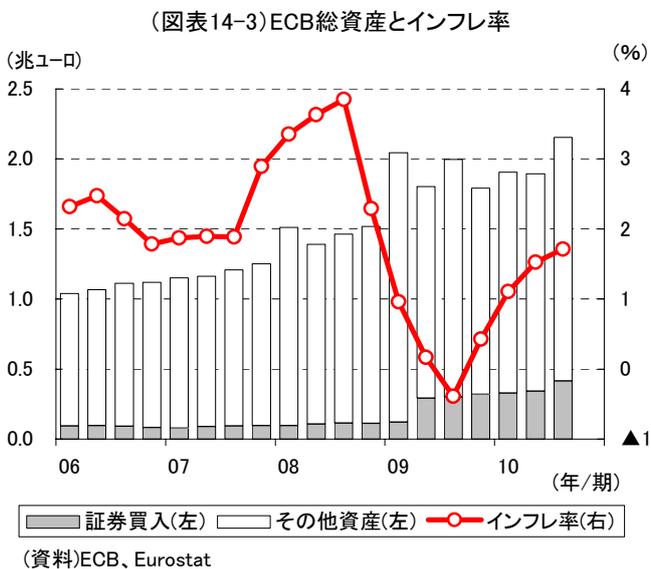
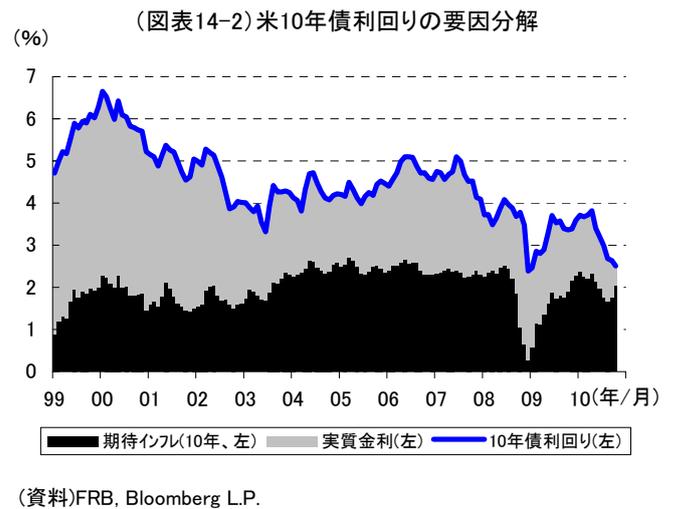
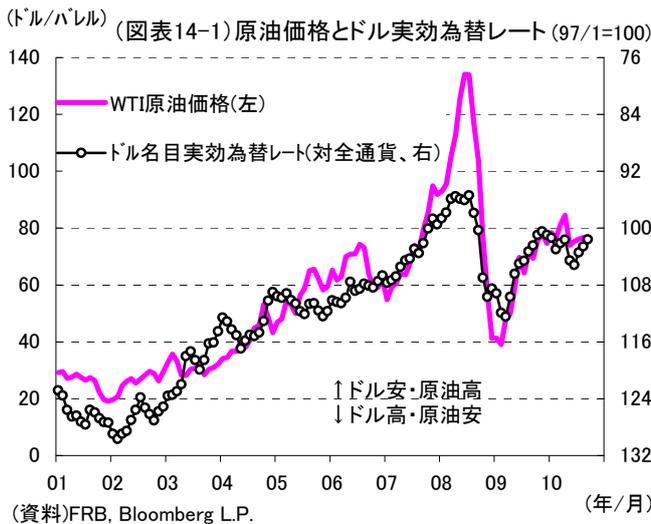
### 5. リスク要因

(1) 叙上のメインシナリオに対する主たるリスクは、米国の量的緩和による副作用が顕在化するケース【下振れシナリオ】。

(2) 米国の量的緩和に伴い大幅なドル安が進行すれば、米国の輸出は上振れるものの、原油などの資源価格が高騰する恐れ(図表14-1)。資源価格の高騰は、個人消費の下振れを招来。また、FRBの対応次第では、デフレインドの払拭という所期の目的を外れた好ましからざるインフレ期待の高まりを招き、長期金利が上昇、各種経済活動を阻害するリスクも(図表14-2)。

(3) ECBの政策対応も、景気を下振れさせるリスク要因に。すなわち、ECBは国債買い入れ等を通じて事実上PIGS諸国の財政ファイナンスを支援。一方、インフレ率は政策目標である2%に接近(図表14-3)。インフレ警戒スタンスが強い従来からのECBの政策姿勢を踏まえると、「出口戦略」に早期に着手する可能性。その場合には、PIGS諸国の財政破綻懸念が意識され、金融機関が域内各国の国債を大量に保有するなか、金融システム不安を再燃させる恐れ。

(4) 逆に、米国の量的緩和をきっかけに、世界的に株式をはじめとするリスク資産投資が活発化すれば、資産効果により個人消費がメインシナリオ以上に堅調に推移する可能性も(図表14-4)。ちなみに、米国の場合、10%の株高により実質個人消費は0.2~0.3%押し上げられると試算【上振れシナリオ】。



10%の資産価格上昇の実質個人消費押し上げ効果

	(%ポイント)
住宅価格	0.79
株価	0.24

(資料)米商務省、S&Pを基に日本総合研究所試算。  
(注)住宅価格はS&P/ケースシャー全米住宅価格指数、株価はS&P500を使用。