

News Release

# 2011年年央米欧経済見通し

～失速は回避も、脆弱な景気回復が持続～

2011年6月27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. 2011年前半の米欧経済	1
2. 当面の米欧経済のポイント	2
(1) 米国	
(イ) 景気減速の背景	
(ロ) 堅調な設備投資	
(ハ) 力強い拡大が期待できない個人消費	
(ニ) 重石となる歳出削減圧力	
(2) 欧州	
(イ) 欧州債務問題の行方	
(ロ) ドイツ経済の牽引力	
(ハ) 低迷が長期化するP I G S諸国	
(ニ) 低迷が続く英国経済	
3. 米欧経済見通し	11
(1) 米国経済	
(2) ユーロ圏経済・英国経済	
4. 米欧金融政策の行方	13
(イ) 米国	
(ロ) ユーロ圏	
5. リスクシナリオ（原油価格上振れ）	15

※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て配布しております。

(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 主任研究員 牧田 健 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. 米欧経済は、昨年来の米国の量的緩和拡大に伴う株高などを背景に、今春にかけて持ち直し。その後、食料品・エネルギー価格の高騰やユーロ高など量的緩和拡大の副作用が顕在化し、景気は急減速。
2. 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
    - (イ) **堅調な設備投資**：企業部門が底堅さを維持するなか、設備投資は堅調に推移し、景気を下支えする見通し。商業用不動産の建設も大幅減に歯止め。
    - (ロ) **力強い拡大が期待できない個人消費**：個人消費は、雇用の増勢が維持されるなか、大きく冷え込む公算は小。もともと、①労働需給の緩和を受けた所得の伸び悩み、②原油価格の高止まり、③住宅価格の下落、が重石となり、力強い拡大は期待薄。
    - (ハ) **重石となる歳出削減圧力**：財政が大幅に悪化するなか、連邦財政赤字の削減が避けられない情勢。州・地方政府では、今後人件費圧縮・インフラ投資抑制の動きが強まる見込み。
  - (2) 欧州
    - (イ) **欧州債務問題の行方**：ギリシャ危機が再燃。その対応を巡り意見対立があるものの、最終的にはギリシャの更なる財政赤字削減を条件にEU・IMFが追加支援を行い、ユーロ圏景気に深刻な悪影響が及ぶ事態は避けられる見通し。一方、スペインへの危機波及リスクは引き続き残存。
    - (ロ) **ドイツ経済の牽引力**：ユーロ圏高成長の原動力となっているドイツの輸出は、ユーロ高の影響を受け増勢鈍化へ。これに伴い、設備投資も頭打ちとなり、域内景気を牽引する力は弱まる見通し。
    - (ハ) **低迷が長期化するPIGS諸国**：今後ドイツ向け輸出の増勢鈍化が見込まれるほか、スペイン等では緊縮財政による景気下押し圧力が一段と強まる見込み。
  - (ニ) **低迷が続く英国経済**：雇用改善の遅れを受け賃金が伸び悩む一方、インフレ率が高騰しており、実質賃金は減少が持続。バランスシート調整も道半ばで、個人消費は低迷が長期化する見通し。
3. 以上を踏まえ、米欧経済の見通しは以下の通り。
  - イ) 米国：新興国向け輸出の増加と製造業を中心とした設備投資が景気下支えに作用。もともと、所得環境の低迷持続等を背景に個人消費の力強い拡大は期待し難いほか、歳出削減も景気下押しに作用するため、緩やかな成長にとどまる見通し。
  - ロ) 欧州：ユーロ圏では、新興国向け輸出が引き続き景気を下支えするものの、ユーロ高による輸出抑制効果、域内各国での緊縮財政、インフレ率高止まりを受けた実質購買力の低下、などを背景に、2012年春にかけて景気は減速していく見通し。英国でも、家計のバランスシート調整が続くなか、緊縮財政、インフレ率の高止まり等を背景に、2012年春にかけて個人消費を中心に景気は一段と減速していく見通し。
4. 上記見通しに対するリスクは、原油価格の一段の高騰。実質購買力の低下や所得の海外流出等を通じて、景気が大きく下押しされる恐れ。

# 米量的緩和拡大は雇用の回復につながる一方、資源価格の高騰も招来。

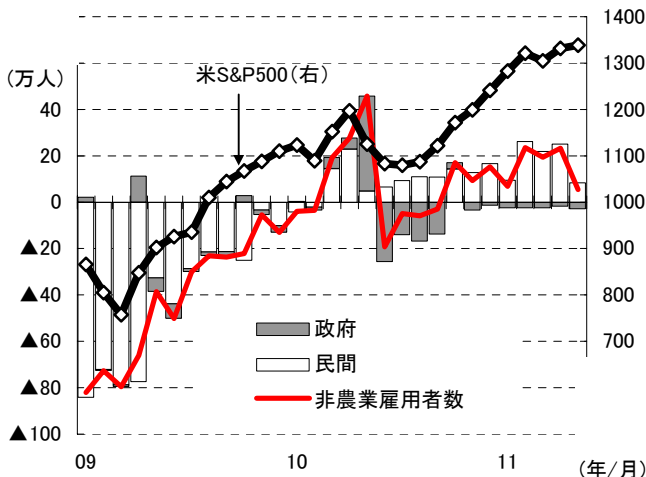
## 1. 2011年前半の米欧経済

(1) 米国では、2010年秋以降に打ち出されたFRBによる量的緩和拡大(QE2)やブッシュ減税延長等の積極的な景気テコ入れ策によって、春にかけて景気持ち直しが明確化。すなわち、量的緩和拡大は、株高による資産効果やドル安による輸出促進等を通じて米国景気の押し上げに作用。この結果、本年2月以降雇用者数が3ヵ月連続で前月差+20万人前後の増加となるなど、出遅れていた雇用に好影響(図表1-1)。もっとも、春以降景気は急減速。主因は、ガソリン価格高騰等を通じた個人消費の減速。量的緩和をきっかけとしたドル安等が原油はじめ商品市況の高騰を招いており、米FRBによる量的緩和の副作用が顕在化(図表1-2)。

(2) 米国の量的緩和拡大は、欧州経済にも影響。欧州では、新興国向け輸出を牽引役にドイツ経済が好調に推移する一方、緊縮財政を余儀なくされているギリシャなどPIIGS諸国は景気低迷から抜け出せず、二極化が進行(図表1-3)。こうしたなか、米国の量的緩和拡大を受けたユーロ高進行により、ドイツで輸出の増勢が鈍化し、景況感の改善が一服。同時に、域内では食料品価格や原油価格の高騰により、インフレ率が上昇(図表1-4)。その抑制に向けECBが4月に利上げを行うなど、インフレ動向が政策の大きな関心事に。

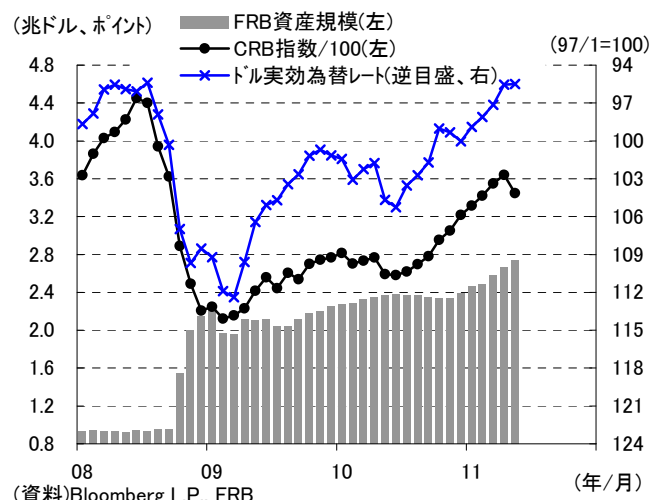
(3) 以上のような状況を踏まえ、米国および欧州の景気の先行きについて個別に検討。

(図表1-1)米非農業雇用者数増減と米S&P500 (ポイント)



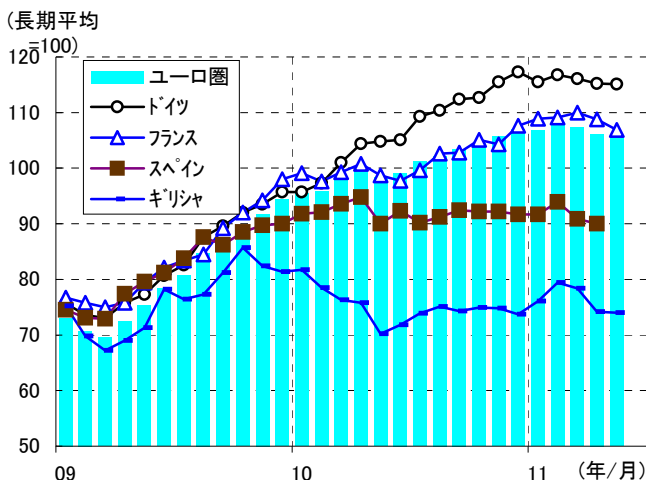
(資料)米労働省、Bloomberg L.P.

(図表1-2)FRBの資産規模とCRB指数・ドル相場



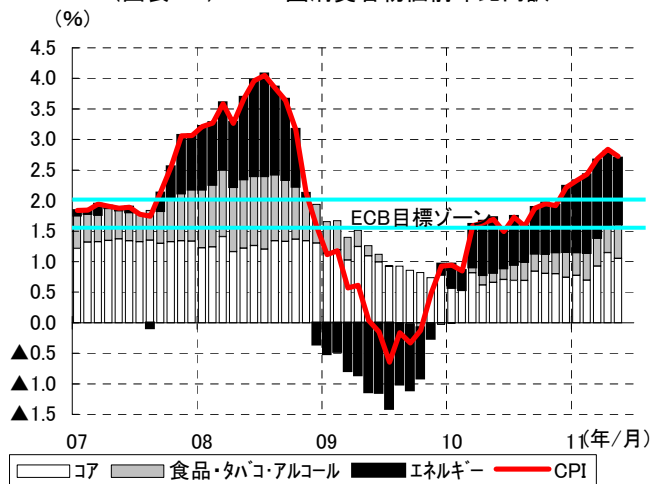
(資料)Bloomberg L.P., FRB

(図表1-3)ユーロ圏加盟国の景況感指数



(資料)欧州委員会

(図表1-4)ユーロ圏消費者物価前年比内訳



(資料)Eurostat

## 企業部門の減速は一時的な動きにとどまる見通し。

### 2. 当面の米欧経済のポイント

#### (1) 米国

##### (イ) 景気減速の背景

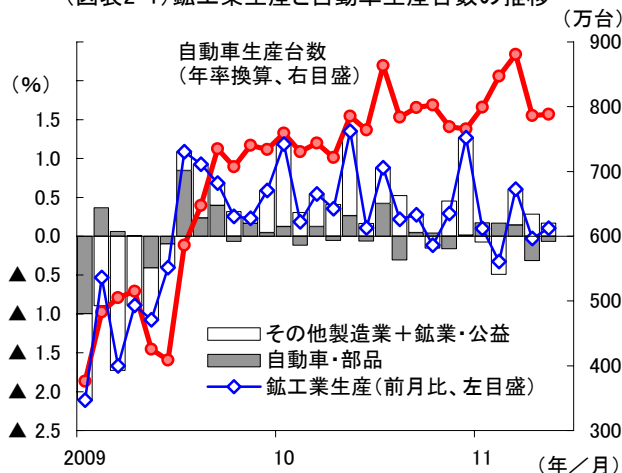
(1) 米国では、春以降、景気が急減速。ガソリン価格高騰を受けた個人消費の増勢鈍化に加え、以下の2点が企業活動の下押しに作用。第1は、日本の震災の影響による部品不足を受けた自動車生産の大幅な減少(図表2-1)。第2は、中国での景気減速を受けた同国向け輸出の増勢鈍化(図表2-2)。

(2) もっとも、こうした企業部門の減速は、一時的な動きにとどまる見通し。まず、自動車生産については、日系メーカーを除き震災の影響は限定的であり、GMなど国内メーカーや非日系海外メーカーは、5月以降、生産水準を回復(図表2-3)。一方、日系メーカーも、6月以降、稼働率を徐々に引き上げていく計画。日本からの部品供給に対する不安は残るものの、基本的には夏場にかけて生産台数は持ち直していく公算。

(3) 一方、輸出についても、全体の2割強を占める中南米・メキシコ向けで増勢が続くなど、新興国の需要拡大が増加を牽引する構図に変化はみられず。中国経済の減速も、景気過熱・インフレ抑制に向けた政策当局の施策が奏功しつつあるものと位置付けられ、同国向け輸出は底堅い増勢へと軟着陸していく見通し。

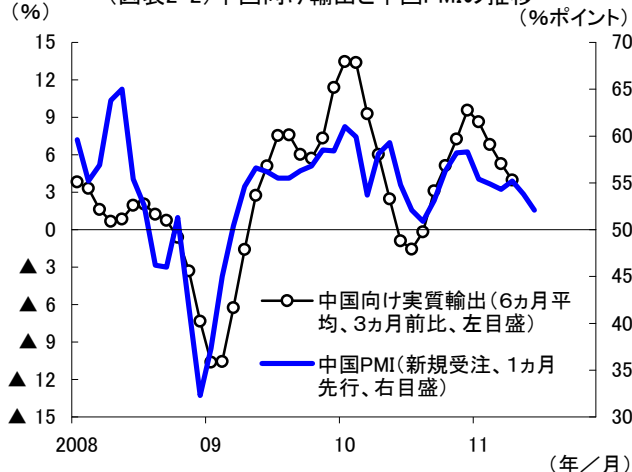
(4) なお、足許で生産の伸び鈍化や製造業景況指数の低下はあるものの、在庫調整圧力(在庫-出荷:6ヵ月前比)に顕著な高まりはみられず(図表2-4)。2006年や2008年~09年のように生産活動の停滞が長期化するリスクは小。

(図表2-1) 鉱工業生産と自動車生産台数の推移



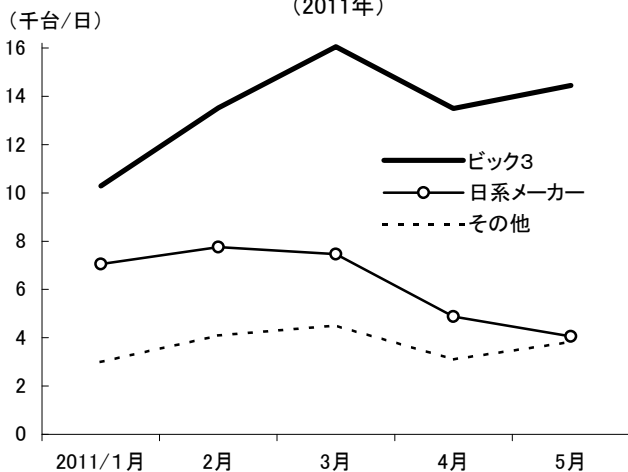
(資料)FRB

(図表2-2) 中国向け輸出と中国PMIの推移



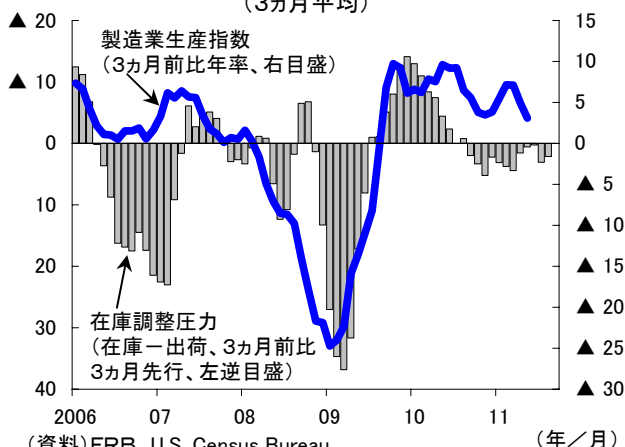
(資料)Markit, U.S. Census Bureauなどをもとに日本総研作成

(図表2-3) メーカー別自動車生産台数の推移 (2011年)



(資料)Automotive News、をもとに日本総研作成

(図表2-4) 製造業の生産活動と在庫調整圧力 (3ヵ月平均)



(資料)FRB, U.S. Census Bureau

(注)在庫調整圧力がマイナス圏内にある場合、企業にとっては在庫を積み増すインセンティブが働く一方、プラス圏内では在庫を削減するインセンティブが働く。

## 過剰設備の調整一巡と需要拡大を受け、増産投資が徐々に顕在化。

### (口) 堅調な設備投資

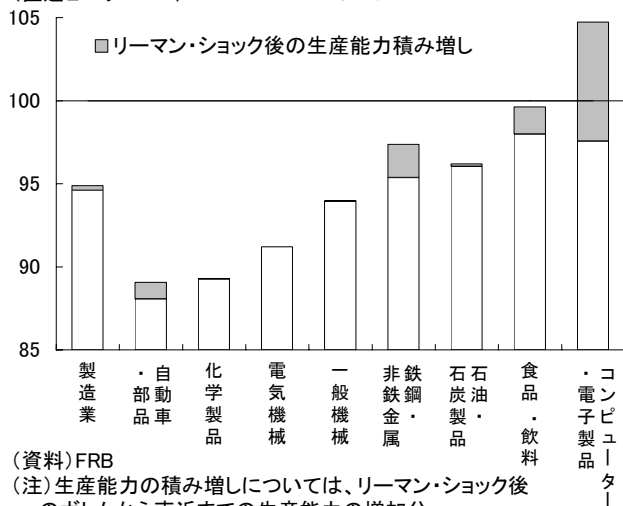
(1) 企業部門が底堅さを維持するとみられるなか、景気の下支え役として設備投資の増加が期待。

(2) リーマン・ショック以降、過剰設備の圧縮が急ピッチで進む一方、輸出を牽引役とした生産水準の回復に伴い、製造業全体の設備稼働率は前回の景気拡大局面における平均値近辺まで上昇。この結果、稼働率の改善が顕著なコンピューター・電子製品などの業種を中心に、生産能力を再び積み増す動きが出てきており、工場の新規建設を示す製造業の建設支出も大幅な減少に歯止め(図表3-1、図表3-2)。輸出を中心に需要の拡大が続けば、製造業の増産投資が本格化する可能性。

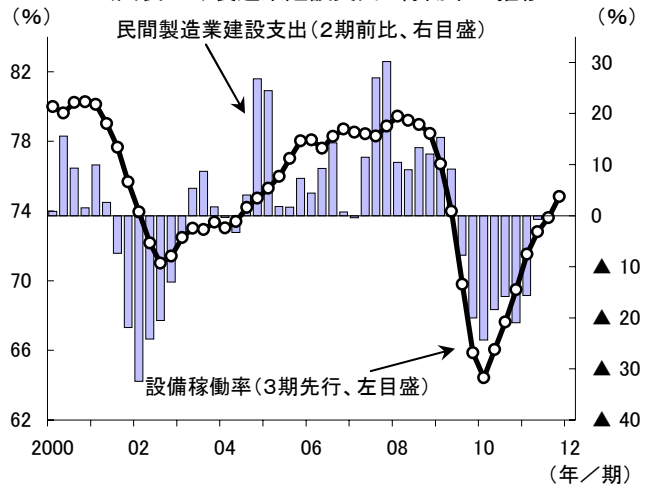
(3) 加えて、これまで構築物投資減少の中心となってきた商業用不動産(オフィス・ショッピングセンターなど)の建設についても改善の兆し。足許では、商業用不動産向けローンの需要が増加傾向にあるほか、金融機関の貸出基準も緩和方向に転換(図表3-3)。オフィスなどの空室率の高止まりが本格回復を阻む要因ではあるものの、設備投資を大きく下押しする公算は小。

(4) ちなみに、資本ストック循環図をみると、過去2年間でストック調整が大幅に進展しており、2%台半ばの緩やかな景気回復のもとでも、設備投資の底堅い拡大が期待可能な状況(図表3-4)。

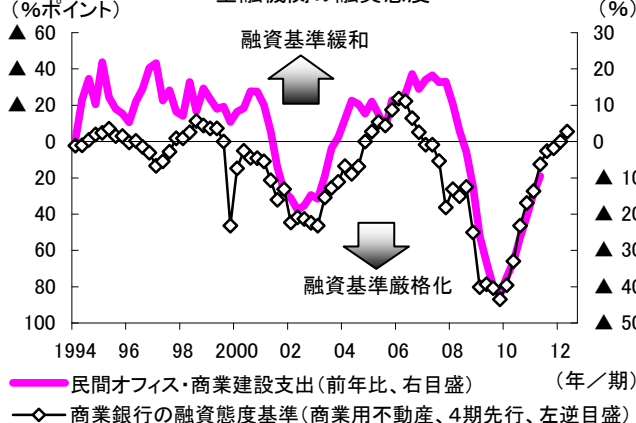
(図表3-1) 製造業の生産能力  
(直近ピーク=100) (2011年4月)



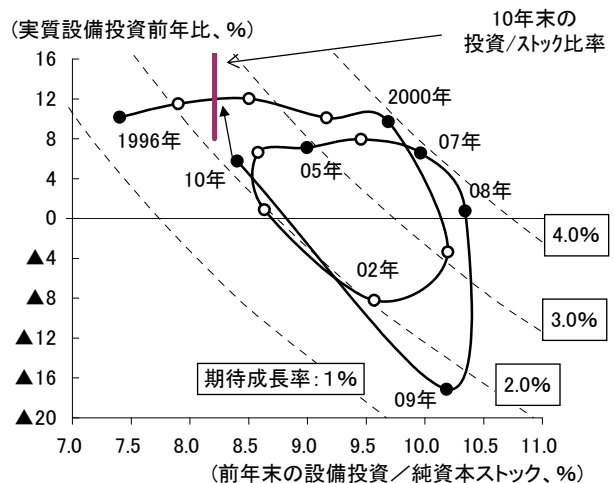
(図表3-2) 製造業建設支出と稼働率の推移



(図表3-3) オフィス・商業向け建設支出と  
金融機関の融資態度



(図表3-4) 資本ストック循環と期待成長率



## 原油価格の高止まりと住宅価格下落が重石、所得低迷も長期化。

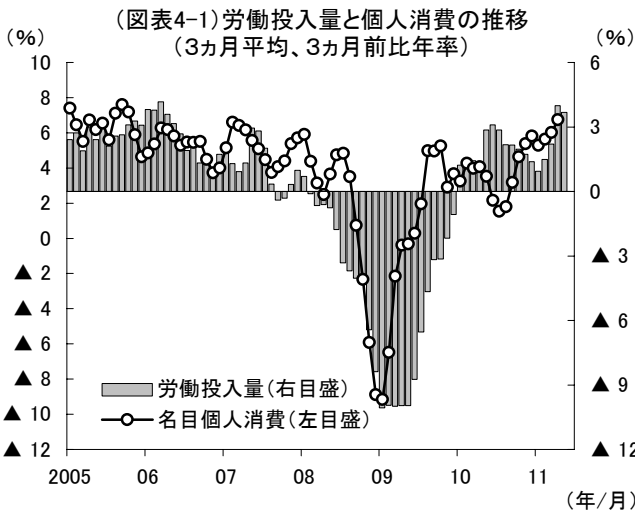
### (ハ) 力強い拡大が期待できない個人消費

(1) 家計部門でも、5月以降、原油価格の急激な上昇に歯止めがかかったことで、消費が腰折れするリスクは後退。企業活動が底堅さを維持するなか、雇用者数の緩やかな増勢は続き、個人消費も底堅さを維持する公算(図表4-1)。

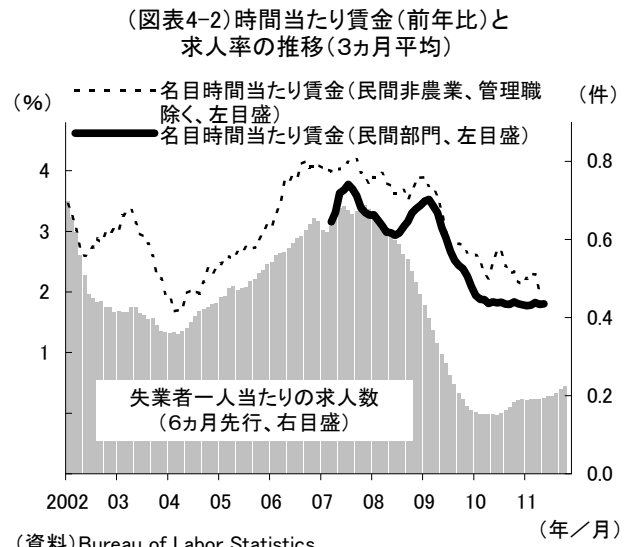
(2) 一方、以下の3点を背景に、個人消費の順調な拡大も見込み薄。第1に、所得環境の大幅な改善は期待できず。雇用情勢に遅行する家計の賃金は、2010年初以降、前年比+1%台の低い伸びが持続。失業者一人当たりの求人数が歴史的な低水準にとどまるなど労働需給の緩和基調が続くなか、賃金は低い伸びが続く見込み(図表4-2)。加えて、1年限りの期限付きで実施されている給与税減税が11年末で打ち切られることも、可処分所得の下押し要因に。

(3) 第2に、新興国の需要拡大やドル安などを背景に、原油価格の緩やかな上昇が続くとみられるなか、引き続きエネルギー価格の上昇が個人消費の重石となる見込み。ちなみに、2011年下期の原油価格が100ドル前後で推移した場合、実質個人消費は前年比▲0.4%ポイント程度押し下げられる見込み(図表4-3)。

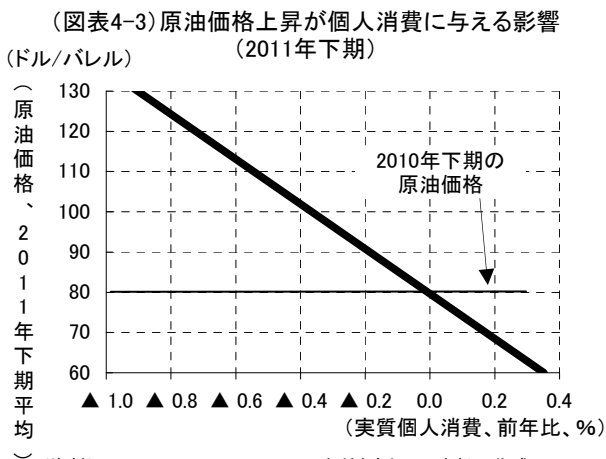
(4) さらに、住宅価格の下落も逆資産効果を通じて消費抑制に作用する公算。S&Pケース・シラー住宅価格指数(20都市)は、政府による住宅購入支援が打ち切られて以降、再び下落傾向にあり、本年3月には金融危機後の最低値を更新(図表4-4)。住宅市場では、販売件数の回復が頭打ちとなる一方、住宅バブル期に支払い能力以上の借り入れで購入した世帯を中心に住宅を手放す動きが供給を増加させており、住宅在庫も高水準で推移。住宅市場の需給改善には時間を要するとみられ、住宅価格の下落基調も当面持続する公算。



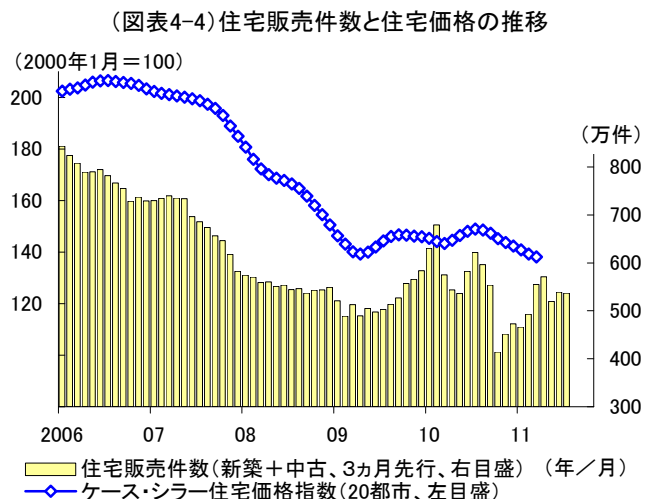
(資料) Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics



(資料) Bureau of Labor Statistics



(資料) Bureau of Economic Analysisなどをもとに日本総研作成。  
(注) 原油価格(WTI)とPCEデフレーター(エネルギー)の関係をもとに、原油価格上昇による実質可処分所得の押し下げを算出した上で、消費関数をもとに実質可処分所得の減少が消費に与える影響を試算。



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

## 連邦・州・地方政府ともに歳出削減の動きが強まる公算。

### (二) 重石となる歳出削減圧力

(1) 財政政策も景気の足を引っ張る要因に。金融危機後の景気対策に伴う財政赤字拡大を背景に、連邦政府の債務は対名目GDP比で70%近くまで増加(図表5-1)。長期的にみてもメディケアや社会保障費の増大による債務拡大が避けられず、財政規律の回復が求められる状況。

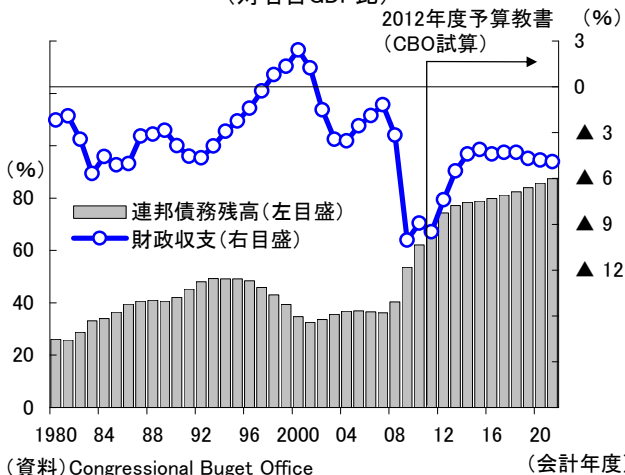
(2) 本年4月にはオバマ大統領と共和党がそれぞれ連邦財政赤字の削減計画を発表。なかでも、下院で過半数を握る共和党は、2012年度予算(2011年10月～12年9月)から前年比2,000億ドル近い歳出カットを要求(図表5-2)。足許の景気動向を踏まえれば、大幅な歳出削減が実施される公算は小さいものの、連邦政府の債務上限引き上げを巡る議会審議が難航しており、オバマ大統領が共和党に対し譲歩する形で一定の歳出削減が実施される可能性。

(3) 一方、州・地方政府においても、インフラ投資や人件費など歳出削減の動きが、今後一段と強まる公算。多くの州で7月から始まる2012会計年度は、これまで景気対策の一環として行われてきた連邦政府による財政支援が大幅に減少するため、州政府の財政状況は一段と悪化する見込み(図表5-3)。

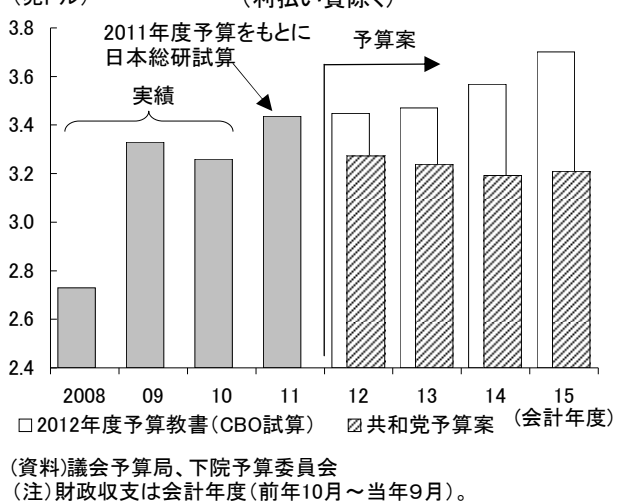
(4) 加えて、州・地方政府の資金調達支援のために実施されてきたビルドアメリカ債プログラム(※)の打ち切り(10年末)も、資金調達コストの上昇などを通じ財政状況を悪化させる公算。地方債発行額の推移をみると、同プログラムの打ち切り後、新規発行額が大幅に減少。とりわけ、インフラ整備などの原資となるレベニュー債の発行が大きく落ち込んでおり、インフラ投資のさらなる減少に繋がる可能性(図表5-4)。

(※) 通常の地方債で免税となっている利子所得に課税する代わりに、連邦政府が利子所得課税分の補助金を支給する制度。

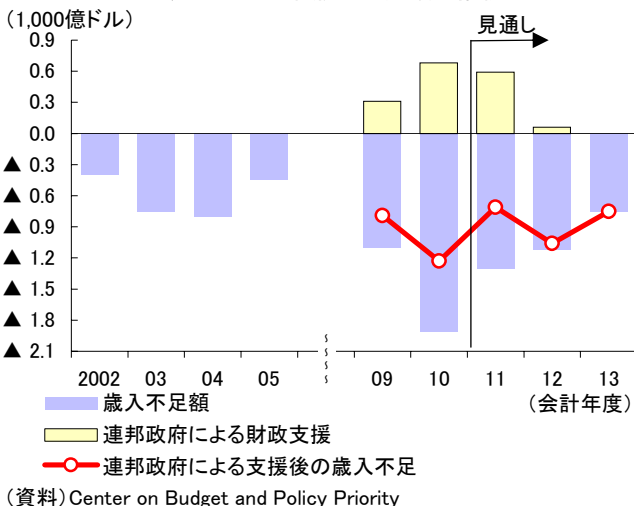
(図表5-1) 連邦政府財政収支と債務残高の推移  
(対名目GDP比)



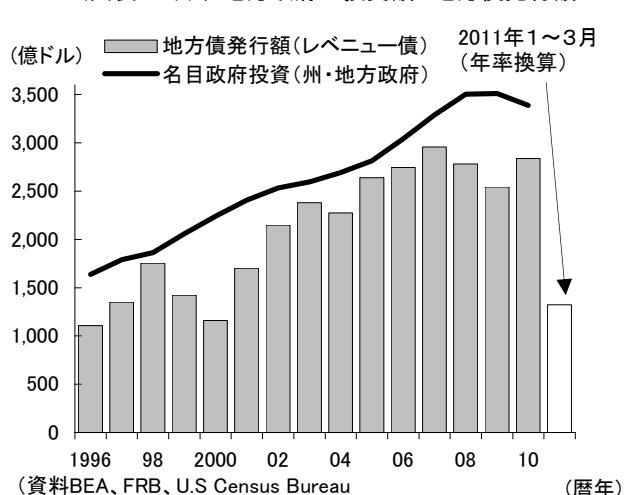
(図表5-2) 連邦政府歳出額の見通し  
(利払い費除く)



(図表5-3) 州政府歳入不足額の推移



(図表5-4) 州・地方政府の投資額と地方債発行額





## ギリシャ問題は支援増強・抜本的な債務再編ともに難航。

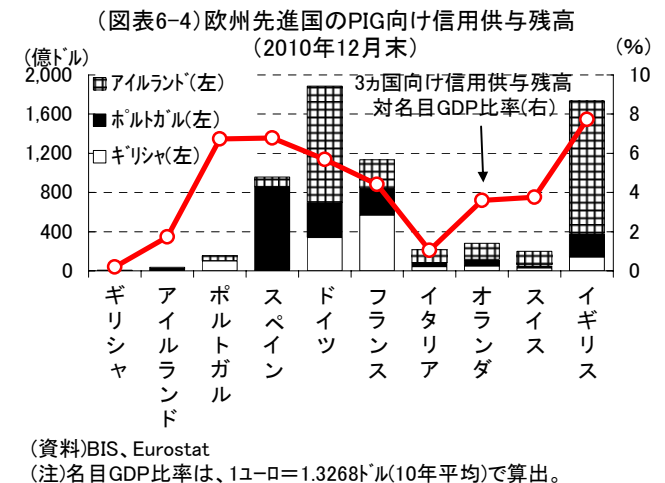
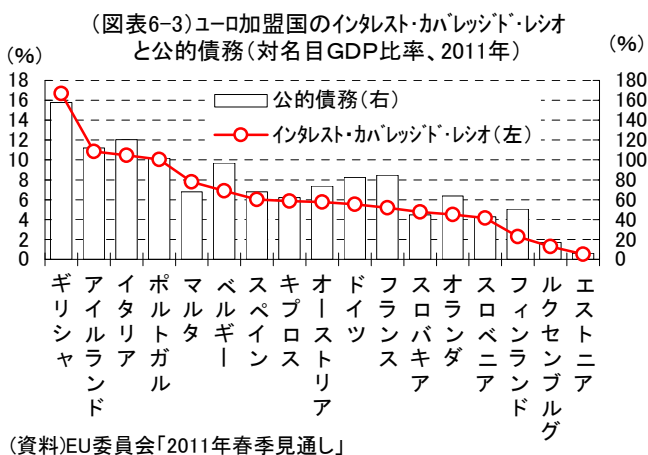
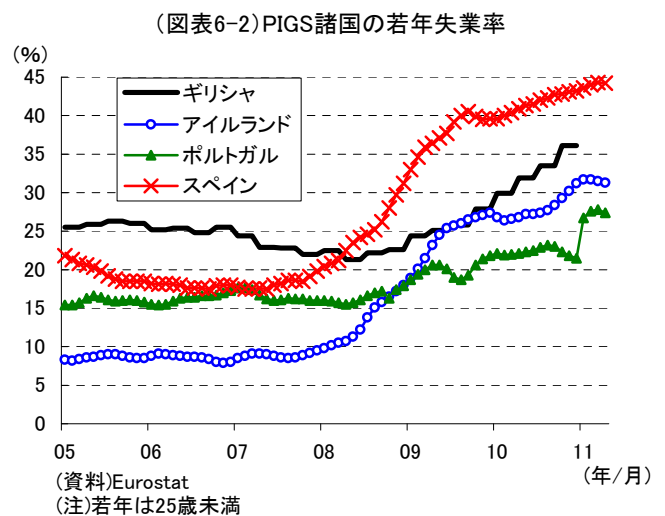
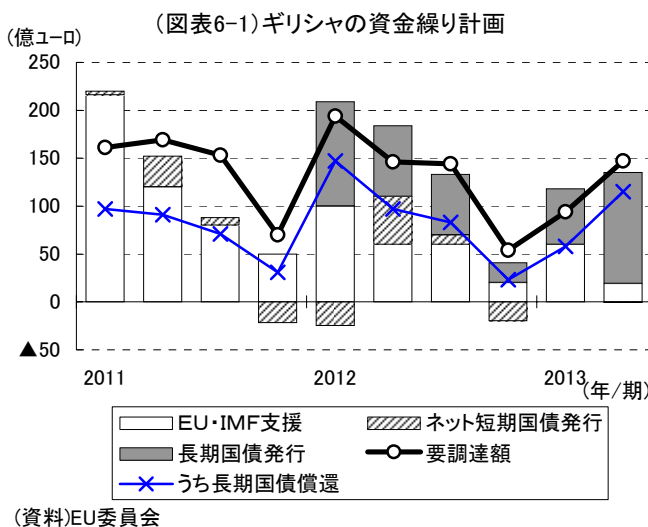
### (2) 欧州

#### (イ) 欧州債務問題の行方

(1) 欧州経済の先行きを展望するに当たって、最大の不透明要因が昨年春から続くギリシャをはじめとした債務問題。昨年5月のギリシャ危機以降、E F S F等の流動性対策が講じられてきたものの、アイルランド・ポルトガルが金融支援要請に追い込まれたほか、本年4月以降はギリシャの債務再編懸念が浮上。ギリシャは、昨年5月に2012年初からの市場調達再開というシナリオのもと1,100億ユーロの支援が実行されたものの、市場復帰が絶望視されるなか、2012～13年中に必要な約600億ユーロの資金をどう調達するかが差し迫った問題に(図表6-1)。

(2) こうした状況に対する選択肢は2つ。1つは追加の歳出削減や構造改革推進を条件とした追加支援実施。もっとも、ユーロ導入により金融政策の自由度が失われ、為替安メリットも享受できなくなるなか、ギリシャをはじめとしたP I G S諸国では、緊縮財政が景気を悪化させ、財政赤字を一段と悪化させるという悪循環に陥っており、失業率が軒並み上昇。若年層に至っては、ポルトガルを除き、30%超に達しており、追加の歳出削減は社会的な混乱を増幅させる恐れ(図表6-2)。また、最大の資金抛出国であるドイツが、内閣支持率低下等を背景に支援に難色を示しており、実現性は不透明。

(3) もう1つが、元本削減や返済期限延長・金利減免などの債務再編。ギリシャの国債利払い費が名目GDP比率で6%超、歳入の17%に達していることを踏まえると、元本削減等、何らかの条件変更が求められるところ(図表6-3)。もっとも、①「集団行動条項」がなく債券市場での債務再編は実務上困難であること、②債務再編によりギリシャ国債の担保適格性が失われれば、保有金融機関にとって大きな打撃となること、③域内金融取引が拡大し、一国の債務が他の域内各国と重層的に結びついている状況下、域内金融システム危機を招きかねないこと、等から元本削減等の抜本的な債務再編の実現可能性は小(図表6-4)。



## ギリシャは債務再編が不可避も当面は先送り。スペインは懸念払拭できず

(4) こうした状況を踏まえると、ギリシャ問題に関しては、①追加支援、②国債売却禁止・償還資金の再投資（ウィーン・イニシアチブ）、③金融システムへの悪影響が限られる範囲での債務期限延長、等で当面の資金繰り問題に対応する公算大。ただし、同スキームは単なる先送りにすぎず、問題は残存。中期的に蓋然性の高いシナリオは、ESM（欧州安定メカニズム）が運用開始となる2013年7月以降、全ての新発債に「集団行動条項」が適用され、新発債に限り民間投資家に損失を負担させることが可能になるため、同時期以降に元本削減等の抜本的な債務再編が実施されるという展開（図表7-1）。

(5) 上記対応を前提にすれば、ギリシャ債務問題が実体経済に深刻な悪影響を与える展開は回避される見込み。中期的観点では、債務再編に踏み切るまでに欧州各国の金融機関が資本増強等により、金融・経済へのインパクトを軽減できるかが、ポイントとなる見込み。

(6) 一方、ギリシャ問題への対応策が打ち出されても、欧州の債務問題が鎮静化に向かうか予断を許さず。懸念は、スペインへの危機波及リスク。財政状況をみると、2011年の財政赤字名目GDP比は▲6.4%と高水準ながら、支援要請を余儀なくされたギリシャ・アイルランド・ポルトガルほど深刻ではなく、公的債務残高に至っては対名目GDP比68.1%とドイツやフランスよりも小さい（図表7-2）。政府も、貯蓄銀行の再編など、危機回避に向け先んじて対策を打ち出していることから、スペインが支援要請に追い込まれる可能性は現時点では小。しかしながら、住宅価格の調整が続くなか、不良債権は増大中。一方で、2005年以降顕著になった過剰貸出の調整は遅れており、先行き金融機関の不良債権問題により財政が大幅に悪化するリスクは残存（図表7-3）。そもそも、PIGS諸国は、緊縮財政に加えて、ユーロ導入によって失われた域内競争力の回復に向けて当面賃下げ等のデフレ政策を採り続ける必要（図表7-4）。過剰貸出や競争力の問題に目処がつくまでは、債務問題がくすぶり続ける見通し。

(図表7-1) ESM(欧州安定化メカニズム)の概要

運用開始	2013年7月1日
仕組み	・2013年7月1日以降にユーロ圏で発行されるすべての新発債に「集団行動条項(CAC)」を適用。 ・CAC条項を適用すれば、一定比率の債権者が同意すれば債務再編が可能。
危機対応	〈流動性危機〉 ・民間投資家に当該国債券の継続保有を推奨 ・EUが当該国政府に流動性支援 〈ソルベンシー危機〉 ・当該国と民間投資家と包括的な再編策を交渉 → 民間投資家の負担は、IMF同様個別ケース毎に決定
弁済順位	①IMF、②ESM、③民間
規模	ユーロ導入国が現金拠出と政府保証を併せ7,000億ユーロを確保、実際の融資可能枠は5,000億ユーロ。
批准	・加盟国の恒久的な救済を禁じている「リスボン条約」に抵触。 ・ただし、短期かつ最小限という理由から条約改正は不要との見解。 ・EU27カ国の批准は必要。

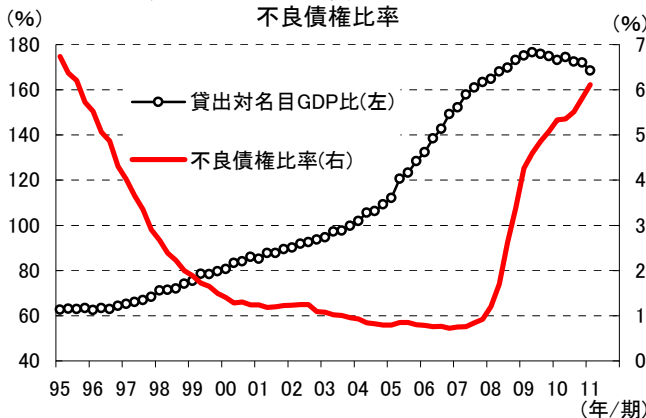
(図表7-2)ユーロ加盟国の財政状況

	(対名目GDP比率、2011年) (%)		
	財政収支	公的債務	経常収支
ベルギー	▲3.7	97.0	2.0
ドイツ	▲2.0	82.4	4.7
エストニア	▲0.6	6.1	1.8
アイルランド	▲10.5	112.0	1.2
ギリシャ	▲9.5	157.7	▲8.3
スペイン	▲6.3	68.1	▲4.1
フランス	▲5.8	84.7	▲3.9
イタリア	▲4.0	120.3	▲3.5
キプロス	▲5.1	62.3	▲8.1
ルクセンブルグ	▲1.0	17.2	7.8
マルタ	▲3.0	68.0	▲4.7
オランダ	▲3.7	63.9	7.7
オーストリア	▲3.7	73.8	2.6
ポルトガル	▲5.9	101.7	▲7.5
スロベニア	▲5.8	42.8	▲1.4
スロバキア	▲5.1	44.8	▲2.8
フィンランド	▲1.0	50.6	2.5

(資料)EU委員会「2011年春季見通し」

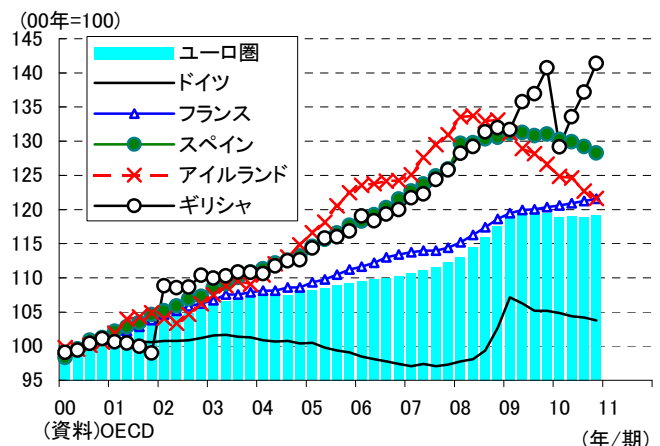
(注)ダーク部は、財政収支・経常収支が▲5%以上、公的債務は100%以上。

(図表7-3)スペインの貸出名目GDP比率と不良債権比率



(注)スペイン中銀、スペイン統計局

(図表7-4)ユーロ圏主要国の単位労働コスト



(資料)OECD

ユーロ高を受け輸出の増勢鈍化。内需拡大も期待薄。

(ロ) ドイツ経済の牽引力

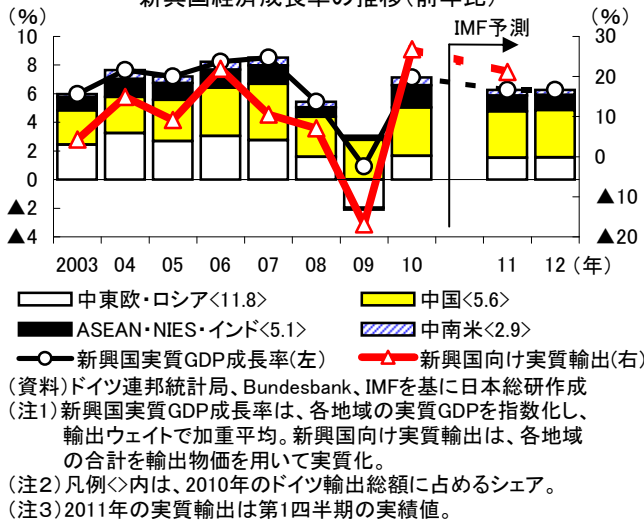
(1) ドイツは近年、ユーロ圏景気の牽引役の位置づけが定着。ドイツ経済好調の主因は、中国を中心としたアジア新興国の堅調な経済成長と、中東欧・ロシア経済の持ち直しを背景とした、ユーロ圏域外向け輸出の増加。先行きも、新興国経済の堅調な成長が見込まれるなか、良好な輸出環境は続く見通し(図表8-1)。

(2) もっとも、ドイツ輸出の増勢鈍化は避けられない見込み。ギリシャ危機を契機に2010年央にかけて進行したユーロ安によって、輸出は押し上げられてきたものの、2011年入り後は、ECBの利上げや米財政赤字拡大を受けたドルの信認低下等を背景に、ユーロ高が進行。今後、2012年初にかけて輸出抑制効果が顕在化する公算(図表8-2)。ちなみに、世界経済とドイツの実質実効為替レートを説明変数とする輸出関数によると、実質実効為替レートが1割上昇すると、ドイツの実質輸出は約3%下押しされると試算。

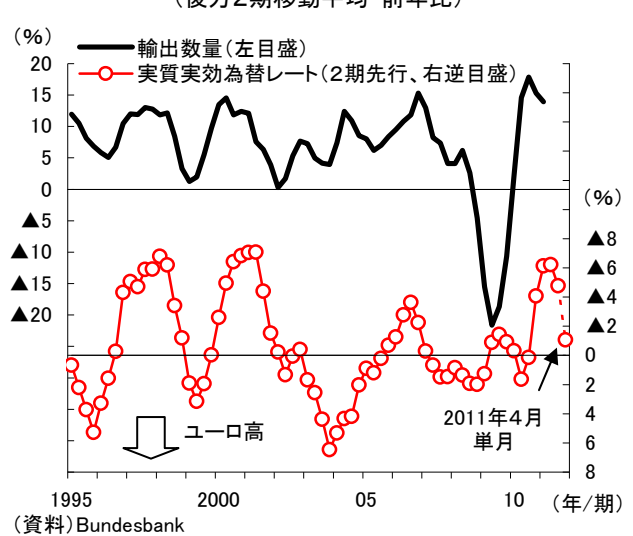
(3) 輸出の増勢鈍化に伴い、設備投資の持ち直しも頭打ちとなる公算。設備投資に対して半年ほど先行性のある企業景況感(先行き判断)は足許で低下(図表8-3)。

(4) また、個人消費が牽引役となることも期待薄。雇用・賃金は回復しているものの、緊縮財政の本格化と物価上昇を受けて、実質可処分所得は前年比+1%前後と低調な伸び(図表8-4)。今後も所得環境の大幅な改善は見込まれず、個人消費は低調な推移が続く見通し。このように、外需・内需ともに景気牽引力が衰える結果、ドイツ景気はスローダウンが避けられない見通し。

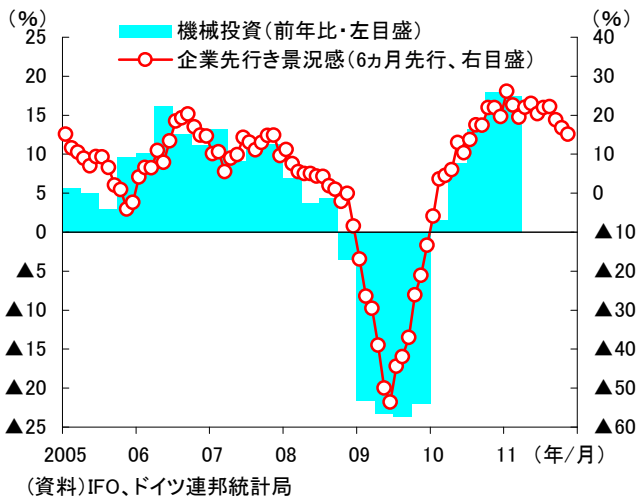
(図表8-1)ドイツの新興国向け輸出と新興国経済成長率の推移(前年比)



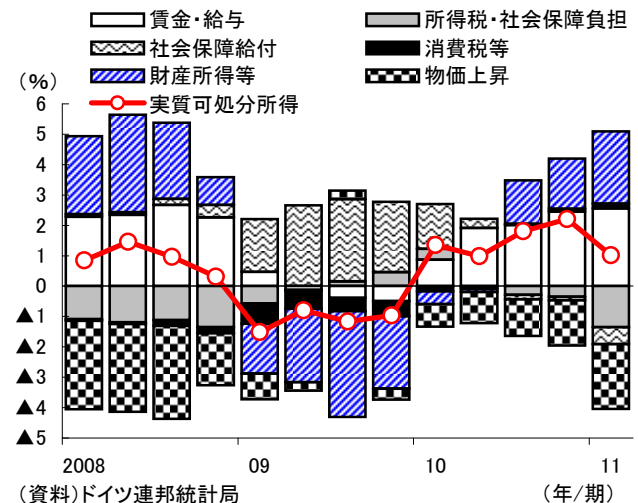
(図表8-2)ドイツの輸出数量と実質実効為替レート(後方2期移動平均・前年比)



(図表8-3)ドイツの機械投資と企業先行き景況感の推移



(図表8-4)ドイツの実質可処分所得の推移(前年同期比)



## PIGS諸国は、ドイツ向け輸出の伸び悩み、緊縮財政で低迷持続。

### (ハ) 低迷が長期化するPIGS諸国

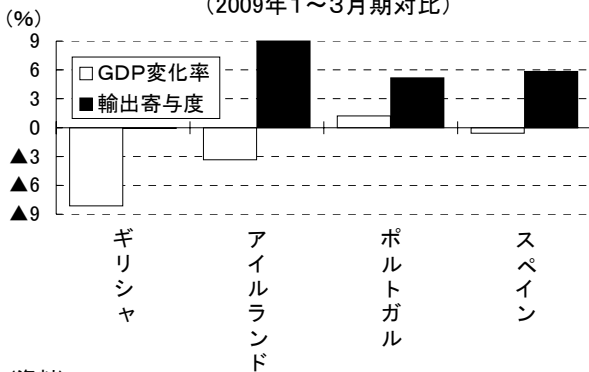
(1) 一方、ユーロ圏景気の足を引っ張ってきたPIGS諸国は、引き続き景気低迷から抜け出せない見通し。PIGS諸国では、総じて内需不振のなか、スペインやポルトガルでは輸出が景気を下支え(図表9-1)。もっとも、こうした下支え効果は、ドイツ景気のスローダウンに伴い減衰していく見込み。域外競争力が弱いスペイン・ポルトガルでは、ドイツ向け輸出のシェアが大きい。実際、足許でギリシャやスペインのドイツ向け輸出は頭打ちの兆し(図表9-2)。

(2) 内需も脆弱。PIGS諸国の個人消費は、付加価値税率引き上げ等による実質可処分所得の減少や雇用所得環境の悪化を背景に、減少傾向が持続。PIGS諸国の失業者数は増加に歯止めがかかっておらず、失業率も悪化が持続(図表9-3)。

(3) 政策面でも、緊縮財政が引き続き景気の大幅な下押し要因となる見込み。2011年は、ポルトガルで景気循環要因を除いた構造的プライマリーバランスのGDP比5%の赤字削減、スペイン・ギリシャで同3%の赤字削減が計画されており、ポルトガル・スペインでは2010年以上にデフレ圧力がかかる見込み。2012年になると、赤字削減はGDP比1%程度に縮小するものの、税収の下振れ等により財政赤字縮小ペースが当初想定より遅れば、追加の歳出削減・増税等の措置が打ち出される可能性(図表9-4)。

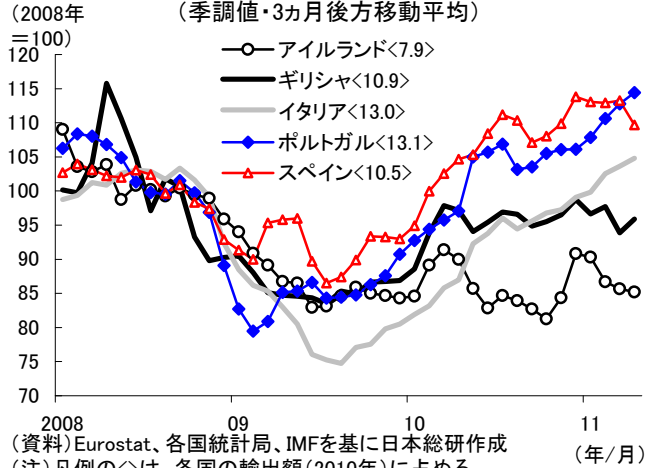
以上のように、外需の頭打ち、内需の低迷長期化に伴い、PIGS諸国の景気は停滞が不可避の公算。

(図表9-1) PIGS諸国のGDP変化率  
(2009年1～3月期対比)



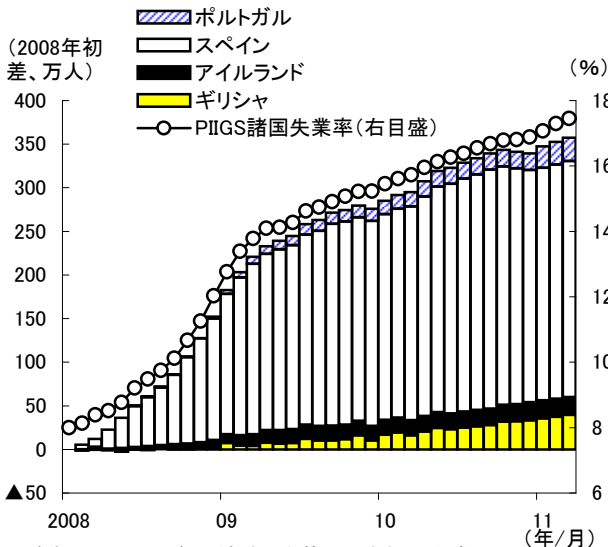
(資料)Eurostat  
(注)2011年1～3月期との比較。ただしアイルランドは2010年10～12月期。

(図表9-2) ドイツのPIGS諸国からの輸入の推移  
(季調値・3ヵ月後方移動平均)



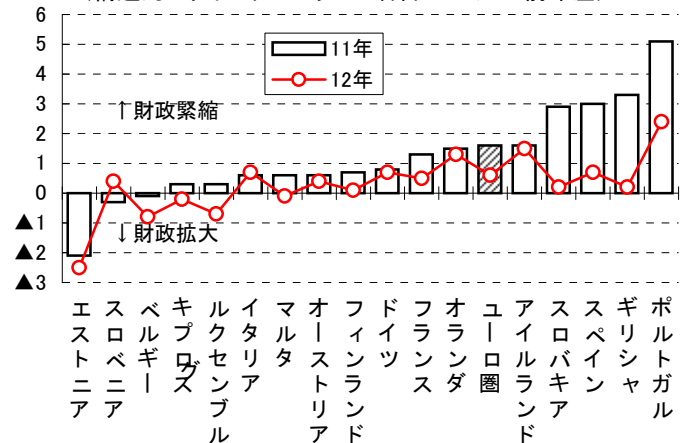
(資料)Eurostat、各国統計局、IMFを基に日本総研作成  
(注)凡例の<>は、各国の輸出額(2010年)に占めるドイツ向けのシェア。

(図表9-3) PIGS諸国の失業者数と失業率の推移



(資料)Eurostat、各国統計局を基に日本総研作成

(図表9-4) ユーロ加盟国の財政姿勢  
(構造的プライマリーバランス名目GDP比の前年差)



(資料)EU委員会「2011年春季見通し」  
(注)アイルランドは銀行救済コスト(約20%)を除く。

## BS調整長期化で停滞持続。インフレへの対応に遅れ。

### (二) 低迷が続く英国経済

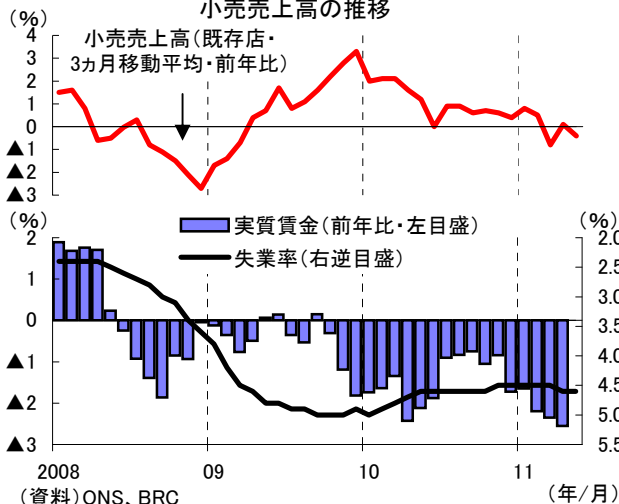
(1) 英国景気は、低成長が長期化。とりわけ3四半期連続で個人消費が減少するなど内需が低迷。背景として、失業率の高止まり、インフレ率の上昇を受けた実質賃金の減少等、厳しい雇用・所得環境が続いていることが指摘可能(図表10-1)。

(2) 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。家計の負債対総資産比率は2009年央以降改善傾向にあるものの、依然高水準。家計の防衛意識の高まりから貯蓄率も高止まりしており、個人消費は低迷が長期化する公算(図表10-2)。

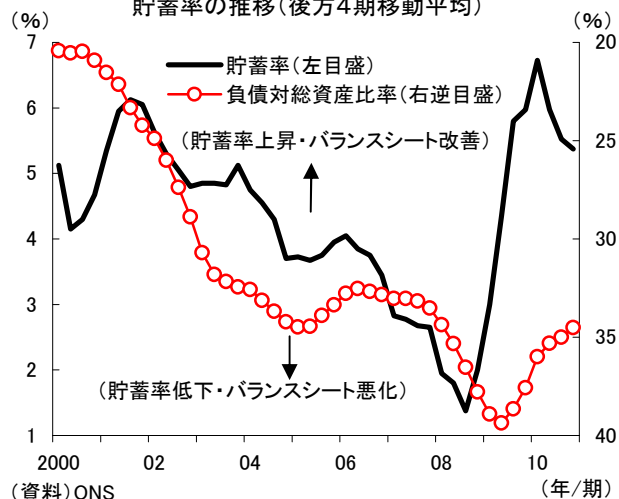
(3) 英国政府は、景気の足取りの鈍さが明確化するなか、2011年度予算案において、2014年度まで法人税を継続的に引き下げるなど、大幅な緊縮財政から景気配慮型予算に変更。こうした措置は、当面の企業収益下支えに作用するものの、2012年度以降税収の大幅な増加は期待薄となり、財政再建プロセスは長期化する見通し(図表10-3)。

(4) 一方、金融政策面においても、BOEは景気への配慮からこれまでの金融緩和スタンスを維持する見通し。景気低迷が長期化するなか、英国のGDPギャップに顕著な改善はみられず。このため、エネルギーや食料品を中心にインフレ率の高止まりが続いているものの、コアベースではインフレ圧力は小。潜在成長率(1%台半ば~2%)を上回る成長が続き、GDPギャップが縮小するまでは、BOEは利上げに踏み切れない公算(図表10-4)。

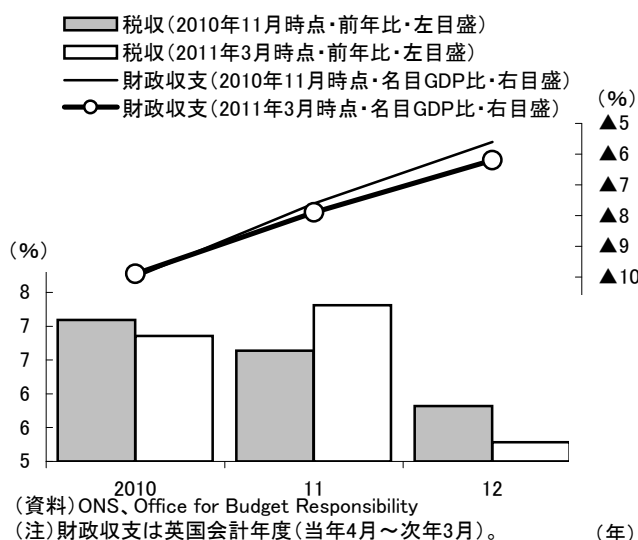
(図表10-1) 英国の実質賃金・失業率・小売売上高の推移



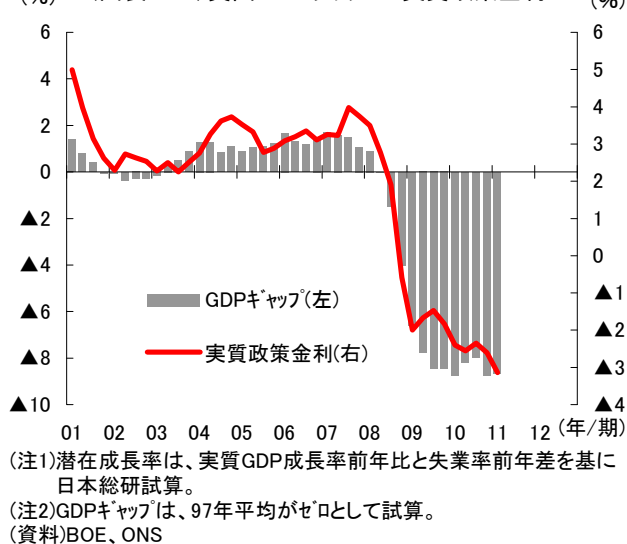
(図表10-2) 英国の家計金融負債対総資産比率と貯蓄率の推移(後方4期移動平均)



(図表10-3) 英国の税収と財政収支の政府見通しの推移



(図表10-4) 英国GDPギャップと実質政策金利



## 米国：夏場以降持ち直しも、力強い景気回復は期待薄。

### 5. 米欧経済見通し

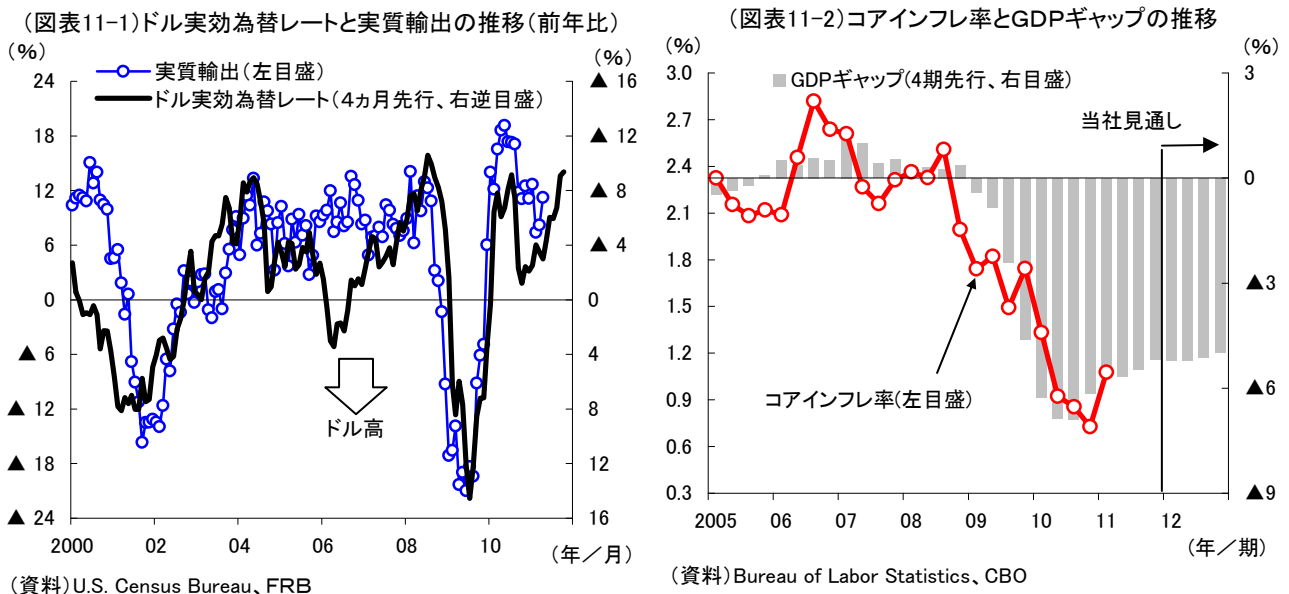
#### (イ) 米国

(1) 米国経済は、①新興国の需要拡大とドル安を背景とする輸出の増加(図表11-1)、②製造業を中心とした設備投資の堅調、などが景気下支えに作用。自動車を中心としたサプライチェーン回復が明確化する夏場以降、四半期ベースの成長率は徐々に持ち直す見込み。

(2) もっとも、雇用・所得環境の改善が緩慢ななか、原油・ガソリン価格の高止まりや住宅価格の下落が個人消費の足かせとなるため、力強い景気回復は期待し難い状況。加えて、厳しい財政状況に直面している政府部門の歳出削減も景気下押しに作用する見込み。

(4) 結果として、2011年、12年の米国経済は、2%台半ばとみられる潜在成長率前後の緩やかな成長ペースが続く見通し(図表11-3)。

(5) 物価面では、原油など商品価格の上昇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%台前半で推移する見通し(図表11-2)。



(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)

	2011年				2012年				2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
実質GDP	1.8	1.9	2.4	2.6	2.3	2.5	2.5	2.6	2.9	2.3	2.4
個人消費	2.2	1.8	2.5	2.4	2.2	2.4	2.4	2.5	1.7	2.5	2.3
住宅投資	▲3.3	1.2	2.9	3.0	3.4	3.6	3.7	3.9	▲3.0	▲2.0	3.2
設備投資	3.4	6.0	7.1	8.7	4.8	7.3	7.5	8.9	5.7	7.1	6.9
在庫投資	1.2	▲0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	▲0.1	1.4	▲0.1	0.0
政府支出	▲5.1	1.0	▲0.4	▲0.7	▲0.4	▲0.2	0.0	0.1	1.0	▲0.8	▲0.3
純輸出	▲0.1	0.2	▲0.3	0.0	0.0	▲0.0	▲0.1	▲0.2	▲0.5	0.2	▲0.1
輸出	9.2	7.0	7.4	7.9	7.7	7.2	6.8	6.6	11.7	8.0	7.4
輸入	7.5	4.6	7.9	6.4	6.0	6.2	6.4	6.6	12.6	5.3	6.3
実質最終需要	0.6	2.3	2.2	2.6	2.1	2.5	2.5	2.7	1.4	2.5	2.4
消費者物価	2.1	3.3	2.9	2.6	1.8	1.6	1.7	1.7	1.6	2.7	1.7
除く食料・エネルギー	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.0	1.3	1.4

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。

## ユーロ圏：外需の鈍化、緊縮財政を受けて、低調な景気が続く見込み。

### (ロ) 欧州

(1) ユーロ圏景気は、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、①PIGS諸国・主要国の緊縮財政に伴う域内需要の低迷、②ユーロ高による輸出抑制効果、③インフレ率の上昇による実質購買力の低下、などを背景に2012年春にかけて減速していく見通し(図表12-1)。2012年春以降は、ユーロ高やインフレ率上昇による景気下押し効果が一巡し、緩やかな持ち直しへ。

(2) ユーロ圏のインフレ率は、各国の緊縮財政等を受けた低成長がデフレ圧力として作用するものの、原油価格の高騰と、コアCPIへの二次的な波及効果を受けて2011年中は2%台半ばで高止まりする見通し。一方、2012年以降は、原油高の影響が一巡するにつれて2%以下の水準に鈍化していく見込み(図表12-2)。

(3) 英国景気は、昨年末の寒波の反動で1～3月期の成長率が上振れたものの、基調的な回復力は脆弱であり、先行きも家計のバランスシート調整を背景に個人消費が低迷。とりわけ2012年春にかけては、緊縮財政の本格化や食品・エネルギー価格を中心としたインフレ率の高騰によるマイナス影響から、景気は一段と減速する見通し。

(4) 英国のインフレ率は、原油価格の高騰、付加価値税の引き上げを主因に、当面4%台半ばの高水準で推移する見通し。もっとも、付加価値税の影響が剥落する2012年以降は、原油価格の騰勢鈍化とあいまって、2%台まで鈍化する見通し。

(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)

	2011年				2012年				2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	3.4	0.2	0.7	0.6	0.5	0.7	1.0	1.0	1.7	1.7	0.7
個人消費	1.3	0.2	0.4	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.6
政府消費	3.2	▲0.3	0.0	▲0.4	▲1.0	▲0.5	▲0.5	▲0.3	0.5	0.9	▲0.4
総固定資本形成	8.9	▲0.5	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	▲0.8	2.8	0.6
在庫投資	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	▲0.0	▲0.0	▲0.1	0.5	0.1	0.1
純輸出	0.1	0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.6	0.6	0.8	0.4	0.3
輸出	7.6	7.0	6.0	5.4	5.3	5.5	5.6	5.7	11.3	7.7	5.7
輸入	7.6	6.8	5.6	5.3	5.3	5.0	4.5	4.6	9.5	7.2	5.4

→ (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)

	2011年				2012年				2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
ユーロ圏	3.4	0.2	0.7	0.6	0.5	0.7	1.0	1.0	1.7	1.7	0.7
消費者物価指数	2.5	2.5	2.6	2.5	2.3	2.1	1.8	1.7	1.6	2.5	2.0
ドイツ	6.1	0.7	1.6	1.7	1.6	2.1	2.2	2.2	3.5	3.1	1.8
消費者物価指数	2.2	2.2	2.3	2.3	2.1	1.9	1.8	1.7	1.2	2.3	1.9
フランス	3.9	0.3	0.8	0.8	0.7	0.6	1.0	1.0	1.4	1.8	0.8
消費者物価指数	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4	1.7	2.1	1.7
英国	1.9	0.4	0.7	0.6	0.4	0.6	0.7	0.7	1.3	0.9	0.6
消費者物価指数	4.1	4.4	4.5	4.5	2.8	2.6	2.4	2.2	3.3	4.4	2.5

→ (予測)

利上げは困難。ドルの本格上昇には至らない見通し。

4. 米欧金融政策の行方

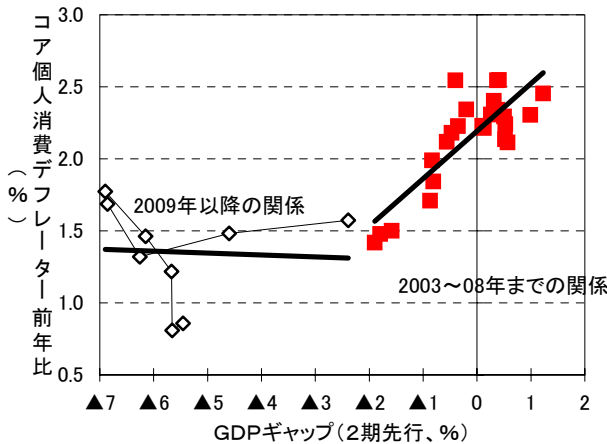
(イ) 米国

(1) 以上のような経済見通しのもと、リーマンショック以降続いている大幅な金融緩和措置の行方について検討。

(2) 米FRBは4月FOMCで米国債買入を当初予定通り6月末に終了すると表明。一方で、バーナンキFRB議長は、「国債償還資金を再投資し、当面保有証券の規模を維持」と言明。金融引き締めを急がない姿勢を示した。実際、2011年1～3月期になお▲5%台もの大幅なGDPギャップがあり、金融緩和の継続が求められる状況。過去のGDPギャップとコアインフレ率（FRBの事実上の政策目標であるコア個人消費デフレーター前年比）の関係をみると、GDPギャップが▲2%超の局面で、コアインフレ率は1%台前半での低位安定が続いている（図表13-1）。需給ギャップやインフレギャップを基にFF金利の適正水準（理論値）を試算すると、足許では依然▲2%超のマイナスであり、先行き+3%の成長の持続を想定しても、2012年中の利上げは正当化されない（図表13-2）。バランスシート拡大そのものに緩和効果を見出しているFRBとしては、適正FF金利水準がマイナスであり続ける限り、バランスシートの圧縮にも容易には着手できない公算大。

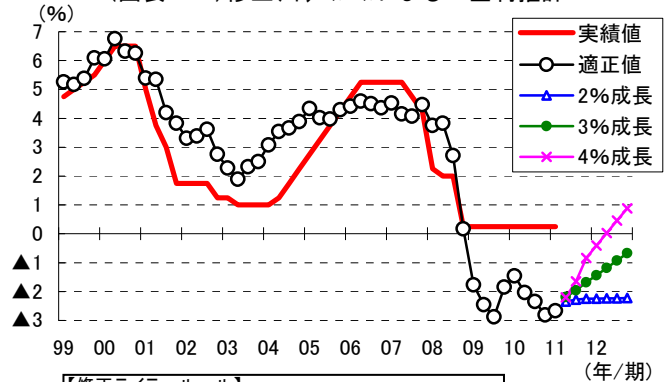
(3) ちなみに、昨年秋に実行された量的緩和拡大（QE2）による10年債利回り押し下げ効果は平均▲0.3%程度と試算（図表13-3）。QE2が打ち切られれば、追加の金利押し下げ効果はなくなるものの、当面保有残高が維持されることから、金利上昇圧力も限られる見込み。ドル相場においても、米ベースマネーの膨張に歯止めがかかれば、大幅なドル安の可能性は後退するものの、当面FF金利の引き上げが展望できない状況下、ドル軟調地合いに変化はない見通し（図表13-4）。

(図表13-1) GDPギャップとコア個人消費デフレーター



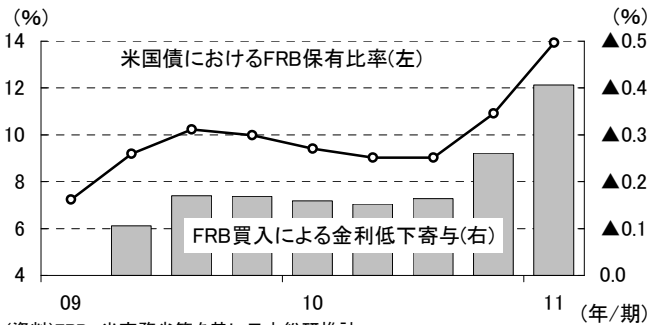
(資料)米商務省、CBO  
(注)GDPギャップはCBO算出潜在成長率を基に試算。

(図表13-2) 修正テラールールによるFF金利推計



【修正テラールール】  
 $FF金利 = 1.17 + 0.95 \times 潜在成長率 + 0.69 \times GDPギャップ$   
 (t値) (1.06) (2.59) (7.29)  
 $+ 1.73 \times インフレギャップ$   
 (12.7)  
 $R^2 = 0.7129$   
 推計期間: 87/1Q~07/4Q  
 (注1) 潜在成長率はCBO試算。  
 (注2) インフレギャップはコア個人消費デフレーター前年比-2%

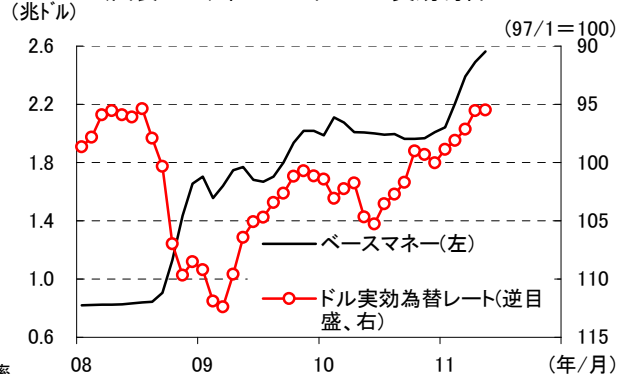
(図表13-3) QE2による10年債利回り押し下げ効果



(資料)FRB、米商務省等を基に日本総研推計。  
(注)金利低下効果はFRBの国債保有額が09年1～3月期で不変とした場合との比較。

【推計式】  
 $10年債利回り(期中平均) = 3.82 + 0.28 \times FF金利(期中平均) + 0.09 \times 実質国内需要前期比年率(3期平均) + 0.66 \times CPIコア前年比(3期平均) - 0.06 \times 財政収支比率 - 0.05 \times 外国中銀・FRB保有比率$   
 $R^2 = 0.9375$   
 推計期間: 88/1Q~10/4Q

(図表13-4) 米ベースマネーとドル実効為替レート



(資料)FRB



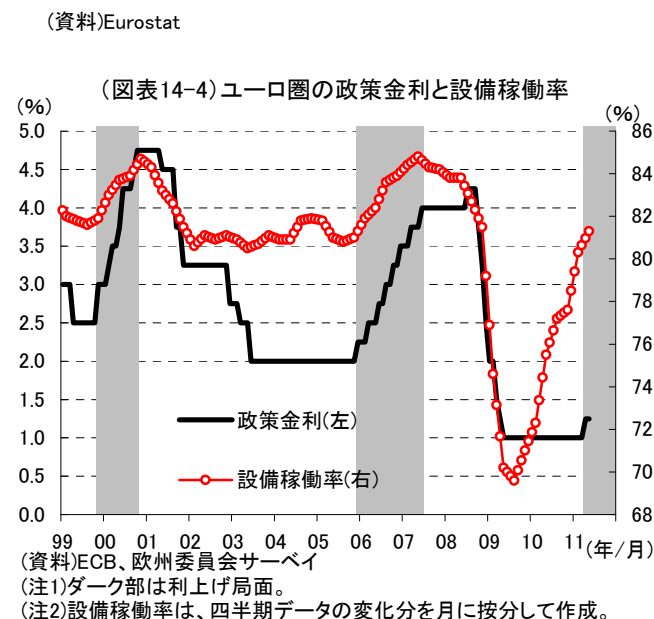
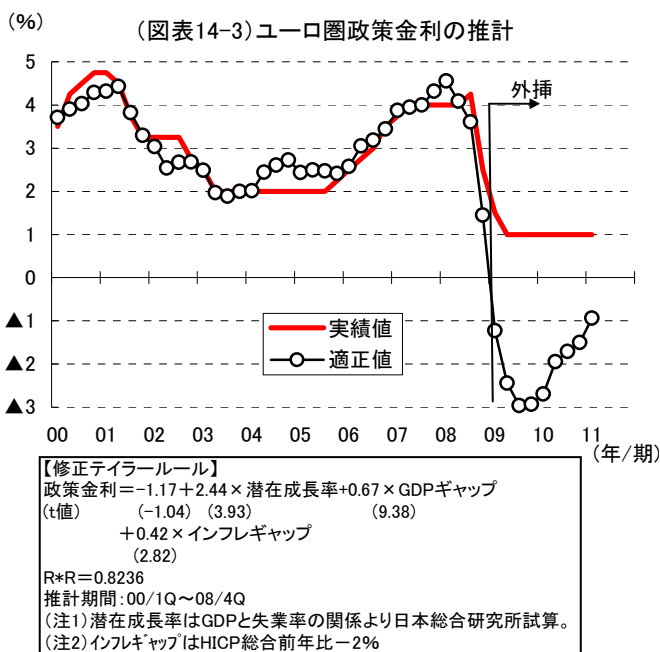
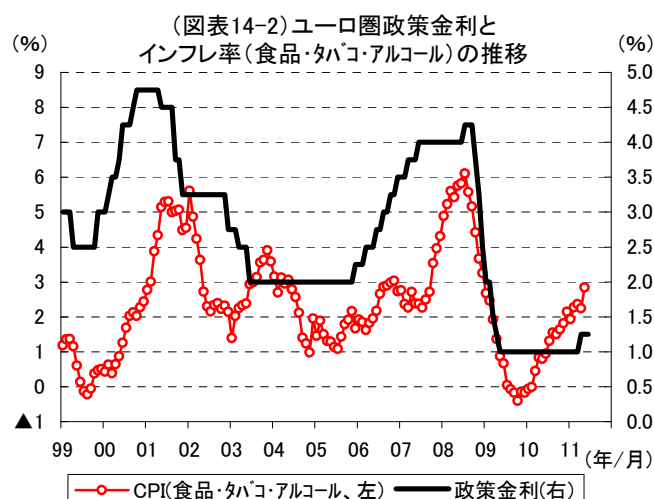
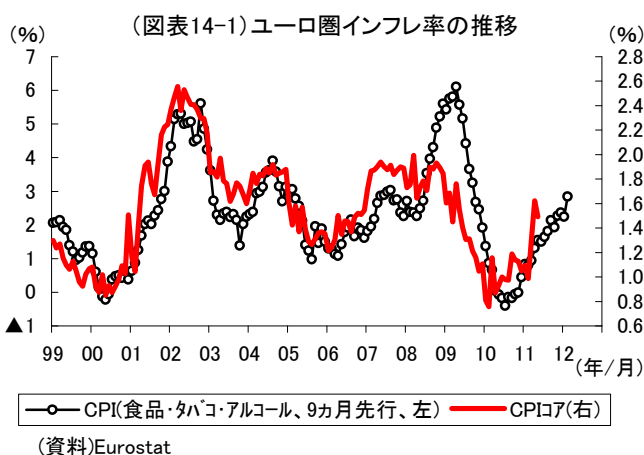
## ECBは7月追加利上げ後、景気低迷により年後半は小休止へ。

### (口) ユーロ圏

(1) エネルギーや食料品の価格が高騰するなか、米FRBがコアインフレ率の低位安定を背景に金融緩和解除に慎重な姿勢を維持しているのに対し、ECBは二次的影響を懸念して4月に0.25%の利上げを実施。実際、南欧諸国を中心に物価連動の賃金決定メカニズムが伝統としてあること等から、ユーロ圏ではとりわけ食料品価格が先導する格好でコアインフレ率が推移する傾向(図表14-1)。このため、ECBはエネルギーや食料品の価格高騰を看過できず。インフレ抑制に向けたECBの厳格な姿勢を踏まえると、ECBは、食料品やエネルギー価格の上昇に歯止めがかかるまで利上げを続ける可能性が高い(図表14-2)。

(2) 一方で、実体経済は南欧諸国を中心に低迷が続いており、利上げは域内景気の腰折れリスクを一段と高める恐れ。ちなみに、GDPギャップ等を基に、適正政策金利水準を試算すると、足許は依然マイナスの領域(図表14-3)。インフレ抑制に向け金融緩和の是正を進めていくとしても、99~2000年、2005~07年は、設備稼働率のピークアウトとともに利上げが打ち止めとなった例に鑑みれば、ユーロ高による輸出の増勢鈍化などを受け設備稼働率の上昇一服が予想される年後半には、利上げが小休止となる可能性(図表14-4)。

(3) 以上のように、米欧ともに金融緩和の修正が課題ではあるものの、景気への配慮から、米FRBは政策金利の引き上げには動けず、ECBも年後半には小休止を余儀なくされるなど、極めて慎重な対応となる見込み。



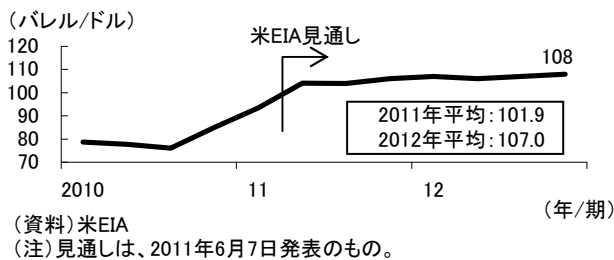
## 原油価格の上振れは、景気を大幅に下押しする恐れ。

(1) 叙上のメインシナリオに対する主たるリスクは、原油価格の一段の上昇による景気下振れ。5月初めに原油価格は急反落したものの、これまで原油高をもたらしてきた3つの要因、すなわち、①新興国の景気拡大、②ドル安、③中東・北アフリカ情勢の緊迫化、に大きな変化はみられず。こうした状況のもと、米EIAはWTI原油価格を2012年末で108ドルと予測(図表15-1)。本稿においても、EIAの見通しに準拠し、原油価格は緩やかな上昇傾向が続くと想定。

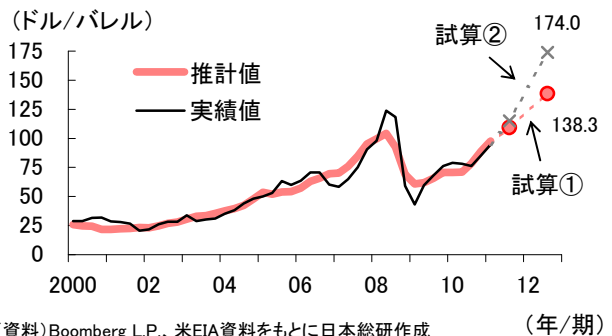
(2) これに対し、原油価格高騰を招くリスク要因が以下の2点。第1は、ドル安加速。QE2の打ち止めにより、一方的なドル安に歯止めがかかると見込んでいるものの、財政赤字拡大等を背景に新興国を中心にドル離れが加速する可能性も一概に否定できず。ちなみに、世界の原油需要および供給とドル名目実効レートをもとに、WTI原油先物価格の適正水準を試算すると、足許では1バレル=100ドル程度。2000年以降と同ペースのドル安が今後も続く場合、2012年には年平均140ドル弱まで上昇する可能性(図表15-2・試算①)。第2は、政情不安の湾岸産油国への波及。なかでも、OPECの原油生産の約3割、実質余剰生産能力の約8割を占めるサウジアラビアの原油生産や輸出に支障が生じた場合、原油価格が170ドル台(2012年平均)まで急騰する恐れ(図表15-2・試算②、図表15-3)。

(3) こうした原油価格の上昇は、実質購買力の低下や所得の海外流出等を通じて、欧米経済を大幅に下押しする見込み(図表15-4)。欧州では、さらに、インフレ率の高止まりがECBによる大幅利上げを招き、PIGS諸国を中心に景気を一段と冷え込ませる恐れ(図表15-5)。

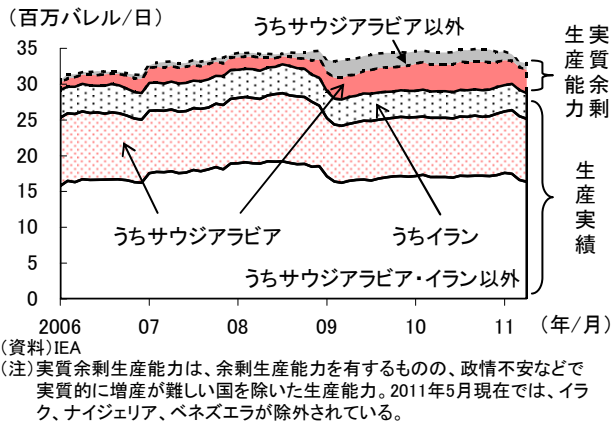
(図表15-1)米EIAのWTI原油価格見通し



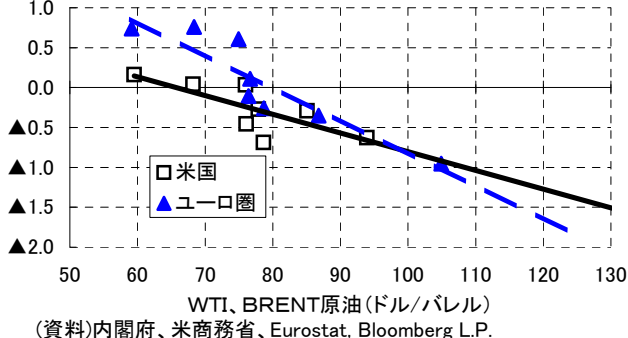
(図表15-2)WTI原油先物価格の推計と試算



(図表15-3)OPECの原油生産実績と実質余剰生産能力



(図表15-4)09/4~6月期以降の原油価格と米欧の交易損失対実質GDP比



(図表15-5)ユーロ圏の消費者物価指数の推移 (前年同月比)

