

2012年米欧経済見通し

～高まる下振れリスク～

2011年11月25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. 欧州債務問題の行方	2
3. 政策対応余力の低下	4
(Ⅰ) 米国の財政政策	
(Ⅱ) 金融政策	
4. 当面の米欧経済のポイント	6
(Ⅰ) 米国	
(i) バランスシート調整	
(ii) 雇用の構造問題	
(iii) 新興国向け輸出の牽引力	
(Ⅱ) 欧州	
(i) ユーロ圏個人消費	
(ii) ユーロ圏輸出動向	
(iii) 英国景気	
5. 米欧経済見通し	12
(Ⅰ) 米国	
(Ⅱ) 欧州	
6. リスクシナリオ	14
(Ⅰ) 欧州債務問題の世界経済への波及	
(Ⅱ) 新興国景気の減速	

(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：高橋 進

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、調査部宛てにお願い致します。

村瀬(米国)：03-3288-4085, murase.takuto@jri.co.jp

菊地(欧州)：03-3288-4193, kikuchi.hideaki@jri.co.jp

藤山(総括)：03-3288-4665, fujiyama.mitsuo@jri.co.jp

＜ 要 約 ＞

1. 米欧経済は、欧州債務問題の深刻化に伴い下振れリスクが増大。
2. ユーロ加盟国は、欧州債務問題に対する「包括戦略」で合意したものの、有効に機能するかは不透明。また、欧州各国の緊縮財政が景気下押しに作用し、むしろ財政再建の実現性への懸念を増幅させるという悪循環に。金融危機回避にはECBによる大規模な国債購入が不可欠。なお、政策面からの景気浮揚が困難な状況は、米国も同様。
3. 米国では、オバマ大統領が大規模な景気対策を打ち出したものの、議会における政治的対立が深まるなか、実現は不透明。財政赤字・債務残高ともに悪化が顕著であり、財政赤字削減に向けた取り組みが不可避な状況。金融政策についても、実体経済の押し上げや欧州債務問題の根本的な解決には力不足。
4. 以上の状況のもと、米欧景気の先行きについて、ポイントとなる点は次の通り。
 - (I) 米国
 - (i) バランスシート調整：家計の過剰債務解消には、なお時間を要するとみられ、借り入れを伴う消費・住宅購入の力強い回復は期待薄。住宅市場においても、価格下押し圧力が根強く残る見込み。
 - (ii) 雇用の構造問題：スキル・技能のミスマッチや失業期間長期化に伴うスキル低下が雇用回復を阻害。雇用の増加は先行きも緩やかなペースにとどまる見込み。
 - (iii) 新興国向け輸出の牽引力：新興国の需要拡大や米企業の積極的な海外進出に支えられ、輸出は引き続き増加傾向を維持する見通し。新興国を中心とした海外部門の売上増加などを背景に、企業業績・設備投資も底堅さを維持する公算。
 - (II) 欧州
 - (i) ユーロ圏個人消費：雇用・所得環境の悪化に加え、住宅ローン向け貸出の減少を受けた住宅価格の下落が消費者マインドを下押し。域内個人消費は低迷が長期化。
 - (ii) ユーロ圏輸出動向：ユーロ安が下支えに作用。もっとも、域内金融機関の資金引き揚げが中東欧を中心とした新興国景気の減速を招き、新興国向け輸出が腰折れする恐れ。
 - (iii) 英国：債務問題の英国金融機関への直接的影響は限定的。もっとも、EU向け輸出の減少が見込まれるほか、家計のバランスシート調整の持続に伴い内需が低迷。
3. 以上を踏まえ、米欧経済の見通しは以下の通り。
 - (I) 米国：新興国向け輸出の増加や企業業績・設備投資の底堅さが景気下支えに作用。もっとも、①家計の過剰債務の圧縮、②住宅価格の低迷持続、③雇用・所得環境の緩慢な回復、④欧州債務問題を受けたマインドの低迷、などが足かせとなるため、2%前後の緩やかな成長ペースにとどまる見通し。
 - (II) 欧州：ユーロ圏では、新興国向け輸出の景気牽引力が減衰。①緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③企業・消費者マインドの低迷、などを背景に域内需要も低迷し、2012年初にかけてマイナス成長に転じる見込み。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加を主因に持ち直しに転じるものの、内需の拡大が見込めないなか、持ち直しペースは緩慢にとどまる見通し。
4. 上記見通しに対するリスクは、①欧州債務問題を発端とした金融危機の世界経済への波及、②過度な金融引き締め等による新興国景気の減速。

米国では脆弱な回復、欧州では急速に悪化

1. 景気の現状

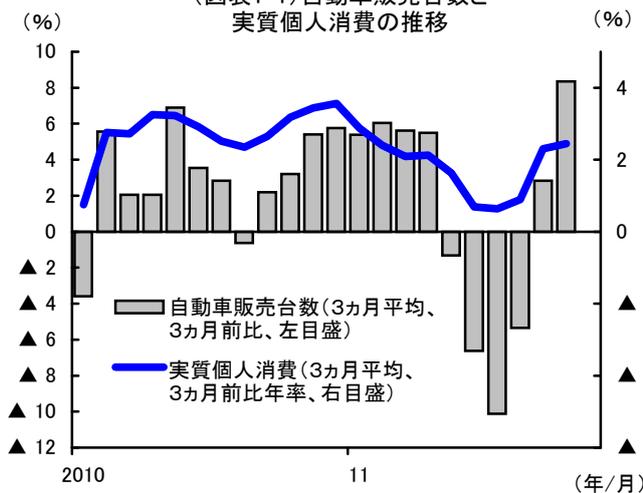
(1) 米国景気は、雇用環境が緩やかながらも回復ペースを維持するなか、①原油など商品価格の高騰一服、②東日本大震災に伴う供給網寸断の影響緩和に伴い、2011年半ば以降、緩やかに持ち直し。家計部門では、新車不足の解消を受けた自動車販売の回復やガソリン価格の騰勢一服を受け、個人消費の拡大ペースがやや改善（図表1-1）。内需の持ち直しや輸出の拡大などを背景に、製造業の生産活動も堅調さを維持。

もっとも、家計・企業ともに景況感が低迷。とりわけ年央以降、欧州の債務問題に対する懸念の強まりなどを背景に、消費者マインドが一段と慎重化（図表1-2）。

(2) ユーロ圏景気は、2011年春以降、大幅に減速。P I I G S諸国を中心に雇用・所得環境が低迷するなか、米英景気の減速感の強まりや新興国の景気拡大ペースの鈍化を受け、輸出が頭打ちに（図表1-3）。足許では、債務問題の深刻化に伴い消費者マインドが急速に悪化し、域内個人消費を下押し（図表1-4）。加えて、輸出の頭打ちや債務問題の深刻化を背景に、企業マインドが悪化。これを受け、設備投資の増勢も大きく鈍化。

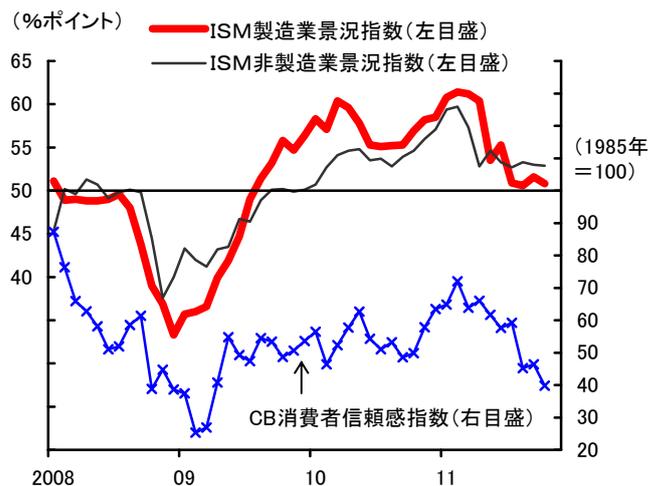
英国でも、低成長が長期化。主因は個人消費の低迷。失業率の高止まりやインフレ率上昇に伴う実質賃金の減少など、雇用・所得環境の悪化が続いているほか、家計のバランスシート調整も道半ばの状況。

(図表1-1)自動車販売台数と
実質個人消費の推移



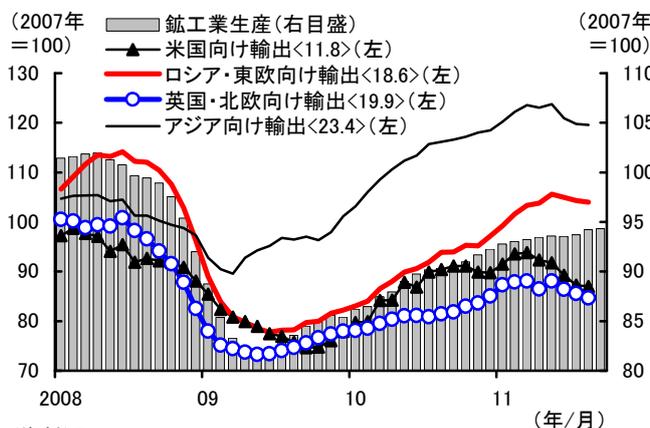
(資料) Bureau of Labor Statistics

(図表1-2)企業および個人マインドの推移



(資料) ISM, The Conference Board

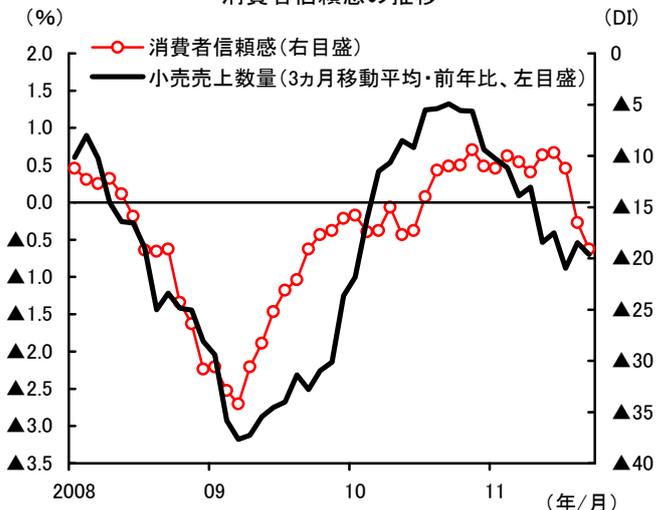
(図表1-3)ユーロ圏の地域別輸出数量と
鉱工業生産の推移(季調値・3ヵ月移動平均)



(資料) Eurostat

(注) 輸出数量は輸出価格指数を基に日本総研作成。
凡例◇内は2010年名目輸出全体に占める各地域のシェア。
鉱工業生産は建設除く。

(図表1-4)ユーロ圏の小売売上数量と
消費者信頼感の推移



(資料) Eurostat, 欧州委員会

「包括戦略」で合意も、依然先行きに不透明感

2. 欧州債務問題の行方

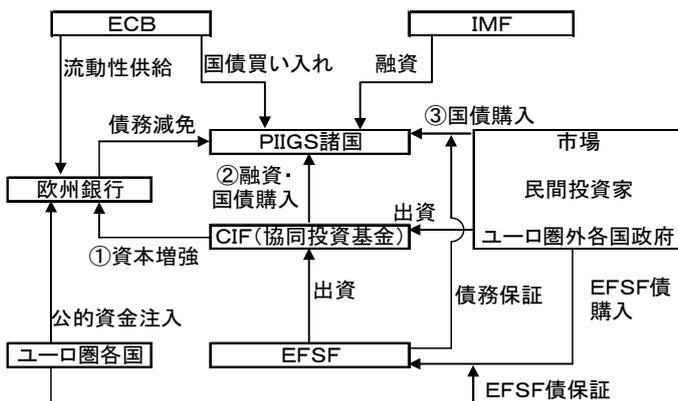
(1) ユーロ加盟国は、10月下旬に開催されたユーロ圏首脳会議において、欧州債務問題の「包括戦略」を策定。具体的には、①銀行の中核的自己資本比率の9%への増強、②民間投資家が保有するギリシャ国債の額面50%のヘアカット、③EFSFの実質的な支援能力の1兆ユーロ程度への拡大、などで合意(図表2-1)。

(2) もっとも、包括戦略が有効に機能するかは不透明。ギリシャでは、包括戦略合意後も政治的な混乱が続いており、議会での財政緊縮策の承認は予断を許さず。ギリシャ国債のヘアカットに向けた民間投資家との交渉や、EFSFの規模拡大に必要な外部資金の呼び込みについても難航する見込み。自己資本比率の引き上げが、資産圧縮をもたらすリスクも。

一方、仮に枠組みが首尾よく整ったとしても、債務問題の解決には力不足。まず、欧州金融機関の資本増強について、EBAは1,000から1,100億ユーロの増資が必要としているものの、ドイツ国債等の含み益を除けば、最大2,200億ユーロ程度が必要と試算(図表2-2)。さらに、11月に入り、債務不安がイタリアでも台頭するなか、1兆ユーロへのEFSFの規模拡大では、イタリア・スペインなど周縁国への信用不安波及の抑制には不十分(図表2-3)。

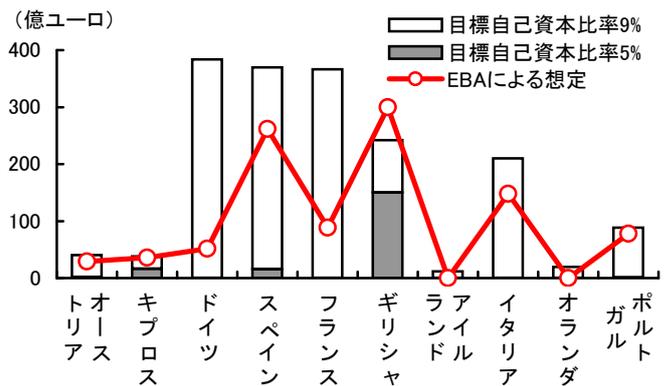
(3) そもそも財政健全化には、景気回復が不可欠。もっとも、ギリシャでは緊縮財政により景気が悪化し、それによって財政が一段と悪化するという悪循環に(図表2-4)。こうした状況下、欧州債務問題の本質的な解決は見込めず、先行き不透明感が強い状況が続く見込み。

(図表2-1) 欧州債務問題「包括戦略」以降の支援体制



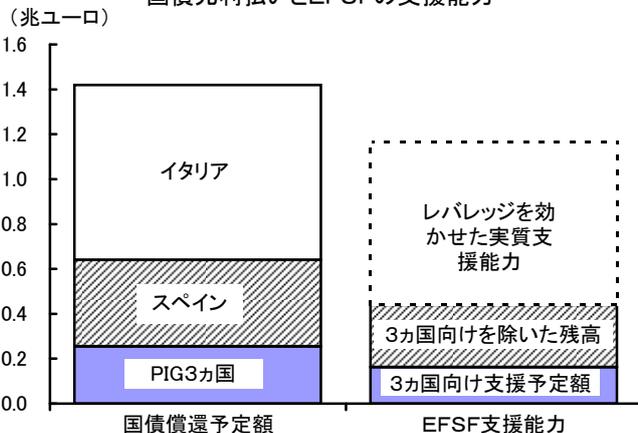
(資料) 欧州議会、EFSF発表等を基に日本総研作成
(注) EFSFは債務保証とCIFの設立により
実質支援能力(図中①~③)を1兆ユーロに拡大。

(図表2-2) 各国ストレステスト対象行の必要増資額 (リスクシナリオ時)



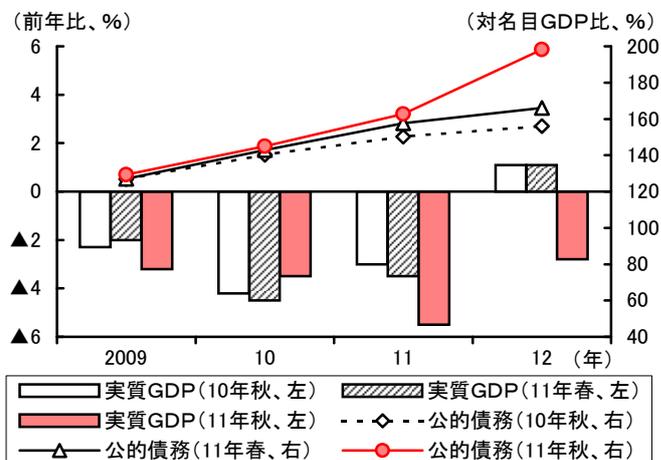
(資料) EBA「2011年ストレステスト」を基に日本総研作成
(注) ギリシャ国債のヘアカット率を50%と仮定。
その他の条件はEBAのリスクシナリオと同様。

(図表2-3) 欧州重債務国の2014年末までの国債元利払いとEFSFの支援能力



(資料) 欧州議会、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) 2011年10月末時点。短期債の借り換えは除く。
図中「PIG3カ国」はギリシャ・ポルトガル・アイルランド。

(図表2-4) ギリシャの成長率と公的債務の推移

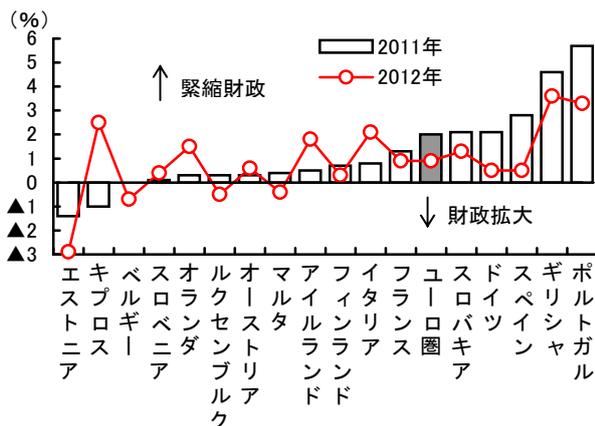


(資料) 欧州委員会
(注) 凡例カッコ内は、見直し発表時期。債務減免は含まず。

緊縮財政が景気下押しに作用

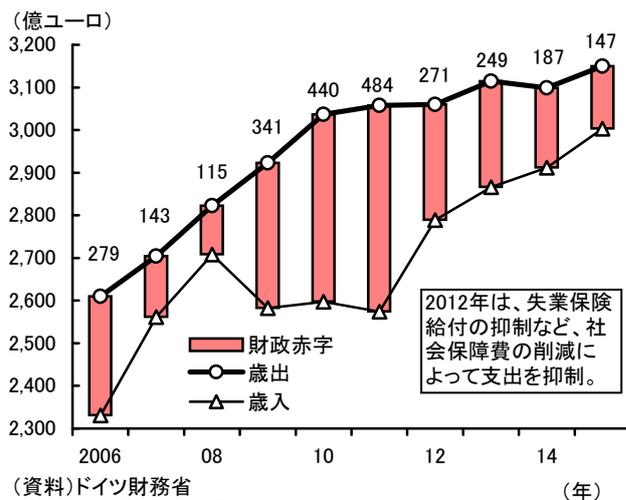
- (1) 以上の状況下、本来、金融機関への資本増強や周縁国国債の買い支え、景気浮揚に向け大規模な財政出動が求められるところ。しかしながら、ギリシャ債務問題を発端に、健全な財政運営に対する厳しい要求が強まるなか、欧州各国は財政赤字の削減に向けた緊縮財政計画を策定（図表3-1）。欧州景気の牽引役となってきたドイツでも、2012年以降、歳出を横ばいとする中期財政計画を策定（図表3-2）。欧州債務問題の長期化がドイツ経済へも悪影響を及ぼしつつあるものの、財政出動による景気下支えは限定的とならざるを得ない状況。
- (2) 欧州各国の緊縮財政はむしろ景気下押し要因となり、税収減などを通じて財政再建の実現性に対する懸念を増幅させるという悪循環に。
- (3) こうした悪循環に陥るなか、2011年夏場以降、欧州主要国の国債の信用リスクが大幅に上昇。とりわけ、最上位格付け国の中では、景気の減速が強く意識され、かつ公的債務比率の高いフランスの国債信用リスク上昇が顕著（図表3-3）。フランスが「AAA」から格下げされれば、フランスの「AAA」を前提としたE F S Fの支援体制にも支障をきたす恐れ。
- (4) 以上の状況を踏まえると、金融危機回避にはECBによる大規模な国債買入が不可欠。足許では、財政不安が急速に高まったスペインやイタリアで国債利回りが急騰しているものの、今後ECBによる大量買入れにより、金利高騰に歯止めがかかり、金融危機は水際で回避されると想定（図表3-4）。
なお、政策面に打つ手が乏しくなっているのは、米国も同様。

（図表3-1）ユーロ圏諸国の財政姿勢
（構造的プライマリーバランス名目GDP比の前年差）



（資料）欧州委員会、IMFを基に日本総研作成
（注）アイルランドは銀行救済コスト（約20%）を除く。

（図表3-2）ドイツの中期財政計画



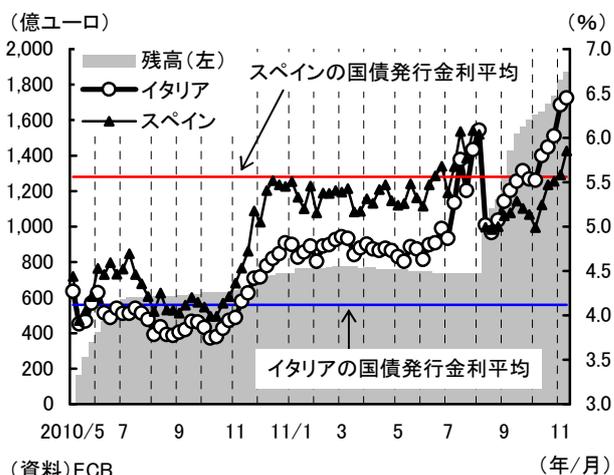
（資料）ドイツ財務省
（注）数字は財政赤字額（億ユーロ）。

（図表3-3）CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の保証料率からみた各国債の信用リスク<5年物>



（資料）Bloomberg L.P.（注1）1bp=0.01%。直近は11月23日。
（注2）凡例のカッコ内はS&P社による各国の長期発行体格付け。

（図表3-4）スペイン・イタリア10年債利回り
とECBの国債買入れ残高の推移（週末値）



（資料）ECB
（注）国債発行金利平均は2014年までに償還予定の国債の支払い利息を発行残高で除して算出。

財政出動余地は限定的

3. 政策対応余力

(I) 米国の財政政策

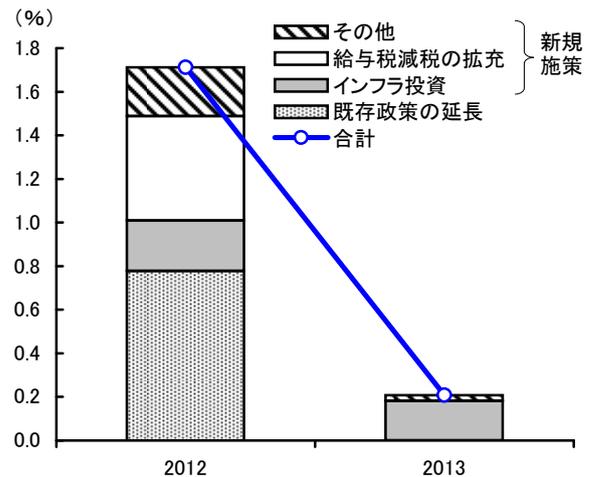
- (1) 米国では、オバマ大統領が雇用創出を目的とした総額4,470億ドルに上る景気対策を9月に発表。緊急失業給付の継続など既存政策の延長に加え、給与税の企業負担分の引き下げなどを提案(図表4-1)。2012年単年でみれば、2009年2月に成立した景気対策(A R R A)と同程度の規模(図表4-2)。対策が実現すれば、一定の景気押し上げが期待可能。
- (2) もっとも、下院で過半数を握る共和党は、インフラ投資を中心とした歳出増加を伴う施策などに強く反対しており、議会審議は難航。景気対策の実現は、給与税減税(労働者負担分)や緊急失業給付など既存政策の延長程度にとどまる見込み。
- (3) 一方、米国の財政状況をみると、財政赤字・債務残高ともに他の先進国と比較して悪化が顕著(図表4-3)。中長期的な財政赤字削減に向けた取り組みが不可避な状況。
- (4) 大統領は足許の景気動向に配慮する姿勢を姿勢を示しており、本格的な財政赤字削減は2013年以降に実施する計画(図表4-4)。もっとも、財政赤字削減の具体策をめぐる民主・共和両党の対立が鮮明化しており、先行きは不透明。大幅な歳出削減を主張する共和党議員に譲歩する形で極端な緊縮策が実施されれば、想定以上に景気を落ち込ませるリスクも。

(図表4-1)オバマ大統領の雇用対策(米国雇用法)

	総額 (億ドル)	対名目 GDP比
給与税減税延長・拡充(12年末まで)	2,400	1.6%
労働者負担の税率引き下げ (6.2%⇒3.1%、11年は1年間限定で4.2% への引き下げ実施)	(1,750)	(1.2%)
企業負担の税率引き下げ (6.2%⇒3.1%、500万ドルまでは無条件 とし、それ以上は新規雇用者と給与を 引き上げた従業員分のみ減税)	(650)	(0.4%)
設備投資減税延長(12年末まで)	50	0.03%
インフラ関連投資	1,050	0.7%
失業者支援	970	0.6%
州政府の財政支援(教職員再雇用など)	(350)	(0.2%)
失業給付の延長	(490)	(0.3%)
長期失業者を雇用した企業へ減税など	(130)	(0.1%)
合計	4,470	3.0%

(資料) The White Houseなどをもとに日本総研作成。

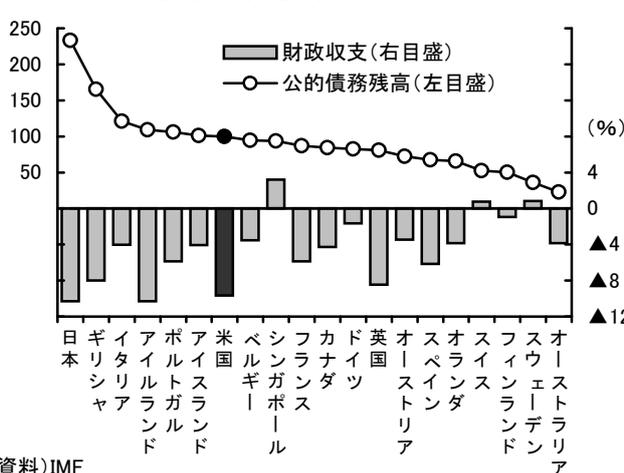
(図表4-2)米国雇用法によるGDPへの影響
(2011年対比)



(資料) CBOなどをもとに日本総研作成。

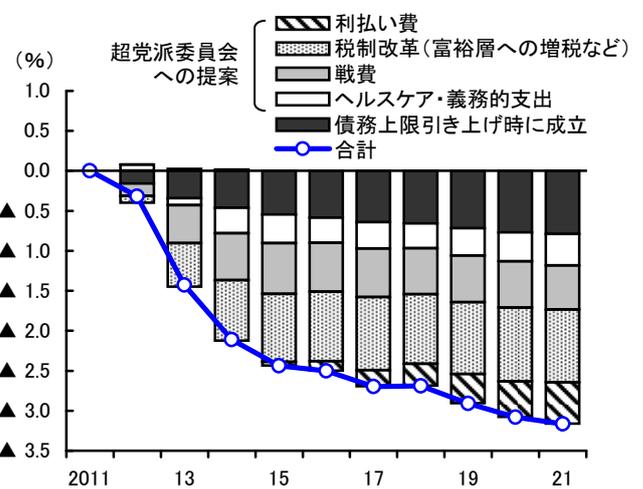
(暦年)

(図表4-3)主要先進国の財政収支と
公的債務残高(対名目GDP比、2011年)



(資料) IMF

(図表4-4)オバマ大統領による財政赤字削減の提案
(対名目GDP比)



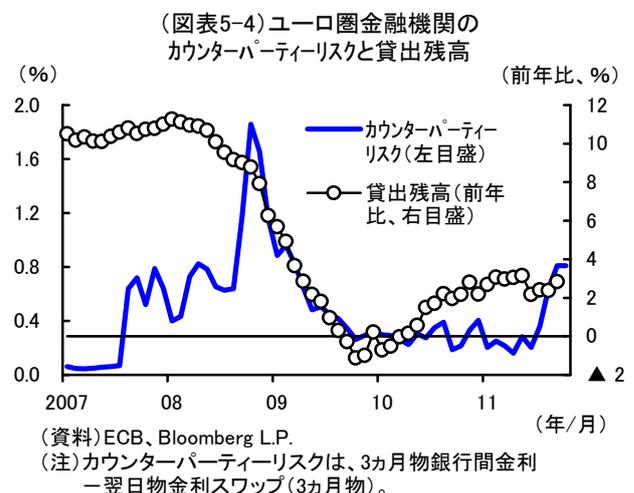
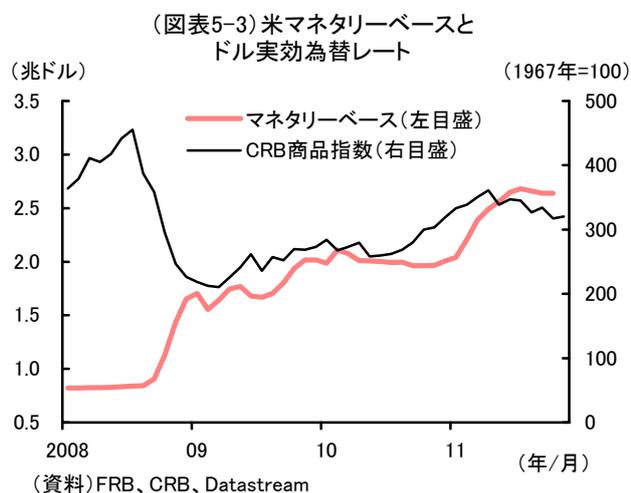
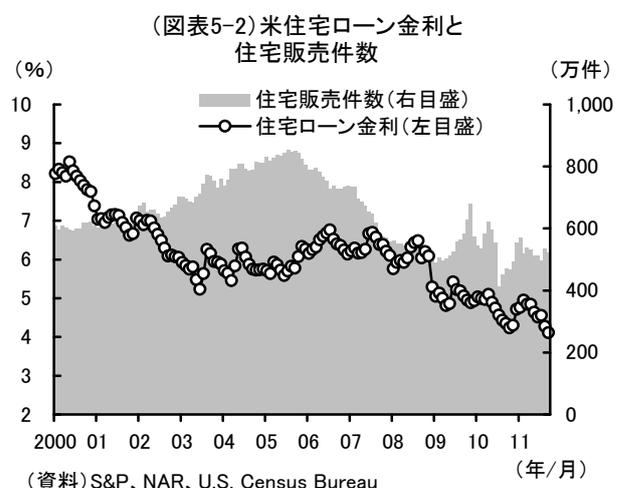
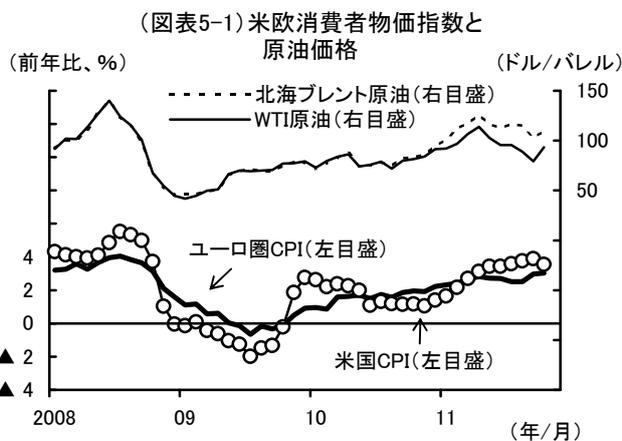
(資料) The White House

(会計年度)

金融政策による対応余力も限定的

(II) 金融政策

- (1) リーマンショック後、欧米中央銀行は、政策金利の引き下げ、非伝統的金融政策等による資金供給を実施。もっとも、さらなる対応余力は限定的。
- (2) まず、政策金利については、既に低水準。米国では実質的にゼロ金利政策を採用。ECBでも1%までの引き下げは見込まれるものの、インフレ懸念がくすぶるなか、さらなる利下げは困難(図表5-1)。
- (3) 一方、非伝統的金融政策を中心とした資金供給は、金融市場の緊張緩和やそれを通じた実体経済の下支えには資するものの、実体経済押し上げや欧州債務危機問題の根本的な解決への効果は限定的。
 実際に、米国ではFRBによる長期金利押し下げを狙いとした施策により、住宅ローン金利の低下がみられるものの、住宅市場は低迷が持続(図表5-2)。住宅市場の持ち直しには、所得・雇用環境の改善が不可欠。さらに、FRBのバランスシートの一段の拡大は、ドル安、国際商品価格の上昇を通じインフレの進行を招く恐れ(図表5-3)。
- (4) 一方、欧州では、ECBによる積極的な流動性供給にもかかわらず、銀行間金利の高止まりや銀行貸出の低迷が持続(図表5-4)。背景には、欧州債務危機国の国債を保有する金融機関に対する根強い信用悪化懸念。今後、ECBによる債務危機国の国債買い入れが予想されるものの、金融のトランスミッション機能が損なわれている状況下、景気支援効果は限られる見込み。
- (5) 財政・金融政策ともに対応余力が乏しいなか、民間部門の自助力に頼らざるを得ない状況。以上を踏まえ、次頁以降、米国および欧州の景気の先行きについて個別に検討。



家計の過剰債務解消・住宅市場調整には、なお時間を要する公算

4. 当面の米欧経済のポイント

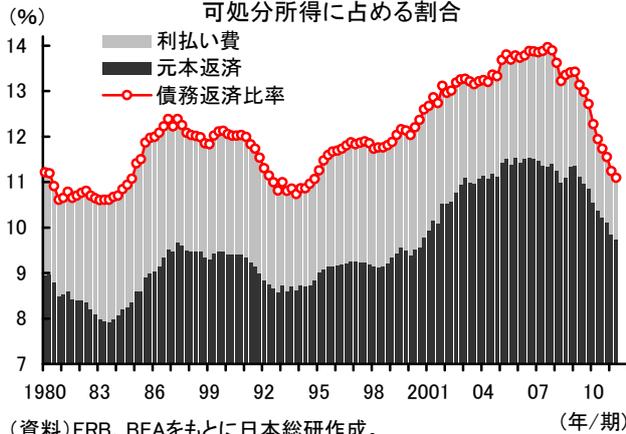
(I) 米国

(i) バランスシート調整

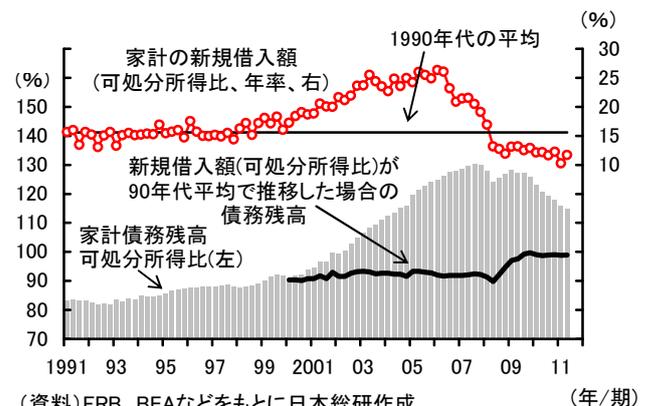
- (1) 家計の債務負担をみると、債務返済額が可処分所得に占める割合は、約17年ぶりの水準まで低下(図表6-1)。債務圧縮の進展に加え、歴史的な低金利のもとで借り換えが進んだことなどが背景。低金利が維持される限り、債務返済圧力が消費を一段と下押しする懸念は小。
- (2) もっとも、債務残高の対可処分所得比は115%と高水準(図表6-2)。家計は依然として過剰債務を抱える状況にあり、新規の借入れは抑制された状態が持続。
- (3) 家計の新規借入額の対可処分所得比が90年代にかけて概ね16%前後で安定していたことを踏まえると、家計は可処分所得対比で15%前後の過剰債務を抱えていると試算(※)。家計の過剰債務が解消されるのは、債務削減が足許のペースで行われた場合には2014年半ば以降、債務削減が再び加速するケースでも2年程度を要する見込み(図表6-3)。借入れを伴う消費、住宅購入の力強い回復には、なお時間を要する公算。
- (4) 住宅市場の調整についても、中古住宅販売件数が昨年末からの年率500万件前後の推移が続いた場合、在庫が足許のペース(年率▲10%)で減少したとしても、在庫率は高止まりを続ける公算(図表6-4)。住宅ローン延滞率が高水準で推移するなか、差し押さえ物件の流入が続くとみられることから、住宅価格への下押し圧力は根強く残る見込み。

(※) 90年代の平均ペースで新規借入が行われていた場合、11年6月末時点での債務残高は対可処分所得比で99.1%。

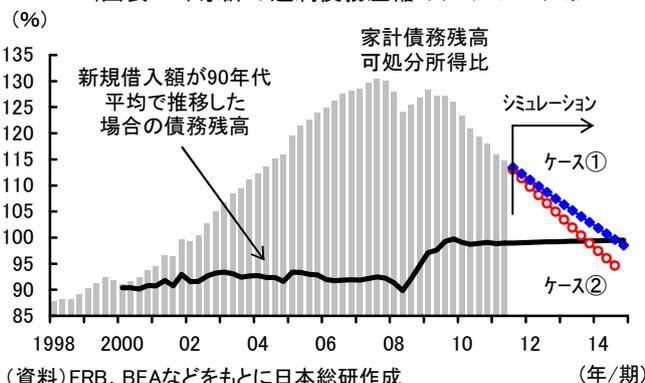
(図表6-1) 家計の債務返済額が可処分所得に占める割合



(図表6-2) 家計の新規借入額と債務残高



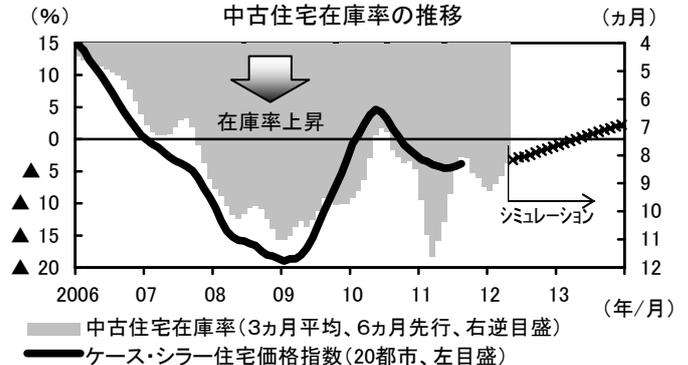
(図表6-3) 家計の過剰債務圧縮のシミュレーション



【シミュレーションの前提】

- ・可処分所得は年率+4%(過去1年の平均)と想定。
- ・家計債務残高の想定は、ケース①: 足許のペース(2011Q2の前期比: 年率▲0.5%)で減少。ケース②: 年率▲2.0%で減少(2009Q3~2010Q2の平均)。

(図表6-4) 住宅価格(前年比)と中古住宅在庫率の推移



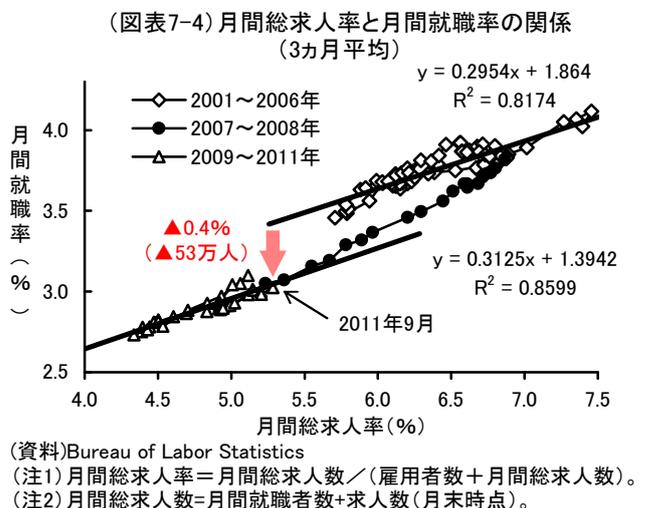
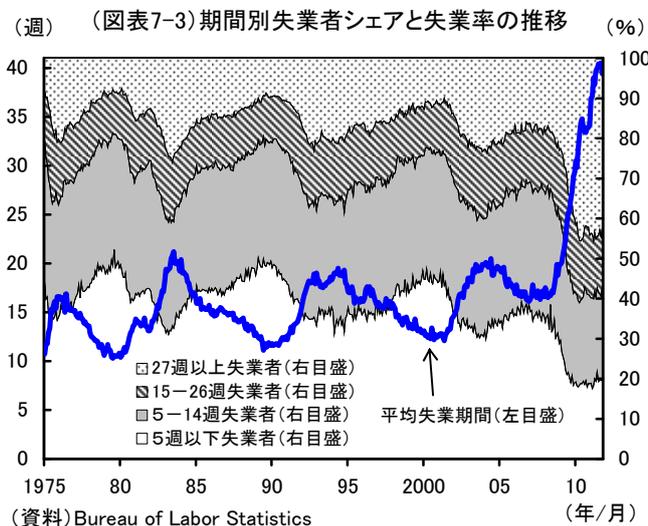
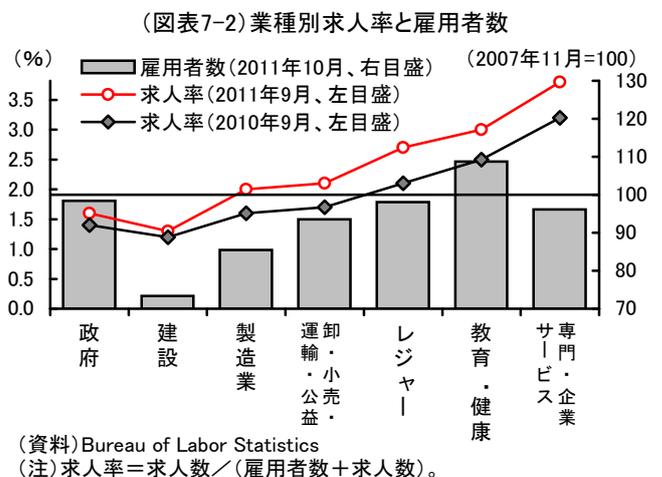
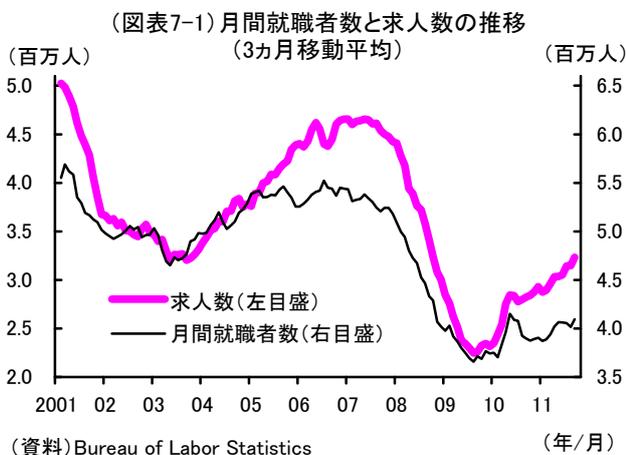
(注) 在庫率のシミュレーションは、①販売件数が過去半年(5~10月)の平均値で横ばい、②在庫が同時期のペース(前年比▲10.2%)で減少。

スキル・技能のミスマッチや失業期間長期化に伴うスキル低下が雇用回復を阻害

(ii) 雇用の構造問題

- (1) 雇用者数の力強い回復も期待しにくい状況。労働市場を仔細にみると、人材が不足している業種・職種と失業者が求める仕事の間に乖離（ミスマッチ）が生じている可能性。月間の就職者数は低水準での推移が続く一方、求人数（月末時点）は緩やかに持ち直しており、企業の求人増加が実際の雇用増に結びついていないことを示唆（図表7-1）。
- (2) 業種別の求人率をみると、教育・健康や専門・企業サービスなどで求人率が上昇する一方、住宅バブルの崩壊に伴い大量の失業者が出た建設業などでは、求人の増加はみられず（図表7-2）。人出が不足している業種と失業者の間にミスマッチが存在している可能性。
- (3) 加えて、失業期間の長期化に伴う失業者のスキル低下や住宅市場の低迷も円滑な就業を阻害。期間別失業者のシェアをみると、半年以上の失業者が全体の半数近くに上っており、平均失業期間は40週前後まで上昇（図表7-3）。また、住宅価格が低迷するなか、住宅ローン保有者の2割以上が住宅の資産価値を上回るローンを保有。住宅を手放し、求人の多い地域で求職活動を行うことができない状況。
- (4) ちなみに、月間の総求人数（月末時点での求人数+月間の就職者数）と就職者数の関係を見ると、2007年以降、両者の関係は下方にシフト（図表7-4）。足許では、ミスマッチなどの要因により、月間の就職者数が53万人程度押し下げられている可能性。雇用者数でみると、月10万人程度、雇用の増加が抑制されていると試算(※)。雇用回復を阻害する様々な要因が存在するなか、雇用の増加は先行きも緩やかなペースにとどまる公算大。

(※) 就職が容易になると、転職を目的とした退職が増えるなど、月間の就職者数が増加すると自発的失業者数も増加（両者は、就業者数が1人増加すると自発的失業者が0.82人増加するという関係）。こうした関係を踏まえたうえで試算（53万人×(1-0.82)）。

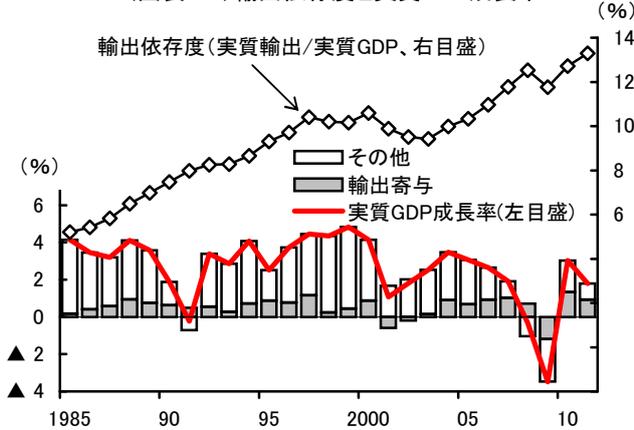


新興国での需要拡大を背景に、企業部門は底堅さを維持する公算

(iii) 新興国向け輸出の牽引力

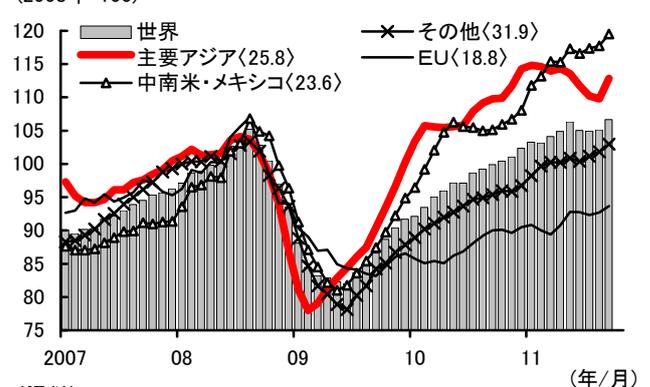
- (1) 以上のように国内需要の力強い拡大を期待し難いなか、景気の下支え役として輸出の増加に期待。2000年代半ば以降、個人消費など内需の伸びが鈍化するなか、輸出の増加が成長率を押し上げ（図表8-1）。実際に、今回の景気回復局面では、経済成長の大部分が輸出の増加によるもの。実質GDPに占める輸出の割合は13%強へ上昇しており、輸出の好不調が経済に与える影響も増大。
- (2) 米国の輸出を牽引する新興国では、中国を筆頭に景気過熱・インフレ抑制に向けた金融引き締めの影響が顕在化しており、新興国経済の減速が米国の輸出にも悪影響を与える可能性（図表8-2）。もっとも、新興国では、足許でインフレ率や住宅価格の騰勢に歯止めがかかりつつあることから、輸出の一段の冷え込みは回避される見込み。
- (3) 加えて、新興国向け輸出のシェア上昇は現地需要の拡大だけでなく、海外進出等を通じた米国企業による成長著しい新興国需要の積極的な取り込みが寄与した側面も。過去10年間でアジアを中心に新興国への対外直接投資残高が2.5倍に増加するなか、新興国向け輸出のシェアは5割近くに上昇（図表8-3）。新興国の需要取り込みに向けた米企業の取り組みが、輸出の増加を下支えする公算。
- (4) 新興国需要の取り込みは、輸出の増加に加え、投資収益の受け取りなどを通じて企業利益の押し上げに作用する見込み。実際、米企業は、国内景気が減速するなかでも、新興国を中心とした海外部門の売上増を牽引役に2割前後の増益ペースを維持（図表8-4）。輸出の増加や堅調な企業業績を背景に、設備投資も底堅さを維持する公算。

(図表8-1) 輸出依存度と実質GDP成長率



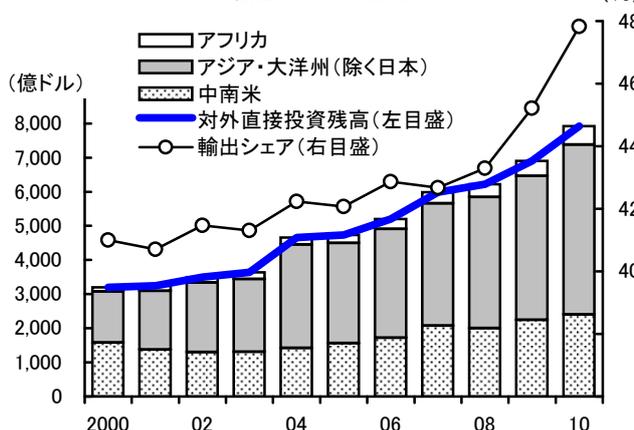
(資料) Bureau of Economic Analysis
 (注) 2011年は1-9月値(実質GDP成長率は1-9月の前年同期比)。

(図表8-2) 地域別実質輸出の推移
 (2008年=100)
 (季調値、3カ月移動平均)



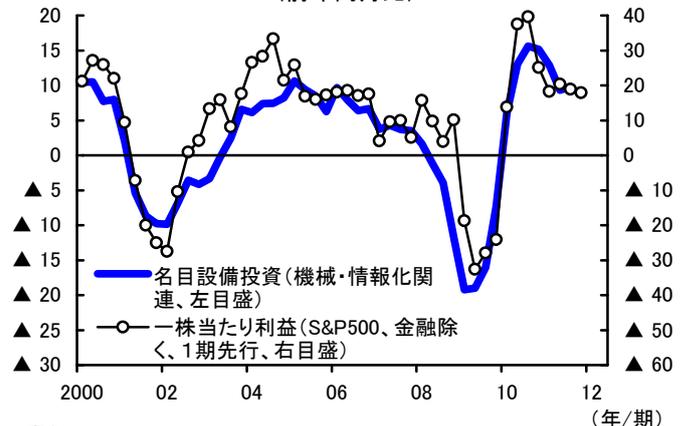
(資料) U.S. Census Bureau
 (注1) 地域別の実質輸出は日本総研作成。◇は2010年のシェア。
 (注2) 主要アジアは、日本・中国・NIEs・ASEAN・インド。

(図表8-3) 対新興国の直接投資残高と
 輸出シェアの推移



(資料) Bureau of Economic Analysis
 (年)

(図表8-4) 企業利益と設備投資の推移
 (前年同月比)



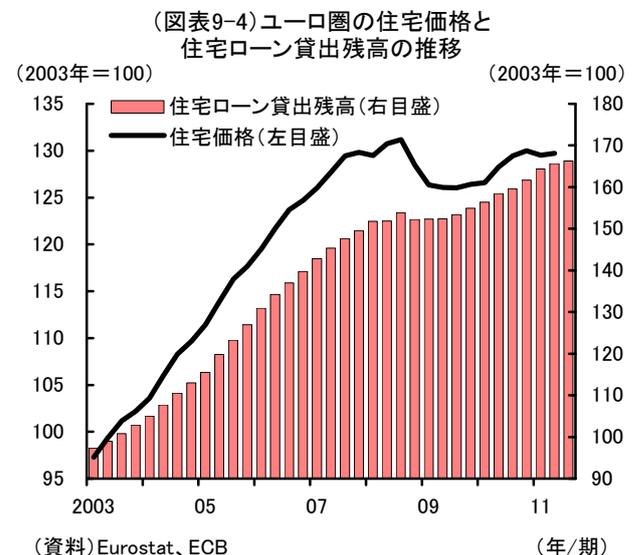
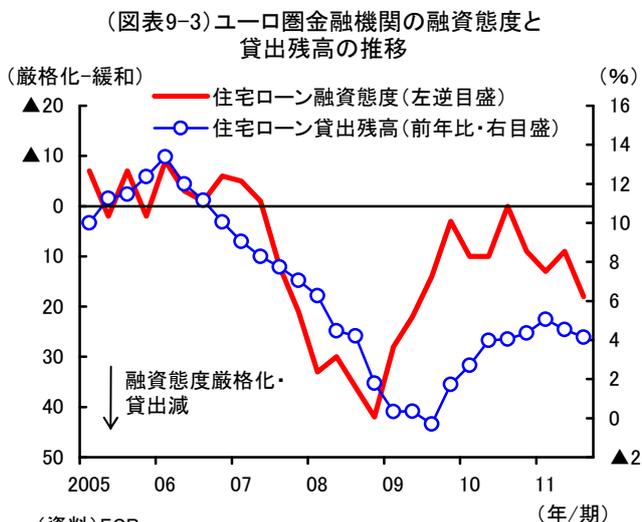
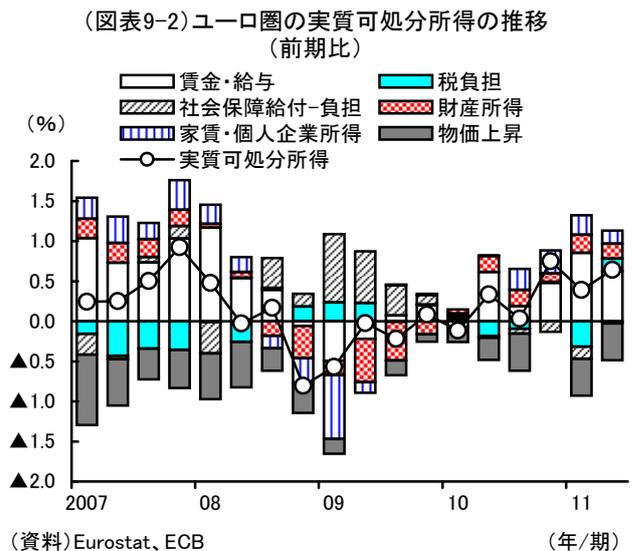
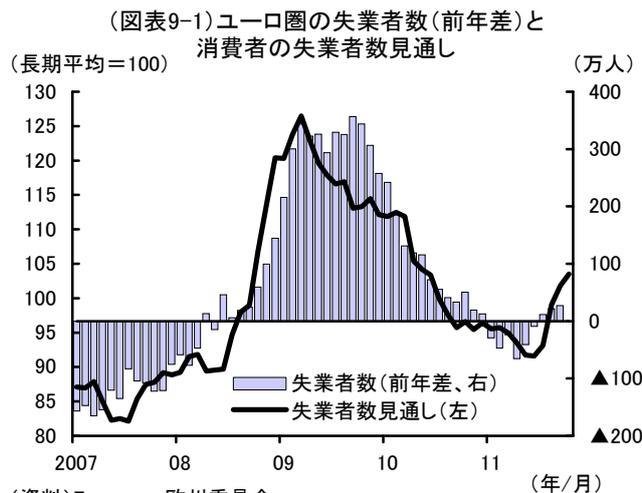
(資料) Bureau of Economic Analysis, Bloomberg L.P.
 (注) 2011Q3の一株当たり利益は11月22日までに決算発表済みの企業。

消費者マインドの悪化が続くなか、域内個人消費は低迷が長期化

(Ⅱ) 欧州

(i) ユーロ圏個人消費

- (1) ユーロ圏の雇用情勢は厳しさが持続。ユーロ圏の失業率は、10%を上回る過去最高水準で高止まり。財政不安が深刻化するP I I G S諸国で雇用環境の悪化が続いているほか、足許では改善が続いていたドイツの雇用も弱含み。消費者の雇用に対する見通しも急速に悪化しており、雇用情勢の厳しさが消費者マインドを下押し(図表9-1)。
- (2) 一方、ユーロ圏の実質可処分所得は、インフレ率の高止まりが下押しに作用しているものの、賃金・給与の上昇を主因に緩やかに増加(図表9-2)。もっとも、今後は緊縮財政による税・社会保障負担の増加、失業給付等の減少が、可処分所得の下押しに作用する見込み。
- (3) 加えて、今後は住宅価格の下落が消費者マインドの悪化に作用する恐れ。ユーロ圏の住宅価格は低金利政策などを背景に高止まり。もっとも、債務問題の深刻化を受け、金融機関の資本制約が厳しくなるなか、住宅ローンの貸出態度は厳格化の方向(図表9-3)。住宅に対する資金面からの制約が強まっていることを勘案すれば、高止まりしている住宅価格は先行き下落に転じる恐れ(図表9-4)。
- (4) 以上のように、雇用・所得環境の厳しさや住宅価格の下落などを受けた消費者マインドの悪化を背景に、域内個人消費は低迷が長期化する見通し。

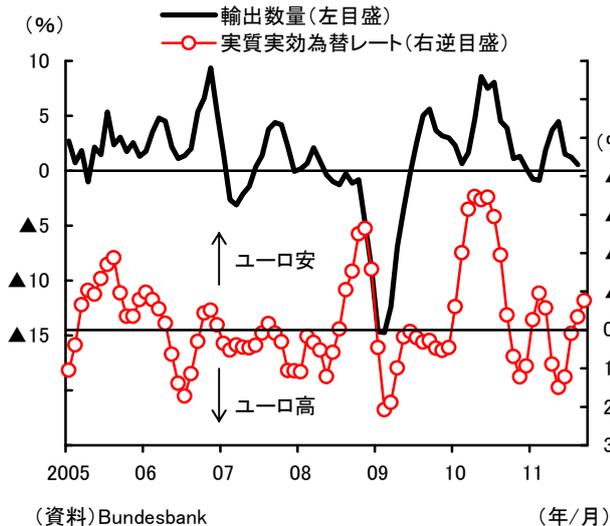


欧州債務問題深刻化により新興国向け輸出の牽引力は減衰する恐れ

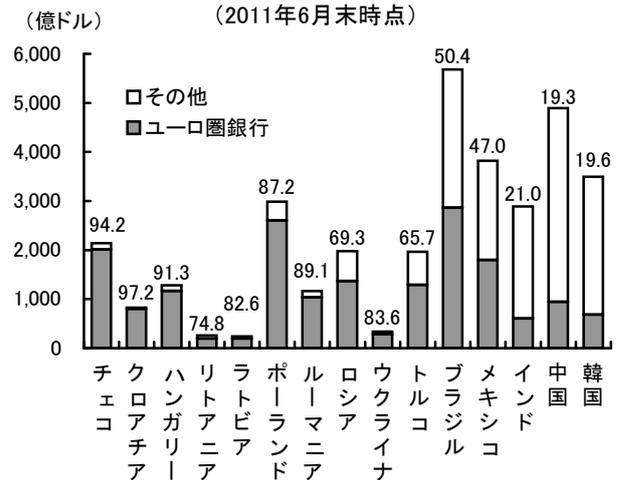
(ii) ユーロ圏輸出動向

- (1) 欧州債務問題の深刻化は、これまでユーロ安を通じてドイツの輸出を支援（図表10-1）。今後もユーロ安がドイツの輸出下支えに作用する見込み。
- (2) 一方で、欧州債務問題が金融システム不安に波及するなか、債務問題の深刻化は、今後むしろ新興国向け輸出の減速を招く公算。すなわち、ユーロ圏金融機関による多額の新興国向け投資は、これまで新興国の景気拡大を支援。なかでも中東欧は、海外からの資金調達の大半をユーロ圏の銀行に依存（図表10-2）。債務問題の深刻化に伴う損失や資本規制の強化を受け、ユーロ圏金融機関が新興国向けエクスポージャーを圧縮すれば、新興国景気の拡大ペースが一段と鈍化し、ユーロ圏の新興国向け輸出の腰折れを招く恐れ。
- (3) 欧州債務問題の深刻化や新興国向け輸出の鈍化を受け、ドイツでは企業の先行き景況感が急速に悪化（図表10-3）。さらに、債務問題を契機にユーロ圏銀行が貸出態度を厳格化していることから、ドイツの設備投資は今後減少に転じる公算。欧州主要国では、輸出に占めるドイツ向けのシェアが大きく、これまでドイツの景気回復に牽引される形で輸出が増加（図表10-4）。ドイツの内需低迷を受け、周辺国の景気下押し圧力が強まるリスク。

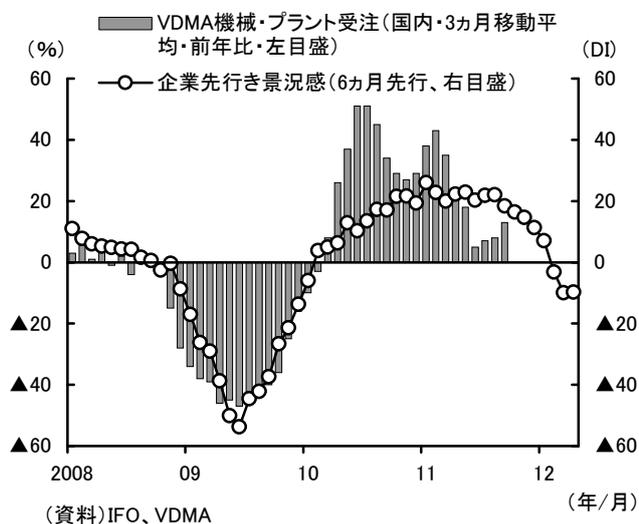
(図表10-1)ドイツの輸出数量と実質実効為替レート
(後方3ヵ月移動平均・3ヵ月前比)



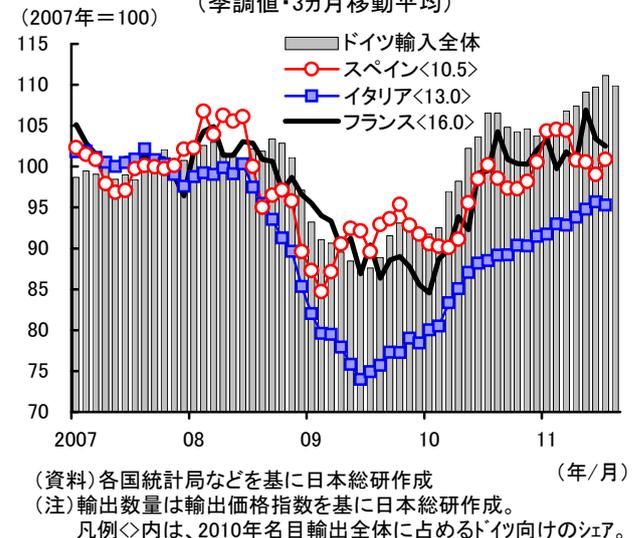
(図表10-2) BIS加盟国銀行の
新興国向け対外エクスポージャー
(2011年6月末時点)



(図表10-3)ドイツの企業先行き景況感と
機械・プラント受注の推移



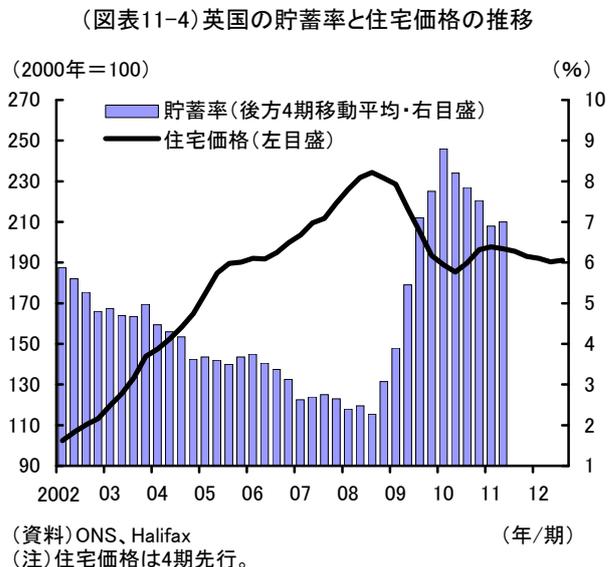
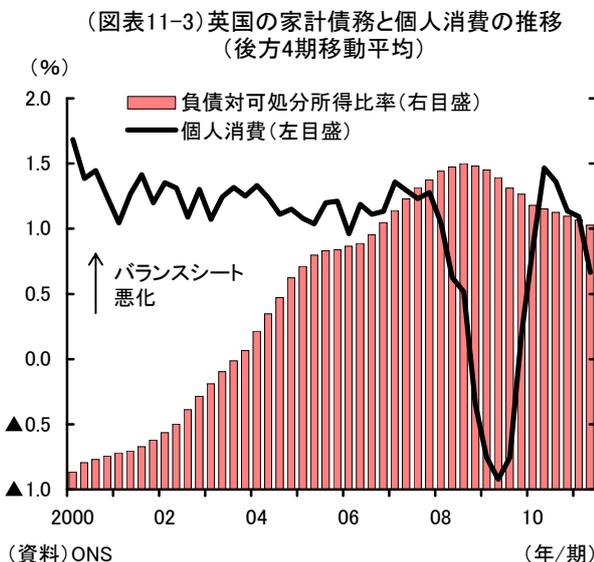
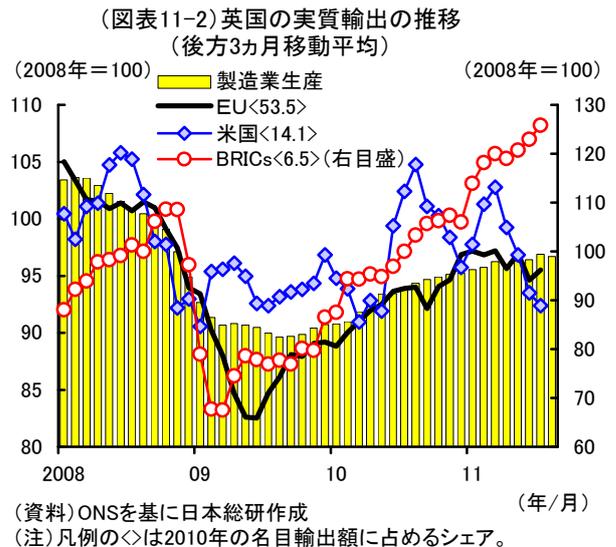
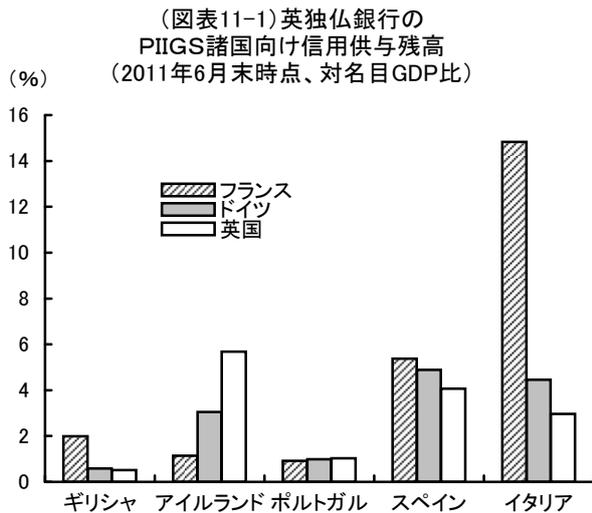
(図表10-4) ユーロ圏各国のドイツ向け輸出数量の推移
(季調値・3ヵ月移動平均)



英国景気は、内需の低迷が長期化。

(iii) 英国

- (1) 欧州債務問題の英国金融機関への直接的影響は限定的。①ギリシャ向け与信額が独仏ほど大きくないこと（図表11-1）、②E F S Fによる支援に参加せず、英国の財政負担が限定的であること、③独自の通貨を有し、ユーロ圏諸国に比べ財政・金融政策に対する制約が少ないこと、などが背景。こうした状況下、ユーロ圏とは異なり、信用収縮による景気的大幅な下振れは回避される見通し。
- (2) もっとも、輸出の半分を占めるユーロ圏・中東欧で景気悪化が見込まれるなか、2012年初にかけて、輸出の減少を主因に英国景気は悪化する見込み（図表11-2）。
- (3) 一方、家計のバランスシート調整は道半ば。家計の負債対可処分所得比率は依然高水準で推移しており、個人消費を抑制（図表11-3）。緊縮財政も加わり、内需は牽引役不在で低迷が長期化する公算。
- (4) なお、債務問題深刻化に伴い、アイルランド国債についても損失計上を迫られれば、英国でも金融システム不安が強まる恐れ。その場合、住宅価格下落に拍車がかかる可能性。住宅価格の下落は消費者マインドを萎縮させ、貯蓄率の一段の上昇を招来（図表11-4）。これに伴い、英国の個人消費は一段と悪化するリスク。こうした状況下、B O Eは景気支援のため、量的緩和拡大を余儀なくされる見通し。



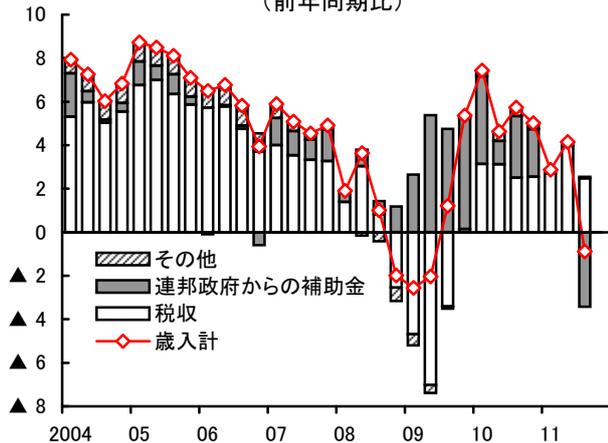
米国：景気回復基調は維持するものの、力強い成長は期待薄

5. 米欧経済見通し

(I) 米国

- (1) 米国経済は、新興国の需要拡大を背景とした輸出の増加や、企業業績・設備投資の底堅さが景気下支えに作用することで、緩やかな回復基調を維持する公算。もっとも、①家計の過剰債務の圧縮、②住宅価格の低迷持続、③雇用・所得環境の緩慢な回復、④欧州の債務問題を受けたマイナムの低迷、などが足かせとなるため、力強い景気回復は期待できず。
- (2) こうしたなか、オバマ大統領は総額4,470億ドルに上る景気・雇用対策を打ち出しているものの、共和党は歳出増加を伴う施策などに強く反対しており、議会審議は難航。対策の実現は既存政策の延長にとどまるとみられ、財政出動による景気押し上げは期待薄。一方、州・地方政府においても、連邦政府による財政支援打ち切りに伴い財政状況が悪化しており、歳出削減の動きが持続する見込み（図表12-1）。
- (3) 結果として、2012年の米国経済は、2%台半ばとみられる潜在成長率をやや下回る成長ペースが続き、通年の実質GDP成長率は+1.9%にとどまる見通し（図表12-3）。
- (4) 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賃金・物価への下押し圧力が持続。ドル安に伴う輸入物価の騰勢加速にも歯止めがかかりつつあることから、コアベースのインフレ率は前年比1%台半ばに鈍化する見通し（図表12-2）。

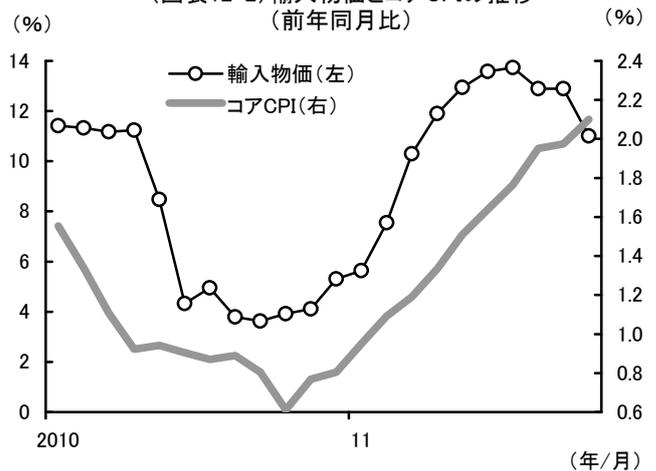
(%) (図表12-1) 州・地方政府の歳入額の推移
(前年同期比)



(資料) Bureau of Economic Analysis

(年/期)

(%) (図表12-2) 輸入物価とコアCPIの推移
(前年同月比)



(資料) Bureau of Labor Statistics, BEA

(年/月)

(図表12-3) 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	0.4	1.3	2.0	2.1	1.7	2.0	2.0	2.2	3.0	1.7	1.9
個人消費	2.1	0.7	2.3	2.3	1.6	2.0	2.0	2.1	2.0	2.3	1.9
住宅投資	▲2.4	4.2	1.6	2.1	2.3	2.6	2.8	3.0	▲4.3	▲1.9	2.5
設備投資	2.1	10.3	14.8	9.2	2.4	6.2	6.3	7.2	4.4	9.0	7.1
在庫投資	0.3	▲0.3	▲1.6	▲0.2	0.3	0.1	0.0	▲0.1	1.6	▲0.3	▲0.2
政府支出	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.3	▲0.1	0.7	▲1.9	▲0.4
純輸出	▲0.3	0.2	0.5	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.0	▲0.5	0.1	▲0.0
輸出	7.9	3.6	4.3	4.6	5.6	5.7	6.2	6.5	11.3	6.8	5.3
輸入	8.3	1.4	0.5	5.2	4.5	5.4	5.6	5.6	12.5	4.9	4.3
実質最終需要	0.0	1.6	3.6	2.3	1.4	2.0	2.0	2.3	1.4	2.2	2.1
消費者物価	2.1	3.4	3.8	3.4	2.5	2.2	1.8	1.8	1.6	3.2	2.1
除く食料・エネルギー	1.1	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	1.5	1.0	1.6	1.6

(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:2012年初にかけてマイナス成長へ

(Ⅱ) 欧州

- (1) ユーロ圏景気は、新興国向け輸出の景気牽引力が減衰するなか、①緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題長期化を受けた企業・消費者マインドの低迷、などを背景に域内需要が落ち込み、2012年初にかけてマイナス成長に転じる見込み。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加を主因に、持ち直しに転じる見通しながら、内需の拡大が見込めないなか、持ち直しペースは緩慢にとどまる見通し。
- (2) ユーロ圏のインフレ率は、2012年入り以降、原油高の影響一巡や景気の低迷を背景に、ECB目標水準に向けて伸びが鈍化していく見込み。
- (3) 英国景気は、EU向け輸出が減少するなか、2012年初にかけてマイナス成長となる見込み。その後も、BOEによる量的緩和拡大などが景気の下支えとなるものの、家計のバランスシート調整の持続等を背景に、停滞感の強い展開が持続する見通し。
- (4) 英国のインフレ率は、付加価値税増税や原油高の影響が剥落する2012年初に大きく低下。その後は景気低迷の長期化がデフレ圧力として作用し、2012年末にかけてBOEの目標水準である2%程度まで低下する見通し。

(図表13-1)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	3.1	0.7	0.6	▲1.0	▲0.8	0.4	0.9	1.1	1.8	1.6	▲0.0
個人消費	0.6	▲0.9	0.4	▲1.1	▲1.5	0.5	0.7	0.8	0.9	0.4	▲0.4
政府消費	1.7	▲0.6	0.0	▲0.6	▲0.8	▲0.5	▲0.5	▲0.3	0.4	0.4	▲0.5
総固定資本形成	7.5	0.6	0.3	▲1.2	▲0.6	▲0.0	0.6	1.0	▲0.9	2.3	▲0.2
在庫投資	1.3	0.3	▲0.1	▲0.1	0.1	0.0	▲0.1	0.0	0.9	0.5	▲0.0
純輸出	▲0.2	0.9	0.5	0.1	0.3	0.2	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
輸出	5.6	2.9	6.1	1.9	0.4	2.0	3.9	3.4	10.1	5.7	2.5
輸入	6.5	0.8	5.1	1.8	▲0.3	1.5	2.7	2.2	9.2	5.1	1.7

(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、%)

	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	3.1	0.7	0.6	▲1.0	▲0.8	0.4	0.9	1.1	1.8	1.6	▲0.0
消費者物価指数	2.5	2.8	2.7	2.9	2.5	2.1	1.8	1.7	1.6	2.7	2.0
ドイツ	5.5	1.1	2.0	0.1	0.2	0.8	1.3	1.5	3.6	3.1	0.8
消費者物価指数	2.1	2.5	2.7	2.7	2.1	1.9	1.8	1.7	1.2	2.5	1.9
フランス	3.8	▲0.2	1.6	▲0.5	▲0.4	0.9	0.9	1.2	1.4	1.6	0.3
消費者物価指数	2.0	2.2	2.3	2.3	1.9	1.6	1.6	1.5	1.7	2.2	1.7
英国	1.6	0.4	2.0	▲0.5	▲1.2	0.6	0.5	0.5	1.8	0.9	0.1
消費者物価指数	4.2	4.4	4.7	4.7	3.1	2.8	2.5	2.2	3.3	4.5	2.7

(予測)

欧州発金融危機の世界経済への波及

6. リスクシナリオ

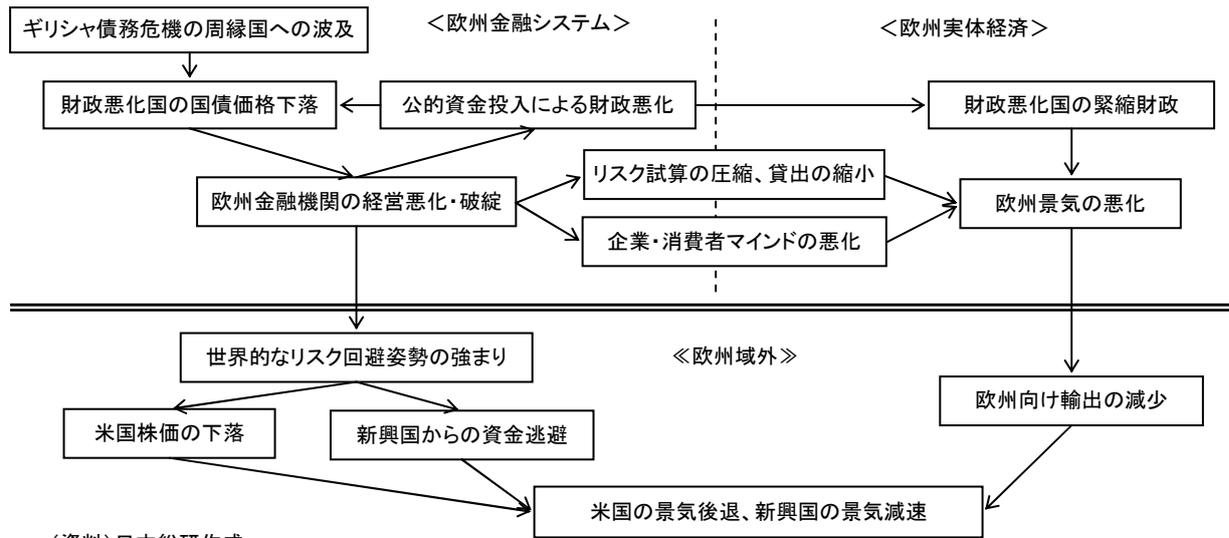
(I) 欧州債務問題の世界経済への波及

- (1) ギリシャ債務問題をめぐっては、2011年10月下旬に包括的な対策案が合意に至ったものの、その確実な履行については依然予断を許さない状況。ギリシャ債務問題がスペインやイタリアなど周縁国へ本格的に波及し、ドイツ等の強い反対からECBが機動的な対応を採れなければ、金融システムおよび実体経済の両面から、世界経済の大幅な下押し圧力に（図表14-1）。
- (2) まず、金融システム面では、財政悪化国の国債価格の下落を引き金に、欧州金融機関の経営悪化が欧州金融システムの混乱を招き、世界的にリスク回避姿勢が強まり、欧州域外においても米国株価の下落や新興国からの資金逃避が、加速する可能性（図表14-2）。また、実体経済面では、欧州金融機関のリスク資産の圧縮や貸出抑制、財政悪化国の緊縮財政などから、欧州景気が悪化。金融システム不安を受けた企業・消費者マインドの悪化も、景気を下押し。欧州向け輸出の減少が、世界的な景気下押し圧力となる恐れ。

(II) 新興国景気の減速

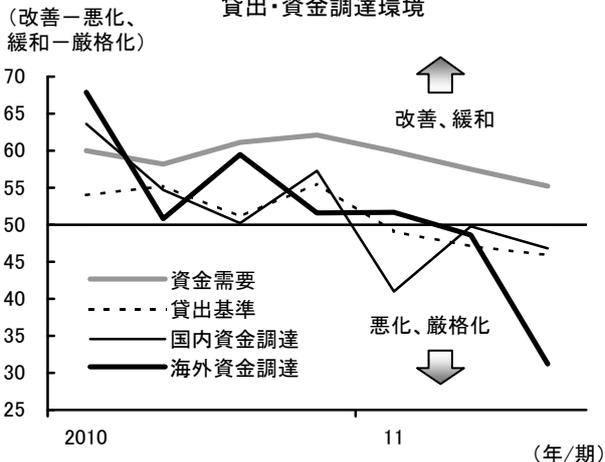
新興国では、経済成長と物価安定、資産バブル抑制に向け難しい舵取りを迫られている状況。過度な金融引き締めにより資産バブルが崩壊し、新興国景気が失速すれば、新興国向け輸出に頼らざるを得ない欧米経済はリセッションに陥るリスク（図表14-3）。

(図表14-1) 欧州債務危機の世界経済への波及経路



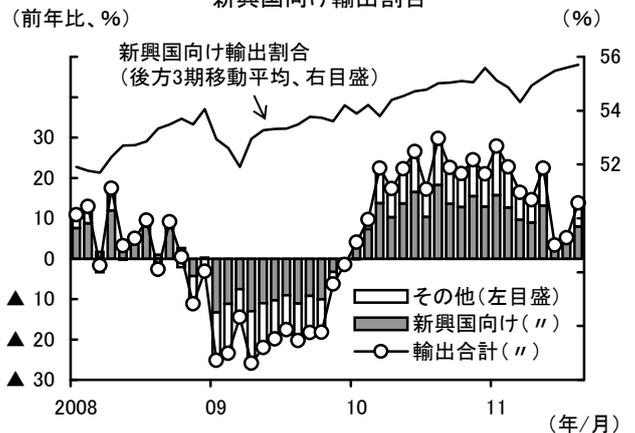
(資料) 日本総研作成

(図表14-2) 新興国金融機関の貸出・資金調達環境



(資料) IIF「Emerging Markets Lending Conditions Survey」

(図表14-3) ユーロ圏輸出の地域別寄与度と新興国向け輸出割合



(資料) Eurostat

(注) 新興国は、東欧・ロシア、アジア(日本を除く)、中南米、アフリカの合計。