

News Release

2010～11年米欧経済見通し

～足許持ち直しも、先行き予断許さず～

2010年6月11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/thinktank/research/>

< 目 次 >

1. 欧州債務問題の行方	1
(イ) 問題の本質	
(ロ) 欧州での信用不安	
(ハ) 当局の対応	
2. 当面の米国経済のポイント	4
(1) 景気の下振れリスクが依然払拭できない米国経済	
(2) 安定成長を阻む要因	
(イ) 消費拡大の持続性	
(ロ) 景気対策効果の剥落	
(ハ) 商業用不動産・住宅市場の低迷持続	
3. 当面の欧州経済のポイント	8
(イ) 欧州債務問題の景気への影響	
(ロ) 雇用悪化の持続	
(ハ) 英国新政権の政策運営	
4. 米欧経済見通し	11
(1) 米国経済	
(2) ユーロ圏経済・英国経済	
5. サブシナリオ	13

※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・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

＜ 要 約 ＞

1. 米欧経済は足許持ち直すも、欧州の債務問題により先行きに暗雲。欧州の債務問題をきっかけに、共通通貨ユーロの構造問題が表面化したほか、かねてからの住宅バブル崩壊に伴う不良債権問題に南欧債務問題が追い討ちをかけ、ユーロは発足来最大の危機へ。
 2. ただし、ユーロ崩壊によるデメリットの大きさ等を勘案すれば、ECBによる量的緩和拡大・ユーロ安などの政策総動員により、金融システム不安を封じ込め、ユーロ体制を堅持するとみるのが妥当【メインシナリオ】。
 3. 一方、欧州の債務問題が今後鎮静化しても、安定成長を阻害する要因が山積。米国・欧州それぞれについてみると、以下の通り。
 - (1) 米国
 - (イ) 景気下振れリスクの残存
年明け以降雇用が増加に転じたものの、民間雇用が伸び悩むなか、国勢調査の反動が顕在化する今秋にかけて雇用の低迷が続く見通し。月10万人を超える雇用増加が定着しない限り、景気下振れリスクは払拭されず。
 - (ロ) 消費拡大の持続性
これまでの消費拡大は株高などを背景とした消費性向の高まりが主因。失業率の高止まりで所得の伸び悩みが予想される一方、株価や住宅価格の一段の上昇も期待し難く、消費の増勢加速は期待薄。
 - (ハ) 景気対策効果の剥落
7,870億ドルの景気対策は、支出金額は10年1～3月期がピークで、今後支出額は減少。一方、今後予想される追加景気対策の規模は、2010～12会計年度のトータルでGDP比1%程度にとどまる見込みで、対策規模は、10年10月以降大きく減少。
 - (ニ) 商業用不動産・住宅市場の低迷持続
商業用不動産価格は引き続き下落。商業用不動産向け貸出の不良化が中小金融機関の経営を圧迫。一方、住宅市場では、政府による住宅購入支援策打ち切りを受け販売が低迷する見込み。住宅差し押さえも依然高水準で、住宅価格への下押し圧力が残存。
 - (2) 欧州
 - (イ) 欧州債務問題の景気への影響
南欧諸国では、大幅な財政引き締めにより景気悪化は避けられない見通し。一方、同問題を背景としたユーロ安が域外向け輸出の増加を通じて景気押し上げに作用し、ユーロ圏全体では、景気底割れは回避される見込み。
 - (ロ) 雇用悪化の持続
ユーロ圏では雇用の悪化に歯止めがかからず。雇用対策により雇用悪化が回避されている国でも、労働分配率上昇により人件費調整圧力が増大。所得雇用環境の悪化持続に加え、2008年来導入された景気対策の反動もあり、消費低迷が長期化する見通し。
 - (ハ) 英国新政権の政策運営
財政赤字が先進国中最悪水準となるなか、財政赤字の大幅削減が不可避。もっとも、連立与党内での意見対立もあり、実現性は不透明。一方、2008年来打ち出された景気対策の打ち切りに伴う反動減が顕在化。足許のポンド安も景気下支え効果は限定的。
4. 以上を踏まえ、各国・地域経済の見通しは以下の通り。
 - イ) 米国：足許持ち直しているものの、所得環境の低迷持続等を背景に本格回復には至らず。むしろ、今後政策効果の反動が徐々に顕在化し、年末にかけて成長率は鈍化する公算。
 - ロ) 欧州：ユーロ圏では、景気対策効果の剥落や財政赤字削減を進める南欧諸国の失速により、今秋にかけてマイナス成長となる見込み。もっとも、今秋以降は、ユーロ安による域外向け輸出の一段の増加が見込まれ、その後は小幅ながらプラス成長を維持する見込み。英国でも、家計のバランスシート調整、主力産業である金融業の低迷、財政制約の強まりなどを背景に、低成長が続く見通し。
5. 上記見通しに対するリスクは、欧州で金融システム不安の封じ込めに失敗するケース。その場合、ユーロ圏景気の底割れは必至。中東欧や中南米での資金制約の強まり、中国での輸出減速等を通じて、世界的に景気が再失速する恐れ【下振れシナリオ】。

本質は、共通通貨ユーロが抱える構造問題

1. 欧州債務問題の行方

(イ) 問題の本質

(1) 米国・ユーロ圏では2009年7～9月期以降、英国でも10～12月期以降プラス成長が続くなど、景気に明るさが灯り始めた矢先に、欧州で債務問題が発生し、先行きに暗雲。

(2) 欧州の債務問題は、そもそもギリシャの統計操作発覚がきっかけながら、EU各国の足並みの乱れにより対応が後手に回ったことで、ギリシャ国債利回りは急上昇。また、同様に大幅な財政赤字を抱えるポルトガル・スペインなどの南欧諸国にも飛び火し、南欧諸国を中心に、10年債利回りの対独格差が拡大。こうした事態を受け、ユーログループは、IMFと共同で、5月2日に最大1,100億ユーロの対ギリシャ向け融資の実施、9～10日には総額7,500億ユーロの緊急融資の枠組み創設を打ち出した(図表1-1)。これらは、ギリシャでは2013年まで、南欧諸国では2012年央までの国債借換額を上回る規模であり、これらの国のデフォルトリスクは向こう2～3年に亘って封じられた形(図表1-2)。にもかかわらず、ギリシャをはじめとする南欧諸国の10年債利回りは下げ渋り(図表1-3)。

(3) その理由は、打ち出されたのがあくまで資金繰り対策であり、当該国での財政再建が実現可能かどうかという問題に対する解決策がないため。すなわち、共通通貨・共通金融政策のもと、独自の景気調整弁が財政しかないというユーロ圏の構造においては、緊縮財政はデフレを深刻化させ、かえって財政再建を困難にさせる恐れ(図表1-4)。ギリシャはユーロ圏GDPの2%強を占めるに過ぎないが、今回の危機は、経済の収斂・財政の統合が不十分なまま、導入された共通通貨ユーロの構造的な問題点が表面化したもの。

(図表1-1)ギリシャ・南欧諸国をめぐる支援策の概要

5/2のギリシャ支援策	
EUとIMF、3年間で最大1,100億ユーロの対ギリシャ協調融資実施で合意 (ユーロ加盟国が最大800億ユーロ、IMFが最大300億ユーロ)	
5/9～10の金融支援策概要	
EU	財政危機に陥った国を対象に7,500億ユーロの支援融資の枠組みを決定 うち、4,400億ユーロはユーロ導入国が拠出 600億ユーロは欧州安定メカニズム資金として欧州委員会が拠出 期間は3年、保証は参加国ごとに比率を設定 IMFが同枠組みに対し2,500億ユーロを追加拠出 財政協定を強化、違反国に効果的な制裁の用意 投機抑制へ金融規制・監督を強化
ECB	ユーロ圏の政府債および民間債券市場で介入を実施 3ヵ月物、6ヵ月物固定金利の流動性オペを実施 FRBと米ドルのスワップラインを再締結 (スイス中銀、英中銀、カナダ中銀、日銀も参加)

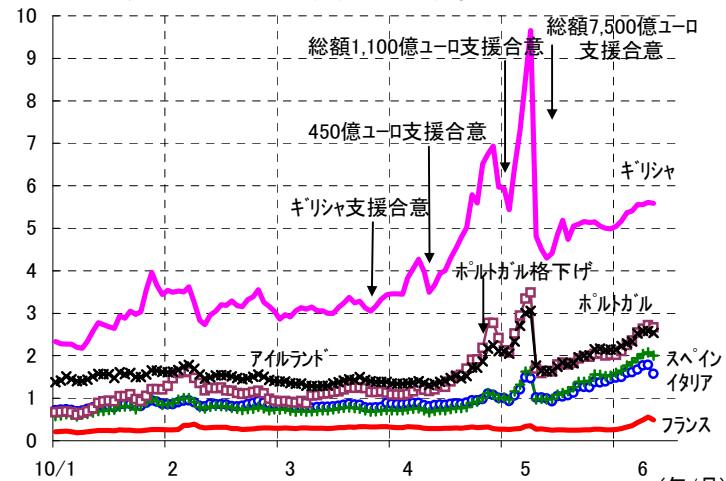
(資料)各種報道を基に日本総合研究所作成。

(図表1-2)PIIGS諸国の2013年までの国債償還額

(億ユーロ)						
	ギリシャ	ポルトガル	スペイン	アイルランド	イタリア	計
2010年	162	168	746	84	2,285	3,283
2011年	313	155	818	46	1,979	2,999
2012年	317	83	615	57	1,714	2,468
2013年	267	82	517	60	1,005	1,664
計	1,059	488	2,696	247	6,983	10,413

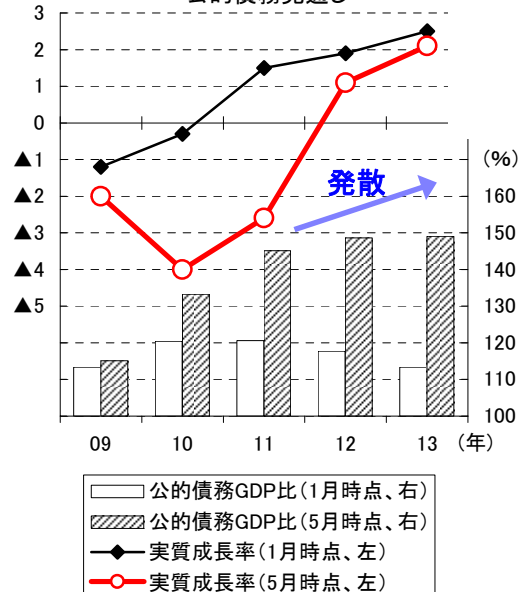
(資料)Bloomberg L.P.

(図表1-3)ユーロ圏主要国の10年国債利回り対独格差



(資料)Bloomberg L.P.

(図表1-4)ギリシャ政府の成長率・公的債務見通し



(資料)ギリシャ政府

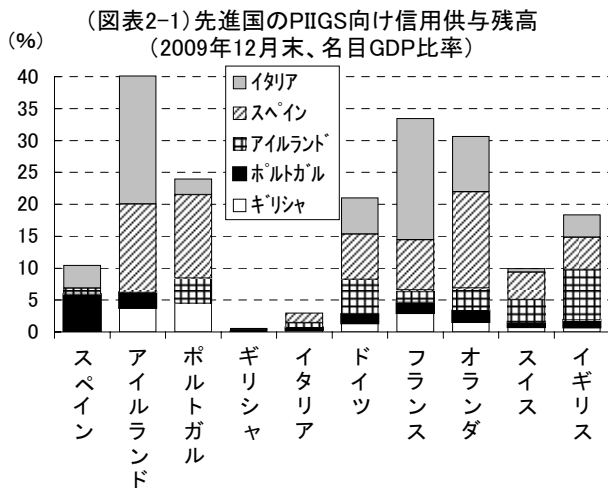
住宅バブル崩壊に伴う不良債権問題に南欧債務問題が追い討ち

(ロ) 欧州での信用不安

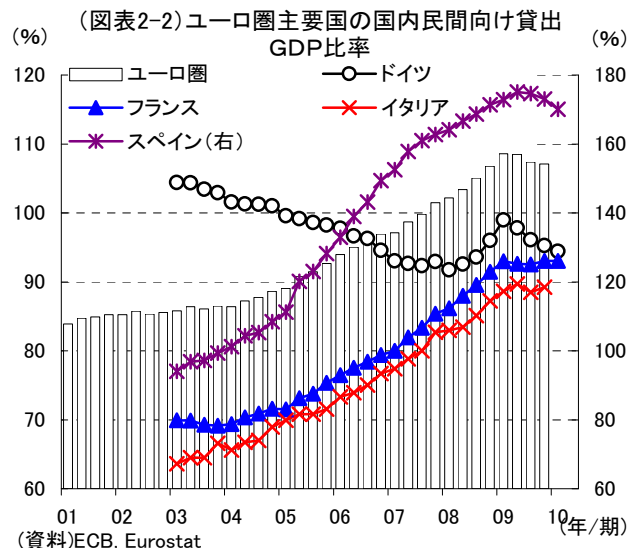
(1) ギリシャのデフォルトリスクが一国の問題にとどまらないもう一つの要因は、域内での金融取引が膨らむなか、局地的な問題もすぐにユーロ域内に伝播し、域内の信用不安が誘発されること。すなわち、独仏金融機関はギリシャ国債を大量に保有しており、ギリシャ国債のデフォルトは独仏金融機関の経営基盤悪化を招来。ポルトガルやスペイン・アイルランドを含めると、ドイツ・フランス・オランダの信用供与はGDP比15~20%に達しており、これらの国でのデフォルトは金融システム不安を再燃させる恐れ(図表2-1)。

(2) 事態をより困難にさせているのは、元々ユーロ圏各国においても、景気悪化を受け、住宅バブル期の過剰貸出が不良化、それに対する処理が大きく遅延するなど、各国金融機関の経営が悪化していること。すなわち、ユーロ圏の民間(家計・非金融企業)向け貸出の名目GDP比率をみると、2000年代前半の80%台半ばから2009年にかけては100%台後半まで上昇。スペインに至っては、2004年初の100%から2009年には175%と未曾有のペースで上昇しており、この相当部分が不良化している公算(図表2-2)。IMF試算による証券化商品等を含めた不良資産は、依然40%近くが未処理にとどまるなど、既に8割近くを処理済の米英金融機関対比大きく見劣り(図表2-3)。

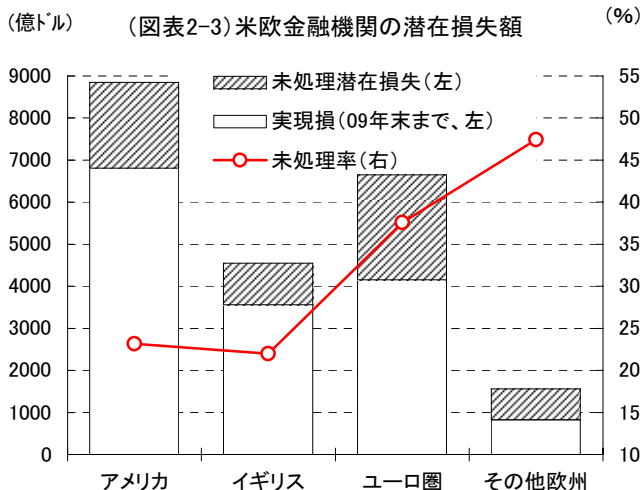
(3) ユーロ圏各国が軒並み緊縮財政に舵を切るなか、ユーロ圏全般に亘って金融システム不安が再燃すれば、投資を中心に景気が大きく底割れするのは必至(図表2-4)。



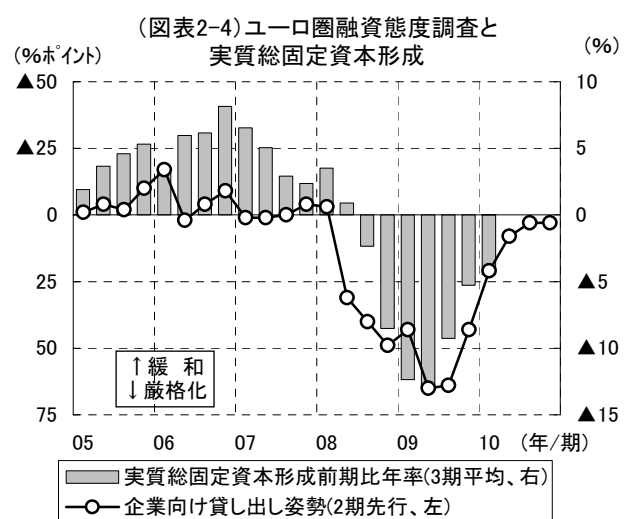
(資料)BIS, Eurostat
(注)名目GDP比率は、1ユーロ=1.3933ドル(09年平均)で算出。



(資料)ECB, Eurostat



(注)その他欧州は、デンマーク、ルウエー、アイスランド、スウェーデン、スイス。
(資料)IMF, "Global Financial Stability Report, April 2010"



(資料)ECB, Eurostat

政策総動員によるユーロ体制維持がメインシナリオ

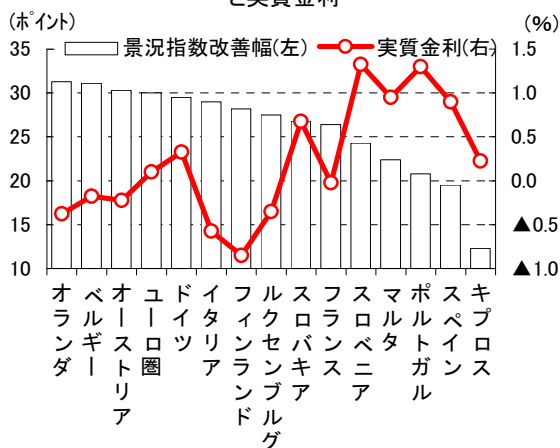
(ハ) 当局の対応

(1) 以上のように、ユーロの構造問題が露呈する一方、域内で信用不安が高まるなど、ユーロは99年の発足来最大の危機に直面。欧州各国が断固とした姿勢で有効な処方箋を打ち出さない限り、共通通貨圏の維持が困難に。すなわち、域内景気格差を放置すれば、共通の金融政策は採用困難に。実際、ポルトガル・スペインではコアインフレ率がマイナスとなった結果、実質金利が高止まりし、景気の回復が遅延（図表3-1）。一方、ギリシャをはじめとした南欧諸国の財政問題が解決されない限り、いずれ金融システム不安が再燃する公算大（図表3-2）。

(2) 以上のように極めて困難な状況にあるが、①ユーロ発足までの苦難に満ちた歴史的経緯、②ユーロ解体によるデメリットの大きさ等を勘案したうえで、ギリシャをはじめとした南欧諸国の資金繰りを確保した向こう2～3年の間に、①中心国から周辺国への財政支援、②対外黒字国からの所得移転（黒字国の内需拡大政策）など、「ユーロ体制」存続に向けた道筋がつけられると想定。

(3) その間、金融面では、域内での信用不安拡散を封じ込めるため、ECBは状況次第で、利下げのみならず、ギリシャや南欧諸国の国債買入れなどのバランスシート拡大政策も躊躇しない見込み（図表3-3）。また、為替面では、景気底割れ回避に向けて、南欧諸国も恩恵を被るユーロ安水準、いわゆる「弱いユーロ」を推進していかざるを得ないと予想（図表3-4）。以上の前提のもとで、以下では、米国ならびに欧州の景気の先行きについて検討。

(図表3-1) ユーロ加盟国の景況感改善幅と実質金利



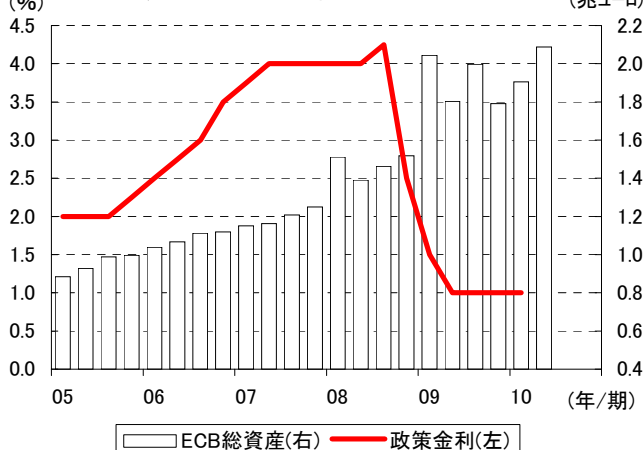
(資料)Eurostat
 (注1)実質金利はコアインフレ率で実質化。年初来平均値。
 (注2)景況感改善幅は昨年3月対比。

(図表3-2) 想定されるギリシャの対応とその影響

ギリシャの対応	デフォルト・債務見直し	ユーロ離脱	財政再建断行	財政再建ペース緩和
ギリシャへの影響	デフレ圧力軽減 国際的な信認喪失	ドラクマ安が景気下支え 対外債務増大・信認喪失	デフレ深刻化 財政再建困難化	デフレ 財政再建困難
金融システムへの影響	評価損計上 →金融不安	評価損計上 →金融不安	当面様子見 最終的には評価損計上の可能性	当面様子見 最終的には評価損計上の可能性
ユーロ全体への影響	南欧諸国に波及 域内取引停滞→保護主義化	南欧諸国に波及 域内での通貨切り下げ合戦加速	財政支出削減で南欧諸国の内需は底割れ 域内景気格差拡大→ユーロ運営困難化	財政支出削減による内需底割れは回避 域内景気格差拡大

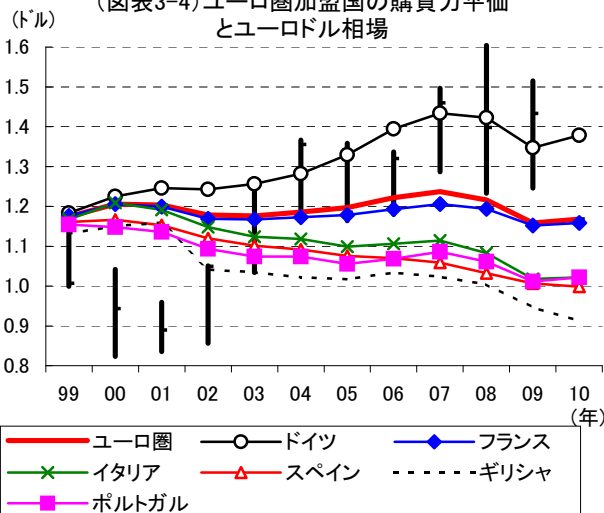
↑
メインシナリオ

(図表3-3) ECBの政策金利とバランスシート



(資料)ECB
 (注)10年4～6月期は5月値。

(図表3-4) ユーロ圏加盟国の購買力平価とユーロドル相場



(資料)OECDを基に日本総研作成
 (注)単位労働コストベース。99年初のユーロドル相場を基準。

雇用増加も国勢調査要因が嵩上げ。今後は反動減が生じる恐れ。

1. 景気の下振れリスクが依然払拭できない米国経済

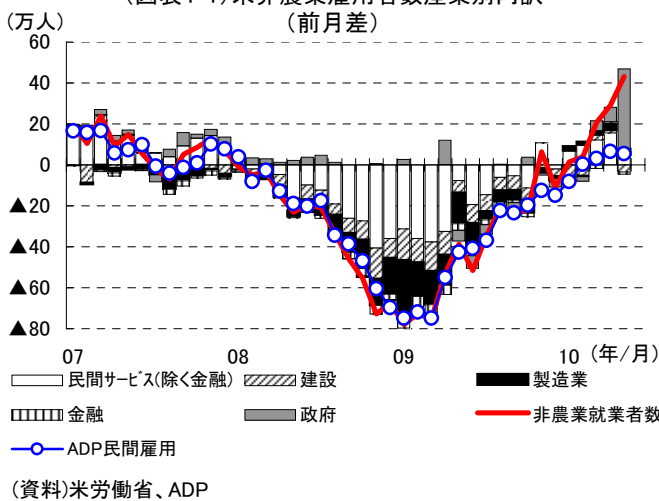
(1) 米国では、5月の非農業雇用者数が前月差+43.1万人となるなど、年明け以降雇用の改善傾向が明確化。もともと、10年に1度の国勢調査が雇用押し上げに作用しており、民間雇用は4月の21.8万人増から5月は4.1万人増とむしろ増勢が鈍化。アメリカの給与計算代行サービス大手ADP社が算出している民間雇用も、5万人前後で頭打ちの状況(図表4-1)。

(2) 一方、過去国勢調査が行われた年の政府職員雇用者数増減をみると、雇用押し上げは5月までで、6月から9月にかけてはむしろその反動で月10万人前後雇用者数が減少(図表4-2)。民間雇用の増勢が5万人前後にとどまるなか、秋口にかけて全体で雇用の増加ペースが大きく鈍化するのとは不可避で、減少に転じる局面も。

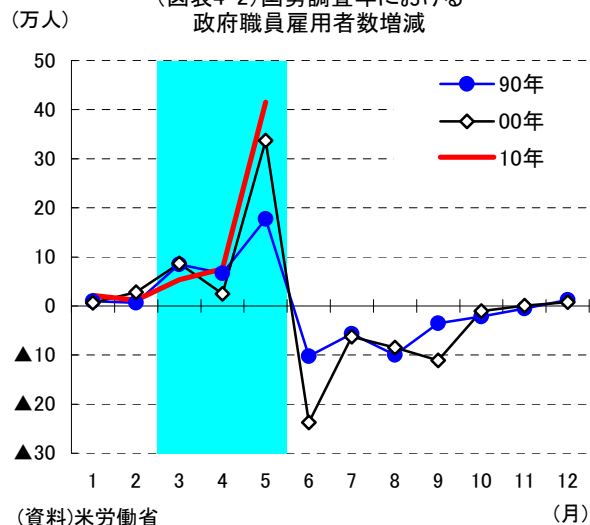
(3) 85年以降の雇用と実質GDP成長率の関係をみると、月10万人の雇用増加ペースが、自律回復メカニズム作動の分岐点。これを上回ると、年率2%超の成長が実現され、それにより新たに雇用が生み出されるという、「安定成長局面」入りへ(図表4-3)。月10万人を上回るペースでの雇用増加が安定的に実現されない限り、景気の下振れリスクは払拭されず。次頁以下では、民間雇用の順調な増加については米国経済の安定成長を阻む要因についてレビューする。

(4) なお、欧州債務問題の米国への影響は、貿易面に限れば、足許の輸出を牽引しているのがアジア・中南米向けであることから、大きなマイナス影響は生じない見通し(図表4-4)。リスクは金融資本市場を通じて混乱が伝播する展開であるが、欧州当局の危機封じ込めが奏効すると想定。

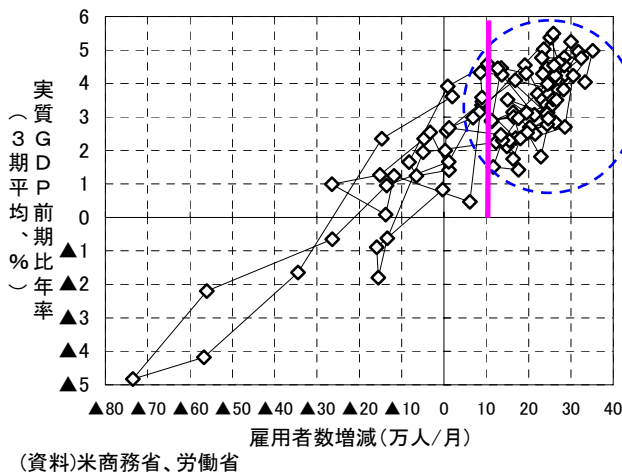
(図表4-1)米非農業雇用者数産業別内訳(前月差)



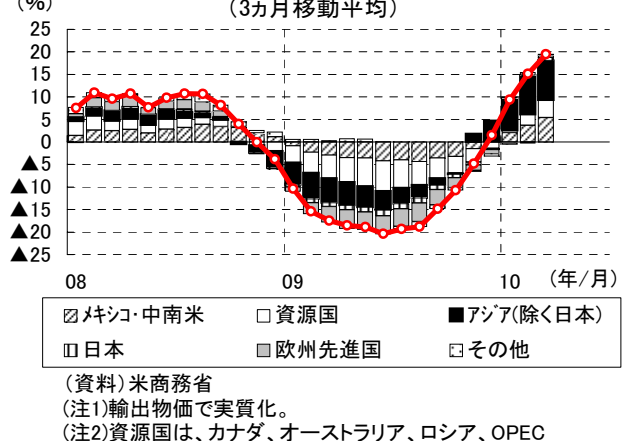
(図表4-2)国勢調査年における政府職員雇用者数増減



(図表4-3)85年以降の米雇用増減と実質GDP成長率



(図表4-4)米国実質輸出前年比地域別寄与度(3ヵ月移動平均)



消費性向上昇による消費拡大には限界、賃金への下押し圧力も長期化

2. 安定成長を阻む要因

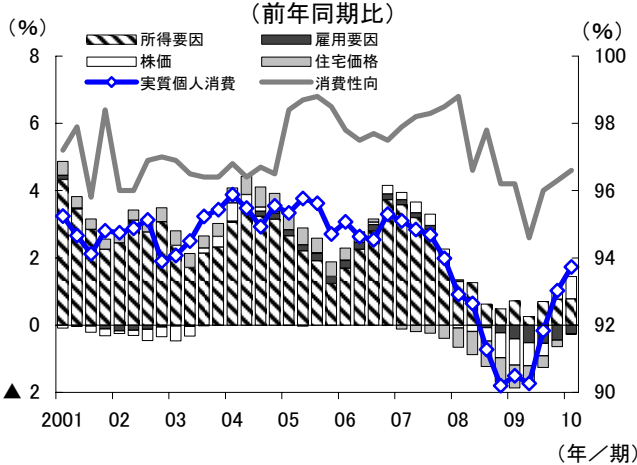
(イ) 消費拡大の持続性

(1) 年明け以降、個人消費は堅調に推移。この背景としては、①雇用が増勢に転じたことによる消費マインドの改善、②住宅価格の下げ止まりによる逆資産効果の減衰、③株価の上昇による資産効果、の3点が指摘可能。所得が伸び悩むなか、これら要因により消費性向が上昇したことが消費増加に寄与（図表5-1）。

(2) もっとも、こうした消費性向の上昇による消費拡大には限界。①株価は、欧州各国の財政不安が再燃した4月半ば以降、調整色が強まる状況（図表5-2）。②住宅価格についても、09年春以降持ち直し傾向にあったものの、住宅在庫が高水準で推移するなか、足許ではむしろ再び弱含み。加えて、家計のバランスシート調整も途半ば。すなわち、家計負債は減少しているものの、可処分所得対比でみてなお歴史的な水準にあり、さらなる負債圧縮が不可避（図表5-3）。

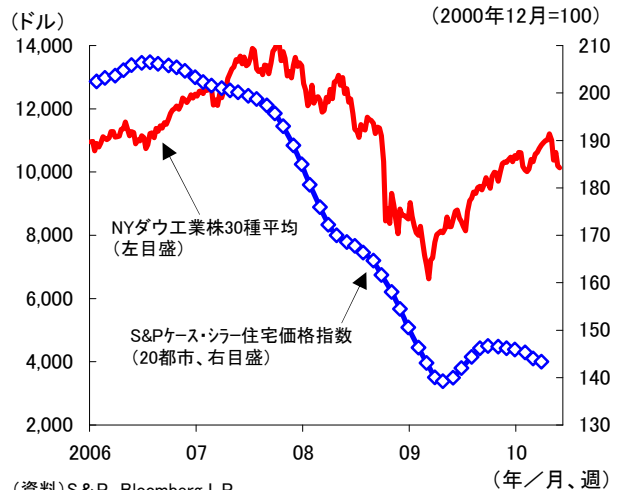
(3) さらに、所得環境の低迷も長期化する公算。失業率の上昇、高止まりが続くなか、雇用情勢に遅行する家計の賃金は増勢鈍化が持続（図表5-4）。年初以降、雇用者数は増勢に転じたものの、足許のペース（毎月+30万人）で増加が続いたとしても、9%台の失業率が11年央まで続き、賃金への下押し圧力も持続する見通し。

(図表5-1) 消費性向と実質個人消費の要因分解



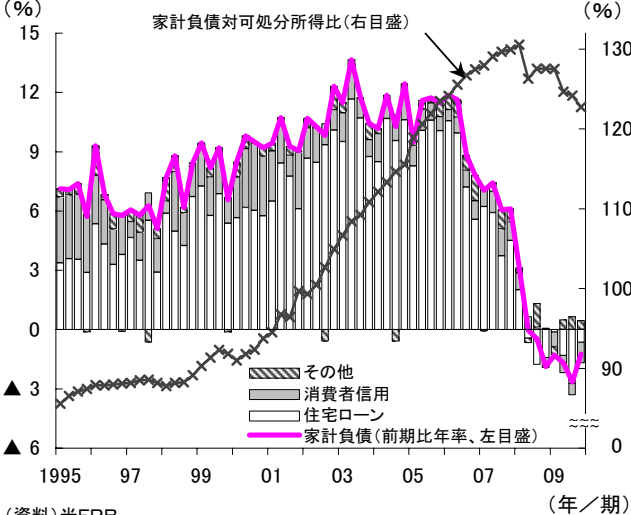
(資料) 米商務省、労働省などをもとに日本総研作成。
(注) 要因分解は以下の推計式に基づく。
 $Ln(\text{個人消費}) = \Delta 1.08 + 0.93 * Ln(\text{可処分所得}) + 0.11 * Ln(\text{雇用者数}) + 0.02 * Ln(\text{株価}) + 0.04 * Ln(\text{住宅価格})$
(▲2.058) (68.490) (1.986) (3.541) (8.399)
推計期間: 1995Q1~2010Q1 R2=0.99 ()内はt値。
個人消費、可処分所得は実質値、可処分所得については4期移動平均を用いて推計。

(図表5-2) 株価と住宅価格の推移



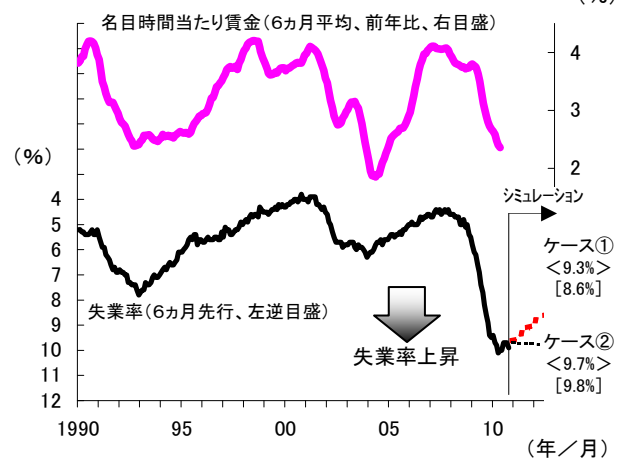
(資料) S&P、Bloomberg L.P.
(注) 株価は週末終値。住宅価格は月次データ。

(図表5-3) 家計部門負債の推移



(資料) 米FRB

(図表5-4) 時間当たり賃金と失業率の推移



(資料) 米労働省
[シミュレーションの前提] 生産年齢人口: 09年の平均ペースで増加。
労働力率: 11年末にかけてリーマン・ショック前の水準(66%)まで上昇。
就業者数: ケース①毎月30万人増加、ケース②毎月20万人増加。
(注) ()、[]内はそれぞれ2010年末、2011年末の失業率。

景気対策効果の剥落、州・地方政府の歳出抑制が経済を下押し

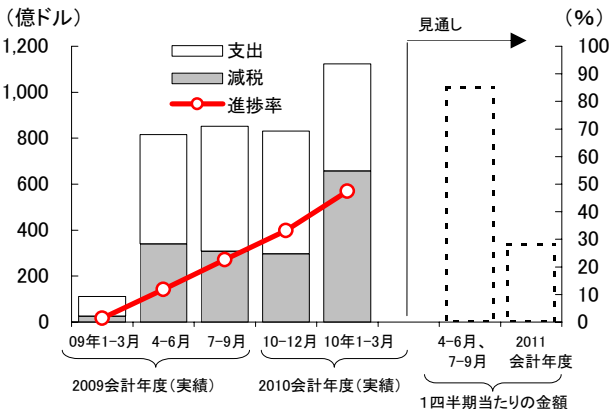
(口) 景気対策効果の剥落

(1) オバマ政権が昨年2月に策定した7,870億ドルの景気対策（ARRA）は、本年3月末までに約5割が支出済み。政府試算によれば、支出金額は10年1～3月期がピークとなり、今後、1四半期当たりの支出額は減少する公算（図表6-1）。

(2) 一方、追加の景気対策については、11月の中間選挙を控え、失業保険延長給付の継続をはじめとした雇用対策や、児童・扶養家族控除拡大など家計・企業向け減税が実施される見込み。もっとも、高所得者層向けの増税など、負担増も同時に実施されるとみられることから、ネットでみた景気対策の規模は、2010～12会計年度のトータルでGDP比1%程度にとどまる見込み。昨年の景気対策と合わせてみた金額規模は、2011会計年度がはじまる10年10月以降、大きく減少へ（図表6-2）。

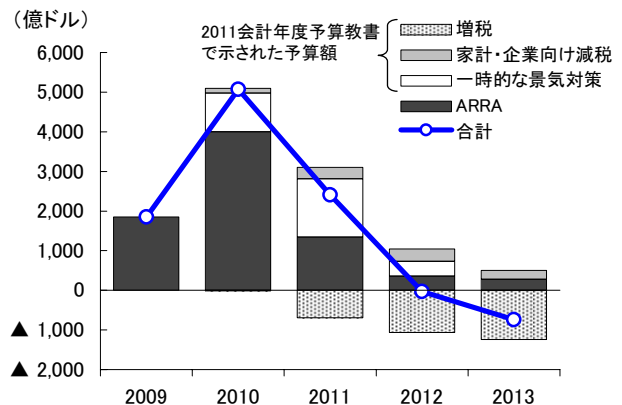
(3) 州・地方政府では、失業保険給付など社会保障関連の支出が増加する一方、インフラ投資や人件費の削減を通じて歳出増加を抑制（図表6-3）。もっとも、税収の伸び悩みにより、財政状況に顕著な改善はみられず。連邦政府の支援がなければ、大幅な財政赤字が続いている状況（図表6-4）。連邦政府による支援は、ARRAにおける予定額の6割強がすでに支出済みであり、今後、州・地方政府はさらなる歳出削減を迫られる可能性も。

(図表6-1) オバマ政権による景気対策の進捗状況



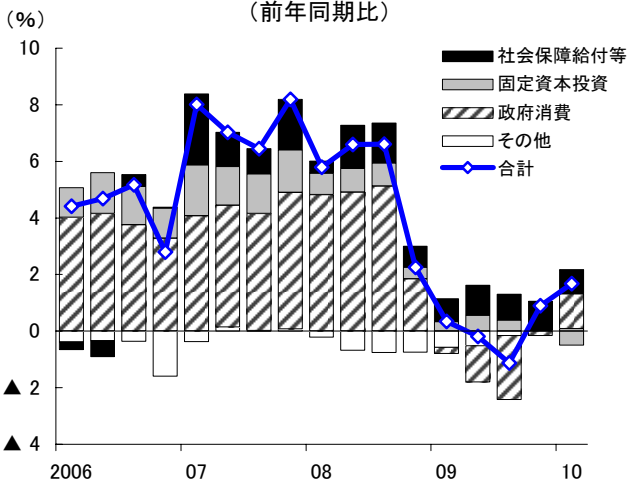
(資料)米商務省、議会予算局をもとに日本総研作成
 (注1)見通しは、議会予算局の年度見通しと、2010年1-3月期までの進捗率をもとに算出。
 (注2)支出は、インフラ整備のほか基金創設など直接GDPに加味されないものも含む。

(図表6-2) 政権の景気対策などに関する予算額



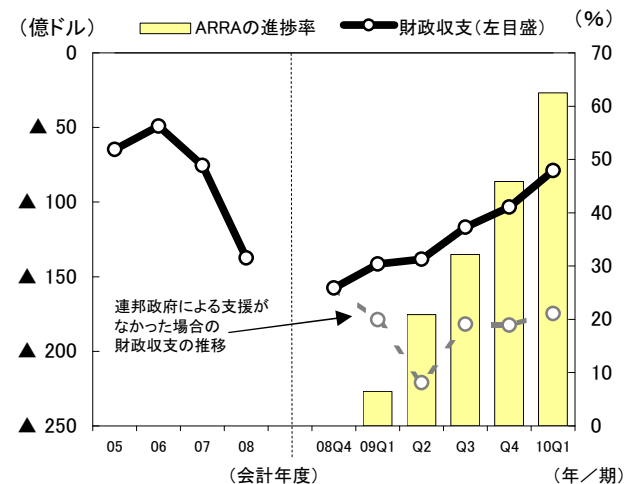
(資料)米議会予算局、行政管理予算局をもとに日本総研作成。
 (注1)一時的な景気対策は、勤労世帯向け税額控除延長等の減税や緊急失業保険給付の延長など。
 (注2)増税は逆目盛で表記。

(図表6-3) 州・地方政府による支出額の推移 (前年同期比)



(資料)米商務省

(図表6-4) 州・地方政府の財政収支の推移



(資料)米商務省、議会予算局などをもとに日本総研作成。
 (注)進捗率は商務省、議会予算局などの資料をもとに算出。

商業用不動産・住宅市場ともに、改善にはなお時間を要する公算

(ハ) 商業用不動産・住宅市場の低迷持続

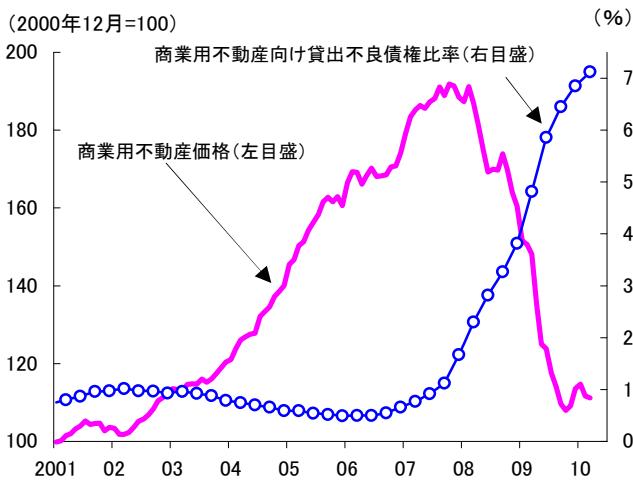
(1) オフィス需要の低迷が続くなか、商業用不動産価格は引き続き下落基調。金融機関の商業用不動産向け貸出に占める不良債権比率も、上昇に歯止めがかからず(図表7-1)。

(2) こうした状況下、商業用不動産向け貸出の割合が大きい中小金融機関を中心に、厳しい経営環境が持続。金融機関の10年1～3月期の純利益を資産規模別にみると、資産規模100億ドル以上では、08年1～3月期の水準まで回復しているのに対し、100億ドル未満では半分以下の水準(図表7-2)。貸出の減少にも歯止めがかかっておらず、中小金融機関への依存度が高い中小企業や地方経済を一段と疲弊させる恐れ。

(3) 住宅市場においても、昨年秋以降価格が再び下落しており、調整は途半ば。足許の販売増加は、連邦政府による住宅購入支援策打ち切り(4月末)に伴う駆け込み需要の側面が強く、今後反動減が生じる恐れ。実際、新規購入を目的とした住宅ローンの申請件数は、5月に入り大きく減少(図表7-3)。

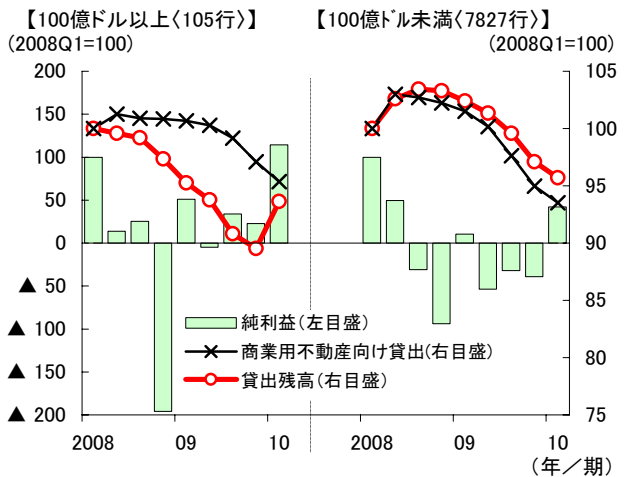
(4) 供給面をみても、住宅の差し押さえが高水準で推移するなか、中古住宅在庫が急増しており、持続的な需給改善は当面見込み難い状況(図表7-4)。差し押さえの内訳をみると、差押物件の処分売り(所有権移転)が増加傾向にあるなか、その前段階となる管財人セール・競売通知も再び増加。今後、差し押さえ物件の処分売りが加速すれば、住宅価格への下押し圧力が強まる可能性。

(図表7-1) 商業用不動産価格と不良債権比率の推移



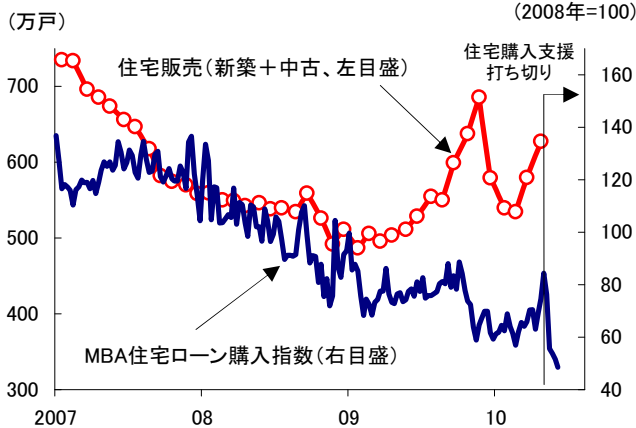
(資料)米FDIC, MIT Center for Real Estate
(注)不良債権比率は四半期値。

(図表7-2) 資産規模別金融機関の純利益と貸出残高の推移



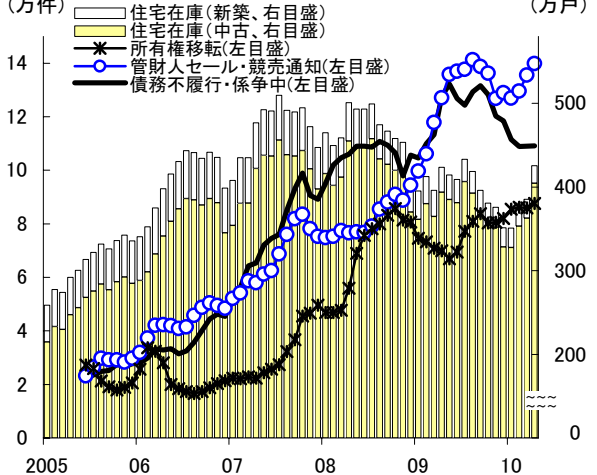
(資料)米FDIC
(注)内は2010年Q1における金融機関数。

(図表7-3) 住宅販売と住宅ローン購入指数の推移



(資料)米抵当銀行協会、商務省、全米不動産業者協会
(注1)MBA住宅ローン購入指数は、住宅の新規購入を目的とした住宅ローンの申請件数を指数化したもの。
(注2)住宅販売は月次データ。

(図表7-4) 住宅在庫と差し押さえの推移



(資料)米商務省、全米不動産業者協会、RealtyTrac
(注)住宅差し押さえの各系列は3ヵ月移動平均。

ユーロ安に伴う域外向け輸出の増加が景気を下支え

(イ) 欧州債務問題の景気への影響

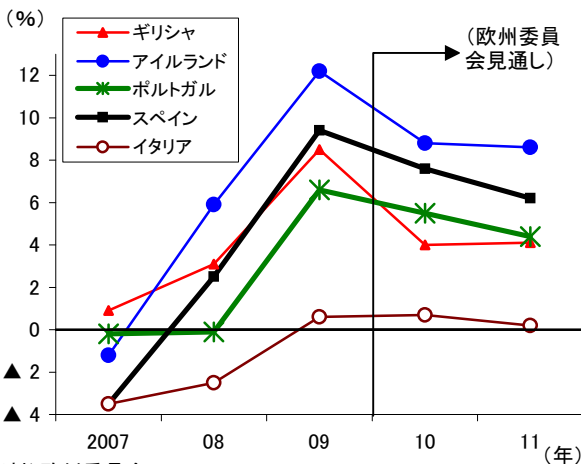
(1) ギリシャに端を発する債務問題が続くなか、南欧諸国を中心に各国政府は財政赤字削減策を相次いで発表。これらの国では、大幅な財政引き締めにより景気悪化は避けられない見通し(図表8-1)。

(2) 一方、ユーロ相場は足元で大幅に下落しており、通貨安に伴う域外向け輸出の増加が各国の景気を下支えする側面も(図表8-2)。

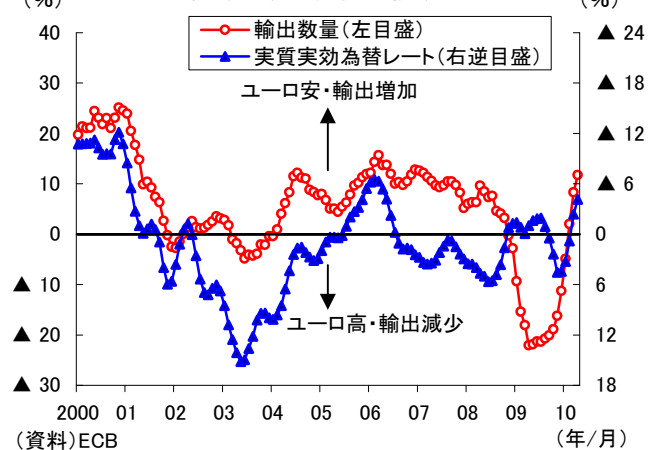
(3) そこで、ユーロ圏全体に対するP I I G S諸国(ポルトガル・アイルランド・イタリア・ギリシャ・スペイン)の緊縮財政によるマイナス影響と、通貨安によるプラス影響をそれぞれ試算。それによると、①欧州委員会の見通しにしたがってP I I G S諸国が財政赤字削減を進める場合、P I I G S諸国のGDPを▲1.2%、ユーロ圏全体のGDPを▲0.4%下押し、一方、②足元水準の為替相場が年末にかけて持続する場合、ユーロ圏全体のGDPを+1.2%押し上げ。このように、緊縮財政に伴うユーロ圏実質GDPへの下押し圧力よりも、域外向け輸出の増加による押し上げ幅の方が上回るため、ユーロ圏全体の景気底割れは回避される見込み(図表8-3)。

(4) ただし、通貨安の恩恵は各国での貿易構造の違いによって大きな差。恩恵が大きいのは、①南欧諸国向け輸出比率が低く、②ユーロ域外向け比率が高く、③GDPに対する輸出比率が高い国。ドイツ・オーストリアなどでは、域内向け輸出の減少を域外向け輸出の増加が上回り、輸出の増加が続く公算。一方、ポルトガル・スペインなどでは輸出が減少する可能性(図表8-4)。結果として、域内景気格差は一段と拡大する公算。

(図表8-1)PIIGS諸国の基礎的財政収支赤字対GDP比率の推移



(図表8-2)実質実効為替レートと輸出数量の推移(前年比、3ヵ月後方移動平均)



(図表8-3)PIIGS諸国の緊縮財政・通貨安が2010年ユーロ圏実質GDPに与える影響の試算

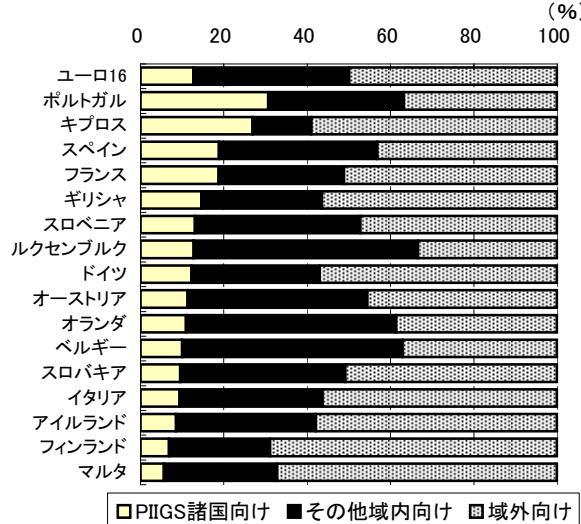
通貨安による輸出増加が景気を押し上げ。(%, 寄与度)

PIIGS諸国の基礎的財政収支赤字対名目GDP比率削減幅	実質実効為替レート減価率(2010年平均、前年比)		
	▲9.0	▲6.0	▲3.0
▲1.0	1.4	0.8	0.3
▲1.5	1.3	0.7	0.1
▲2.0	1.1	0.5	▲0.1
▲2.5	0.9	0.4	▲0.2

域外景気が一定のもと、欧州委員会の見通しに従って各国の財政赤字削減が進展、足元水準の為替相場が持続するケース。

(資料) Eurostatなどをもとに日本総研作成

(図表8-4)ユーロ圏各国の地域別輸出比率(2009年)



(注) 欧州委員会の見通しによると、2010年のPIIGS諸国の基礎的財政収支赤字対GDP比率の前年差は、ギリシャ(▲4.5%)、スペイン(▲1.8%)、ポルトガル(▲1.1%)、アイルランド(▲3.4%)、イタリア(+0.1%)。

雇用情勢は悪化傾向が持続

(ロ)雇用悪化の持続

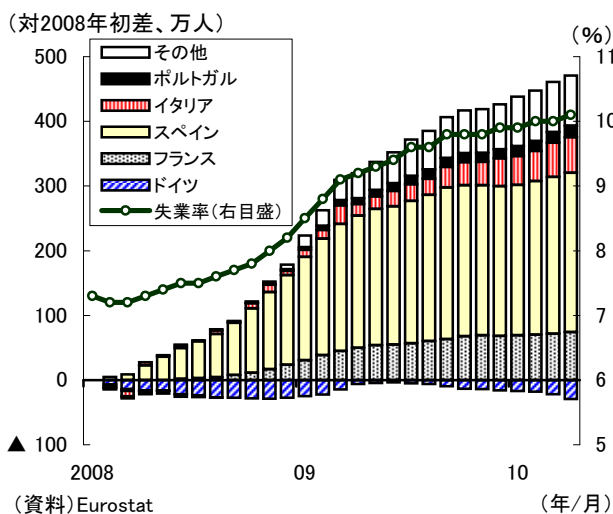
(1) ユーロ圏の生産活動は持ち直し傾向にあるものの、失業率は2010年入り後も上昇傾向が持続(図表9-1)。4月には10.1%と1998年6月以来の水準まで上昇。

(2) 雇用情勢の先行きは国ごとにばらつき。ドイツやイタリアでは、操業短縮制度などの大規模な雇用対策の結果、景気的大幅な落ち込みにも関わらず失業率の上昇は小幅にとどまったものの、その副作用として労働分配率が景気後退前と比べて高止まりしており、根強い人件費調整圧力を背景に今後も失業率は高止まりする見通し(図表9-2)。

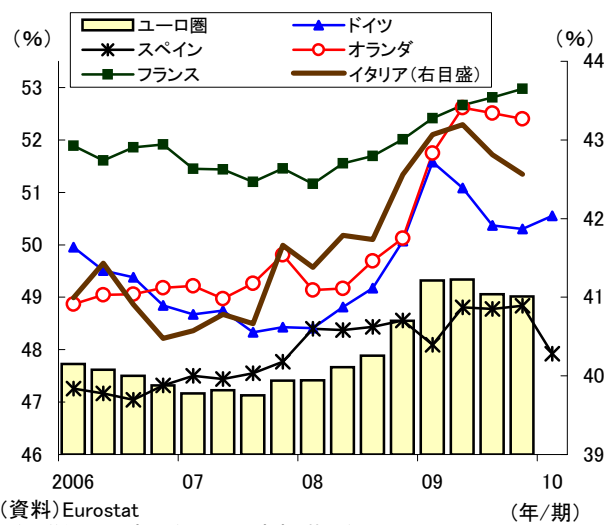
(3) 一方、失業者数増加の大半を占めるスペインの雇用環境をみると、①住宅バブル崩壊に伴う建設需要の減退持続、②ソブリンリスクの高まりに対応した財政の緊縮、などから建設業、非正規を中心とした雇用悪化は今後も持続する公算大。加えて、厳格な解雇規制も新規採用活動の慎重化を通じて雇用環境悪化の長期化を招く要因に。以上を踏まえると、ユーロ圏の失業率は当面は上昇傾向が続き、個人消費の重石となり続ける見込み(図表9-3)。

(4) 所得雇用環境の悪化が続くなか、2008年以来導入されてきた自動車購入支援策打ち切りによるマイナス影響は不可避。試算では同政策による2009年の販売台数押し上げ効果は215万台と年間販売台数の2割に相当し、今後2011年にかけてその反動減が生じる恐れ(図表9-4)。

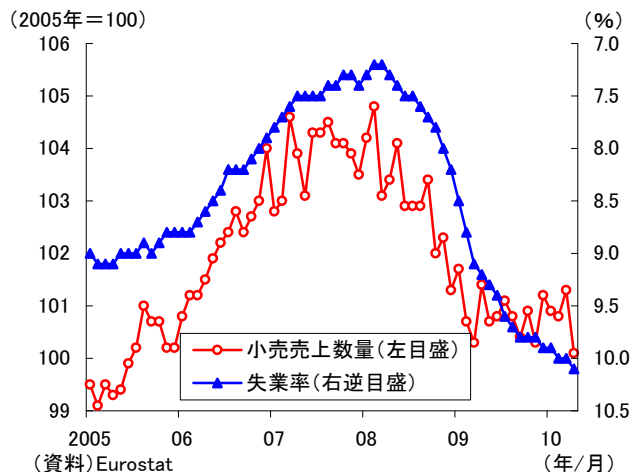
(図表9-1)ユーロ圏失業率と失業者数の推移



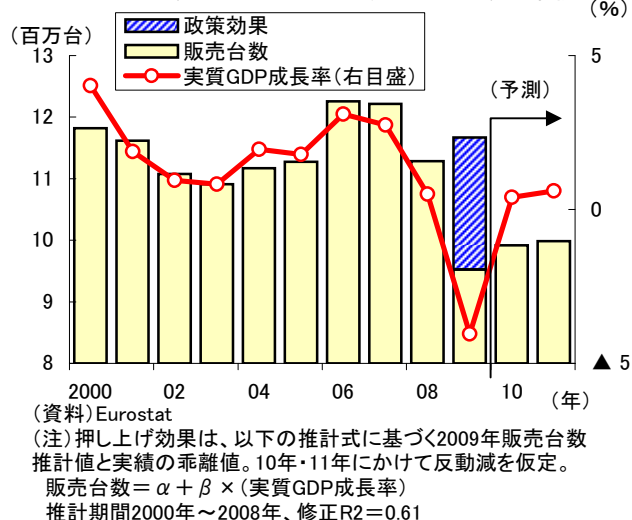
(図表9-2)欧州各国の労働分配率の推移



(図表9-3)ユーロ圏失業率と小売売上数量の推移



(図表9-4)ユーロ圏自動車販売台数の推移



2010年・2011年も財政問題が継続

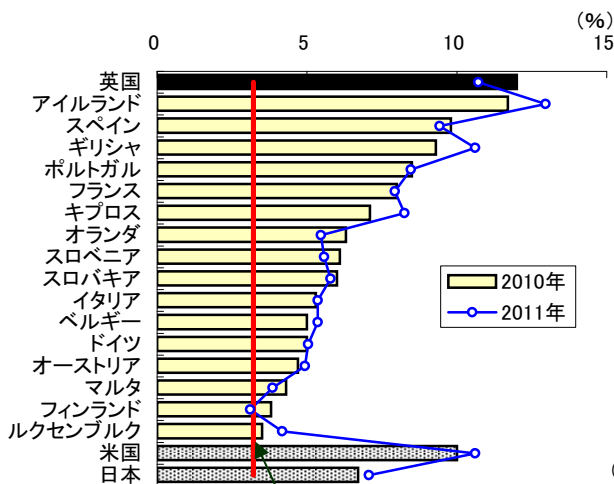
(ハ)英国新政権の政策運営

(1) 英国では、5月6日の総選挙を経て保守・自民の連立政権が成立。今後、年内60億ポンドの歳出削減を目指し、前政権の予算を再編成し6月22日に緊急予算案を公表する見通し。もっとも、追加削減策は名目GDP比0.1%程度に過ぎず、2010年の財政赤字対GDP比率はユーロ圏・日米を含めた先進国の中で最も高い水準となる見込み(図表10-1)。来年以降、本格的な削減に踏み込まざるを得ない状況ながら、①景気の低迷が続くと予想されること、②財政再建の手法をめぐる連立与党間の政策に距離があることから、大幅な財政赤字削減は期待薄であり、財政問題が熾りつづける公算大(図表10-2)。

(2) 景気に関しては、歳出が抑制傾向となることに加えて、前政権で打ち出された景気対策の打ち切りに伴う反動減も大きな懸念材料。住宅購入支援策が2009年12月に終了したことを受け、昨年来持ち直し傾向にあった住宅価格に頭打ち感(図表10-3)。また、付加価値税の軽減措置が昨年末に、自動車購入支援策が本年3月末に終了し、本年初以降、自動車販売は減少傾向へ。

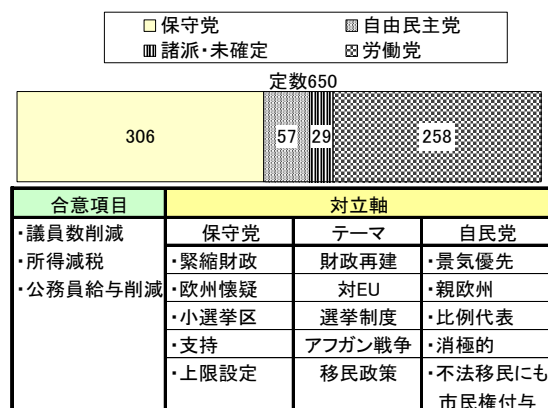
(3) なお、欧州での信用不安を背景に対ドル・対円でポンド安が進んでいるものの、主な貿易相手先であるユーロ圏に対してはポンド高が進んでいるため、ドイツのような通貨安による輸出増加を通じた景気の下支えは期待できず(図表10-4)。

(図表10-1) 欧州委員会の各国財政赤字対名目GDP比率の見通し



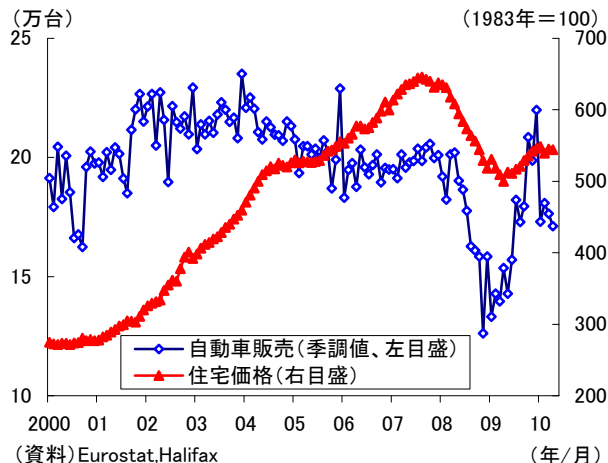
(資料) 欧州委員会

(図表10-2) 各党の議席数と対立軸



(資料) 各党マニフェスト、Bloomberg

(図表10-3) 自動車販売と住宅価格の推移



(資料) Eurostat, Halifax

(注) 自動車販売の季調値は日本総研作成。

(図表10-4) 地域別輸出入比率(2009年) (%)

	輸出 (%)	輸入 (%)
合計	100.0	100.0
EU	52.8	55.1
ユーロ圏	45.2	49.4
ドイツ	12.9	11.1
フランス	6.6	8.0
PIIGS	11.6	15.9
その他	14.1	14.4
その他EU加盟国	7.6	5.7
EU域外	47.2	44.9
米国	9.8	14.7
中国	8.9	2.3
日本	2.0	1.5
その他	26.6	26.5

(資料) Eurostat

米国：足許は持ち直しも、2010年後半にかけて成長率は鈍化

(1) 米国経済は、持ち直しの動きがみられるものの、以下の要因が重石となることで、本格回復には至らない見通し(図表11-1)。

- ①所得環境の低迷持続
- ②途半ばにある家計のバランスシート調整
- ③商業用不動産をはじめとする構築物投資の低迷

(2) こうした状況下、本年央から後半にかけては政策効果の反動が徐々に顕在化し、成長率は鈍化する公算。11月の中間選挙を控え、今後策定されるとみられる追加景気対策についても、昨年2月より実施されている現対策と比べ規模は小さく、景気押し上げ効果は限られる見込み。

(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、賃金・物価への下押し圧力が持続するとみられ、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11-2)。

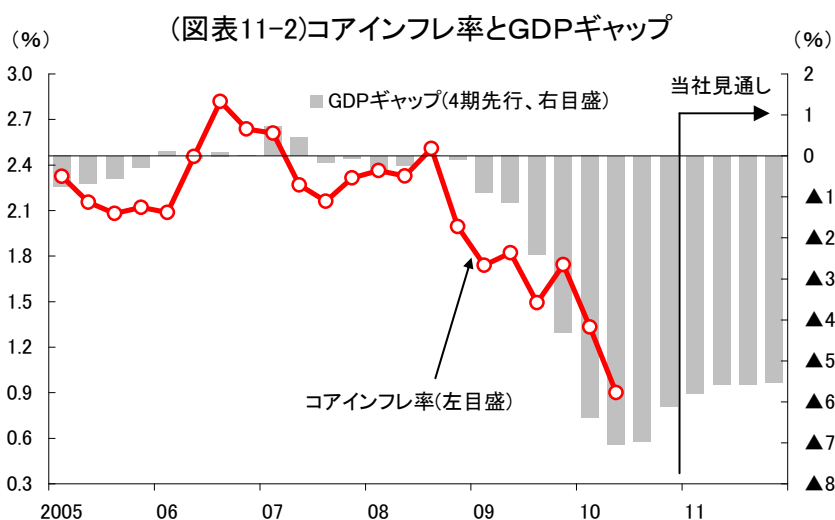
(図表11-1)米国経済成長率・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2010年				2011年				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	3.0	2.0	1.0	1.5	1.8	1.9	2.1	2.3	▲ 2.4	2.6	1.7
個人消費	3.5	2.1	1.0	1.7	1.9	1.8	1.9	2.0	▲ 0.6	2.1	1.8
住宅投資	▲ 10.7	▲ 4.5	▲ 1.8	1.7	1.9	2.2	2.8	3.1	▲ 20.5	▲ 2.6	1.2
設備投資	3.1	4.2	2.3	2.7	2.9	2.8	3.4	3.9	▲ 17.8	1.6	3.0
在庫投資	1.7	0.2	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.1	▲ 0.7	1.2	0.0
政府支出	▲ 1.9	0.2	▲ 0.6	▲ 0.8	0.4	0.9	0.5	0.2	1.8	▲ 0.1	0.1
純輸出	▲ 0.7	▲ 0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	1.1	▲ 0.1	0.1
輸出	7.2	5.4	5.0	4.9	5.2	5.6	6.1	6.4	▲ 9.6	9.7	5.4
輸入	10.4	4.7	3.8	3.6	4.0	4.1	4.1	4.2	▲ 13.9	8.5	3.9
実質最終需要	1.4	1.8	0.8	1.4	1.8	1.9	2.0	2.1	▲ 1.7	1.4	1.7
消費者物価	2.4	1.8	1.3	1.1	1.1	1.3	1.3	1.5	▲ 0.4	1.6	1.3
除く食料・エネルギー	1.3	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.7	1.1	1.1

(資料)米商務省、労働省

(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。



(資料)米労働省、議会予算局

(注1)潜在成長率は議会予算局算出。

(注2)10年4~6月期のインフレ率は4月値。

ユーロ圏に伴う輸出増加に支えられ、大幅な落ち込みは回避。

(1) ユーロ圏景気は、財政赤字削減を進める南欧諸国の失速により、今秋にかけてマイナス成長となる見込み。もともと、ユーロ圏による域外向け輸出の一段の増加が見込まれる今秋以降は、小幅ながらプラス成長に転じる見込み。

(2) ユーロ圏のインフレ率は、ユーロ圏により輸入物価が上昇するものの、緊縮財政を進める南欧諸国を中心に一部の国でデフレが一段と深刻化するため、2011年にかけてゼロ%台前半まで伸びが鈍化していく見通し。

(3) 英国景気は、景気対策効果が剥落するなか、①家計のバランスシート調整に伴う個人消費の低迷、②主力産業である金融業の低迷を主因に、低成長が続く見通し。

(4) 英国のインフレ率は、減税終了やポンド安に伴うエネルギー輸入物価の上昇が押し上げに作用する一方、景気の低迷を背景にマイナスの需給ギャップが続くため、減税終了による押し上げ効果が一巡する2011年春頃にかけて1%台前半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、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	0.8	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.7	0.8	0.9	1.0	▲ 4.1	0.4	0.6
個人消費	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	▲ 1.2	▲ 0.1	0.0
政府消費	2.6	2.0	0.8	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	2.7	1.6	0.6
総固定資本形成	▲ 4.3	▲ 3.9	▲ 3.5	▲ 2.8	▲ 2.4	▲ 2.3	▲ 1.0	0.0	▲ 10.9	▲ 4.3	▲ 2.4
在庫投資	3.8	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.8	0.9	▲ 0.1
純輸出	▲ 2.3	1.0	0.9	0.9	1.0	1.2	0.9	0.8	▲ 0.8	0.1	1.0
輸出	10.4	6.5	7.2	9.2	10.7	11.5	7.3	6.1	▲ 13.2	7.8	9.1
輸入	17.1	4.1	5.1	7.3	8.5	8.9	5.5	4.5	▲ 11.9	7.6	7.0

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)

		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	0.8	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.7	0.8	0.9	1.0	▲ 4.1	0.4	0.6
	消費者物価指数	1.1	0.8	0.6	0.5	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.7	0.2
ドイツ	実質GDP	0.6	0.6	0.7	1.0	1.2	1.2	1.2	1.4	▲ 4.9	1.0	1.1
	消費者物価指数	0.8	0.7	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.2	0.8	0.8
フランス	実質GDP	0.5	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0	1.2	1.4	▲ 2.5	0.9	1.0
	消費者物価指数	1.5	1.4	1.2	1.1	0.7	0.9	0.9	0.9	0.1	1.3	0.8
英国	実質GDP	1.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	▲ 4.9	0.4	0.3
	消費者物価指数	3.3	3.7	3.3	3.1	2.5	1.6	1.6	1.6	2.2	3.3	1.8

予測

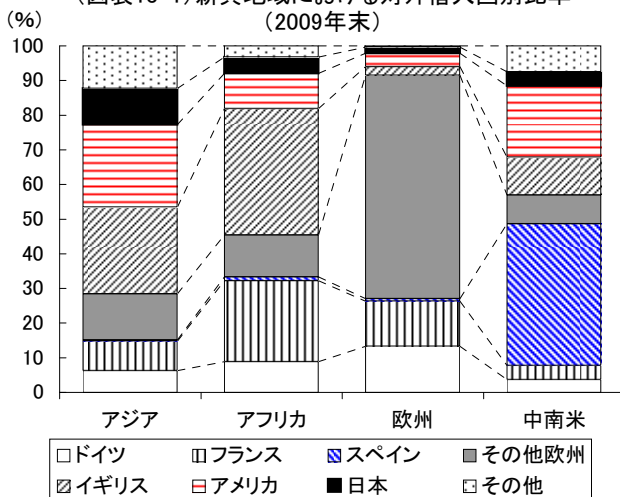
信用不安が深刻化すれば世界景気下振れ。米国に追い風となるケースも

(1) 叙上のメインシナリオに対する主たるリスクは、欧州でくすぶる信用不安の封じ込めに失敗し、金融システム不安が再燃するケース。その場合、欧州での景気底割れは不可避となるのみならず、世界経済も再失速しかねず【下振れシナリオ】。

(2) すなわち、新興地域に対する与信供与国をみると、欧州金融機関は、アジアを除く地域、とりわけ中東欧で高いプレゼンス(図表13-1)。また、中南米ではスペインの金融機関が約4割のシェア。欧州金融機関の経営難は、これら地域の資金制約を強めることで、景気悪化に作用する恐れ。また、実体経済面でも、欧州景気が底割れすれば、EUを最大の輸出先とする中国で輸出の鈍化を招き、日本やアジア地域の輸出に悪影響を及ぼす恐れ(図表13-2)。

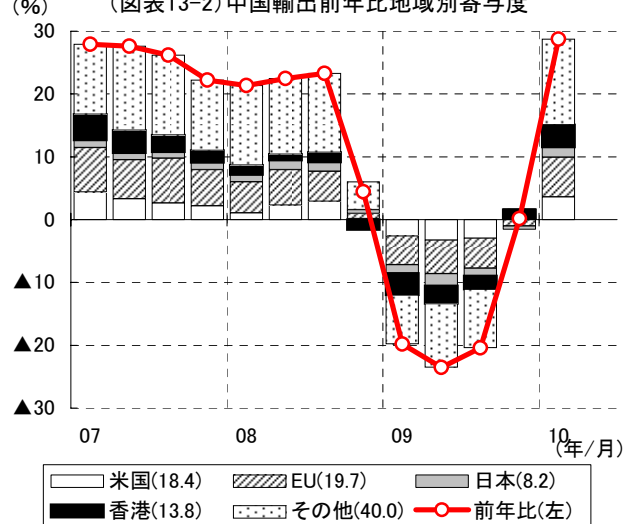
(3) 一方、今回の欧州債務問題をきっかけに、第二の基軸通貨とも言われたユーロの構造的な問題点が露呈。これを受け、今春以降米国債を中心にドルへの資金回帰の動きが発生し、米10年債利回りは3%台前半に低下(図表13-3)。ユーロ圏の蹉跌による米国経済に対する相対的な投資評価の向上、それに伴う一段の金利低下により、住宅や耐久財を中心とした米国個人消費がメインシナリオ以上に堅調に推移する可能性も排除できず(図表13-4)【米国上振れシナリオ】。

(図表13-1) 新興地域における対外借入国別比率 (2009年末)



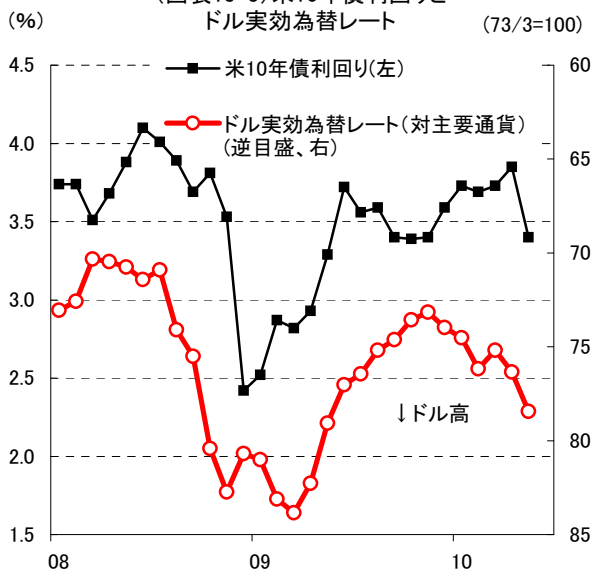
(資料)BIS

(図表13-2) 中国輸出前年比地域別寄与度



(注)()内は2009年の輸出シェア
(資料)中国海関統計

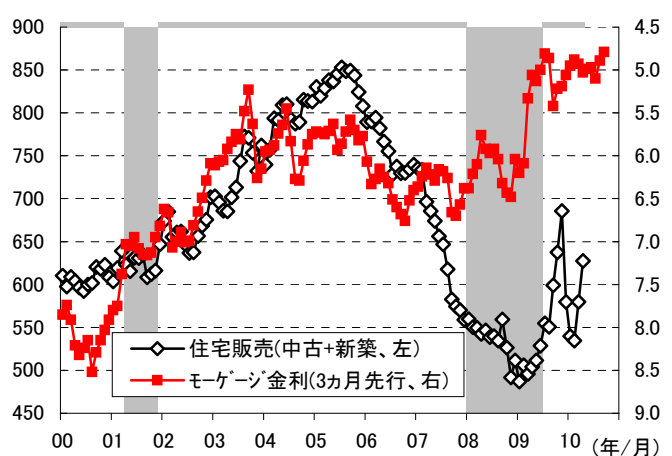
(図表13-3) 米10年債利回り とドル実効為替レート



(資料)米FRB

(年/月)

(図表13-4) 米住宅販売とモーゲージ金利



(資料)米商務省、全米不動産協会、MBA
(注)ダーク部は景気後退局面。直近は景気一致指数のボトム(09/6)を景気後退期と仮置き。