



2009年米欧経済見通し

～ 金融不安が続くなか、欧米ともにマイナス成長へ～

2008年11月19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 . 深刻化する金融危機	1
(1) 金融市場動向	
(2) 米欧金融機関の資本不足問題	
(3) 新興国への伝播	
2 . 持続する米欧住宅価格調整	4
(1) 米国住宅価格下落の背景	
(2) 米国住宅価格底打ち時期の目処	
(3) 欧州住宅価格底打ち時期の目処	
3 . 金融危機の実体経済への影響	7
(1) 設備投資への影響	
(2) 米国消費への影響と家計の過剰債務	
(3) 欧州消費への影響と過剰債務	
4 . オバマ新政権の景気対策	10
5 . 各国・地域経済見通し	11
(1) 米国経済	
(2) ユーロ圏経済	
(3) 英国経済	
6 . 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、電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：1,800名 連結4,700名

社 長：木本 泰行

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：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号 TEL 06-6534-5111 (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： report@jri.co.jp

＜ 要 約 ＞

1. サブプライム問題は、米欧を中心とする深刻な金融システム危機に発展。米欧各国政府による公的資金注入をはじめとした対応策を受け、緊張度合いは若干緩和したもの、住宅価格下落や景気の悪化を受け、金融機関の損失計上は今後も増加する可能性が高く、金融危機は容易には解消されない見通し。また、新興国、とりわけ中東欧への危機波及は、同地域向け与信の大きい欧州金融機関にとって追加の負荷に。
2. こうした情勢を踏まえた上で、2009年の米欧経済を展望するうえでポイントとなる以下の3点について、個別に検討。

(イ) 金融危機と住宅価格調整の終息時期の目処

金融危機が解消されるには、少なくとも米欧での住宅価格の下落に歯止めがかかる必要。米国での住宅価格下落には、金融機関による差し押さえ物件処分売りに伴う供給増加が作用。こうした処分売りが今後も足許水準で推移すると想定すると、住宅価格が前年比プラスに転じるのは、2010年秋以降と試算。

ユーロ圏・英国の住宅価格は、可処分所得対比で各15%、30%前後割高と試算。ユーロ圏では今後価格調整が本格化し、調整完了は早くとも2010年入り以降となる見込み。既に前年比▲10%超下落している英国でも、調整完了は2010年央以降となる見込み。

(ロ) 金融危機の実体経済への影響

金融危機により、米欧金融機関の貸出姿勢が厳格化するなか、米欧ともに設備投資が2009年央にかけて大幅に落ち込む公算。

米国では家計が未曾有の規模の債務を抱えるなか、今後債務返済圧力が強まる公算。米国家計は可処分所得対比で20%前後の過剰債務を抱えており、今後3～5年にわたって消費が低迷する可能性も。

ユーロ圏でも、住宅ブームに伴う家計債務増大がここ数年の消費を押し上げてきたため、債務調整下で消費は当面ゼロ成長が続く見通し。英国でも、2006年以降債務増大により貯蓄率は5%ポイント押し下げられており、今後は貯蓄率がその分上昇を余儀なくされる公算。

(ハ) オバマ新政権の景気対策

オバマ次期米大統領は、積極的な景気テコ入れ策を打ち出すことを表明。既に1,500～2,000億ドル規模の対策が検討されている模様ながら、雇用の一段の悪化を回避するにはGDP比で3%規模の需要喚起策が不可欠で、効果は景気底割れ回避にとどまる公算。なお、欧州でも景気対策に着手しているが、現在検討されている対策は、中小企業の資金繰り対策が主で、需要押し上げ効果は極めて限定的。

3. 各国経済の見通しは以下の通り

イ) 米国：「金融市場の混乱」と「実体経済の悪化」の負の連鎖が作動するもとで、景気悪化が続く見通し。とりわけ、政権交代による政策の端境期となる09年春にかけては、マイナス成長が続く見込み。一方、09年春以降は、オバマ新政権による景気対策を受け、景気の悪化に一時的に歯止めがかかる見通しながら、力強い回復基調に転じるのは困難で、その後も極めて停滞感の強い状況が続く見込み。

ロ) 欧州：ユーロ圏では、景気対策効果が限られるなか、雇用情勢の急速な悪化や住宅価格の調整本格化を受けた個人消費低迷、需要低迷や金融不安が持続するもとでの設備投資の減少、などから今後数四半期にかけて景気悪化が続く見通し。英国でも、雇用情勢の急速な悪化や家計のバランスシート調整を受けた個人消費の低迷、成長のけん引役であった金融・不動産セクターの不振、などから今後数四半期にかけて大幅なマイナス成長が続く見通し。

4. 上記のシナリオに対するリスク要因としては、米国財政赤字の大幅拡大を受けたドル安加速、長期金利上昇がある。こうしたリスクが顕在化すれば、「金融市場混乱」と「実体経済悪化」の負の連鎖が一段と増幅される恐れ。

サブプライム問題は米欧を中心とする深刻な金融システム危機に発展

(イ) 深刻化する金融危機

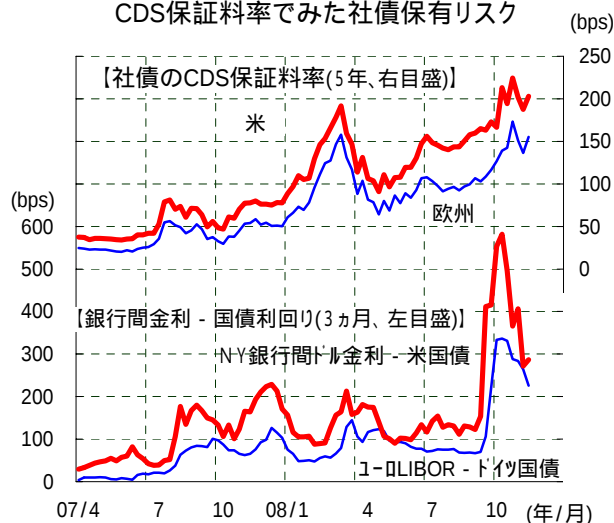
(1) 昨夏、「パリバ・ショック」で顕在化したサブプライム問題は、足元にかけて米欧を中心とする広範な金融システムの動揺へと拡大・深刻化。

3月の米証券大手ベア・スターンズの救済後も、サブプライム問題での巨額損失計上に起因する金融機関の資本不足問題がくすぶり続けるなか、9月には米証券大手リーマン・ブラザーズが経営破綻。これを機に、金融機関相互の疑心暗鬼の強まりから短期金融市場は機能不全に陥ると同時に、信用リスク警戒感を示す指標が急上昇(図表1-1)。また、資金調達の困難化により、投資銀行やヘッジファンド等による保有資産の換金売りが強まり、10月にかけて世界各地で株価が暴落(図表1-2)。

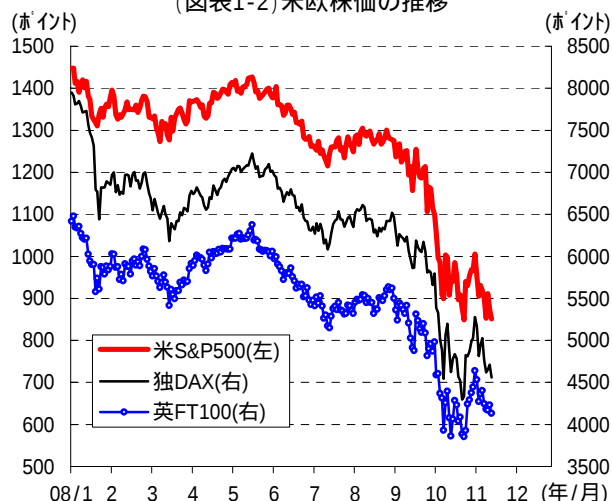
(2) こうした事態を受け、10月入り以降、米欧中銀は、ドル資金の供給拡大、協調利下げ等を実施。各国政府も、銀行債務の保証、預金保護の上限引き上げなどに加え、金融機関への公的資本注入を表明するなど、金融危機鎮静化に奔走(図表1-3)。その結果、信用リスク関連指標の上昇には一応の歯止め。

(3) もっとも、米国では、金融機関によるCP発行による資金調達は依然困難で、資金調達の多くをFRBに依存する構図が持続(図表1-4)。欧州でも、ECBによる貸出が引き続き高水準で推移。

(図表1-1) 短期金利の官民スプレッドとCDS保証料率でみた社債保有リスク



(図表1-2) 米欧株価の推移



(図表1-3) 欧米各国の公的資本注入枠

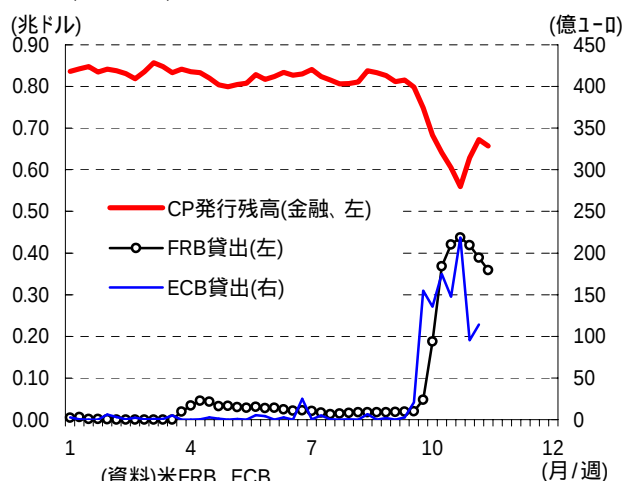
		ドル換算 (億ドル)
米国		2,500
欧州		3,175 ~ 3,550
ユーロ圏 (億ユーロ)	1,900 ~ 2,200	2,375 ~ 2,750
ドイツ	800	1,000
フランス	400	500
イタリア	200 ~ 300	250 ~ 375
スペイン	300 ~ 500	375 ~ 625
オランダ	200	250
英国 (億ポンド)	500	750
スイス (億スイスフラン)	60	50

(資料)新聞報道等により日本総研作成

(注1)1ユーロ=1.25ドル、1ポンド=1.50ドル、1ドル=1.20スイスフランでドル換算

(注2)イタリアは金額は未公表で市場見込み値。

(図表1-4) 米金融機関のCP発行とFRB・ECB貸出



(資料)米FRB、ECB

米欧での公的資金注入も、資本不足の懸念は解消せず

(1) IMFは10月、サブプライム関連推定損失額を今春の9,450億ドルから14,050億ドルに、銀行の損失も4,400～5,100億ドルから7,250～8,200億ドルにそれぞれ修正(図表2-1)。上記試算に基づいてみると、銀行は5,800億ドルの損失を計上済み(08/9まで)で損失計上は峠を越した、欧米の公的資本注入枠が6,000億ドルに達するなか、資本不足問題に対して相応の手当てがなされた、という見方も可能。

(2) もっとも、以下を踏まえると、実際の損失額はさらに膨れ上がる可能性が高く、結果として欧米金融機関の資本不足問題もくすぶり続ける公算。

ヘッジファンドなど銀行以外の業態の破綻が銀行の損失につながる可能性(*)

住宅価格の動向次第で住宅ローンの不良債権化が一段と進行するリスク(図表2-2)(**)

米国で商業用不動産価格が急落するなか、今後商業用不動産向け貸出を中心に不良債権化が急速に進む可能性(図表2-3)(***)

クレジット・デフォルト・スワップが急膨張するなか、今後損失が表面化する可能性

(図表2-4)

IMF試算の対象となっていない欧州の非証券化貸付も、住宅バブル崩壊を受け、住宅ローンの不良債権化リスクがあること

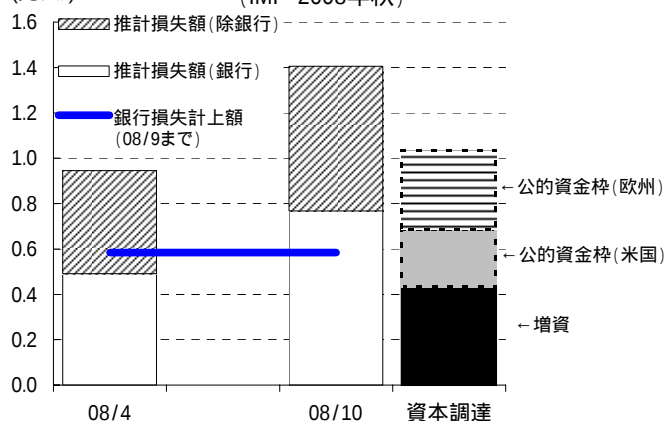
(3) 以上を踏まえると、先行きも金融機関の資本不足問題はくすぶり続け、金融不安は容易には鎮静化しない見通し。

(*) これまでの損失計上0.75兆ドルのうち、銀行が0.58兆ドルと約8割を占める。ヘッジファンドなどの損失は最終的に銀行の損失に回る可能性

(**) 米国の住宅ローンはノンリコース型で、ローン残高以上に住宅価格が下落すれば、借り手はデフォルトを選択

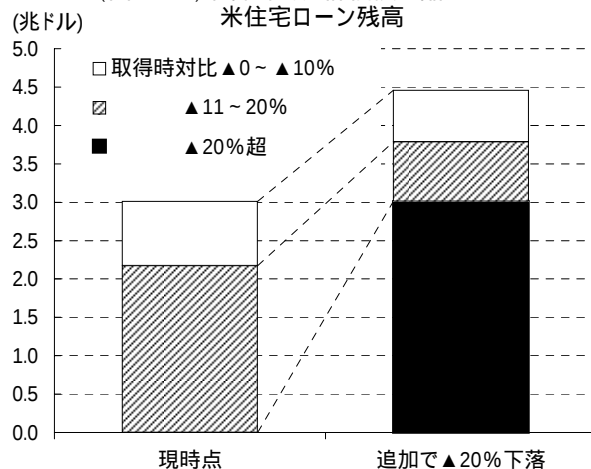
(***) 非金融企業の不動産資産・名目GDP比率は、これまで安定的に推移していた45～50%から足許60～65%まで上昇。約15%程度割高と試算され、商業用不動産貸付(2.5兆ドル)の同程度は不良化するリスク。

(図表2-1) サブプライム関連推定損失額と資本調達状況
(兆ドル) (IMF・2008年秋)



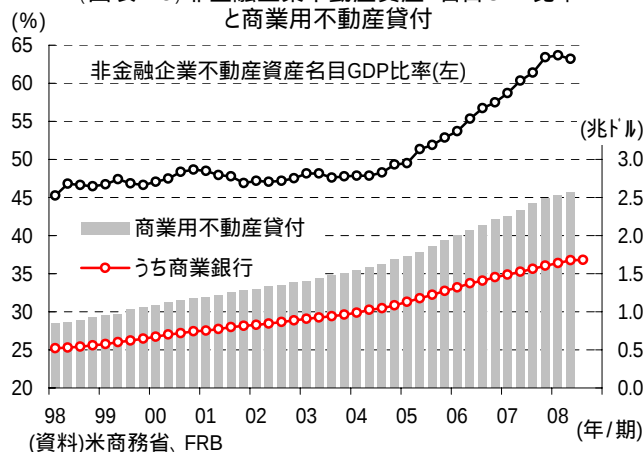
(注)IMF試算は、米国貸付のみを対象としており、欧州での貸付は対象外
(資料)IMF, "Global Financial Stability Report - October 2008"

(図表2-2) 取得時対比評価損に陥っている
米住宅ローン残高



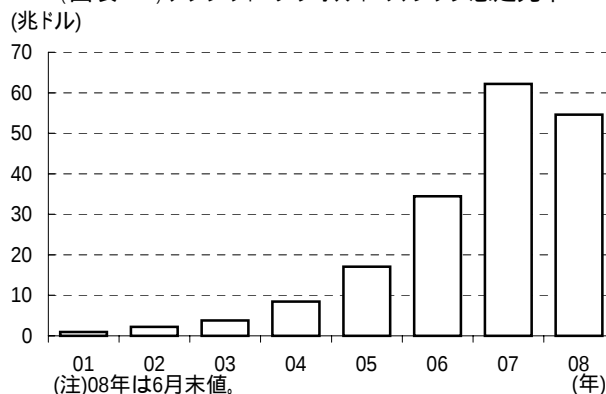
(資料)米FRB"Flow of funds"、S&Pケースラー住宅価格
指数を基に日本総合研究所試算。

(図表2-3) 非金融企業不動産資産・名目GDP比率
と商業用不動産貸付



(資料)米商務省、FRB

(図表2-4) クレジット・デフォルト・スワップ想定元本



(注)08年は6月末値。

(資料)ISDA

欧米金融危機は中東欧にも波及。欧州金融システムに更なる悪影響

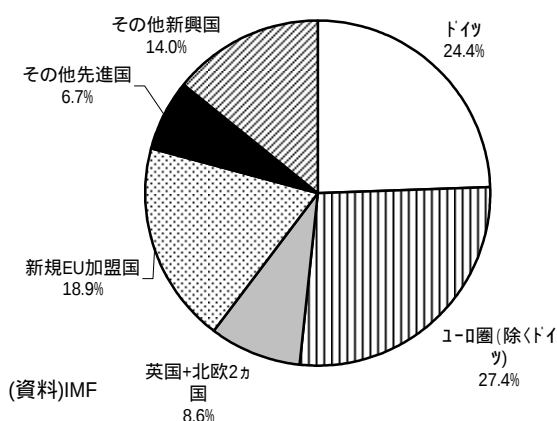
(1) 欧州での金融危機は、新興国にも波及。とりわけ、ユーロ圏と結びつきの強い中東欧諸国では、ユーロ圏景気の減速に伴う同地域向け向け輸出減少という経路のみならず、資金フローの逆流が深刻な打撃に。

(2) まず、EU新規加盟国の輸出先をみると、50%強がユーロ圏向け、10%弱が英国・北欧向けとなっており、欧州先進国向けの輸出拠点という位置付け(図表3-1)。このため、欧州先進国の景気悪化は、中東欧諸国の輸出鈍化を招き、景況感は08年春以降急速に悪化。

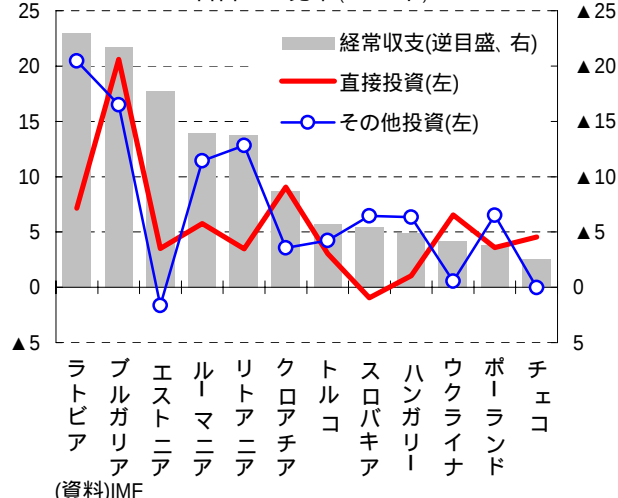
(3) 次に、中東欧諸国の対外収支・名目GDP比率をみると、バルト3国やルーマニア・ブルガリア等の経常赤字比率が10%超に及ぶなど、軒並み大規模な経常赤字を抱えている(図表3-2)。このうち、企業による直接投資が活発化しているポーランド・チェコ等では、経常赤字とほぼ同規模の直接投資による足の長い資金流入があり、金融危機に対して抵抗力があるとみられるものの、バルト3国やハンガリーでは海外からの資金流入を銀行借入等に大きく依存。世界的に金融機関の資金制約が強まるなか、97年のアジア通貨危機のように、経済が急激に悪化するリスク。

(4) 欧州金融機関は、中東欧に対して総額1.5兆ドルの債権を抱えており、とりわけユーロ圏の銀行は突出したプレゼンスを有している(図表3-3)。既に、1,480億ドルを融資しているハンガリーがIMFの支援を余儀なくされており、今後中東欧で混乱が拡大すれば、米証券化商品での損失計上、自国での住宅バブル崩壊、という重荷を背負っている欧州金融機関に更なる追い打ちをかける結果に。

(図表3-1) 新規EU加盟国の地域別輸出シェア
(2007年)



(図表3-2) 中東欧諸国の経常収支・金融収支
名目GDP比率(2007年)



(図表3-3) 金融機関の対外債権残高
(最終リスクベース、2008年6月末)

	アイスランド	欧州新興国				
		ポーランド	チェコ	ハンガリー	トルコ	
欧州	420.3	15,221.5	2,749.3	2,042.8	1,482.3	1,281.7
ドイツ	213.2	2,202.9	506.0	128.8	354.3	178.4
フランス	29.2	1,607.4	219.0	370.3	112.5	133.3
イタリア	17.6	2,240.8	550.1	218.6	279.9	-
オランダ	17.7	1,159.5	396.5	62.3	52.9	223.8
ベルギー	26.5	1,450.6	254.5	567.4	192.5	175.7
英国	43.3	437.6	33.2	25.8	29.0	197.4
スイス	20.2	622.8	98.7	5.5	18.5	66.0
日本	10.6	292.0	63.0	12.3	24.9	39.8
米国	13.2	655.4	135.6	37.6	29.8	156.8

(出所)BIS

米住宅価格下落の主因は、差し押さえ増加に伴う担保物件処分売り増

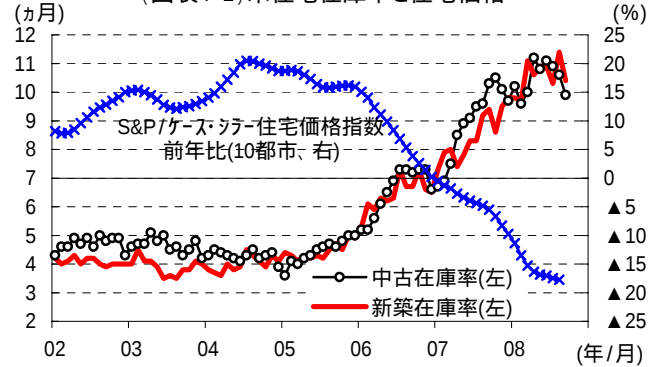
(口) 持続する米欧住宅価格調整

(1) 金融危機が深刻化するなかで、金融機関の資本不足問題の解決が不可欠。そのためには、不良債権問題の震源である住宅価格の下落に歯止めがかかる必要。

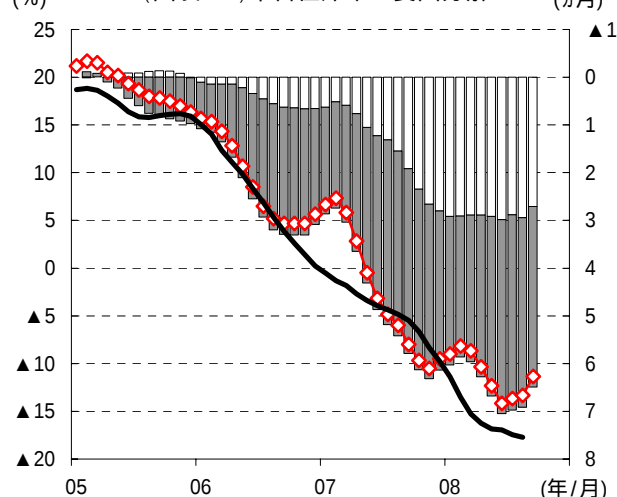
(2) 米国では、代表的な住宅価格指数であるS & Pケースシラー住宅価格指数(10都市)が、足許で前年比▲17%強の大幅下落。この背景は、住宅市場の約9割を占める中古市場での需給悪化。中古住宅の在庫率(月当たり販売戸数に対する在庫戸数を月数で表示)は、本年3月以降10ヵ月前後と歴史的な高水準で高止まり。一方、住宅価格は、在庫率の上昇に伴い06年入り以降騰勢鈍化が明確となり、07年以降は前年割れに転じている。両者の強い相関を踏まえると、在庫率が7ヵ月前後に低下するまで、住宅価格が前年比プラス基調に復帰するのは困難(図表4-1)。

(3) 在庫率上昇を要因分解すると、2007年は需要減退が主因であったのに対し、2008年入り以降は専ら供給増加が寄与(図表4-2)。すなわち、需要面では、中古住宅販売が2007年後半にかけて大幅に減少したものの、08年入り以降は、年率500万戸前後での一進一退となり、一方的な減少に歯止め(図表4-3)。一方、供給面では、住宅ローンの差し押さえ増加に伴う金融機関による担保物件の処分売りが、中古住宅の供給増加を招来(図表4-4)。昨年までの差し押さえの対象は、信用力の低い借り手であるサブプライム層が中心であったものの、本年入り以降は、雇用情勢の悪化が進むなか、相対的に信用力が高いプライム層でも急増(図表4-5)。実体経済の悪化に伴い今後も差し押さえが高水準で推移する可能性。

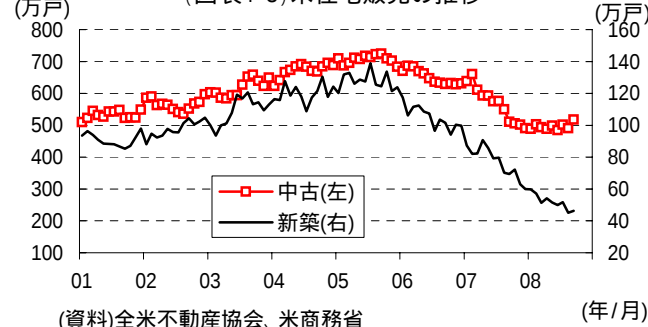
(図表4-1) 米住宅在庫率と住宅価格



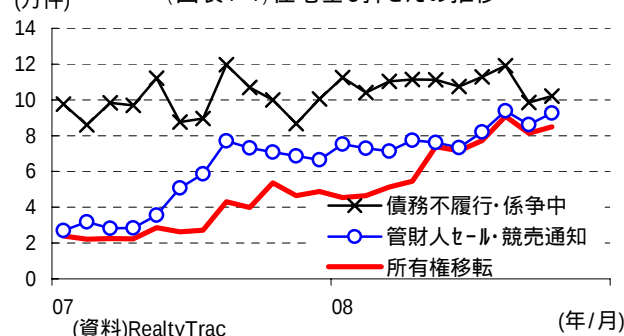
(図表4-2) 中古在庫率の要因分解



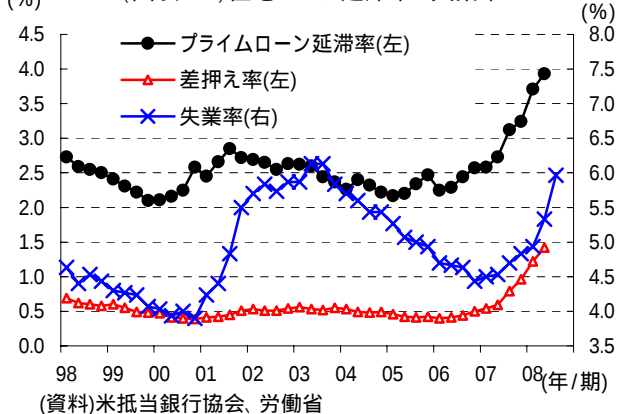
(図表4-3) 米住宅販売の推移



(図表4-4) 住宅差し押さえの推移



(図表4-5) 住宅ローン延滞率と失業率



米住宅価格の底打ちは早くとも2010年入り以降

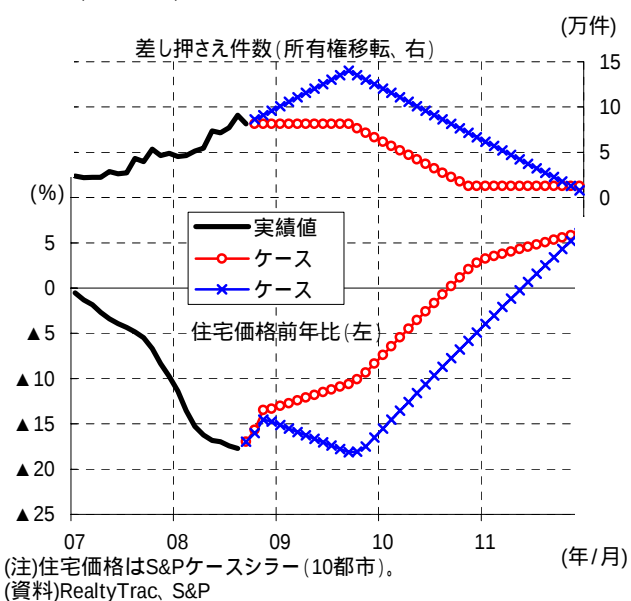
(1) 以上を踏まえると、住宅在庫、およびそれと密接な関係を持つ住宅価格の先行きは、供給を左右する金融機関による担保物件処分売りの動向が大きなカギ。そこで、今後の担保物件処分売りの動向をケース分けして、住宅価格底打ちの時期を試算。結果は以下の通り(図表5-1)。

- <ケース> 金融機関による処分売りの前段階である競売通知・管財人による売却通知が足許8～9万件で推移していることから、所有権移転(金融機関による物件処分売り)件数が向こう1年間同水準で推移し、その後減少に転じるという想定。
→ 住宅価格の下落率は徐々に縮小していくものの、向こう2年程度にわたって前年割れの状況が続き、プラスに転じるのは2010年秋頃。
- <ケース> 金融市場の混乱が深刻化するなかで、金融機関による物件処分売りが、昨年7月からのペースで向こう1年間増加し続け、1年後に減少に転じるという想定。
→ 住宅価格は前年比▲20%前後の下落が向こう1年間続き、プラス転換も2011年半ば以降へと大幅に後ずれ。

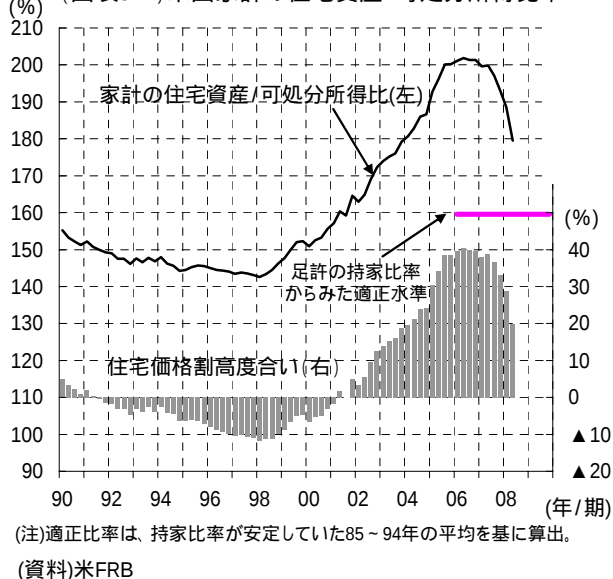
(2) 以上の試算を踏まえると、2009年中の米国住宅価格の底打ちは期待薄であり、早くとも2010年央以降になる見込み。なお、両試算とも、住宅需要の下げ止まりを前提に、中古住宅販売の伸びを、金利低下と雇用悪化が生じていた2000～2002年の平均伸び率(年率+3.3%)と同一と仮定している。金利上昇、金融機関による住宅ローン貸出姿勢の一層の厳格化などにより、住宅需要が再度下振れすれば、住宅価格の調整の終了がさらに遅れる可能性も。

(3) ちなみに、米家計の住宅資産/可処分所得比率は、住宅価格下落を背景に足許180%まで低下。もっとも、持家比率から推計される適正水準対比では、依然として20%前後高く、最近の住宅価格下落ペースを踏まえると、適正水準への復帰には少なくともあと1年程度かかる見通し(図表5-2)。

(図表5-1) 米国住宅価格前年比シミュレーション



(図表5-2) 米国家計の住宅資産・可処分所得比率



【試算の前提】

- ・中古住宅販売は年率+3.3%
(雇用悪化と金利低下が生じた00～02年の6ヵ月前比年率平均値)
- ・住宅価格は、中古住宅在庫率から試算。
- ・住宅差押の前提は以下の通り
- ケース ……所有権移転の前段階“Auction”が7～8万件で推移するなか、これを追って所有権移転も向こう1年現行水準で横這い、その後低下
- ケース ……所有権移転が昨年夏以来のペースで向こう1年増加、その後低下

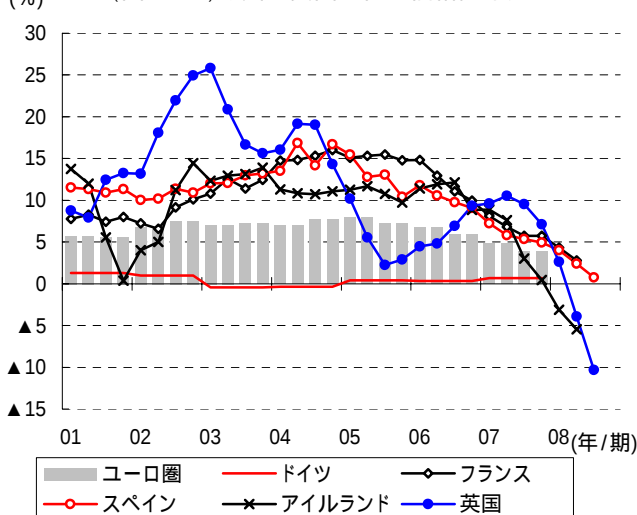
ユーロ圏・英国ともに住宅価格調整一巡は早くとも2010年入り以降

(1) 一方、欧州でも、スペインやアイルランドで住宅価格が下落に転じたほか、フランスでも98年10～12月期以来の低い伸びとなるなど、少なからぬ国々で住宅バブルが崩壊し始めている(図表6-1)。英国でも、Nationwide住宅価格指数が前年比▲10%を超える過去最大の下落を記録。IMF試算によると、2007年末時点において、ドイツなど一部の国を除いて軒並み1～3割程度割高となっており、米国以上に調整圧力が強い状況(図表6-2)。

(2) 欧州住宅価格に関しては、ドイツではむしろ長年にわたり下落が続いていたなど、各国毎にバラツキがあるものの、ユーロ圏全体の住宅価格指数は、03年以降家計の可処分所得の伸びを大幅に上回るペースで上昇しており、15%前後割高になっていると推察(図表6-3)。ちなみに、住宅価格が可処分所得の伸びに見合う水準に収斂するのは、可処分所得の伸びを年率2%と想定すれば、住宅価格が年率▲5%で下落しても2010年入り以降になると試算。英国でも同様の試算をすると、現時点でも住宅価格は可処分所得対比で約30%割高な状態(図表6-4)。英国住宅価格(Nationwide)では、既に前年比で▲10%以上下落しているものの、今後年率▲10%の下落を前提にしても、適正水準への復帰は2010年央以降となる見込み。

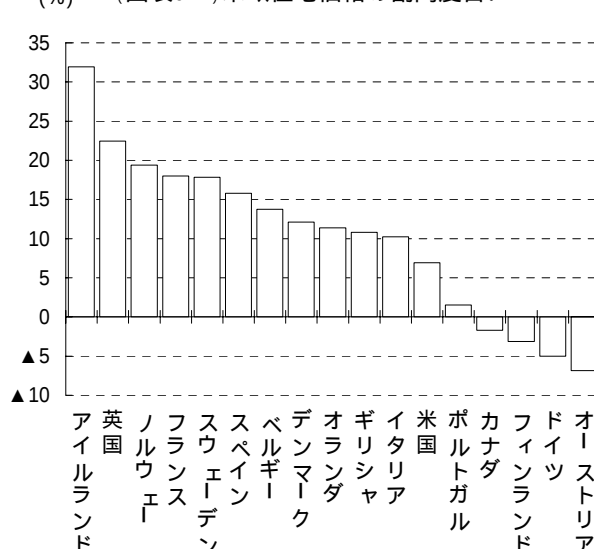
(3) 以上、ユーロ圏・英国ともに住宅価格の下落に歯止めがかかるのは早くとも2010年入り以降とみられ、実体経済の悪化により、所得の伸びが一段と鈍化すれば、住宅価格の調整が一段と長引く恐れも。

(図表6-1) 欧州主要国の住宅価格前年比



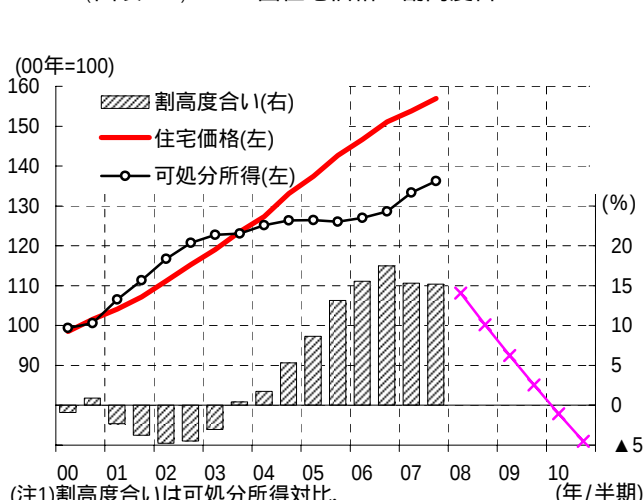
(注)英国はNationwide、アイルランドは新築住宅価格。
(資料)ECB、英Nationwide、各国統計。

(図表6-2) 米欧住宅価格の割高度合い



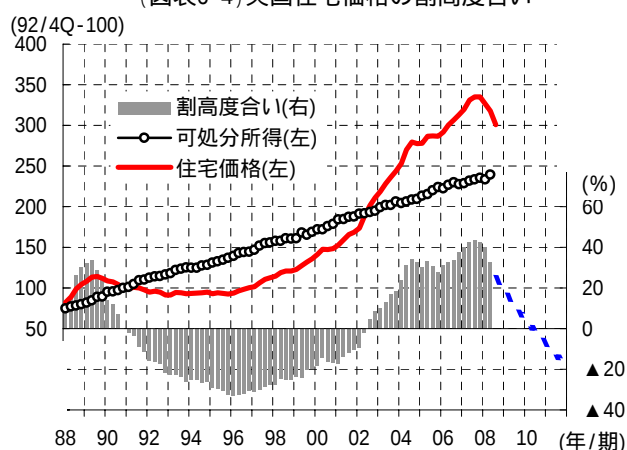
(資料)IMF, "World Economic Outlook, October 2008"

(図表6-3) ユーロ圏住宅価格の割高度合い



(注1)割高度合いは可処分所得対比。
(注2)シミュレーションは、可処分所得を年率2%、住宅価格を同▲5%と想定。

(図表6-4) 英国住宅価格の割高度合い



(注1)住宅価格はNationwide
(注2)割高度合いは可処分所得対比
(注3)シミュレーションは、可処分所得年率+2%、住宅価格同▲10%と想定。
(資料)英政府統計局、Nationwide

金融不安の高まりは、貸出姿勢厳格化を通じて設備投資を大きく抑制

(八) 金融危機の実体経済への影響

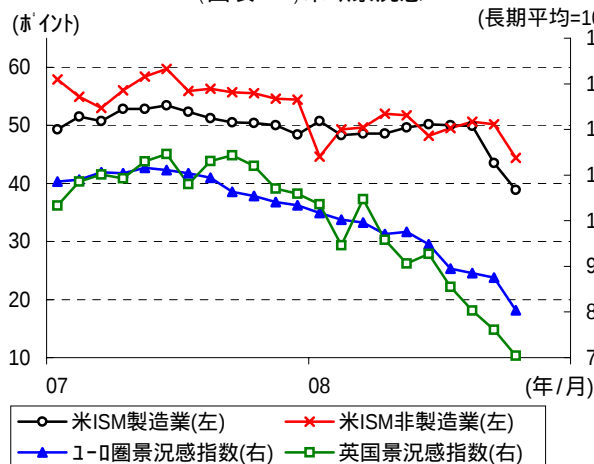
(1) 米欧での金融危機深刻化は、資金制約の強まり・マインド悪化等を通じて、実体経済を大きく下押し。米ISM指数は9月以降歴史的な低水準に急落。欧州景況感も、今夏以降低下ペースに拍車(図表7-1)。

(2) 金融危機の実体経済への影響をみると、まず第一に資金制約の強まりを受けた設備投資の下振れがある。すなわち、資金調達困難化や資本制約により、金融機関は貸出抑制を余儀なくされ、とりわけ企業の設備投資に対する悪影響は避けられない見通し。

(3) 具体的には、米銀の貸出態度DIをみると、住宅ローンのみならず、企業向けでも大幅に厳格化(図表7-2)。商工業向けローンの貸出姿勢と実質設備投資との強い相関を踏まえると、足許での貸出姿勢厳格化は、09年後半にかけて、設備投資の大幅減少を招く公算大。ユーロ圏においても、銀行の貸出態度が大幅に厳格化しており、09年後半にかけて設備投資をはじめとした企業活動を大きく冷え込ませる公算(図表7-3)。

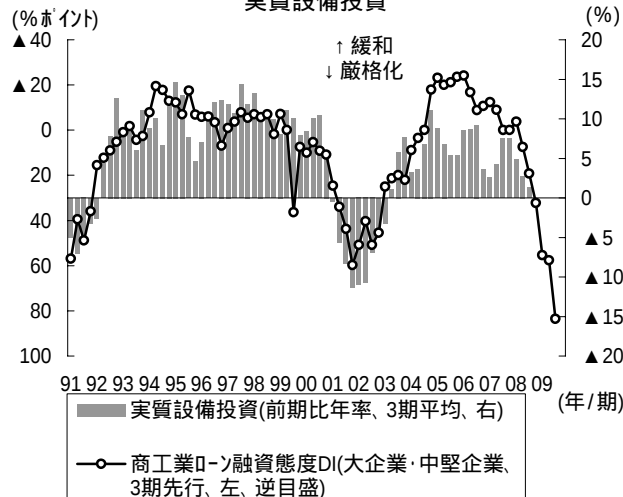
(4) また、金融危機を受けた景気低迷長期化は、期待成長率の低下を通じて設備のストック調整圧力を強める可能性も(図表7-4)。

(図表7-1) 米欧景況感



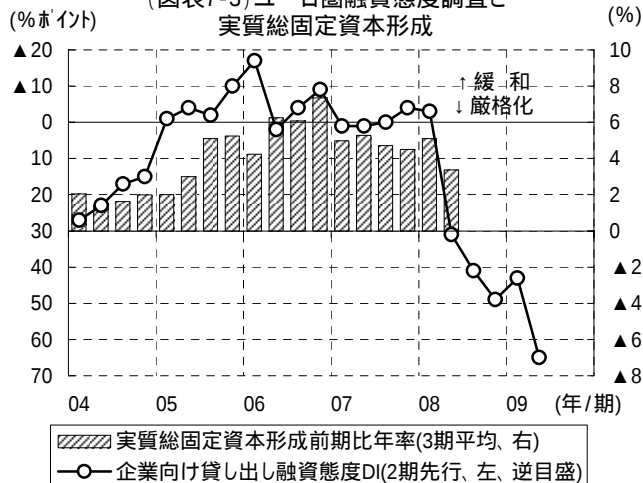
(資料)米ISM, Eurostat

(図表7-2) 米商工業ローン融資態度調査と実質設備投資



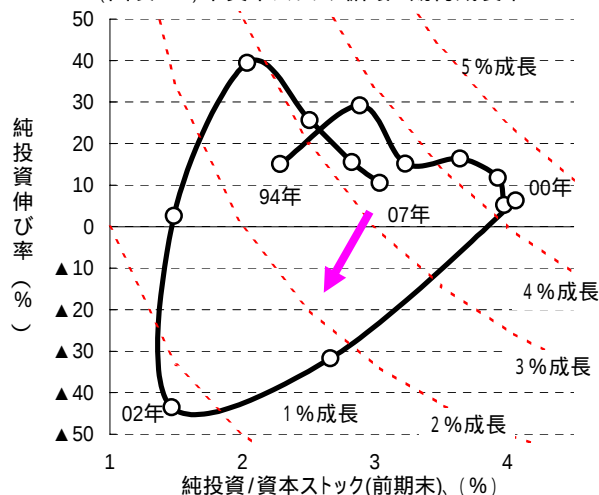
(資料)米FRB, 商務省

(図表7-3) ユーロ圏融資態度調査と実質総固定資本形成



(資料)ECB, Eurostat

(図表7-4) 米資本ストック循環と期待成長率



(資料)OECD“Economic Outlook”

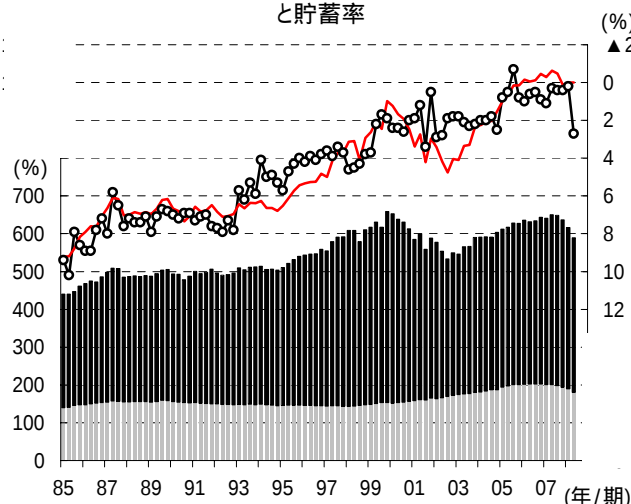
米国では、逆資産効果・債務負担増で消費の長期停滞は不可避

(1) また、家計消費の落ち込みも避けられない見通し。その一つのパスが、住宅価格や株価下落による逆資産効果。米国家計が保有する金融資産と住宅資産の変化が家計貯蓄率に与える影響を試算すると、可処分所得比10%の下落により、金融資産が0.35%、住宅資産は0.75%の貯蓄率上昇を招来(図表8-1)。昨秋までは、住宅価格の下落によるマイナスの効果を、株価の堅調がある程度補っていたが、金融危機深刻化に伴い株価も大幅安となるなか、逆資産効果は一段と増大。

(2) 二つ目のパスが、金融機関の貸出姿勢厳格化による家計の債務調整。米国では、消費者ローンが8月に前月比減少を記録(図表8-2)。また、米国家計は、未曾有の規模の金融負債を抱えている。すなわち、ホーム・エクイティ・ローンなどを通じた持家含み益のキャッシュアウトを背景に、住宅ローン残高は可処分所得比100%、債務残高計は同130%台にまで上昇。金融機関の家計向け貸出姿勢厳格化を受け、今後高水準に膨れあがった家計債務の圧縮を余儀なくされる公算大(図表8-3)。

(3) ちなみに、家計の債務返済/可処分所得比率は、足許14%前後と過去最高水準で推移。同比率は80年代半ばから2000年にかけて概ね12%前後で推移していたことを踏まえると、家計は可処分所得対比で20%前後の過剰債務を抱えていると試算(足許の金利水準で同比率が12%になる家計債務残高の可処分所得比は115%前後)。こうした過剰債務が解消されるには、可処分所得が80年以降で最低水準となる年率3%で推移すると想定した場合、債務残高が横這いなら2013年以降、年率1%圧縮しても2011年末になる見込み。結果として、債務返済圧力増大を通じて、今後3~5年の長期に亘って米国家計消費は抑制され続ける可能性。

(図表8-1)米国家計の住宅・金融資産可処分所得比率と貯蓄率



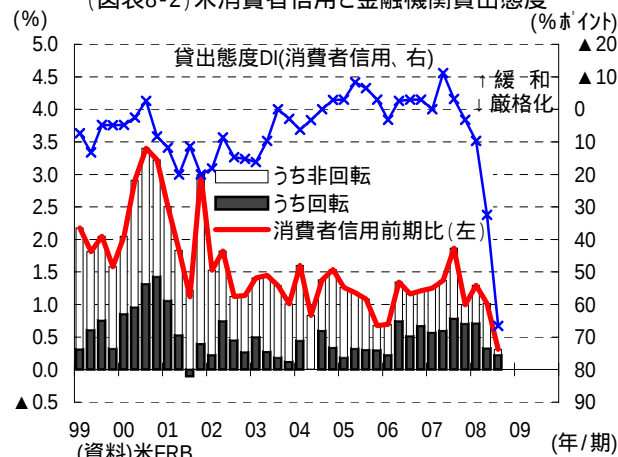
(資料)米FRB、商務省

【推計式】
 家計貯蓄率 = $30.4 - 0.075 \times \text{住宅資産可処分所得比} - 0.035 \times \text{金融資産可処分所得比}$
 (t値) (50.0) (-19.3) (-20.3)
 $R^2 = 0.8874$
 推計期間: 59/1Q ~ 07/4Q

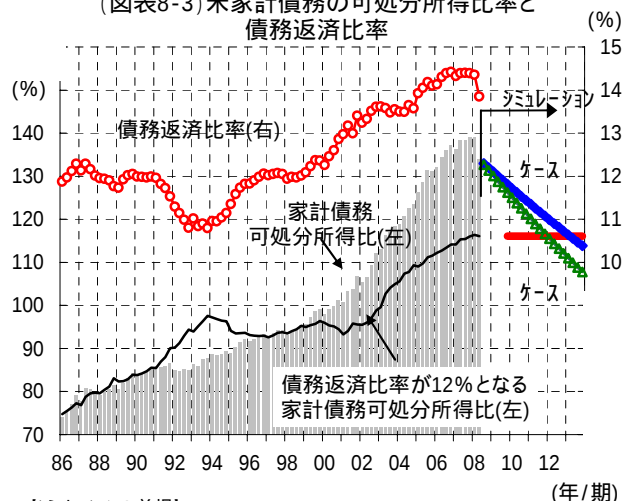
	(ポイント)	
	金融資産	住宅資産
可処分所得比	+0.35	+0.75
▲10%の下落		

(資料)米商務省、FRBを基に日本総合研究所作成

(図表8-2)米消費者信用と金融機関貸出態度



(図表8-3)米家計債務の可処分所得比率と債務返済比率

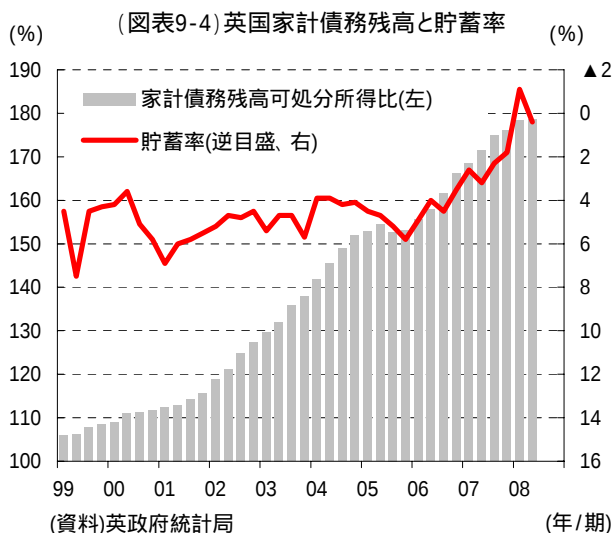
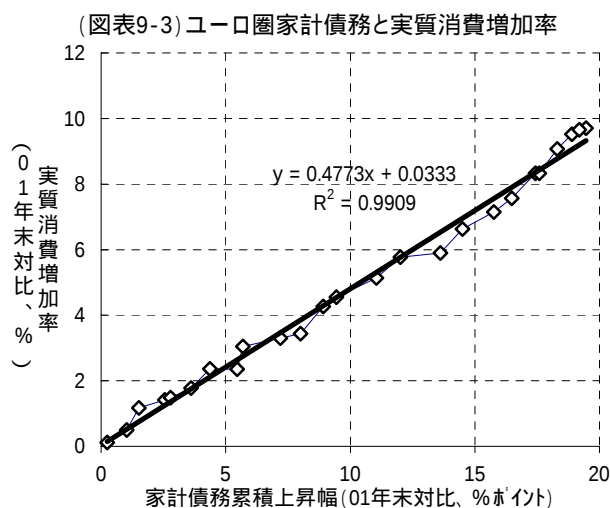
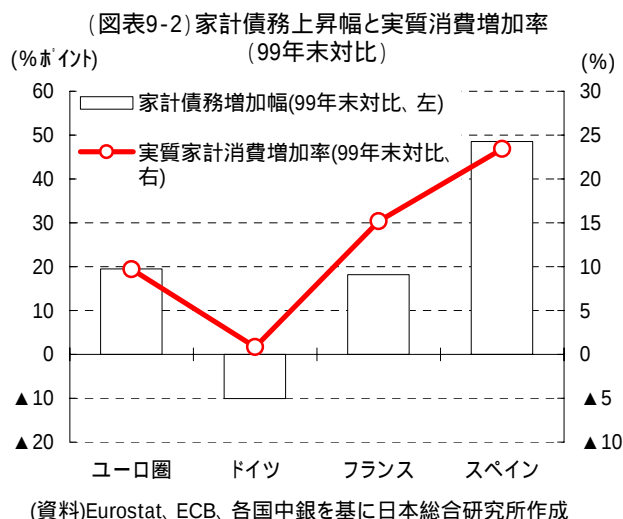
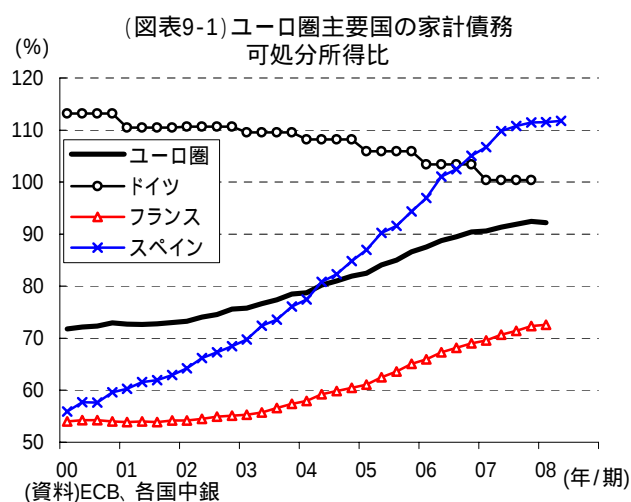


【シミュレーションの前提】
 可処分所得は年率3%、ローン金利は横這いと想定
 家計債務残高の想定は、ケースAは横這い、ケースBは年率1%圧縮
 (資料)米FRB

欧州でも、家計の債務調整が本格化するなか消費はゼロ成長へ

(1) 家計が過剰債務を抱えている状況は、欧州でも同様。ユーロ圏家計の債務残高/可処分所得比率を国毎にみると、住宅価格の高騰が顕著だったスペインでは2000年の55%から2008年初には111%に上昇、フランスでも54%から72%に上昇。逆に、ドイツでは113%から100%に低下(図表9-1)。一方、99年末対比での実質個人消費増加率(07年末まで)は、家計債務比率が大幅上昇したスペインで+23%、フランスで+15%となる一方、家計債務比率が低下したドイツでは、ほぼゼロ成長にとどまっている(図表9-2)。ユーロ圏では、米国のような住宅価格上昇分を現金化する融資制度は一般的でないものの、2000年以降のユーロ圏消費は、家計債務増大の裏側にある住宅ブーム、それに伴う住宅関連消費の拡大や資産効果が牽引していたことを示唆。ちなみに、ユーロ圏の家計債務比率の上昇幅と実質消費増加率の関係からは、家計債務比率の1%の上昇が実質消費を0.5%ポイント押し上げており、逆に同比率の上昇がなければ、ほぼゼロ成長だったと試算(図表9-3)。住宅バブルが崩壊し、金融機関の融資態度も慎重化するなか、当面家計の債務拡大が期待できず、ユーロ圏家計消費はほぼゼロ成長が長期化する公算。

(2) 英国では、MEW(Mortgage Equity Withdrawal)という住宅を担保とした消費者ローンの活用もあり、とりわけ2006年以降は家計債務比率の上昇が貯蓄率の大幅な低下と結びついていた(図表9-4)。貯蓄率は99年以降2005年まで5%前後で推移していたものの、06年以降は、債務増大につれ貯蓄率も低下したことで、この間の実質消費を年平均+2.5%ポイント押し上げた格好。当面、金融機関の貸出姿勢厳格化に伴い債務の一段の増大は見込めず、むしろ債務圧縮圧力も強まるとみられ、貯蓄率も中期的には過去平均である5%前後まで上昇する公算大。結果として、消費の伸びは、長期にわたり可処分所得よりも低い伸びにとどまる見込み。



大型減税・公共事業に着手も、現時点では効果は限定的

(二) オバマ新政権の景気対策

(1) 米国で景気悪化が深刻化するなか、オバマ次期大統領は、11月7日、中堅層救済に向け追加景気対策を早期に実施する意向を表明。また、経営危機が取り沙汰されている自動車業界に対しても、250億ドルの金融支援策の前倒し実施を要請したほか、追加の政策対応を検討する意向を表明(*)。

(2) オバマ次期大統領は、1世帯あたり1,000ドルの所得減税、雇用促進に向けた企業減税、250億ドル規模の公共事業、等を公約として掲げており、新政権発足後こうした施策が順次実施されれば、景気はある程度下支えする見込み(図表10-1)。また、民主党が支配する米下院では、369億ドルの公共事業を中心とした総額610億ドルの景気対策がすでに9月26日に成立済み(図表10-2)。同対策は上院では否決されたものの、今回の選挙によって上院でも民主党が多数派となるなか、オバマ大統領就任前に同対策が成立・実施される公算大(**)。

(3) ただし、米国経済は2%台半ばの潜在成長率に対し既にマイナス成長に転じており、一段の雇用悪化を防止するには、単年度ベースでGDP比3%規模(3,000億ドル超)の景気対策が必要とみられ、現在検討されている対策だけでは力不足(図表10-3)。また、金融市場の機能不全、家計部門でのストック調整が続くなか、対策の効果も減殺される見込み。

(*) 欧州でも、ドイツが11月5日に、減価償却制度の見直しによる法人税減税、中小企業資金繰り支援等を骨子とした総額500億ユーロの景気対策に着手。もっとも、財政支出は2年間で120億ユーロにとどまり、単年度での需要押し上げ効果はGDP比+0.2%ポイント前後と限定的。

(**) ペロシ民主党下院議長を中心とした米下院指導部は、上記法案をベースに、対策規模を1,500億ドルまで拡大する法案を現在検討中。

(図表10-1) オバマ次期大統領の掲げる経済対策

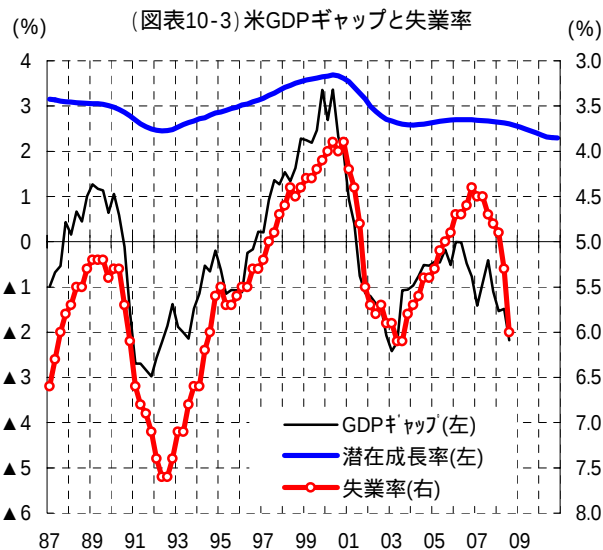
税制	1世帯あたり1000ドルの所得減税実施 - 石油会社に対する超過利得税を財源に、米国家庭に1,000ドルの払い戻し実施 - 国内雇用を増やした企業に新規雇用1人当たり3,000ドルの税額控除実施(2009年から2年間の時限措置) - 年金積立金の取り崩しにかかる解約手数料を、最大引き出し額1万ドルまで免除 - 失業給付への所得税を一時免除
財政	- 道路建設・補修(250億ドル)や州政府支援(250億ドル)へ総額500億ドルの財政支出 - 中小企業向けの支援融資枠拡大
住宅	- 借り手保護へ90日間の差し押さえ凍結 - 住宅ローンの返済条件見直し促進
雇用	- 失業給付の期間延長 - 向こう10年で600億ドルのインフラ投資を実施し、200万人の雇用を創出 - 再生可能エネルギー・環境関連ビジネスを推進に新規雇用創出
金融	- 金融機関監督の大幅強化 - 破産法改正により借り手保護強化
貿易	FTA見直し

(資料) 各種報道等より日本総合研究所作成

(図表10-2) 9/26に米下院で成立した景気対策(*)

(億ドル)	
総額	610
インフラ事業拡大	369
失業保険給付期間7週間延長	65
メディケイドへの助成金増額	147
貧困層への食料配給券	27

(*)ただし上院では否決。



(注) 潜在成長率はCBO推計。
(資料) 米商務省、労働省、CBO

(年/期)

米国:09年春にかけ景気後退が持続。その後も停滞が持続。

(1) 2009年の米国経済は、「金融市場の混乱」と「実体経済の悪化」の負の連鎖が作動するもとで、景気悪化が続く見通し。

(2) とりわけ、政権交代による政策の端境期となる09年春にかけては、金融市場の混乱深刻化に伴う資金制約の強まりが、個人消費・企業活動への強い下振れ圧力となり、マイナス成長が続く見込み。09年春以降は、年明け発足のオバマ新政権が、公共事業や所得税減税を中心に1,500～2,000億ドル規模の景気対策を早期に打ち出すとみられ、それにより、景気の悪化に一時的に歯止めがかかる見通し(*)。もっとも、以下の要因を踏まえると、力強い回復基調に転じるのは困難で、その後も極めて停滞感の強い状況が続く見込み。

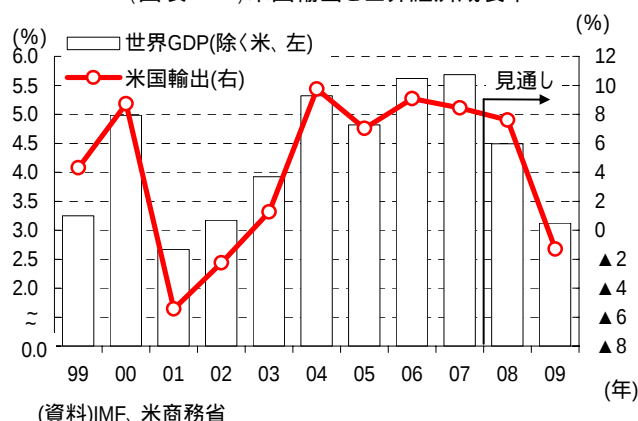
(3) すなわち、住宅価格下落や実体経済悪化を背景に金融市場の動揺が続くとみられるなか、家計部門では、景気悪化に伴う所得・雇用環境の悪化、住宅価格下落による逆資産効果、金融市場の混乱を受けた家計の過剰債務圧縮、等を背景に個人消費の低迷が続く見通し。また、個人消費の停滞長期化を受け、期待成長率の低下に伴う設備のストック調整圧力の強まりも予想され、設備投資を中心に減少基調が続く見通し。また、これまで景気を下支えしてきた輸出も、新興国での成長鈍化・ドル安反転を背景に、景気牽引力は減衰(図表12-1、2)。

(4) 結果として、2009年通年の実質GDP成長率は前年比▲1.0%と、82年以来の大幅減少となる見通し(図表12-3)。

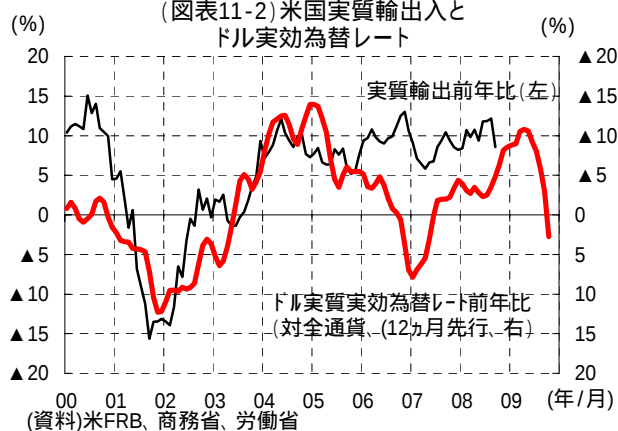
(5) 物価面では、今夏以降の資源価格の急落やドル高を背景に、総合ベースでは09年夏にかけ一時的に前年比マイナス水準まで低下する見通し。コアベースでも、潜在成長率を大きく下回る成長が続くなか、09年末にかけてインフレ率の鈍化傾向が続く見通し。

(*)向こう1年間にわたり+1.0%ポイント程度、景気を押し上げると想定。

(図表11-1) 米国輸出と世界経済成長率



(図表11-2) 米国実質輸出入と
ドル実効為替レート



(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)

	2008年				2009年				2007年 (実績)	2008年 (予測)	2009年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	0.9	2.8	▲ 0.3	▲ 4.2	▲ 1.5	0.2	0.1	0.0	2.0	1.3	▲ 1.0
個人消費	0.9	1.2	▲ 3.1	▲ 3.6	▲ 0.7	0.6	0.3	0.0	2.8	0.4	▲ 1.0
住宅投資	▲ 25.1	▲ 13.3	▲ 19.1	▲ 15.3	▲ 11.7	▲ 7.0	▲ 3.5	▲ 2.3	▲ 17.9	▲ 20.7	▲ 11.2
設備投資	2.4	2.5	▲ 1.0	▲ 11.7	▲ 7.0	▲ 4.6	▲ 3.5	▲ 2.2	4.9	2.5	▲ 5.4
在庫投資	▲ 0.0	▲ 1.5	0.6	0.1	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1
政府支出	1.9	3.9	5.8	1.0	2.1	2.3	2.2	2.0	2.1	2.9	2.5
純輸出	0.8	2.9	1.1	0.2	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	0.6	1.4	0.4
輸出	5.1	12.3	5.9	▲ 11.0	▲ 2.5	0.2	0.6	▲ 0.5	8.4	7.6	▲ 1.3
輸入	▲ 0.8	▲ 7.3	▲ 1.9	▲ 9.9	▲ 2.4	▲ 0.1	0.3	▲ 0.3	2.2	▲ 2.7	▲ 3.2
実質最終需要	1.0	4.2	▲ 0.9	▲ 4.1	▲ 1.3	0.1	0.1	0.0	2.7	1.6	▲ 0.9
消費者物価	4.1	4.4	5.3	2.2	1.0	0.1	▲ 1.1	0.6	2.9	4.0	0.1
除く食料・エネルギー	2.4	2.3	2.5	2.1	1.5	1.2	1.1	1.1	2.3	2.3	1.2

(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。

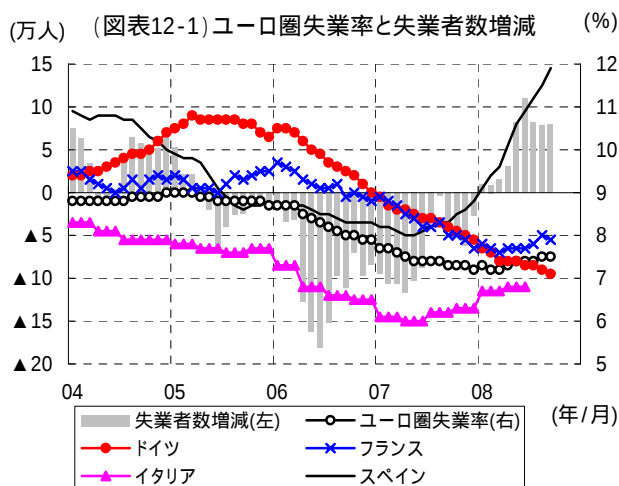
ユーロ圏：09年春にかけ景気後退が持続。その後も低迷が長期化

(1) ユーロ圏景気は、08年7～9月期実質GDP成長率が前期比年率▲0.8%と、4～6月期(▲0.7%)に続いて2四半期連続マイナス成長に。住宅市場調整が本格化しているスペインを中心に雇用が大幅に悪化(図表12-1)。住宅市場調整圧力の小さいドイツでは雇用が底堅く推移しているものの、ユーロ圏や新興国での景気減速を受け、09年春以降受注が急減(図表12-2)。

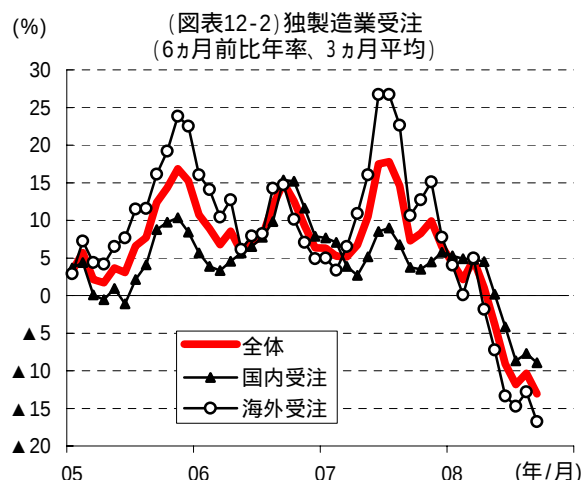
(2) 2009年のユーロ圏経済は、雇用情勢の急速な悪化や住宅価格の調整本格化を受けた個人消費低迷、需要低迷や金融不安が持続するもとでの設備投資の減少、などから今後数四半期にわたりマイナス成長が続く見通し。欧州各国が景気支援策に着手し始めるなか、その効果が顕在化する09年春から年央にかけて景気悪化に一旦歯止めがかかる見通しながら、家計の債務返済圧力の強まり、これまで景気を下支えしてきた輸出も、中東欧の景気減速が顕著になるなか、押し上げ寄与は減衰するとみられることから、対策効果一巡後は、再びマイナス成長に転じる見通し。

(3) この結果、2009年通年の実質GDP成長率は前年比▲0.8%と、ユーロ圏発足以来初のマイナスとなる見通し(図表12-3)。

(4) 物価面では、今夏以降の原油価格下落を受け、前年比でみたエネルギー価格の押し上げ影響が急速に剥落し、09年春以降前年比+1%台まで低下していく見通し。



(資料)Eurostat、各国統計



(資料)独連銀

(図表12-3) ユーロ圏経済成長率・物価見通し

(四半期は季節調整後前期比年率、%)

	2008年				2009年				2007年 (実績)	2008年 (予測)	2009年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	2.7	▲0.7	▲0.8	▲1.7	▲1.0	0.0	▲0.2	▲0.4	2.6	1.0	▲0.8
個人消費	▲0.2	▲0.8	0.5	▲0.9	▲0.4	0.0	▲0.3	▲0.3	1.6	0.3	▲0.3
政府消費	1.2	2.1	1.8	1.9	2.2	1.8	2.0	1.6	2.3	1.6	2.0
総固定資本形成	5.9	▲3.9	▲2.1	▲8.3	▲5.0	▲3.0	▲2.3	▲3.1	4.2	1.2	▲4.4
在庫投資	1.9	▲1.8	▲0.1	0.2	▲0.3	0.2	▲0.1	0.0	0.2	▲0.1	▲0.1
純輸出	0.1	0.4	▲0.8	0.8	0.2	0.0	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
輸出	7.3	▲0.9	1.9	▲0.5	▲0.6	0.2	0.1	0.0	6.0	3.3	▲0.0
輸入	7.4	▲1.9	3.9	▲2.4	▲1.0	0.1	▲0.3	▲0.1	5.4	2.8	▲0.4
実質最終需要	1.5	▲0.5	▲0.6	▲1.2	▲0.7	▲0.2	▲0.1	▲0.4	2.6	1.0	▲0.6
消費者物価指数 (前年同期比)	3.4	3.6	3.8	2.8	2.1	1.3	1.0	1.1	2.1	3.4	1.4

(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。

英国：信用不安、住宅価格の下落を受け景気後退局面が長期化

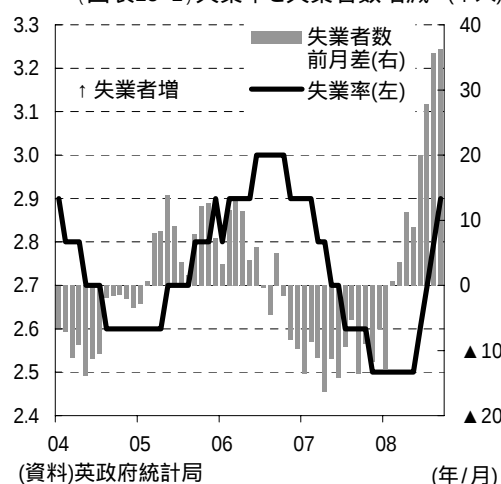
(1) 英国経済は、7～9月期実質GDPが前期比年率▲2.0%と92年4～6月期以来16年振りのマイナス成長に。住宅価格の下落に一段と拍車がかかっているほか、失業者数も急増するなど、景気悪化は深刻化(図表13-1)。

(2) 2009年の英国景気は、雇用情勢の急速な悪化や家計のバランスシート調整を受けた個人消費の低迷、成長のけん引役であった金融・不動産セクターの不振(図表13-2)、金融混乱を受けた設備投資の減少、などから今後数四半期にかけて大幅なマイナス成長が続く見通し。英政府による景気対策の効果が顕在化する09年秋口にかけて景気悪化に一旦歯止めがかかる見通ししながら、上記下押し圧力が根強いなか、対策効果一巡後は、再びマイナス成長に転じる見通し。

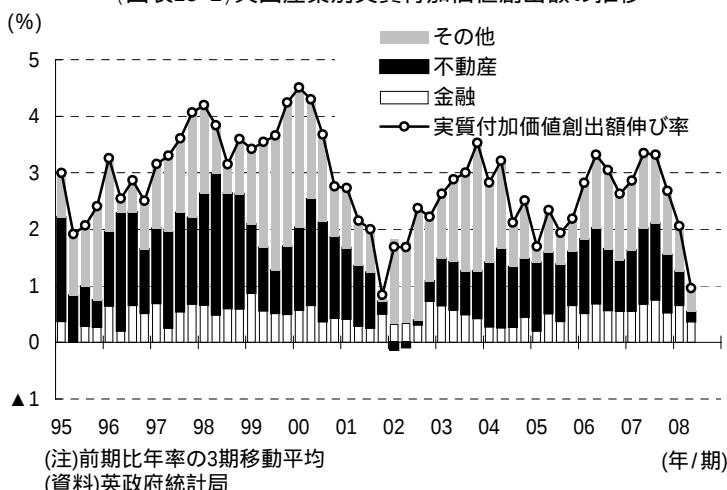
(3) この結果、09年通年の実質GDP成長率は前年比▲1.1%と、91年以来のマイナスとなる見通し(図表13-3)。

(4) 物価面では、電力・ガス料金値上げの影響から08年中は高止まりが続くものの、今夏以降原油価格の下落を映じて、早晚ピークアウトする見込み。09年入り以降は、前年比でみたエネルギー価格による押し上げ影響が急速に減衰するとともに、景気悪化に伴いコアベースでの上昇率も低下するとみられ、09年夏以降、インフレ率は前年比マイナス圏にまで低下する見通し。

(%) (図表13-1) 失業率と失業者数増減(千人)



(図表13-2) 英国産業別実質付加価値創出額の推移



(図表13-3) 英国経済成長率・物価見通し

(四半期は季節調整後前期比年率、%)

	2008年				2009年				2007年 (実績)	2008年 (予測)	2009年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	1.1	0.0	▲2.0	▲2.1	▲1.6	▲0.5	0.3	▲0.4	3.0	0.8	▲1.1
個人消費	3.4	▲0.5	▲0.6	▲1.6	▲0.7	▲0.8	0.5	▲1.2	3.0	1.8	▲0.7
政府消費	3.9	2.0	1.8	2.0	2.2	1.8	2.2	1.7	1.8	2.2	2.0
総固定資本形成	▲7.7	▲10.7	▲3.1	▲10.7	▲10.7	▲3.2	▲1.4	0.2	7.1	▲3.5	▲6.6
在庫投資	▲1.9	0.8	▲0.5	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	▲0.3	▲0.0
純輸出	1.2	0.6	▲0.2	0.5	0.2	0.1	▲0.3	▲0.1	▲0.7	0.0	0.2
輸出	3.0	▲0.2	2.8	▲4.3	▲3.2	▲2.4	▲0.2	▲2.3	▲4.5	1.4	▲1.9
輸入	▲1.3	▲2.1	3.2	▲5.3	▲3.4	▲2.6	0.8	▲1.8	▲1.9	1.1	▲2.1
実質最終需要	2.9	▲1.1	▲0.7	▲2.0	▲1.6	▲0.5	0.3	▲0.4	2.8	1.1	▲1.0
消費者物価指数(HICP) (前年同期比)	2.4	3.3	4.9	4.3	3.5	1.5	▲0.1	▲0.2	2.3	3.7	1.2

(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。

大規模な財政支援策は長期金利上昇・ドル暴落を招くリスク

(1) 金融危機の深刻化、景気後退色の強まりにより、米国政府は大規模な公的支援・経済対策を計画、または着手し、事態の沈静化に注力。現下の状況を踏まえると、こうした財政支出拡大は必要不可欠な措置ながら、一方で、財政規律の弛緩は中期的にさまざまな副作用をもたらすリスク。

(2) 米国では、既往減税や景気低迷による税收悪化等もあり、財政赤字は議会予算局の見通しでは09会計年度で4,380億ドルに達する見通し。GSE支援の2,000億ドル、金融安定化法案の7,000億ドルを加味すると、財政赤字は1兆ドルを大幅に上回り、名目GDP比で▲9%前後にまで達する恐れ。次期政権で追加の経済対策が打ち出されれば、赤字はさらに膨らむことになる。

(3) こうした財政赤字の拡大は、海外からの資金流入に依存する米国においては、深刻なドル安や長期金利の上昇を招く恐れ(図表14-1、2)。ドルに関しては、その受け皿となるユーロでも、米国同様に金融危機・景気後退に陥っていること、長期金利に関しても、金融不安の高まりを受けた「質への逃避」、成長期待・インフレ懸念の後退を背景に、当面は一方的なドル安・長期金利上昇が進行する可能性は小。一方で、米国債に対する保証料率(5年債)は、「AA」の日本と並ぶ水準まで上昇するなど、米国債への信認喪失懸念も強まっている状況(図表14-3)。今後、こうしたリスクが顕在化すれば、長期金利上昇等を通じてむしろ住宅市場の調整を遅らせ、かえって金融不安を長期化させるなど、「金融市場混乱」と「実体経済悪化」の負の連鎖を一段と増幅させる恐れ。

