

News Release



マクロ経済レポートNo.2009-04

# 2010年米欧経済見通し

～最終需要の持ち直しは困難。米欧ともに本格回復に至らず～

2009年11月18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
(1) 一部指標での持ち直し	
(2) 厳しさが残る実体経済	
2. 米国景気の本格回復を阻む要因	5
(1) GDPギャップ	
(2) 政策効果の減衰	
(3) 商業用不動産という爆弾	
3. 欧州景気の本格回復を阻む要因	8
(1) GDPギャップ	
(2) 自動車販売促進策の反動	
(3) 金融不安残存	
4. 各国経済見通し	11
(1) 米国経済	
(2) ユーロ圏・英国経済	
5. リスク要因	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、多岐に渡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：2000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：〒550-0013 大阪市西区土佐堀2丁目2番4号 TEL 06-6479-5800 (代)

本件に関するご照会は、調査部・牧田 宛てにお願い致します。

電話番号：03-3288-4244

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

## ＜ 要 約 ＞

1. 米国・ユーロ圏景気は、2009年春以降、①在庫調整の一巡、②景気対策効果の顕在化、③新興国向け輸出の予想以上の拡大、④金融市場の安定を背景に、一部で持ち直しの動き。もっとも、足許での景気持ち直しは、主に政策面での下支えによるもの。
2. 一方で、米国では、雇用者数がペースこそ鈍化したものの減少が持続。金融不安も完全払拭には至っておらず、住宅市場の調整も途半ば。ユーロ圏・英国でも、雇用の悪化に歯止めがかかっていないほか、住宅価格調整は、米国以上に遅れている状況。総じて実体経済は厳しさが残存。
3. 先行きの米欧景気を見通すに当たり、共通のカギとみられる①GDPギャップ、②政策効果の行方、③金融面の状況、の3点について、個別に検討。
  - (1) 米国
    - ①GDPギャップは、足許▲6%前後と大幅な需要不足に陥っており、2%を大きく超える成長が持続しなければ、失業率の顕著な低下が見込めず。一方、製造業の稼働率が足許持ち直しているものの、設備投資（除くIT投資）増加を促す稼働率水準への早期回復は困難で、設備投資の減少は長期化。
    - ②09年7～9月期のGDPを押し上げた自動車買替支援策は、需要の先食いすぎず、雇用悪化やバランスシート調整が続くなか、今後の反動減は不可避。他の政策効果についてみても、個人減税、インフラ・環境投資は、2010年初にピークを迎える見込みで、景気押し上げ効果は減衰へ。
    - ③商業用不動産価格は下落が加速。商業用不動産向け貸出は、今後順次満期が到来する一方、金融機関の貸出態度は依然慎重で、先行き焦げ付き増加のリスク大。その場合、同貸付のウエイトの高い地方金融機関を中心に、金融不安が再燃する可能性も。
  - (2) 欧州
    - ①ユーロ圏では、GDPギャップが▲6%台にまで拡大。GDPギャップと失業率の関係を踏まえると、ユーロ圏失業率は先行き11%前後まで上昇する見通し。一方、今後、順調な生産持ち直しを想定しても、設備投資を誘発する稼働率80%まで持ち直すのは、2014年以降となる見込みで、当面設備投資の増加は展望できず。
    - ②欧州では、新車販売支援策は奏効しているものの、失業率の悪化が続くなか、年末から2010年初にかけて支援策が終了すれば、反動減が顕在化する見込み。一方、失業率上昇回避に向け、早晚追加の景気対策策定を余儀なくされる公算ながら、域内各国の財政収支が大幅に悪化しており、景気を牽引するだけの規模にはならない見通し。
    - ③ユーロ圏金融機関の非金融法人向け貸出は減勢が拡大。企業倒産件数、個人破産件数の増加により、今後も不良債権問題が金融機関の経営を圧迫し続ける公算。とりわけユーロ圏金融機関は、欧州新興国向けの債権額が大きく、今後不良債権問題が深刻化する懸念。ユーロ圏では信用収縮が景気回復の足枷となる公算。
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：2010年の米国経済は、大幅なGDPギャップを抱えるもとの、雇用や投資の本格回復は見込み難く、極めて停滞感の強い状況が続く見通し。政策効果の息切れが顕在化する年前半に再びマイナス成長に陥る見込み。一方、今後予想される新たな景気対策が年後半の景気を下支え。
  - ロ) 欧州：ユーロ圏では、大幅なGDPギャップを抱え、雇用と投資の持続的な持ち直しは困難で、政策効果が一巡する2010年央にかけて再びマイナス成長となる見通し。英国でも、家計のバランスシート調整・雇用悪化、等を背景に、2010年入り以降景気は再び弱含む見通し。
5. 上記見通しに対するリスクは、未曾有の水準に拡大する米国財政赤字を背景としたドル暴落・原油をはじめとした国際商品市況の高騰。先進国では所得創出力が低下しているだけに、追加の所得流出により内需の低迷が一段と深刻化する恐れ。

## 米国・ユーロ圏ともに政策効果で生産関連を中心に持ち直し

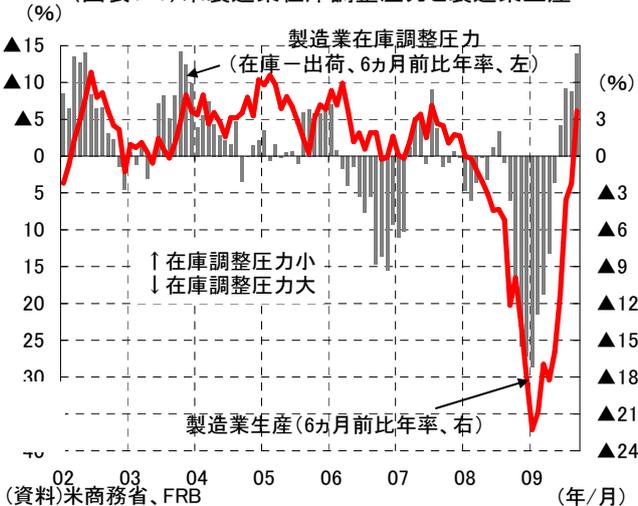
(1) 米国・ユーロ圏景気は、今春以降一部で持ち直しの動き。米ISM景況指数は、秋口にかけて、製造業・非製造業ともに景気判断の分かれ目とされる「50」を回復。ユーロ圏でも、景況感指数が本年3月を底に改善。

(2) 景気持ち直しの主因として、以下の4点が指摘可能。

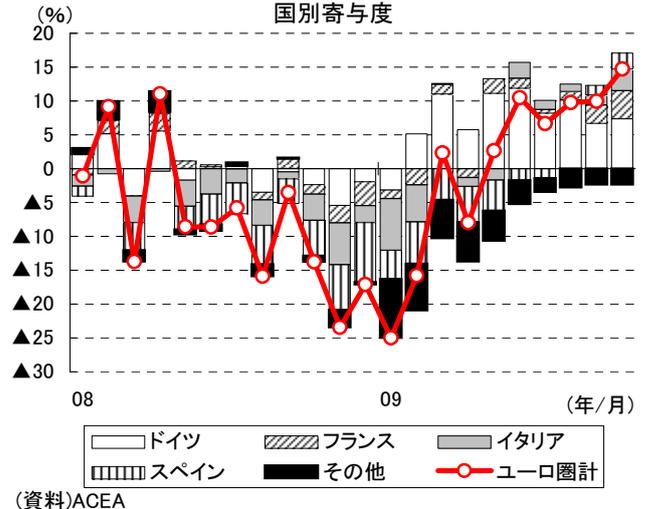
- ①**在庫調整の一巡**。年初から春先にかけて、大幅な在庫調整を余儀なくされたが、在庫調整が一巡するに伴い、生産は米欧ともに持ち直しへ（図表1-1）。
- ②昨年末から年初にかけて発動された**景気対策効果の顕在化**。とりわけ、ドイツでは、自動車販売支援策が奏効し、9月にかけて前年比+20~40%の増加（図表1-2）。裾野の広い自動車産業での販売好調は、素材関連はじめ広範な分野での生産持ち直しにも作用。
- ③**新興国向け輸出の拡大**。中国では、大規模景気対策により景気が急回復し、ドイツ等では中国を中心とするアジア向け資本財輸出が急回復（図表1-3）。
- ④**金融市場の安定**。米欧金融当局による大規模な流動性供給・金融機関への公的資金注入等により、金融市場の混乱は鎮静化し、社債スプレッドや株価等は軒並み昨年9月のリーマン・ショック前の水準を回復（図表1-4）。

(3) ただし、中国はじめ新興国の景気拡大も大規模な景気対策が牽引役となっていることを踏まえると、足許の景気持ち直しは、主に政策面での下支えによるもの。後述のように生産関連以外には顕著な改善は生じておらず、足許の兆候が景気の本格回復につながるかは依然不透明。

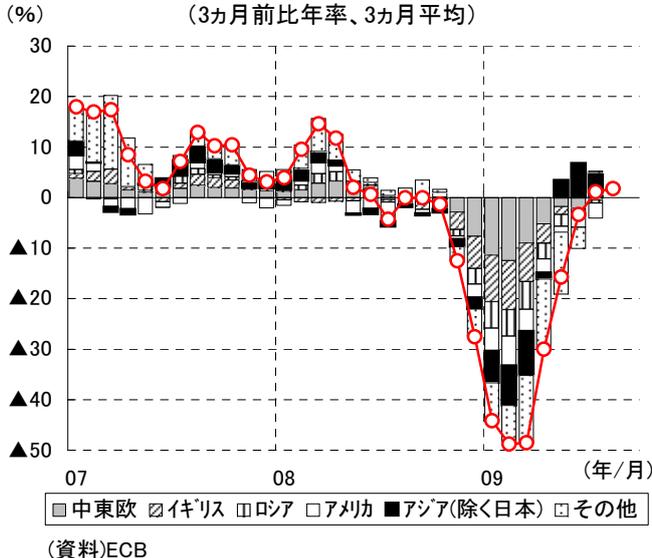
(図表1-1) 米製造業在庫調整圧力と製造業生産



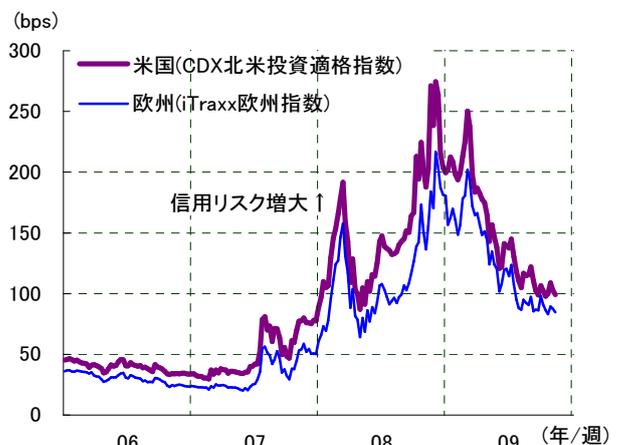
(図表1-2) ユーロ圏新車登録台数(前年比)の国別寄与度



(図表1-3) ユーロ圏輸出の地域別寄与度 (3か月前比年率、3か月前平均)



(図表1-4) CDS保証料率でみた日米欧の社債保有リスク



## 米国では、雇用・金融機関経営の悪化に歯止めがかからず

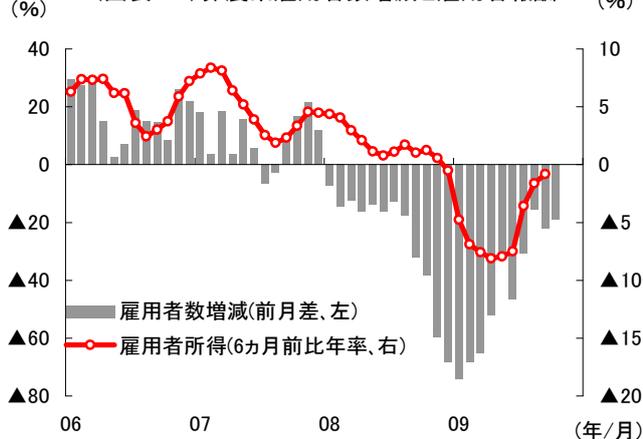
(1) 米国では、生産面に持ち直しの動きがみられるものの、それ以外の分野では改善の動きは乏しく、むしろ一段と悪化している分野も。

まず、雇用は引き続き悪化。非農業雇用者数は、減少ペースこそ鈍化したものの、足許でも依然月▲20万人前後のペースで減少が持続。労働需給の緩和を受け、雇用者報酬も昨年末以降減少が持続(図表2-1)。さらに雇用の質の面でも劣化が持続。すなわち、失業給付期間中に再就職できない、いわゆる長期失業者が急増。政府による「緊急失業給付」、州政府による「延長給付」の受給者の増加に歯止めがかからない状況(図表2-2)。

(2) 金融不安も完全払拭には至らず。証券化商品に関連した損失計上・引当処理は峠を越した模様ながら、景気悪化を受け貸出債権の不良化が進展。金融機関は多額の貸倒引当金の計上を余儀なくされているものの、不良債権・延滞債権の増加ペースに追いついておらず、事実上の資本不足状態が慢性化。問題金融機関数も既に400行を突破するなど、状況は一段と深刻化(図表2-3)。金融システム不安の残存は、資金制約を通じて引き続き景気抑制に作用。

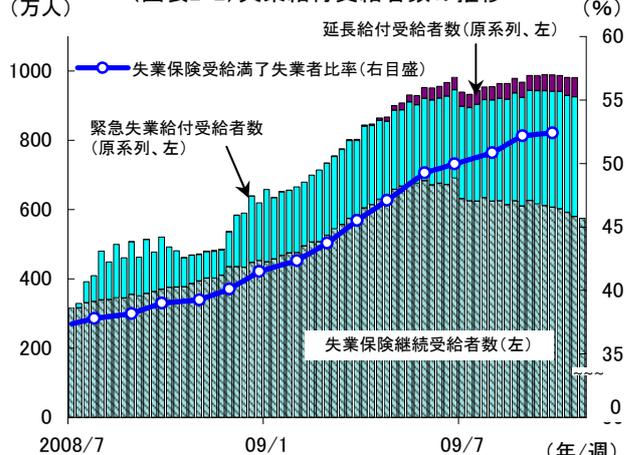
(3) 一方で、在庫調整一巡に伴う生産増加・景況感改善局面も既に最終局面。80年以降における、景気回復初期の米ISM製造業景況指数をみると、二番底から持ち直した82年末以降の景気回復局面こそ13ヵ月上昇が続いたものの、それ以外はいずれも、6~8ヵ月で上昇局面が終了(図表2-4)。その後、90年代初頭の景気回復局面では1年半、2000年代初頭の景気回復局面では1年程度の「踊り場」局面が到来、80年代初頭の景気回復局面では、1年後に「二番底」に陥っている。こうした過去のパターンを踏まえると、米ISM指数の上昇局面は早晩一巡し、「踊り場」ないし「二番底」局面に移行する可能性。

(図表2-1) 非農業雇用者数増減と雇用者報酬



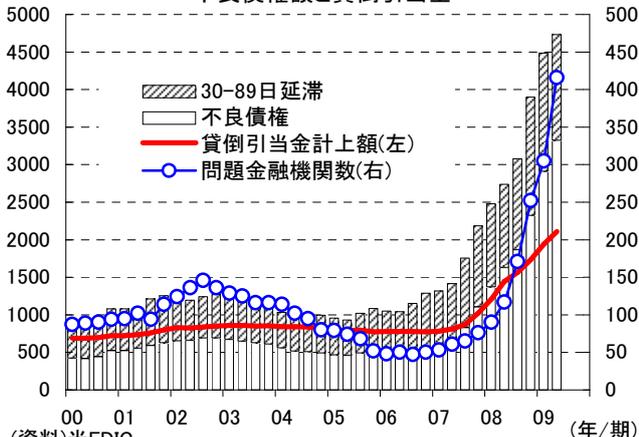
(資料)米労働省、商務省

(図表2-2) 失業給付受給者数の推移



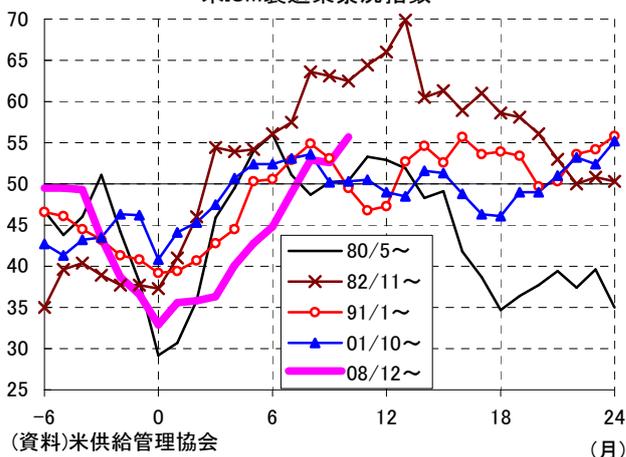
(資料)米労働省  
 (注1)米国では通常の失業保険給付が満了(最長26週)を迎えても失業中である場合、緊急失業給付(20~33週)→延長給付(13~20週)が受給可能。  
 (注2)緊急失業給付、延長給付は季節調整値が未発表のため、原系列を表示。

(図表2-3) 全米金融機関の不良債権額と貸倒引当金



(資料)米FDIC  
 (注)問題金融機関は、経営に問題があるとして連邦預金保険公社(FDIC)

(図表2-4) 景気回復初期の米ISM製造業景況指数



(資料)米供給管理協会

## 米国住宅市場も、最悪期は脱したものの、本格回復は展望できず

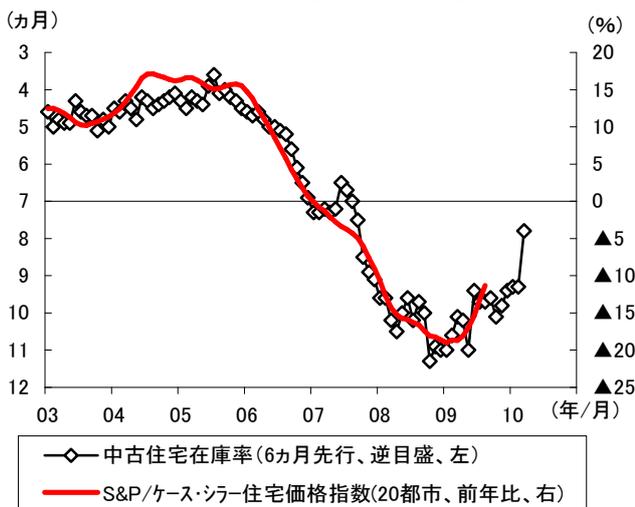
(1) 米国では、住宅市場の調整も途半ば。政府による住宅新規購入支援策もあり、春以降住宅販売は底堅く推移。この結果、中古住宅在庫率(在庫/販売、月数)は秋口にかけて8ヵ月前後まで低下。S&Pケース・シラー住宅価格指数が5月から4ヵ月連続で上昇するなど、住宅価格調整も一服(図表3-1)。

(2) もっとも、家計の住宅資産/可処分所得比率をみると、ピーク対比過剰度合いは是正されてきたものの、依然として10~20%近く過剰な状態(図表3-2)。需給面をみても、引き続き供給圧力が根強い状況。持ち家空室率(\*)は依然高水準にあり、成約待ちの物件が大量に残存していることを示唆。加えて、失業率の上昇に伴い、住宅ローンの延滞・差し押さえはプライム層を中心に未曾有の水準に増加しており、先行きも一段と増加する見通し(図表3-3)。

(3) 需要面でも、現状水準を大幅に上回る住宅販売の定着は期待薄。名目可処分所得、失業率、10年債利回りを基に、住宅販売(中古戸建+新築、以下同)の理論値を試算すると、実績値は2002年から2007年初までに累計470万戸上振れ(図表3-4)。その後理論値を下回る販売実績が続いているものの、依然として200万戸程度の調整圧力(需要の先食い分)が残存。加えて、失業率の上昇は、先行きの住宅需要を抑制。結果として、住宅市場の需給改善、および住宅価格の上昇は当面期待薄。

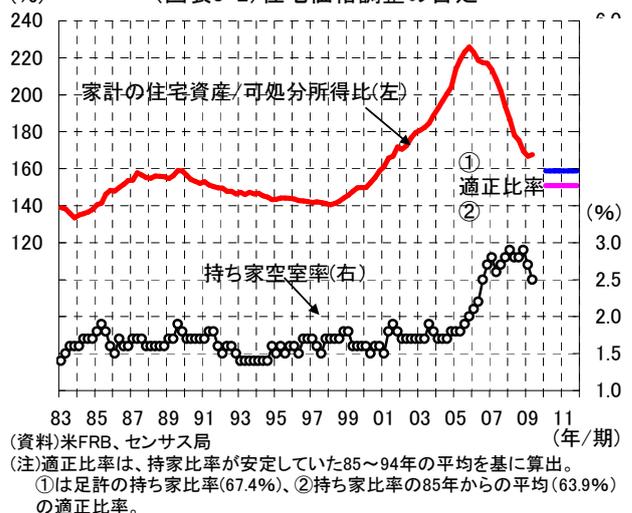
(\*)持ち家空室率=売却のために空き家となっている家/(持ち主が住んでいる家+売却後未入居の家+売却のために空き家となっている家)

(図表3-1)米国住宅在庫率と住宅価格

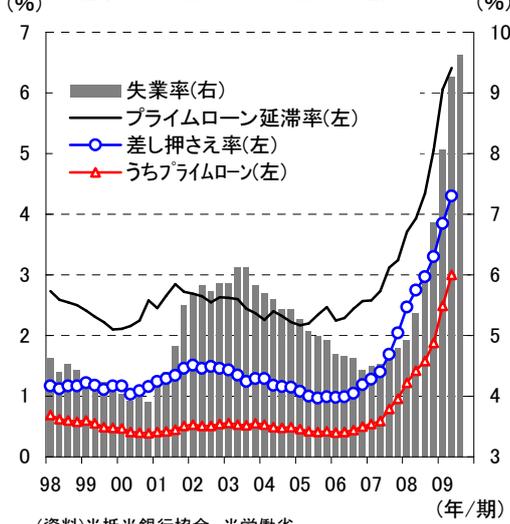


(資料)全米不動産協会、S&P

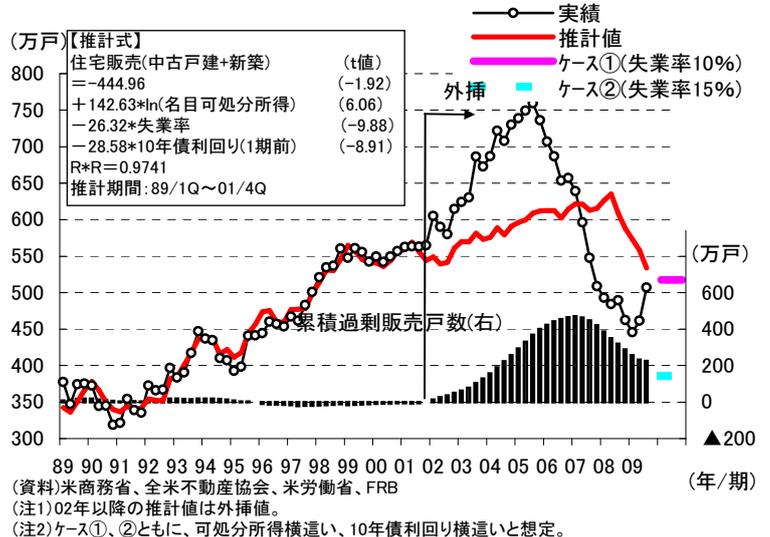
(図表3-2)住宅価格調整の目処



(図表3-3)住宅ローン延滞率と失業率



(図表3-4)住宅販売(中古戸建+新築)の推計



## 欧州：雇用悪化に歯止めがかからず、住宅市場も調整長期化の様相

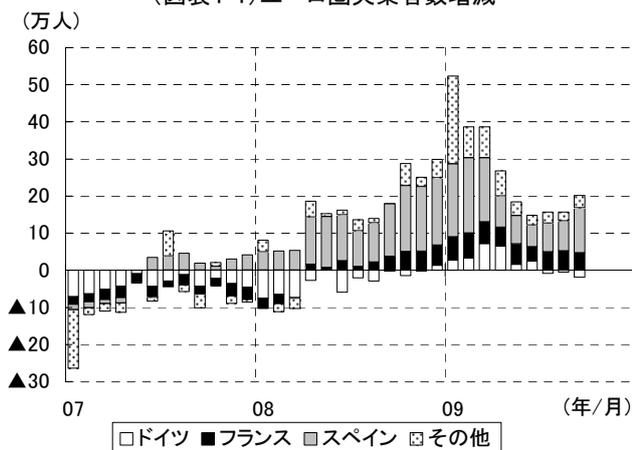
(1) ユーロ圏でも、生産関連は持ち直し傾向にあるものの、雇用の悪化に歯止めがかからず。住宅バブルが崩壊したスペインを筆頭に、フランスなどでも引き続き失業者数が増加（図表4-1）。一方、ドイツでは、操業短縮制度の積極的な推進により、失業者数の増加に歯止めがかかっているものの、その代償として単位労働コストが急上昇しており、先行き企業による雇用調整圧力が強まる恐れ。

(2) 一方、住宅価格調整は米国と比してほとんど進捗していない状況。ユーロ圏では、スペインやアイルランドを筆頭に軒並み住宅価格が下落に転じているものの、IMFによると、大半の国において対所得比率および対家賃比率でみて依然割高状況（図表4-2）。価格下落が長期化するのとは不可避な情勢。

(3) 英国では、10月のネーションワイド住宅価格が前年比で上昇に転じるなど、調整一巡を示唆する動き。もっとも、住宅価格/可処分所得は2003年水準に復帰したに過ぎず、価格調整は途半ば。家計債務の可処分所得比率も、ピーク対比低下しているとはいえ、166%と未曾有の水準で高止まりしている状況（図表4-3）。さらに、雇用の悪化に歯止めがかからず、それに伴い賃金の伸び鈍化も続いており、所得雇用情勢は引き続き悪化（図表4-4）。

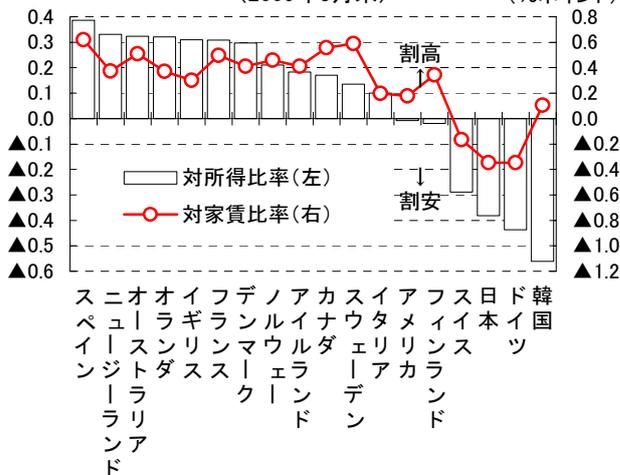
(4) 以上のように、現時点では景気の持ち直しは一部にとどまり、实体经济は厳しさが残存。以下では、米欧共通の景気のカギとみられる3つのポイント、すなわち、①未曾有の水準にあるGDPギャップ、②景気対策の効果とその反動、③金融システム不安、について検討したうえで、景気の先行きを展望。

(図表4-1) ユーロ圏失業者数増減



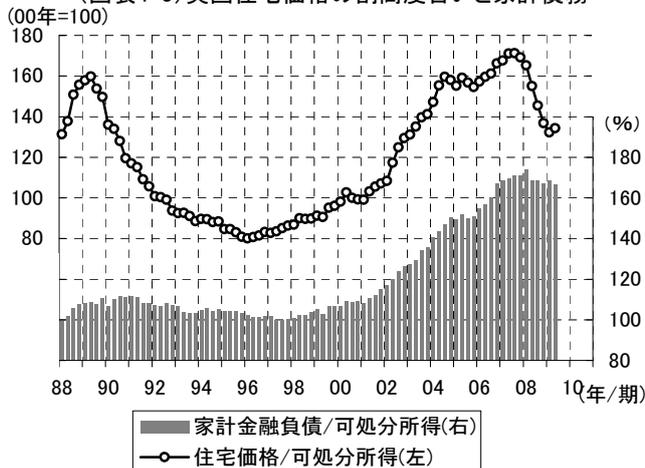
(資料)Eurostat

(図表4-2) 主要国の住宅価格割高度合い (2009年3月末)



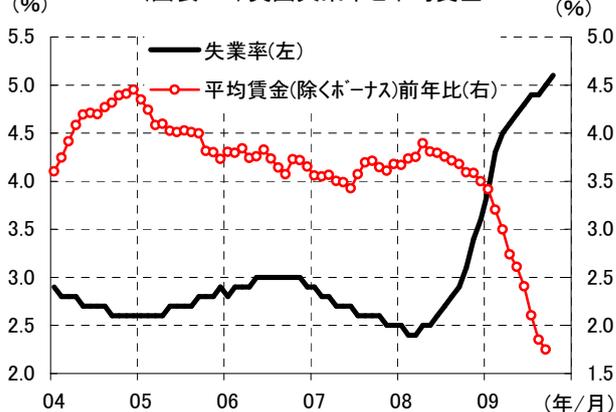
(資料)IMF

(図表4-3) 英国住宅価格の割高度合いと家計債務



(注)住宅価格はNationwideを使用。  
(資料)英政府統計局、Nationwide

(図表4-4) 英国失業率と平均賃金



(注)平均賃金前年比は3ヵ月移動平均。  
(資料)英政府統計局

# GDPギャップの需要不足拡大。雇用・設備の自律的回復は見込めず

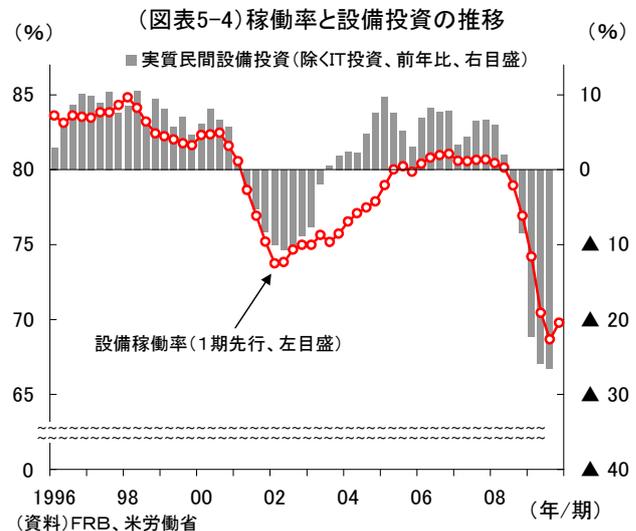
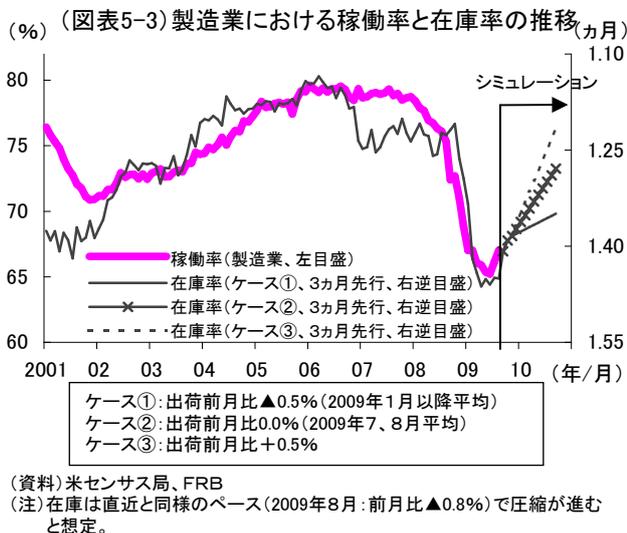
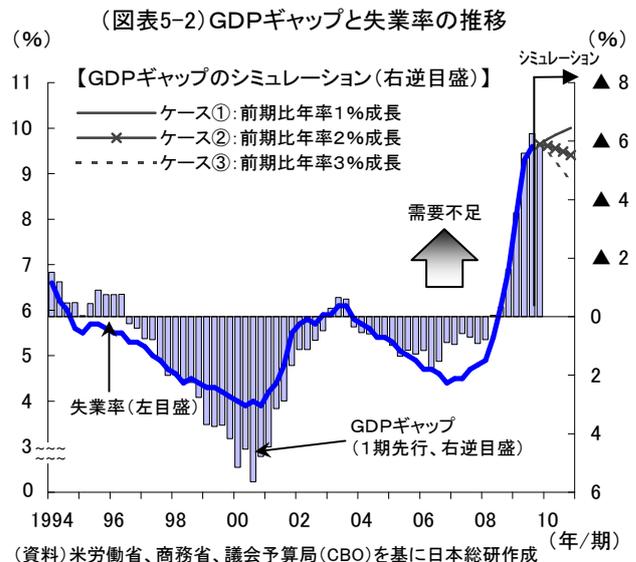
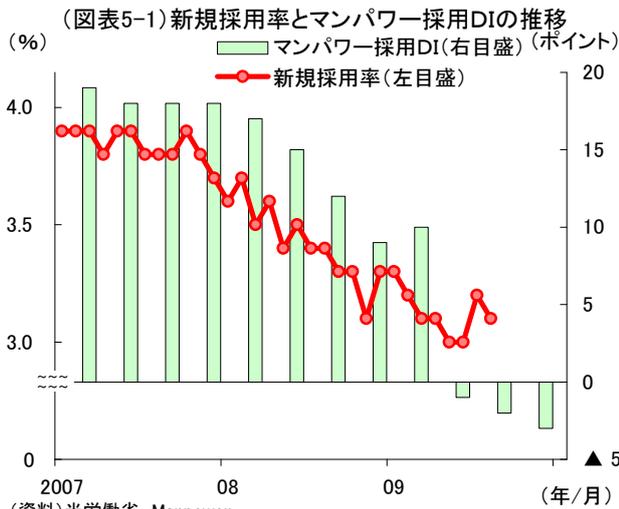
## (イ) GDPギャップ

(1) 米国では、株価やマインド面などで改善が明確化しているものの、雇用情勢は依然厳しさが持続。マンパワー社が公表する採用判断DI（「採用増」-「採用減」）は09年10~12月期が▲3と、統計開始以来最悪を記録。企業の採用意欲が一段と低下していることを示唆（図表5-1）。

(2) 米議会予算局が公表する潜在GDPを基に算出したGDPギャップは、足許で▲6%前後と大幅な需要不足。潜在成長率は、今後2%弱に低下していく見通しながら、これを大きく超える成長が持続しなければ、失業率の顕著な低下が見込めず（図表5-2）。失業率の高止まりが続けば、賃金の伸び鈍化傾向にも歯止めがかからない見通し。

(3) 一方、生産面では製造業の稼働率が足許で底打ちの兆し。もっとも、水準は依然低く、先行性を有する在庫率は、今後出荷が足許ペースで推移しても、2010年中に景気後退期以前の水準に稼働率が回復するのは困難であることを示唆（図表5-3）。

(4) ちなみに、設備投資（除くIT投資）が前年比増減の分岐点となる稼働率水準は、80%前後。稼働率の回復の遅れにより、設備投資の大幅前年割れ持続は避けられない情勢（図表5-4）。



## 反動減が予想される自動車販売。景気対策は徐々に効果剥落へ

### (ロ) 政策効果の減衰

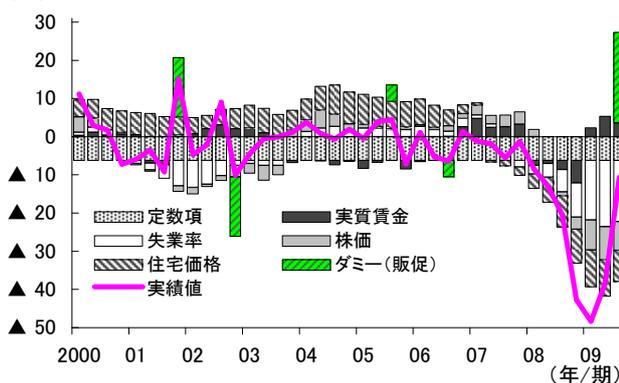
(1) 米国では、7月末から環境対応車への買い替えに連邦政府が最大4,500ドルを補助する支援策を実施。利用申込者が殺到して補助枠を拡大したこともあり、8月の自動車販売台数は大幅に増加。鉱工業生産も押し上げられ、09年7～9月期の実質GDPを年率+0.3～0.4%ポイント押し上げ。

(2) もっとも、自動車販売台数を要因分解すると、失業率の上昇や、株価や住宅価格の下落に伴う「逆資産効果」による下押し圧力が強いなかで、政策が需要の大幅な先食いを喚起した格好(図表6-1)。①雇用・所得環境の悪化が持続していること、②家計のバランスシート調整が途半ばであること等、消費を取り巻く環境が極めて厳しい状況下、買い替え支援策は8月下旬に所定の予算払底に伴い終了しており、今後の反動減は不可避(図表6-2)。ちなみに、弊社の景気見通しを基に今後の自動車販売台数を予測すると、年率換算で900万台前後の低水準で推移する見通し。自動車各社の強気な増産計画の行方は不透明な状況(図表6-3)。(\*)

(3) 自動車のみならず、今春から始まった政府による総額7,870億ドルの景気対策は、今後政策効果が徐々に剥落していく見込み。すなわち、個人減税のほか、インフラ・環境投資などは、2010年初にピークを迎える見込み(図表6-4)。景気押し上げ効果は、前期比でみれば同時期にかけて減衰し、その後は追加対策がなければ、成長率の下振れを招く公算。

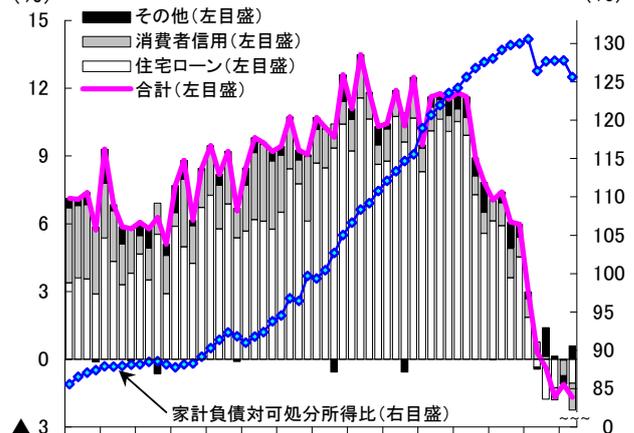
(\*) 予測について、政府の環境対応車買い替え支援策以降に実施されている各社販売促進策の効果は考慮せず。

(図表6-1) 自動車販売台数要因分解(前年比)



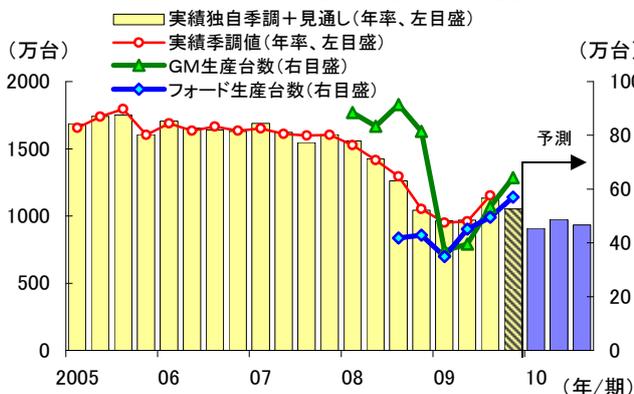
(資料) 米労働省、Standard&Poor's、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成  
 (注1) 自動車販売台数前年比 $=\alpha+\beta$ (実質賃金前年比 $\times$ -1期 $\times$ ) $+\gamma$ (失業率前年差) $+\delta$ (ダウ平均前年比 $\times$ -1期 $\times$ ) $+\varepsilon$ (住宅価格前年比 $\times$ -1期 $\times$ )に、販促実施期=1、その翌年=-1のダミー項をそれぞれ加え、推計式とした。  
 (注2) 自由度修正済 $R^2=0.709$ 。

(図表6-2) 家計部門負債の推移(前期比年率)



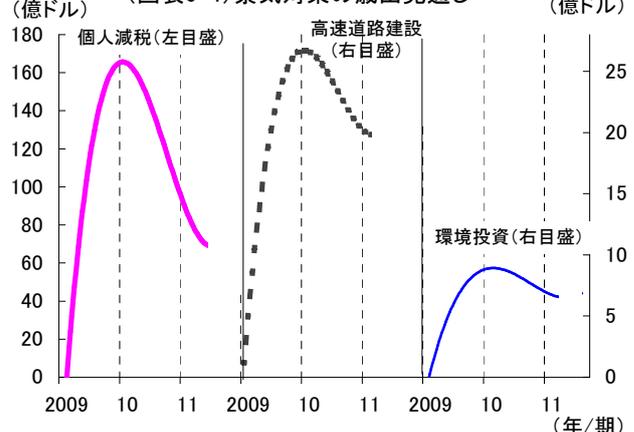
(資料) FRB、米商務省

(図表6-3) 米国自動車販売台数の推移



(資料) 各社資料、Bloomberg L.P.などを基に日本総研作成  
 (注1) 図6-1の推計式を基に予測。  
 (注2) 09年10～12月期は10月実績値を季節調整して表示。  
 (注3) 政府の環境対応車買い替え支援策以降の各社販売促進策による効果は考慮せず。

(図表6-4) 景気対策の歳出見通し



(資料) 米議会予算局、JOINT COMMITTEE ON TAXATIONを基に日本総研作成  
 (注) 各項目の年度見通しを四半期分割して近似曲線で表示。

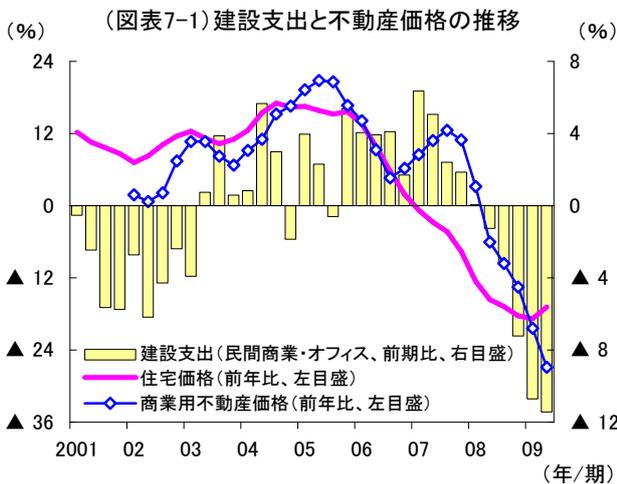
## 商業用不動産価格の大幅下落により金融不安再燃も

### (ハ) 商業用不動産という爆弾

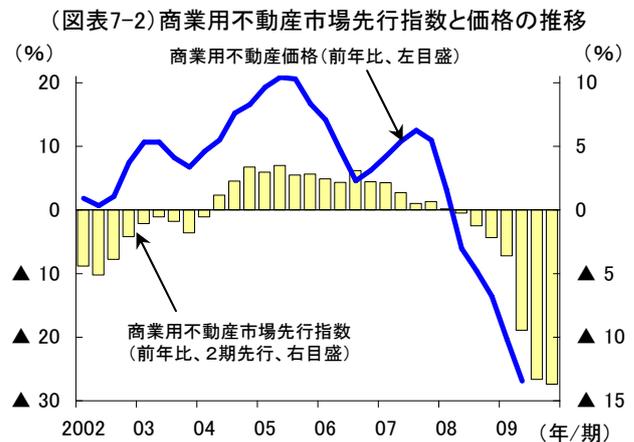
(1) 米国では、住宅価格の前年比下落ペースが鈍化し始める一方で、商業用不動産価格は下落が加速。民間商業施設およびオフィスの建設支出も前期比マイナス幅が拡大(図表7-1)。ちなみに、商業用不動産価格に対して2四半期程度の先行性を有している全米不動産業協会が発表する商業用不動産市場先行指数は、4～6月期に一段と低下しており、商業用不動産価格は年末年始にかけて前年比下落ペースが引き続き加速していく公算大(図表7-2)。

(2) 2005年以降活況を呈してきた商業用不動産向け貸出は、2010年以降順次満期が到来。建設がピークとなった2007年に実行された貸出は、その大半が2012年以降に満期が到来し、その借り換え額は1兆8,000億ドルに達する見込み(図表7-3)。これに対し、商業用不動産ローンの借り換えが円滑に進むかどうかは不透明。すなわち、FRBの貸出態度サーベイによると、大半の金融機関が商業用不動産ローンの融資姿勢を緩和するのは「2011年以降」と回答(図表7-4)。

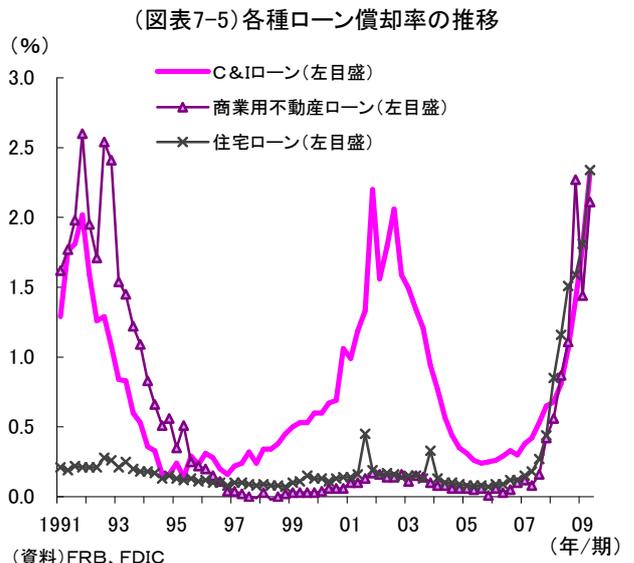
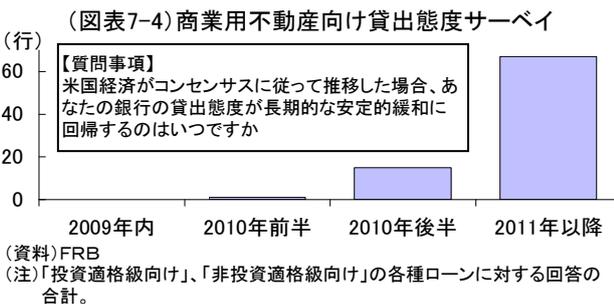
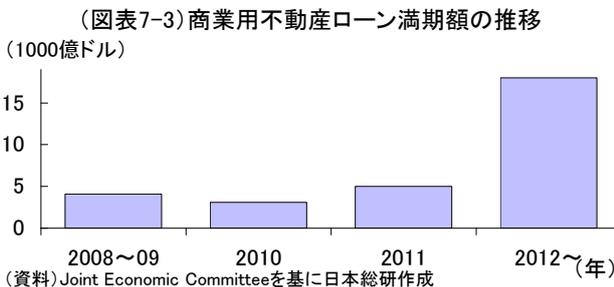
(3) 商業用不動産の焦げ付き増加は、厳しさを増している金融機関経営に深刻な悪影響を及ぼす恐れ。景気悪化に伴うローン延滞増加を受け、金融機関が抱える各種不良債権の償却率は急上昇(図表7-5)。今後商業用不動産向け貸付のウェイトの高い地方金融機関を中心に、金融不安が再燃する可能性も。



(資料)米センサス局、Standard&Poor's、MIT Center for Real Estate  
(注)住宅は主要20都市の価格指数。



(資料)MIT Center for Real Estate、全米不動産業協会  
(注)商業用不動産市場先行指数:不動産市場に影響を与えられられる13の指標(鉱工業生産、REIT、雇用者数など)を基にNARが独自に算出した指数。

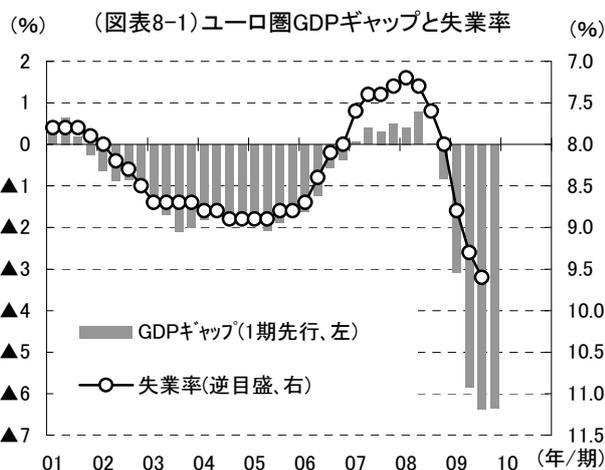


## 失業率の一段の上昇は不可避。設備投資も当面持ち直しは困難

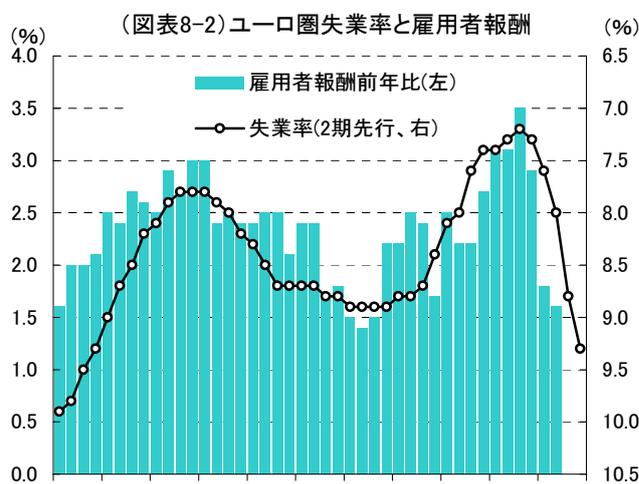
### (イ) GDPギャップ

(1) 99年以降の統計から推定されるユーロ圏の潜在成長率は足許1%台半ば。昨年夏以降の大幅なマイナス成長により、GDPギャップは▲6%台にまで拡大している公算。足許各国政府の雇用維持策により、失業率の悪化は現状スペイン以外は限定的にとどまっているものの、GDPギャップと失業率の関係を踏まえると、ユーロ圏失業率は先行き11%前後まで拡大する見通し(図表8-1)。失業率が一段と上昇すれば、所得のさらなる伸び鈍化も避けられず、個人消費は一段と冷え込む公算大(図表8-2)。

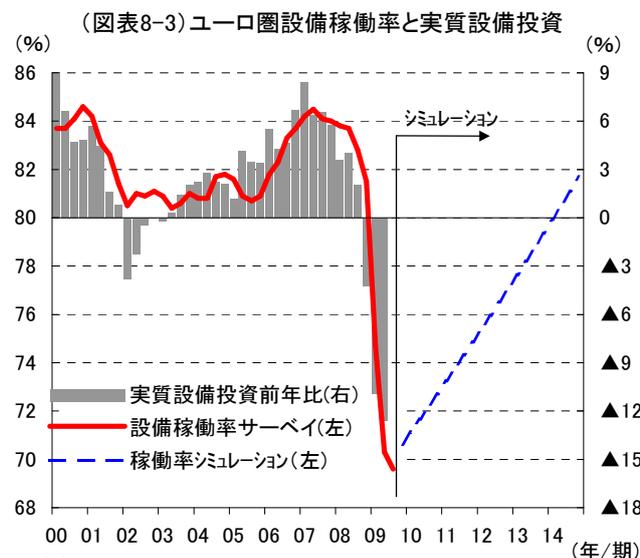
(2) 一方、生産の大幅減少により、設備稼働率は過去最低となる70%割れまで低下。今後、前回の景気回復局面と同ペースでの生産拡大を想定しても、設備投資を誘発する稼働率80%まで持ち直すのは、2014年以降となる見込み。資本ストック調整が続くなか、当面設備投資の増加は展望できず(図表8-3)。収益面をみても、非金融法人において、付加価値創出額に占める営業余剰比率が足許大きく低下。当面早急な収益改善が期待できないなか、企業の投資活動が活発化する公算は小(図表8-4)。



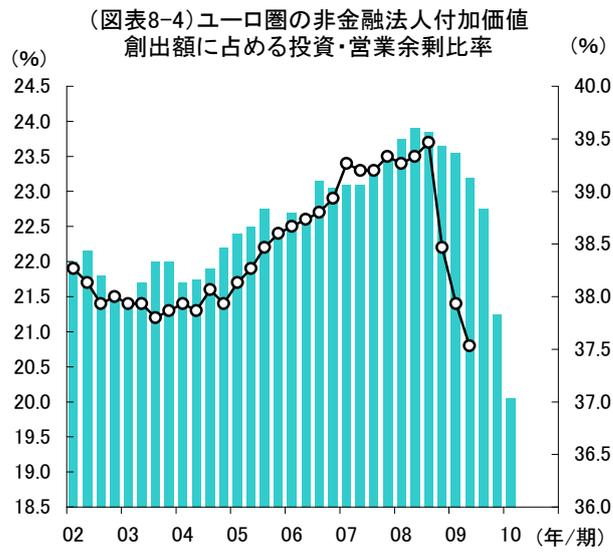
(資料)Eurostat  
(注)GDPギャップは、2000年がゼロとして日本総研試算。



(資料)Eurostat (年/期)



(資料)Eurostat  
(注)シミュレーションは、生産が03年7~9月期から08年1~3月期までの平均伸び率(+2.9%)で増加すると想定。



(資料)Eurostat

## 今後予想される景気対策効果の反動減

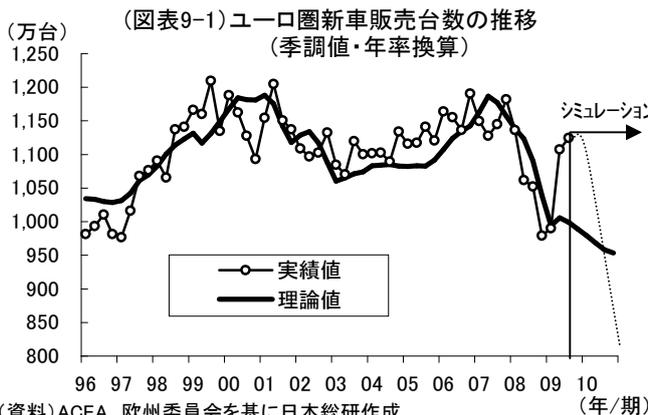
### (ロ) 自動車販売促進策の反動

(1) 新車販売支援や減税などの域内各国の景気対策効果により、ユーロ圏経済は一時的に持ち直し。なかでも、新車販売台数が7～9月期にかけて3四半期連続で増加するなど、新車販売支援策は奏効。失業率と消費者信頼感指数等を基に理論値を試算したところ、7～9月期の実績値は同対策により125万台程度(年率換算)押し上げられた可能性(図表9-1)。

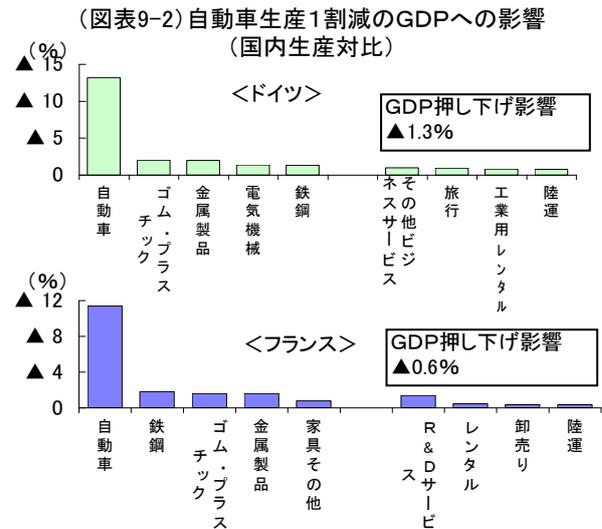
(2) もっとも、雇用情勢が悪化するもとの新車販売好調は、単なる需要の先食いに終わる可能性大。販売台数を大きく伸ばしたドイツが、9月に支援策を終了したほか、支援策を導入したほとんどの国が、2010年前半までの終了・規模縮小を予定していることから、2010年には反動減が顕在化する見込み。仮に、ドイツとフランスで自動車生産が1割減少した場合、GDPへのマイナス影響は大きく、独仏それぞれ▲1.3%、▲0.6%押し下げる要因に(図表9-2)。

(3) 一方、税収減や景気対策に伴う財政出動により、域内各国の財政収支は大幅に悪化。欧州では財政赤字をGDPの3%以内に抑える協定を定めているものの、ドイツ、フランスを含む7割の加盟国が2010年まで同基準に抵触する見通し。欧州委員会から財政協定違反として、是正を求められている状況(図表9-3)。

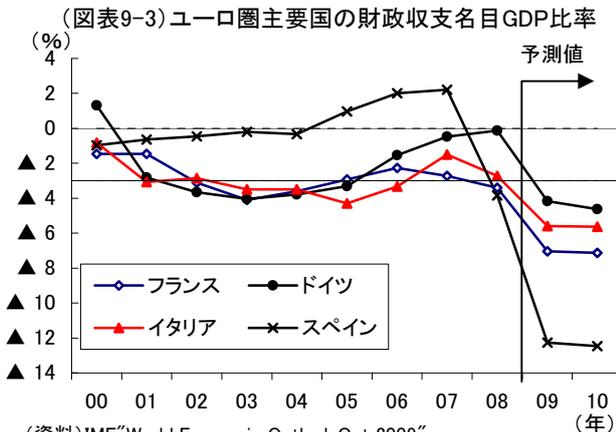
(4) こうした状況下、ドイツは、10月に発足した新連立政権で追加景気対策として240億ユーロの減税を実施することで合意。一方、フランス・スペイン等では、2010年の景気対策規模は2009年と比べて少額にとどまっており、このままでは成長率の大幅下振れは避けられず(図表9-4)。これらの国々でも、財政赤字の野放図な拡大に配慮しつつも、追加の景気対策発動を余儀なくされる公算大。



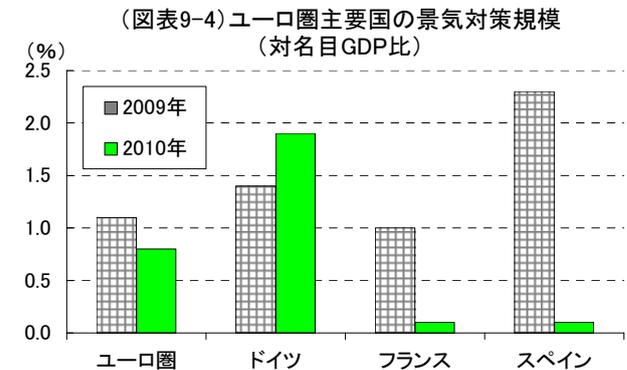
(資料) ACEA、欧州委員会を基に日本総研作成  
(注1) 新車販売台数 =  $\alpha + \beta$ (失業率) +  $\gamma$ (消費マインド)として推計式( $R^2=0.597$ )を作成し、理論値を算出。推計期間は96Q1～08Q4。09年以降は降販促進効果が顕在化したと想定。  
(注2) 09Q3以降のシミュレーションは当社予測に基づく。前提は以下の通り。  
① 失業率は10年末にかけて11.7%まで上昇  
② 消費マインド(=消費者信頼感指数)は不変



(資料) Eurostatの産業連関表を基に日本総研作成  
(注) 減産の影響が大きい業種を中心に一部抜粋



(資料) IMF "World Economic Outlook, Oct 2009"  
(注) 09年、10年はIMFによる予測値。



(資料) 欧州委員会 "Public Finances in EMU 2009"  
(注1) 09年11月に欧州委員会が提案した『欧州経済回復プラン』を受け、各国政府が発表した景気対策規模の値に基づく。  
(注2) 2010年の値は、2009年からのネット増加分。

## ユーロ圏では、信用収縮が再燃するリスクが残存

### (ハ) 金融不安の残存

(1) ユーロ圏金融機関の非金融法人向け貸出残高は、域内企業の設備投資意欲の減退に加え、金融機関のリスク回避の動きもあり、9月末にかけて減勢が拡大(図表10-1)。昨秋来、ECBが実施してきた政策金利の引き下げや市場への大規模な資金供給により、ユーロ圏金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるものの、円滑な企業金融の回復には至らず。

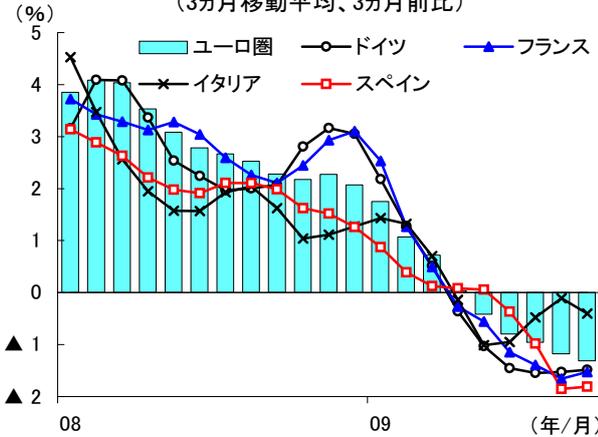
(2) 先行きも、不良債権問題が金融機関の経営を圧迫し続ける公算大。法人部門では、住宅バブル崩壊の後遺症が深刻なスペインを筆頭にドイツ、フランスでも企業倒産件数が増加(図表10-2)。家計部門でも、雇用・所得環境の悪化を背景とする住宅ローンや消費者ローンの返済行き詰まりなどから、個人破産件数が増加する見込み。

IMFの最新の推計によれば、ユーロ圏・イギリスの金融機関では、2010年末までに見込まれる潜在損失額8,140億ドルのうち、6割近くが依然未処理の状況(図表10-3)。とりわけユーロ圏金融機関は、厳しい経済情勢が続く欧州新興国向けの債権額が多く、不良債権問題が深刻化する懸念。国別にみると、オーストリアがGDP対比で過大な貸付を行っているほか、スウェーデンは特に経済危機が極めて深刻なバルト三国への与信額が突出(図表10-4)。

(3) ちなみに、9月に開かれたG20ピッツバーグサミットでは2012年末迄を目標として、金融機関の自己資本規制を強化することで各国が合意。足許では欧州委員会による独自の自己資本規制見直し案も検討されており、先行きは不透明であるものの、普通株比率4%がメルクマールとなれば、ユーロ圏金融機関は3,100億ドルの資本増強を迫られる見通し。

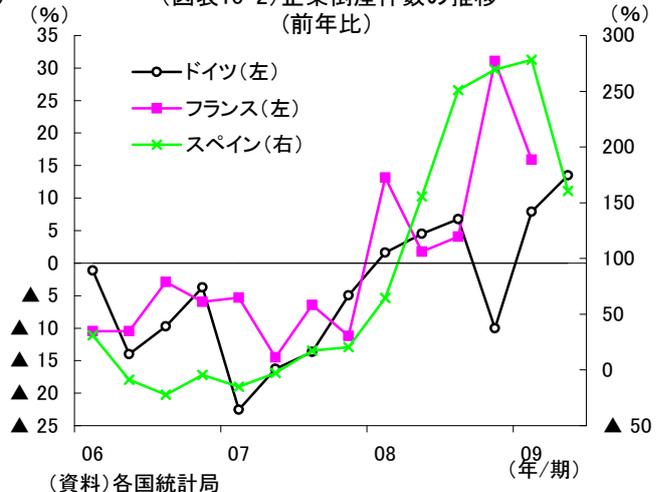
(4) 以上を踏まえると、ユーロ圏では信用収縮と企業倒産の負のスパイラルに陥るリスクが残存。先行きも金融機関の経営問題がくすぶり続け、景気回復の足枷となる公算。

(図表10-1) ユーロ圏金融機関の非金融法人向け貸出の推移  
(3カ月移動平均、3カ月前比)



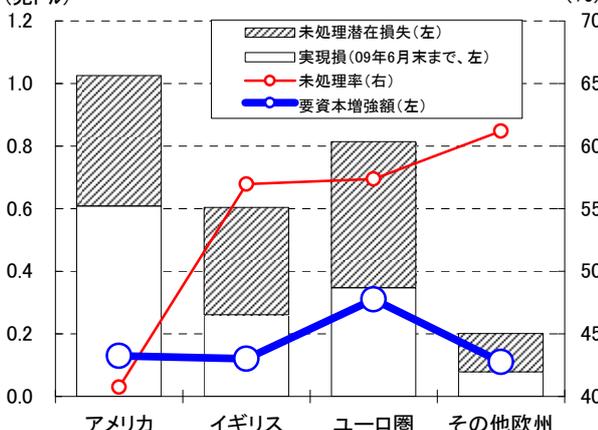
(資料) 各国統計局

(図表10-2) 企業倒産件数の推移  
(前年比)



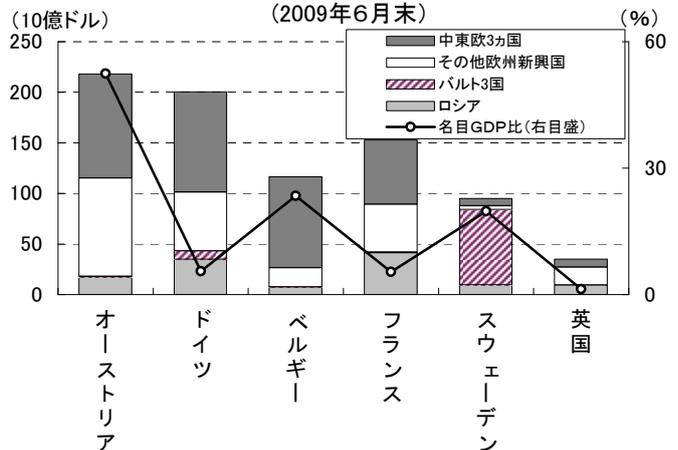
(資料) 各国統計局

(図表10-3) 米欧金融機関の潜在損失額



(注1) 要資本増強額は、普通株比率4%達成に必要な資本額。  
(注2) 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。

(図表10-4) 西欧金融機関の欧州新興国向け与信  
(2009年6月末)



(資料) BIS, World Bank Group

(注1) 中東欧3カ国はポーランド、チェコ、ハンガリー。

(注2) 名目GDPは08年実績。

## 米国：停滞感強く、2010年前半は政策息切れによりマイナス成長へ

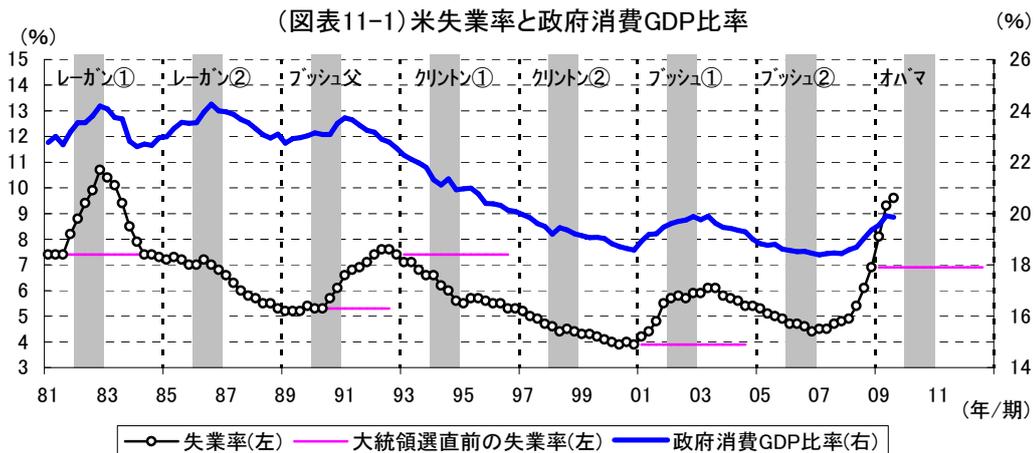
(1) 2010年の米国経済は、大幅なGDPギャップを抱えるもとで、雇用や投資の本格回復は見込み難く、極めて停滞感の強い状況が続く見通し。

(2) 2009年7～9月期に5四半期ぶりにプラス成長転換をもたらした公共事業をはじめとした政策効果が今後徐々に剥落していく一方で、①家計の所得・雇用環境の悪化持続、②家計のバランスシート調整による逆資産効果持続、など、個人消費を取り巻く環境に大きな変化はなく、消費の力強い回復は困難。加えて、稼働率が歴史的低水準にとどまっている状況下、設備投資も回復が見込めず。

(3) 一方、11月に中間選挙を控え、政府による景気テコ入れが増加する公算。実際、政府消費/GDP比率は、中間選挙実施年に上昇する傾向(図表11-1)。失業率の観点からみても、今後追加経済対策策定を余儀なくされる公算大。過去、一部例外を除き、就任前対比失業率を上昇させた大統領は再選されず。失業率1%の低下には3%超の成長持続が不可欠で、民間需要の停滞が続く限り、2012年の大統領選挙に向け大規模な追加景気対策への誘引が働く見込み。

(4) 以上を踏まえ、2010年は、最終需要の回復が見込み難い状況下、政策効果の息切れが顕在化する前半に再びマイナス成長に陥る見込み。年央以降は、今後策定される景気対策が下支えとなり、景気の底割れは回避される見通し。結果として、通年の実質GDP成長率は+0.6%にとどまる見通し(図表11-2)。

(5) 物価面では、労働需給ギャップの拡大が続くもとで、賃金・物価の下押し圧力が今後さらに増大するとみられ、コアベースでは前年比1%台前半まで低下する見通し。



(資料)米労働省、商務省  
(注)ダーク部は中間選挙年。

(図表11-2) 米国経済成長率・物価見通し

	2008年 (実績)	2009年					2010年				
		1～3	4～6	7～9	10～12	(予測)	1～3	4～6	7～9	10～12	(予測)
実質GDP	0.4	▲ 6.4	▲ 0.7	3.5	1.0	▲ 2.6	▲ 0.1	▲ 0.4	0.3	0.5	0.6
個人消費	▲ 0.2	0.6	▲ 0.9	3.4	0.3	▲ 0.6	0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.4
住宅投資	▲ 22.9	▲ 38.2	▲ 23.3	23.4	5.4	▲ 20.0	▲ 2.9	▲ 1.3	▲ 0.7	▲ 0.4	0.8
設備投資	1.6	▲ 39.2	▲ 9.6	▲ 2.5	▲ 2.1	▲ 17.8	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 0.3	▲ 2.3
在庫投資	▲ 0.4	▲ 2.4	▲ 1.4	0.9	0.0	▲ 0.8	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
政府支出	3.1	▲ 2.6	6.7	2.3	3.8	2.1	0.7	▲ 1.8	1.1	1.8	1.5
純輸出	1.2	2.6	1.7	▲ 0.5	0.1	1.1	0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1
輸出	5.4	▲ 29.9	▲ 4.1	14.7	▲ 1.5	▲ 11.2	▲ 1.2	▲ 0.2	0.8	1.4	1.0
輸入	▲ 3.2	▲ 36.4	▲ 14.7	16.4	▲ 1.7	▲ 15.3	▲ 1.1	▲ 0.5	0.9	1.4	0.4
実質最終需要	0.7	▲ 4.2	0.6	2.6	0.9	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.5	0.1	0.3	0.4
消費者物価	3.8	▲ 0.0	▲ 1.2	▲ 1.6	1.9	▲ 0.2	2.7	1.9	1.4	1.2	1.8
除く食料・エネルギー	2.3	1.7	1.8	1.5	1.6	1.7	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1

(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。

(注2)見通しは、GDP比1.0%規模の景気対策が2010年1～3月期に策定されると想定。

## ユーロ圏・英国ともに2010年入り以降は再びマイナス成長へ

(1) ユーロ圏景気は、政府の景気対策効果が顕在化するなか、年内は持ち直し傾向が続く見込み。もっとも、①世界景気低迷に伴う輸出の伸び悩み、②雇用情勢の悪化を背景とする個人消費の低迷、③内外需の落ち込みによる設備投資の減少などが、景気の下押し圧力として作用し続けるため、持続的な回復には至らず。政策効果が一巡する2010年前半にかけて再びマイナス成長となる見通し。こうした事態に対し、今後追加の経済対策策定が見込まれ、これにより年後半の景気は下支えされる展開を予想（図表12-1）。

(2) ユーロ圏のインフレ率は、エネルギー価格の上昇影響が顕在化し、年初には2%台にまで上振れするものの、製品・労働需給の大幅な緩和を背景にコアインフレ率の伸び鈍化が続くとみられ、2010年末にかけて総合ベースでもゼロ%台まで伸びが鈍化していく見通し。

(3) 英国景気は、政府の景気対策により年末にかけて一旦下げ止まる見込み。もっとも、①家計のバランスシート調整・雇用悪化を背景とした個人消費の低迷、②主力産業である金融業の低迷、③内外需の落ち込みによる設備投資の減少が、景気の下押し圧力として作用。その結果、年明け以降の景気は再び弱含む見通し（図表12-2）。

(4) 英国のインフレ率は、エネルギー価格下落の影響が他国比やや遅れて顕在化するほか、ユーロ圏と比較して柔軟な労働市場や企業の価格設定行動を映じて、景気悪化に伴うコアインフレ率の低下が続くとみられ、年内は緩やかに低下。年明け以降は1%台後半で推移する見通し。

(図表12-1) ユーロ圏経済成長率・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)

	2009年				2010年				2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	▲ 9.6	▲ 0.7	1.5	0.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.7	▲ 4.0	0.2
個人消費	▲ 2.1	0.3	0.4	0.1	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	0.3	▲ 0.1	▲ 0.4
政府消費	2.6	3.0	1.7	2.0	1.8	2.2	1.5	1.5	2.1	1.5	1.9
総固定資本形成	▲ 19.8	▲ 6.0	▲ 5.5	▲ 5.8	▲ 4.7	▲ 3.7	▲ 2.7	▲ 1.6	▲ 0.6	▲ 9.8	▲ 4.4
在庫投資	▲ 2.2	▲ 3.5	0.5	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.2	▲ 0.4	0.4
純輸出	▲ 2.4	2.3	0.4	0.4	▲ 0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	▲ 1.8	▲ 0.1
輸出	▲ 16.8	▲ 17.7	0.0	▲ 2.9	▲ 4.4	▲ 2.8	▲ 1.7	1.1	1.0	▲ 10.9	▲ 1.9
輸入	▲ 12.8	▲ 14.4	▲ 0.6	▲ 3.8	▲ 3.8	▲ 2.8	▲ 1.7	0.6	1.0	▲ 9.2	▲ 1.9
消費者物価指数 (前年同期比)	1.0	0.2	▲ 0.4	▲ 0.1	2.0	1.2	0.7	0.3	3.3	0.1	1.0

▶ 予測

(注1) 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

(注2) 見通しは、GDP比1%の追加景気対策を2010年1～3月期に打ち出すことを想定。

(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)

	2009年				2010年				2008年 (実績)	2009年 (予測)	2010年 (予測)	
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12				
ドイツ	実質GDP	▲ 13.4	1.8	2.9	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.3	1.0	▲ 5.0	0.3
	消費者物価指数	0.8	0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	0.7	0.7	0.1	0.2	2.7	0.1	0.4
フランス	実質GDP	▲ 5.4	1.1	1.1	0.2	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.3	▲ 2.4	0.1
	消費者物価指数	0.6	▲ 0.2	▲ 0.4	0.1	1.7	1.2	0.6	0.2	3.2	0.0	0.9
イギリス	実質GDP	▲ 9.6	▲ 2.3	▲ 1.6	0.0	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.6	▲ 4.6	▲ 0.3
	消費者物価指数	3.0	2.1	1.5	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8	3.6	2.0	1.7

▶ 予測

## ドル安・原油高が加速すれば、先進国経済の内需に深刻なダメージ

(1) 米国では昨年末から今年春にかけて大規模な公的支援・経済対策を実施した結果、財政赤字の名目GDP比率は▲10%超にまで拡大。加えて、景気下支えのため、景気対策を打ち続ける必要に迫られており、財政赤字の大幅な縮小は当面展望できない状況。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、深刻なドル安を招きかねない材料（図表13-1）。WTI先物原油価格が、ドル実効為替レートと強い逆相関の関係を有していることを踏まえると、今後ドル安が加速していけば、WTI原油先物も大幅に上昇するリスク（図表13-2）。

(2) 当社メイン・シナリオでは、以下の理由から、ドル暴落・資源価格高騰は想定していない。すなわち、①ドルの受け皿となるユーロでも、景気低迷・財政赤字・低金利という米国同様の状況に陥っていること、②世界経済の先行き不透明感が払拭されないなか、ドルから新興国・資源国への資金シフトも当面限られること、等。もっとも、ドルの信認低下を想起させる材料が山積しているだけに、上記シナリオの可能性は排除できず。

(3) 仮に、2008年夏のような原油高が再現されれば、所得創出力が著しく低下している現下の先進国にあっては、深刻な悪影響を及ぼすリスク。すなわち、ガソリンをはじめとしたエネルギー価格の上昇は、実質購買力の低下を通じて低迷が続く先進国消費を一段と下押しする見込み（図表13-3）。ちなみに、ユーロ圏ではユーロ高によって原油高の悪影響をある程度相殺可能ながら、米国では、原油価格が1バレル70ドルを超えてくると、交易利得から交易損失に転じる見込み（図表13-4）。所得流出により、内需の低迷が一段と加速していく恐れ。

