

## 第2節 世界経済危機が顕在化させる各国・地域の諸課題と対応

### 1. バランスシート調整に直面する米国経済

#### (1) 大きく後退する米国経済

米国は、世界 GDP の約 4 分の 1 を占める世界一の経済大国である<sup>1</sup>。人口は約 3 億 880 万人と世界の総人口の約 4.6% を占めており、他の先進国とは異なり、移民の流入によって、現在でも人口が増え続け、経済を下支えしている<sup>2</sup>。

世界経済のグローバル化が急速に進展する中、米国は強力な内需主導型の経済構造を築き上げてきた。米国 GDP の約 7 割を占める個人消費の拡大、経常収支赤字の拡大は、世界経済の成長の原動力であった。しかしながら、今回の住宅バブル崩壊に伴う金融危機の発生により、その構図が大きく変わろうとしている。

以下では、まず、今回の金融危機の震源地である米国経済の現状及び、州・地域別にみた住宅価格の変動とその影響を概観する。次に、今回の金融危機が米国の個人消費に及ぼした影響について、家計部門のバランスシートの分析を通じて検証する。最後に、このような経済情勢に対して、米国政府と連邦準備制度理事会(以下「FRB」という。)によって打ち出されている対策について紹介する。

#### ① 大幅なマイナスとなった実質 GDP 成長率

米国経済は、2001 年第 4 四半期から 2007 年第 4 四半期の実質 GDP 成長率が平均 2.7% という長期の景気拡張期を経験した。実質 GDP 成長率の需要項目別寄与度を見ると、景気拡張期の全期間を通じて個人消費が最も大きく成長に寄与していることがわかる(第 1-2-1-1 図)。このような米国の個人消費拡大の背景には、第 1 節で見たような長期にわたる米国住宅市場の拡大があった。個人消費の拡大を受けて輸入が増加し続けた結果、経常収支は、2002 年から 2006 年にかけて赤字幅が拡大し、2006 年には名目 GDP 比 6% を超える規模に達した(第 1-2-1-2 図)。

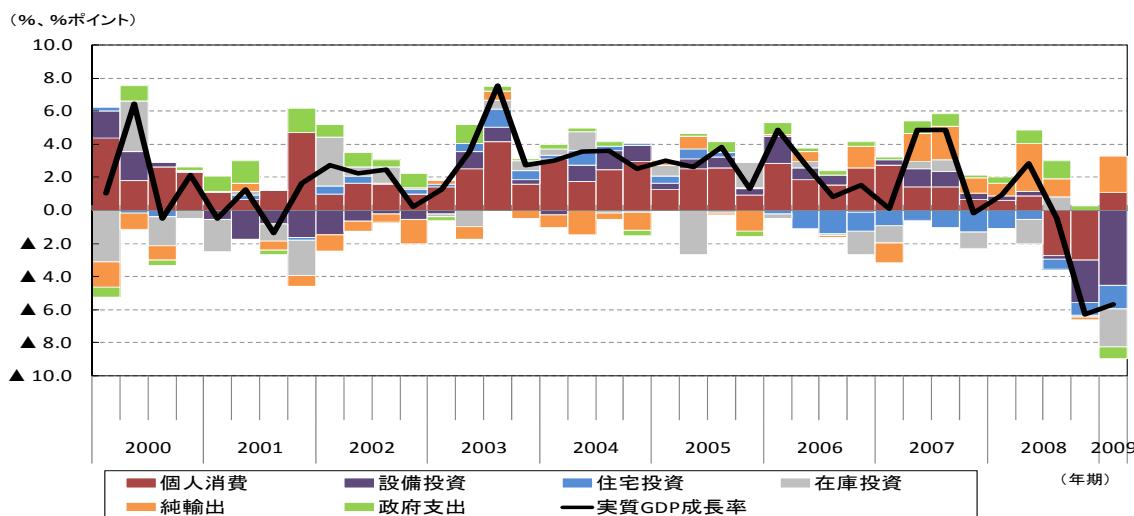
しかしながら 2006 年に入ると、住宅価格の下落が始まり、状況は一変する。まず、それまで堅調な伸びを続けていた住宅投資が減少に転じ、その後、サブプライム住宅ローン問題が顕在化する中で、2007 年第 4 四半期には、個人消費も減速を始めた。その結果、実質 GDP 成長率は大きく下落し、同年 12 月、米国経済は 2001 年 3 月以来の景気後退局面に突入した<sup>3</sup>。金融危機が発生した 2008 年第 3 四半期には、ついに個人消費が大幅なマイナスに転じ、実質 GDP 成長率はマイナスに転じた。同年第 4 四半期には、政府支出を除く全ての需要項目がマイナスとなり、実質 GDP 成長率が大幅なマイナスとなる形で、金融危機の実体経済への影響が顕在化した。2009 年第 1 四半期は、個人消費がプラスに転じたが、設備投資、住宅投資が前期をさらに上回り減少した結果、実質 GDP 成長率はマイナス 5.7%(改定値)と 3 四半期連続のマイナスとなった。

<sup>1</sup>米国 GDP は、世界 GDP の約 23.5% を占める(2008 年、名目ベース、推定値)。

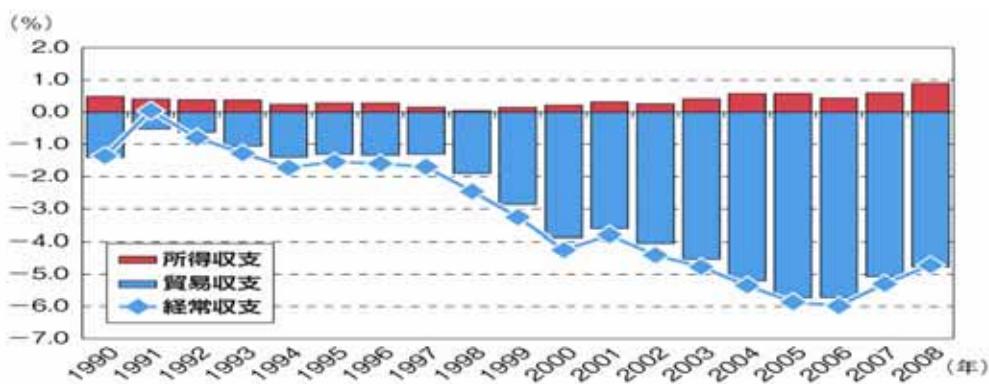
<sup>2</sup>国際連合による 2008 年 7 月 1 日時点の推計人口。

<sup>3</sup>全米経済研究所(NBER)は 2008 年 12 月 1 日、2007 年 12 月が景気の山であったとして、米国が景気後退期に入っているとの発表を行っている。今回の景気後退局面は、2009 年 5 月で 17 カ月目に入り、第二次世界大戦後最長となることがほぼ確実となつた。

第1-2-1-1図 需要項目別実質GDP成長率の推移



第1-2-1-2図 経常収支の推移(名目GDP比)



## ② 個人消費

住宅バブルの崩壊に伴う金融危機は、GDPの約7割を占める個人消費に深刻な影響を及ぼしている。個人消費の内訳を見ると、2007年第3四半期以降、自動車の購入がマイナスに転じ、2008年第3四半期以降は、自動車以外の耐久消費財、非耐久消費財の購入も大きく減少した(第1-2-1-3図)。

住宅価格の上昇に依存した借入によって消費を拡大し続けてきた米国家計部門は、住宅価格がかつてないほど大幅に下落した結果、これまでの高い消費水準が維持できなくなった(「(3)家計部門のバランスシート調整に直面する米国経済」参照)。また、金融機関による貸出態度の厳格化は、消費者信用や住宅ローンの収縮を通じて、消費支出の後退を加速させていると考えられる(第1-2-1-4図)。米国家計部門の消費者信用残高は、2008年第4四半期に大幅なマイナスに転じており<sup>4</sup>、信用収縮に直面した家計部門が、消費を抑制し、債務調整の動きを強めていると考えられる(第1-2-1-5図)。

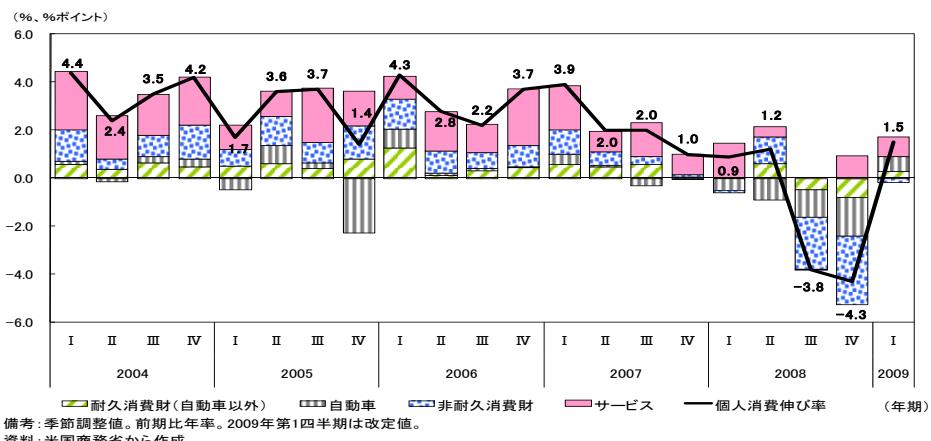
個人消費は、2009年第1四半期に、3四半期ぶりにプラスに転じ、特に不調が目立っていた自動車をはじめ、耐久消費財は急速な回復を見せた(第1-2-1-3図)。しかしながら、前年比で見ると、米国家計部門の消費の伸

<sup>4</sup> FRBによれば、2008年第4四半期の消費者信用残高は、季節調整済の年率換算で2兆5,962億ドルとなり、前期比3.2%減と大幅なマイナスに転じた。

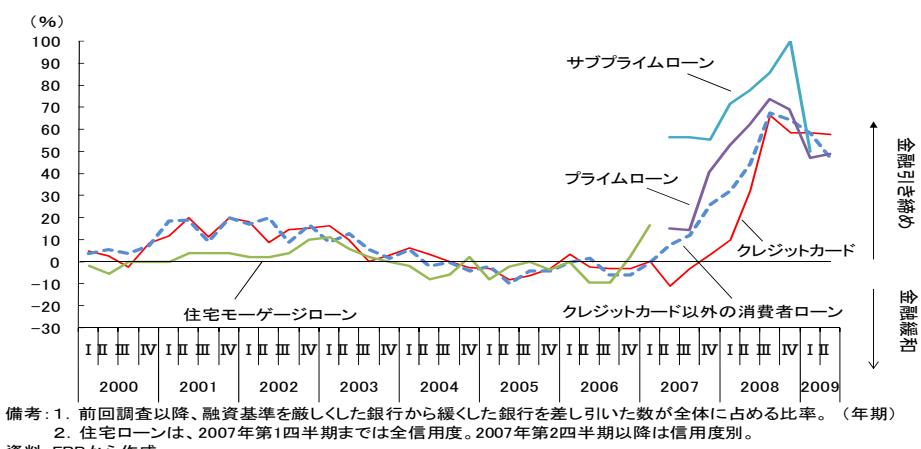
びは、依然として所得の伸びを下回って推移しており、米国家計部門が消費を抑制している傾向に変化はない(第1-2-1-5図)。

また、小売売上高の推移を見ると、2009年3月、4月は減少しており、2009年第1四半期の個人消費の増加は一時的なものであった可能性もある(第1-2-1-6図)。

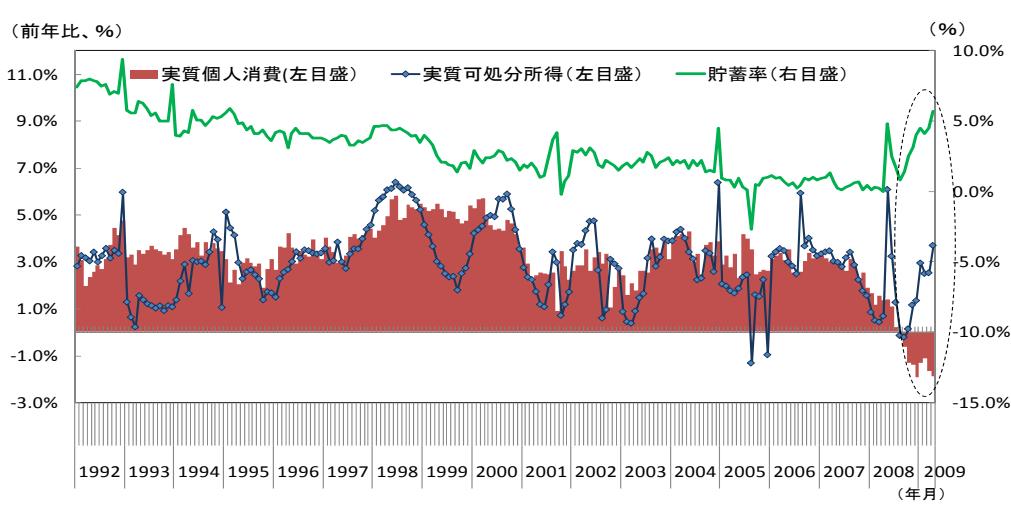
第1-2-1-3図 個人消費支出項目別寄与度の推移



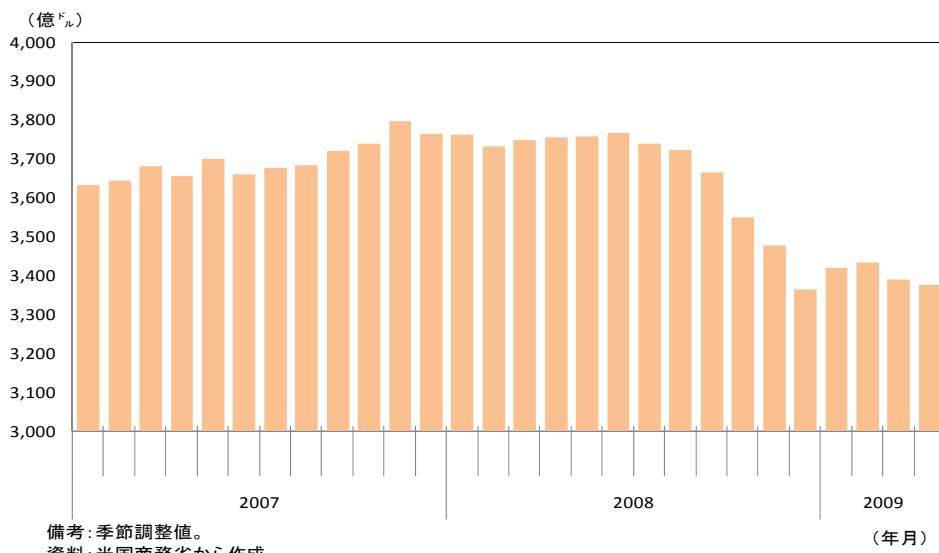
第1-2-1-4図 金融機関の融資態度変化(住宅ローン、消費者信用)



第1-2-1-5図 実質個人消費、実質可処分所得、貯蓄率の推移



第1-2-1-6図 小売売上高の推移



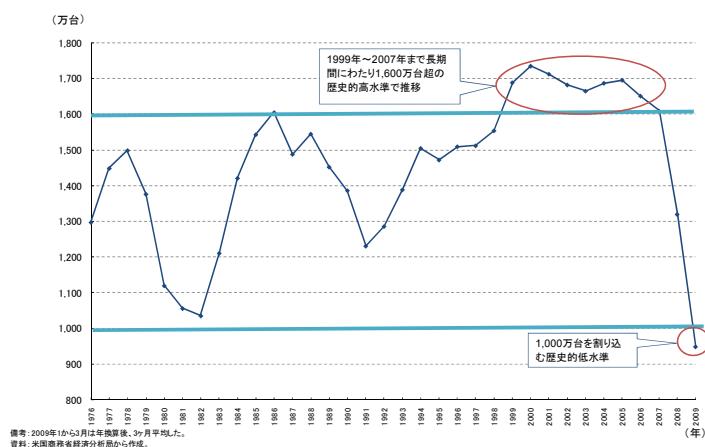
## コラム2 米国自動車業界の販売構造

### (米国自動車販売の状況)

米国における2008年の小型自動車(乗用車と小型トラック)の年間販売台数は、1,320万台と前年の1,609万台から急減した<sup>5</sup>。2008年夏までのガソリン価格の高騰に加え、秋以降、金融危機による個人消費の冷え込みやローン審査の厳格化等の影響によって売上げは急減し、2009年に入っても減少傾向は続いている。2009年以降の月次データ(季節調整値)を年率換算すると1月は954万台、2月は910万台、3月は984万台といずれも1千万台を割り込むという、かつてない低水準で推移している(コラム第2-1図)。

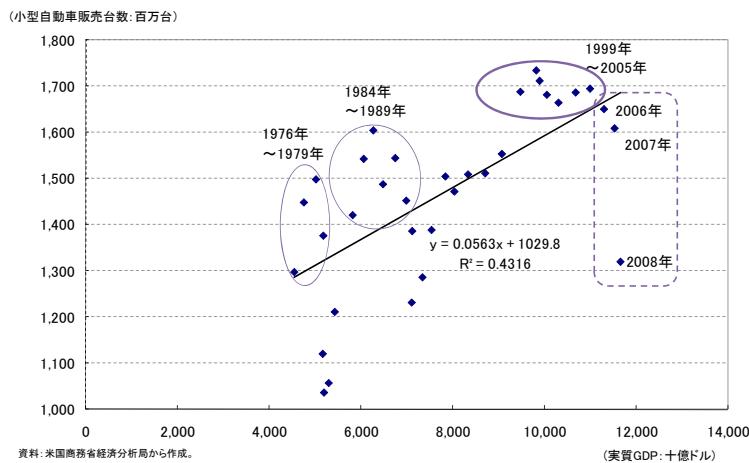
米国の小型自動車の年間販売台数は1991年から2001年まで大きく増加し続け、1999年から2007年までの間は1,600万台を超える高い水準で推移してきた。過去では1986年に一度1,600万台を超えたことはあるが、これだけ長期に渡ったことはなく、歴史的な高水準で推移してきたといえる。また、小型自動車販売台数と実質GDPのトレンドの関係から見れば、1999年から2005年の期間は、需要は高水準で推移していたと考えられる。これは、利幅が大きい小型トラックにつき自動車メーカーが積極的な販売促進を行ったことも大きな要因とされている(コラム第2-2図)。

コラム第2-1図 米国の自動車販売台数の推移



<sup>5</sup>米国商務省統計。

コラム第2-2図 米国 小型自動車販売台数と実質GDPの関係

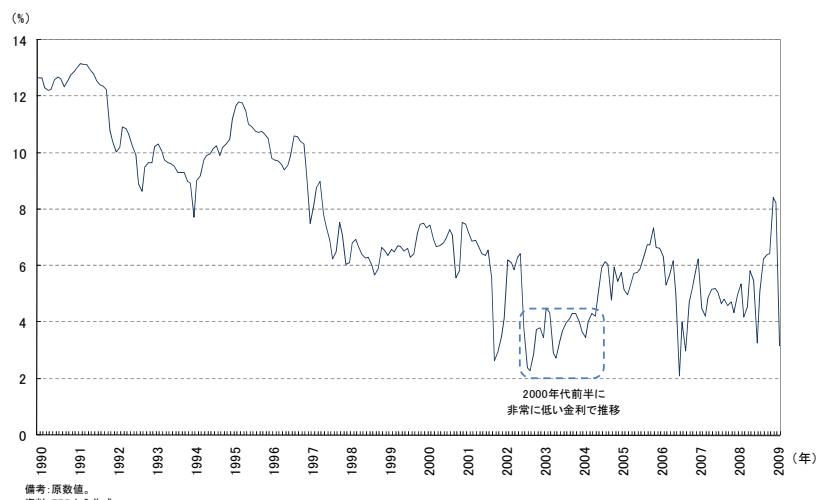


#### (レガシーコスト)

発言力の強い米国自動車産業の労働組合の存在を背景として、自動車の売上げとは関係なく負担するレガシーコストと呼ばれる退職者医療費や年金が、米国自動車メーカーにとって大きな経営圧迫要因となっていた。例えば、年金負担額の対負債比率をみても、トヨタは3.2%<sup>6</sup>であるのに対し、GMは14.3%<sup>7</sup>に達する。

1999年頃から2005年頃までは、2000年代前半に金利が低い水準で推移していた(コラム第2-3図)ことにも後押しされて利益率の大きい小型トラック車の販売が好調であったため、レガシーコストが吸収できていたが、2004年以降の原油価格高騰を受けて消費者が低燃費車にシフトしたことなどから、小型トラック車の売上げは減少に転じた。さらに、2008年秋以降の米国の自動車販売市場のローン市場等の信用収縮、ローン金利の上昇、金融機関によるリース契約の中止や厳格化によるリース事業の縮減等の影響によって、販売が大きく減少し、問題が一気に表面化したといえる<sup>8</sup>。

コラム第2-3図 米国の自動車ローン会社のローン金利推移(新車)



<sup>6</sup> トヨタ Web ページ SEC Filings (Year ended March 31, 2008)。

<sup>7</sup> GM Web ページ Annual Report 10-K (period: December 31, 2008)。

<sup>8</sup> なお、GMは、2009年6月1日にアメリカ合衆国連邦破産法第11章の適用の申請を行っている。

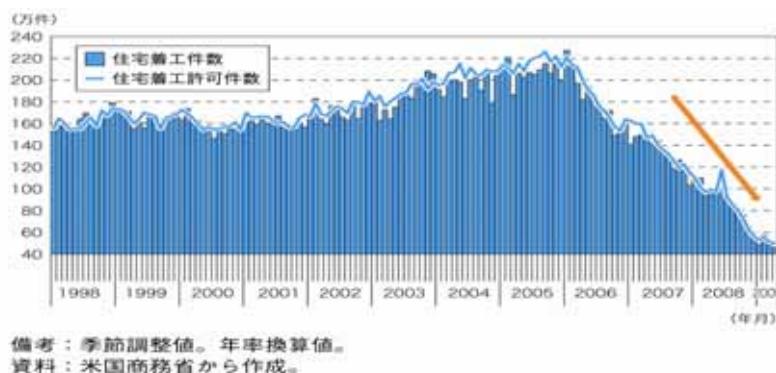
### ③ 住宅市場

米国住宅市場は未だ低迷し、住宅投資は大幅なマイナスが続いている(第1-2-1-1図)。住宅着工件数は、足下でピーク(2006年1月)の約2割にまで減少し、1959年の統計開始以来の最低水準にある(第1-2-1-7図)。住宅販売も低迷しており、在庫販売比率<sup>9</sup>は高水準で推移している(第1-2-1-8図)。こうした中、2009年第1四半期の住宅ローン延滞率(30日以上)は1972年の統計開始以来の過去最高を更新した。差し押さえ手続き中のローン比率も過去最高を更新しており、新たな在庫につながる状況に陥っている(第1-2-1-9図)。こうした状況の中、住宅価格はいまだに下げ止まる兆しを見せていない(2009年5月24日現在)。

今後、米国住宅市場の需給ファンダメンタルズ(基礎的指標)が正常化することが金融・経済全体の本格的な回復には不可欠である。FRBは、住宅ローン金利の低下を促し<sup>10</sup>、住宅市場の悪化に歯止めをかけることを目的として、2009年1月からMBS(住宅ローン担保証券)の買取りを実施している<sup>11</sup>。また、オバマ政権により、大規模な住宅対策が打ち出され、迅速に実施されている(「(4)米国の経済・金融問題に対する対応」参照)。

しかしながら、住宅の在庫販売比率が高水準であることや、差し押さえが急増していること<sup>12</sup>、さらに、2008年末時点で、年間世帯増加数を約2倍上回る売却用の空き家が存在していること等を踏まえると、需給ファンダメンタルズが正常化するまでには、まだ相当の時間がかかるものと考えられる(第1-2-1-10図)。

第1-2-1-7図 住宅着工件数の推移



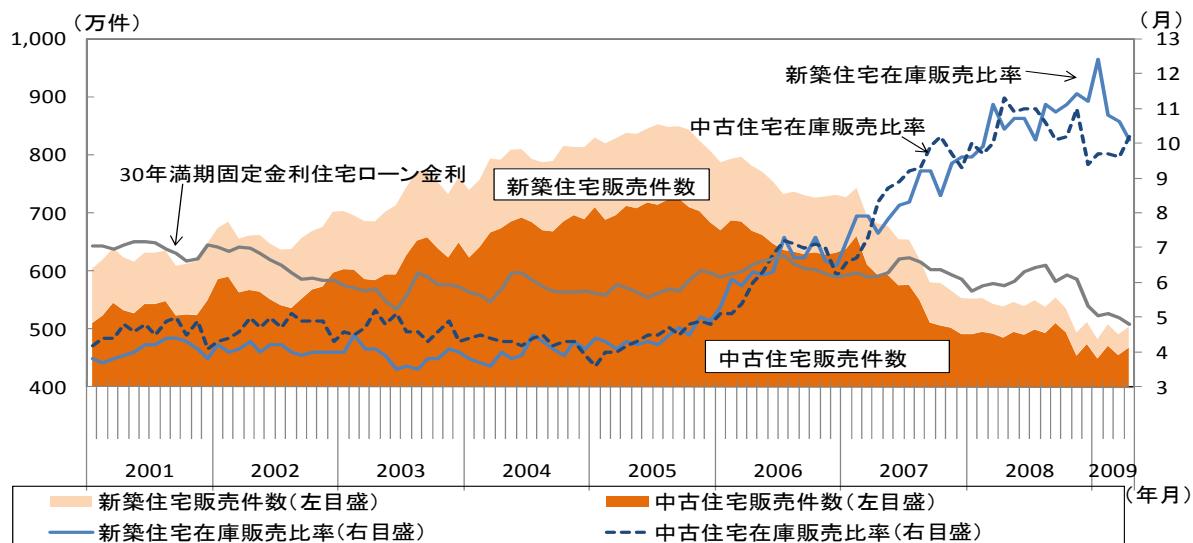
<sup>9</sup> その時点での追加供給がなかった場合に、現在の月間住宅販売実績に対して何か月分の住宅在庫が存在するかを示す指標。全米不動産業者協会は、通常の在庫販売比率を約4~5か月分としている。

<sup>10</sup> R. Glenn Hubbard and Christopher J. Mayer (2008), “OP-ED ON MORTGAGE RATES AND HOUSE PRICES”は、4.5%の低金利によって、今後の失業率の上昇を考慮しても、2009年中に240万戸の追加需要が生み出され、住宅価格の下落に歯止めをかけることができるとしている。また、同時に、既存の住宅ローンの借り換えを促すことで、住宅ローンの返済額が一人当たり平均月428ドルまで軽減されることから、個人消費にも大きなプラス効果があるともしている。

<sup>11</sup> FRBは、2008年11月25日に、住宅市場対策の一環として、ファニーメイ(米連邦住宅抵当金庫)とフレディマック(米連邦住宅貸付抵当公社)が債務保証したMBSについて、5,000億ドルを上限に買い取ると発表した。さらに、2009年3月18日に、当該買取り枠を1.25兆ドルに拡大すると発表した。

<sup>12</sup> IMF(2007), “Global Financial Stability Report Oct.2007”によれば、固定金利特約付サブプライムローンの変動金利への移行件数は2008年にピークを迎えたが、オプション付変動金利型ローン(当初、特約期間中に市場実勢を下回る低い金利が設定されて、毎月の返済額が低く抑えられているが、特約期間経過後の金利に大きなスプレッドが設定されるローン)の金利リセット件数は2010年以降徐々に拡大し、2011年にピークに達する見込みである。この時期に、住宅ローンの延滞率が更に上昇し、差し押さえが急増する可能性がある。

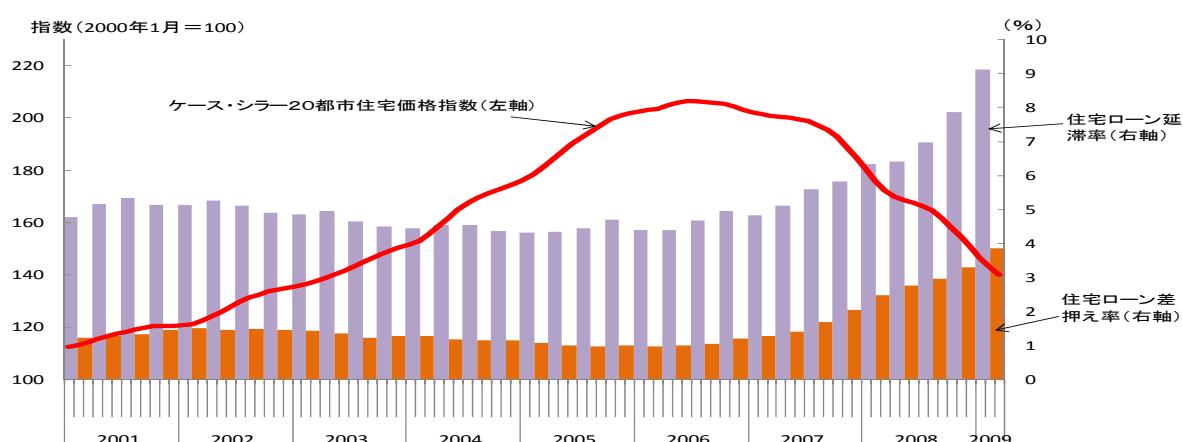
第1-2-1-8図 新築・中古住宅販売件数、在庫販売比率の推移



備考: 1. 季節調整値。年率換算値。  
2. 在庫販売比率とは、その時点で住宅の追加供給がなかった場合に、現在の住宅販売に対して何ヶ月分の住宅在庫が存在するかを示す指標である。  
全米不動産業者協会は、通常の在庫販売比率を約4~5ヶ月分としている。

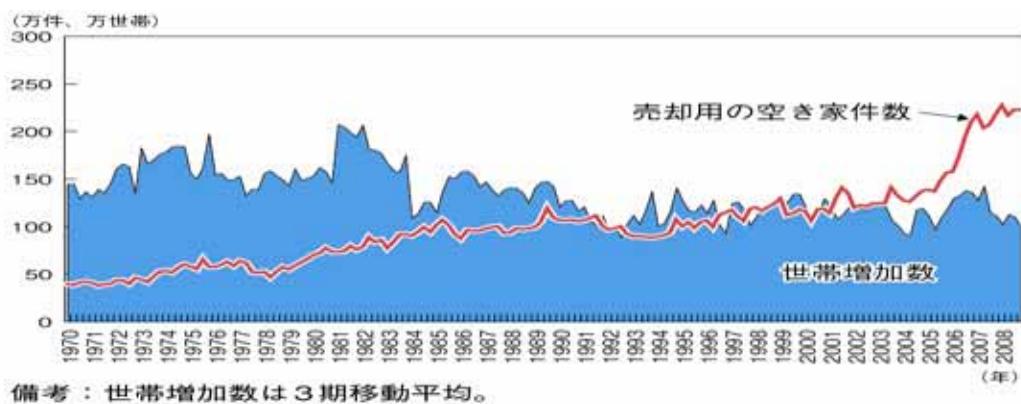
資料: 米国商務省、全米不動産業協会から作成。

第1-2-1-9図 住宅価格、住宅ローン延滞率・差し押さえ率の推移



備考: 住宅ローン延滞率(30日以上)、住宅ローン差押さえ率(差押さえ手続き中)。  
資料: Standard & Poor's, Mortgage Bank Association から作成。

第1-2-1-10図 売却用の空き家件数と世帯増加数の推移



備考: 世帯増加数は3期移動平均。  
資料: 米国商務省から作成。

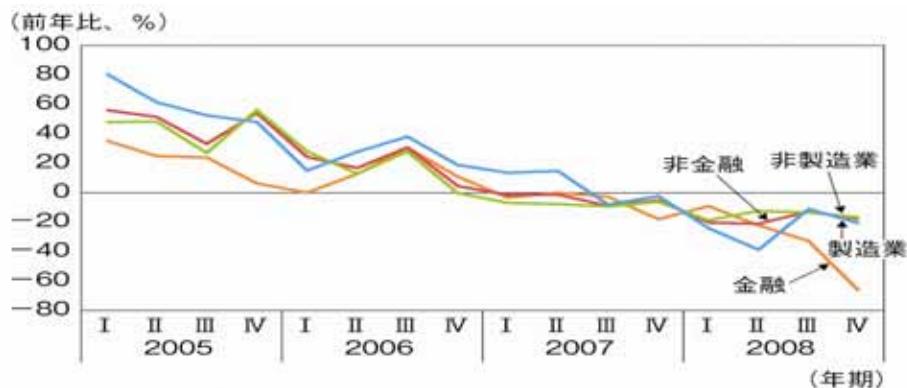
#### ④ 設備投資

金融危機の影響を受けた内外需要の落ち込みを背景に、企業収益は悪化し、企業の生産活動は本格的な調

整局面に入っている(第 1-2-1-11 図)。鉱工業生産指数は、自動車部門を中心に大幅に低下しており、設備稼働率も 1967 年の統計開始以来の最低水準の稼働率となっている(第 1-2-1-12 図)。

こうした中、企業向けの融資基準が厳格化したこともあり、設備投資は、2008 年第 4 四半期に二桁の大幅なマイナスとなり、2009 年第 1 四半期には 1947 年の統計開始以来、最大の減少率を記録した(第 1-2-1-1 図、第 1-2-1-13 図)。設備投資の内訳を見ると、2008 年第 4 四半期は、これまで堅調に推移してきたオフィスビル建設等の構築物投資がマイナスに転じた上、機械・ソフトウェア投資の減少幅も急拡大している(第 1-2-1-14 図)。2009 年第 1 四半期も、機械・ソフトウェア投資、構築物投資ともに減少幅を拡大させている。

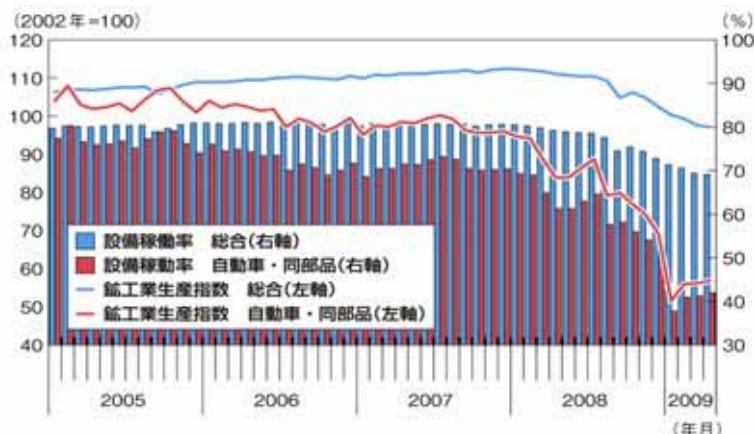
第 1-2-1-11 図 企業収益の推移



備考：季節調整値。海外からの受取を除いた国内部門。在庫評価後。

資料：米国商務省から作成。

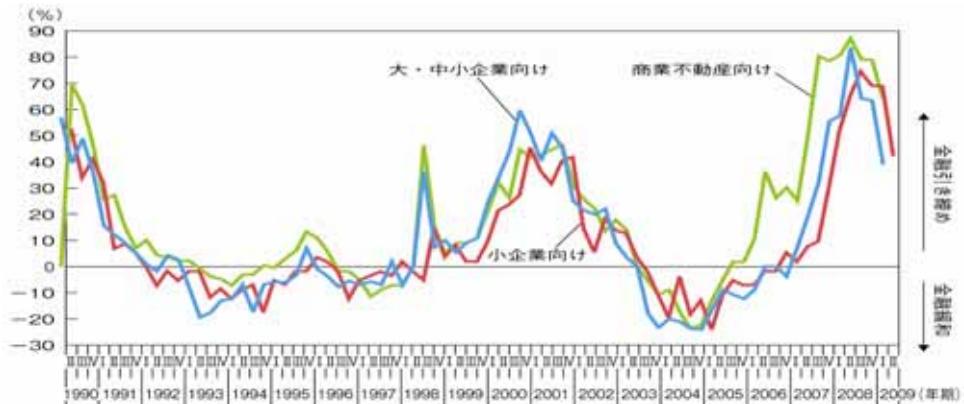
第 1-2-1-12 図 鉱工業生産指数と設備稼働率の推移



備考：季節調整値。

資料：FRB から作成。

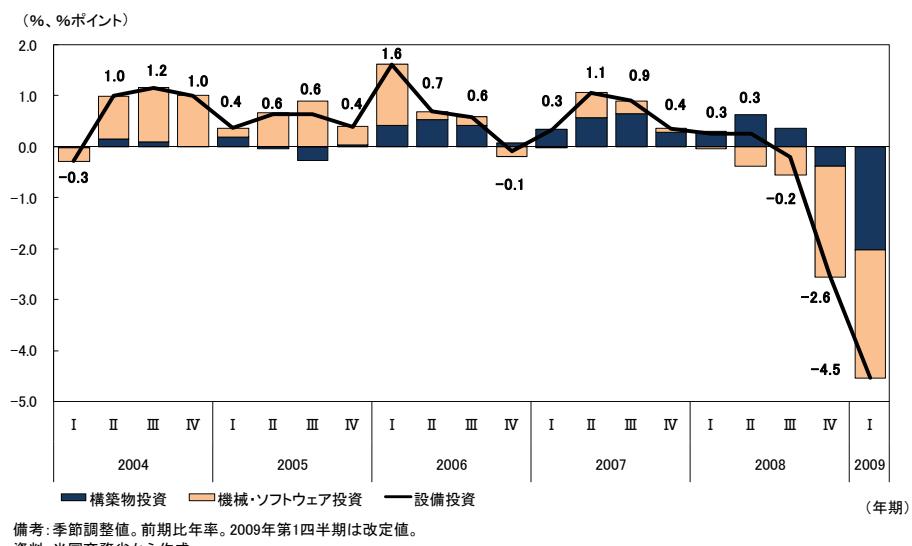
第1-2-1-13図 金融機関の融資態度変化(企業向け貸し出し)



備考：前回調査以降、融資基準を厳しくした銀行から緩くした銀行を差し引いた数が全体に占める比率。

資料：FRBから作成。

第1-2-1-14図 設備投資の内訳(実質GDP成長率への寄与度)



備考：季節調整値。前期比年率。2009年第1四半期は改定値。

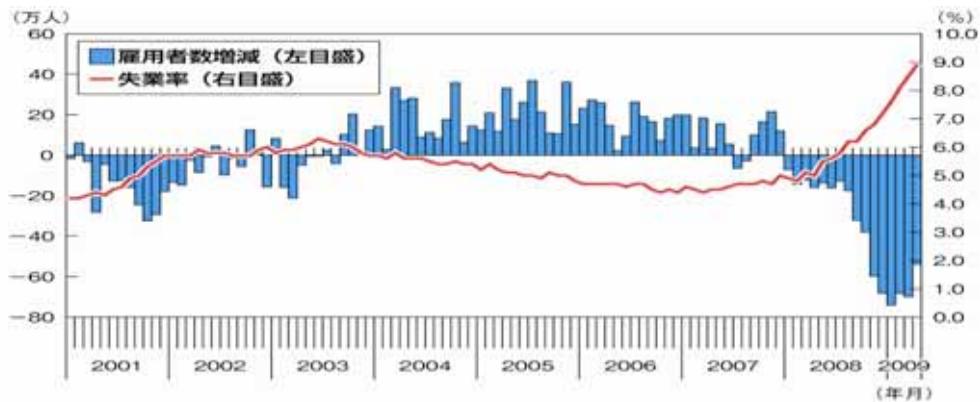
資料：米国商務省から作成。

## ⑤ 雇用

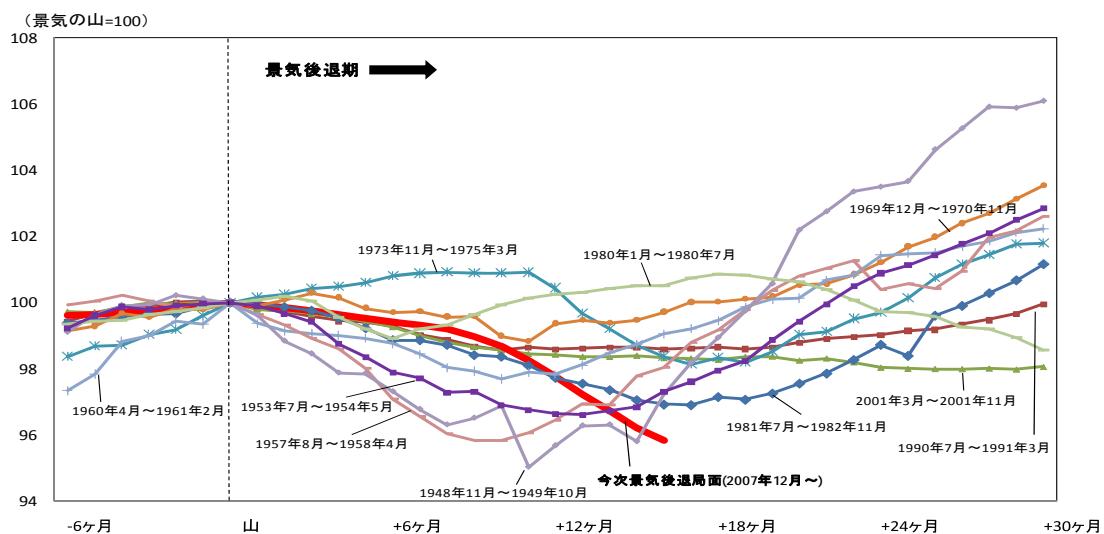
金融・経済危機による実体経済の悪化は、雇用動向にも深刻な影響を与えている(第1-2-1-15図)。景気後退局面に入った2007年12月以降の雇用者減少数は、統計開始後70年間で最悪の規模となっている(第1-2-1-16図)。このうち、金融危機の実体経済への波及が顕在化してきた昨年11月以降の減少数が、今次景気後退局面における雇用者減少数の約7割を占めており、実体経済の悪化が雇用に与える影響が日を追うごとに深刻さを増していることがうかがえる。

雇用者数増減を業種別に見ると、2008年9月のリーマン・ショック以降、雇用が増加しているのは「政府部門」、「公益事業」と「教育・医療」といった公的セクター又は規制セクターに限られ、これらを除くほとんどの業種では雇用は大幅な減少を続けている(第1-2-1-17表)。

第1-2-1-15図 非農業部門雇用者数増減及び失業率の推移



第1-2-1-16図 過去の景気後退局面における雇用者数推移との比較



第1-2-1-17表 非農業部門業種別雇用者数増減の推移

	2008年				2009年				(千人)
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	
非農業部門	-321	-380	-597	-681	-741	-681	-699	-539	
民間部門	-300	-384	-601	-670	-749	-688	-693	-611	
政府部門	-21	4	4	-11	8	7	-6	72	
財部門	-104	-184	-249	-282	-405	-295	-318	-270	
建設業	-46	-65	-127	-98	-135	-113	-135	-110	
製造業	-65	-119	-121	-180	-262	-172	-167	-149	
自動車・自動車部品	-17	-10	-20	-28	-70	8	-13	-29	
サービス部門	-217	-196	-348	-399	-336	-386	-381	-269	
小売業	-56	-61	-91	-88	-46	-58	-64	-47	
公益事業	1	2	1	1	5	1	0	-1	
金融関連	-26	-27	-45	-33	-56	-56	-43	-40	
企業向け専門サービス	-52	-63	-124	-132	-151	-176	-130	-122	
教育医療	7	24	63	36	39	19	10	15	
余暇娯楽	-26	-33	-51	-40	-36	-32	-42	-44	

備考：季節調整値。3月、4月は速報値。財・サービス部門には、表記以外の業種含む。

資料：米国労働省から作成。

## ⑥ 貿易

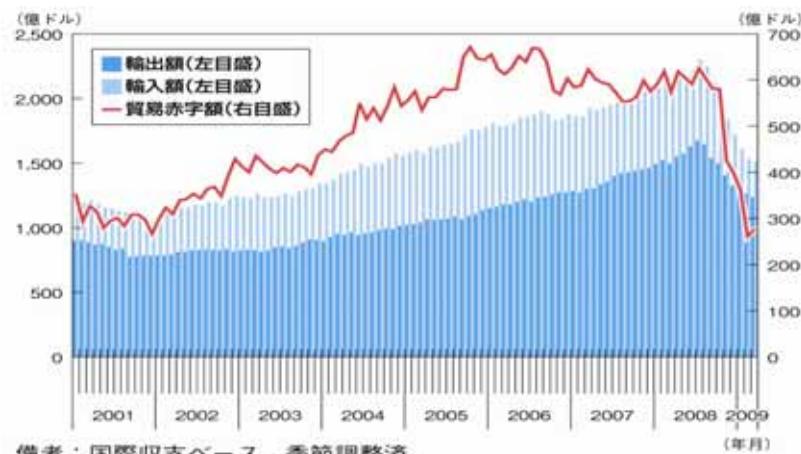
金融・経済危機に伴う国内需要の低迷により輸入が輸出を上回って減少した結果、貿易収支赤字は急速に縮

小している(第1-2-1-18図)。

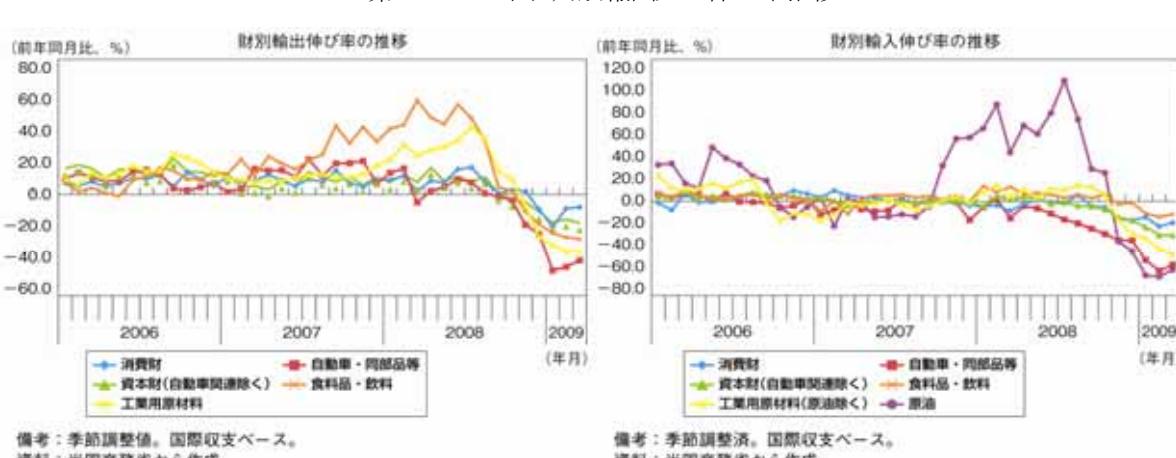
最大の輸入品目である原油の輸入額は、価格が大きく下落したことも加わり、前年比5割近くまで減少している。また、原油に次いで減少幅が大きい自動車とその部品についても、前年比5割近くまで減少している(第1-2-1-19図)。

一方、輸出減少の最大要因である自動車とその部品の輸出額は、前年比4割近くまで減少している。また、工業用原材料、資本財、消費財等の輸出も減少が続いている。貿易赤字全体の縮小に伴い、国・地域別貿易収支(除くサービス、季節調整前)も全ての国・地域に対して縮小している<sup>13</sup>(第1-2-1-20図)。

第1-2-1-18図 貿易収支の推移

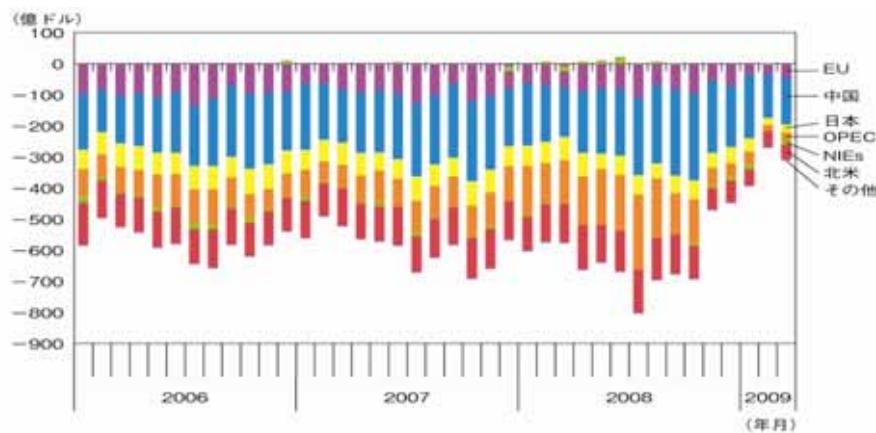


第1-2-1-19図 財別輸出入の伸び率推移



<sup>13</sup> なお、各国の保護主義的な政策対応については、第2章第3節参照。米国の「2009年米国再生・再投資法(American Recovery and Reinvestment Act)」にも、いわゆる「バイ・アメリカン」条項が盛り込まれており、同法に基づく事業においては、米国製の鉄鋼製品等の使用が義務付けられている。同条項には、「国際約束の下での米国の義務に整合的な形で適用されなければならない。」との文言が入っている。

第1-2-1-20図 国・地域別貿易収支の推移



備考：通関ベース。季節調整前。

資料：米国商務省から作成。

## (2)州・地域別によって大きく異なる住宅価格の変動とその影響

米国におけるサブプライムローン問題は、2006年8月以降S&P-ケース・シラー住宅価格指数が下落に転じて、2006年の年末頃から顕在化し始めた。その後の2007年8月のパリバ・ショック<sup>14</sup>、2008年9月のリーマン・ショックを経て、世界経済は混迷の度合いを深めていった。

広大な米国は、地域によって経済情勢が異なっており、州・地域別に失業率や個人消費支出等の指標を見ると、サブプライムローン問題の影響を大きく受けた地域と、それ以外の地域との地域間格差が大きいことが分かる。

以下では、米国の住宅、雇用、個人消費について、州・地域間の相違等について分析した。

### ①住宅価格指標(S&P-ケース・シラー住宅価格指数)

S&P-ケース・シラー住宅価格指数の推移を見ると、2003年頃から急上昇をしているが、2006年中頃に下落に転じ、その後、急落している。住宅価格指数がとりわけ大きい高騰と急落を示したのは、マイアミ、ロサンゼルス、サンディエゴ、タンパ、ラスベガス、フェニックス、サンフランシスコ等の都市である。そして、これらの都市は米国の「サンベルト地帯」と呼ばれる地域にある<sup>15</sup>。

サンベルト地帯の都市には、1990年代以降、多くの住宅が供給され、2000年以降移住者が急増した。1991年からピーク時までの新規住宅着工件数を見ると、中西部が61%、北東部が68%であったのに対し、サンベルト地帯である南部では141%、西部では107%の増加を示している(第1-2-1-21図)。また、2000年1月から2006年4月にかけての州・地域別の人口変動率を見ると、全米平均は6.4%あるが、10%以上という高い水準を超えた9つの州のうち、8つがサンベルト地帯の州であった(第1-2-1-22図)。

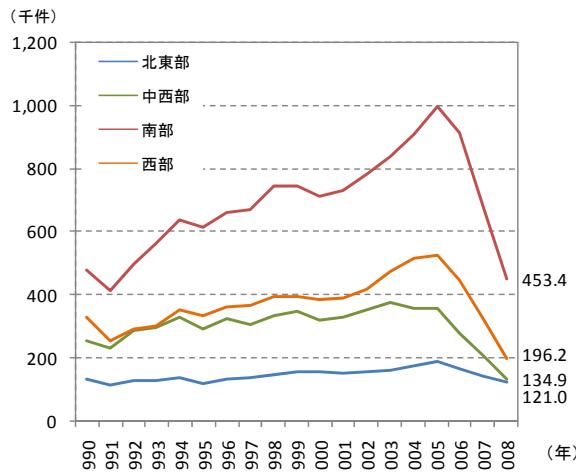
こうした中、サンベルト地帯では投機的な住宅投資が膨らみ、それにより、住宅価格が押し上げられた(第1-2-1-23図①)。2000年1月と、ピーク時の価格指数を比較して、全米20都市平均を上回る価格指数上昇を見せた9都市のうち、サンベルト地帯にある都市は7都市を占めた。その後、投機的需要の急激な減少が価格の急落をもたらした。この際にも、ピーク時と2009年3月の価格指数を比較して、全米20都市平均よりも価格下落率の大きかった10都市中、7都市はサンベルト地帯の都市であった(第1-2-1-23図②)。

<sup>14</sup> 2007年8月、フランスの銀行大手BNPパリバ傘下のファンドが償還凍結を発表したこと、信用不安が高まった。

<sup>15</sup> サンベルト地帯は、ノースキャロライナ、サウスキャロライナ、ジョージア、フロリダ、アラバマ、ミシシッピ、ルイジアナ、テキサス、ニューメキシコ、アーカンソー、オクラホマ、アリゾナ、ユタ、コロラド、ネバダ、カリフォルニアの州とした。

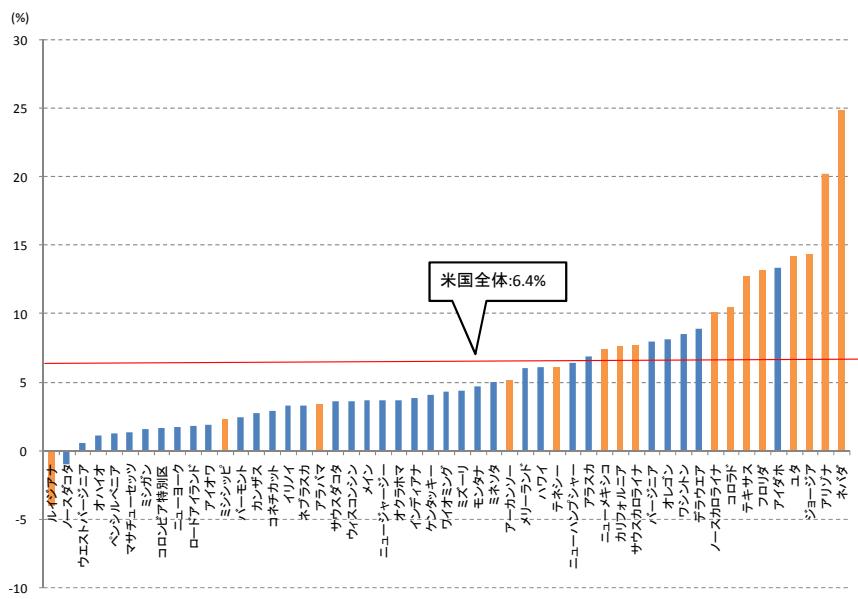
住宅の差し押さえ率を見ても、ネバダ、フロリダ、アリゾナ、カリフォルニア、コロラド等の各州が上位を占めており、概ね一致していることが分かる(第1-2-1-24図)。

第1-2-1-21図 米国の地域別新規住宅着工件数推移



資料：米国国勢調査局から作成。

第1-2-1-22図 米国の州別人口変化率(2000年4月対2006年1月)

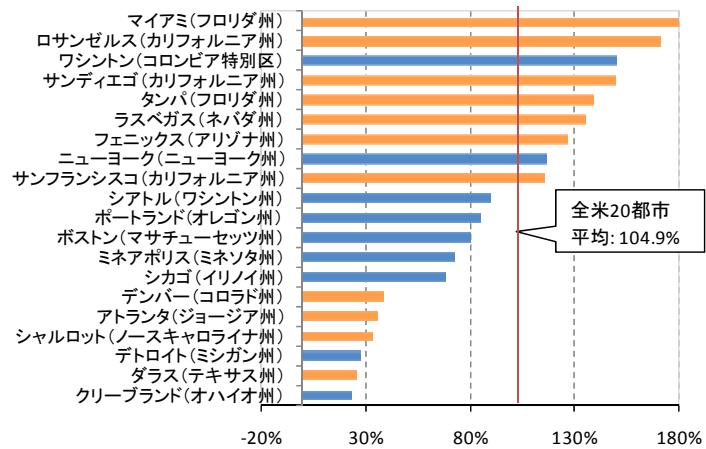


備考:1.コロンビア特別区含む。2. オレンジ色はサンペルト地帯を示す。

資料：米国国勢調査局から作成。

第1-2-1-23図 米国の都市別住宅価格指数の変動率

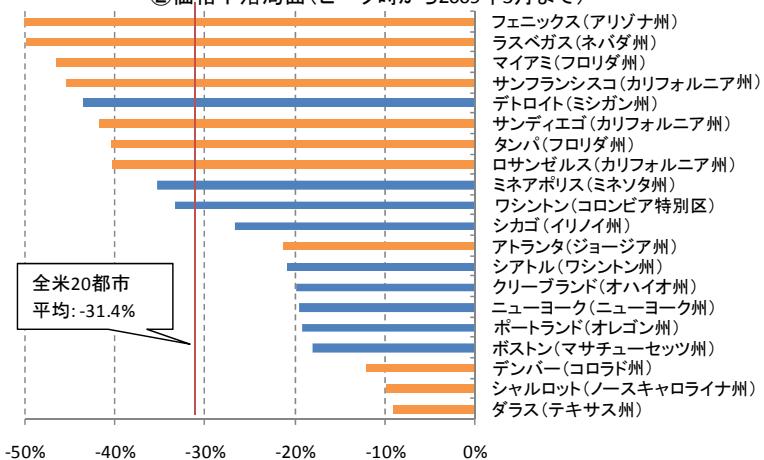
①価格上昇局面(2000年1月からピーク時まで)



備考:(1) 2000年1月を100とした。(2) オレンジ色はサンベルト地帯を示す。

資料:S&P/Case-Shiller Home Price Indicesから作成。

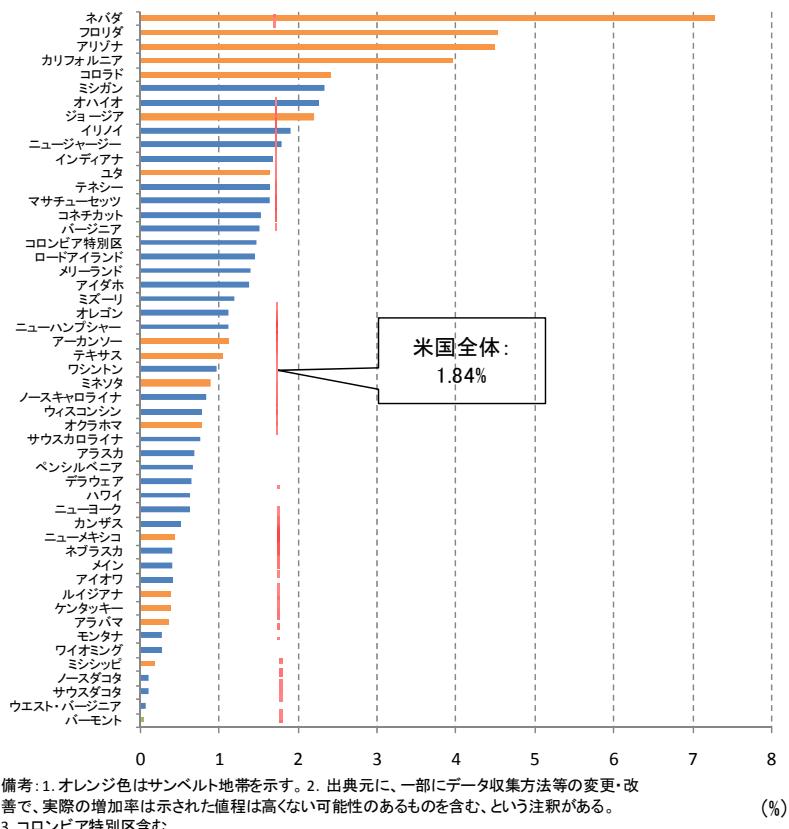
②価格下落局面(ピーク時から2009年3月まで)



備考:(1) 2000年1月を100とした。(2) オレンジ色はサンベルト地帯を示す。

資料:S&P/Case-Shiller Home Price Indicesから作成。

第1-2-1-24図 米国の州別住宅差し押え率(2008年)

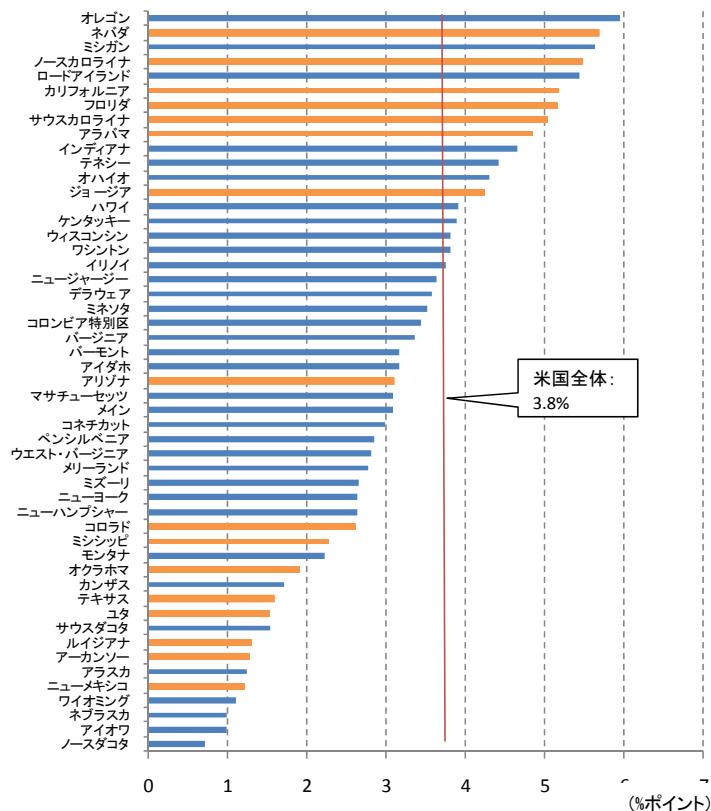


## ②雇用指標

米国の州別の失業率を見ると、悪化した上位の州には、住宅価格の変動率の大きかったネバダ、ノースキャロライナ、カリフォルニア、フロリダ、サウスカロライナ、アラバマ等の州がある。

また、ミシガンにおいても悪化が著しいが、これは金融危機が自動車産業等を中心とする同州の実体経済に大きな影響を与えていることを示すものである(第1-2-1-25図)。

第1-2-1-25 図 米国の州別失業率の変化(2004年から2008年の平均対2009年4月)



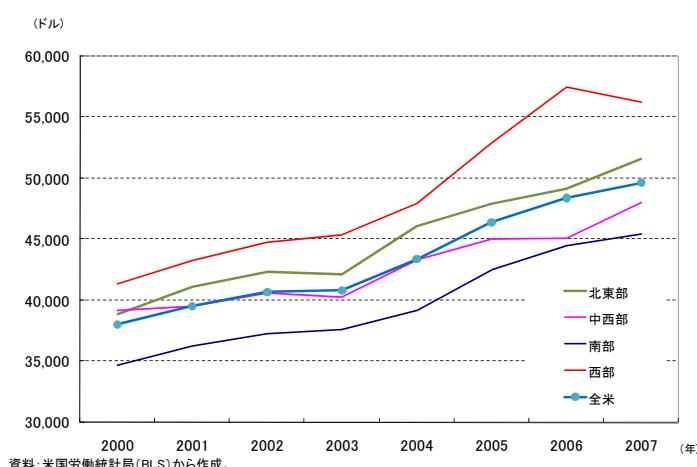
備考: 1.コロラド特別区含む。2. 2009年4月の値は季節調整値。

資料: 米国労働統計局から作成。

### ③個人消費支出

米国の地域別の平均年間個人消費支出は、住宅価格の高騰が始まった2003年頃から急拡大し、右肩上がりで推移してきたが、2007年に、西部地域で減少に転じており、南部地域では伸びが鈍化している状況にある(第1-2-1-26図)。サブプライム問題の影響が大きい西部・南部地域を中心に個人消費が減少または伸び悩んでいるのがみてとれる。

第1-2-1-26 図 米国の地域別平均年間個人消費支出の推移



資料: 米国労働統計局(BLS)から作成。

### (3)家計部門のバランスシート調整に直面する米国経済

先に見たとおり、2001年第4四半期から2007年第4四半期までの好況期において、個人消費の実質GDP

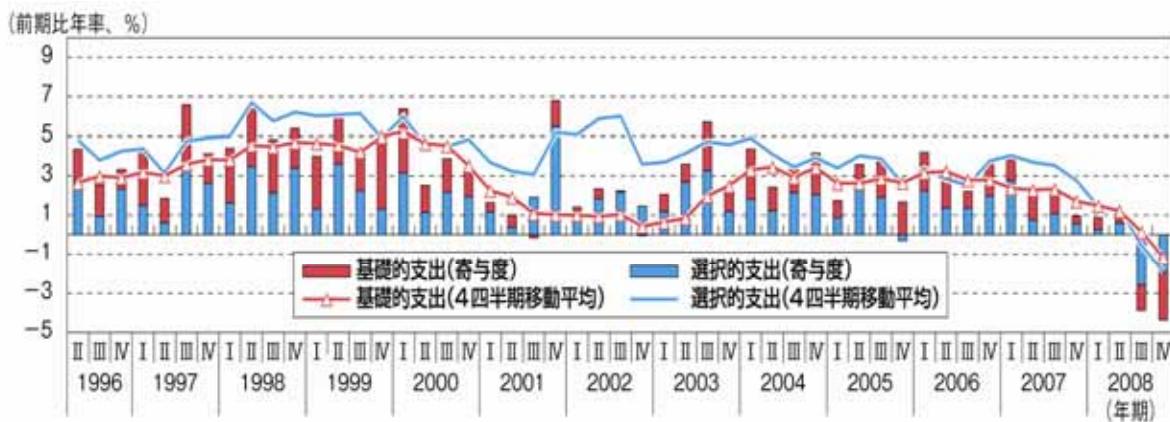
成長率に与える寄与度は各需要項目の中で最も大きいものだった(第1-2-1-1図)。個人消費の動向は、今回の不況の深度や今後の見通しを把握する上で、重要な要素となる。以下では、米国家計部門のバランスシートを切り口に、住宅バブル崩壊による金融危機が個人消費に及ぼす影響について検証する。

## ① 米国家計部門による消費拡大の背景

### (a)米国家計部門の消費動向

2001年第4四半期以降の個人消費の拡大は旺盛な選択的支出<sup>16</sup>によるものであった(第1-2-1-27図)。個人消費の動向を基礎的支出、選択的支出に分けた上で見ると、住宅価格の上昇が停滞はじめた2006年以降基礎的支出の伸びは低下し、2007年以降選択的支出の伸びも低下している。また、その過程において、旺盛な消費を牽引していた選択的支出の寄与度が有意に減少している。2008年第3四半期以降になると、基礎的支出、選択的支出の伸びは共にマイナスとなり、ITバブル崩壊の際にも観察されなかった個人消費の落ち込みが生じた。

第1-2-1-27図 基礎的支出、選択的支出からみた消費支出の動向



備考：実質（2000年連鎖価格）ベース。選択的支出及び基礎的支出の区分は家計可処分所得に対する消費弹性値が1を下回る財・サービスを「基礎的支出」、1を上回る財・サービスの支出を「選択的支出」としている。

資料：米国商務省から作成。

### (b)米国家計部門の消費構造

米国家計部門が保有する不動産は、2000年末時点の13.1兆ドルから、2006年末時点には24.3兆ドルにまで増加した<sup>17</sup>(第1-2-1-28表)。2001年以降のFRBによる大幅な金融緩和を背景に、金利感応度が高い住宅需要は極めて堅調に推移した。さらに、ホーム・エクイティ・ローン<sup>18</sup>やキャッシュアウト・リファイナンス<sup>19</sup>等、住宅ローン担保を中心とした家計向け金融サービスが充実した結果、家計部門の流動性制約は大幅に緩和され、金利低下による資産効果が強まっていた。

米国では、住宅価格と個人消費との間に、株式よりも強い正の相関関係(資産効果)が確認される<sup>20</sup>。米国家計

<sup>16</sup> 家計部門の可処分所得に対する消費支出の弹性値が1を上回る財・サービスを「選択的支出」、1を下回る財・サービスの支出を「基礎的支出」としている。「選択的支出」には自動車などの贅沢品、「基礎的支出」には食費などの生活必需品が該当する。

<sup>17</sup> 米国商務省のSCF(Survey of Consumer Finances)によれば、家計部門が保有する不動産は、2001年以降、ほぼ全ての所得階層で増加している。

<sup>18</sup> 所有する住宅の正味価値(現在評価額から住宅ローン残高を差し引いた純資産額)を担保にし、その正味価値を融資限度にして組まれたローン。

<sup>19</sup> 既存の住宅ローンを別の住宅ローンに借り換える際に、住宅資産価値の上昇分に見合う分まで借入を増やすこと。

<sup>20</sup> 経済産業省(2008)『通商白書2008』第1章第2節参照。なお、Dean Baker(2008), "It's the Housing Bubble, Not the Credit Crunch!" は、住宅資産が1ドル増加した場合の消費支出額の増加額は5~6セント、株式資産が1ドル増加した場合の消費支出額の増加額は3~4セントと試算している。また、米国議会予算局(2007), "Housing Wealth and Consumer Spending"は、近年の資産効果の研究結果を取りまとめている。計測期間が異なること、データの種類が異なること(全国データ、州データ、ミクロデータ)、推計手法が異なる

部門は、ホーム・エクイティ・ローン等を利用して、住宅価格の上昇にあわせて借入れを増加させ、消費を拡大させてきた<sup>21</sup>(第1-2-1-29図、第1-2-1-30図)。

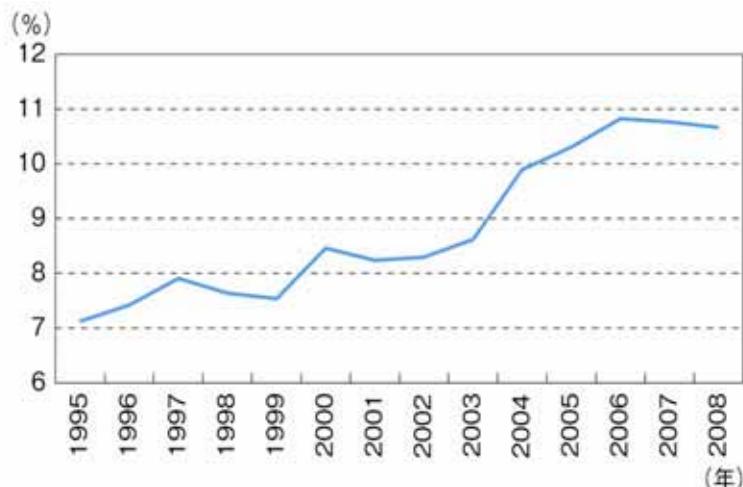
その結果、負債残高に占める住宅ローン残高の割合は、2000年末時点は約65%であったものが、2006年末時点には約73%にまで拡大した<sup>22</sup>(第1-2-1-31図)。米国家計部門の債務償還年数<sup>23</sup>の変化を要因分解してみると、総貯蓄の水準は、所得減税などの影響でバラツキがあるものの、借入れは増加し続け、特に1999年から2006年にかけて毎年10%前後の伸び率で拡大している。米国家計部門は借入れを増加する一方で、それに見合った貯蓄を確保してこなかったことが確認できる(第1-2-1-32図)。米国家計部門のバランスシートにおける純資産比率(対総資産比)は低下し、住宅価格下落の影響に対して脆弱なものとなっていた(第1-2-1-33図)。

第1-2-1-28表 米国家計部門のバランス・シート(主要項目)の推移

	2000 年末	2001 年末	2002 年末	2003 年末	2004 年末	2005 年末	2006 年末	2007 年末	2008 年末	(兆ドル)
総資産	49.4	49.8	49.4	56.2	62.9	70.3	75.7	77.0	65.7	
実物資産	16.2	17.7	19.3	21.2	24.0	27.4	28.4	27.3	24.9	
不動産	13.1	14.4	15.8	17.6	20.2	23.5	24.3	23.0	20.5	
金融資産	33.2	32.0	30.1	35.1	38.9	42.9	47.4	49.8	40.8	
株式	8.1	6.8	5.2	6.8	7.5	8.0	9.2	9.2	5.5	
総負債	7.4	8.0	8.8	9.9	11.0	12.2	13.4	14.3	14.2	
住宅ローン	4.8	5.3	6.0	6.9	7.8	8.9	9.8	10.5	10.5	
消費者ローン	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.6	2.6	
純資産	42.0	41.7	40.5	46.4	51.9	58.1	62.3	62.7	51.5	
可処分所得比	5.8倍	5.6倍	5.2倍	5.7倍	6.0倍	6.4倍	6.5倍	6.2倍	4.8倍	

資料:FRBから作成。

第1-2-1-29図 住宅ローン残高に占めるホーム・エクイティ・ローン残高の割合



資料:FRBから作成。

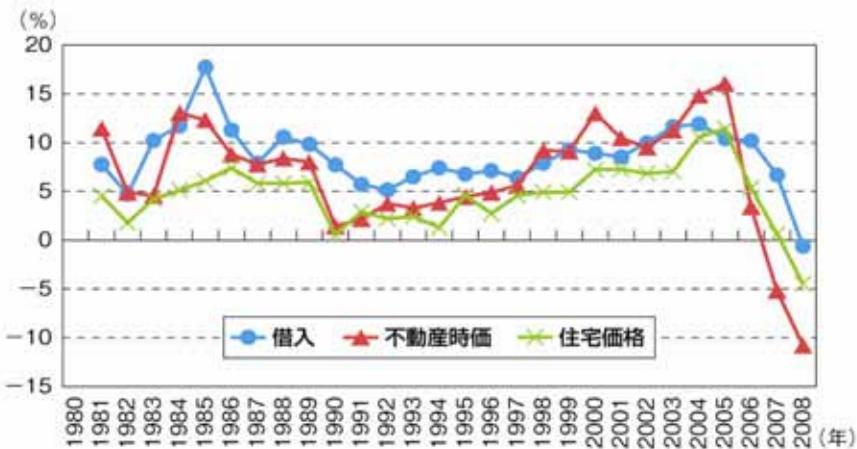
こと(ECMに基づく消費関数推計、習慣形成効果や消費と資産の動学的関係を考慮したもの)といった相違点があることに留意しなければならないが、単純に計測結果の平均値をとると、1ドルの住宅資産の変化により消費支出額は5.14セント変化する。

<sup>21</sup> 住宅資産の増加分からホーム・エクイティ・ローンやキャッシュアウト・リファイナンス等によって資金を引き出すことはMEW(Mortgage Equity Withdrawal)と呼ばれている。Greenspan and Kennedy(2007), "Sources and Uses of Equity Extracted from Homes"が推計したMEWのうち、消費に充てられた額は、2005~2006年には消費支出全体の約2%に達しており、消費の増加に対して一定の役割を果たしたと考えられる。

<sup>22</sup> 米国商務省のSCF(Survey of Consumer Finances)によれば、2001年以降、全ての所得別階層において負債残高合計に占める住宅闊連負債の割合が拡大している。

<sup>23</sup> 債務償還年数=借入/総貯蓄。

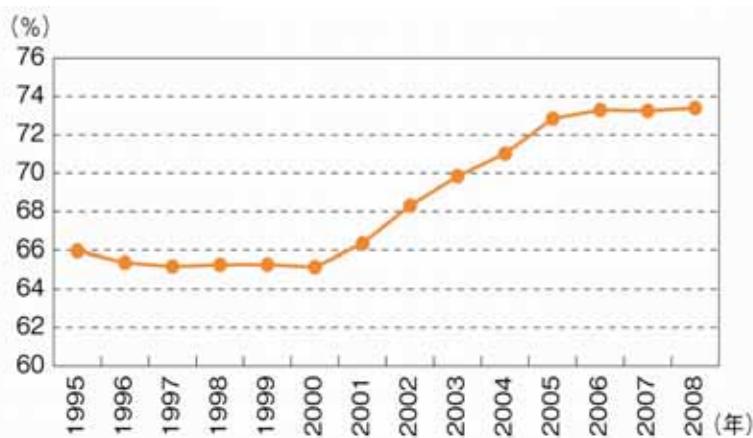
第1-2-1-30 図 家計部門の所有不動産時価・借入れと住宅価格の推移



備考：前期比。

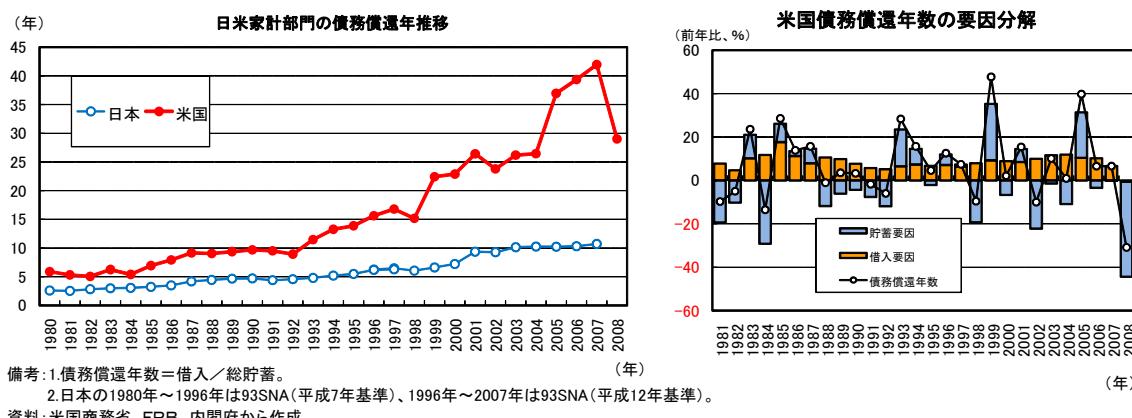
資料：米国商務省、FRB、米連邦住宅金融庁(FHFA)から作成。

第1-2-1-31 図 負債残高に占める住宅ローン残高の割合推移



資料：FRBから作成。

第1-2-1-32 図 日米家計部門の債務償還年数の推移

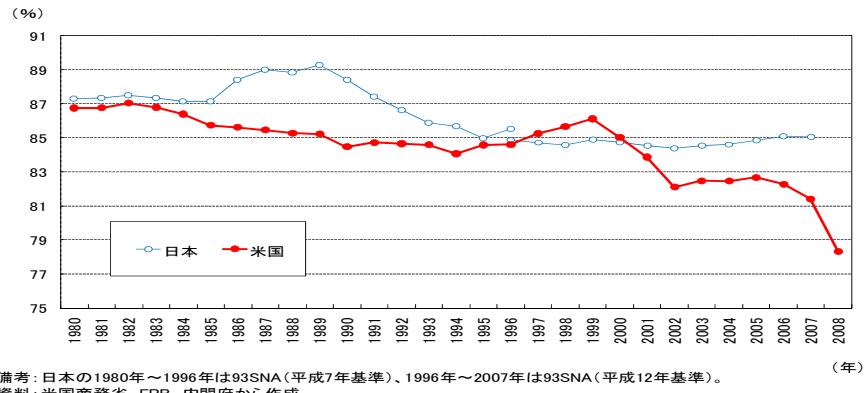


備考：1.債務償還年数＝借入／総貯蓄。

2.日本の1980年～1996年は93SNA(平成7年基準)、1996年～2007年は93SNA(平成12年基準)。

資料：米国商務省、FRB、内閣府から作成。

第1-2-1-33 図 日米家計部門の純資産比率(対総資産比)



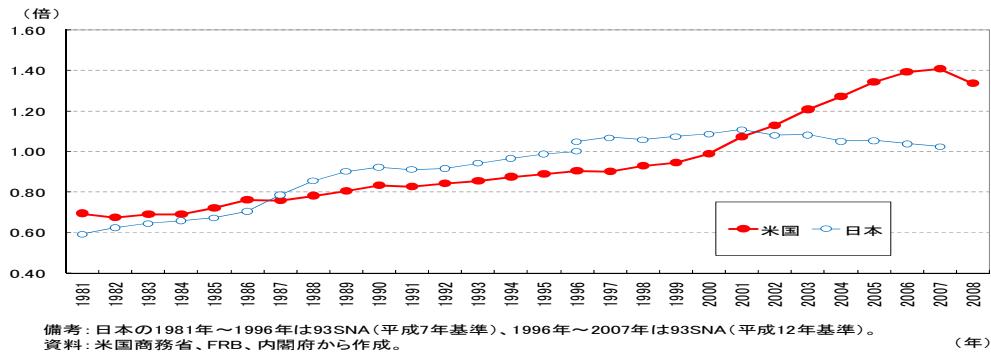
## ②住宅バブル崩壊による金融危機が個人消費に及ぼす影響

住宅バブル崩壊による金融危機は、それまで巨額の借入れに依存していた米国家計部門の消費を転換させることになった。先に見たとおり、雇用環境が悪化する中で、米国家計部門は、消費を抑制し、債務調整の動きを強め、貯蓄率を上昇させている<sup>24</sup>。米国家計部門のバランスシートの推移を見てみると、負債残高の総可処分所得比は、ピークである2007年の1.41倍から、2008年末には1.34倍に低下しているが、過去の水準やバブル経済時の日本と比較すると、明らかに過剰債務の状態に陥っている(第1-2-1-34図)。米国家計部門では、資産の急速な減少に比して負債の圧縮はさほど進んでいないため、純資産が大幅に減少している(第1-2-1-28表)。住宅バブル崩壊による金融危機に伴う純資産価値の減少は、米国の実体経済にどの程度の影響を及ぼしているのか、純資産要因に加えて、所得要因、金利要因を説明変数とする個人消費関数を推計し、試算してみると、2007年第4四半期以降の純資産額の減少は、実質GDPベースの個人消費を2.2%程度下押ししたことが確認される(第1-2-1-35図)。米国家計部門は、雇用環境が悪化し、資産価格が下落する中で、過去に膨らませてきた債務の調整を図つていかなければならぬ<sup>25</sup>。今後、個人消費の減少だけでも過去の米国実質GDP成長率の巡航速度3%を打ち消すだけのマイナス圧力が作用する可能性もある。OECDによれば、これまで3%前後で推移していた米国の潜在成長率は、2010年には2.3%まで下落する見通しとなっている(第1-2-1-36図)。FRBによる金融緩和政策やオバマ政権による財政政策(「(4) 米国の経済・金融問題に対する対応」参照)の効果といったプラスの側面もあるものの、持続的な回復基盤が形成されるまでには、まだ相当の時間がかかるものと思われる。

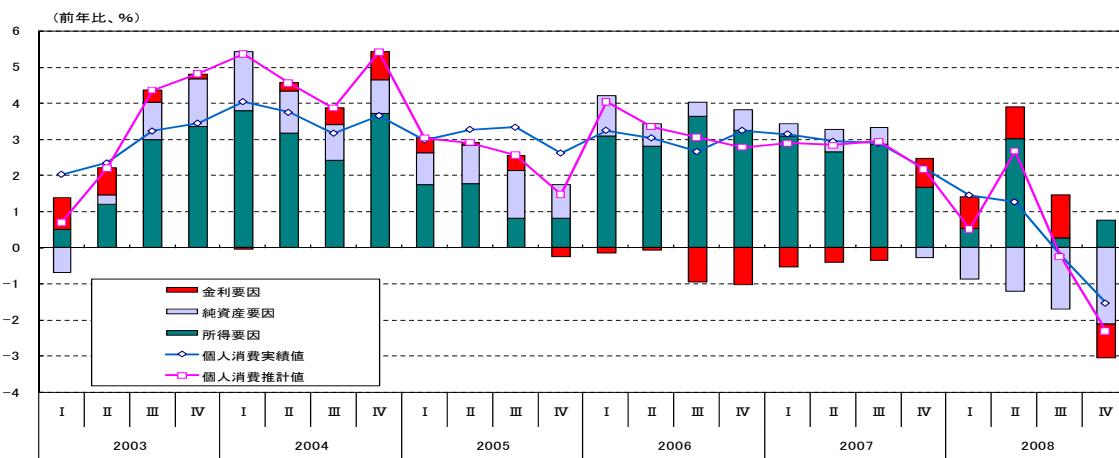
<sup>24</sup> 米国の事業再生コンサルティング会社「アリックスサポートナーズ LLP」が、3月に全米で5,000人にアンケートを行い、収入をどのくらい貯蓄に回すか聞いたところ、今の不況が終わっても収入の14%強を貯蓄に回す、と回答している。また、37%の回答者が向こう2～3年間、18%が4～5年間にわたり支出を抑えると回答している(日本経済新聞2009年6月1日朝刊)。

<sup>25</sup> 住宅価格下落に伴う消費減少が非常に大きいという点を早くから指摘していたFeldstein(2009), “RETHINKING THE ROLE OF FISCAL POLICY”は、負の資産効果により年間4,000億ドル消費が抑制されると試算している。なお、John N Muellbauer(2008), “Housing wealth and consumer spending”は、住宅の資産効果は主に信用チャネルを通じて働くとし、英国市場についてライフサイクルモデルの現代版に基づいて実証すると、信用市場の自由化が所得に対する消費比率を押し上げ、結果て住宅資産効果が消費を押し上げるため、信用チャネルと住宅価格の下落は消費にマイナスの影響をもたらし、それは日本やドイツと比べて大きいとしている。

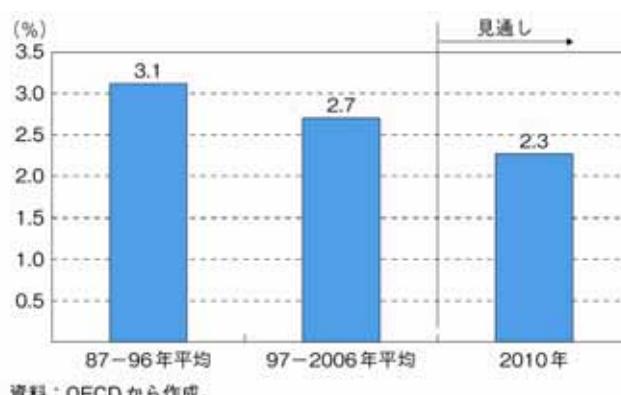
第1-2-1-34図 日米家計部門の負債残高(対可処分所得比)推移



第1-2-1-35図 個人消費の要因分解



第1-2-1-36図 潜在成長率の推移



#### (4)米国の経済・金融問題への対応

2009年2月以降、オバマ政権は、実体経済、金融システム、そして金融・経済危機の根源といえる住宅市場問題への対策を打ち出していく。以下では、これら政策と関連事項について整理する。

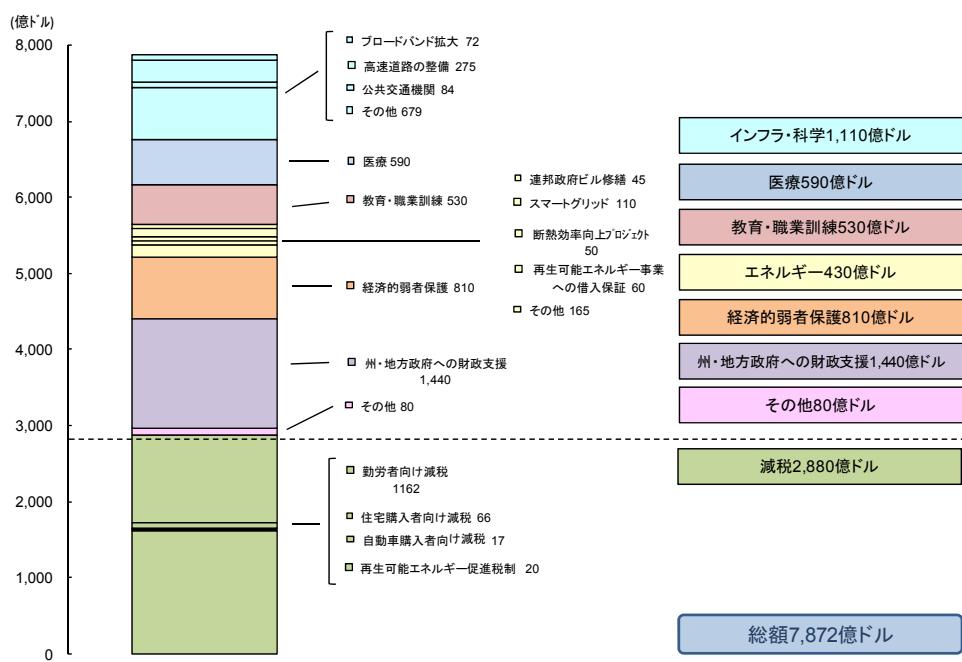
##### ① 景気対策(米国再生・再投資法)

2009年2月17日に総額7,872億ドルに修正された景気対策法案が成立した。この景気対策は、米国の名目

GDP(約14兆ドル:2007年)の5.7%に相当する過去最大の規模であり、2年間で350万人以上の雇用創出を目指している。また、足元の景気対策だけではなく、将来の成長の基盤となる再生可能エネルギー、教育、医療などへの投資が計画されている(第1-2-1-37図)。

議会予算局によれば、2009年に支出されるのは全体の25%、2010年で50%とされており、対策の規模は大きいものの、市場では、景気の悪化に早期に歯止めをかけるには時間が掛かり過ぎるとの見方もある<sup>26</sup>。一方、米国政府は2009年5月13日、景気対策法の進捗状況を公表し、2009年5月5日までの77日間で、880億ドル以上を投入し(実際の支出額は285億ドルで総額の3.6%)、15万人の雇用を創出したとしている<sup>27</sup>。

第1-2-1-37図 米国再生・再投資法

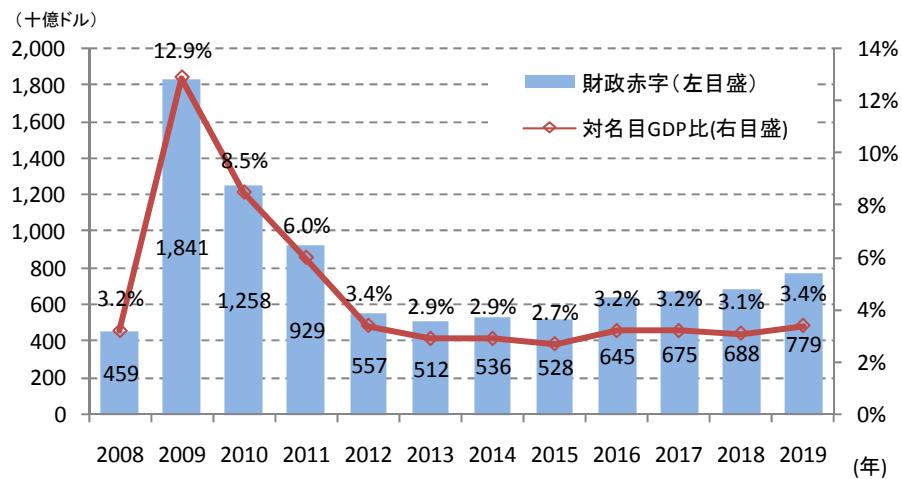


米国財務省は、2009年5月に、2009年会計年度の最初の7ヵ月間(2008年10月から2009年4月)の財政収支が、過去最大となる約8,023億ドルの赤字となったと発表した。これは、オバマ政権の金融危機対策等の支出が膨らんだことが要因である。行政管理予算局は、財政赤字の見通しを発表しているが(第1-2-1-38図)、2009会計年度(2008年10月から2009年9月)の財政赤字は1兆8,410億ドルに達し、対名目GDP比で12.9%となるとしている。

<sup>26</sup>細尾忠生(2009)「オバマ大統領の経済対策」。

<sup>27</sup> ホワイトハウスWebサイト。

第1-2-1-38図 米国の財政赤字の見通し

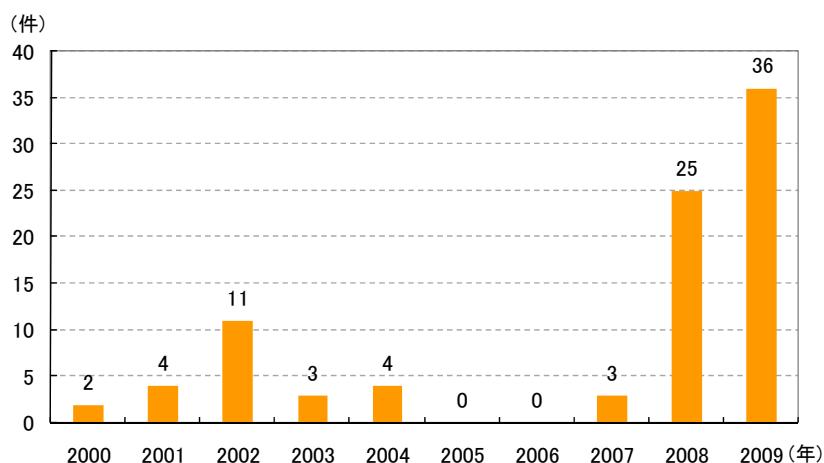


資料：米国行政管理予算局(Updated Summary Tables May, 2009)から作成。

## ② 金融安定化計画

2008年以降、JPモルガン・チェースによるベアースターンズの買収や、バンク・オブ・アメリカによるメリーリンチの買収、リーマン・ブラザーズ、ワシントン・ミューチュアル等の経営破たん、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの銀行持株会社への移行等、商業銀行と投資銀行の再編・淘汰(どうた)が進んできた。米国における破たん金融機関数を見ると、2009年の5月末時点で36件となっている。この時点で、既に2008年の年間破たん件数である25件を上回り、かつてない早いペースで増加していることから(第1-2-1-39図)、政府主導による以下の四つの柱からなる第二次金融安定化計画<sup>28</sup>に基づいて危機対策を進めている。

第1-2-1-39図 米国における破たん金融機関数の推移



備考：2009月は、5月末までの値。  
資料：米連邦預金保険公社から作成。

### (a) 金融安定化信託

資本支援プログラム(CAP)のもと、資産規模1,000億ドル以上の大規模銀行に、さらなる景気後退を想定した

<sup>28</sup>米国財務省、FRB、財務省等のWebページ等から作成。

際の貸出しの継続や、損失の吸収に必要な資本を有しているか否かを評価する包括的なストレス・テスト(資産査定)の実施を義務付けた。同時に、バランスシートの透明性と情報開示の向上も求められている。ストレス・テストによって、追加資本が必要と判断された場合、市場での増資を実施するまでのつなぎとして、普通株への転換権付優先株による資本支援プログラムへの参加を認めている。

2009年5月7日にFRBが発表したストレス・テストの結果では、19社中10社が資本不足と判断され、不足額は総額で746億ドルであった。

(b) 官民投資プログラム(PIP)

金融機関のバランスシートから不良債権、非流動資産(Legacy Asset)を取り除き、クレジット・フローを改善するとともに、証券化市場の機能の回復を通じて、金融システムの安定化・機能向上を図ることを目的とし、米国財務省(不良資産救済プログラム(TARP)資金から最大1,000億ドルを拠出)、連邦預金保険公社(FDIC)、FRBと民間投資家の資本を用いたファンドの立ち上げ。

(c) 消費者・企業への貸出し対策(上限1兆ドル(うち、TARP資金1,000億ドル))

FRBによるターム資産担保証券融資ファシリティー(TALF)<sup>29</sup>への米国財務省の拠出枠額を200億ドルから1,000億ドルに拡大するとともに、担保貸付の上限を従来の2,000億ドルから1兆ドルに拡大する。また、適格担保を、各種個人向けローン(消費者ローン、自動車ローン等)を裏付けとした新規発行のAAA格資産担保証券(ABS)から商用不動産担保証券(CMBS)まで拡大する。

(d) 住宅ローン関連支援と差押え回避計画

金融安定化計画に参加する金融機関に対する差し押さえ軽減策への参加要請や、住宅ローン借換えプログラムへの参加要件の緩和、金利支払いの軽減等による住宅ローン借り手支援等を主な内容とする。

(i) 低利ローンへの借換え支援

政府系住宅金融機関(連邦住宅抵当公社(ファニー・メイ)、連邦住宅貸付抵当公社(フレディ・マック))が提供するローンを利用する最大400万から500万人の住宅保有者を対象に、住宅ローンの借換えの支援を行う。

(ii) 住宅保有者安定化インシアティブ

住宅ローンの返済難に陥っている最大300万から400万人の住宅保有者の安定化に向けて、総額750億ドル(うち、500億ドルはTARPから拠出し、残りの250億ドルはファニー・メイとフレディ・マックが負担<sup>30</sup>)の公的資金を拠出する。

(iii) ファニー・メイ・フレディ・マック支援

2008年7月に成立した住宅公社支援法に基づき、ファニー・メイ、フレディ・マック両公社に設定している資金注入枠を、合計で2,000億ドルから4,000億ドルに拡大する。

なお、上記TARPは、リーマン・ショック後の2008年10月3日に成立した緊急経済安定化法に盛り込まれている。TARPは、金融機関から不良債権を買い取るプログラムであり、最大7,000億ドルが割り当てられている。

2009年5月20日に米国財務省は、TARPのまだ利用されていない公的資金枠が987億ドルあり、金融機関への資本注入分から250億ドルの返済を受ける見通しであるとした。既に使途が決定している拠出先は以下のとおりとなっている(第1-2-1-40表)。

<sup>29</sup>2009年3月3日に米連邦準備理事会(FRB)と米国財務省が導入を発表した資産担保証券(ABS)市場の機能の回復のための制度。

<sup>30</sup>2008年9月7日にファニー・メイとフレディ・マックは政府の管理下に置かれた。

第1-2-1-40表 米国財務省のTARP資金の拠出先

	(億ドル)
救済支援対策	1,633
アメリカン・インターナショナル・グループへの出資	700
シティグループ、バンク・オブ・アメリカへの出資	525
自動車メーカーへの出資	358
自動車部品メーカーへの出資	50
資本注入計画(CPP)	2,180
住宅・流動性支援対策	2,200
住宅貸出対策	500
ターム物資産担保証券ローンファシリティー(TALF)	800
中小企業応ローンを裏付けとする証券の購入支援	150
官民投資プログラム	1,000
返済見通し額(金融機関への資本注入分から)	-250
計	6,013
残額計	987
合計	7,000

資料:米国財務省から作成。

## 2. 世界の縮図として多岐にわたる問題を抱える欧州経済

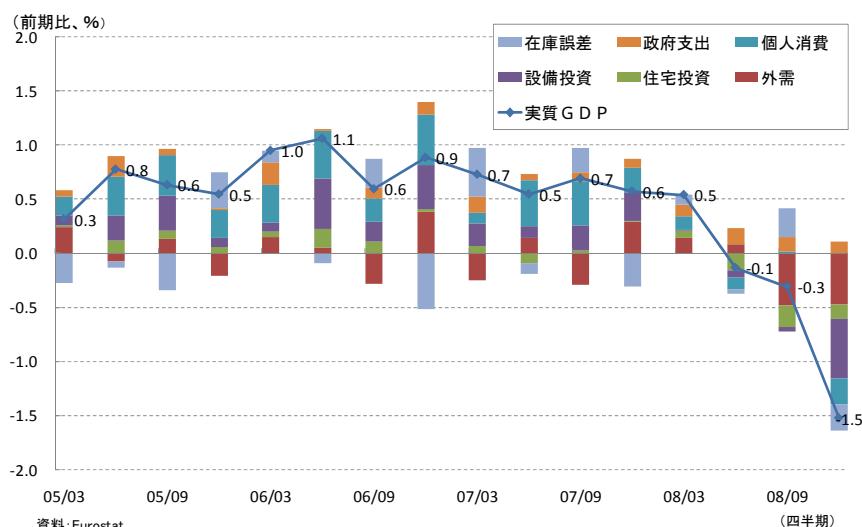
### (1) 欧州経済の現状

#### ① 金融危機後に景気後退に陥った欧州経済

世界のGDPの約3割を占めるEU27(以下、「EU」という。)経済<sup>31</sup>は、2004~2007年の間、実質GDP成長率が前年比2%を上回るという堅調さを維持してきた。その背景としては、欧州域内の貿易・直接投資の拡大、域内消費市場の拡大などが挙げられる。

しかしながら、EU経済は、米国サブプライム・住宅ローン問題の影響もあり、2007年秋頃から成長率が徐々に低下し、さらに、2008年9月のリーマン・ショック以後は景気が急速に悪化した。実質GDP成長率の推移をみると、2008年第2四半期の前期比マイナス0.1%から、同年第4四半期には同マイナス1.5%にまで落ち込んでいる(第1-2-2-1図)。需要項目別にみると、外需寄与度が大幅なマイナスとなったほか、設備投資や個人消費、住宅投資といった内需も総じて悪化した。

第1-2-2-1図 EUの需要項目別実質GDP成長率の推移



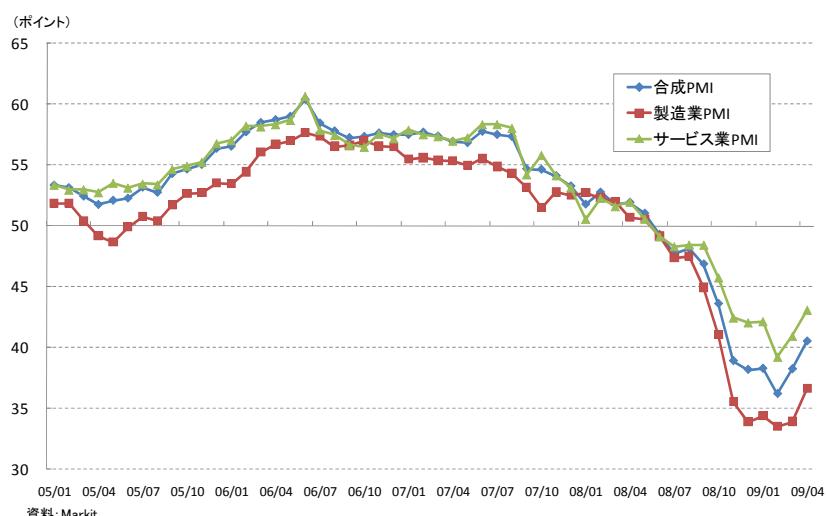
<sup>31</sup> IMF「World Economic Outlook Database」から作成。

## ②ユーロ圏経済の動向

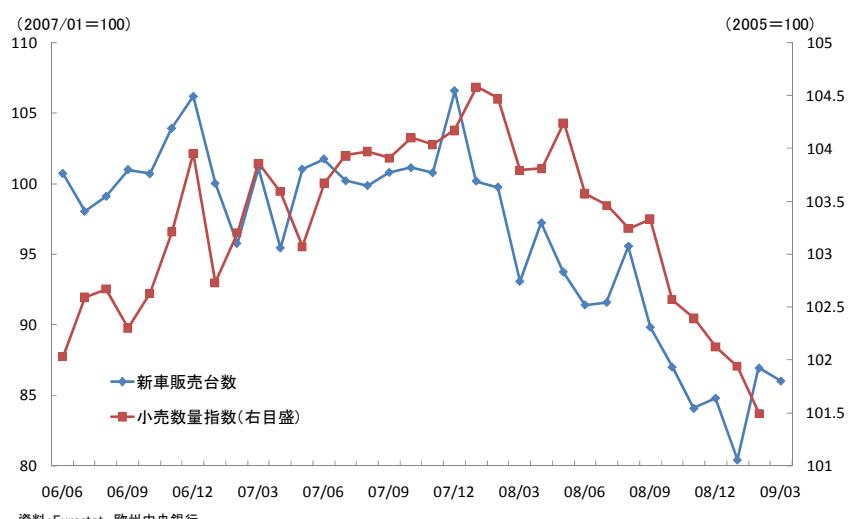
EU 経済の約 7 割を占めるユーロ圏経済<sup>32</sup>についてみると、2008 年第 4 四半期には輸出が前年同期比でマイナス 6.7%と大幅に減少し、実質 GDP 成長率は同マイナス 1.6%となった。輸出ウェイトの大きい米国や英国の景気悪化に加え、高い伸びを続けてきた中・東欧諸国やロシアなど新興諸国向けの輸出が急激に落ち込んだことによる。

また、内需も総じて減速している。外需の減少を反映し、企業の景況感は急速に悪化した。PMI 指数<sup>33</sup>の推移をみると、2008 年末から 2009 年初にかけて歴史的な低水準となっている（第 1-2-2-2 図）。個人消費も低調である。ユーロ圏の小売数量指数や新車販売台数は、2007 年末頃から低下傾向にあり（第 1-2-2-3 図）、市場の縮小を受けた雇用調整の加速や景気の不透明感によるものと考えられる。ユーロ圏の失業率の推移をみると、2008 年 3 月の 7.2%から 2009 年 4 月には 9.2%にまで上昇している（第 1-2-2-4 図）。欧州委員会の調査によると、景気の先行き見通しや将来の失業懸念を主因として、ユーロ圏の消費者信頼感指数は 2008 年 3 月にマイナス 33.7 ポイントと過去最低の水準を更新した（第 1-2-2-5 図）。雇用調整の進展により家計所得が圧迫されたため、個人消費の低迷は続くと見込まれる。

第 1-2-2-2 図 ユーロ圏 PMI 指数



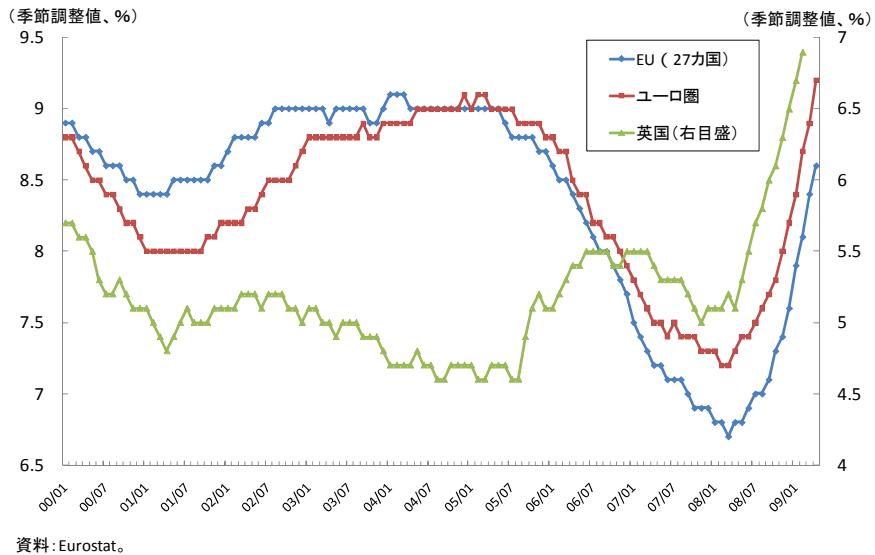
第 1-2-2-3 図 ユーロ圏小売数量指数・自動車販売台数の動向



<sup>32</sup> Eurostat。

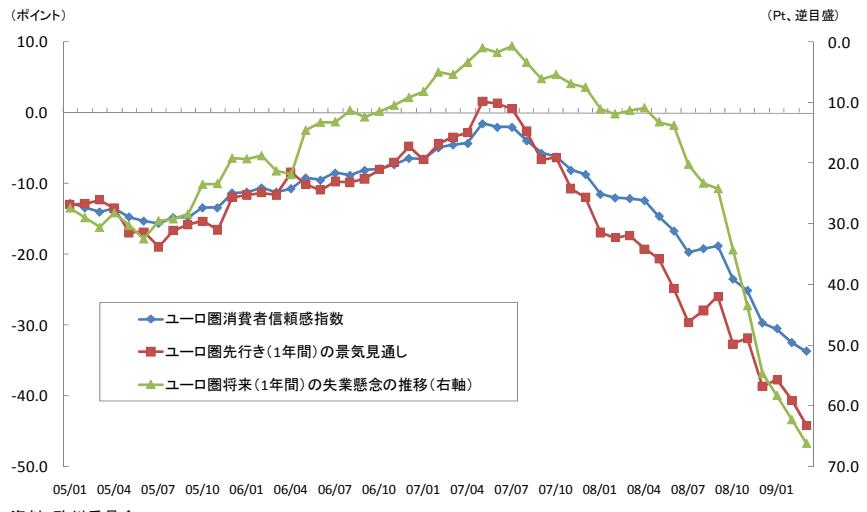
<sup>33</sup> PMI 指数とは、景況感を示す総合指数で企業の生産高、新規受注数、雇用等の変数動向を総合的に加重し、算出される。

第1-2-2-4図 失業率の推移



資料: Eurostat。

第1-2-2-5図 ユーロ圏消費者信頼感指数の推移



資料: 欧州委員会。

### ③主要国と中・東欧諸国の動向

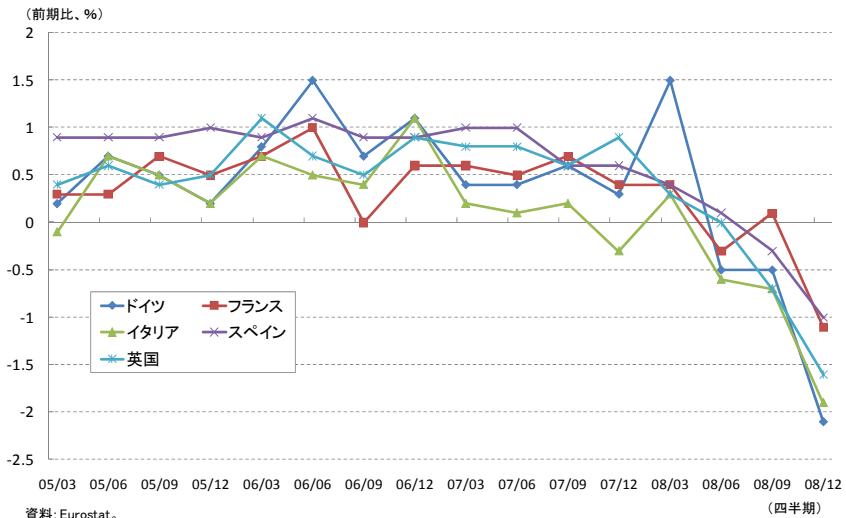
各国別にみても、2008年半ば以降、多くの国で景気後退局面に突入している。

まず、EU経済に占めるウェイトが高いドイツやフランス、イタリア、スペイン、英国といった主要国<sup>34</sup>は、2007年後半より景気が減速し、2008年第4四半期には軒並みマイナス成長に陥った（第1-2-2-6図）。英國では、個人消費や設備投資が減少したことに加え、在庫投資も大幅に減少した。これはユーロ圏とは異なる点であり、在庫調整が進んできている。

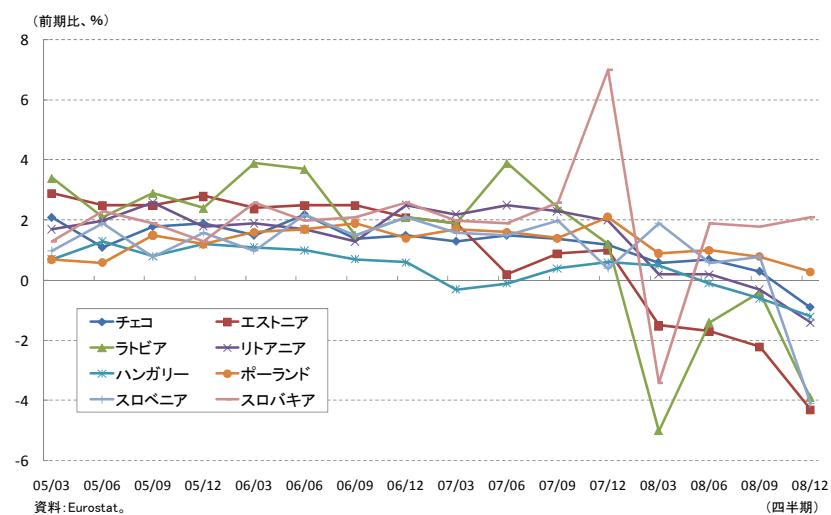
次に、中・東欧諸国についてみると、国により動向に差異はあるものの、チェコやハンガリー、バルト3国（エストニア、ラトビア、リトアニア）などで実質GDP成長率が2008年第4四半期にマイナスとなっているほか、ポーランドでも景気の減速傾向がみられている（第1-2-2-7図）。

<sup>34</sup> 2008年時点では、EU全体の実質GDPのうち、ドイツの割合は20.9%、フランスは同15.4%、イタリアは同11.8%、スペインは同7.5%、英国は同17.9%となっている。

第1-2-2-6図 ユーロ圏主要国及び英国の実質GDP成長率の推移



第1-2-2-7図 中・東欧諸国の実質GDP成長率の推移



#### ④金融危機を契機に進む“負の連鎖”

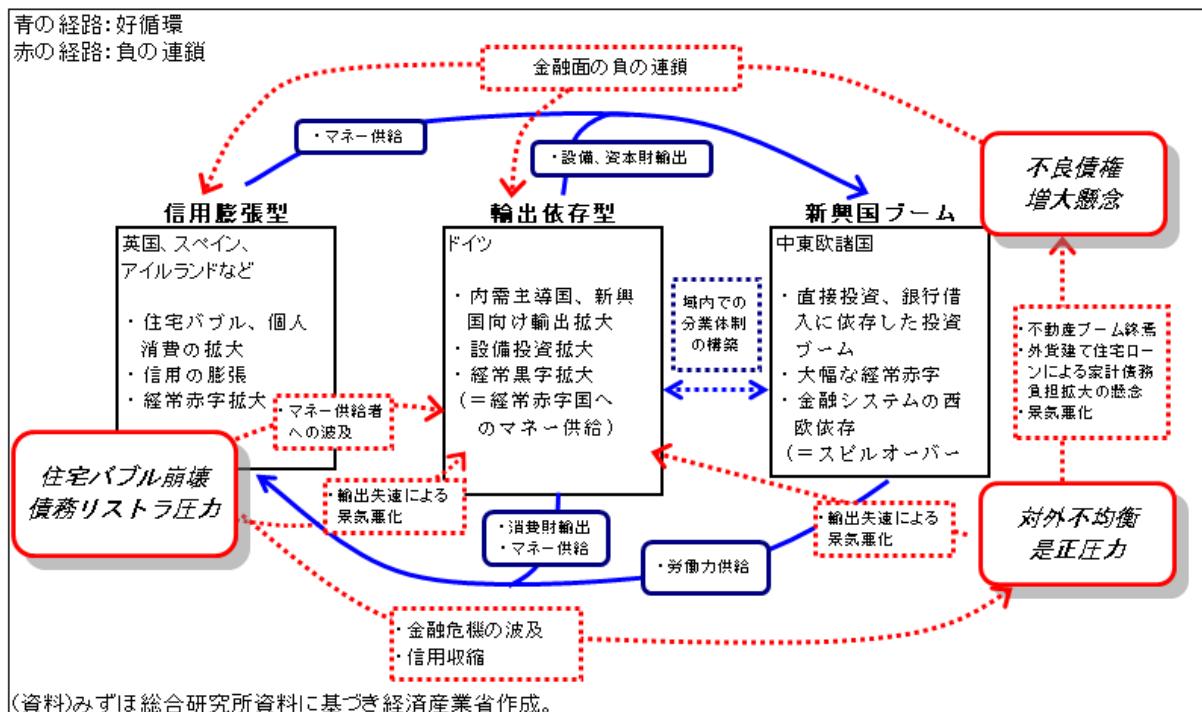
このように、ユーロ圏主要国や英国、中・東欧諸国など、多くの国が景気後退局面に突入しているが、景気が悪化した背景は国により異なっている。

欧州経済はこれまで、域内経済の一体化が進むなかで、域内各国が相互に好影響を及ぼしながら堅調な経済成長を遂げてきた。こうした相互作用は複雑かつ重層的であるが、域内各国の主な特徴を整理すれば、①英国やスペインなど、内需主導で景気を拡大させ、他の域内諸国の輸出の受け皿になってきた諸国、②ドイツのように、域内の内需主導型諸国向けを中心に輸出を拡大する一方、中・東欧諸国に直接投資や融資の形で成長資金を供給してきた諸国、③中・東欧諸国のように、高い成長期待を背景に域内諸国からのマネーフローを拡大させることで、成長原資を確保してきた諸国、である。

ところが、米国サブプライム・住宅ローン問題や金融危機を契機に、こうした好循環=正の連鎖が逆転し、負の連鎖が加速した。具体的には、①英国やスペインなどは、内需拡大の過程で住宅バブルに沸いた「信用膨脹型」の諸国であり、金融危機によりバブルが崩壊、これが逆転した、②ドイツは「輸出依存型」であり、内需主導国や中・東欧諸国の景気減速により輸出が縮小し、経済の主たる牽引役を失った、③中・東欧は、拡大する経常赤字を海外からの資金流入によりファイナンスしてきた言わば「新興国ブーム型」であり、資金供給国の景気悪化により成長原資が得られなくなった（第1-2-2-8図）。

以下では、上記の①～③のパターンについて代表的な例を取り上げ、その特徴を述べる。

第1-2-2-8図 EU域内経済における好循環と負の連鎖



## (2)信用膨張型の国々

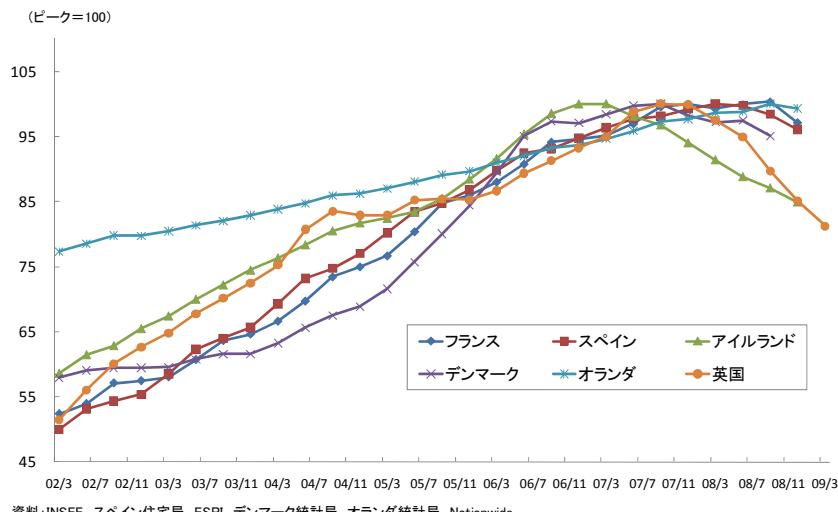
### ①内需拡大と住宅ブーム

信用膨張型に分類される国々の主な特徴は、内需主導の景気の拡大と住宅価格の長期にわたる上昇のなかで（第1-2-2-9図）、住宅市場が調整局面に入り金融危機の影響が広がると、信用収縮と家計のバランスシート調整圧力が一気に高まり、景気が急速に冷え込んだ点である。その代表的な国々は、英国やスペイン、アイルランドなどである。

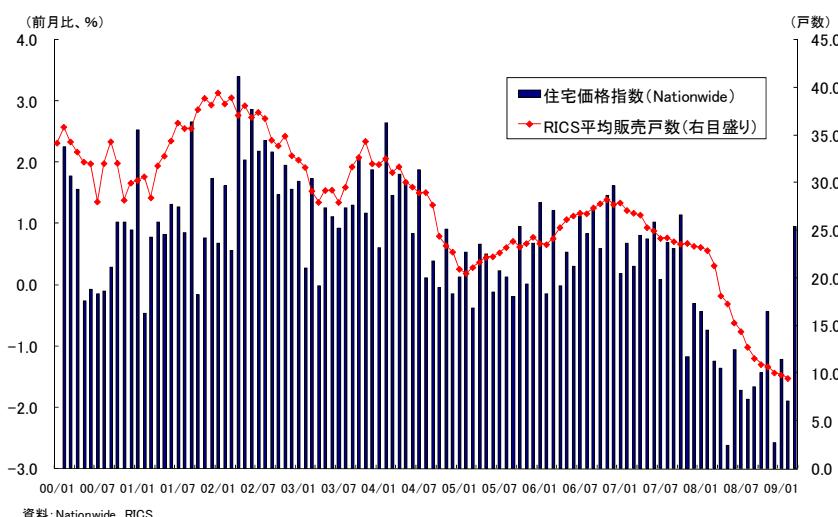
例えば、英国では、経済成長とそれに伴う家計収入の拡大、低インフレを背景とした金利水準の低さ、海外投資家からの資金流入などにより、住宅市場が活況を呈しており、住宅価格も上昇を続けていた（第1-2-2-10図）。住宅価格の高騰が進むと、住宅の新規取得に向けた住宅ローンの貸付は頭打ちになったものの、住宅取得者が住宅の純資産価値（資産価値から住宅ローンの融資残高を差し引いた価額）部分を担保として借り入れを積み増し、それを消費に向けたことにより個人消費が拡大してきた。

また、スペインでは、ユーロ圏に参加して以降、他の主要なユーロ圏諸国よりも国内のインフレ率が高めの水準であった。一方で、ECBに一元化された金融政策により低金利が維持されたことなどもあり、企業の設備投資や生産活動が活発化し、雇用と個人消費の拡大につながった。また、実質的なローン金利の低下が住宅需要を喚起し、長引く低金利により過剰流動性を抱えた金融機関が運用先として住宅ローンに着目したこともあり、住宅投資が拡大してきた。

第1-2-2-9図 英国及びユーロ圏主要国における住宅価格の推移



第1-2-2-10図 英国における住宅市場の動向



## ②世界金融危機の影響

しかしながら、住宅市場の反転や金利上昇等を背景に、両国の経済状況は急速に悪化した。

英国では、家計の可処分所得に対する借入残高比率が2008年には150%台にまで上昇した一方、1990年代前半に10%前後で推移していた貯蓄率は5%を下回る水準にまで低下した（第1-2-2-11図）。家計の債務負担が増大しているのはスペインも同様である（第1-2-2-12図）。英国やスペインにおける住宅ローンは変動金利が中心であり<sup>35</sup>、2000年代中頃以降からの金利上昇などの影響もあり、家計債務は顕著に拡大した。

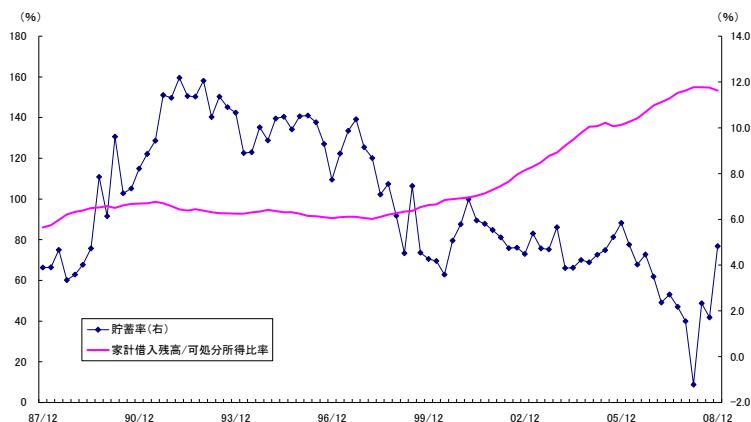
こうしたなかで、米国サブプライム・住宅ローン問題や世界金融危機の影響により、金融機関の資金調達環境が悪化し、金融機関は貸出姿勢を急速に厳格化した。英国では、家計向け有担保融資のデフォルト率が上昇し、これに伴い家計向け融資への姿勢が厳格化したほか（第1-2-2-13図）、ユーロ圏金融機関も住宅ローン・消費者ローンとともに貸出姿勢を厳格化し（第1-2-2-14図）、2008年11月以降は貸出残高の

<sup>35</sup> European Mortgage Federation, "Study on Interest Rate Variability in Europe"

減少も見られている（第1-2-2-15図）。

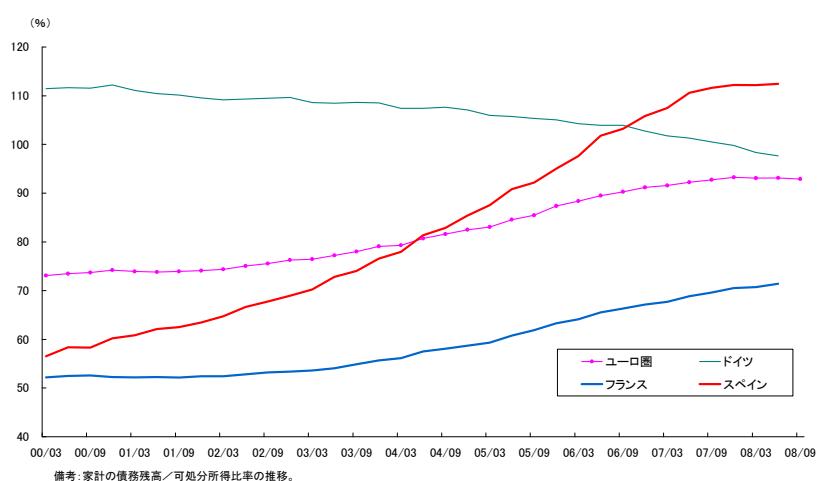
内需の落ち込み等を背景に企業業績の悪化と雇用調整が進み<sup>36</sup>、雇用所得の減少が個人消費をさらに低迷させるという厳しい局面に陥っている。

第1-2-2-11図 英国における家計の債務負担と貯蓄率の推移



資料：英国ONS。

第1-2-2-12図 ユーロ圏主要国における家計の債務負担の動向

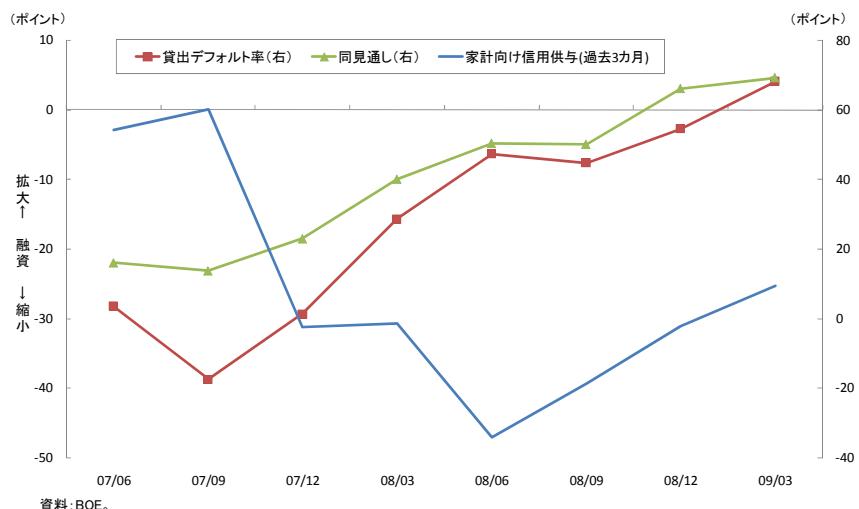


備考：家計の債務残高／可処分所得比率の推移。

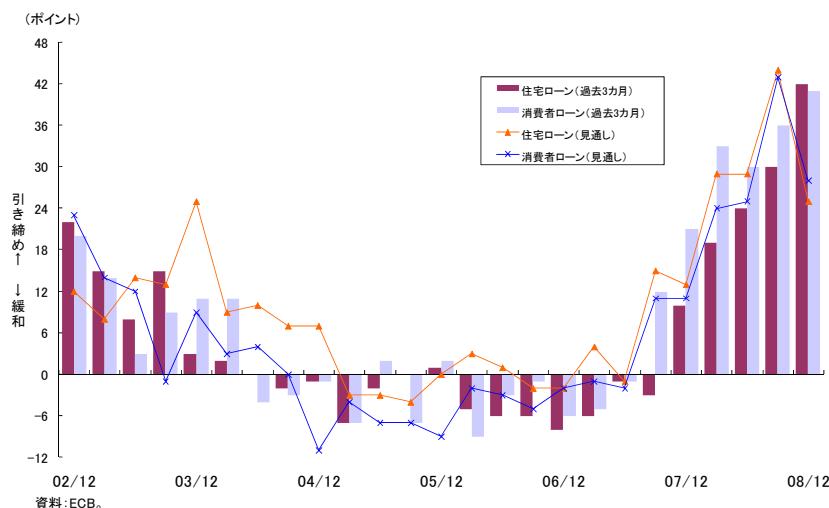
資料：Eurostat、各国中央銀行等。

<sup>36</sup> EU諸国の中でも特にスペインは失業率の上昇が著しい。スペインでは、雇用者数全体における有期雇用契約の割合が3割前後と高い水準にあり、景気の悪化に加え、こうした雇用慣行が失業率の急速な上昇の一因になっていると考えられる。

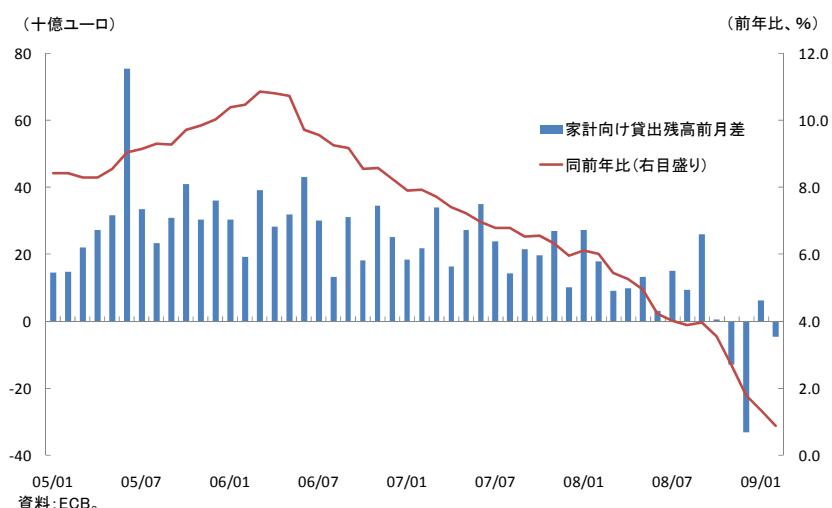
第1-2-2-13図 英国金融機関の融資姿勢とデフォルト率



第1-2-2-14図 ヨーロ圏金融機関の家計向け貸出姿勢



第1-2-2-15図 ヨーロ圏金融機関の家計向け貸出残高の推移

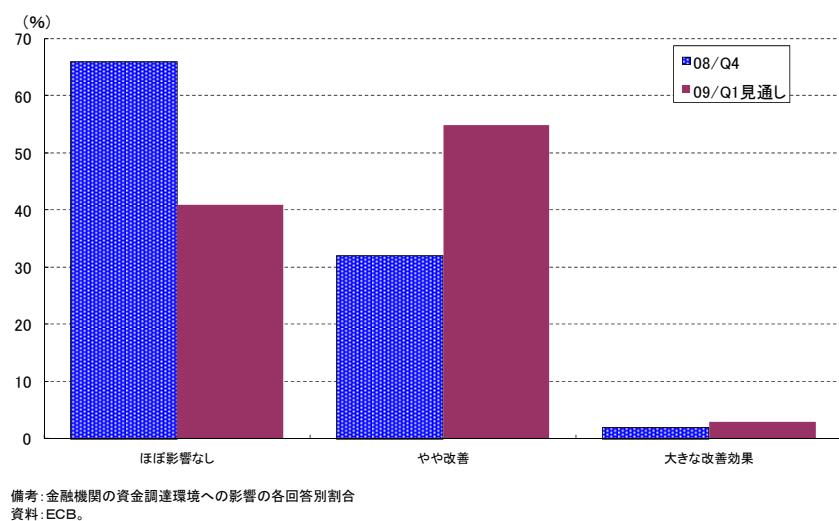


### ③金融安定化策の効果

これら諸国の経済は依然として厳しい状況にあるものの、足元では金融機関の貸出姿勢に改善の兆しが始めている。まず、英国では、2009年第1四半期の家計向け有担保信用供与（住宅ローン等）は前期に続いて厳格化されたが、先行き3か月については信用供与を拡大するとの見通しが示された<sup>37</sup>。また、ユーロ圏においても、足元では金融機関の引き締め姿勢に小幅ながら緩みがみられている（第1-2-2-14図）。背景には、各国政府により打ち出された金融安定化策の効果があると考えられる。欧州中央銀行（ECB）によれば、政府支援によるユーロ圏金融機関の資金調達環境に対する影響について、2008年第4四半期時点では金融機関の資金調達環境に「ほとんど影響しない」との回答が7割近くであったが、2009年第1四半期の見通しでは6割弱が「幾分改善する」との回答であった（第1-2-2-16図）。

足元では、ユーロ圏企業の景況感なども悪化の度合いに緩和がみられており<sup>38</sup>、また、英国では住宅の新規購入問合せ指数に改善もみられている<sup>39</sup>。金融システムの機能が回復していけば、現在の歴史的な低金利の恩恵が企業、家計に及び、徐々に景気が下支えされる可能性がある。

第1-2-2-16図 政府支援によるユーロ圏金融機関の資金調達環境への影響



### (3)輸出依存型の国々

#### ①域内向けをはじめとする輸出の急速な落ち込み

輸出依存型の国の特徴は、主にEU域内向けの輸出の拡大とそれに伴う設備投資の拡大が、国内景気を牽引してきたが、2008年末からの輸出環境の急変により域内貿易量が縮小し、景気が急速に冷え込んだことにある。代表的な例はドイツである（第1-2-2-17図）。

これらの国々は、英国やスペインなどの内需主導型諸国の内需悪化や、中・東欧諸国を中心とする新興諸国の景気減速により、2008年中頃より輸出が鈍化し、リーマン・ショック以降は輸出の伸びがマイナスに陥った（第1-2-2-18図）。ドイツの輸出の伸びについて、輸出国・地域別寄与度の推移をみると、ユーロ圏諸国向け及びユーロ圏以外のEU諸国向けの輸出が縮小している（第1-2-2-19図）<sup>40</sup>。

<sup>37</sup> Bank of England, "Credit Conditions Survey"

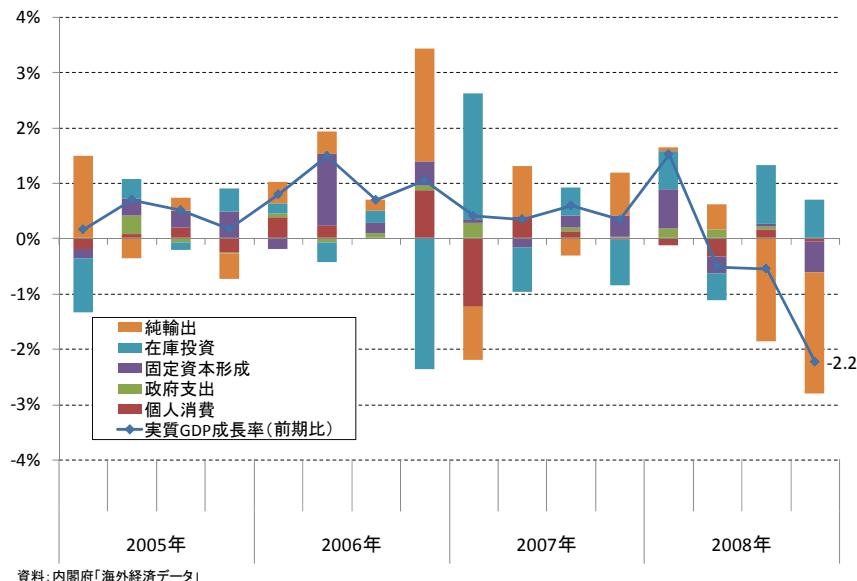
<sup>38</sup> 「第1-2-2-2図 ユーロ圏PMI指數」参照。

<sup>39</sup> 英国不動産鑑定士協会（RICS）が公表する指標（「購入問合せ件数が増加した」－「減少した」）。

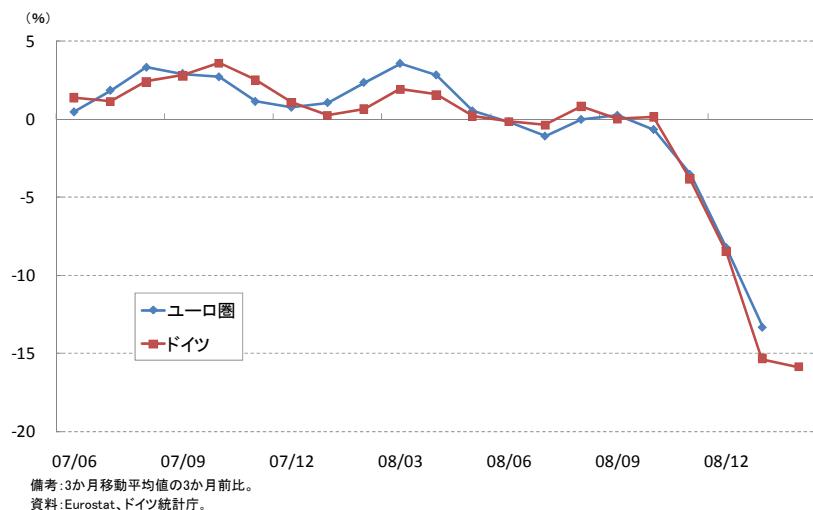
<sup>40</sup> また、2009年4月2日のロンドン・サミットにおいて「貿易信用への支援」が謳われたことから、こうした輸出の落ち込みは、貿易信用の収縮も大きく影響した可能性がある。景気悪化に歯止めをかけるには、各国政府による公的需用の創出だけでなく、グローバルな物流を再開させるための金融支援も非常に重要であると考えられる。

このような大幅な輸出の減少に伴い、ドイツでは生産調整が進められている。鉱工業生産指数の推移をみると、足元では、2009年3月に前月比マイナス0.4%の伸びとなっており、7か月連続の減産となった（第1-2-2-20図）。特に、工業部門が経済の中核となっていることから、2008年第4四半期において工業製品の減産が著しい。これは、同年第3四半期まで支えとなってきた受注残について、そのほとんどを生産し終えたことも影響している<sup>41</sup>。加えて、生産動向の先行指標となる製造業受注指数も大幅に落ち込んできている状況である（第1-2-2-21図）。足元では、2008年末にかけて大幅に積み上がった在庫の調整局面にあり、需要の落ち込みも続いているため、在庫削減には時間を要し、当面は減産基調が続くと考えられる。

第1-2-2-17図 ドイツの需要項目別実質GDP成長率の推移

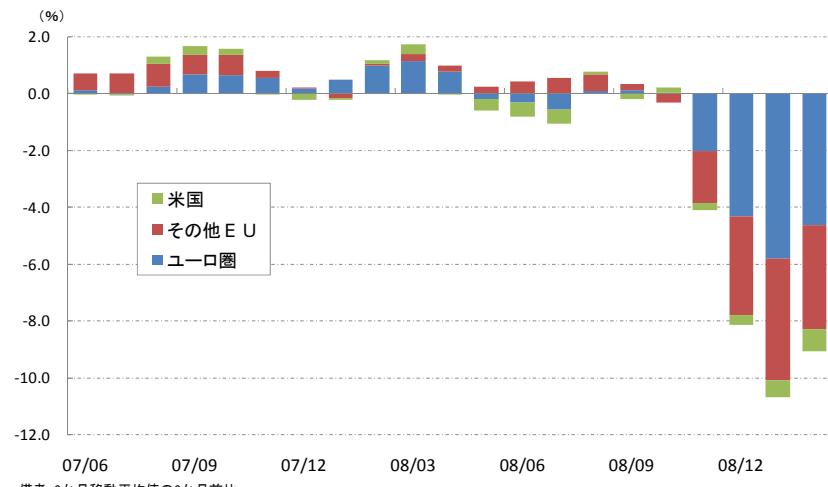


第1-2-2-18図 ユーロ圏及びドイツの輸出の推移

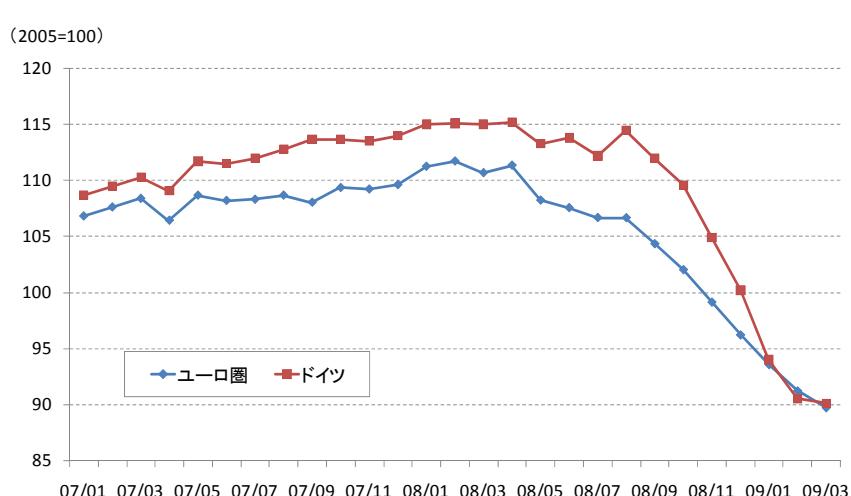


<sup>41</sup> Deutsche Bundesbank, "Monthly Report" February 2009.

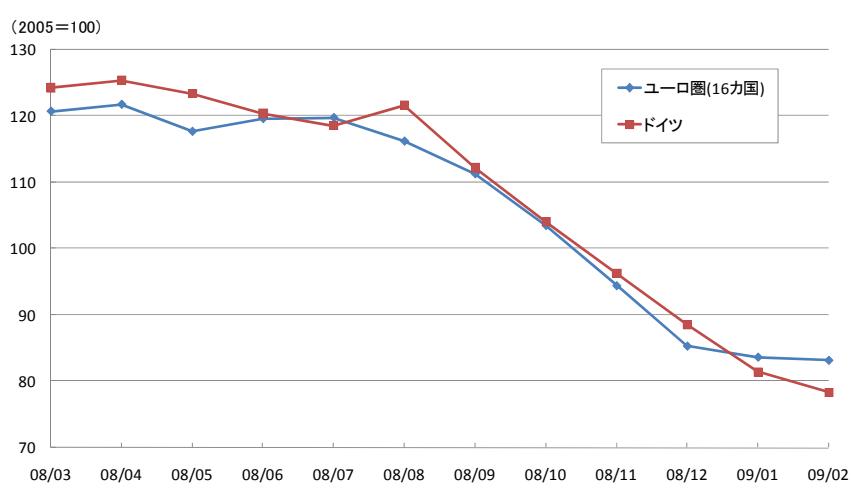
第1-2-2-19図 ドイツ輸出先（国・地域）別寄与度の推移



第1-2-2-20図 ユーロ圏及びドイツの鉱工業生産指数の推移



第1-2-2-21図 ユーロ圏及びドイツの製造業新規受注指数の推移



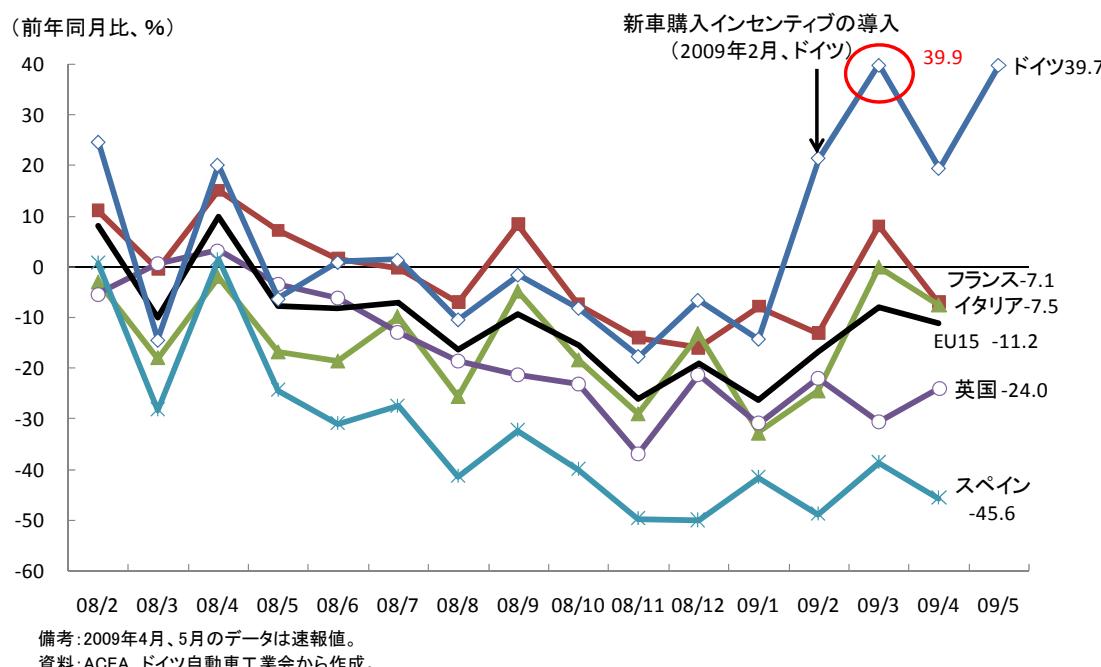
## ②景気刺激策への期待

こうしたなかで特に注視されるのが、自動車産業における生産調整である。自動車産業は他業種と多層的かつ密接に連携した生産体制を敷いており、他産業への波及効果が極めて大きい<sup>42</sup>。ドイツにおいては、自動車産業の新規受注は2008年7~12月に同年1~6月から2割以上減少しており、自動車産業の受注減は、ドイツ経済全体に大きな影響を及ぼしている。

このような状況を受けて、各国政府は景気刺激策を相次いで打ち出しており、ドイツにおいても新車購入インセンティブが導入されている。ドイツ政府が2009年2月に開始した新車購入インセンティブは、新車登録後9年超の旧型車から低排ガス車への買換えに2,500ユーロの補助金を支給するというものである。こうした政策が功を奏し、2009年3月のドイツ新車登録台数は前年比39.9%増と1991年以来最大の増加ペースとなった（第1-2-2-22図）。

もっとも、こうした政策効果の時限性には留意する必要がある。ドイツにおいては、申請の殺到を受けて補助金の予算枠を拡大し、期限を年末まで延長することを決定した。2009年2月の支給開始時の15億ユーロ（60万台相当）から50億ユーロ（200万台相当）となり、これは台数ベースでみれば2008年新車登録台数（309万台）の約3分の2に相当する。2009年後半にかけて需要の下支えとなる期待が高まる一方、需要の先食いとなり、申請期間後の需要低迷が懸念される。

第1-2-2-22図 ドイツにおける新車登録台数の推移



## (4)新興国ブーム型の国々

### ①域内向け輸出と西欧からの成長資金の流入

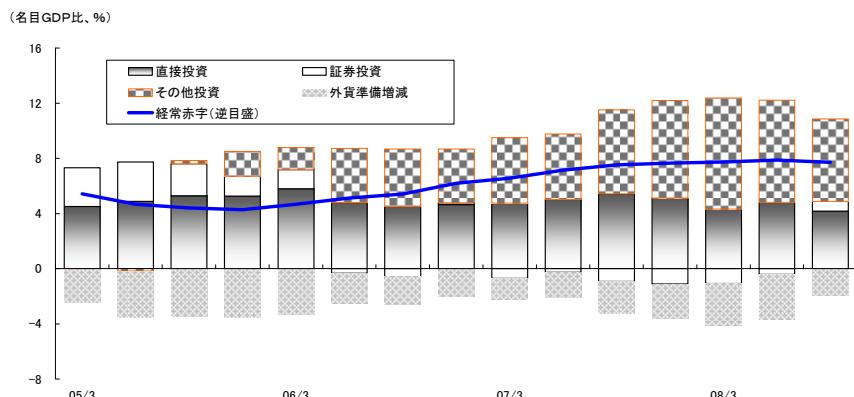
新興国ブーム型の諸国は、主に欧州域内の経済ネットワークに急速に組み込まれてきた中・東欧諸国である。これらの諸国には、主要輸出先であり成長資金の供給元である西欧の内需悪化や金融危機により、

<sup>42</sup> ドイツ連邦銀行によれば、ドイツの自動車産業における最終需要1単位の増加は、他の産業全体で2.2単位の売上をもたらすとされている。これは、鉄鋼業、化学産業に次ぐ影響の大きさである（Deutsche Bundesbank, “Monthly Report” February 2009）。

大きな外的ショックが及んでいる。

中・東欧など欧州新興諸国はこれまで、西欧を中心とする海外からの直接投資の拡大等を原動力として経済成長を続けてきた。また、特に近年は、西欧金融機関が子会社等を通じて積極的な事業展開を図り、中・東欧諸国の内需拡大のためのマネー供給を行ってきた。他方、中・東欧諸国は経常収支の赤字も拡大させてきた。中・東欧諸国の資本収支の推移をみると、従来からの対内直接投資に加え、近年は銀行借入などの「その他投資」が拡大してきており、西欧からの資金流入が中・東欧諸国の経常赤字をファイナンスするという構図になっていたといえる（第1-2-2-23図）。

第1-2-2-23図 中・東欧諸国の資本収支・経常収支（GDP比）の推移



備考：1. 後方4期平均で作成。  
2. 04年以降のEU加盟国(ユーロ参加国を除く)の合算。  
資料：Eurostat、各国中央銀行。

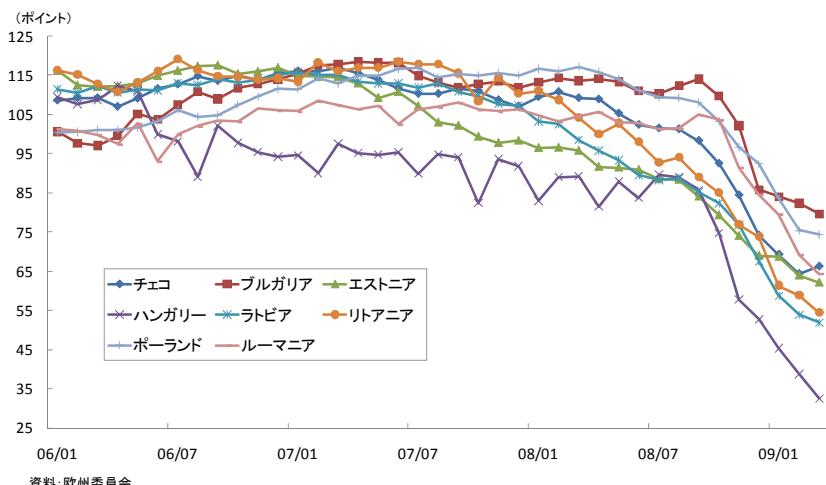
## ②域内経済悪化の複合的な連鎖の影響

こうしたなかで、2008年10月以降、ポーランドやチェコ、ハンガリー、バルト3国などで、企業の景況感は軒並み急速に悪化した（第1-2-2-24図）。背景には、まず、西欧からの対内直接投資を受け、自動車・同部品や機械等の製造業を中心に、欧州域内の分業体制が構築されてきたなかで、最終需要を創出してきた西欧諸国の景気減速により、外需が悪化したことがある。

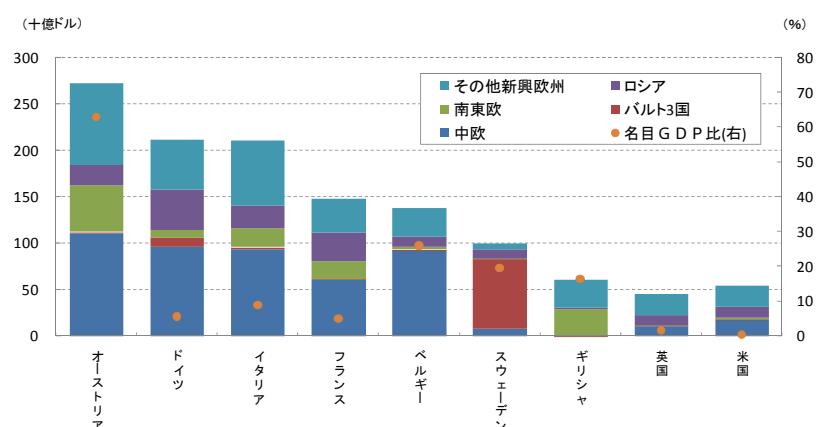
また、金融危機の影響により、西欧からの資金供給が細り、経済成長にブレーキがかかっていると考えられる。これまで、西欧諸国の金融機関は新興諸国向け与信を積極的に拡大してきた。従来から中・東欧諸国との関係が密接であったオーストリアやドイツのみならず、イタリアやフランス、ベルギー、スウェーデン等の金融機関も中・東欧諸国向けの与信残高の規模が大きい（第1-2-2-25図）。しかしながら、昨今の金融危機以降、西欧の金融機関は貸出姿勢を急速に厳格化している。ルーマニアやブルガリアといった南東欧諸国やバルト3国では、経常赤字がGDP比マイナス10～20%もの水準で過去数年間続いている。海外資金への依存度がかなり高い。また、中・東欧諸国の金融機関総資産に占める外資系、特にEU金融機関の割合は非常に高く（第1-2-2-26図）、西欧金融機関の貸出姿勢の厳格化の影響は大きいと考えられる。

また、近年は、住宅ローンを中心に家計の外貨建て借入が急増してきたことも懸念材料となっている（第1-2-2-27図）。中・東欧諸国では、その高い経済成長率や今後の成長期待から、各国の為替レートは通貨高基調が続いてきた。しかしながら、金融危機の深刻化を受けて、中・東欧諸国の経常赤字をファイナンスしてきた投資資金の逆流が起こったことなどもあり、為替レートは下落基調に転じた。これに伴い、家計負担が拡大し、当面は個人消費の回復が見込めない可能性がある。

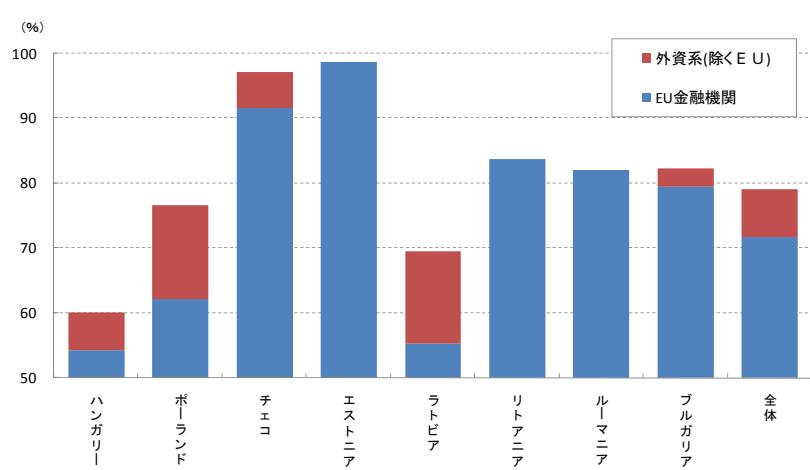
第1-2-2-24図 中・東欧諸国の景況感指数の動向



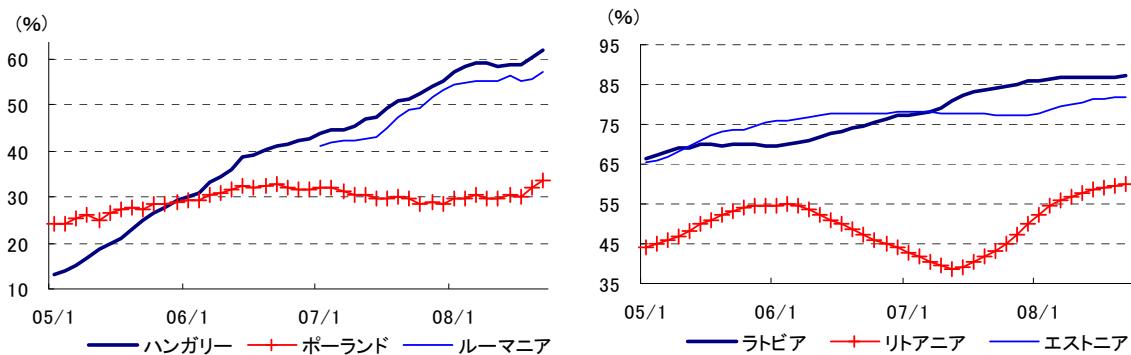
第1-2-2-25図 西欧金融機関の新興欧州向け貸出



第1-2-2-26図 中・東欧諸国の金融機関総資産に占める外資系のシェア



第1-2-2-27図 中・東欧諸国の家計における外貨建て債務の割合



### ③国際的な支援体制の拡充

欧州の景気の先行きは楽観できないものの、欧州経済におけるリスク要因であった中・東欧諸国においても若干ではあるが明るい材料がある。

IMF等は、昨年11月の金融危機の深刻化以降、中・東欧諸国への融資を行ってきており、2009年3月19~20日に開催されたEU首脳会議では、加盟国向けの金融支援枠を250億ユーロから500億ユーロに引き上げることが決定された。また、同年4月2日のロンドン・サミットでは、IMFの資金基盤強化を含む国際金融機関を通じた資金供給が合意された。

こうした国際的な支援等を背景に、中・東欧諸国のソブリンCDSスプレッドは低下しつつあり、通貨の下落基調にも歯止めがかかってきている。これは、中・東欧諸国が抱える外貨建て債務の膨張に歯止めをかけ、景気悪化に伴って増大が見込まれる財政赤字のファイナンスに対する懸念を緩和することに寄与すると考えられる。

ただし、中・東欧諸国が抱える問題が解決されたわけではない点には留意する必要がある。過去数年間のように、海外からの資金流入に強く依存した高成長は期待できず、今後は過大な経常赤字や対外債務の調整を余儀なくされる可能性がある。また、ユーロ圏・西欧諸国からみれば、景気の低迷が長引けば、中・東欧諸国向けの貸出資産の劣化が進み、西欧金融機関への重石となり続ける可能性があるほか、輸出面では中・東欧向けには高い伸びが期待できないことになる。

以上のように、EUでは、域内経済の一体化の進展などを背景に、金融、貿易、生産分業など様々なルートを通じて景気悪化の連鎖が生じた。一部で底打ちを模索する兆しが出始めているものの、雇用や住宅市場の調整は続いている。中・東欧諸国のリスクは依然として存在し、欧州経済の先行きは楽観視できない状況である。

このようなEU経済の減速は、我が国経済にも大きな影響を及ぼすものと考えられる。EUは、我が国輸出の15%前後を占める重要な貿易相手である。また、我が国の上場企業の海外における収益基盤をみると、売上高の地域別比率では、2007年度は欧州での売上高は国内外全体の8.5%を占め、また、経常利益では同6.8%を占めた。これは、米州やアジア・大洋州には及ばないものの、過去最高の水準である<sup>43</sup>。米国経済や近隣の中国を始めとする東アジア経済はもとより、欧州経済の今後の動向についても注視してい

<sup>43</sup> JETRO(2008)「貿易投資白書」。

く必要があろう。

### コラム3 ユーロ誕生 10 年の成果と課題

2009年1月1日、欧州の単一通貨ユーロはその誕生から10周年を迎えた。ユーロが導入された1999年当初は、ユーロの使用は、企業間の信用取引や為替、株式・債券、小切手、クレジットカードなどの非現金取引に限定されていたが、2002年1月からはユーロ紙幣・硬貨の流通が始まった。欧州中央銀行（ECB）は、ユーロ導入に先駆けて1998年6月に設立されている。

1999年に11か国（ベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、オーストリア、ポルトガル、フィンランド）の参加でスタートしたユーロは、その後、2001年にギリシャ、2007年にスロベニア、2008年にはキプロスとマルタ、そして2009年にはスロバキアが参加し、ユーロ圏は計16か国に拡大している。EU域内で進められてきた市場統合（ヒト、モノ、カネ、サービスの自由移動）とあいまって、人口約3億2,000万人の広大な経済圏が形成されている。

通貨統合という大事業に対し当初は様々な懷疑論があったが、その誕生から10年を経て、ユーロ導入の成果が確認されている。欧州委員会は、2008年5月に公表した資料で、次の点をユーロ導入の効果として強調している<sup>44</sup>。

①ECBによる金融政策の一元化と各国の財政政策の協調によるマクロ経済の安定

②物価（インフレ率）と金利の低位安定

③各国財政収支の改善

④為替リスクの消滅と域内越境取引コストの低下による域内経済・市場統合の進展（域内貿易・直接投資の拡大等）

⑤金融市场統合の進展（ユーロ建て社債発行による資金調達の活発化等）

⑥域外・グローバルな経済混乱に対する耐性の向上

⑦米ドルに次ぐ第二の国際通貨としての地位の確立

⑧1,600万人の雇用創出などである。

例えば②物価（インフレ率）と金利の低位安定については、ユーロ圏のインフレ率は1990年代に平均3%程度、70年代から80年代にかけては同8~10%であったが、ユーロ導入後の10年では平均して2%程度に低下した。また、名目金利も、80年代の平均12%、90年代の同9%から、過去10年は5%程度に低下している。2003~2008年の間に原油価格が3倍以上に高騰したことや、1999~2002年にかけて対米ドルでユーロ安が進展し輸入インフレの影響があったことを踏まえると、物価を低位安定させてきたECBの金融政策の舵取りを高く評価する向きもある<sup>45</sup>。

ユーロ圏域内における直接投資は、以前はユーロ圏GDP比約2割の水準であったのがユーロ導入後には同3割強の水準にまで拡大した。欧州委員会によれば、こうした域内直接投資の拡大の3分の2は、為替リスクの消滅といったユーロ導入の効果に起因しているとされている。

こうしたなかで、2008年9月以降に発生した金融危機は、一部の中・東欧諸国にユーロ参加のメリットを改めて認識させることとなった。多くの中・東欧諸国は経常赤字の規模が大きく、自国通貨の下落に

<sup>44</sup> European Commission, “EMU@10:Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union”, European Economy 2-2008.

<sup>45</sup> Deutsche Bank Research, “The euro turns ten” July 23, 2008。同レポートでは、このほか、物価の安定に向けたECBの金融政策について、その柔軟性や現実的な対応が高く評価されている。具体的には、①一時的な物価の上昇に対応するのではなく、中期の視点に基づいて金融政策の舵取りを行っていること、②2002~2003年にかけてデフレ懸念が生じた際、物価の安定の定義（政策目標）を、それまでのインフレ率「0~2%」から「2%以下だが2%に近い水準」へと変更したこと、である。

より対外債務が拡大するという苦境に陥った。為替リスクの解消・緩和に向けて、一部の中東欧諸国では、早期にユーロに参加することへの意欲が高まっている。

以上のようなメリット・成果が指摘されている一方、引き続き留意すべき課題もある。例えば、ユーロ圏各国のインフレ率や労働コストの水準に開きがあるなかでの金融政策の難しさである。EU 域内では市場統合が進められているものの、様々な技術的障壁の存在や各国の労働慣行等により、価格の調整機能は完全ではない。経済状況の異なる国が集まるユーロ圏の金融政策を一元化することの困難さは、既に 1999 年のユーロ導入前後に盛んに議論されている。今後、中・東欧諸国のユーロ参加などによりユーロ圏が更に拡大していけば、ECB は益々慎重な金融政策の舵取りを行うことが求められる。

また、これと関連して重要なのが、ユーロ参加国政府による財政・経済政策協調の推進である。EU では、安定・成長協定により、各国は財政赤字や政府債務残高を GDP 比でそれぞれ 3%以内、60%以内に抑えることが求められている。この点、ユーロ圏合計の財政赤字は、80~90 年代には平均で GDP 比 4%程度の水準にあったのが、2007 年では 0.6% にまで縮小し、過去数十年間で最も低い水準となった。しかしながら、景気減速・後退局面においては、各政府は自国の経済状況を優先せざるをえず、各国間での足並みの乱れも露呈する。昨今の金融危機への対応も含め、国際通貨ユーロとユーロ圏経済の更なる発展に向けて、参加国の政策協調は引き続き重要な課題となっている。

### 3. 内需拡大に向けかじを切る中国経済

#### (1) 存在感を高める中国経済

中国経済は、1978 年の改革開放<sup>46</sup>からの 30 年間で目覚ましい経済発展を遂げた。実質 GDP 成長率は、1979 年から 2008 年までの 30 年間で年平均 9.8% という高成長率となっており、これは 1953 年から 1978 年の改革開放前の平均成長率 6.1% を上回るだけでなく、我が国の高度経済成長期(1955 年から 1973 年の年平均成長率 9.2%)を期間、成長率ともに上回っている。

このような高成長が実現したのは、改革開放後から 1990 年前後までに、国内における農業セクターの生産が拡大されるとともに、農業生産以外の分野でも郷鎮企業<sup>47</sup>が成長したという国内の要因が挙げられる<sup>48</sup>。その後、対外経済開放による貿易の拡大により、さらなる成長が実現されることとなった。改革開放前の 1978 年にはわずか約 200 億ドルと世界第 29 位だった貿易総額は、2008 年には約 124 倍の約 2.6 兆ドルに拡大している。特に 2001 年に WTO に加盟した後の輸出額の増加は著しく、2008 年には、ドイツを上回り世界第 1 位の輸出大国となった。貿易収支は 1978 年から 1993 年までは、ほとんどの年で赤字だったが 1994 年以降は毎年黒字となり、黒字額も拡大し続けている。その結果、外貨準備高は 2006 年に我が国を上回り、2008 年末時点で 1 兆 9,460 億ドルと世界最大の外貨準備保有国となっている。

中国の名目 GDP は、1979 年から 2008 年までの 30 年間で約 82 倍となった。世界に占める名目 GDP の割合は 6.2%(2007 年)と米国、日本に次ぐ世界第 3 位の経済大国となっているが、IMF は、2010 年に中国の名目 GDP が日本を上回り世界第 2 位の経済大国となると予測するなど、今後中国経済の世界における位置づけはますます大きくなってくると考えられる(第 1-2-3-2 図)。

<sup>46</sup> 1978 年 12 月の中国共产党第十一期中央委員会第三回全体会議以降開始された中国国内体制の改革および対外開放政策で、広東省の深圳、珠海、汕頭、福建省のアモイ及び海南省に経済特区の設置等が実施された。

<sup>47</sup> 郷鎮企業は、郷営、鎮営の企業(郷、鎮は日本の村、町に相当)と、改革開放以降に生まれた農村部の個人・共同経営の企業の総称。

<sup>48</sup> Yasheng Huang(2008) "Capitalism with Chinese Characteristics".