

## 第2節 ヨーロッパの景気は後退

### 1. ヨーロッパの景気後退の要因

ヨーロッパの景気は、2003年後半からアメリカを始めとする世界経済の回復を受け、輸出主導で緩やかに回復した。06年にはユーロ圏<sup>1</sup>及び英国で経済成長率が3%程度となるなど回復力を強めた。しかし、ヨーロッパの景気は、07年秋頃をピークに成長率が減速し始め、08年半ばには幾つかの主要な国で景気後退が確認されている。

08年7～9月期の実質GDPをみると、ユーロ圏全体で、また主要な構成国であるドイツ、イタリア、スペイン等で、08年4～6月期から2期連続の前期比マイナス成長となり、景気後退局面にあることが確認された<sup>2</sup>。英国でも、08年4～6月期に経済成長率が前期比でゼロとなり、7～9月期には大幅なマイナス成長となってユーロ圏と同様に景気後退局面にあることが確認された。10～12月期についても、ヨーロッパの主要国で景況感、生産、受注が悪化するなど低迷が続いている。

08年半ばに景気が更に悪化した背景には、ヨーロッパの金融機関の経営悪化の影響が挙げられる。すなわち、08年9月のアメリカにおけるリーマン・ブラザーズ破綻以降、ヨーロッパでも金融危機が深刻化し、短期金融市場での資金調達困難等から、ヨーロッパ各国においても経営が悪化する金融機関が相次ぎ、各国政府は金融機関の国有化、資本注入等の救済策を打ち出すに至っている。また、アイスランド、ハンガリー、ウクライナといった国家自体が金融危機により著しい困難に陥り、IMF等の国際機関に支援を仰がざるを得ない事態となっているケースもある（金融危機の影響については第1章参照）。欧州委員会も、10月29日に加盟国向けの特別融資枠の拡大等からなる金融支援策を発表し、これに基づいてハンガリーやラトビアへの支援が決定された。こうした金融市場の混乱は、単に金融機関の経営悪化にとどまらず、企業、消費者への貸出縮小や企業、消費者の

---

<sup>1</sup> ここでは08年時点においてEMU（経済通貨同盟）に参加し、単一通貨ユーロを導入している15か国をユーロ圏と呼ぶ。なお、ユーロ圏GDP（07年）に占める割合は、ドイツ（約27%）、フランス（約21%）、イタリア（約17%）の3か国で約66%、スペイン（約12%）を加えた4か国で約77%となる。

<sup>2</sup> ヨーロッパでは、政府当局や特定の研究機関が日本やアメリカのように景気の山・谷を正式に判定することはないが、2四半期連続マイナス成長を一般的に「テクニカル・リセッション」と呼んで一つの目安にしている場合が多い。

マインド悪化等を通じ、実体経済にも悪影響を及ぼしている。

実体経済に目を向けると、ヨーロッパの景気は、(1)住宅バブルの崩壊、(2)消費の冷え込み、(3)輸出の減速といった経路を通じて悪化したと考えられる。以下では、こうした景気後退の要因を順にみていく。

### (1) 住宅バブルの崩壊

#### 一部の国で形成された住宅バブル

今回の景気後退の一つ目の経路は、住宅バブルの崩壊である。そこで、まず、こうした住宅バブルがどのように形成されたのか、その過程からみていく。03年後半からのヨーロッパの景気回復を支えた要因の一つは、住宅投資を中心とする建設投資であった。建設セクターが活況を呈した背景には、(1)金融緩和にも支えられた世界的な長期金利の低下と資金供給の拡大、(2)安定した経済成長の下での所得の増加等により住宅需要が増大したこと、などがある。こうした住宅需要増大の環境の下で、一部の国、特に、英国、スペイン、アイルランド、フランス等において、03年頃から住宅価格のレベルが適正と考えられるレベルから著しく上方にかい離し、いわゆる住宅バブル<sup>3</sup>が形成されるに至ったと考えられる。

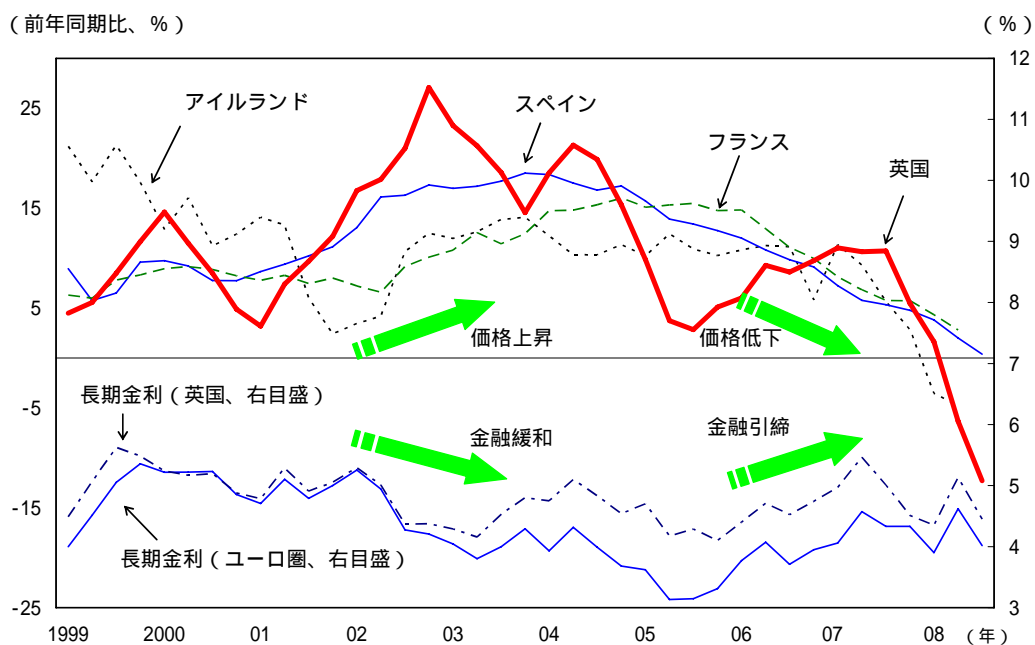
住宅バブル形成の要因をみていくと、各国の住宅価格上昇率と金利水準との関係では、いずれの国においても金利水準の低下に伴って住宅価格上昇率が高まっている(第2-2-1図)。また、ユーロ圏においては、ECBによる単一金融政策の下で、国によってはテイラー・ルールによって示される理論的な金利水準よりも実際の金利水準が緩和的となっていた可能性が考えられる。例えばスペイン、ギリシャ、アイルランド等住宅ローン残高や住宅投資の伸びが著しく、バブルの存在が推測される国では、実際の金利水準が理論的な金利水準を大きく下回っていた(緩和的であった)ことが指摘されている<sup>4</sup>。

---

<sup>3</sup> ヨーロッパにおける厳密な「バブル」の定義は必ずしも明確ではないが、ECB(2005年6月)は、一般的に最も良く用いられるバブルの定義として、「ファンダメンタルズに基づいた説明ができない資産価格の変動」という概念を紹介している。

<sup>4</sup> Ahrend, R. et al(2008)

## 第2-2-1図 住宅価格上昇率と緩和的な金融環境

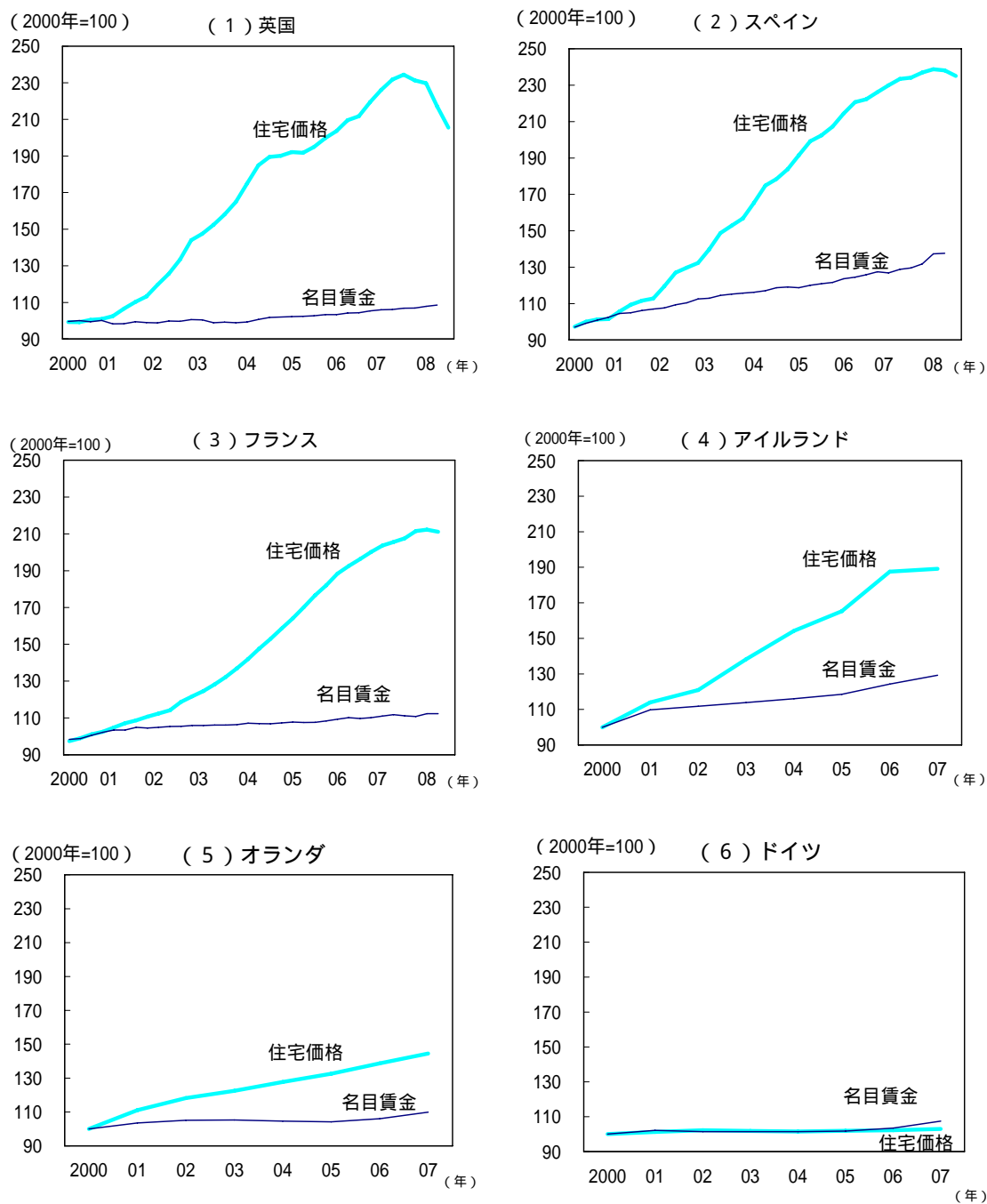


- (備考) 1. ブルームバーグより作成。  
 2. 長期金利は10年国債利回り。ただしユーロ圏はブルームバーグによる合成指数。  
 住宅価格は、ハリファックス(英国)、環境・遺産・地方自治省(アイルランド)、INSEE(フランス)、住宅省(スペイン)より作成。

次に、バブルの存在をアフォーダビリティ(住宅取得能力)の観点から確認すると、住宅価格は、2000年の価格と比べてピーク時には英国やスペインで約2.3倍、フランスで約2.1倍、アイルランドで約2倍になるなど急速に上昇していたことが分かる。これは、同期間の名目賃金の伸びを大幅に上回るものであった(第2-2-2図)。

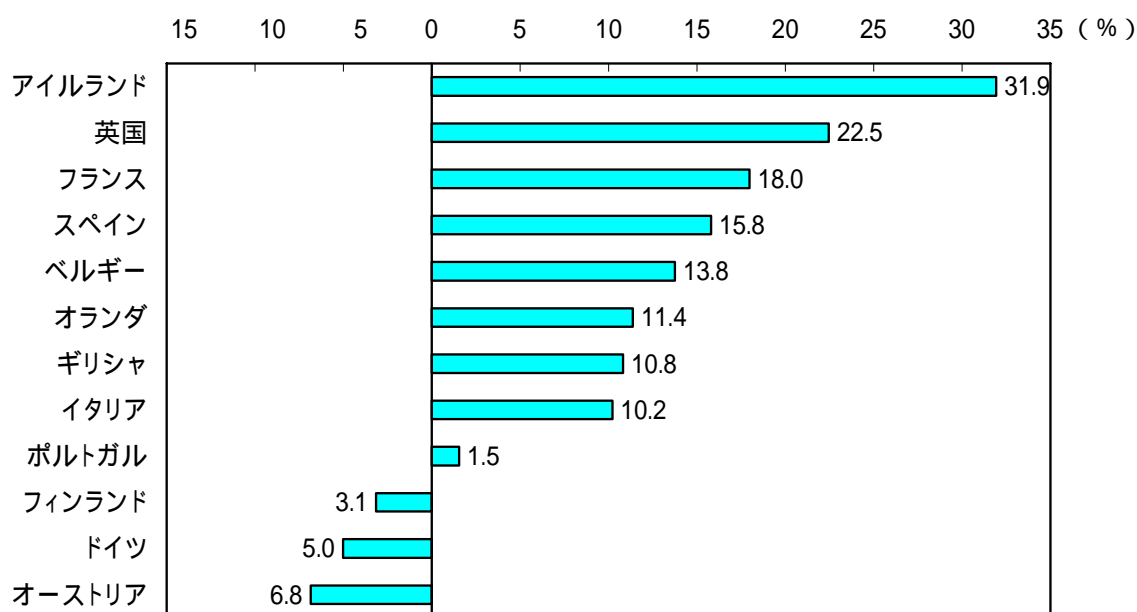
このように、一部の国々では、住宅価格が過大評価されていたと考えられる。IMFの推計によると、07年時点の各国の住宅価格は、アイルランドや英国で20~30%程度、フランス、オランダ、イタリア、スペインで10~20%程度ファンダメンタルズからかい離していた可能性が指摘されている(第2-2-3図)。

## 第2-2-2図 住宅価格と名目賃金の伸びの推移



- (備考) 1. ユーロスタット、英国：ハリファックス、スペイン：住宅省、フランス：INSEE、アイルランド：ESRI & TSB、オランダ：中央統計局、ドイツ：BulwienGesa AGより作成。
2. 住宅価格が所得（賃金）の何倍かを示すものではなく、2000年の水準から住宅価格、賃金それぞれの伸びを示すものであることに留意。例えば英国では、07年に住宅価格が2000年の2倍程度になっているが、賃金はほとんど伸びていない。これは、仮に2000年に年収の3倍程度で住宅を購入できたとする、07年には、住宅価格が年収の6倍程度へと高まったことを意味する。

第2-2-3図 住宅価格のファンダメンタルズからのかい離幅



(備考) I M F " World Economic Outlook, October 2008 " より作成。

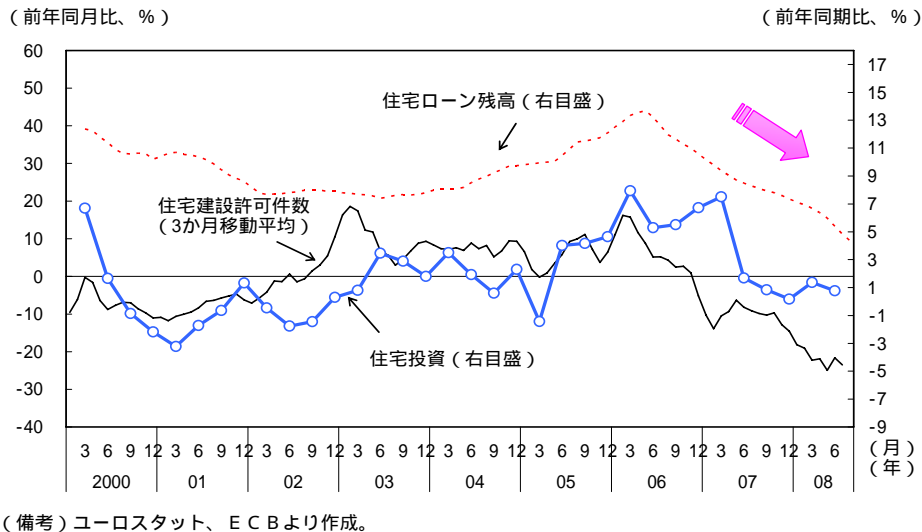
### 住宅バブル崩壊とその影響

しかし、物価上昇に対応した05年末からの金融引締めを背景に、住宅価格の伸びは鈍化し、英国、アイルランドでは08年に入ると前年の価格水準を割り込むまでに減速するなど住宅市場の調整の動きが進んでいる（前掲第2-2-1図）。このような住宅バブルの調整過程は、以下のような（i）直接的影響、（ii）間接的影響という経路を通じて実体経済に影響を及ぼすと考えられる。

#### （i）直接的影響（住宅投資減少、雇用縮小）

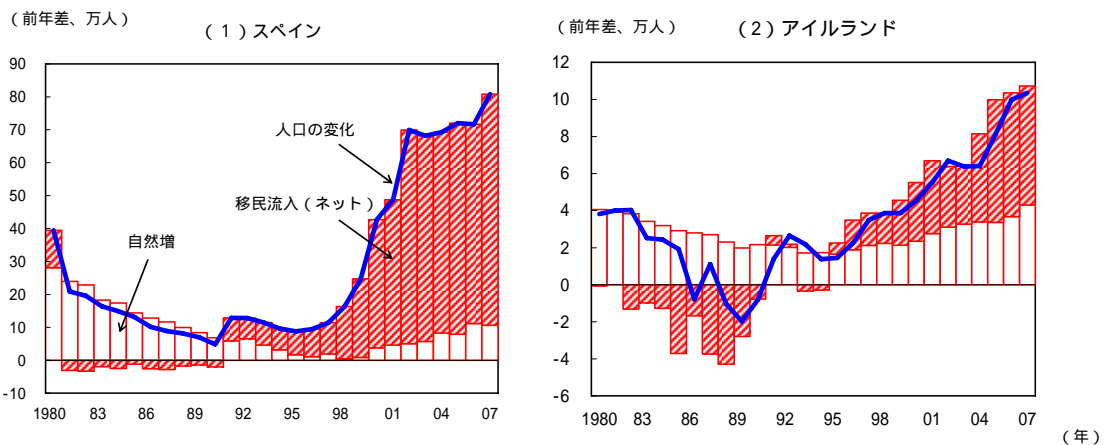
まず、直接的な影響として、住宅投資の減少による内需の縮小、住宅建設業・住宅関連産業の雇用縮小等が挙げられる。ユーロ圏の住宅投資の動きをみると、05年末頃から先行指標である住宅建設許可件数が緩やかな減少傾向を示し（第2-2-4図）、少し遅れて実際の住宅投資も既に弱い動きとなっていることが分かる。

## 第2-2-4図 ユーロ圏：住宅市場関連指標の推移

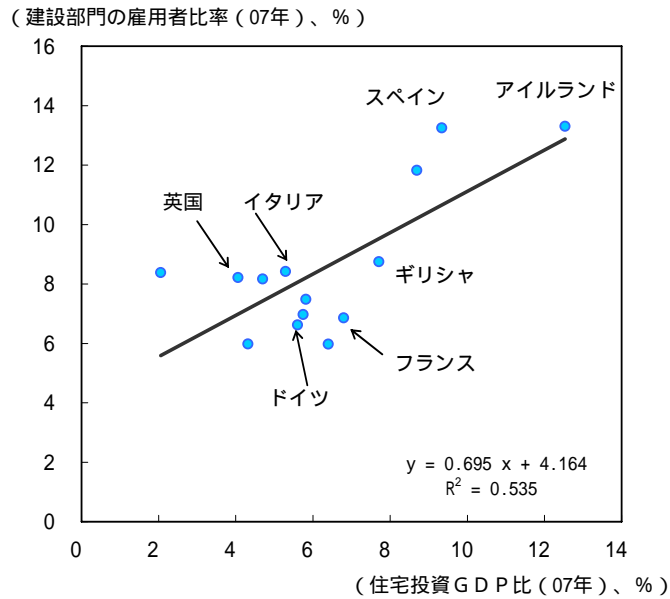


また、バブル期に移民の流入（第2-2-5図）等による顕著な人口増加を経験したスペイン（ネットの移民流入数は毎年約65万人（2000～07年平均））、アイルランド（同7万人）では、経済全体に占める住宅投資の割合や建設部門の雇用者比率が高く、このため、バブル崩壊過程における住宅投資の縮小や建設部門の雇用減といった負の影響もそれだけ大きいと考えられる（第2-2-6図）。実際に、スペイン、アイルランドでは、住宅バブル期に堅調に増加してきた建設部門の雇用者数が08年第4～6月期には大きく減少に転じている（第2-2-7図）。

## 第2-2-5図 スペイン、アイルランドの人口の変化と移民の動向

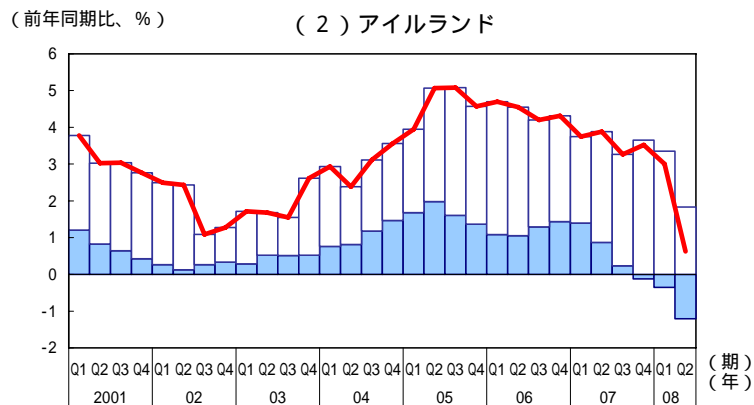
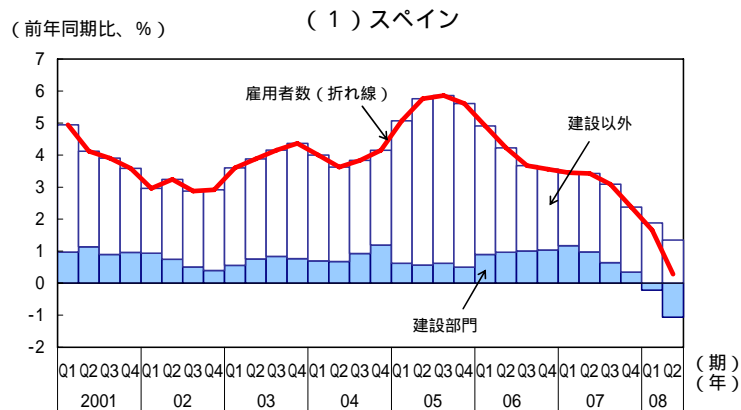


## 第2-2-6図 建設部門の雇用者比率と住宅投資GDP比



(備考) ユーロスタットより作成。

## 第2-2-7図 雇用者数の伸びと建設部門の寄与度



(備考) ユーロスタットより作成。

(ii) 間接的影響（信用収縮、逆資産効果等による消費減少）

次に、幾つかの間接的な経路を通じたバブル崩壊の影響も挙げられる。第一に、金融面における影響である。ヨーロッパの証券化商品の発行規模はアメリカの約4分の1程度ではあるものの、英国を中心に資産担保証券（ABS）や住宅ローン債権担保証券（MBS）が発行されており、金融資本市場の混乱や住宅バブルの崩壊による市況悪化等を受けて、07年後半からABSの発行残高が減少し始めている（第2-2-8図）。また、住宅ローン債権の不良資産化懸念等から金融機関は住宅ローンの貸出態度を厳しくしており、住宅ローン残高の伸びの鈍化（前掲第2-2-4図）にもみられるように、信用収縮の動きが広がっている。

第二に、逆資産効果を通じた消費の減少が挙げられる。バブル崩壊によって住宅資産の時価評価額が下落してもローン債務はそのまま残るため、この評価損を埋め合わせるために消費が抑制されると考えられる。03年後半からの景気回復局面においては、可処分所得の伸びのほか、株式資産や住宅資産の上昇がユーロ圏の消費を下支えしてきた<sup>5</sup>とみられるが、今後こうした要因が剥落することによる消費への悪影響が懸念される。なお、この逆資産効果の大きさについては、各国の住宅金融市場の状況によっても異なると考えられ、例えば、MEW<sup>6</sup>（Mortgage Equity Withdrawal）の普及度合いが高い国<sup>7</sup>では、住宅バブルの崩壊過程では逆資産効果による消費減少の効果も大きくなる。う。

第三に、ヨーロッパではリコース型ローン<sup>8</sup>が主流であるため、この面からも消費が抑制される可能性がある。

---

<sup>5</sup> OECD（2008）。なお、住宅資産が消費に与える影響は、オランダ、スペイン、イタリア等で大きく、ドイツ、フランスでは小さいとされている。

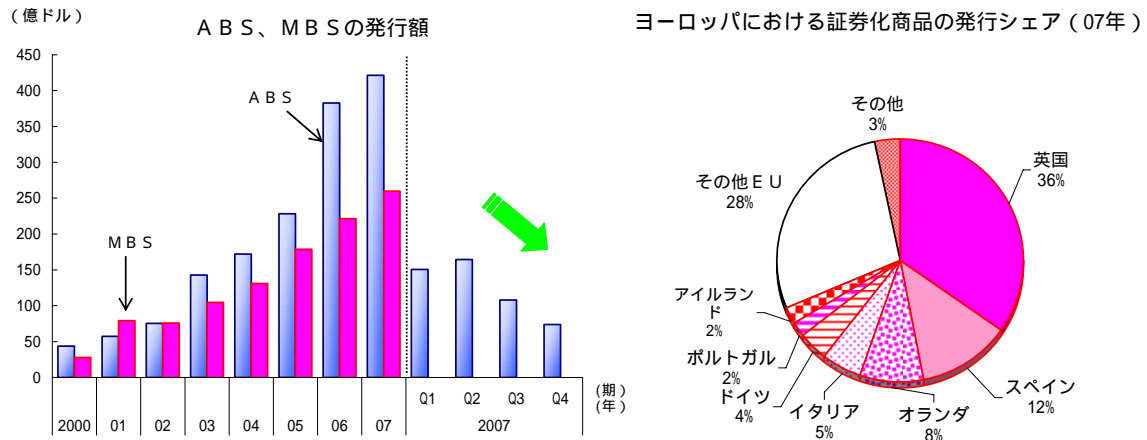
<sup>6</sup> バブル期には、保有する住宅の価値が上昇し、住宅ローン残高を大きく上回るため、その差額（担保余力）に見合ったローンを新たに組むことにより資金を調達する方式がMEWで、資金使途は主に消費に向けられる。なお、Housing Equity Withdrawal（HEW）と呼ばれることもある。

<sup>7</sup> ECB（2008）によれば、ユーロ圏で比較的MEWの影響が大きい国としては、オランダ、スペイン、ギリシャ等があり、その規模は可処分所得比でおおむね2%程度（06年）、さらに、英国では同5.5%（06～07年半ば）の規模となっている。

<sup>8</sup> ヨーロッパの住宅ローンの形態が、アメリカで主流の「ノン・リコース型」とは異なり「リコース型」が主流であることも消費抑制の一因となる。リコース型では、借り手が住宅ローン返済不能に陥った場合、担保設定がなされた住宅が、強制的な手段や任意売却により処分がなされて住宅ローンの返済に充当されても、当該ローンの残額があればその返済義務は免除されない。バブル期で住宅価格が住宅ローン残高を上回っていれば、住宅の処分によりローンが完済されるが、バブル崩壊過程においては、住宅資産を喪失した上にローンも残るため、借り手はローン返済を優先させて消費を節約する傾向がより強いものとなる。



## 第2-2-8図 ヨーロッパにおける証券化の動向



(備考) 1. I F S Lより作成。

2. A B S ( A s s e t - B a c k e d S e c u r i t i e s ) : 資産担保証券、M B S ( M o r t g a g e B a c k e d S e c u r i t i e s ) : 住宅ローン債権担保証券。

### 資産価格に対する金融政策運営

こうした住宅資産価格の過大な上昇と下落は、結果として実体経済の大幅な変動をもたらすことが多い。このため、インフレ・ターゲティング<sup>9</sup>による金融政策運営において、資産価格の変動にどう対応すべきかという議論がある。その一つに、資産価格がファンダメンタルズからかい離していると判断した時点で予防的に (pre-emptive) 引締めを行い、バブルを沈静化させるべきという主張がある。これに対し、(1) 現実には物価が落ち着いているのに金融引締めを行う場合は、市場に対しその理由をうまく説明できないと、かえって市場を混乱させるおそれがある、(2) 資産価格変動には不確実性があるため、「風向きに逆らう (leaning against the wind)」ように、バブル予防的に金利引上げを行うと、予想外に急速に価格が下落に転じ、引締めの効果もあいまって景気の冷え込みがより大きくなるおそれがある、(3) 資産価格の「ファンダメンタルズからのかい離」を実際に把握することは、必ずしも容易でない、といった反論がある。

実際のヨーロッパの金融政策運営をみると、欧州中央銀行 ( E C B ) もイングランド銀行 ( B O E ) も資産価格の安定を金融政策の直接のターゲットにはしていない。しかし、例えば B O E は、住宅価格が著しく上昇していた04年5月の金融政策委員会 ( M P C ) において、住宅価格の上昇が

<sup>9</sup> 金融政策の目標を物価安定に絞り、物価安定を物価上昇率の数値目標で明示的に表現して、中期的にこの目標の近くに物価上昇率を誘導するように金融政策を運営すること。

トレンドを上回る消費拡大を通じて物価上昇リスクになり得るとし、フォワード・ルッキング<sup>10</sup>な観点から予防的な金融引締めを行っている<sup>11</sup>。

こうした04年の予防的な引締めの効果は、タイムラグを伴って発現したと考えられ、住宅価格上昇率は約1年後に緩やかに減速し始めた。この間、消費者物価上昇率が比較的安定して推移したことから、資産価格上昇による著しい物価上昇も免れることができたと考えられる。

これに対し、06年10月以降の金融引締め局面においては、住宅価格上昇率は前回局面と同様に、金融引締めから約1年後に鈍化したものの、消費者物価の前年比上昇率は、原油・商品価格の高騰という外的要因によって、08年半ばから4%を上回る歴史的な高水準（08年9月には5.2%（過去最高値）に達した）となった。しかしながら、BOEは、08年9月に5.0%であった政策金利を、08年10月に0.5%、11月に1.5%、さらに12月には1.0%引下げ、2.0%とするなど大幅な金融緩和に踏み切っている。これは、第一に、住宅価格が08年春から下落し始めており、資産価格上昇を通じた需要過熱によるインフレ懸念が払拭されていること、第二に、08年半ば以降の原油・商品価格の下落によって消費者物価上昇率が09年にかけて低下すると予測されていることによる。こうした予測に加え、金融危機による景気後退に伴う物価下落も予測されることから、フォワード・ルッキングな政策運営という観点から、金利引下げが行われたものと考えられる。

以上のように、BOEは資産価格が需要を通じて物価に与える影響に留意しつつ金融政策運営を行っているといえよう。

## （2）消費の冷え込み

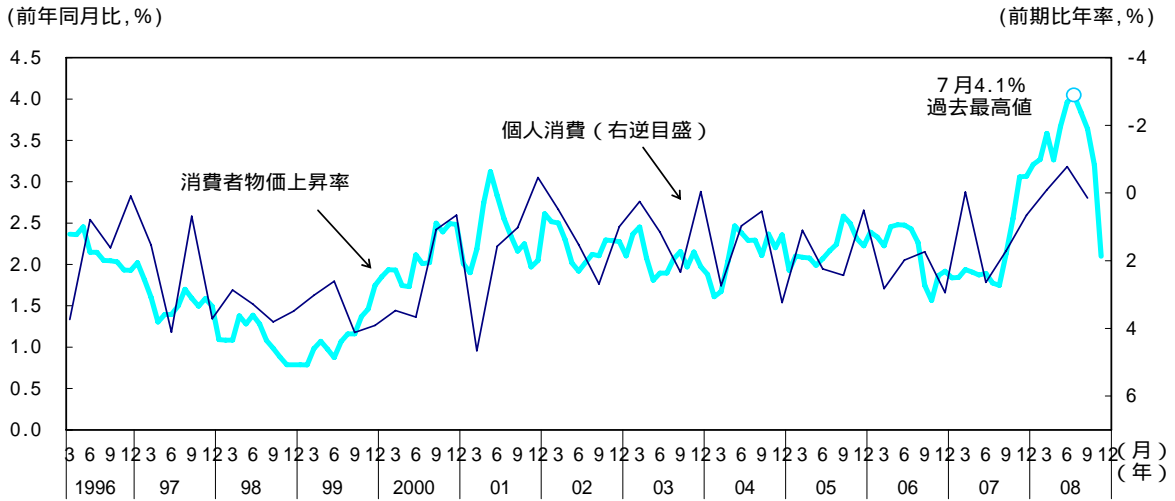
次に、景気後退への二つ目の経路である消費の動向をみると、ユーロ圏の個人消費は、08年1～3月期、4～6月期と2期連続で前期比マイナスとなり低迷が続いている（第2-2-9図）。消費低迷の背景として、所得環境、雇用環境の動向をみる。

---

<sup>10</sup> フォワード・ルッキング（forward-looking）な政策運営：先々の予測に基づいて足元の政策を決定するという政策態度であり、特にインフレ・ターゲティングでは不可欠なものである。

<sup>11</sup> その際、利上げは住宅価格上昇に直接対応するものではないという政策意図を首尾一貫して発信し、資産価格と金融政策の枠組みとの関係を明確化している（林・澄田（2004）、伊藤・林（2006））

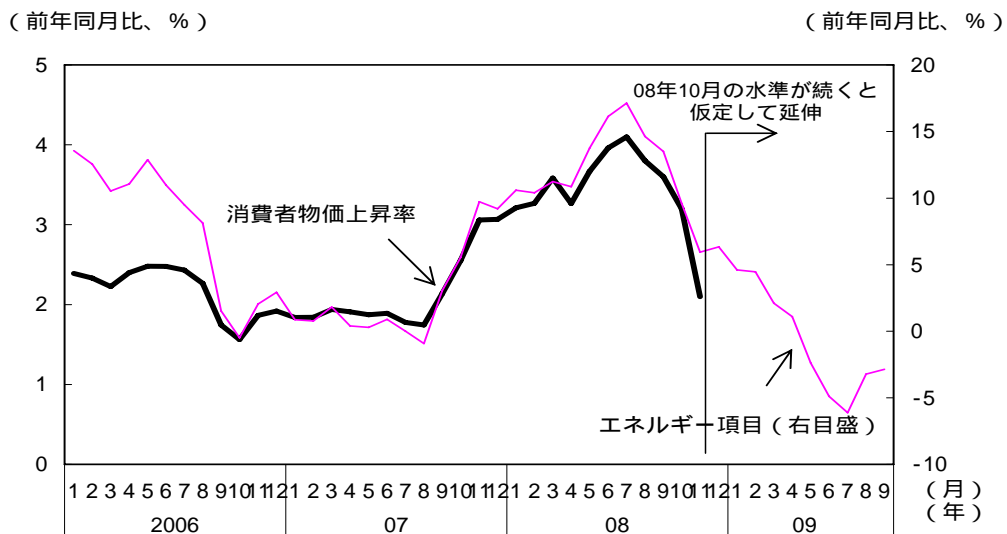
第2-2-9図 ユーロ圏：消費者物価上昇率と個人消費



(備考) ユーロスタットより作成

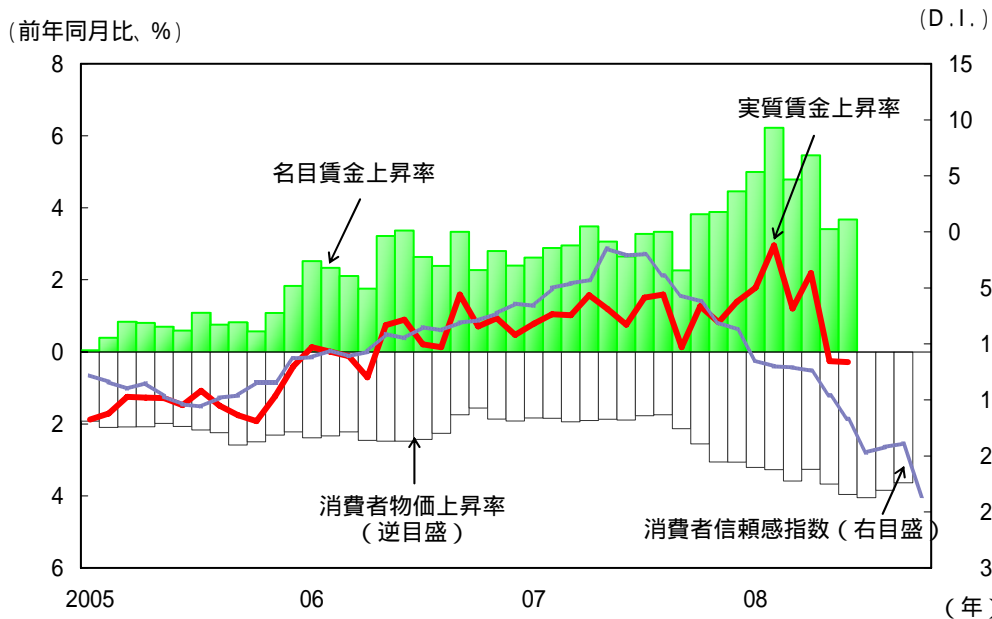
まず、所得環境については、ユーロ圏では域内最大国のドイツで企業の国際競争力を維持するため01年頃から賃金上昇が抑制されており、06年に景気回復が本格化するまでは実質賃金上昇率は前年比マイナスであった。06年半ばからユーロ圏の実質賃金はようやく前年水準を上回るようになったものの、08年半ばには原油・商品価格の高騰を主因として消費者物価上昇率が過去最高値（08年7月4.1%）となったこともあり、再び前年比でマイナスとなっている（前掲第2-2-9図、第2-2-10図、第2-2-11図）。

第2-2-10図 ユーロ圏：消費者物価上昇率とエネルギー項目の推移



(備考) ユーロスタットより作成。

第2-2-11図 ユーロ圏：所得環境と消費者信頼感指数

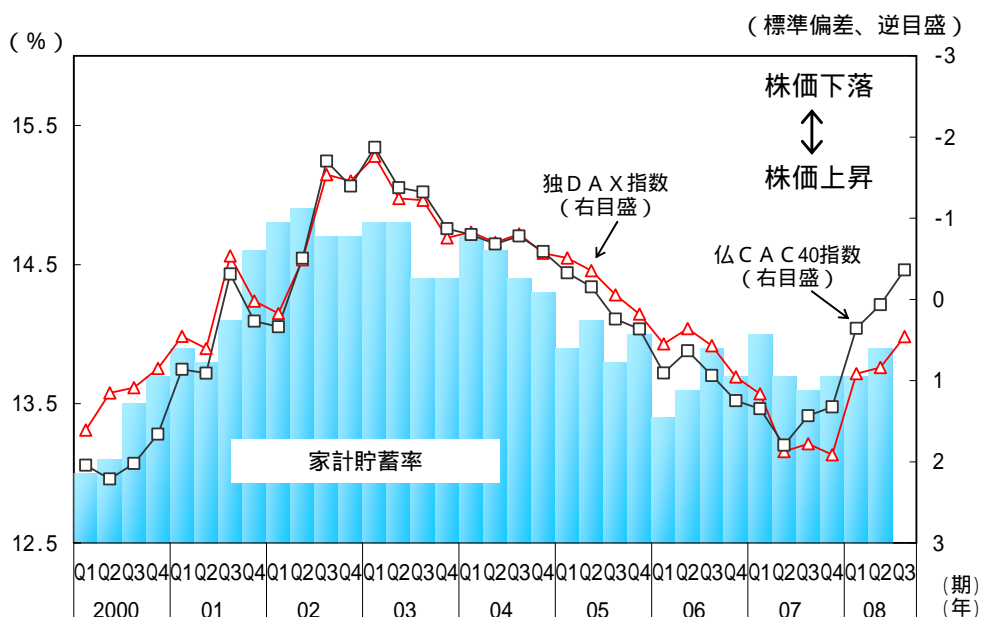


(備考) 欧州委員会、ユーロスタットより作成。

次に、雇用環境をみると、ユーロ圏の失業率は、08年に入るまでは堅調な低下を続け、08年3月には7.2%と現行の93年からの統計では最も低い水準まで低下した。しかし、その後、ドイツ等一部で改善が続いている国もあるものの、ユーロ圏全体としては上昇に転じている。特に、スペインやアイルランド等、住宅バブル期に建設セクターを中心に雇用が大きく増加した国では、バブル崩壊の影響から雇用情勢が著しく悪化しており、スペインでは失業率は2けたにまで上昇している。

こうした所得環境の伸び悩みや雇用環境の悪化は、景気の先行きに対する懸念を高め、消費者のマインドを冷え込ませている(前掲第2-2-11図)。さらに、株価の下落等による金融資産価値の低下もあって、家計は貯蓄性向を高めている(第2-2-12図)。

第2-2-12図 ユーロ圏:家計貯蓄率と株価の動向



(備考) 1. ユーロスタット、ブルームバーグより作成。  
 2. 株価は2000年1～3月期から08年4～6月期のデータにより標準化。なお、当該期間における株価と貯蓄率の相関係数をとると、独DAX: 0.80、仏CAC40: 0.84と強い負の相関関係が認められる。

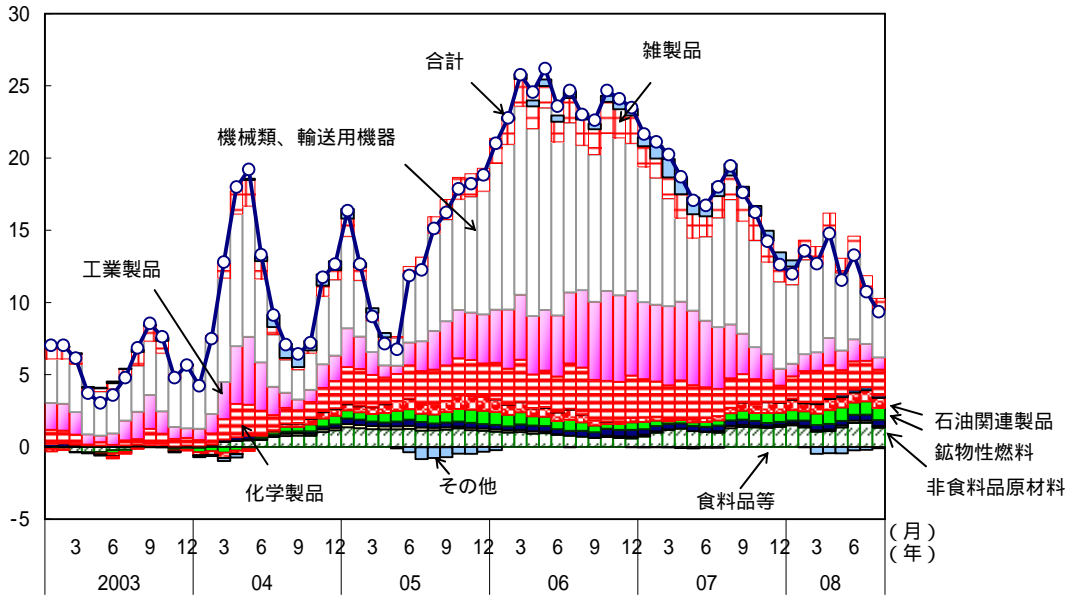
### (3) 輸出先の景気悪化と過去のユーロ高

最後に、景気後退への三つ目の経路として輸出の動向をみると、03年後半からのユーロ圏の景気回復には、01年末に始まるアメリカの景気回復に伴って世界経済が回復し、それがヨーロッパの輸出や生産の増加につながったことが下支えとなったと考えられる。特に04年のEU拡大<sup>12</sup>を契機に、ユーロ圏からユーロ域外のEU新規加盟国へ資本財輸出(機械類・輸送用機器、工業製品等)が大幅に増加した(第2-2-13図)。また、EU新規加盟国には労働コストが安いなど生産拠点としての魅力があることなどから、主に他のEU加盟国の企業が進出し、それに伴う直接投資も急速に拡大した(第2-2-14図)。

<sup>12</sup> EUの第5次拡大として、04年5月にエストニア、ラトビア、リトアニア、ポーランド、チェコ、スロバキア、ハンガリー、スロベニア、キプロス、マルタの10か国がEUに加盟した。

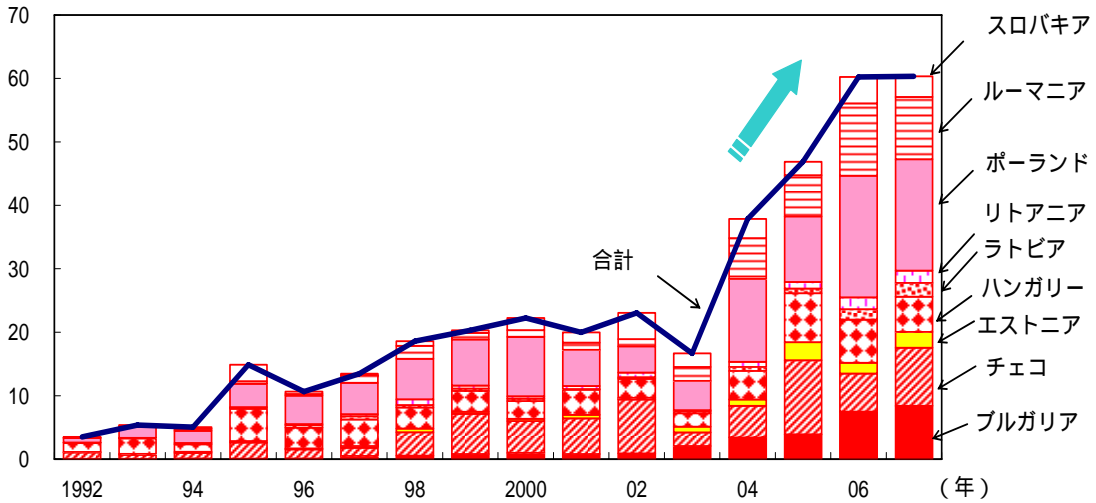
第2-2-13図 ユーロ圏からEU新規加盟国への輸出と品目別寄与度

(前年同月比、%)



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
 2. ここでのEU新規加盟国は、04年及び07年にEUに加盟した国々のうちユーロを導入した国を除いた9か国(チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ポーランド、スロバキア、ルーマニア、ブルガリア)とした。

(10億ドル) 第2-2-14図 EU新規加盟国への直接投資(フロー)

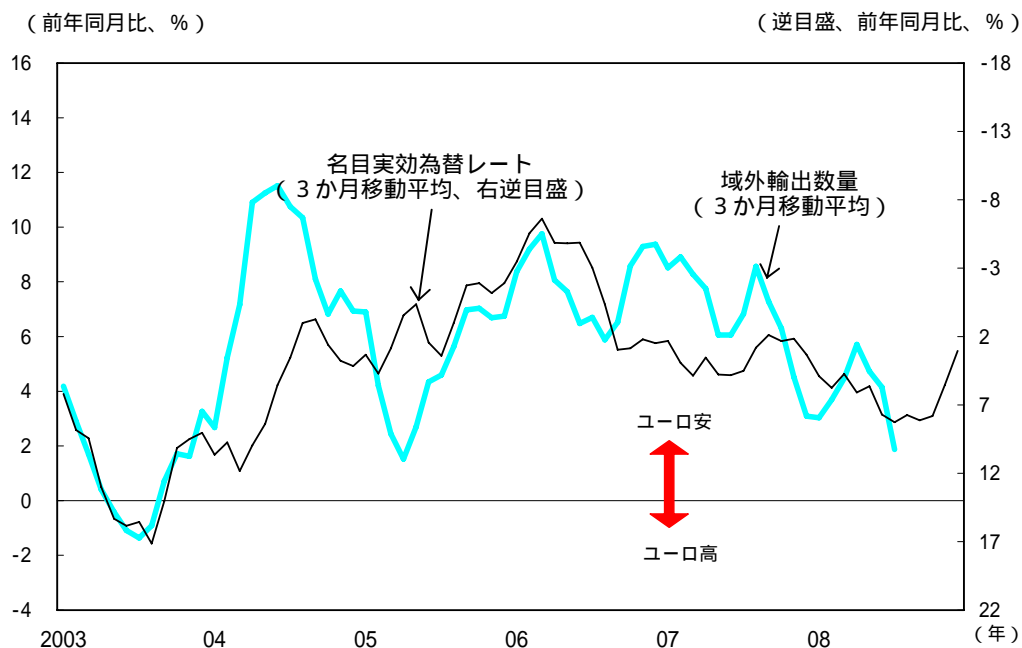


(備考) 1. UNCTADより作成。  
 2. ここでのEU新規加盟国は、04年及び07年にEUに加盟した国々のうちユーロを導入した国を除いた9か国(チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ポーランド、スロバキア、ルーマニア、ブルガリア)とした。

しかし、その後景気回復が本格化した06年頃から通貨ユーロは実効レートでみて増価が続き、08年半ばには2000年と比べて約3割高い水準となっ

た。為替レートの変化はある程度のタイムラグを伴って輸出競争力を損なう。実際にユーロ圏の域外輸出数量をみると、名目実効ベースでの為替レートの変化にやや遅れて緩やかに伸びが鈍化してきている（第2-2-15図）。

第2-2-15図 ユーロ圏：域外輸出数量と名目実効為替レート

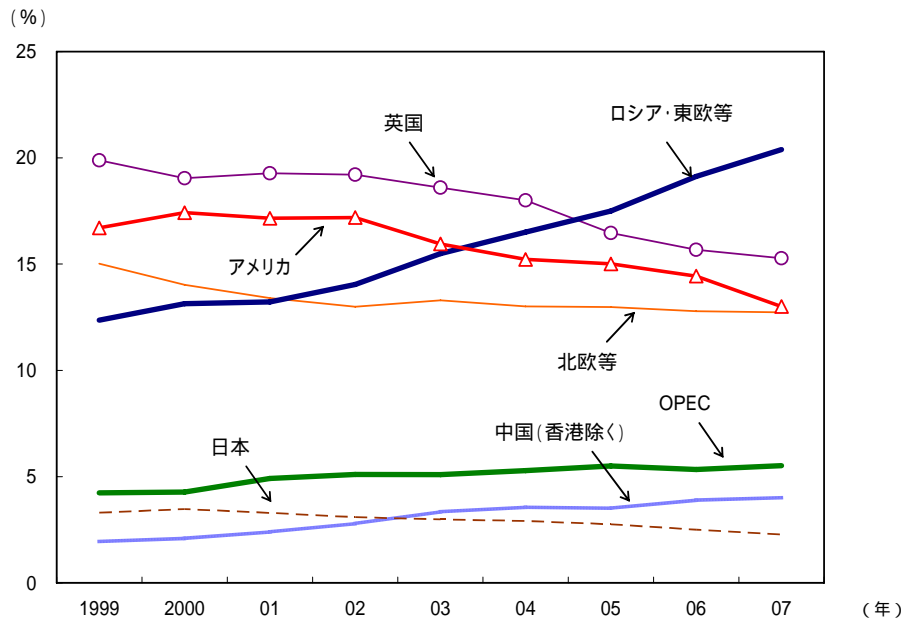


（備考）欧州中央銀行（ECB）、ユーロスタットより作成。

ただし、今のところ輸出は比較的緩やかな鈍化にとどまっている。この背景としては、（1）ユーロ圏の輸出先がアメリカ等の先進国から輸入需要の強いロシア・東欧等へシフトしてきたこと（第2-2-16図）、（2）これらロシア・東欧等の通貨に対してはむしろユーロ安となってきたこと（第2-2-17図）が考えられる。

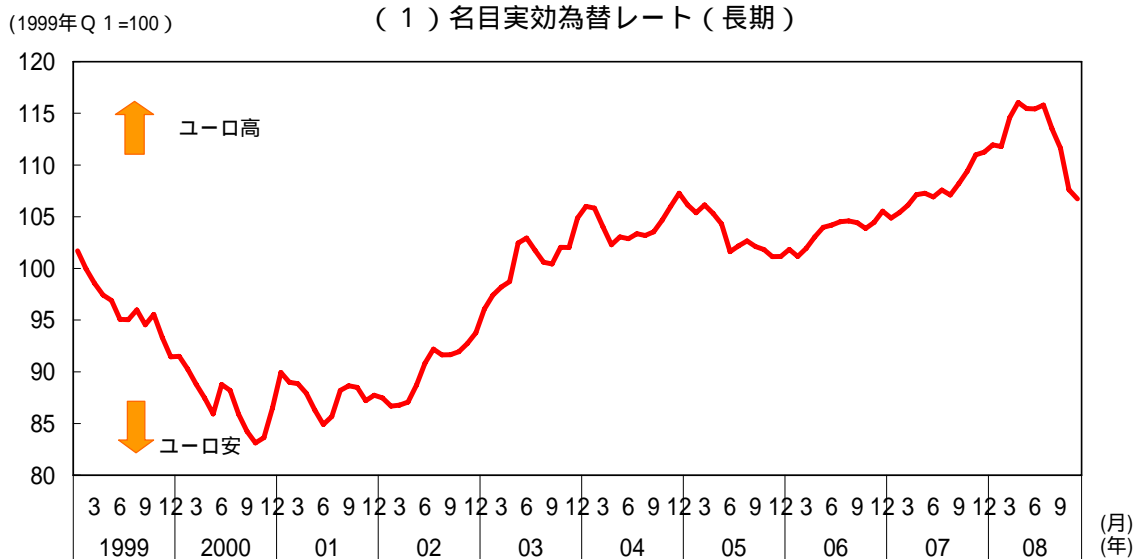
輸出の先行きについては、世界的に景気が冷え込んでおり、例えばユーロ圏の域外輸出に関する受注サーベイでも今後の受注見通しが急速に悪化している。今後これがタイムラグを伴って実際の輸出に現れることが懸念されるが、他方で、08年9月の金融危機後は、ユーロが名目実効レートでも大幅に減価している点を考慮する必要がある。輸出先の景気悪化をこうしたユーロ安による輸出の下支え効果がどの程度減殺できるのか、先行きが注目される（第2-2-18図）。

第2-2-16図 ユーロ圏:域外輸出の相手国別シェア



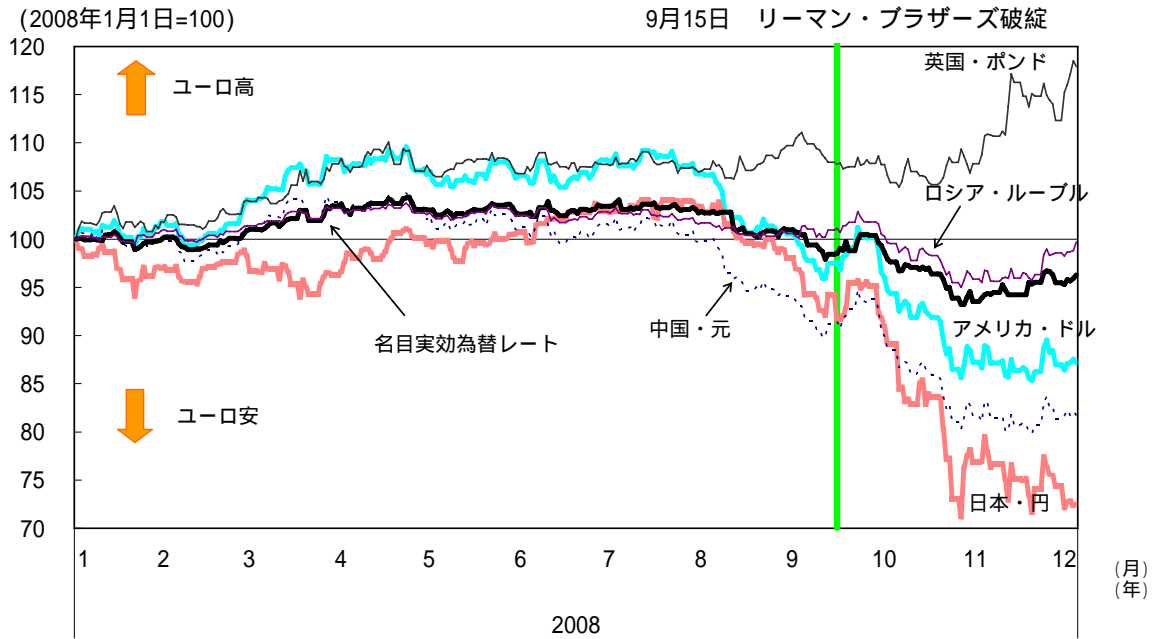
(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
 2. ロシア・東欧等は、ロシア、ルーマニア、ハンガリー、スロバキア、チェコ、ポーランド、トルコの合計。  
 3. 北欧等は、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、スイスの合計。

第2-2-17図 ユーロの実効為替レート及び2国間為替レートの推移

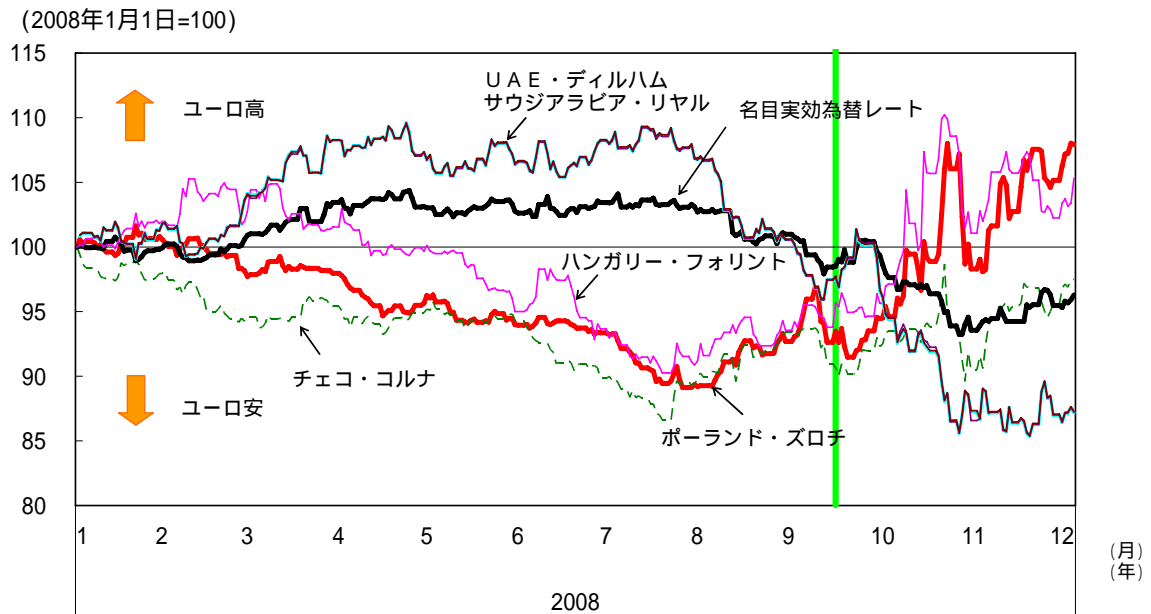




(2) 名目実効為替レートと各通貨の動き (対主要国通貨)

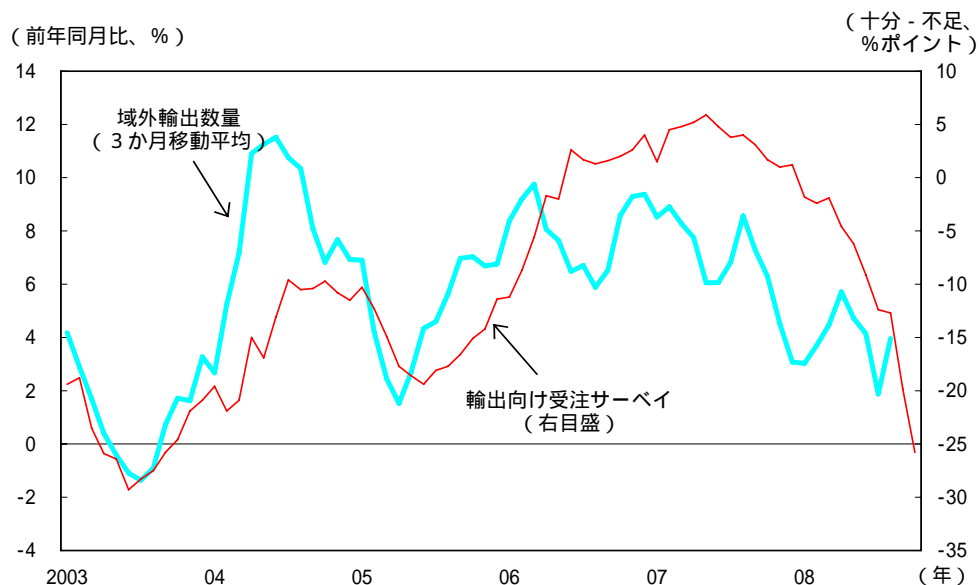


(3) 名目実効為替レートと各通貨の動き (対新興国通貨)



- (備考) 1. 欧州中央銀行 (ECB)、ブルームバーグより作成。  
 2. 中東産油国はドルペッグを採用している国が多いため、為替レートの動きはドルに近似している。  
 3. 東欧では、バルト三国 (ラトビア、リトアニア、エストニア) やスロバキア (09年からユーロ導入予定) 等ユーロペッグ制の国も多いほか、EU新規加盟国への輸出は、ユーロ建てで決済されることが多くなっている (05年で約6割 (ECB (07年6月)))。

第2-2-18図 ユーロ圏：域外輸出数量と輸出向け受注サーベイ



(備考) 欧州委員会、ユーロスタットより作成。

## 2. ユーロ圏の景気は後退

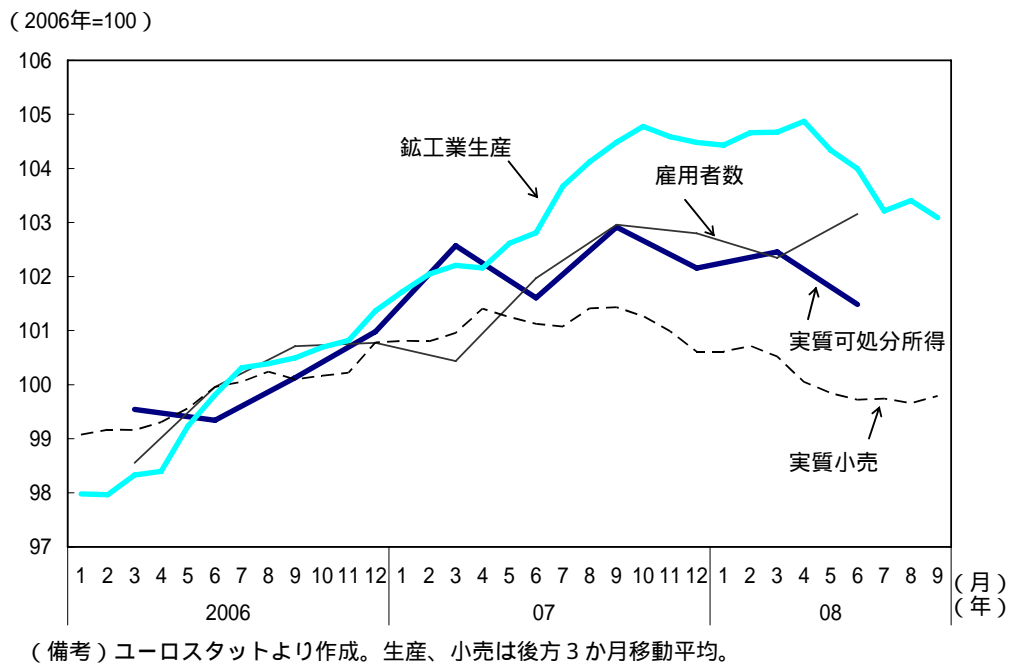
ユーロ圏にはアメリカや日本のように景気基準日付を公式に公表している機関は存在しないが、経済成長率が2四半期連続してマイナスとなること(いわゆるテクニカル・リセッション)を判断基準とすれば、ユーロ圏の経済成長率は08年4～6月期に前期比年率 0.7% (99年のユーロ圏創設以来初のマイナス成長)、7～9月期に同 0.8%と2四半期連続のマイナスとなっており、ユーロ圏の景気は既に後退していると考えられる。

また、仮にアメリカNBER (National Bureau of Economic Research) と同様の基準を用いて、4つの重要・参照指標((1)実質所得、(2)雇用者数、(3)鉱工業生産、(4)実質総売上(ここでは小売売上で代用))を指数化してその指標の動きをみると、これら4つの指標のうち、3つは07年7～9月期にピークをつけ、その後減少に転じている(第2-2-19図)。このことから、ユーロ圏の景気は07年秋を山として後退局面入りした可能性があるといえよう。

なお、景気基準日付の判定ではないものの、ユーロスタットは、景気循

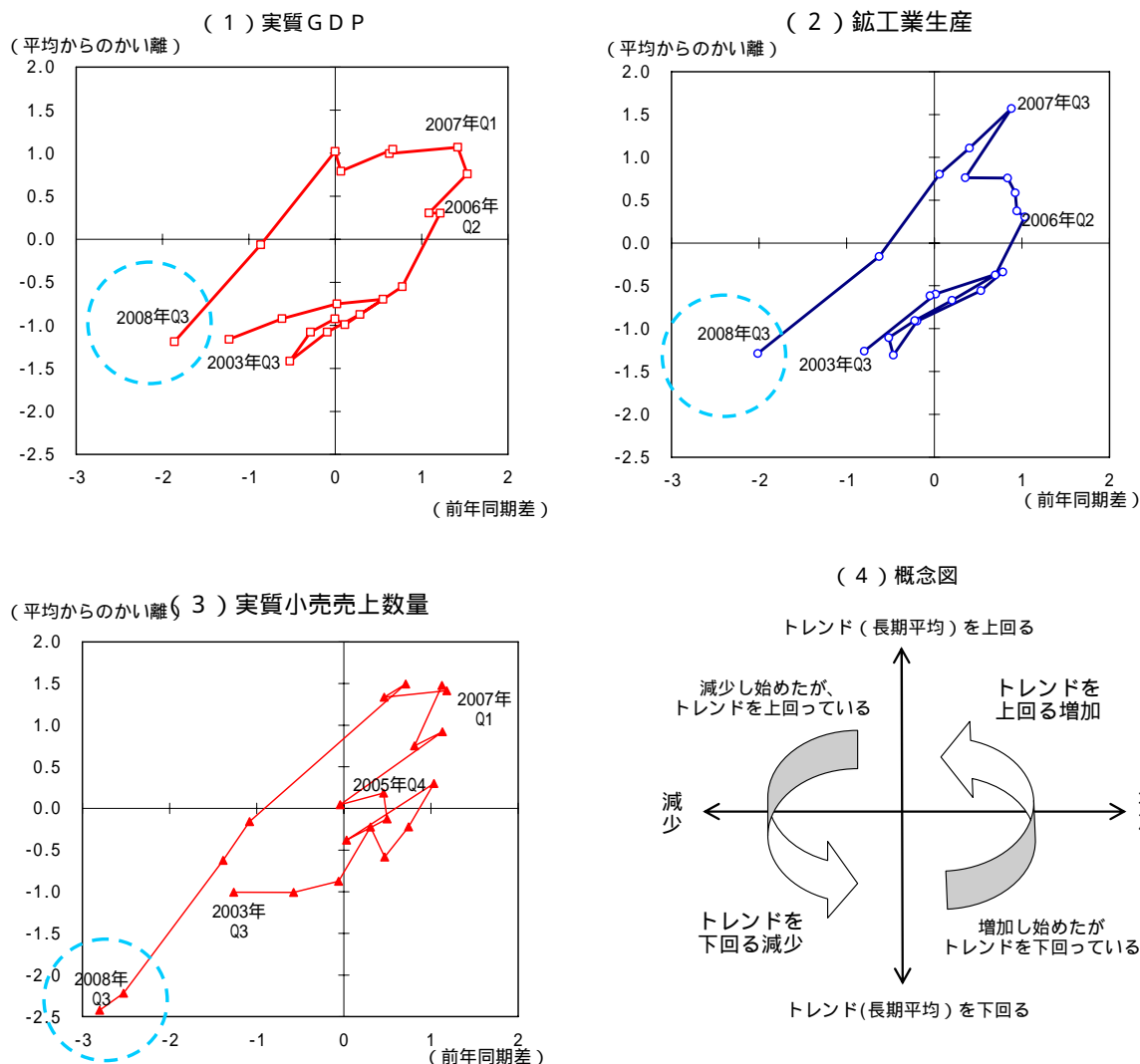
環時計（B C C：Business Cycle Clock）を公表している<sup>13</sup>。これは、G D P や消費、投資、輸出等様々な指標を比較可能な形で同一の座標平面に並べ、景気循環を4局面に分割するものである。この方式を参考に、G D P、生産、小売といった主な指標の動きをみると、いずれの指標も07年のピークから急速に悪化し、足元で左下の第3象限に入っている（第2-2-20図）。この領域は、過去の平均を下回る水準で、かつ、前年同期よりも減少していることを意味する。短期的な統計の振れなどもあることから、各象限間の移動をもって直ちに景気循環を判定することには慎重である必要があるが、このB C Cの観点からもユーロ圏の後退局面入りがかがわれるところである。

第2-2-19図 ユーロ圏：景気一致系列の動向



<sup>13</sup> ユーロスタットのホームページを参照 (<http://www.ec.europa.eu/eurostat/>)。

## 第2-2-20図 ユーロ圏の景気循環



(備考) 1. ユーロスタットより作成。  
2. H Pフィルターで各指標(季節調整値)からトレンドを除去した上で、比較可能な形に修正した。単位は標準偏差。

### ユーロ圏(ドイツ・フランス)の財政規律と景気対策

08年9月のアメリカにおけるリーマン・ブラザーズ破綻以降、ヨーロッパでも銀行間金利や信用リスクが上昇し、短期金融市場における資金調達困難等から、経営が悪化する金融機関が相次いだ。これを受け、各国政府は金融機関の救済策や経済対策を発表している(第2-2-21表)。

10年半ばには、金融危機の深刻化を受けて、ドイツ、フランス政府は、金融機関への資本注入、金融機関の資金調達に関する政府保証等を発表した。その後、金融危機による景気の急速な悪化に対応するため、企業の投

資促進や家計の負担を緩和するための税制優遇等を盛り込んだ経済対策を発表した。

なお、欧州委員会は、11月26日に「欧州経済回復計画」(案)を加盟国に提示した。この計画はEU全体を対象に、3つのT(適時の(timely)、目標を定めた(targeted)、一時的な(temporary))の原則に基づく財政出動により、総額2,000億ユーロ規模(約25兆円)の経済対策を行うものである。なお、2,000億ユーロの内訳は、各国予算で行うものが1,700億ユーロ、EU予算で行うものが300億ユーロとなっている。

こうした金融危機対応により、各国で今後財政支出が膨らむことが予想されるため、安定成長協定に基づく財政規律は、10月15日、16日の欧州理事会において、「現在の例外的な状況(exceptional circumstance)」を反映した形で適用されることが確認されている。

金融政策の面でも、インフレ懸念の緩和や金融危機による景気の急速な悪化等を受けて、ECBは、08年10月、11月に2ヶ月連続で0.5%の利下げを行った後、12月4日には更に0.75%の引下げを行い、政策金利は2.50%にまで低下した。

第2-2-21表 ユーロ圏の財政規律及び景気対策（ドイツ、フランス）の概要

財政規律		<p>・ EUでは、安定成長協定に基づき財政赤字GDP比を3%以内に抑制させる必要があり、これを超過した場合には、過剰財政赤字是正手続きが発動される（1）。2005年に安定成長協定が見直され、「例外的な状況」等があれば、制裁の実施が猶予されるなどの緩和が行われていた。今般の危機に対応し、10月15、16日の欧州理事会の声明において、現在の「例外的な状況（exceptional circumstance）」が明記され、財政赤字GDP比3%の超過が容認された。</p>
景気対策	EU	<p>・ 経済対策案「欧州経済回復プラン」を加盟国に提案（11/26）                  (1) 財政出動（総額2,000億ユーロ、内訳は、各国予算が1,700億ユーロ、EU予算が300億ユーロ）構造基金（2）、欧州社会基金（3）による補助、環境にやさしい製品やサービスへの付加価値税（VAT）引下げ等。                  (2) 雇用の保護と創出                  欧州社会基金やグローバル基金（4）による支援、労働集約サービスにおけるVAT引下げ等。                  (3) 投資促進                  新技術開発                  (i) 欧州グリーンカー構想（最低50億ユーロ）                  (ii) 欧州省エネ建造物構想（10億ユーロ）                  (iii) 「未来の工場」構想（12億ユーロ）、中小企業支援等。</p>
	ドイツ	<p>・ 総額500億ユーロの経済対策を発表（11/5）                  (1) 企業の貸し流し支援                  (2) 民間投資及び公的投資促進のための税制優遇措置                  (3) 家計の負担緩和（自動車税免除、税還付）                  (4) 雇用安定（就労訓練、失業給付期間拡大）等</p>
	フランス	<p>・ 企業支援策を発表（10/23）                  09年末までに行われた企業の新規投資を、職業税の課税対象から外す                  ・ 総額260億ユーロの経済対策を発表（12/4）                  (1) インフラ等の公共投資（105億ユーロ）                  (2) 企業の資金繰り支援（114億ユーロ）                  (3) 住宅セクター及び自動車産業支援（20億ユーロ）                  (4) 雇用対策（12億ユーロ）</p>
金融危機対応	ドイツ	<p>・ 金融市場安定化法が成立（10/17）                  (1) 公的資本注入（最大800億ユーロ）                  (2) 金融機関の資金調達に関する政府保証（4,000億ユーロ）                  (3) 預金保護（全額）                  (4) 公的資金による不良資産の買取（必要があれば最大100億ユーロ）</p>
	フランス	<p>・ 金融支援策を発表（10/13）                  (1) 銀行間取引に対し、政府保証を行うために3,200億ユーロの枠を設ける。                  (2) 400億ユーロの公的資金注入枠を設ける（6行に対し105億ユーロの資本注入を行うことを発表（10/20）</p>

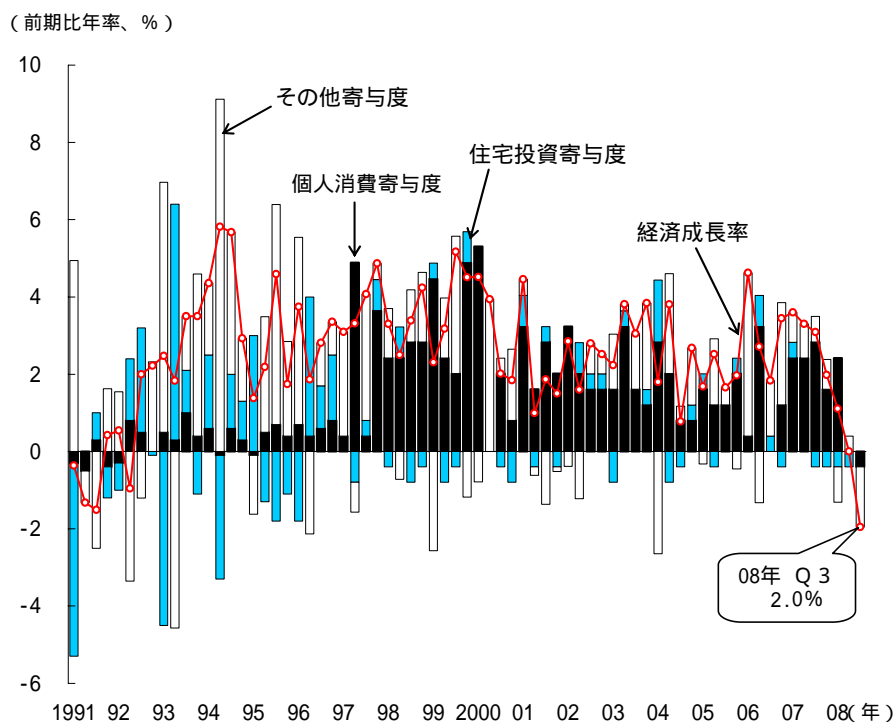
（備考）1. 当該国は、GDPの0.2%（固定）及び超過分の10%（との合計はGDPの0.5%が限度）を預託し、財政赤字GDP比が3%を超えた年を含めて3年以内に是正されなければ制裁（預託金の没収）の検討対象となる。  
 2. 構造基金は、EU域内の地域間格差を是正するためEUから加盟国へ援助を行うもの。  
 3. 欧州社会基金は、労働者の訓練、募集及び再教育のための援助を行うもの。  
 4. グローバル調整基金は、グローバル化による雇用喪失に対し、失業者の就業訓練や求職サービス等のコストを補てんするもの。

### 3. 英国の景気は後退

英国経済は、実質経済成長率がプラスに転じた1992年7～9月期以降、2008年4～6月期までの64四半期（16年間）にわたり連続してプラス成長を続けてきた。ヨーロッパの主要国で同期間に1四半期もマイナスになることなく成長を続けたのは、英国だけである。この成長は、主に個人消費によりけん引されたものであり（第2-2-22図）、64四半期の個人消費の

伸び（前期比年率）は平均 3.3%と高いものであったが、これは後述するバブルを背景とするものであった。そうした消費の寄与がなくなったこともあり、08年7～9月期には、経済成長率が前期比年率 2.0%の大幅なマイナスを示し、英国経済が既に景気後退局面にあることが確認された。

第2-2-22図 英国の経済成長率と項目別寄与度



(備考) 1. 英国立統計局より作成。  
2. 08年7～9月期のその他寄与度は住宅投資寄与度を含む。

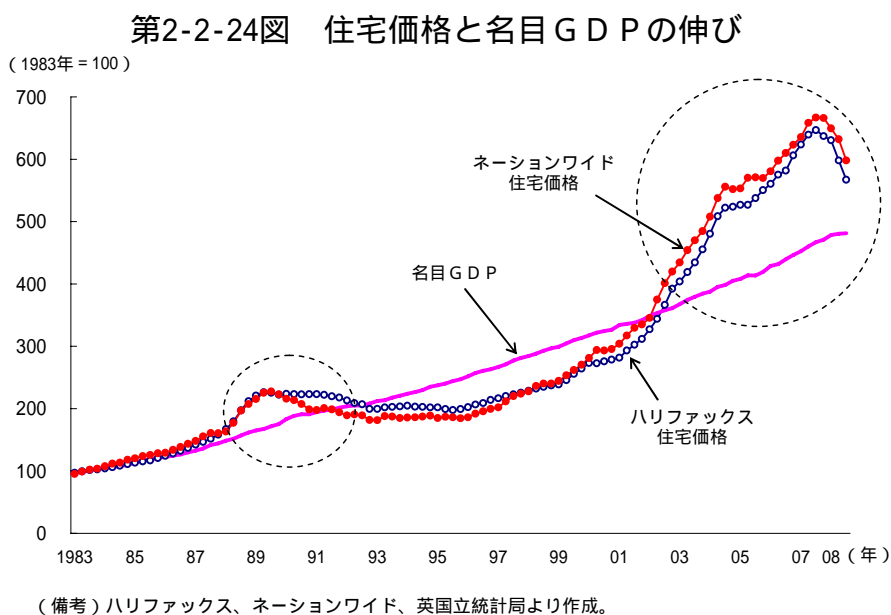
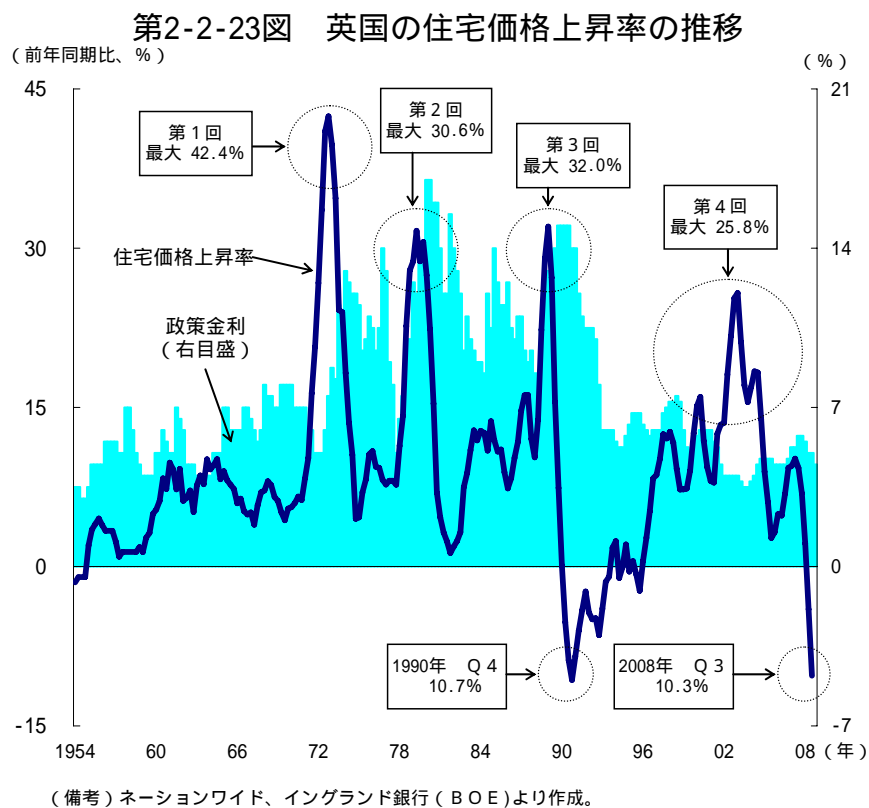
64四半期にわたる堅調な経済成長の背景には、(1)住宅ブームが起こり、住宅バブルといえるほど住宅市場が活況を呈したこと、(2)成長による個人所得の増加と、個人向けローンの拡充等により消費が増加したこと、(3)金融サービス関連部門が拡大し、成長をけん引したこと、などが挙げられる。

### (1) 英国の住宅バブルの形成と崩壊

#### 住宅バブルの形成とその要因

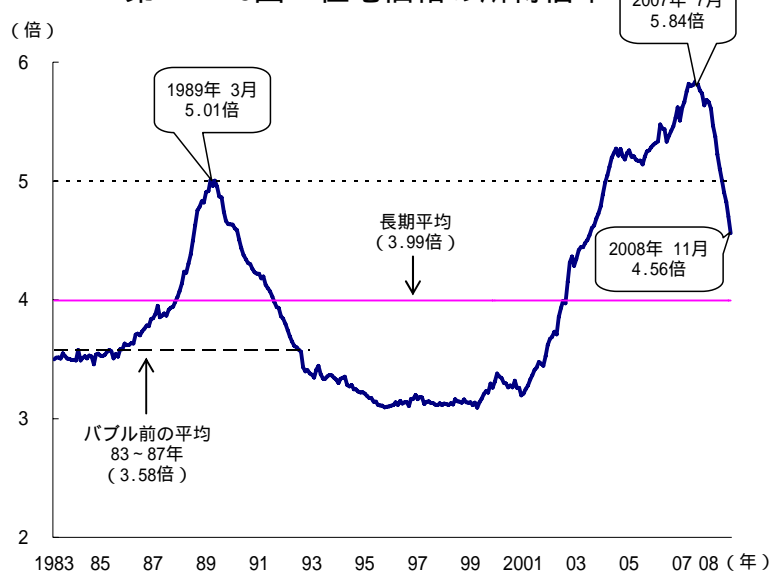
英国では、2000年以降の今回のブームを含め、戦後4回の住宅ブームがあった(第2-2-23図)。過去3回の住宅ブームでは、住宅価格の上昇から収束まで2年程度であるが、今回の住宅ブームでは、より長期間にわたり、

高い住宅価格上昇率が続いた。また、今回は住宅価格の伸びが名目GDPの伸びからより大きくかい離しており（第2-2-24図）、住宅価格の所得に対する倍率も高く（第2-2-25図）、経済のファンダメンタルズからのかい離が大きかったことが特徴である。





第2-2-25図 住宅価格の所得倍率



(備考) 1. ハリファックスより作成。  
 2. 長期平均は、83年4月(調査開始時点)～08年11月の単純平均。  
 3. 08年10月、11月の数値は実績見込み。

2000年代以降の今回の住宅バブル形成の主な要因としては、(i)安定した長期にわたる経済成長の下での所得の増加による住宅需要の増大、(ii)慢性的な住宅の供給不足<sup>14</sup>、(iii)移民や単身者の増加による世帯数の増加に伴う需要の高まり、(iv)比較的低い政策金利の持続、(v)投資目的の住宅取得の増加、(vi)90年代に、住宅金融専門会社等の新しい住宅ローン貸出主体が参入したことで住宅ローンの形態が多様化し、金融機関間の競争によって住宅ローンの借入れが容易になったこと、などが挙げられる。

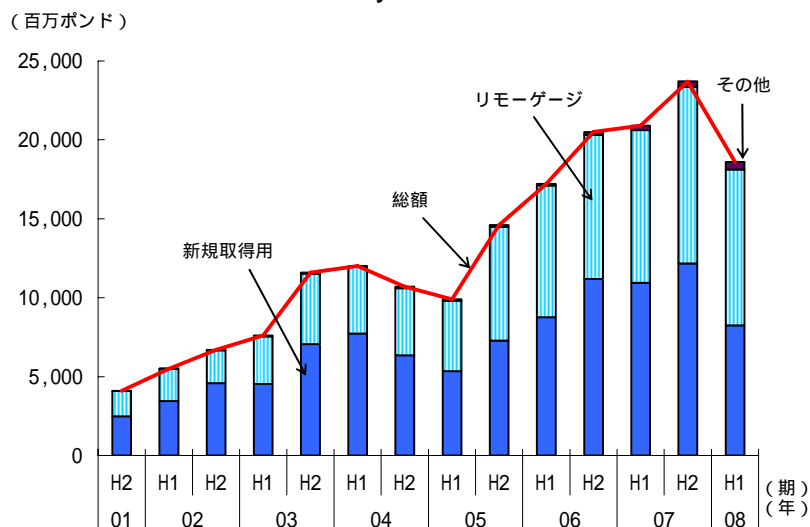
### 住宅需要の増加

要因(i)～(iii)は、いずれも住宅のファンダメンタルズでの要因である。もともと英国にあった住宅の供給不足に加え、経済の成長による所得の増加と住宅購入人口の増加による需要の増加が住宅価格の上昇に寄与している。このうち、住宅購入人口の増加については、国内要因と国外要因がある。

<sup>14</sup> 英国では、79～90年のサッチャー政権下で、住宅改革が行われた。主な内容は、公営住宅の払下げの促進と、住宅新規建設の制限である。英国では住宅建設は都市計画の一環とみなされ、住宅を新規に建設する場合だけではなく、改装を行う際にも申請が必要となるなど、厳しく管理されている。新規の着工許可を申請した場合、すぐに許可が下りるとは限らず、長期間待たなければならない場合が多い。こうした理由から、需要が増加しても供給が増えないため、慢性的な住宅不足の傾向が続いている。

国内の要因としては、単身者の増加で世帯数が増えたことによる需要増が挙げられる。また、住宅ブームの拡大で投資目的の住宅取得が増加し、「Buy-to-Let」と呼ばれる住宅取得ローンによる住宅購入が増大していったことも大きい（第2-2-26図）。Buy-to-Let ローンは、取得した物件の賃貸収入をローンの返済に充て、ローンの家計負担を減らす方法である。このBuy-to-Let ローンの特徴は、リモーゲージと呼ばれる、セカンドハウス用の Buy-to-Let ローンが増えていったことである。つまり、持ち家の資産価値の増加分を担保に新たなローンを組んで、セカンドハウスを購入し、その賃貸料によってローンの負担を減らしていったのである。このことにより、セカンドハウスも含めた住宅購入人口が増加した。

第2-2-26図 Buy-to-Letの伸びとその内訳



(備考) 1. CML (英国住宅金融貸付組合) より作成。  
 2. リモーゲージ (Remortgage) とは、持ち家の純資産価値の増加を担保にローン残高を積み増す方法。アメリカのリファイナンスに相当。

国外の要因としては、英国に流入する移民人口の増加が挙げられる。英国は歴史的に移民を多く受け入れてきた国であるが、04年に東欧諸国がEUに新規加盟をすると、東欧からの移民が急激に増加した。06年に政府が移民労働者に対する社会保障の制限を発表するまでの間、東欧からの移民は増加し、その中でも特にポーランドからの移民が占める割合が高い<sup>15</sup>。

<sup>15</sup> 04年～07年の移民労働者は、累計で約98万人である。そのうち、ポーランドからの移民は約51万人で、約52%を占めている。また、ポーランドを含めたEU新規加盟国からの移民は、約66%と突出して多い。

## 金融政策の影響

こうした住宅需要の増加に加え、2000年代以降の今回の住宅バブルを後押ししたのは、金利の引下げである（前掲第2-2-23図）。ここでは、80年代末からの前回のバブルと、今回のバブルが形成された経緯について、金利政策を中心にみていく。

### （i）80年代末からの住宅バブルと金融政策の影響

まず、前回の80年代末のバブルが起こった経緯をみると、86年初に物価上昇率が3%台に落ち着いたため、86年3月から88年5月にかけてBOEが金利引下げを行ったことがバブル形成に大きく影響した。

この金利引下げの結果、住宅価格上昇率は88年半ば～89年初に前年同月比30%を超えるレベルへと急騰し、89年3月の住宅価格/所得の倍率は5.01倍に達して価格上昇前の平均3.58倍（83～87年）を大きく上回った（前掲第2-2-25図）。

しかし、物価上昇率が再び上昇したことを懸念したBOEが、88年6月から89年10月までの間に金利を大幅に引き上げ、その後も英国が90年からERM（欧州為替相場調整メカニズム）に参加していたことからポンド減価回避を目的とした高金利政策を維持したため、住宅価格上昇率は大きく低下し、住宅価格の所得倍率も92年半ばにはバブル前の水準に戻った。

### （ii）2000年代以降の住宅バブルと金融政策の影響

次に、今回の2000年代以降の住宅バブルが起こった経緯をみてみよう。

01年初のITバブル崩壊に伴って景気が減速する中、物価がインフレ目標<sup>16</sup>を下回る1%前後で推移していたことから、BOEは01年2月から03年7月の間に、断続的に政策金利を引き下げ、歴史的に低金利をもたらした。それに対応して、住宅価格の上昇は加速した。その結果、02年末～03年初にかけて、住宅価格の上昇率は20%台後半となり、その所得倍率も、長期平均3.99（83年4月～08年11月）を大きく上回った（前掲第2-2-25図）。このように、住宅価格は再び適正水準からかい離し、住宅バブルが形成された。

ここで、今回の2000年代の住宅バブルを前回の80年代末と比較すると、

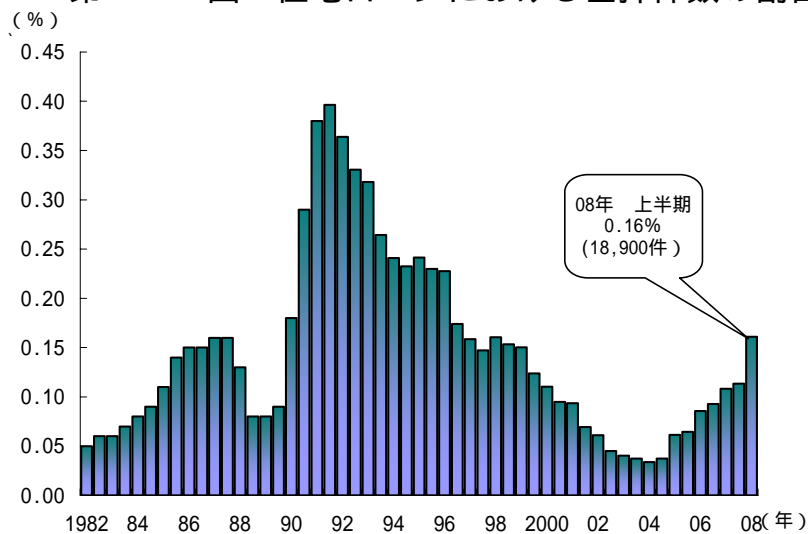
<sup>16</sup> BOEは、92年に物価の長期安定を目標とする姿勢にシフトし、インフレ・ターゲティングを導入して物価上昇率を目標値内（現在では消費者物価上昇率の前年同期比2%±1%の範囲内）に収めるよう、政策金利の決定を行うこととしている。

今回のバブルの方が、住宅価格の上昇の度合いがより大きいことが分かる（前掲第 2-2-24 図）。また、住宅価格の伸びと名目 GDP の伸びとを比較すると、前回のバブルに比べ、今回のバブルでは名目 GDP の伸びよりも、住宅価格の伸びがはるかに急であることが分かる。住宅価格の所得倍率も、今回のバブルでは最高で 5.84 倍に達し、前回の最高 5.01 倍を上回っており（前掲第 2-2-25 図）、経済のファンダメンタルズから大きくかい離したバブルであったといえる。

今回の住宅バブル崩壊の契機は、前回と同様に金利引上げである。今回の金利引上げは、経済成長が堅調であったことと、消費者物価上昇率が原油・商品価格の上昇やポンド安による輸入価格の上昇等から 06 年 4 月以降継続的に目標値の 2% を超えていたことに対応したものであり、BOE は 06 年 8 月から 5 回、計 1.25% ポイント政策金利を引き上げ、07 年 7 月には 5.75% とした。その後、住宅価格上昇率は次第に低下し、08 年 4 月には前年同月比でマイナスに転じた。その後も金利水準が高止まりしていたこともあって、08 年 7 ~ 9 月期の住宅価格上昇率は前年同期比 10.3% となるなど（前掲第 2-2-23 図）、前回の住宅バブル崩壊時と同程度のマイナスとなっている。

こうした住宅価格の下落により、住宅価格の所得倍率も低下してきている。ただし、08 年 8 月の住宅価格の所得倍率は 5 倍を下回ったものの、長期平均である 4 倍（3.99 倍）の水準となるまでには更なる時間を要するとみられる。また、住宅の差押率も高まってきており、こうした調整が今後長期化するおそれもある（第 2-2-27 図）。

第2-2-27図 住宅ローンにおける差押件数の割合



(備考) CML (英国住宅金融貸付組合) より作成。

## ( 2 ) 景気回復を支えた消費の減速

英国では、92 年以降長期にわたる景気回復の中で雇用情勢も改善し、賃金上昇率も上昇した。それに伴い可処分所得も増加したため、消費が拡大していった。しかし、消費の拡大は、賃金の増加によってのみもたらされたものではなく、住宅金融の発達による寄与も大きかった。以下では、住宅ローンの拡充と消費の増加について述べる。

### 住宅ローンの拡充と消費の増加

英国では、80 年の金融の自由化による住宅金融市場への商業銀行の参入が、金融機関間の住宅貸付けの競争を引き起こし、個人の住宅購入資金の借入れは容易になった。また、90 年代に入ると、住宅金融専門会社等の金融機関が登場し、金融機関間の競争が更に激化していった。

2000 年代に入ると、上昇した住宅資産価値を担保に更なる借入れを行い、その借入れ分を住宅購入以外の消費等に回す H E W ( Housing Equity Withdrawal ) と呼ばれる個人向けローンが広まっていった。

しかし、アメリカのサブプライムローン問題が表面化すると、英国でも H E W の残高は減少し、その逆資産効果もあって、08 年 4 ~ 6 月期の G D P における個人消費は前期比年率 0.2% と、95 年 1 ~ 3 月期以来のマイナスとなり、7 ~ 9 月期も同 0.5% と 2 期連続マイナスとなっている。

## ( 3 ) 金融危機の景気後退への影響

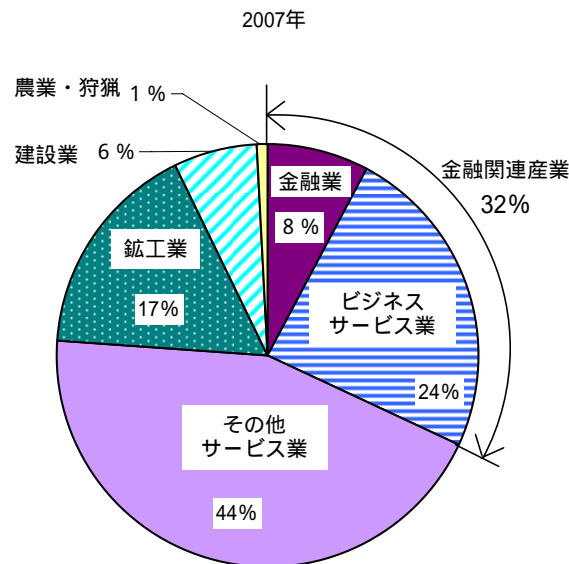
### 金融危機の影響により、景気後退は深刻化

英国は金融・ビジネスサービス業が名目 G D P の約 3 割を占め ( 第 2-2-27 図 )、産業別にみるとこれが長期のプラス成長をけん引してきた。しかし、こうした経済構造のため、07 年 8 月のサブプライム住宅ローン問題以降、08 年 2 月のノーザンロック銀行の一時国有化や、08 年 9 月以降の世界的な金融危機の影響を強く受けて国内銀行が相次いで経営悪化するなど、大きな混乱が発生している ( 金融危機については第 1 章参照 )。

08 年 7 ~ 9 月期の実質経済成長率は前期比年率 2.0% となったが、そのうち金融関連部門の寄与が 0.5% あった。4 ~ 6 月期のゼロ成長及びこのマイナス成長や、その他の経済指標から判断して、英国経済はユーロ圏

経済同様に既に景気後退していると考えられる<sup>17</sup>。特に、英国は金融部門のシェアが大きいため、金融危機による景気後退への影響は他のヨーロッパ諸国よりも深く、長いとみられる（見通しについては後述）。BOEは、08年11月のインフレーション・レポートにおいて、「英国経済は09年1～3月期に底を打ったあと、10年にかけて大きく回復する」とのメインシナリオの見通しを示している（第2-2-29図）。しかし、金融危機の影響が長期化・深刻化するなど下振れリスクが顕在化した場合、景気後退からの回復が遅れる可能性もある。

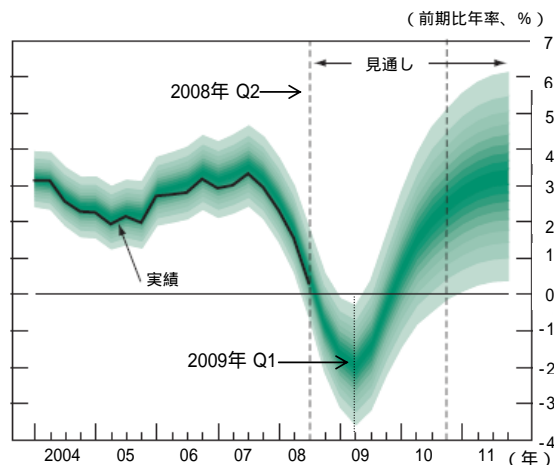
第2-2-28図 GDPにおける金融関連産業の割合



（備考）英国立統計局より作成。

<sup>17</sup> なお、BOEのキング総裁は08年11月に「英国経済は08年後半にリセッション入りした」旨発言している（08年11月12日インフレーション・レポート公表後の記者会見）。

第2-2-29図 イングランド銀行（BOE）経済成長率見通し



(備考) 1. イングランド銀行（BOE）“Inflation Report, November 2008”より作成。  
 2. このファン・チャートは、ある時点のデータを基準に、以後の推移の確率分布を扇形（ファン）で示したものである（着色部分全体で90%）。最も色の濃い帯（10%、メインシナリオに相当）を中心に、上下5%ずつ（計10%）刻みで順次、上方・下方リスクが示され、色が薄くなるにつれて中心からその範囲内に収まる確率は上昇する。

### 英国の財政規律と景気対策

07年8月のアメリカのサブプライムローン問題の表面化以降、英国でも金融機関の経営が悪化するなどの混乱が続いている。07年9月には、住宅金融を中心に扱っていたノーザンロック銀行の資金繰りが悪化し、翌08年2月に同行は国有化された。さらに、08年9月のリーマン・ブラザーズ破綻による国際的な金融危機の中で、短期金融市場における資金調達が困難になったことにより、9月には住宅金融会社のブラッドフォード&ビングレーが国有化された。その他の多くの金融機関も経営悪化や破綻の危機に瀕したことから、英国政府は10月に大手3銀行<sup>18</sup>への総額370億ポンド（約5兆円）の公的資本注入及び2,500億ポンド（約34兆円）の金融機関の資金調達に関する政府保証等の金融支援策を発表した（第2-2-30表）。

<sup>18</sup> 公的資金注入対象の3銀行と注入額は、RBS（ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド）に200億ポンド（約2兆7,000億円）、HBOSに115億ポンド（約1兆5,700億円）、ロイズTSBに55億ポンド（約7,500億円）となっている。1ポンド＝136.54円（08年12月5日レート）で換算。

第2-2-30表 英国の財政規律及び景気対策の概要

<p>財政規律</p>	<p>*英国は、98年にEUの財政規律とは別に、以下の2つの財政規律を導入した。                  (1) ゴールデン・ルール ..... 政府新規借入を投資目的に制限、また国債発行額は純投資額を超えてはならない。                  (2) サステナビリティ・ルール... 政府の純債務残高をGDP比40%以下に抑制する。</p> <p>・しかし、金融危機対応から08年10月には純債務残高がGDP比40%を超過し、今後の増大も見込まれるため、08年11月発表のブレ・バジェット・レポートではこの2つの財政規律から一時的に逸脱としている。</p> <p>&lt; 財政見直し &gt;                  ・景気対策で政府新規借入拡大：08年度 780億ポンド(約12兆円) 09年度 1,180億ポンド(約16兆円、GDP比8.0%)                  ・構造的財政赤字(投資を除く)拡大：08年度 GDP比2.8% 09年度 同4.4%                  ・政府の純債務残高拡大：08年度 GDP比41.2% 13年度 同57.4%</p> <p>&lt; 財政再建目標 &gt;                  ・政府新規借入は、景気が回復する10年度から徐々に削減し、15年度には投資目的の借入のみに戻す。                  ・構造的財政赤字(投資を除く)も、同じく10年度からGDP比0.5%ずつ削減し、15年度には均衡を達成。</p>
<p>景気対策</p>	<p>*200億ポンド(約3兆円、GDP比約1%)規模の景気対策(11/24)</p> <p>&lt; 減税 &gt;                  ・付加価値税(消費税)の基本税率引下げ：17.5% 15.0%(08年12月～09年末)、                  財政負担は124億ポンド(約1兆7,000億円)</p> <p>&lt; 投資 &gt;                  ・交通機関、公共住宅、学校等の公共設備投資に30億ポンド(約4,000億円)、                  CO2削減の設備投資に30億ポンド(約4,000億円)</p> <p>&lt; 支援策 &gt;                  ・9月に発表した住宅支援策の規模拡大：当初発表の10億ポンド(約1,400億円) 18億ポンド(約2,500億円)                  ・雇用の促進、職業訓練の拡充等に13億ポンド(約1,800億円)                  ・中小企業向け貸出の政府保証に10億ポンド(約1,400億円)</p>
<p>住宅支援策</p>	<p>*10億ポンド(約1,400億円)規模の住宅支援策(9/2)</p> <p>&lt; 既存の住宅所有者支援 &gt;                  ・住宅ローンの返済に苦しむ者や住宅差押えの危機にある者に対し、金利支援を含む返済条件の緩和                  ・強制退去を回避するための公的機関による住宅の買上・賃貸等の支援</p> <p>&lt; 住宅新規購入支援 &gt;                  ・初めて住宅を購入する所得6万ポンド(約820万円)未満の者に対し、金利補助の申請から補助実施までの期間を9週から13週に短縮                  ・住宅新規購入時の印紙税の免税基準引上げ：住宅購入金額 12万5,000ポンド(約1,700万円) 17万5,000ポンド(約2,400万円)</p>
<p>金融危機対応</p>	<p>*銀行部門に対する金融支援策(10/8)</p> <p>・短期的な流動性の供給として2,000億ポンド(約27兆円)                  ・金融機関の資金調達に関する政府保証として2,500億ポンド(約34兆円)                  ・大手3銀行に対し、総額370億ポンド(約5兆円)の資本注入(10/13)</p>

( ) 1ポンド = 136.54円(08年12月5日レート)で換算。

こうした金融危機対応により、英国では今後財政が悪化することが予想される。08年10月には、政府の純債務残高はGDP比で42.9%となったが、英国統計局によると、ノーザンロック銀行の国有化に関するコストがなければ、純債務残高のGDP比は37.8%であったと推計しており、金融危機に対するコストは国家財政に大きな影響を及ぼしていることが分かる。

英国の財政規律には、成長安定協定に基づくEU加盟国共通の規律に加え、より厳しい2つの規律(財政ルール)がある。1つは、政府借入れを投資目的に制限する「ゴールデン・ルール」であり、もう1つは、政府の純債務残高をGDP比40%以下に抑制する「サステナビリティ・ルール」である。しかし、08年11月24日に発表された09年度予算(09年4月～10年3月)に向けたブレ・バジェット・レポートでは、これらの財政規律



から一時的に逸脱し、投資目的の政府借入れに加え、景気対策向けの政府借入れも行うとしている<sup>19</sup>。これにより、09年度の政府借入れは総額1,180億ポンド（約16兆円、GDP比8%）へと増大し、純債務残高はGDP比40%を大きく上回って48%に達すると見込まれている（13年度には同57%となる見込み）。

プレ・バジェット・レポートでは総額200億ポンド（約2兆7,000億円、GDP比約1%）の景気対策が講じられており、付加価値税の基本税率の引下げ<sup>20</sup>（17.5%→15.0%）、交通機関、公共住宅、学校等への公共事業支出として30億ポンド（約4,000億円）規模の投資を10年度から08～09年度へ前倒しすることなどが盛り込まれている。

金融政策による景気下支えとして、BOEは大幅な金利引下げに踏み切った。消費者物価上昇率が大幅に低下する見通しの中、金融危機による急速な景気後退への対応として、11月6日のBOEの金融政策委員会（MPC）は、政策金利を従来の4.5%から1.5%ポイント引下げ、3.0%とした。1.5%の下げ幅は1984年以来14年ぶりの大幅引下げであり、ECBによる同日の政策金利引下げが0.5%ポイントであったことと比べても、英国経済の現状がより深刻であることがうかがえる。その後、12月4日のMPCでは、更に1.0%引き下げ、2.0%とした。

#### 英国の住宅支援策

英国政府は08年9月、悪化する住宅市場への対策として、10億ポンド（約1,400億円）規模の救済措置及び住宅新規購入促進策を発表した。救済措置としては、住宅ローンの返済に苦しむ者や住宅差押えの危機にある者に対して、金利支援を含む返済条件の緩和や、強制退去を回避するための公的機関による住宅の買上げ・賃貸等支援が含まれる。また、住宅の新規購入を促進する措置として、初めて住宅を購入する所得6万ポンド（約820万円）未満の者に対し、補助申請から実施までの期間の短縮や、免税基準の緩和を行う。08年11月のプレ・バジェット・レポートでは、この10億ポンドの支援策の規模を18億ポンド（約2,500億円）へ拡大することとしている。

---

<sup>19</sup> ただし、経済成長率がプラスに転じる10年度から政府借入れを削減し、15年度には投資目的のみの借入れに戻すとしている。

<sup>20</sup> 英国では付加価値税率の変更を法律によらず財務省令により行うことができる。今回の付加価値税率引下げは、財務省令に基づき、08年12月1日から09年末までの時限措置として行われ、その減税総額は124億ポンド（約1兆7,000億円）となる。

#### 4. ユーロッパ経済の見通しとリスク

以上のようにヨーロッパ経済は景気後退入りしているが、景気後退がどの程度続き、どの程度深いものとなるか、そのメインシナリオを提示し、その上振れと下振れの双方のリスクについて検討する。

##### (1) メインシナリオ (ユーロ圏)

ユーロ圏は、2007年秋から景気後退入りしている。経済成長率は、08年は年初の上振れもあり1%程度とみられるが、09年はマイナス成長の見通しである(第2-2-32表)。

金融危機の影響が09年中に収束すると仮定すると、09年終わりから緩やかに持ち直しの動きが現れ、10年には1%程度に回復するとみられる。なお、潜在成長率については2%程度とみられているが、レバレッジ解消や移民労働力の流れの変化等の構造変化により1%台後半程度へ低下している可能性がある。

第2-2-31表 ユーロ圏の実質経済成長率の見通し

(前年比、%)

	IMF (11月)		OECD (11月)		
	2008年	09年	2008年	09年	2010年
ユーロ圏	1.2	0.5	1.0	0.6	1.2
ドイツ	1.7	0.8	1.4	0.8	1.2
フランス	0.8	0.5	0.9	0.4	1.5
イタリア	0.2	0.6	0.4	1.0	0.8
スペイン	1.4	0.7	1.3	0.9	0.8

(備考) IMF “World Economic Outlook Update” (2008年11月)、  
OECD “Economic Outlook 84” (2008年11月) より作成。

以下、ユーロ圏の個別項目について概観する。

- (i) 個人消費：09年は0%近傍で推移し、09年後半から回復に向かい、10年には1%程度に回復するとみられる。
- (ii) 設備投資：08年に大きく減速した後、09年にはマイナスへと落ち込む。プラスに転じるのは09年後半以降とみられる。
- (iii) 住宅投資：08年にマイナスとなり、09年にはマイナス幅が拡大する。プラスに転じるのは10年以降とみられる。

(iv) 外需：09年以降、低い水準でのプラスが継続するとみられる。

## (2) 経済見通しに係るリスク要因(ユーロ圏)

上記の先行きに関するメインシナリオについては、上振れ、下振れのリスクが考えられるが、リスクの多くは下方に偏っているとみられる。

### 上振れリスク要因

メインシナリオに反して、09年後半に景気が回復する場合の要因としては、以下が考えられる。

#### (i) 物価下落、貯蓄率の低下による個人消費の回復

物価上昇率<sup>21</sup>の下落が予想以上に進み、実質賃金・実質可処分所得が増加した場合、個人消費が増加する可能性がある。

ドイツ、フランス等の貯蓄率(それぞれ08年約12%、約13%)<sup>22</sup>が何らかのきっかけによるマインドの変化により大幅に低下した場合、ユーロ圏の消費増加をけん引する可能性がある。

#### (ii) アメリカ及び世界経済の早期回復

アメリカ経済の09年後半の急回復、それに伴う世界経済の早期回復によりドイツの輸出環境が改善して設備投資が増大する場合、これがユーロ圏全体をけん引する可能性がある。

#### (iii) 財政政策による景気の下支え

欧州委員会は08年11月26日、向こう2年間で総額2,000億ユーロ(EUの年間GDP比約1.5%)の景気刺激策の案を加盟国に提示した。内訳は各国予算で行うものが1,700億ユーロ、EU予算で行うものが300億ユーロとなっている。こうした財政政策が高い波及効果をもたらす、あるいは、更に追加的な財政出動が行われれば、消費や投資といった内需だけでなく、域内貿易による相乗効果により輸出環境が改善し、09年の成長率はゼロ近傍にまで押し上げられる可能性がある。

<sup>21</sup> ユーロ圏のHICP(総合消費者物価指数)の項目別ウェイトでは、家庭用エネルギー5.2%、自動車用燃料4.4%となっている。

<sup>22</sup> 08年のアメリカの貯蓄率2%程度、日本の貯蓄率3%程度。

## 下振れリスク要因

続いて、メインシナリオに反して、10年になっても回復の兆しが現れない場合の要因としては、以下が考えられる。

### (i) 金融危機の長期化・深刻化

さまざまな安定化策の効果が現れず、金融システムの不安定が続く場合、回復が遅れる可能性がある。

### (ii) 隠れた不良資産の顕在化

現在明らかとなっている不良資産以外に隠れた不良資産が予想以上に大きく、それが顕在化する場合には、回復が遅れる可能性がある。

### (iii) 住宅市場の調整の長期化

住宅市場の調整が長引く場合、特にスペイン、アイルランド等住宅バブルの度合いが大きかったユーロ圏構成国ではこれが回復の足かせとなり、ユーロ圏全体の回復に影響するとみられる。

### (iv) 世界経済全体の回復の遅れ

ユーロ圏の景気回復においては外需の役割も大きいですが、アメリカ等先進国、新興国ともに需要が回復せず、ユーロ圏の輸出が回復しない場合、ユーロ圏全体の景気回復も遅れるものとみられる。なお、ユーロ圏の輸出(07年)に占める相手先別シェアは、英国15.3%、アメリカ13.0%、ロシア4.5%、中国(香港除く)4.0%となっている。

## (3) メインシナリオ(英国)

英国は、ユーロ圏と同様、既に景気後退入りしている。経済成長率は、08年は年初に堅調であったことから1%程度(実績見込み)のプラスとみられるが、09年は1%を超えるマイナス成長となる見通しである(第2-2-32表)。

アメリカやユーロ圏より後退の度合いは深く、長期にわたるとみられ、持ち直しの動きが現れるのは10年以降とみられる。

第2-2-32表 英国の実質経済成長率の見通し

(前年比、%)

	2008年	2009年	2010年
I M F (11月)	0.8	1.3	-
O E C D (11月)	0.8	1.1	0.9
英国政府見通し(11月)( 1)	0.75	0.75 ~ 1.25	2.75 ~ 3.25
民間機関見通し(11月)( 2)	0.8	1.1	-

(備考) 1. I M F “ World Economic Outlook Update ” (2008年11月)、 O E C D “ Economic Outlook 84” (2008年11月)、  
英国財務省 “ Pre-Budget Report”(2008年11月)、英国財務省 “ Forecasts for the UK Economy ” (2008年11月)より作成。

2. ( 1 ) 財務省 “ Pre-Budget Report”による。 “ Pre-Budget Report”は毎年の予算案作成前にその方針を公表したもの。

( 2 ) 民間機関約40社の見通しを英国財務省が毎月取りまとめて公表したもの。

以下、個別項目について概観する。

- ( i ) 個人消費：08 年後半から減速し、09 年にはマイナスへ落ち込む。  
プラスに転じるのは10 年以降とみられる。
- ( ii ) 設備投資：08 年に大きくマイナスとなった後、09 年は更にマイナス幅が拡大する。プラスに転じるのは10 年以降とみられる。
- ( iii ) 住宅投資：08 年に大幅なマイナスとなり、09 年も同程度の大幅なマイナスが続き、プラスに転じるのは10 年以降とみられる。  
住宅価格は更に下落するとみられ、住宅投資は信用収縮による住宅ローンの縮小から落ち込みが続く。こうした住宅低迷による逆資産効果が、消費を抑制するとみられる。
- ( iv ) 外需：輸入の伸び悩みから、外需の寄与度は09 年に0 % 台半ば～1 % 程度となり景気を下支えする。ポンド安は輸出へのプラス効果をもたらすが、輸出相手国の景気低迷から、その効果は減殺される。

#### ( 4 ) 経済見通しに係るリスク要因(英国)

上記の先行きに関するメインシナリオについては、上振れ、下振れのリスクが考えられるが、英国においてもリスクの多くは下方に偏っているとみられる。

#### 上振れリスク要因

メインシナリオに反して、09 年後半に英国の景気が回復する場合の要因

としては、以下が考えられる。

( i ) 物価下落による個人消費の回復

消費者物価上昇率の下落が予想以上に速く進み、実質賃金・実質可処分所得が増加すれば、個人消費を増大させる可能性がある。ただし、英国は家計債務残高の可処分所得比が 07 年 176.9% (うち住宅が 132.4%を占める) と他のヨーロッパ諸国より高いため、実質個人所得が増加しても債務の返済にあてられる可能性もあり、消費に直ちに結びつくとは限らないことにも留意すべきである。

( ii ) アメリカ及び世界経済の早期回復

アメリカ経済の 09 年後半の急回復、それに伴う世界経済の早期回復により英国の輸出環境が改善し、これに足元のポンド安 (対米ドル、対ユーロ) が維持されれば、英国の輸出が増加する可能性がある。

( iii ) 財政政策による景気の下支え

08 年 11 月 24 日に発表されたプレ・バジェット・レポートでは総額 200 億ポンド (約 2 兆 7,000 億円) の景気対策が講じられているが、それ以上の追加策がなされた場合、その効果により成長率が押し上げられる可能性がある。

### 下振れリスク要因

続いて、メインシナリオに反して、10 年になっても英国の景気に回復の兆しが現れない場合の要因としては、以下が考えられる。

( i ) 金融危機の長期化・深刻化

さまざまな安定化策の効果が現れず、金融システムの不安定が続く場合、回復が遅れる可能性がある。

( ii ) 隠れた不良資産の顕在化

英国の成長を主導した金融業・金融関連産業において、保有する不良資産の規模が予想以上に大きく、その処理に長期を要する場合、これが回復の足かせとなる可能性がある。

( iii ) 住宅市場の調整の長期化

住宅バブルの影響が予想以上に深刻で住宅市場の調整が長期化する場合、住宅投資の回復が遅れ、住宅価格の低迷による消費抑制効果により個人消費の回復が遅れる可能性がある。

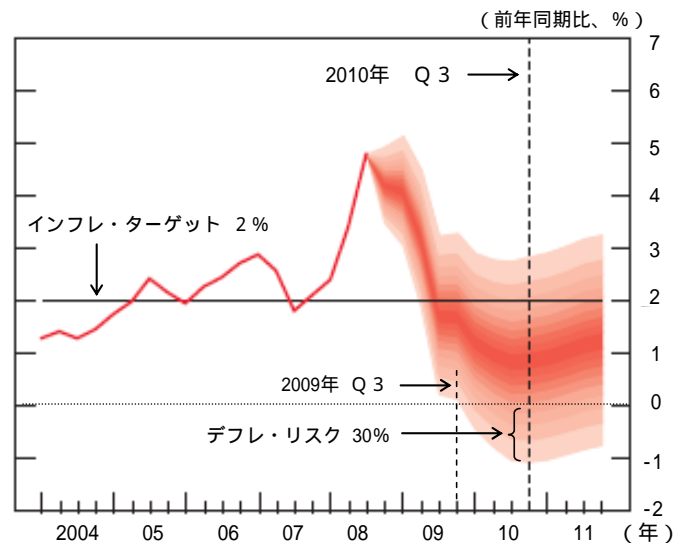
( iv ) 世界経済全体の回復の遅れ

先進国及び新興国ともに需要が回復せず、特に英国の外需において重要なユーロ圏経済の回復が遅れる場合、ポンド安にもかかわらず英国の輸出回復が遅れる可能性がある。なお、英国の輸出（07年）に占める相手先別シェアは、ユーロ圏 51.7%、アメリカ 14.6%、BRICs 4.8%となっている。

(v) デフレのリスク

BOEの「インフレーション・レポート」(08年11月)における消費者物価上昇率見通しでは、09年後半以降、デフレに陥るリスクが示されている(第2-2-33図)。特に10年7~9月期頃にはデフレとなる確率は30%程度と見込まれている。前述のとおり、英国は家計債務残高の可処分所得比が高いため、デフレとなった場合、債務返済の実質的な負担が高まり、個人消費の回復が遅れる可能性がある。また、同様の債務負担の高まりから、企業の設備投資の回復も遅れる可能性がある。

第2-2-33図 イングランド銀行(BOE)消費者物価上昇率見通し



- (備考) 1. イングランド銀行(BOE) “Inflation Report, November 2008” より作成。  
 2. このファン・チャートは、ある時点のデータを基準に、以後の推移の確率分布を扇形(ファン)で示したものである(着色部分全体で90%)。最も色の濃い帯(10%、メインシナリオに相当)を中心に、上下5%ずつ(計10%)刻みで順次、上方・下方リスクが示され、色が薄くなるにつれて中心からその範囲内に収まる確率は上昇する。