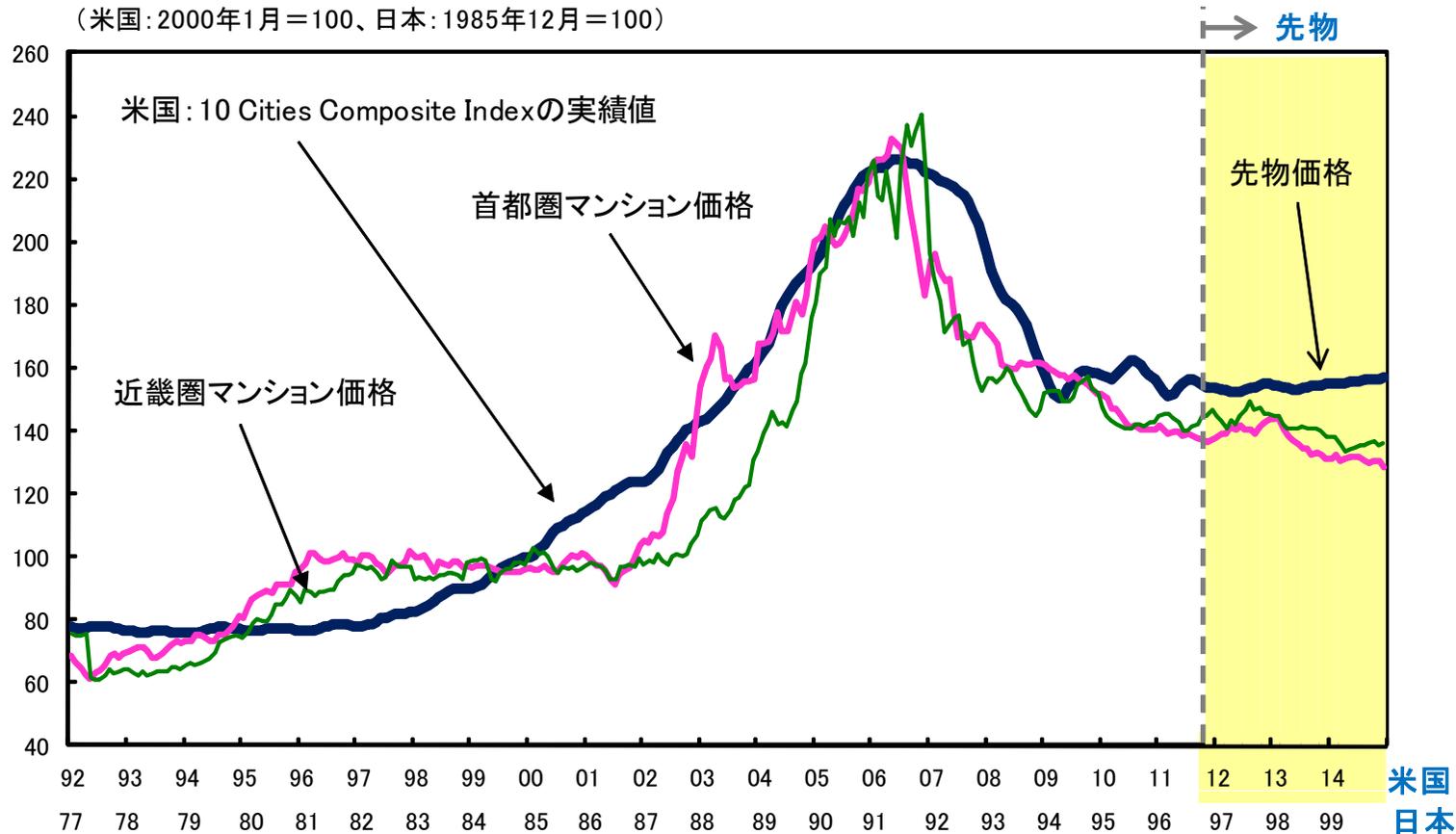


ご参考資料

2012年1月20日
野村総合研究所
主席研究員
リチャード・クー

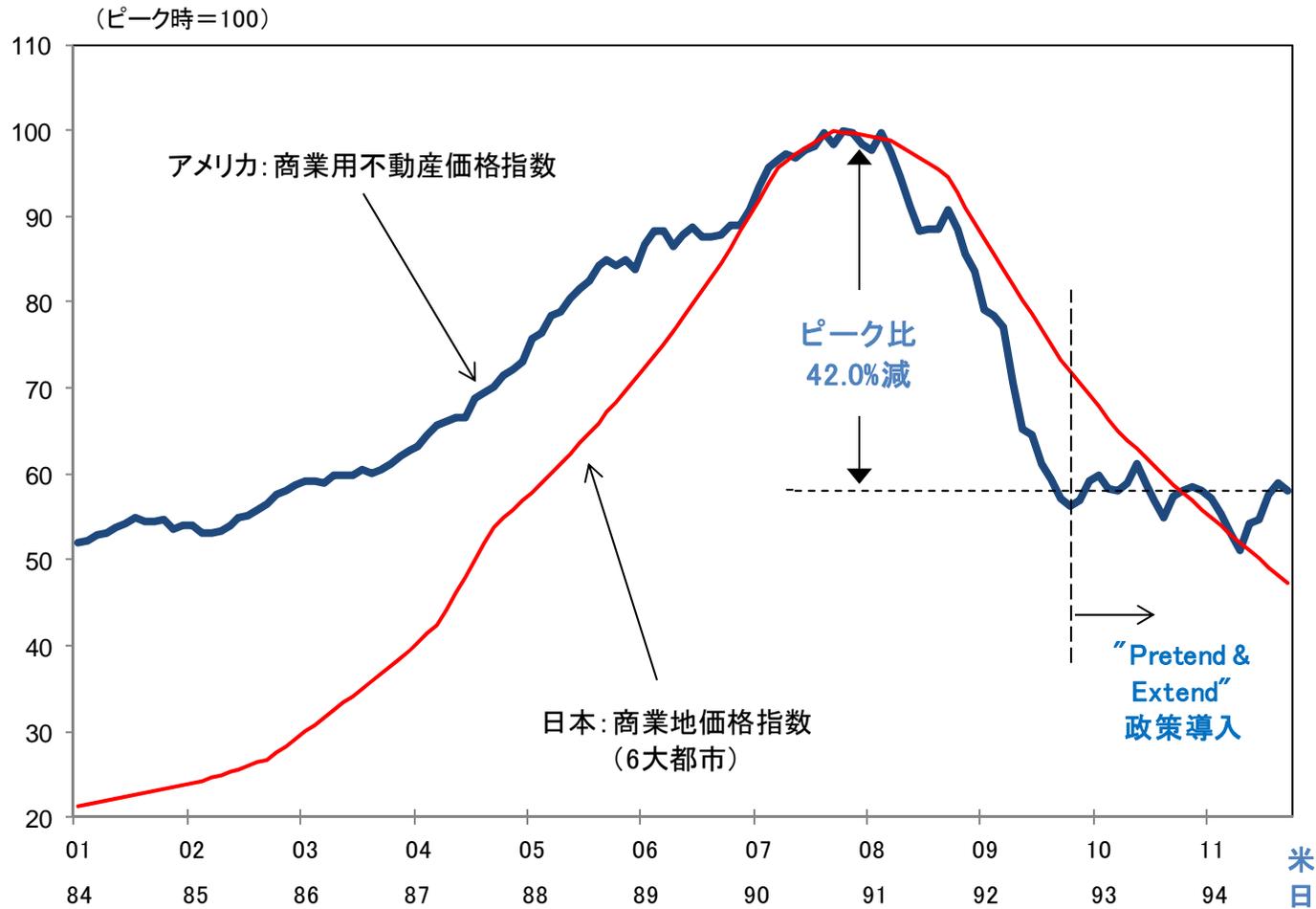
90年代の日本の状況に近づく米国の住宅バブル崩壊



(出所) S&P "S&P/Case-Shiller® Home Price Indices"、不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」「近畿圏マンション市場動向」などから野村総合研究所が作成。

(注) 先物価格は2012年1月11日現在。また、日本のマンション価格は、5カ月移動平均の1平方メートルあたり分譲単価。

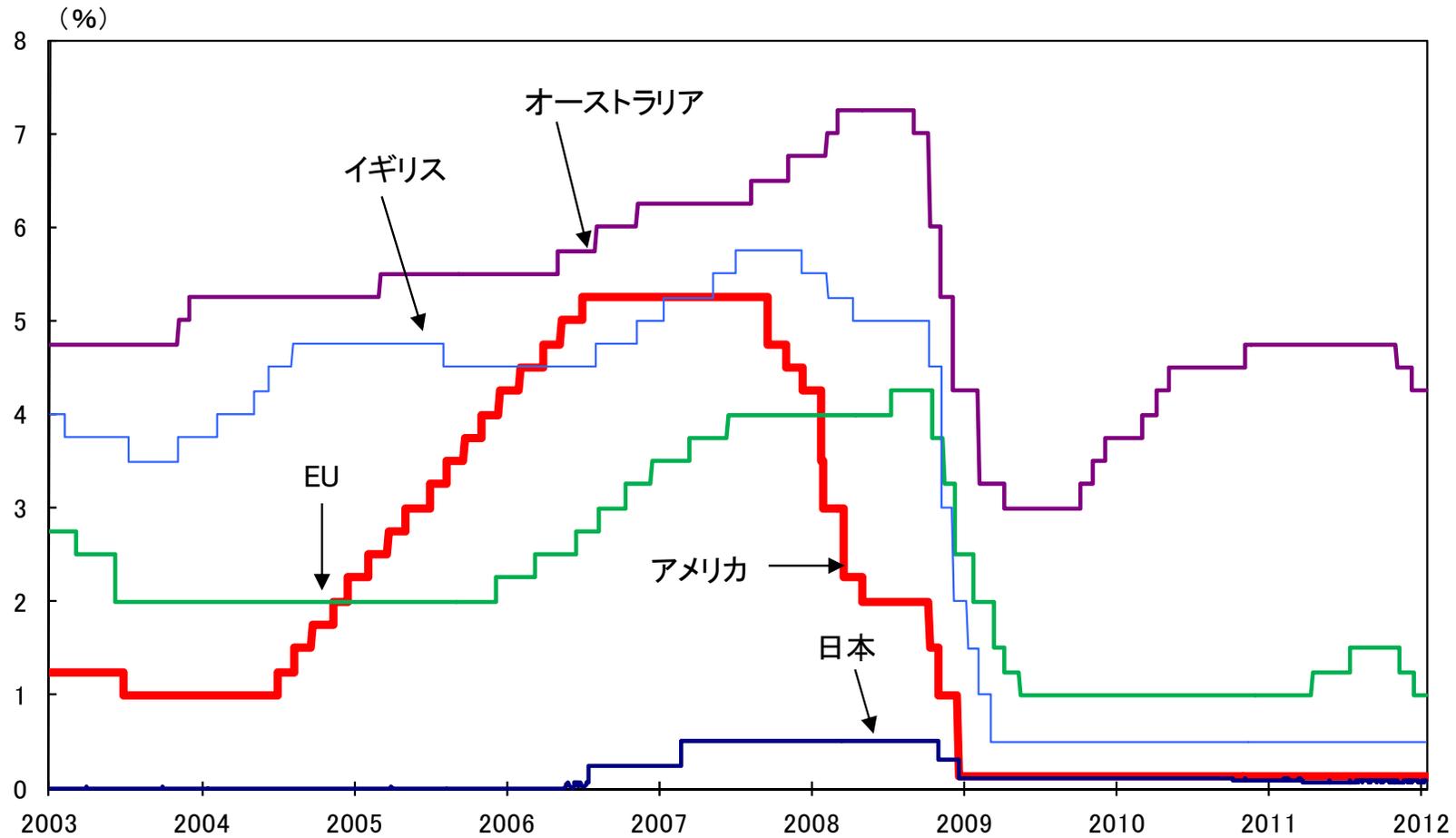
類似している日米の商業用不動産のピークからの下落率



(注) 価格のピークは、アメリカが2007年10月、日本が1990年9月

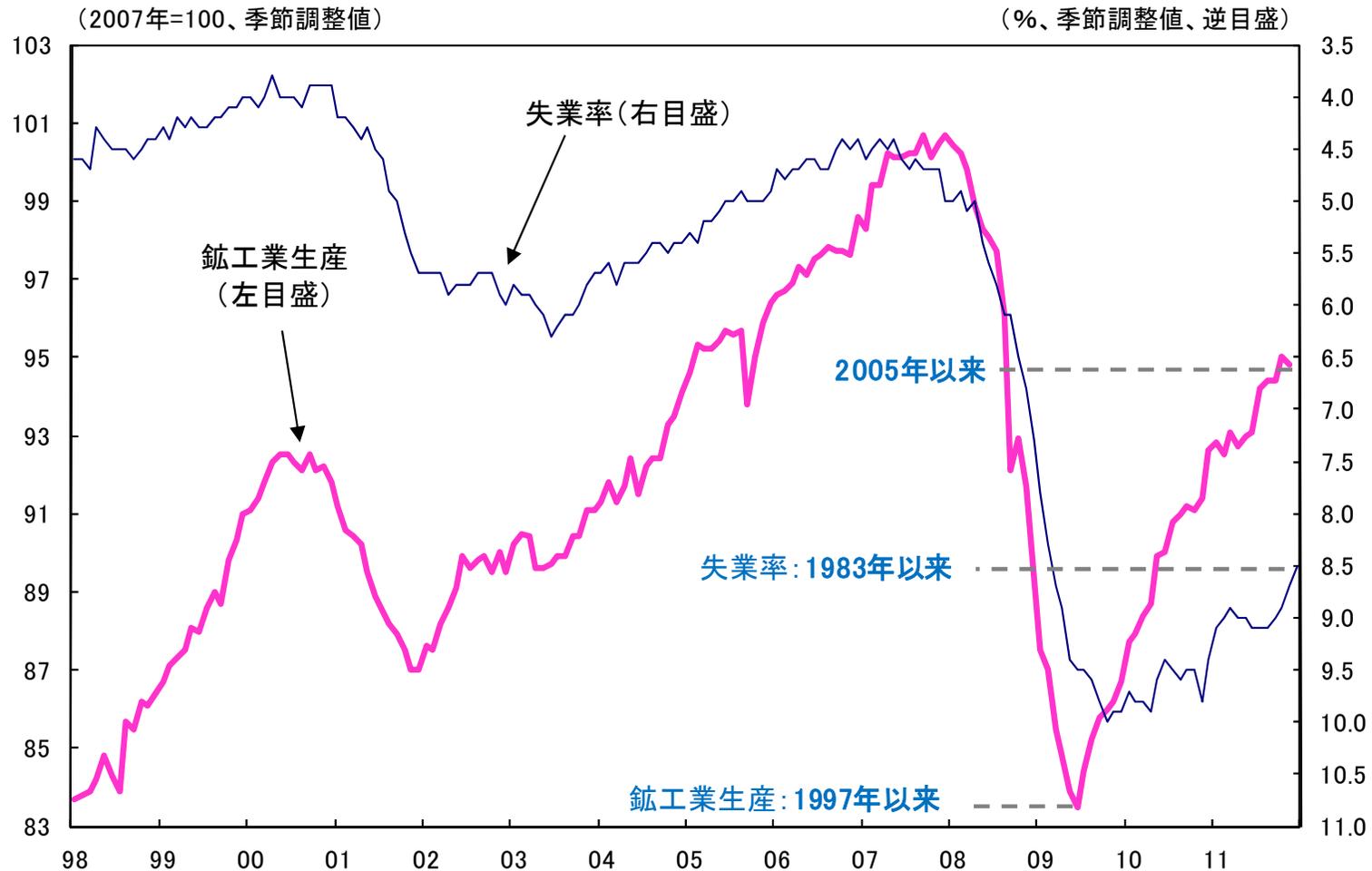
(出所) Moody's社、Real Estate Analytics社、日本不動産研究所のデータをもとに野村総合研究所が作成

経済や資産価格の回復にはつながらない各国中銀の利下げ



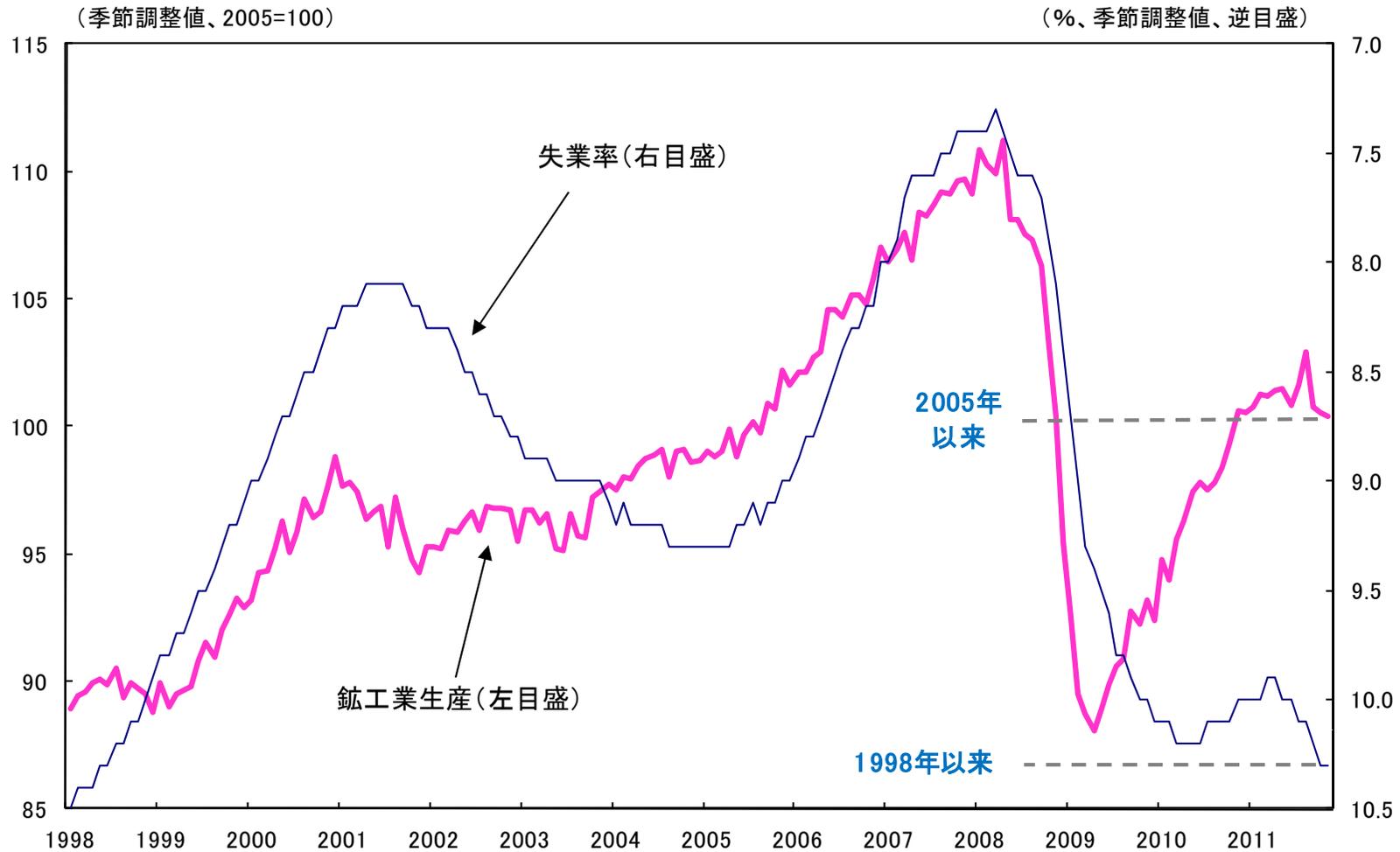
(出所) 日本銀行、FRB、欧州中央銀行(ECB)、イングランド銀行(BOE)、オーストラリア準備銀行(RBA)
2012年1月11日時点

直近のピークの水準にはまだ程遠い米国経済



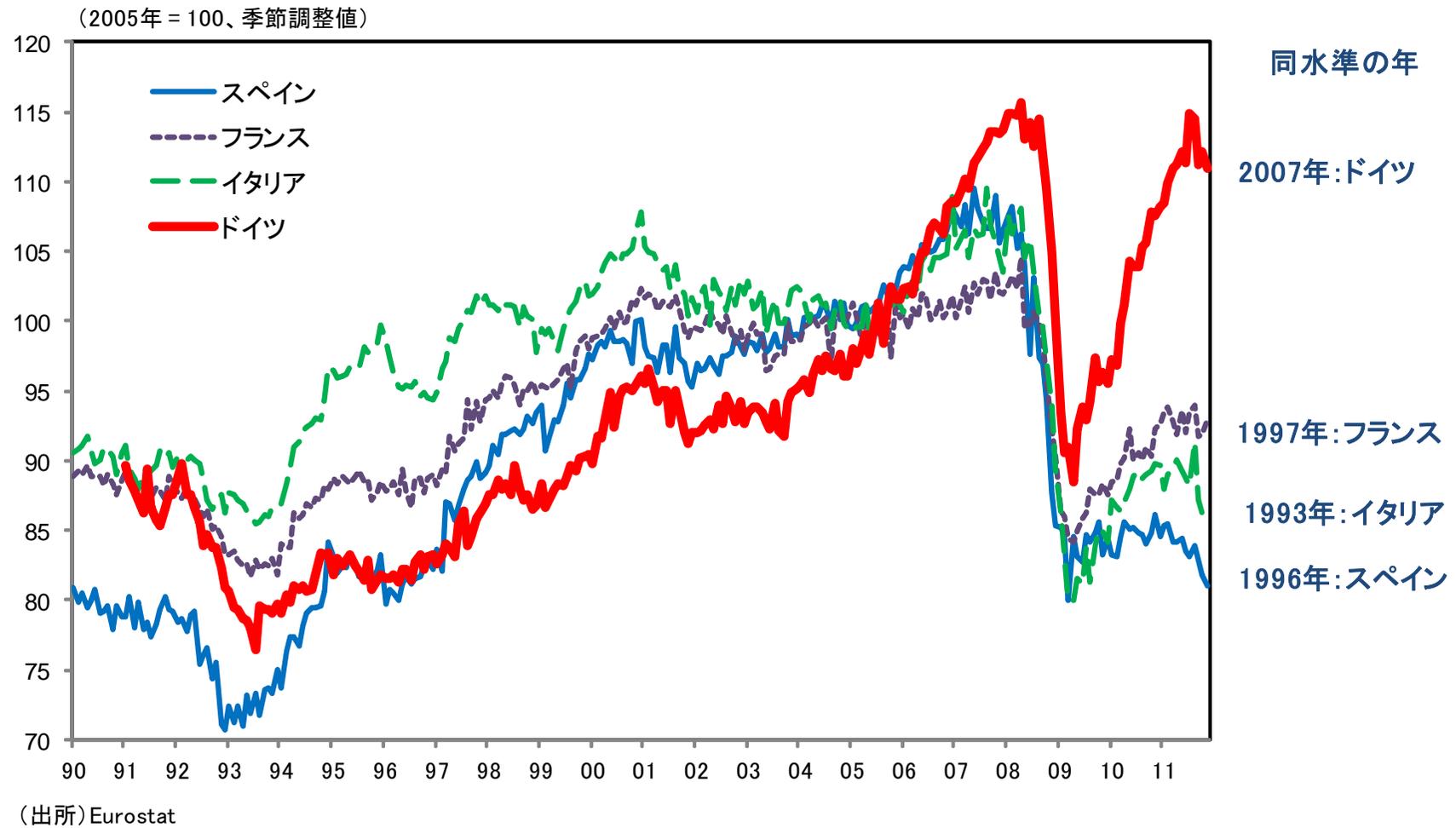
(出所) 米労働省、FRB

直近のピークの水準にはまだ程遠いユーロ圏経済

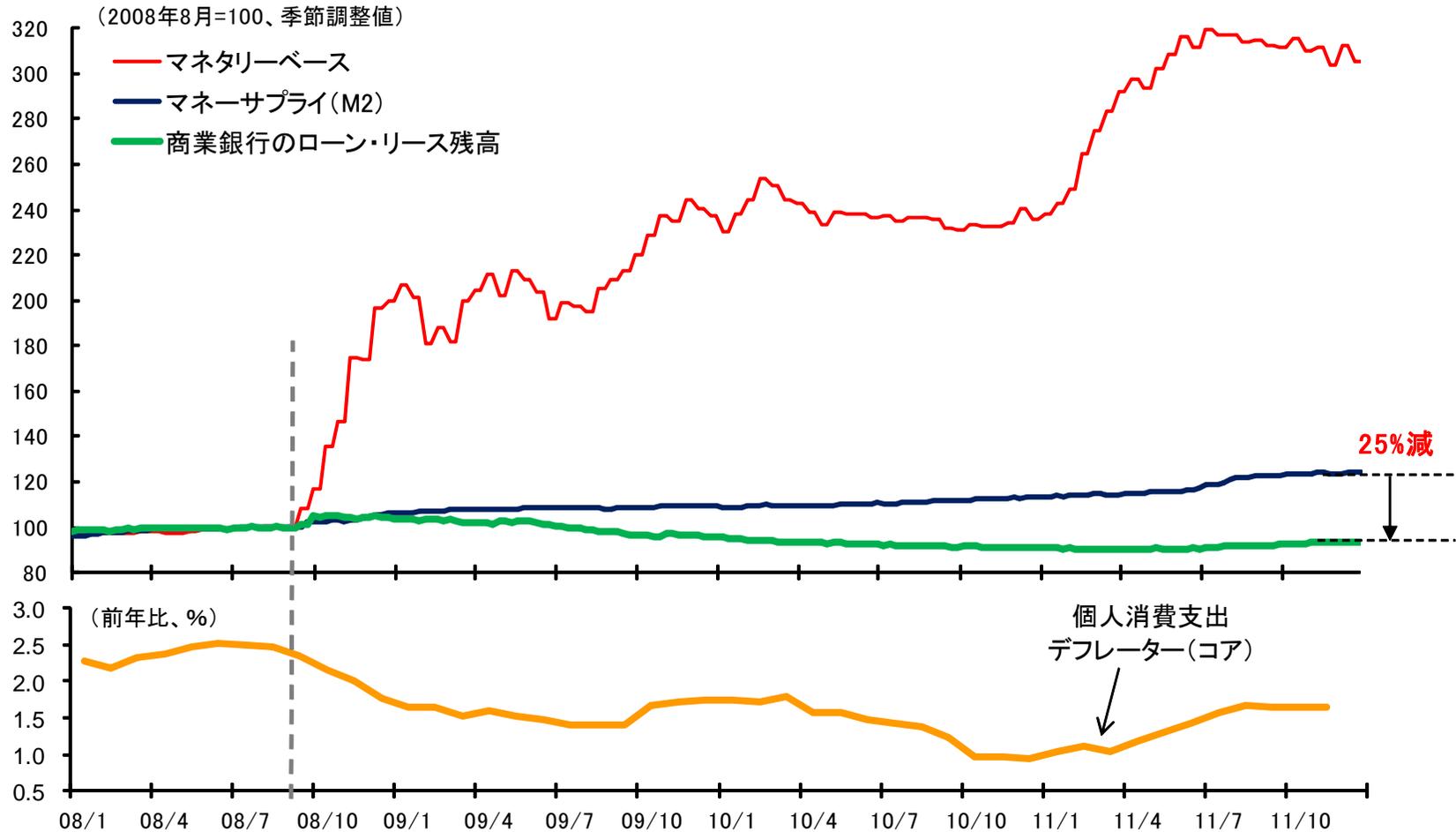


(出所) Eurostat

ドイツを除けばまだ弱いヨーロッパの鉱工業生産



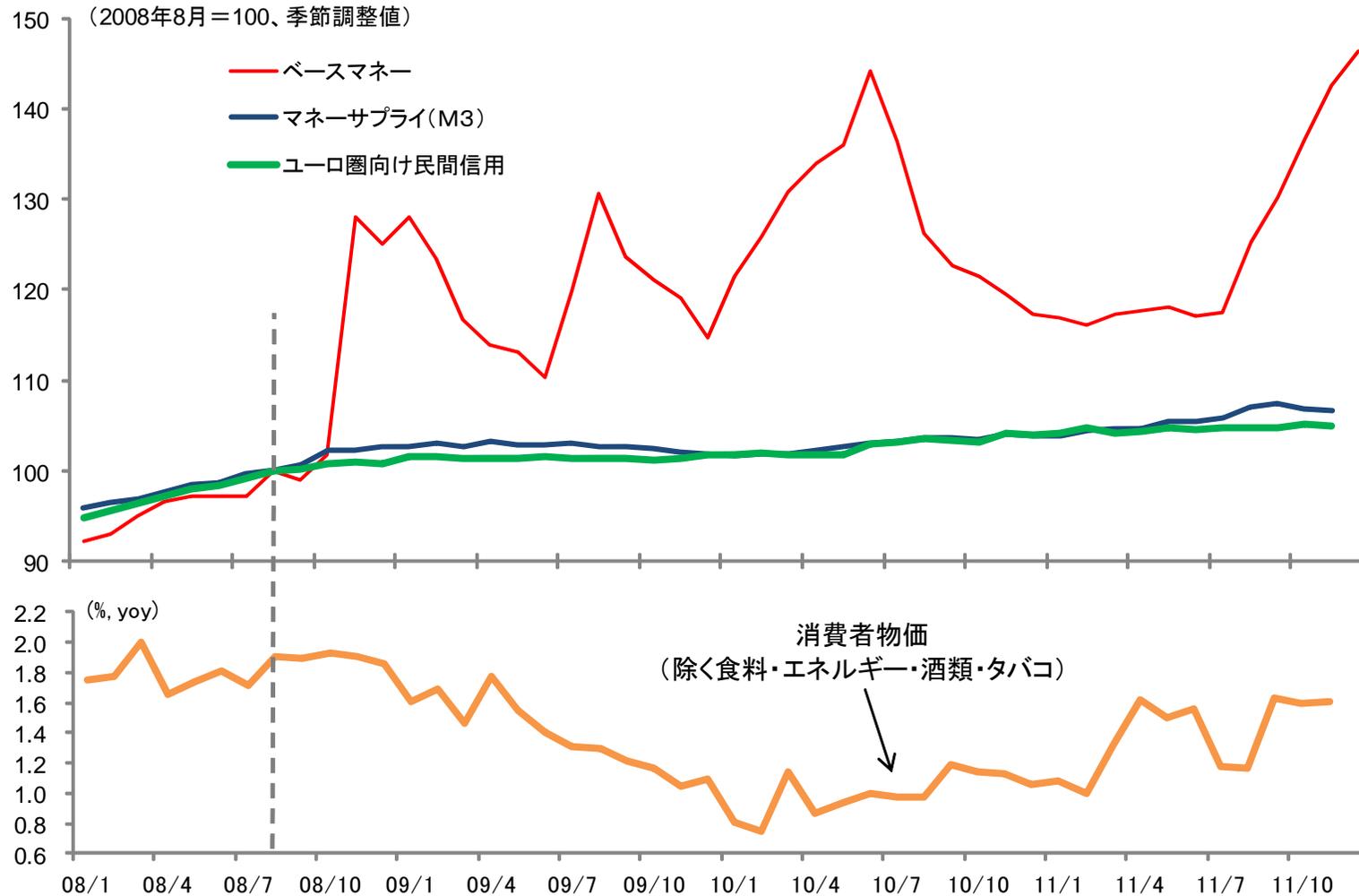
バランスシート不況下で崩れたマネー関連指標の関係(1): 米国



(出所) FRB、米商務省のデータより野村総合研究所作成

(注) 商業銀行のローン・リース残高統計の不連続は野村総合研究所で調整している。

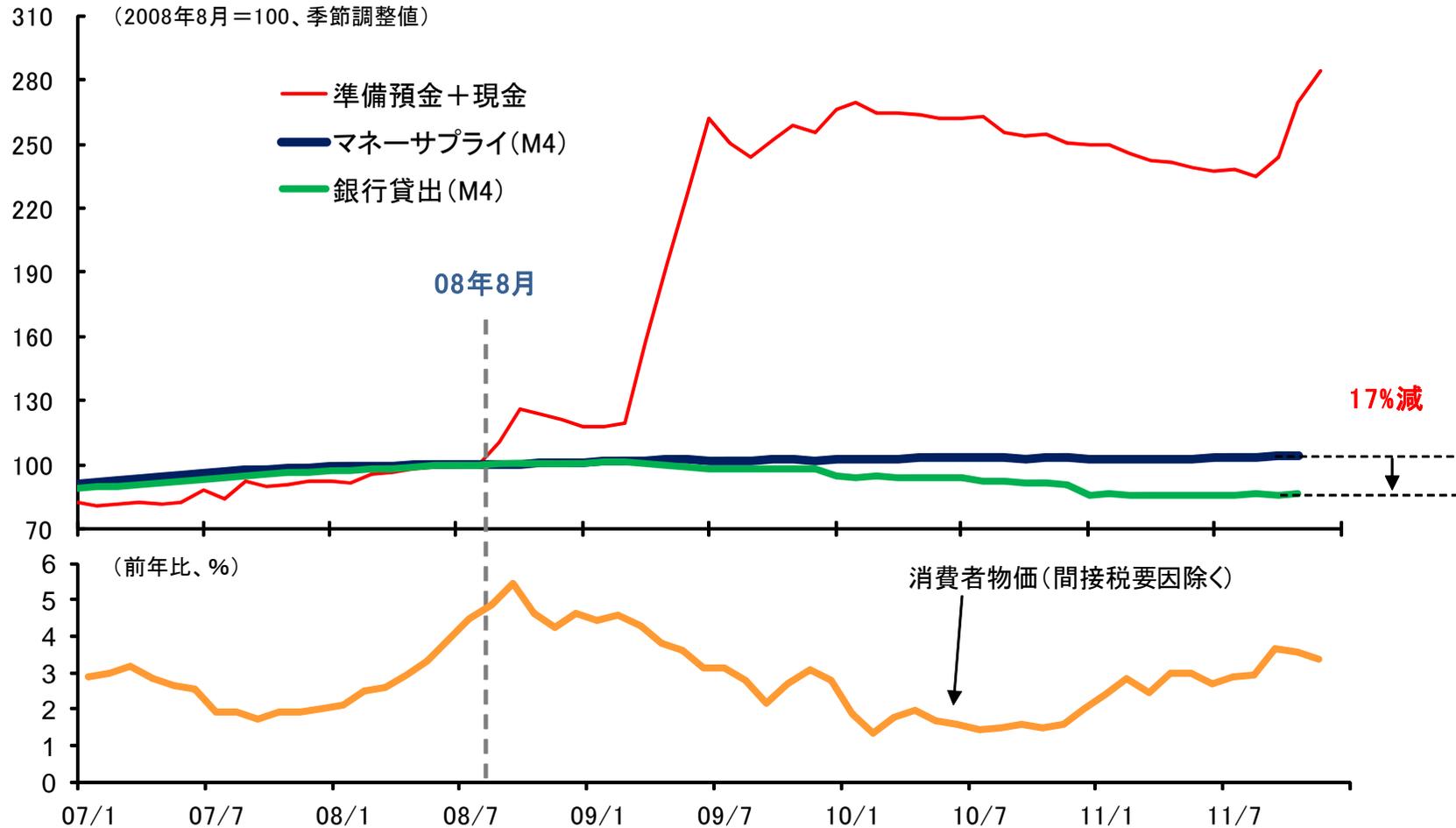
バランスシート不況下で崩れたマネー関連指標の関係(2): EU



(出所) ECB, Eurostat

(注) ベースマネーの値は野村総合研究所が季節調整を行った。

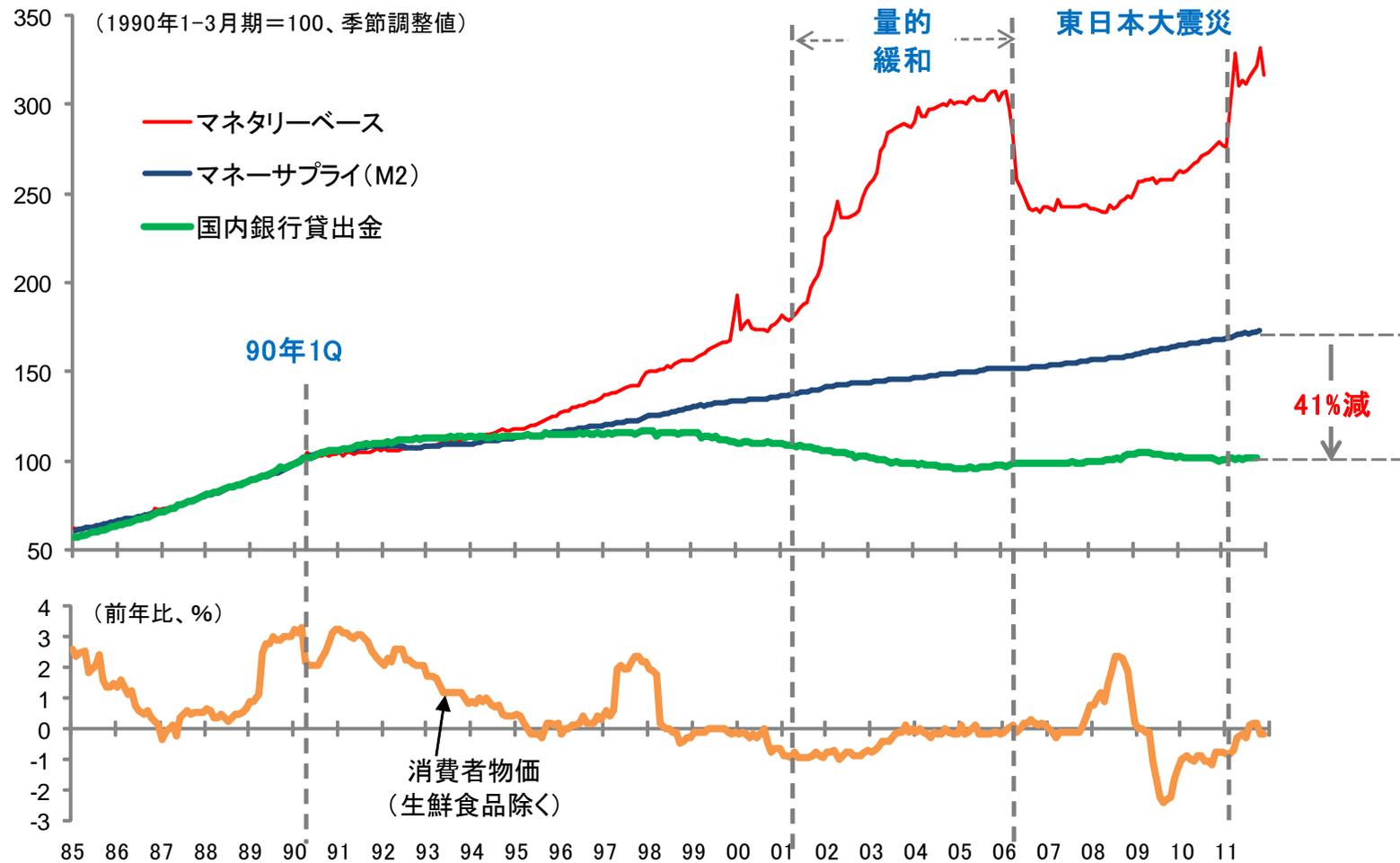
バランスシート不況下で崩れたマネー関連指標の関係(3):イギリス



(出所) Bank of England, Office for National Statistics, UKより野村総合研究所作成

(注) 準備預金のみ原数値。また、マネーサプライ・銀行貸出の値は銀行間取引分を除いている。

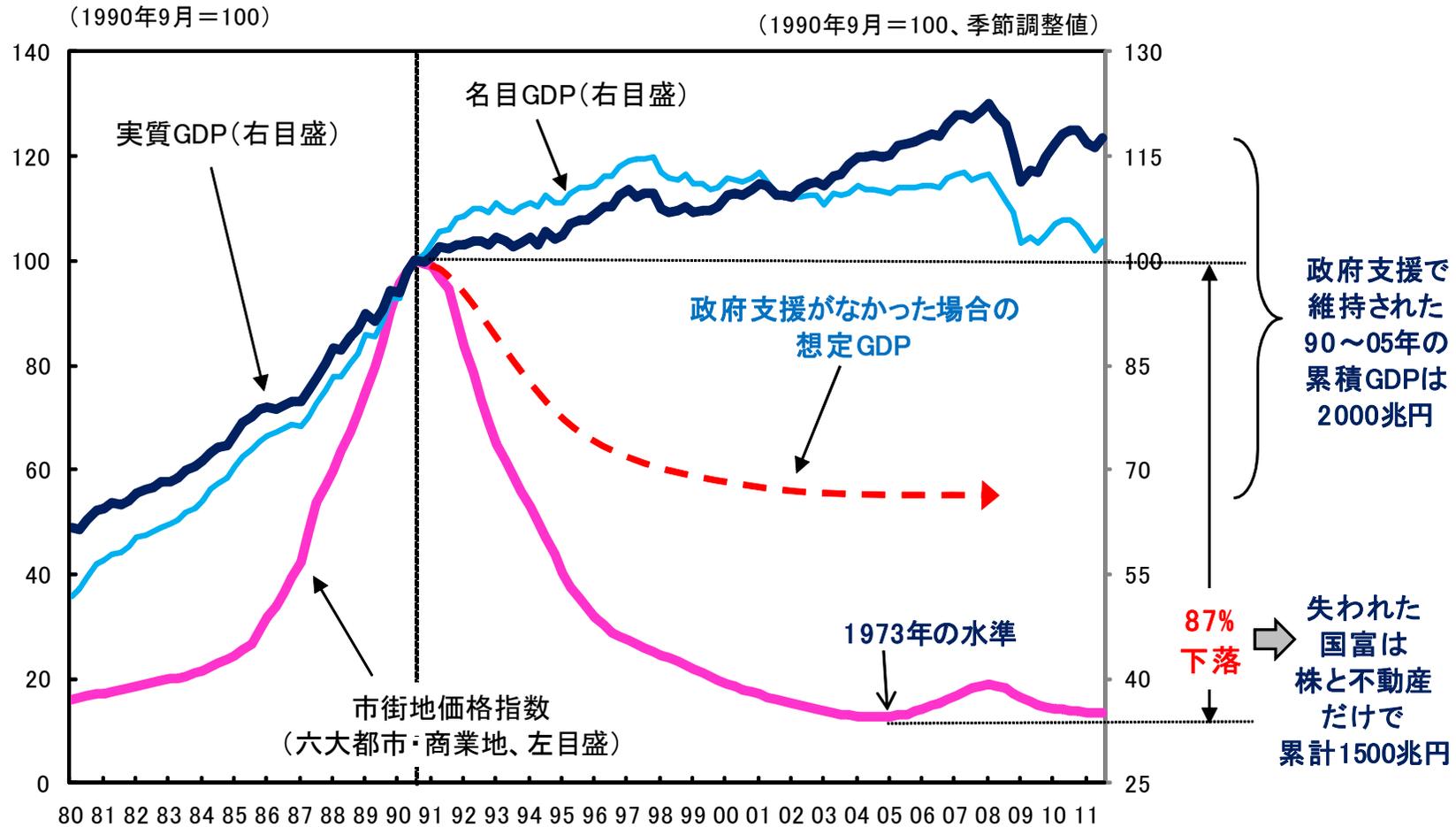
バランスシート不況下で崩れたマネー関連指標の関係(4): 日本



(注) 国内銀行貸出金の季節調整と、2003年以前のマネーサプライ統計との接続は野村総合研究所が行った。

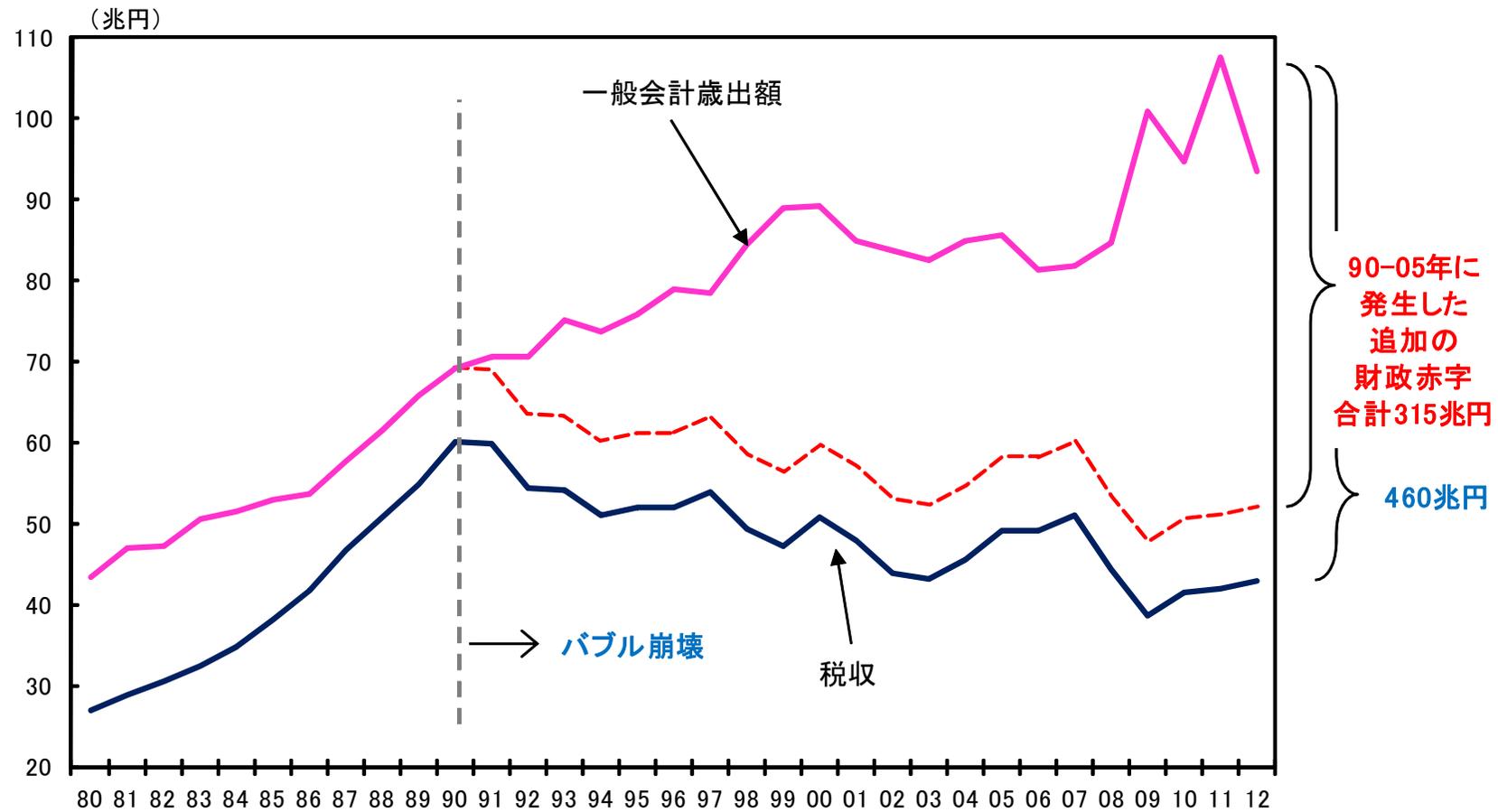
(出所) 日本銀行「マネースtock」「マネタリーベース」「国内銀行の資産・負債等(銀行勘定)」

バブル崩壊後も拡大を続けた日本のGDP



(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」より野村総合研究所作成

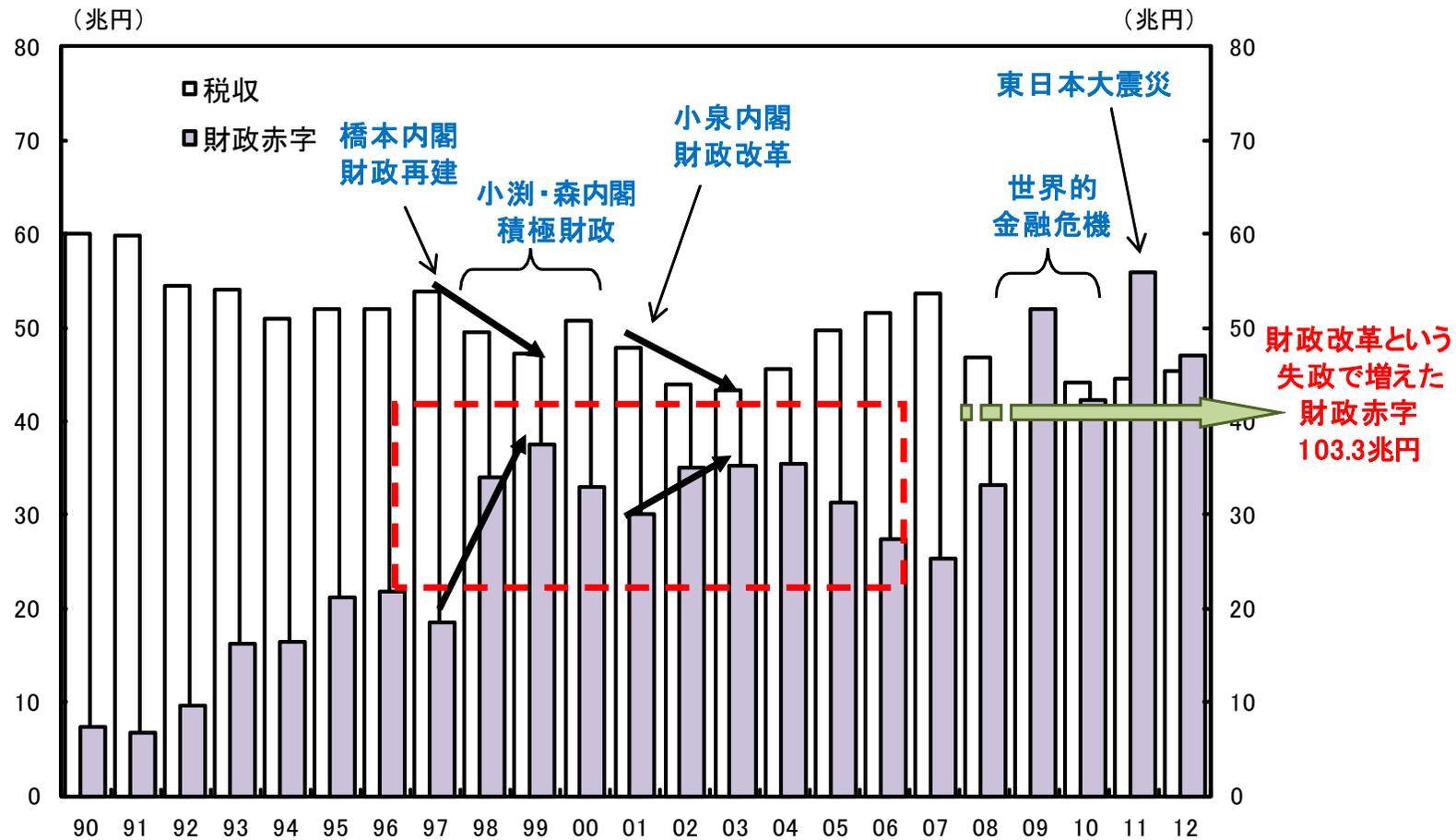
税収減にも拘らず支出を伸ばした日本政府



(出所) 財務省

(注) 2011年度は第4次補正後、2012年度は当初予算の金額。2012年度以降は東日本大震災特別会計分を含む

税収減と財政赤字増を招いた1997年と2001年の財政改革



(出所) 財務省の各年度予算決算資料より野村総合研究所作成

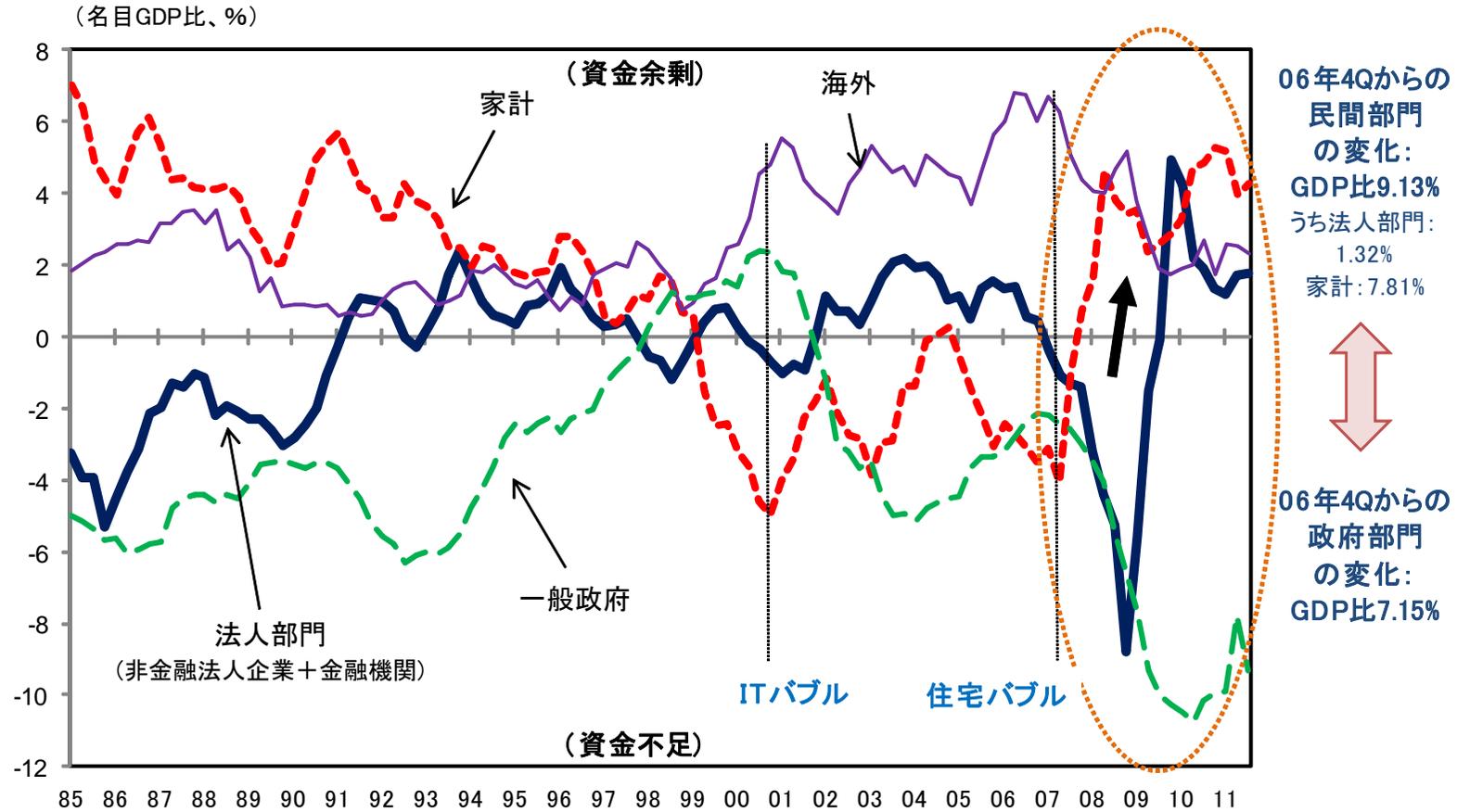
(年度)

(注) 税収の推移は、地方への税源移譲前と比較できるように調整している。

また税収には復興増税分を、財政赤字には復興債の発行額を含んでいる。

バランスシート不況に陥った米国

部門別に見た資金過不足の推移



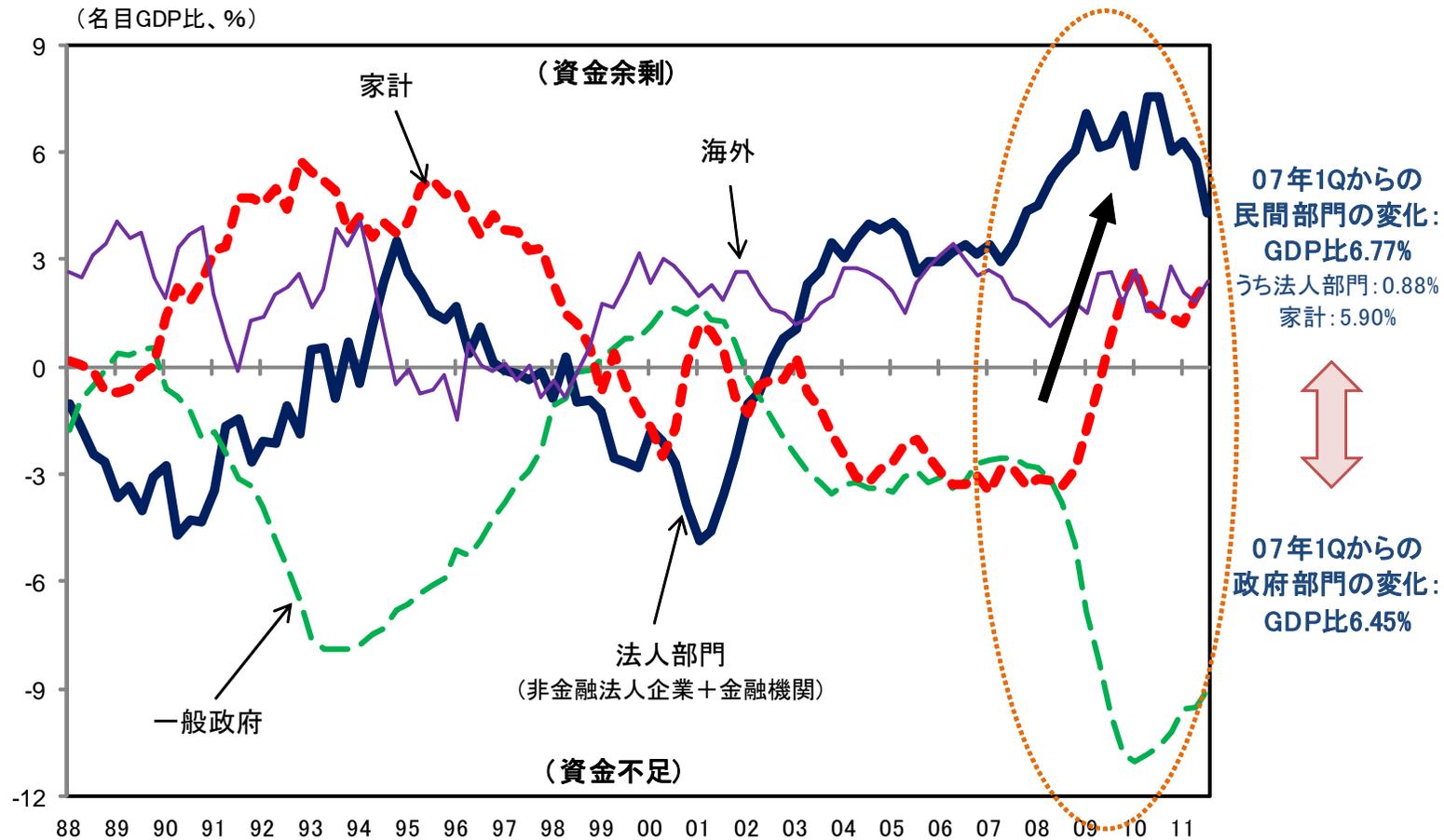
(注) 後方4四半期の移動平均値の推移で、直近は2011年7-9月まで。

一般的な資金循環統計では、非金融法人企業、金融機関、家計、政府、海外の資金過不足を足し合わせるとゼロになる。

(出所) FRB、米国商務省

バランスシート不況に陥ったイギリス

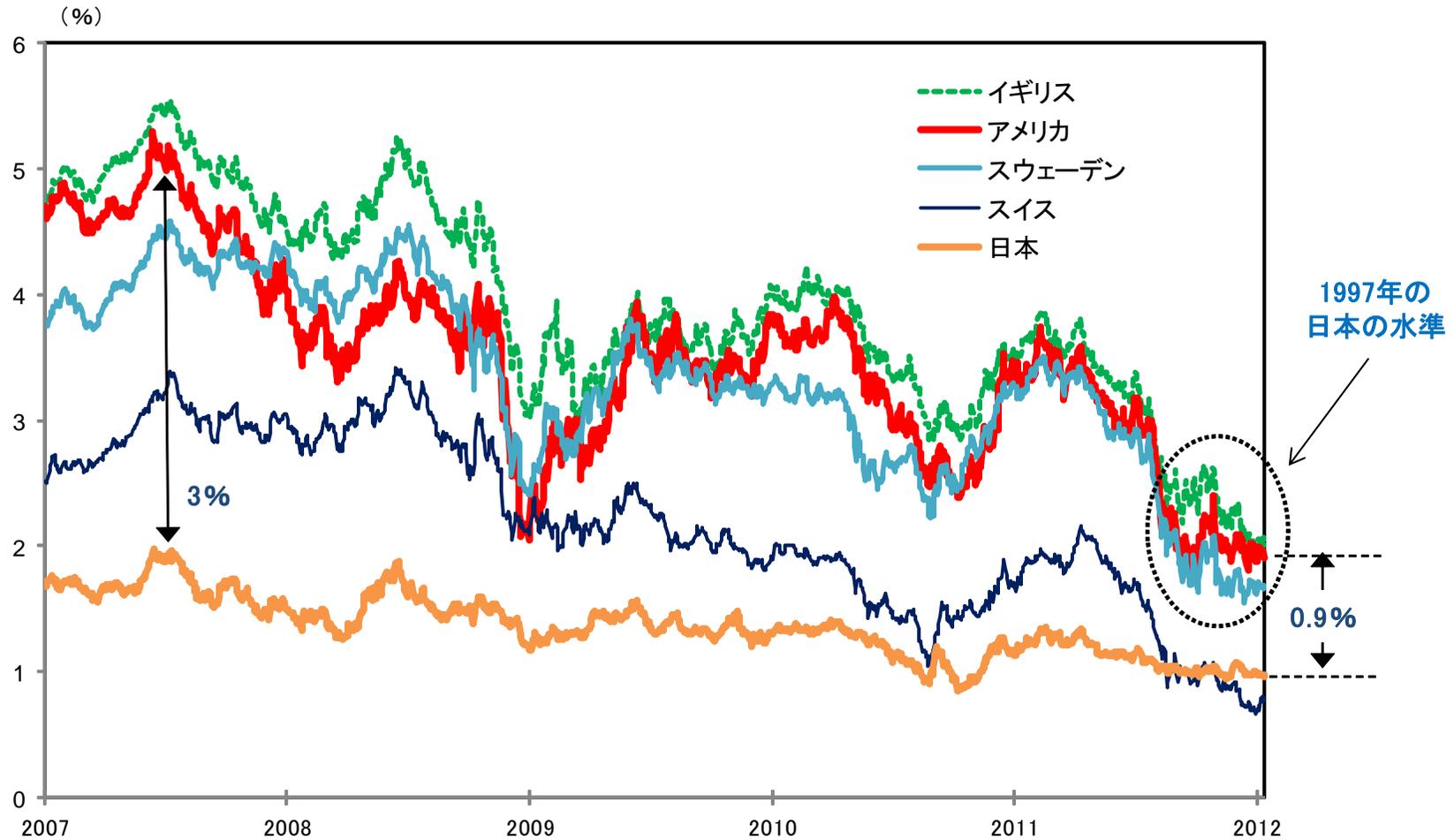
部門別に見た資金過不足の推移



(注) 後方4四半期の値を合計したものの推移で、直近は2011年7-9月まで

(出所) Office for National Statistics, UK

日本の水準に近づく各国*の長期金利

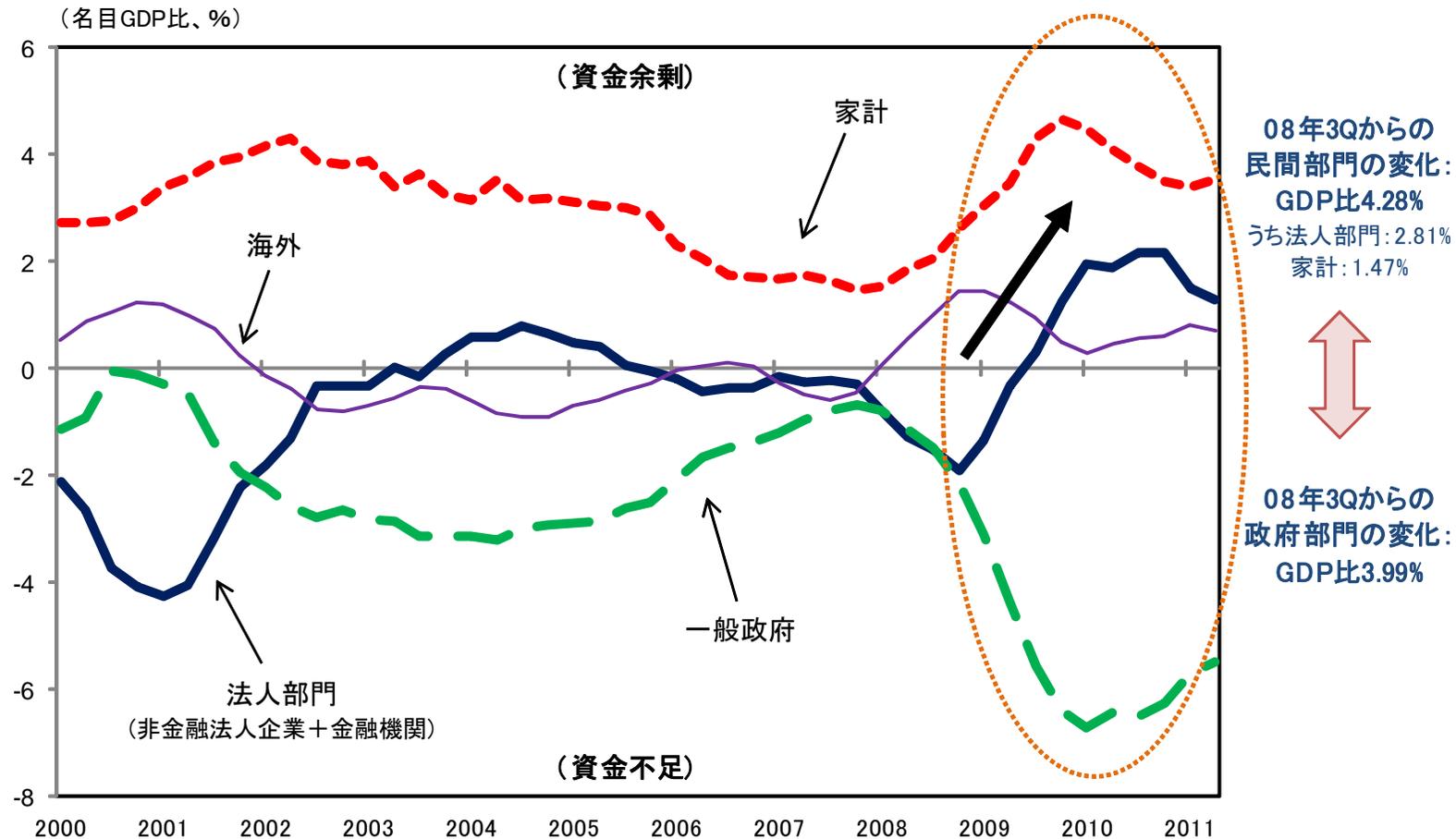


(出所) Bloombergより野村総合研究所作成

(注) ユーロ圏の一部を除く。2012年1月12日時点

バランスシート不況に陥ったユーロ圏

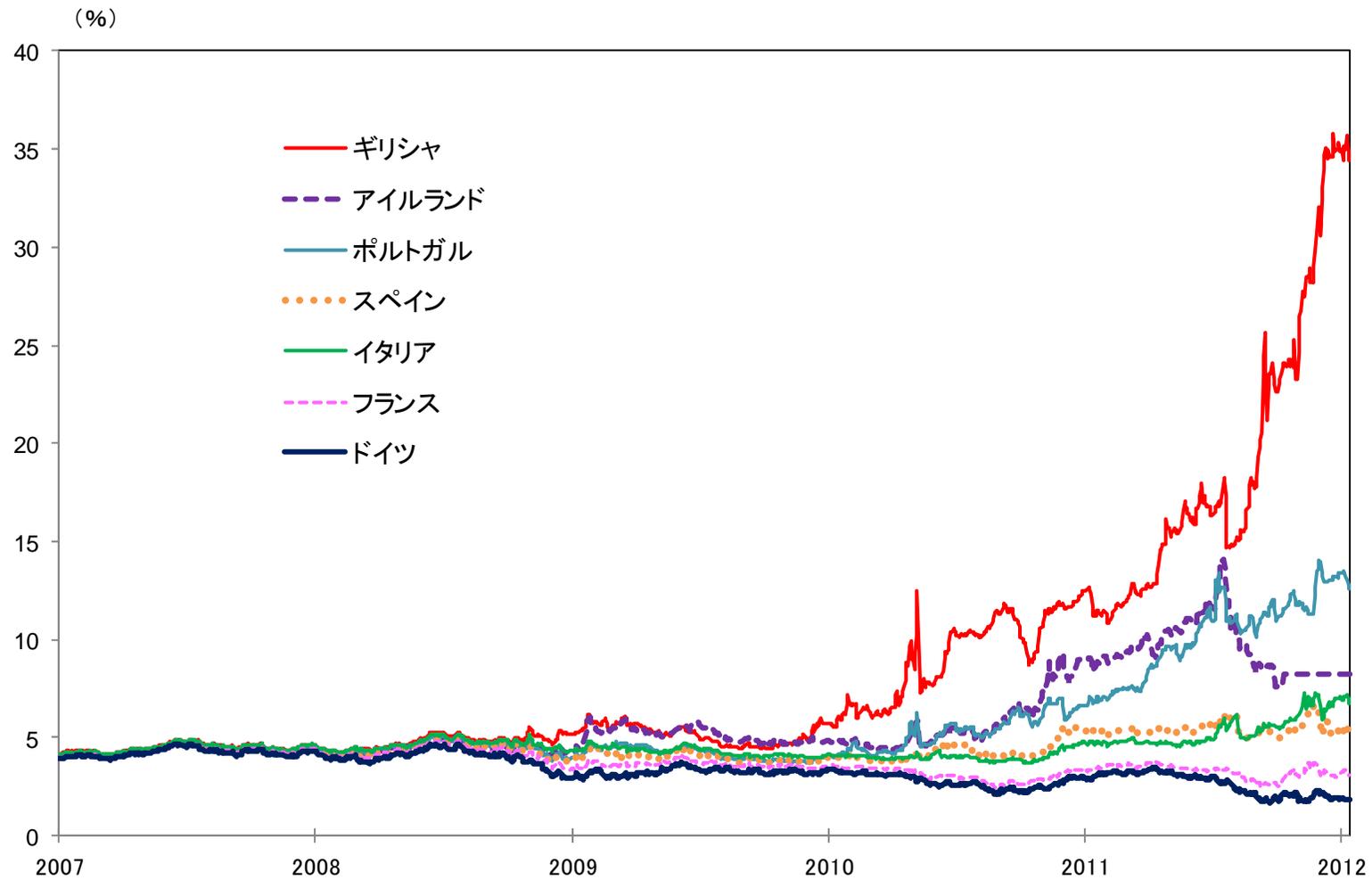
部門別に見た資金過不足の推移



(注)ユーロ圏17ヶ国ベース。値は後方4四半期の移動平均値の推移で、直近は2011年4-6月まで。

(出所)ECB

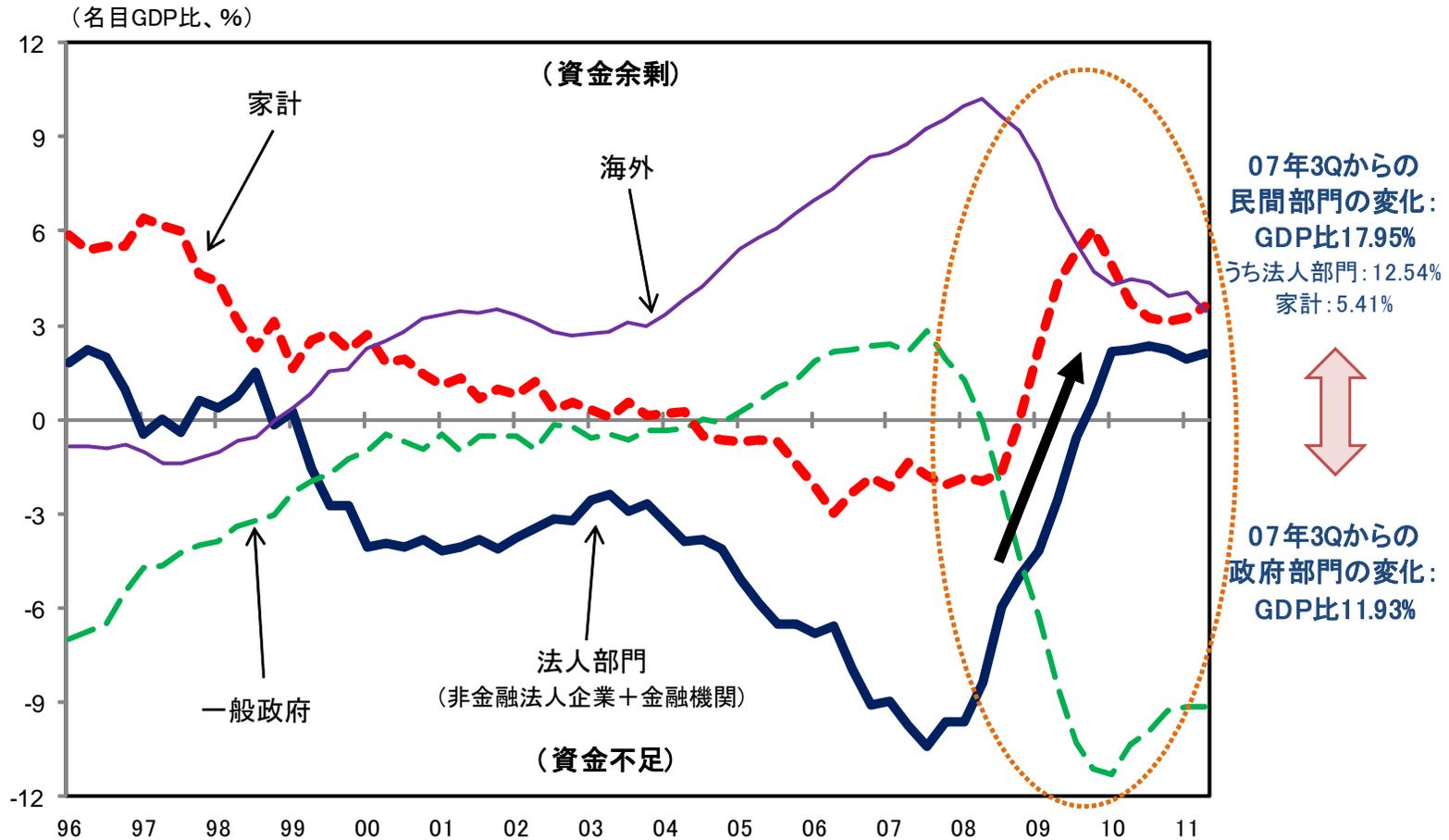
二極化するユーロ圏の長期金利



(出所) Bloombergより野村総合研究所作成 (注) 2012年1月12日時点

バランスシート不況に陥ったスペイン

部門別に見た資金過不足の推移

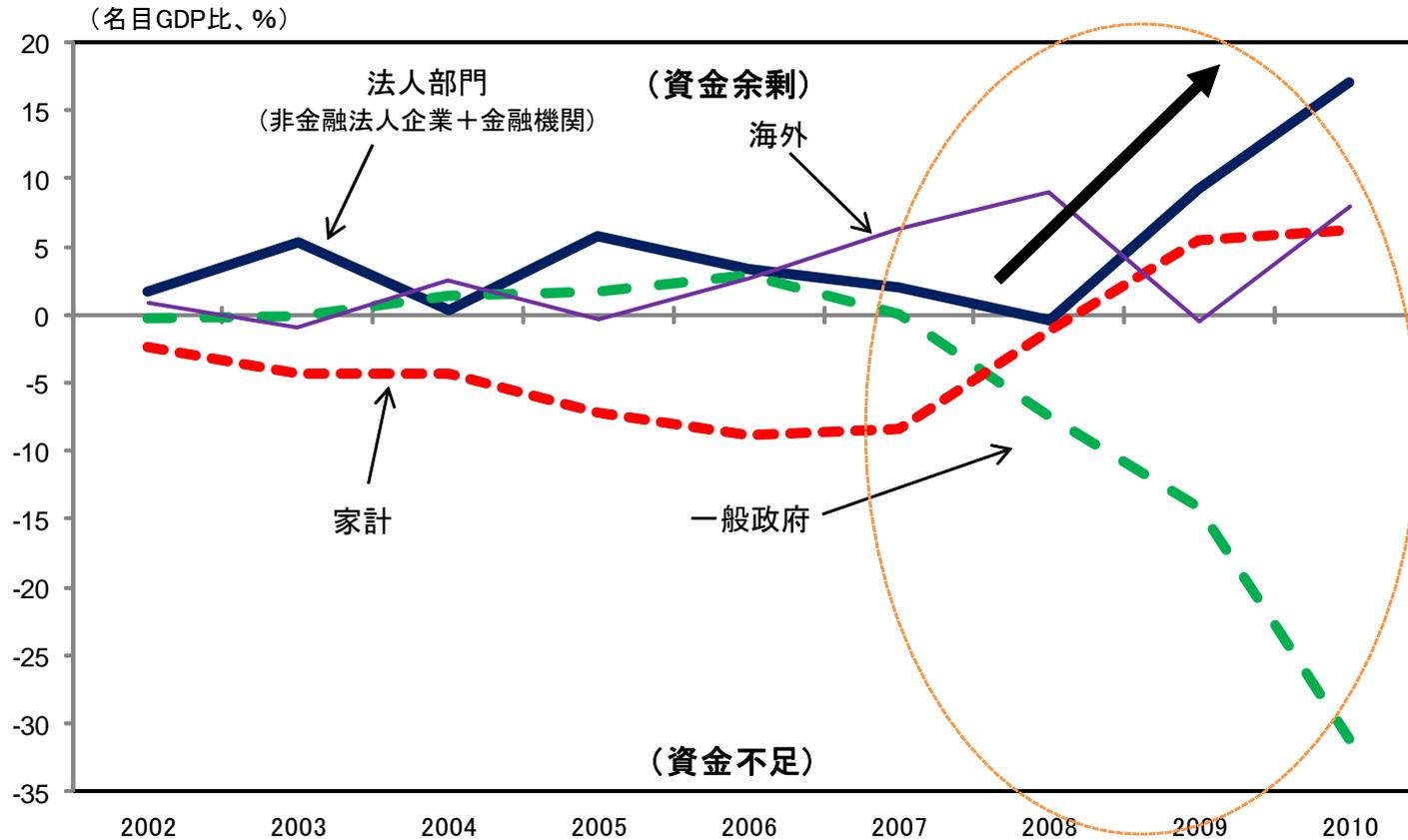


(注) 図表の値は後方4四半期の移動平均であり、直近は2011年4-6月までの4四半期。

(出所) Banco de España

バランスシート不況に陥ったアイルランド

部門別にみた資金過不足の推移



07年からの
民間部門の変化:
GDP比29.60%
うち法人部門: 14.99%
家計: 14.61%

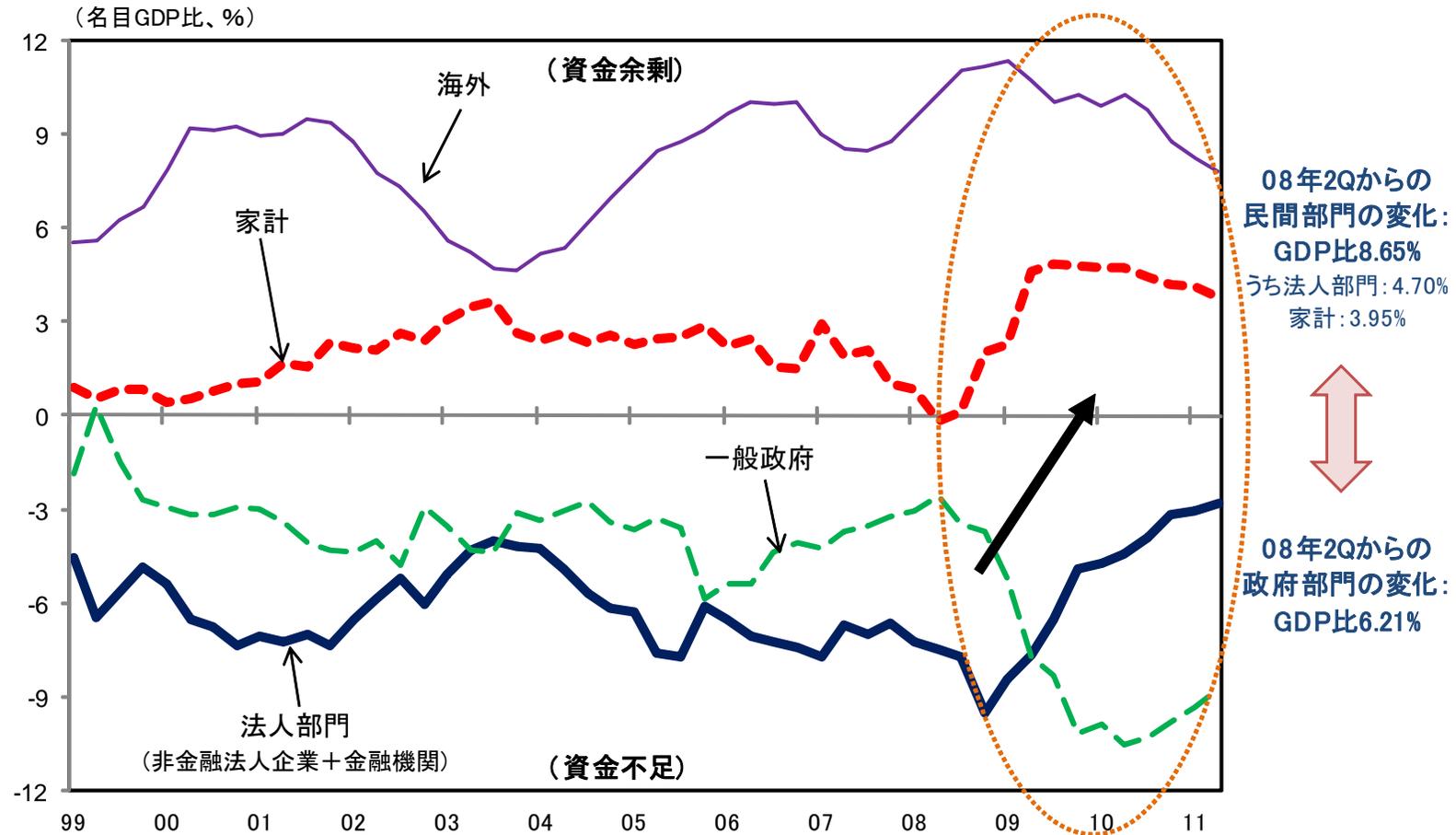


07年からの
政府部門の変化:
GDP比31.20%

(出所) Eurostat, Central Statistics Office, Ireland

バランスシート不況に陥ったポルトガル

部門別に見た資金過不足の推移

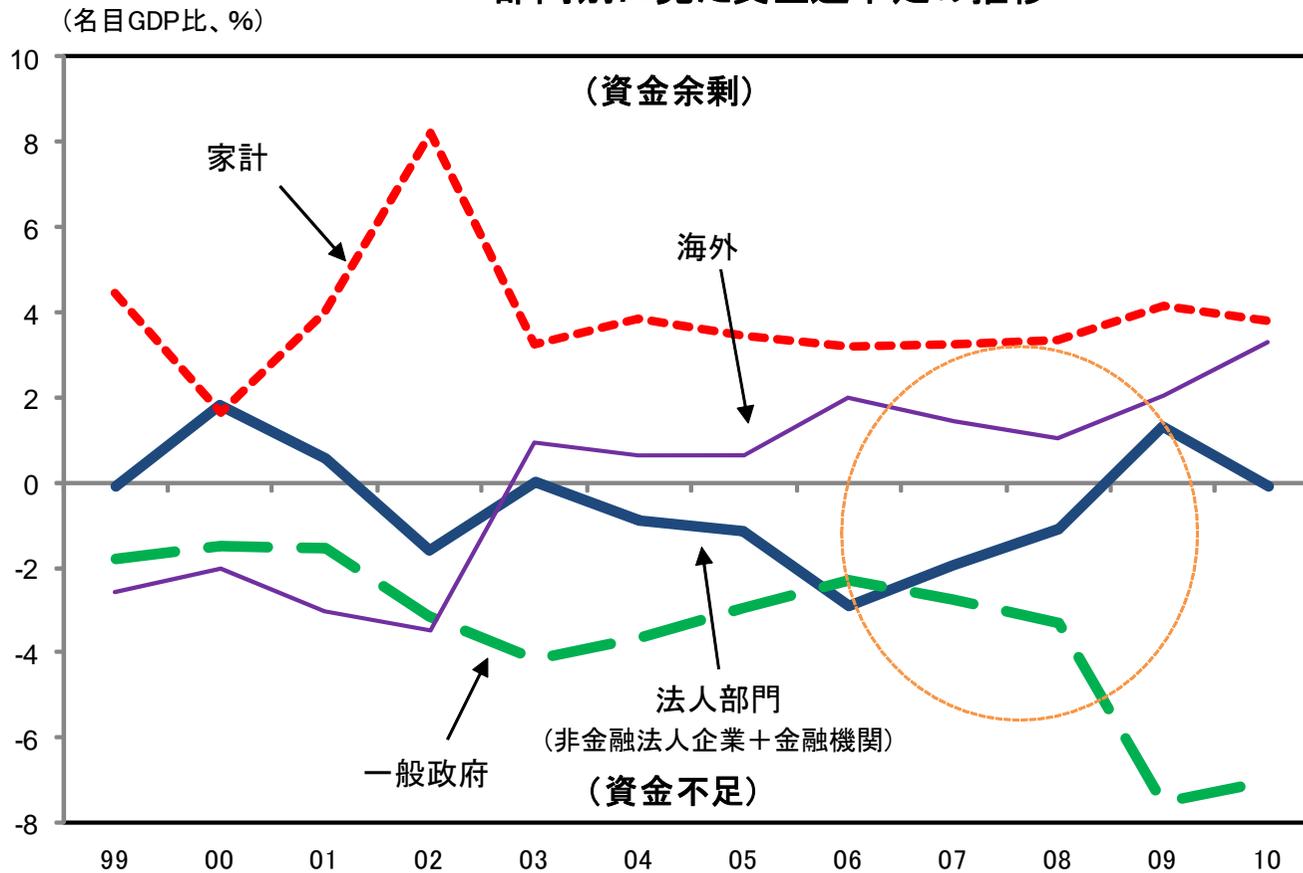


(注) 図表の値は後方4四半期の移動平均であり、直近は2011年4-6月までの4四半期。

(出所) Banco de Portugal

フランスのバランスシート調整は限定的

部門別に見た資金過不足の推移



06年からの
民間部門の変化:
GDP比3.43%
うち法人部門: 2.85%
家計: 0.57%

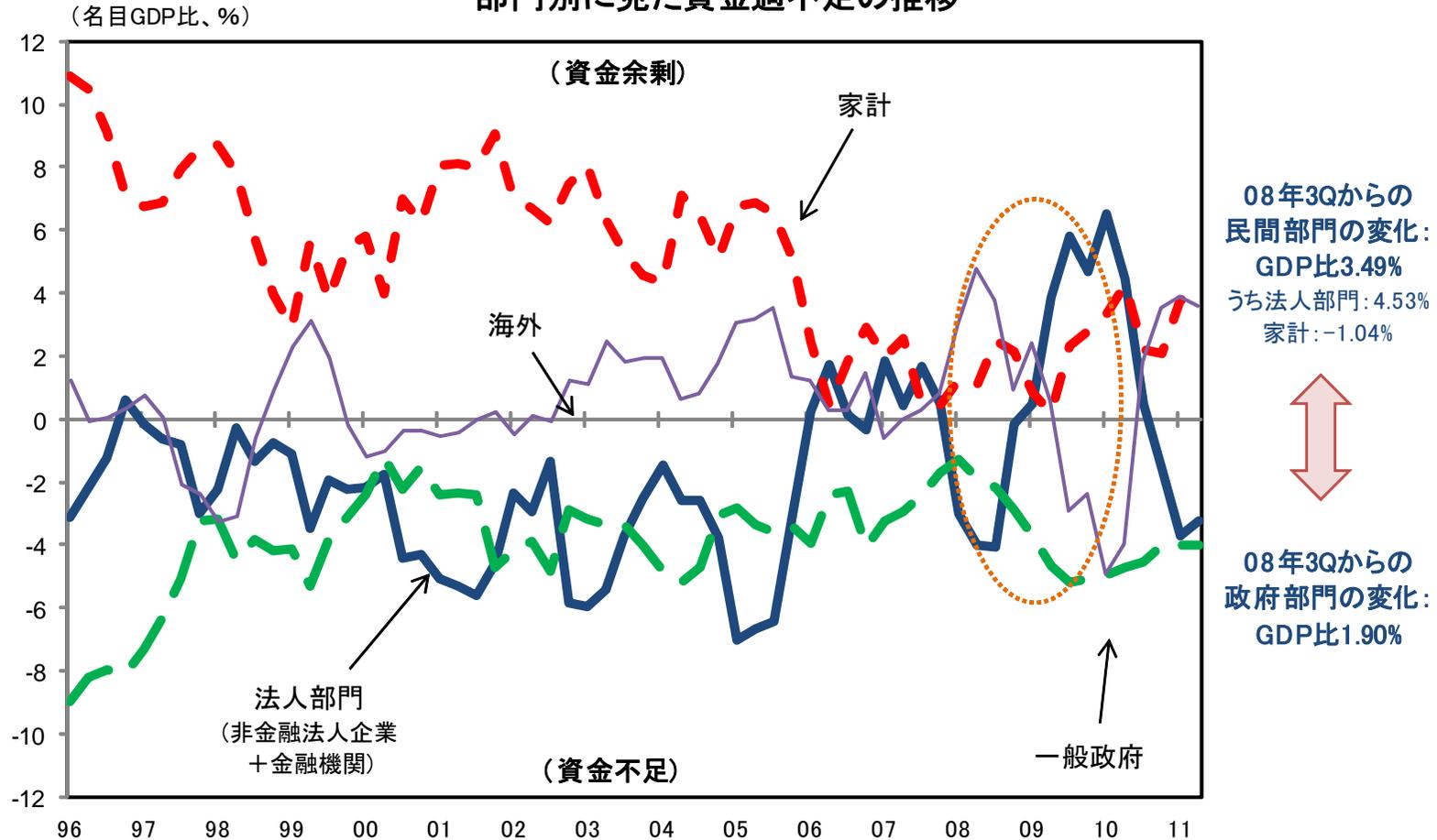


06年からの
政府部門の変化:
GDP比4.71%

(出所) ECB、Eurostat

イタリアのバランスシート調整は一時的

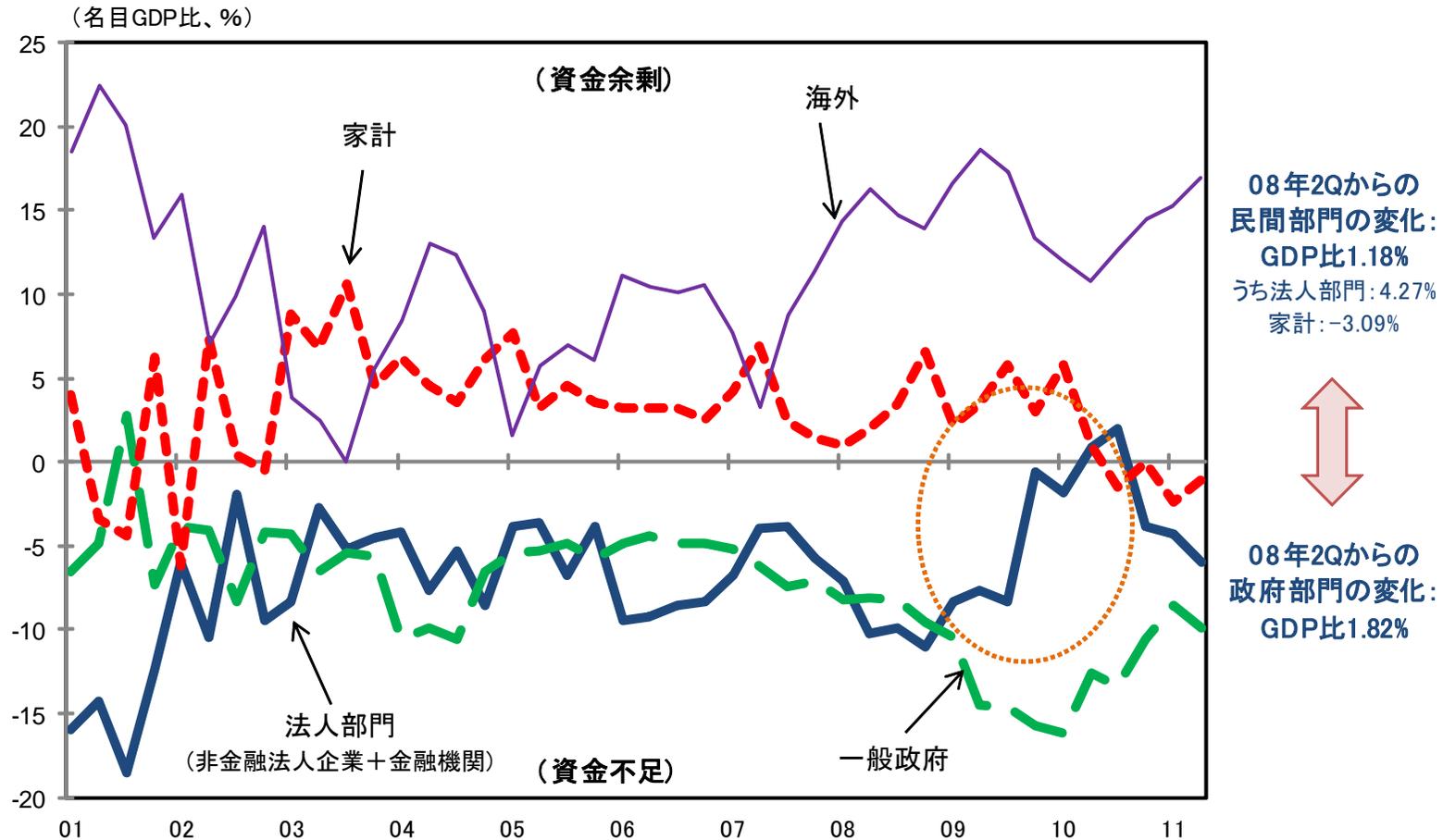
部門別に見た資金過不足の推移



(注) 後方4四半期の値を合計したものの推移で、直近は2011年4-6月まで。
(出所) Banca d'Italia, Eurostat

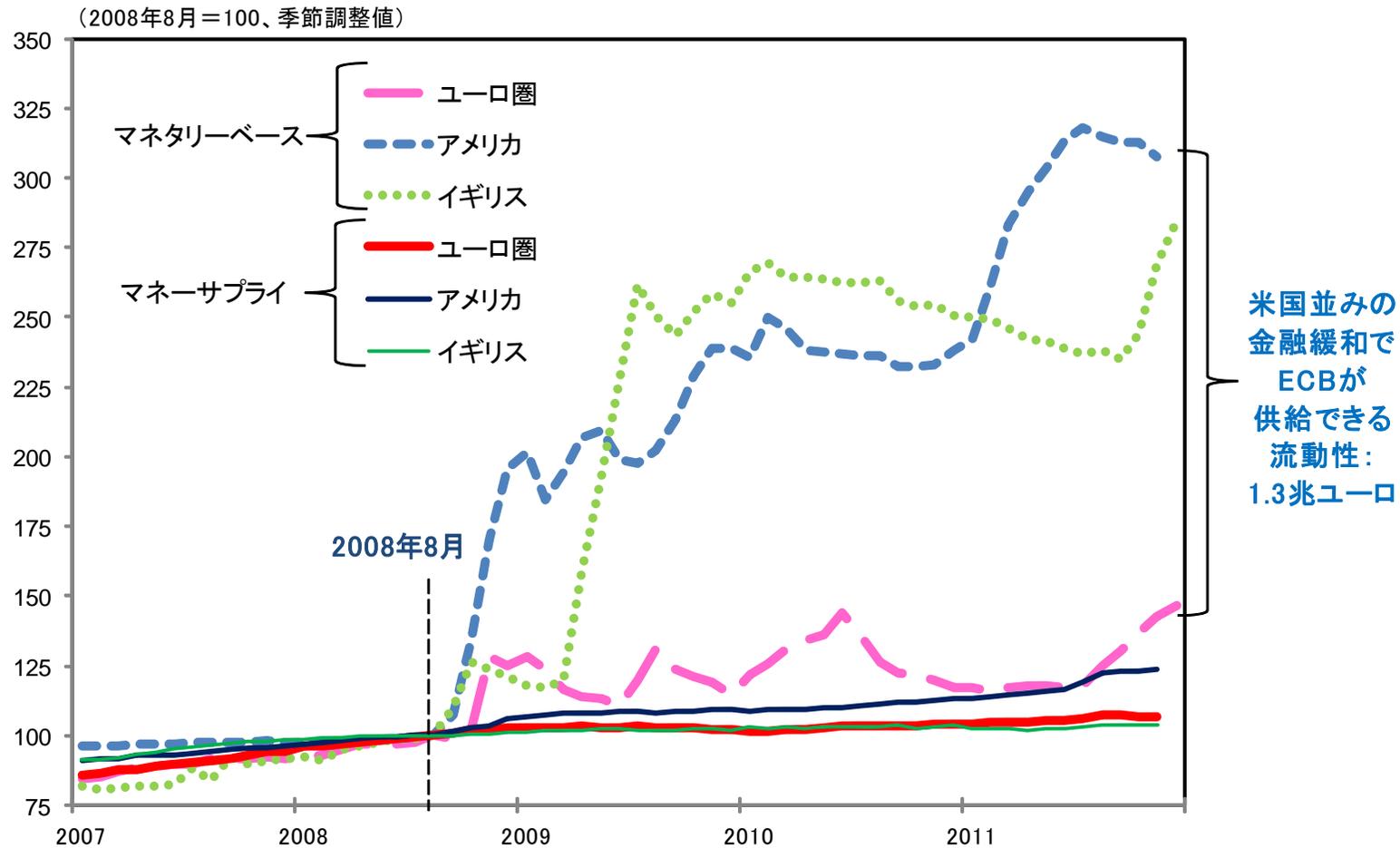
ギリシャのバランスシート調整も一時的

部門別に見た資金過不足の推移



(注) 後方4四半期の値を合計したものの推移で、直近は2011年4-6月まで
(出所) Bank of Greece, Eurostat

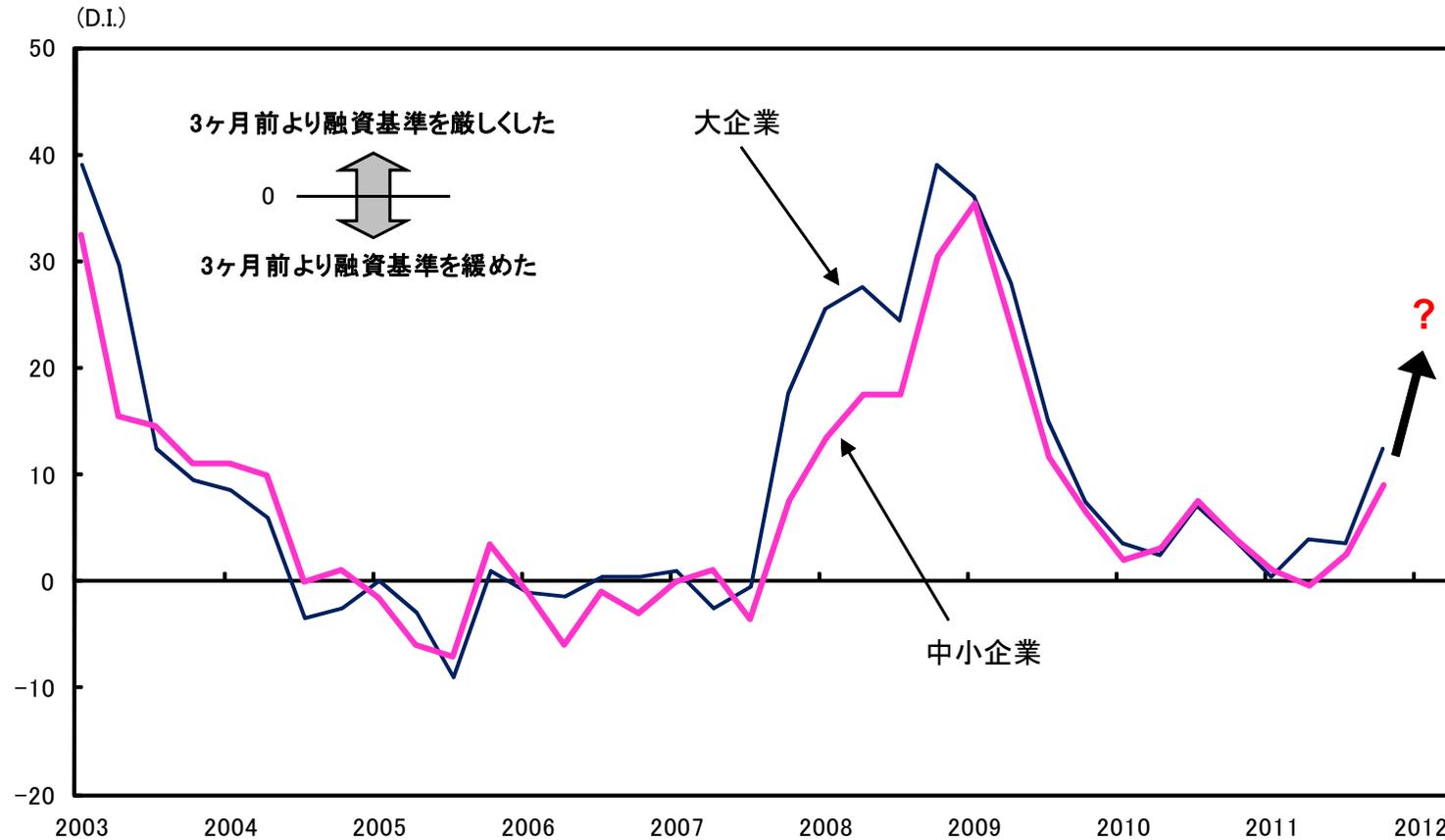
バランスシート不況に直面するECBはかなりの資金を供給できる



(注) イギリスのマネタリーベースのうち、準備預金の部分のみ原数値を用いている。また、同国のマネーサプライの値(M4)は銀行間取引による分を除いている。ECBのマネタリーベースの値は野村総合研究所で季節調整を行った。
 (出所) FRB、ECB、Bank of Englandの統計をもとに野村総合研究所が作成

安易なギリシャ救済や増資要求が銀行の貸し渋りを引き起こす

ユーロ圏の銀行の融資基準の変化



(出所) ECB, "The Euro Area Bank Lending Survey" をもとに野村総合研究所が作成

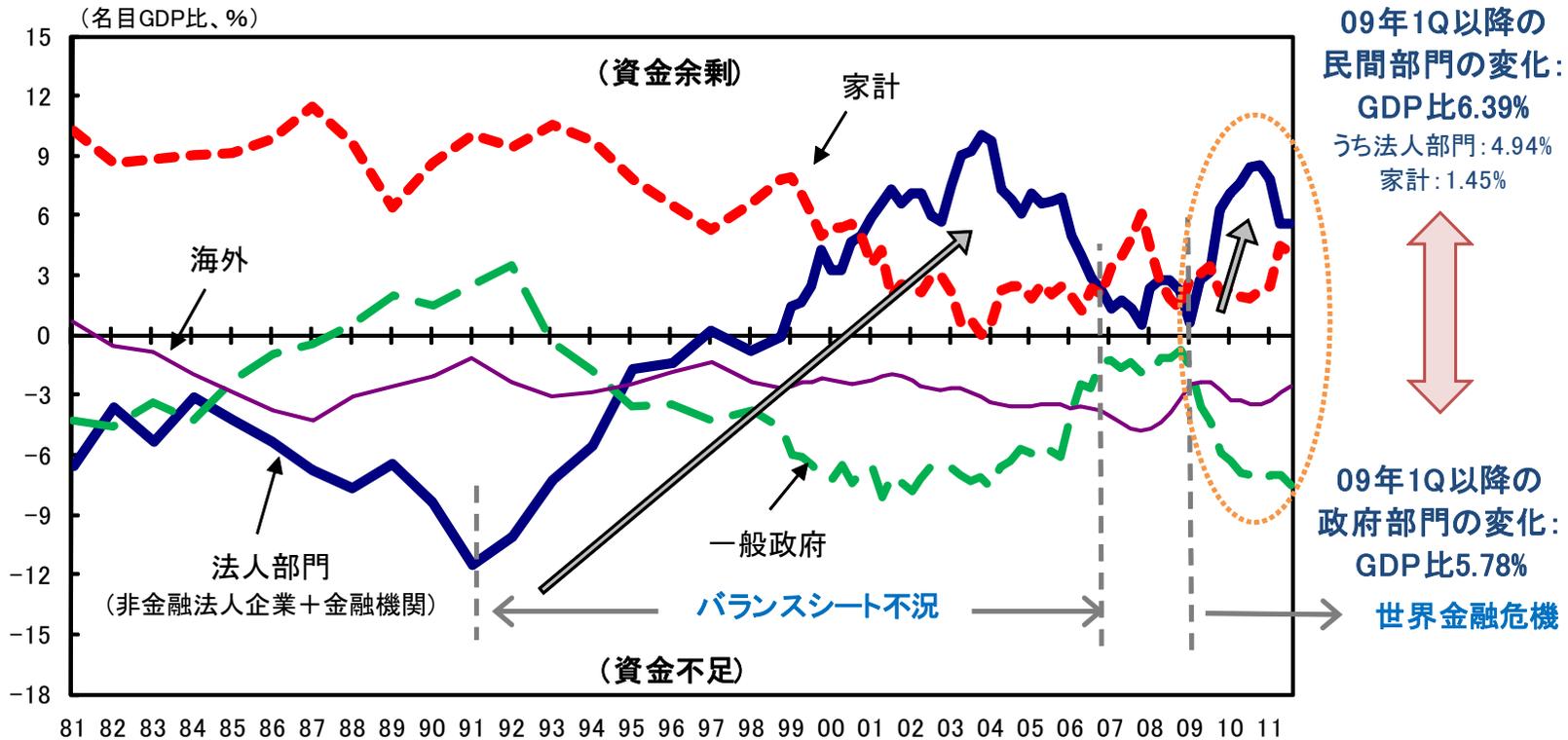
(注) 融資担当者へのアンケート「過去3ヶ月に比べて、企業向け貸出・融資枠の融資基準をどのように変化させたか」に対する回答をもとに D.I.を算出した。D.I.の算出式は、 $D.I. = (\text{「引き締めた」} + \text{「やや引き締めた」} \times 0.5) - (\text{「やや緩和した」} \times 0.5 + \text{「緩和した」})$ 。

平時の民主主義で財政支出を維持することはほぼ不可能

権威主義	民主主義
皆無 (たとえあっても鎮圧可能)	”恐ろしい債券市場の逆襲” ”大きい政府は悪い政府” ”資源の無駄遣い” ”金融政策で対応すべし” ”人口の高齢化” ”孫のクレジットカードを使うべきではない” ”構造改革こそ不可欠” ”バラマキ反対” ”財務省証券市場の中国依存を高めるべきではない(米)” ⋮

バランスシート不況の出口問題(1): 日本 再び急拡大する民間の資金余剰

部門別にみた資金過不足の推移



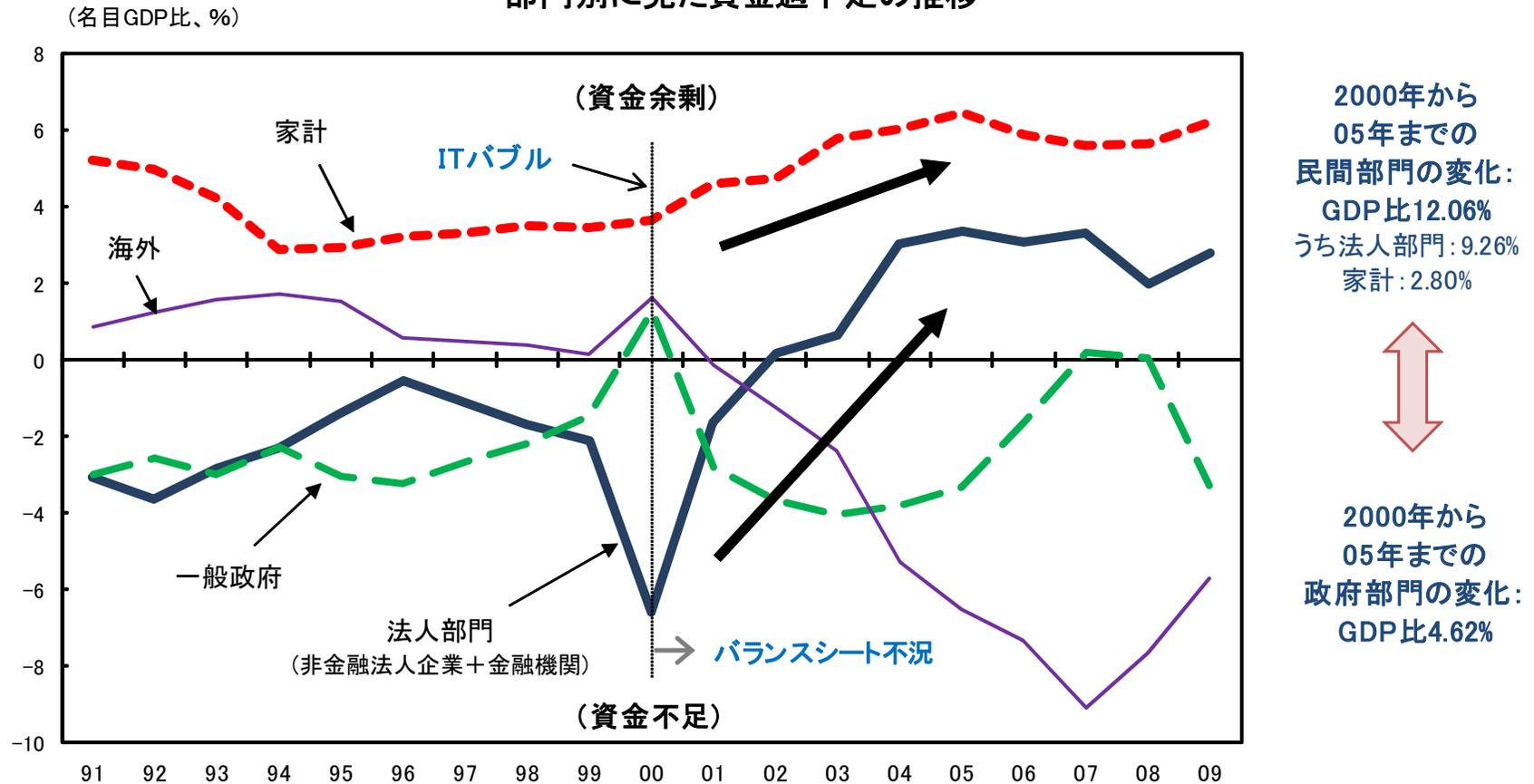
(出所) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」

(注) 国鉄清算事業団・国有林野事業特別会計に関する債務継承(98年度)、道路公団民営化(05年度)、郵政民営化(07年度)の影響を調整している。98年末以降の値は後方4四半期の移動平均であり、直近は2011年7-9月までの4四半期。

バランスシート不況の出口問題(2):ドイツ

2000年から05年のバランスシート不況後も借金をしないドイツ企業

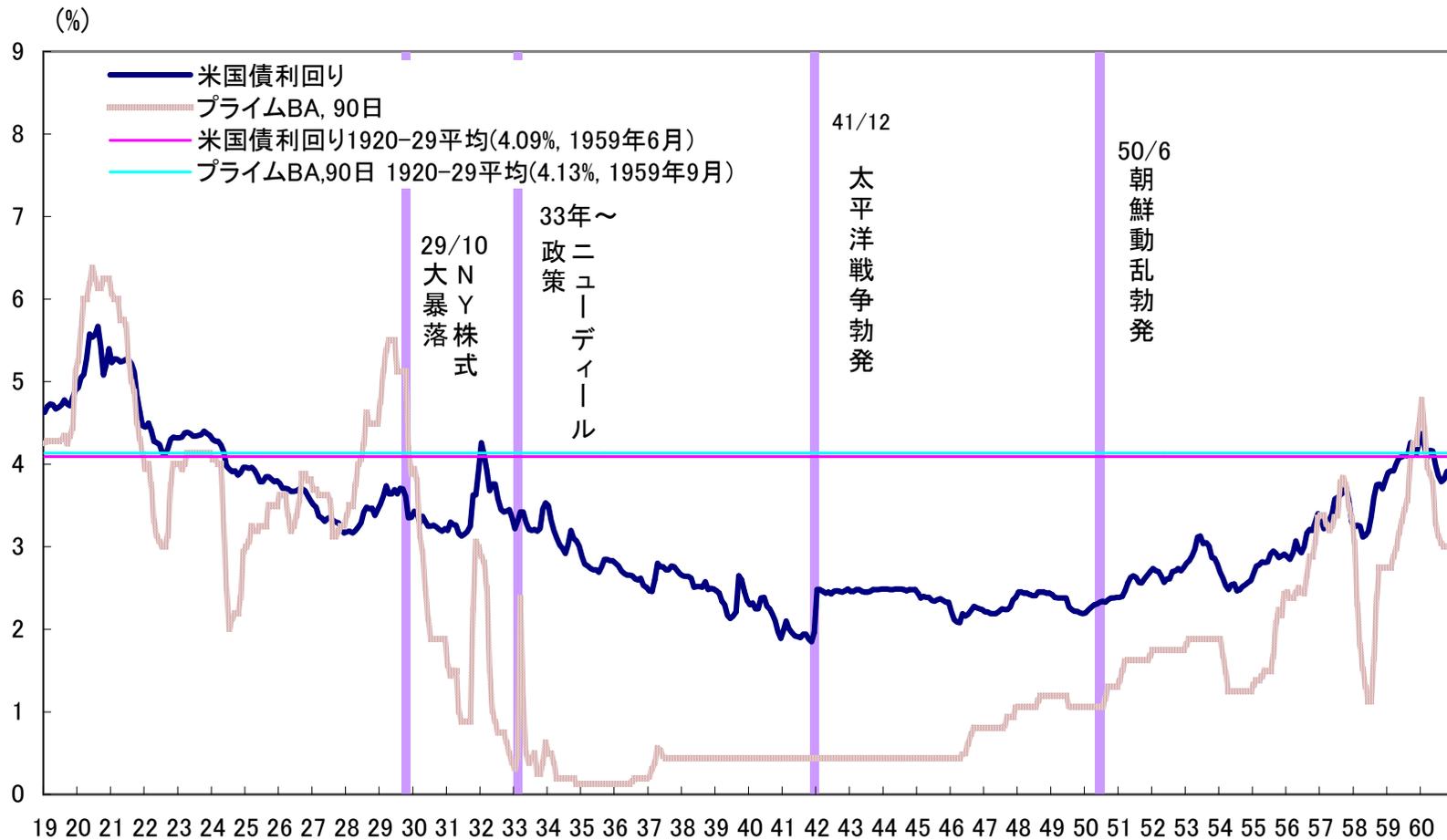
部門別に見た資金過不足の推移



(出所) ドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)、Eurostat

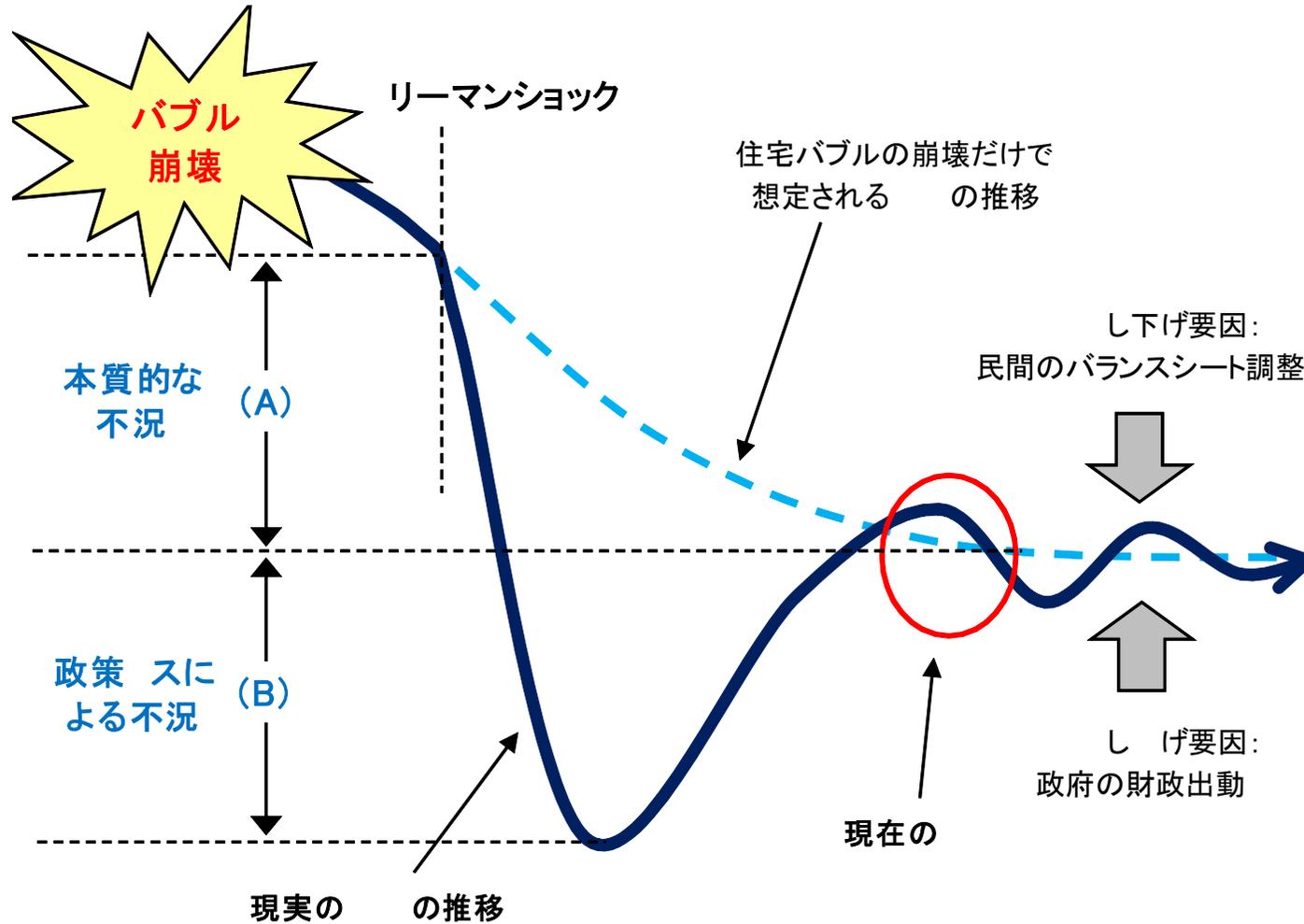
(注) 東西の経済統合のために作られたドイツ信託公社(トロイハント)が1995年に閉鎖されたことに関する統計の不連続性は調整済。

バランスシート不況の出口問題(3): 米国 米国が借金拒絶症を克服して金利が正常化*するのに30年かかった



※1920年代の平均値
 (出所) BANKING AND MONETARY STATISTICS 1914-1970, FRB

現在の 面のイメージ



(出所)野村総合研究所