

# 内外経済の見通し

## 世界経済の潮流

世界経済の回復と欧州のソブリンリスクをどうみるか

## 日 本

成長ペースは減速するも、輸出を牽引役に緩やかな景気持ち直しが続く

## 米 国

景気回復に安定感増す、出口戦略が徐々に意識される展開に

## 西 欧

ユーロ圏経済は低成長と周縁国の財政危機に喘ぐ一方、  
英国経済も緩慢な回復

## ア ジ ア

成長ペース加速に伴い、徐々に出口戦略が始動

## オーストラリア

景気回復基調のなか、RBA は 2 月の金利を据え置くも継続利上げを示唆

## 原油価格

緩やかな上昇が続くが、規制への警戒感から上値は重い見込み

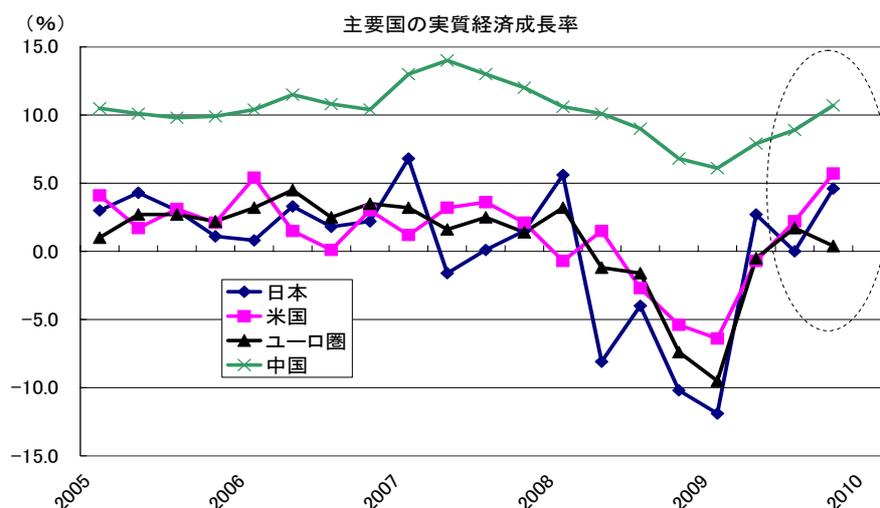
## 「世界経済の潮流」

### 世界経済の回復と欧州のソブリンリスクをどうみるか

#### 主要国経済～日米亜は景気回復傾向を強めるが、欧州は苦戦

主要国の実質 GDP 成長率(2009 年第 4 四半期)をみると、米国(前期比年率 5.7%)、日本(同 4.6%)、中国(前年比 10.7%)と、欧州を除いて軒並み高成長を示した。日米では、成長の牽引役が輸出や耐久財消費など外需、政策効果に依存した状態が続いているが、設備投資が底入れの兆しをみせ始めるなど企業部門の調整も、かなり進捗してきた感がある。実際、昨年第 4 四半期における米国企業利益(S&P 総合 500 社ベース: トムソン・ロイター社調査)は前年比 3 倍の大幅な回復を示し、日本でも、東証 1 部上場企業の 2010 年 3 月期通期の経常利益は前年度比で 4 割増と、大幅な改善が見込まれている。コスト削減などの合理化効果に加えて、新興国向け輸出の増収効果が相乗し、企業業績の回復傾向が明確になっており、「財務リストラ」から、新興国ビジネスに軸足を置いた「攻めの経営戦略」に転換する企業が増え始めた。もっとも、輸出を起点とした企業業績の改善を除けば、全体として景気回復力は緩慢である。予想以上の底堅さをみせている個人消費も、中身をみると政策効果に支えられた耐久財消費に偏っており、エコ減税の効果に加えて、先行きの子供手当までも先取りした消費行動とも考えられる。貯蓄率を引き下げた形での消費拡大は先行きの反動リスクを伴う。

一方、世界に先駆けて金融危機から抜け出した中国経済は昨年第 2 四半期以降、ほぼ V 字型の景気回復を示している。2009 年通年でも前年比 8.7%と中国政府が目標に掲げてきた 8%成長を達成した。



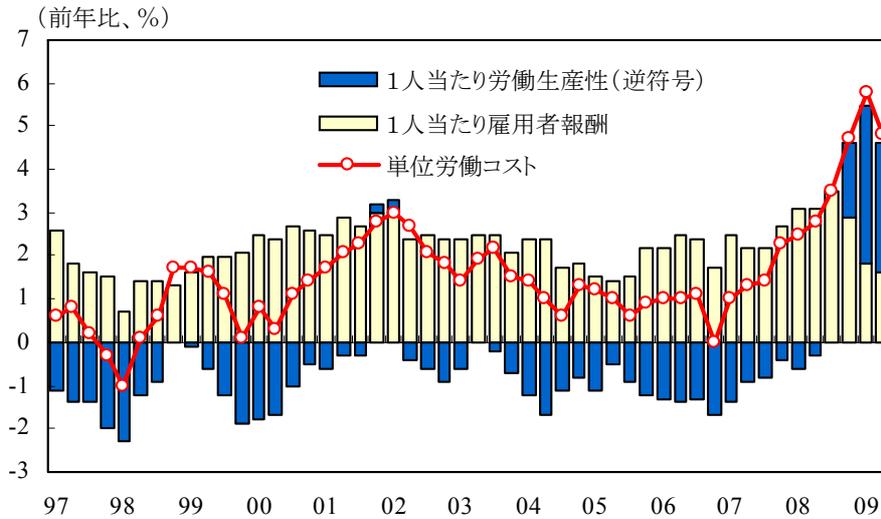
V字型回復の原動力となったのは、4兆元の大型景気対策で都市部を中心に固定投資を大きく押し上げた。個人消費も、都市部の購買力拡大に加えて、家電下郷、自動車下郷など農村部向けの自動車・耐久消費財の購入補助政策が全体を底上げし、前年比16.5%と高い伸びを示した。特に、2009年の新車販売台数は1364万台と、米国を抜き、世界最大の自動車市場に躍り出た。それでも中国の自動車普及率は3%程度であり、潜在的な購買力は依然として巨大である。

その他アジア地域の実質GDP成長率も、インドネシアが前年比5.4%、シンガポールが同3.5%、韓国が6.0%、第3四半期ベースではインドが同7.9%といずれも景気回復の加速が鮮明になっている。但し、アジア主要国では昨年末に自動車購入支援策が打ち切られており、その反動が今年初以降に表れる可能性には注意を要する。

懸念されるのは、昨年第4四半期に実質GDP成長率が鈍化した欧州経済である。ユーロ圏全体で前期比0.1%とプラス成長を維持したが、他地域に比べて回復力の弱さが際立っている。財政危機が深刻化している南欧諸国は軒並みマイナス成長を示した。中枢国のドイツも個人消費がマイナスに転じ、政策効果の剥落と高失業による実質所得の低迷が消費を抑制している。12月のユーロ圏失業率は10.0%とユーロ誕生以来、初めての二桁台に乗せたが、賃金など労働コストが本格的に削減されるのはむしろこれからだろう。

欧州では、歴史的に賃金協約の効力が強く、労働コストの下方硬直性が働きやすい。例えば、ドイツの場合、金属産業労組（IGメタル）の賃金協定がベンチマークとなり、生産性の低い他の産業でも高率の賃上げが波及する傾向がある。実際、金融危機が勃発した直後の2008年11月には同労組が過去16年間で最高となる8%の賃上げ要求を掲げ、今年4月までの18ヶ月間に2度の賃上げを含む計4.2%の賃金上昇で妥結した。不況に落ち込んだ現在でも、この賃金協約が生きている。もとより欧州では年金保険や失業保険などの社会保障制度が充実しているが、それに加え、厳格な労働契約協定により解雇も困難であるなど労働者に手厚い安全網が施されている。その結果、労働分配率が急上昇し、ユーロ圏の単位労働コストの上昇率は足元5%近辺とかつてない高水準に達している。企業収益が過去最大の落ち込みを示している状況と対比すると、明らかに不均衡である。時短ワークシェアリング等で一部調整しているとはいえ、工場閉鎖が相次ぐなど、高い労働コストのツケも出始めている。低成長下における労働コストの下方硬直性は企業収益の圧迫要因となり、新規雇用や設備投資へのインセンティブを引き下げ、潜在成長率を低下させる。グローバル競争が激化するなかで、今後、欧州企業は本格的な労働コスト削減に着手せざるを得ない。

### ユーロ圏の単位労働コストの要因分解

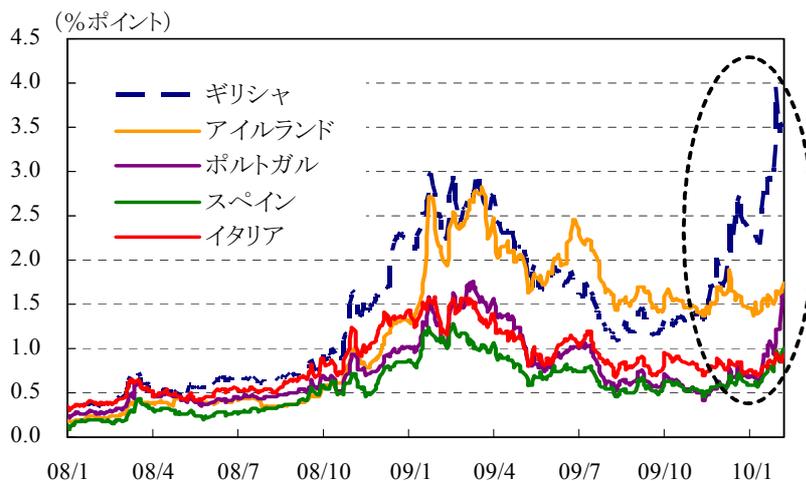


(注) 単位労働コスト上昇率 = 雇用者報酬上昇率 - 労働生産性上昇率 (年)  
 (資料) ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 欧州のソブリンリスク

昨秋のドバイショックが引き金となってリスクマネーの選別志向が強まっている。その中で欧州のソブリンリスクが強く意識されている。渦中のギリシャに関しては、新政権が財政赤字を大幅に上方修正したため、大手格付け機関がソブリン格付けを A マイナスから BBB+へ引き下げ、ギリシャの対ドイツ国債利回りスプレッドは 1% 台前半から 4% へ一気に跳ね上がった。ギリシャ格下げを受けて同様に財務面で脆弱性を抱える PIGS 諸国（ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペイン）の格下げ懸念が台頭している。

ユーロ圏各国の対ドイツ 10 年物国債利回り格差



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年/月)

欧州には、共通通貨ユーロの信認低下を防ぐため、加盟国に財政の規律を求める「安定成長協定」がある。具体的には、財政赤字が GDP 比 3%、一般政府債務残高が同 60%を過度に超える国に対して、最大 GDP 比 0.5%の無利子預金の積み立てや没収を含む厳しい制裁措置が課すもので、EU の行政執行機関である欧州委員会が、同協定の履行状況を監督することになっている。但し、①同協定は景気循環を増幅させる性格を有している、②大国ドイツ、フランスが相次いで違反したことに対して制裁に踏み切れなかったなどの反省を踏まえて、2005 年に改定され、好況時の財政健全化が義務付けられたほか、財政赤字の判定や是正期限の設定に際しては、経済情勢や構造改革のコストを十分配慮する弾力的運用が盛り込まれた。

ユーロ各国の財政状況と財政赤字是正目標

	財政収支 (2009年)	政府債務残高 (2009年)	年間赤字削減目標 (対GDP比、%)	是正開始 (年)	是正期限 (年)
ドイツ	▲ 3.4	73.1	0.50	2011	2013
イタリア	▲ 5.3	114.6	0.50	2010	2012
オーストリア	▲ 4.3	69.1	0.75	2011	2013
オランダ	▲ 4.7	59.8	0.75	2011	2013
ベルギー	▲ 5.9	97.2	0.75	2010	2012
スロベニア	▲ 6.3	35.1	0.75	2010	2013
スロバキア	▲ 6.3	34.6	1.00	2010	2013
フランス	▲ 8.3	76.1	1.25	2010	2013
ポルトガル	▲ 8.0	77.4	1.25	2010	2013
スペイン	▲ 11.2	54.3	1.75	2010	2013
アイルランド	▲ 12.5	65.8	2.00	2010	2014
ギリシャ	▲ 12.7	112.6	-	2009	2012
マルタ	▲ 4.5	68.5	-	2009	2011
ユーロ圏平均	▲ 6.4	78.2			

(注) 財政収支と政府債務残高は一般政府ベース(GDP比、%)、欧州委員会による2009年の見通し。

色付き部分は、EUの財政基準(財政赤字GDP比3%以内、政府債務残高同60%以内)を逸脱。

ギリシャとマルタは2月16日のEU財務相理事会で、各々2年間、1年間の是正期限延長が承認され

(資料) 欧州委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

イタリアとベルギーは 2012 年、その他の国は概ね 2013 年までに財政赤字を削減することになっている。同比率が 10%を越えているスペイン、アイルランドについては、財政赤字の GDP 比率を年間 2%程度の低下させる厳しい削減計画を前提として、是正期間が引き延ばされた。一方、懸案のギリシャは、1月中旬に議会が財政赤字の GDP 比率を昨年の 12.7%から今年は 4%削減し、2012 年には同比率を 3%以下へ引き下げる計画を公表した。2月16日にブラッセルで開催された EU 財務相会合では、この財政安定化計画が承認された。増税や年金・給与カットなど数年間にわたり痛みを伴う大幅な財政緊縮政策を甘受せざるを得ず、国民世論の動向が注目される。

## 南欧、中東欧諸国の債務問題～為替相場固定に伴う金利低下、対外債務増大

対外債務依存度が高いという点では、中東欧諸国の債務問題も懸念される。中東欧諸国は、EU加盟や欧州為替相場メカニズム（ERM2）への参加を通じて西欧諸国との経済的収斂を進める一方、西欧、北欧諸国から巨額の直接投資や短期金融資本を外貨建てで借り受けて経済成長促進の源にしていた。中東欧諸国サイドからみれば、ERM2参加（広義のユーロ相場固定）によって、為替リスクに対する認識が後退し、金利面で有利な外貨建て融資を利用するニーズが急激に高まる。他方、中東欧諸国は、自国の金融システムが未成熟であり、銀行預金の残高は、貸出残高に比べて相対的に小さい。実際、バルト3国のラトビアやリトアニアの場合、預金残高の対GDP比率は2009年4月時点で各々30%台後半、40%台前半と低い。これに対して、国内貸出の対GDP比率は、EU加盟以前には20%から30%前後だったものが、2009年には80%から100%超へ急増し、貸出に対する預金の比率（預貸率）は同約230%、約190%と飛躍的に上昇した。この貸出・預金間の大幅なミスマッチをクロスボーダーの資金調達の積極化が埋めることによって、企業部門では建設・不動産への投資が加速し、家計部門では賃金上昇や住宅ローンの借入急増などによって消費や住宅投資が大きく押し上げられたのである。反面、内需の急拡大は貿易赤字の急増を招き、経常収支赤字の対GDP比率も2004年から2007年にかけて、10%から20%超へ急上昇した。それが、グローバル危機の連鎖により同地域で債務危機が深刻化し、ハンガリー、ルーマニア、ラトビアはIMF支援やEUの金融支援を受けた。前者2カ国については、昨年1月にIMFや欧州復興開発銀行、欧州投資グループなど公的・民間の金融利害関係者による協調的支援体制が協議され（ウィーン・イニシアティブ）、3月、5月に相次いで民間銀行による当該国向け貸出の回収を事実上、凍結する特例措置が決定された。

## アジア危機との比較～為替調整を伴わないデフレ政策、不良債権の拡大リスク

かつて1990年代後半の勃発したアジア危機も過度な対外債務依存による経済成長モデルが背景にあった。南欧、中東欧の債務問題も固定相場制の存在や、恒常的な外部資金調達の必要性、貸出・預金間そして通貨間のダブルミスマッチなど、類似点が少なくない。アジア危機の場合は、EUのような統一された地域経済圏や欧州為替相場メカニズムなどが整備されておらず、IMFの協調融資プロジェクトも不完全であった。一方で通貨切り下げを強要され、短期的には厳しい景気調整を強いられたが、中期的には国際収支の改善や経済改革の進展を加速させ、経済構造の体質は大幅に強化された。これに対して、現在の南欧、中東欧諸国は、為替調整ではなく、自国の物価や賃金水準を引き下げることによって、国際競争力の回復を図ることを求められている。IMFやEUなどによるスタนด์バイ協定による融資の規制は、新たな固定資産税、キャピタルゲイン課税など資産課税強化、社会保障給付や年金の大幅カット、国家公務員給与の引き下げなど財政赤字削減策に軸足が置かれている。EUの経済システムを維持するために実質的な固定相場制（含むERM2）の堅持は必要条件である。仮に中東欧諸国が相次いで欧州為替相場メカニズムから離脱して通貨切り下げに踏み切

ると、通貨下落に伴う対外債務負担の急激な増加につながり、個人破産の拡大や不良債権の急増を引き起こすリスクがある。それは南欧、中東欧地域の債務危機に止まらず、資金拠出先である西欧や北欧の金融危機に発展してしまう。アジア危機のケースと違って、為替調整の余地が小さいだけに、南欧、中東欧諸国は当面の間、前述した国内デフレ政策を受け入れざるを得ない。特に中東欧諸国は、これまでも厳しい景気後退を幾度も経験し、その都度、国民が一致団結して経済構造改革を進め、危機克服後は再び高度経済成長軌道に復してきた。今回も強い国民の意志によってこの難局を克服していくことが期待されるが、短期的には、強力なデフレ圧力によって企業向け貸出や住宅ローンの不良債権化が拡大することが懸念される。

### ユーロ主要国は不良債権処理の遅れが鮮明～足枷となる「高い金融レバレッジ構造」

こうした南欧、中東欧など周辺国に財政ファイナンス懸念や債務危機リスクを抱えている欧州だが、ユーロ圏主要国自身も米国やアジア地域に比べて、不良債権処理が大幅に遅れていると言える。昨年11月にIMFが公表した日米欧の銀行の損失処理状況によると、世界全体の損失累計は2兆8000億ドルで、内訳は、米銀が1兆250億ドル、欧州銀が1兆6190億ドル、邦銀が819億ドルとなる。これらを既に不良債権を処理した累計額で除して、それを不良債権の進捗率として捉えると、世界全体で不良債権の進捗率は45%になっている。地域格差が大きく、日米の不良債権処理が6、7割方、進捗しているのに対して欧州銀の不良債権処理は3分の1程度しか進んでいない。残りの不良債権の要償却額を、各地域の銀行の収益力（実質業務純益）で割り込んだものを、推計処理年数としてみると、欧州銀の不良債権処理が一段落するには少なくとも、あと2年超の年数を要すると考えられる。実際、昨秋にドイツで州立銀行のウエストLBへの公的資金注入と不良債権処理のバッドバンク設立が公表されたことに続いて、12月中旬にはオーストリアのヒポ・グループ・アルペ・アドリア銀行の国有化が発表された。オーストラリアが公表した金融市場安定報告では、中東欧向けの不良債権比率の上昇が最大の金融システムリスクと記されている。不良債権処理の遅れは明白である。

日米欧銀行の損失処理進捗状況（2009/11/24 現在、億ドル）

	潜在損失額 (A)	累積損失 処理額(B)	損失処理進捗 率(B/A)	要償却額 (C=A-B)	実質業務純益 (2007年、D)	処理年数 C/D
銀行の潜在損失額	28,090	12,762	45%	15,328	11,556	1.3年
うち米銀	10,250	6,656	65%	3,594	3,290	1.1年
うち欧州銀	16,190	5,293	33%	10,897	4,823	2.3年
主要邦銀	819	602	74%	217	398	0.5年

注1) 実質業務純益は、証券化減損分を加算。注2) 米銀の実質業務純益は、大手投資銀行の分も含む。

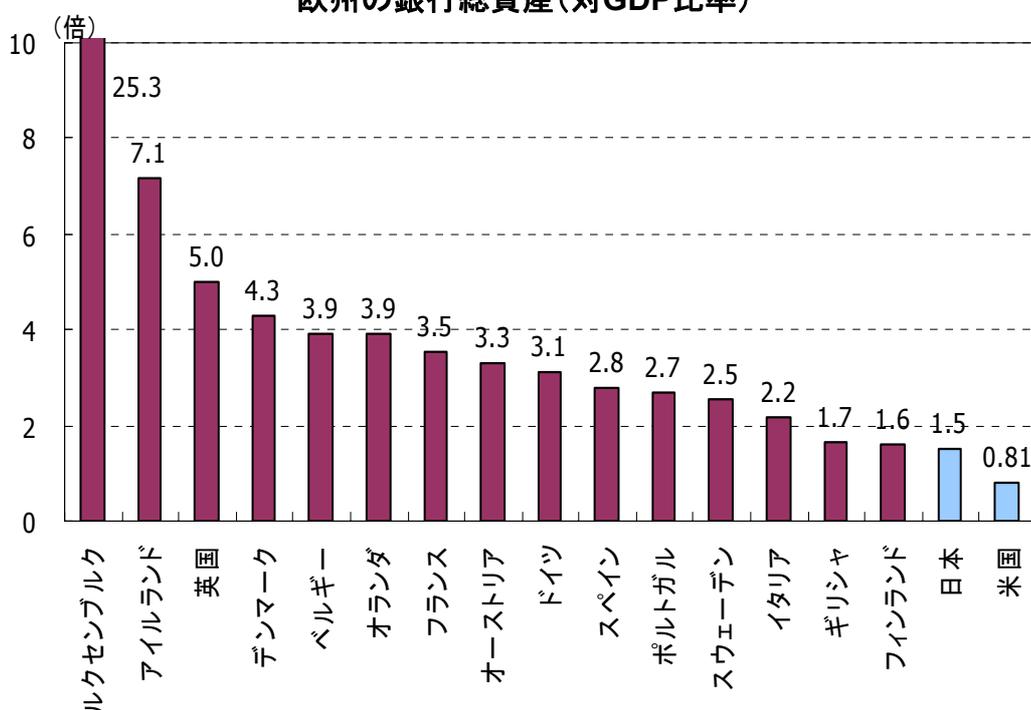
注3) 欧州は、EU、英国、スイス、北欧諸国を含む、

注4) 欧州銀の実質業務純益は、The Banker誌等をもとに、世界主要銀行上位1,000行に入る欧州銀を対象に三菱東京UFJ銀行経済調査室推計

(資料) IMF、Bloomberg、The Banker誌、各行決算資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室成

欧州の不良債権処理は、米国のような短期調整型ではない。ドイツのバッドバンク構想をみると、銀行が不良債権のフェアバリュー（公正価値）を算出して、不良資産を特別目的事業体（SPV）へ移す。SPVは、金融市場安定化基金（Soffin）が保証する債券を発行して、不良債権買い取り資金をファイナンスする。同スキームの保証期間は最大20年で、その間、不良債権を移した銀行は金融市場安定化基金に対して、不良資産の簿価と公正価値の差額について、毎年一定の手数料を支払う。これは、長い年数をかけて景気循環の中で不良債権を処理していくことを企図したもので、いわば日本の不良債権問題発生初期のスキームに類似している。ドイツの銀行は、貸倒償却額に対する貸倒引当金の比率（貸倒引当率）が日米に比べて低いが、これは不良債権処理の長期化を前提とした面も多分にあると考えられる。

欧州の銀行総資産(対GDP比率)



(注)データは2007年末

(資料)ECB, EU Banking Structures, Oct. 2008より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

もとより、欧州は経済規模に対して、銀行の総資産規模が大きいという特徴がある。欧州各国における銀行総資産の名目GDP比率をみると、アイルランドの7倍、英国の5倍をはじめ、主要国は概ね3~4倍の水準にあり、米国（0.8倍）日本（1.5倍）と比べて突出して高い。これは、①間接金融の比率が高く、家計や企業の債務比率が高い、②新興国向け貸出残高の規模が日米に比べて圧倒的に大きい、③ユーロ導入後、西欧企業がレバレッジ（金融負債拡張）によって中東欧へのグローバル展開を広げてきたなどの要因によるものである。

## 重層化・複層化する欧州の金融・経済問題は、長期化の可能性

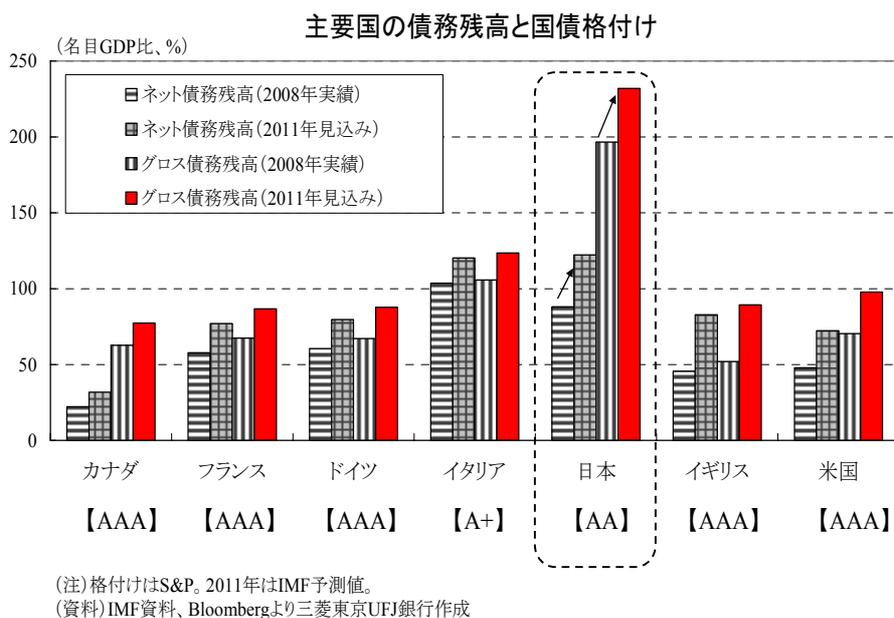
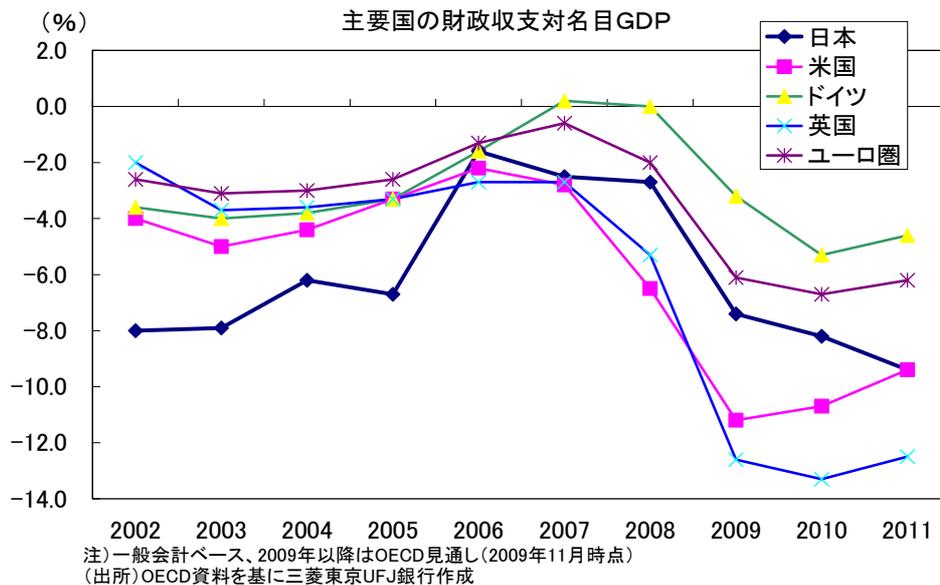
こうした高い金融レバレッジ構造は、これまでユーロ圏周辺国の金融・経済がユーロ圏中枢国へコンバージェンス化（収斂）するなかで、ユーロ圏全体の経済成長を高める方向に作用してきた。しかし、同時に経済・金融システムの脆弱性を生み出した。グローバル金融・経済危機によって高い金融レバレッジは過剰負債となり、経済成長の重荷になっている。新興国のような経済成長の勃興期にあれば、高い経済成長率の実現によって、レバレッジ比率を調整することが可能であるが、高齢化・成熟化が進む欧州では、潜在成長率がむしろ低下する方向にあり、レバレッジ比率の調整は、金融バランスシートの縮小によって進められる公算が大きい。デレバレッジの過程では、彼我の経済力や財政状態の格差が一段と広がる可能性が高く、それが欧州各国の信用力格差をさらに拡大させ、ひいては共通通貨ユーロの信認を低下させる虞がある。グローバル金融危機が起きた当初はユーロの求心力に対する期待が高まったが、今後、欧州が直面する課題はむしろディフュージョン化（不均衡拡大）への対応である。

欧州連合加盟国の27カ国が一致団結して政策協調を強化し、2020年までの新成長戦略の策定を契機に、もう一度、金融・経済コンバージェンス化の好循環に回帰できるか、それとも高コスト構造や自国の金融問題に苦しむ西欧・北欧主要国が政治的に内向き政策スタンスを余儀なくされ、南欧、中東欧の信用力格差が放置されるのか、昨年末に発効したリスボン条約の実効性が問われよう。いずれにしても、重層化・複層化している欧州の金融・経済問題は、長期化する可能性が高い点には注意を要する。

## 日本の財政リスクをどうみるか～国債の国内消化の臨界点がポイント

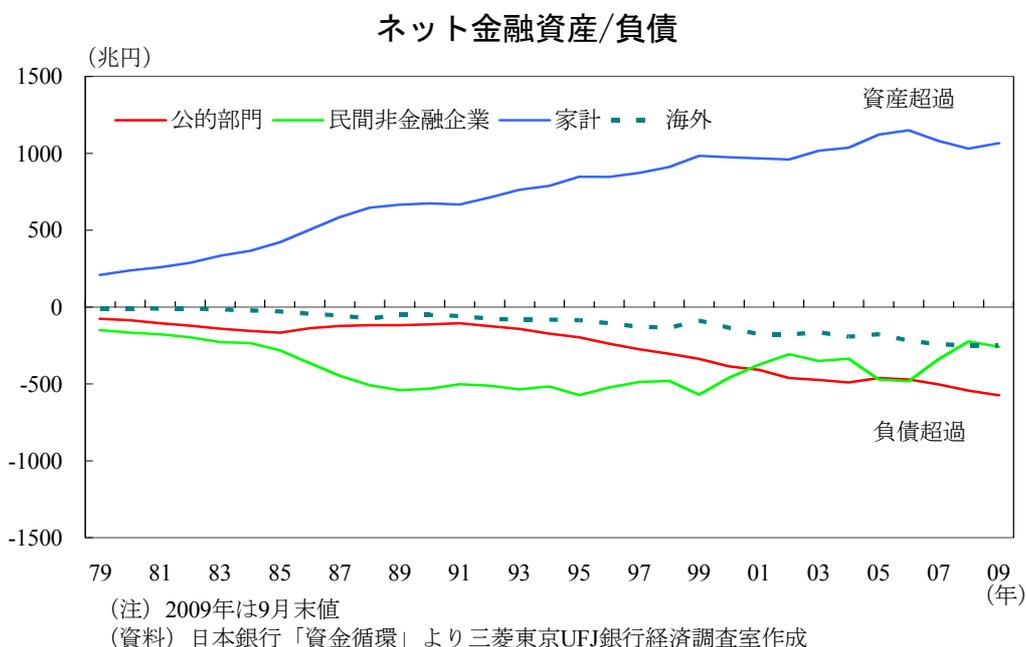
欧州で高まるソブリンリスクに対して、日本も対岸の火事ではない。1月27日には米国の格付会社S&Pが日本国債格付けの見通しを「安定的」から「ネガティブ」に変更した。同社は格下げ見通しを引き下げた理由として、「中期的な経済成長を見込みにくい上、財政再建が遅れる可能性がある」と指摘している。

主要国の財政赤字（一般会計ベース、名目GDP比率）を比較すると、2009年に財政赤字が急拡大するなかで、英国、米国ほどではないが、日本の財政赤字はユーロ圏を上回っている。また、債務残高の名目GDP比率をみると、政府保有の金融資産を相殺しないグロス政府債務残高のGDP比率では主要国の中で突出している。一方、日本政府が保有する金融資産（社会保障基金資産、中央・地方政府資産）を相殺したネット政府債務残高のGDP比率は、イタリアよりも低い水準にあり、他の主要国と比べても突出している訳ではない。加えて、①日本の場合、超低金利の長期化により、政府債務の調達コストが他の主要国に比べてかなり低い、②日本国債が国内で安定消化されている（約94%が国内消化）、③邦銀の預超構造が強まっており貸出代替として国債運用需要が強い、④財政赤字削減のオプション（消費税の引き上げ余地）が大きい等から、財政赤字問題が国際的に問題視されていなかった。実際、英国FT紙（2月8日付）では「Japan's debt woes are overstated（日本の財政赤字懸念は過大評価されている）」という社説が掲載された。



しかし、日本のネット金融資産・負債のストックをみると、そう楽観はできない。資産サイドでは、一本調子で増加を続けてきた家計部門の金融資産が高齢化やデフレ長期化により 2000 年以降、増加ペースが鈍化し、ここ数年はほぼ横ばいの状態に転じている。一方、負債サイドでは 1990 年代後半以降、財政赤字拡大により公的部門の負債急増が顕著である。にもかかわらず全体の負債総額が加速度的に増大しなかったのは、企業部門の負債が 1999 年以降、内需低迷、財務リストラによって減少し続けたためである。実際、2000 年以降は両者を足し合わせた負債残高がほぼバランスし

ており、国債の大量発行の消化は企業借入の減少に助けられていた格好にある。海外の負債については、個人投資家の海外投資拡大や本邦企業の海外進出加速などから、緩やかな増加傾向にある。



先行きを展望すると、まず資産サイドでは今後高齢化が加速するため、家計の金融資産は取り崩されていく。日本株が急騰しない限り、家計の金融資産の増加は見込めず、横ばい圏内もしくは逡減傾向で推移しよう。一方、負債サイドでは企業の財務リスク一巡で、債務削減は限界に近づきつつあり、反転増加に転じよう。さらに、世界経済の回復、円安トレンドへの転換などから海外投資は引き続き増加傾向を維持する公算が大きい。となると、必然的に今後想定される国債増加は、国内の消化だけでは不足に、海外の消化比率が高まっていくことになるろう。

これまで日本の経常収支が赤字に転換するまでは日本の財政リスクは発生しないという見方が定説であった。しかし、国債の国内消化の臨界点という観点から捉えると海外消化比率の上昇とともに、財政赤字のプレミアムが顕現化し始める可能性がある。国債金利の上昇は、それ自体が財政赤字の悪化を加速させる要因になるだけに、中期的な財政規律の策定、抜本的な財政再建に向けて具体的な対策を示す、重要な局面に入ってきたと言えよう。

(経済調査室長 内田 和人)

## I. 日本

～成長ペースは減速するも、輸出を牽引役に緩やかな景気持ち直しが続く～

### 1. 景気の現状

昨年 10-12 月期の GDP は 3 四半期連続のプラス成長

わが国の景気は、アジア向けを中心とする輸出の増加や、政府の経済対策を受けたエコカー、薄型テレビ等の販売好調などを背景に持ち直しを続けている。昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 4.6%と、3 四半期連続のプラス成長となり、伸び率も市場の予想を上回った（第 1 表）。加えて、設備投資が 7 四半期振りにプラスに転じるなど、輸出回復を起点に企業部門の調整がかなり進捗してきた感がある。堅調な海外経済を背景とした輸出の増勢持続や、消費刺激策の奏功に支えられ、一頃懸念されていた二番底リスクは低下してきていると考えられる。

景気の回復ペースに減速の兆候がみられる

ただし内需の個別指標に目を向けると、失業率の高止まりや消費者物価の下落継続など、引き続き厳しい状況が続いている。輸出や生産の伸びにも月次ベースでは鈍化の動きが出ているほか、自動車販売にも頭打ち感がみられるなど、景気回復ペースに減速の兆候も出始めている。

第1表：主要経済指標の推移

		(前期(月)比、%)						
		2009/4-6	7-9	10-12	2009/10	11	12	2010/1
全 体	名目GDP成長率(前期比年率)	▲ 0.5	▲ 1.8	0.9	-	-	-	-
	実質GDP成長率(同)	5.2	0.0	4.6	-	-	-	-
	景気動向指数(一致)	87.4	91.6	96.0	94.3	96.0	97.6	
	景気動向指数(先行)	78.6	84.8	91.5	89.5	91.0	94.0	
企 業	鉱工業生産	8.3	7.4	4.5	0.5	2.2	1.9	
	機械受注(船舶・電力を除く民需)	▲ 4.9	▲ 0.9	0.5	▲ 4.5	▲ 11.3	20.1	
	資本財出荷(除く輸送機械)	▲ 17.0	5.3	11.1	▲ 1.6	6.2	5.0	
家 計	雇用者数(非農林業)	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 1.6	▲ 1.6	▲ 1.7	▲ 1.4	
	現金給与総額(5人以上)	▲ 4.6	▲ 3.6	▲ 4.2	▲ 1.9	▲ 2.4	▲ 6.1	
	雇用者所得	▲ 6.2	▲ 5.1	▲ 5.8	▲ 3.5	▲ 4.2	▲ 7.5	
	失業率	5.2	5.5	5.1	5.1	5.2	5.1	
	消費総合指数(実質、季調値)	1.2	0.5	0.5	0.3	▲ 0.4	0.5	
	消費者態度指数(全国・一般世帯、前期差)	6.6	5.1	0.0	0.0	▲ 1.0	▲ 1.9	1.4
外 需	輸出(数量ベース)	10.8	10.5	10.6	9.2	▲ 0.0	▲ 1.3	
	輸入(数量ベース)	▲ 1.5	9.8	0.6	▲ 5.7	8.7	▲ 10.5	
物価	消費者物価(除く生鮮食品)	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 1.3	

(注) 1.雇用者数・現金給与総額・消費者物価は前年比変化率。

2.景気動向指数の四半期値は平均値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「機械受注統計」、「消費動向調査」、経済産業省「鉱工業生産」、財務省「貿易統計」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」、等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 2. 今後の見通し

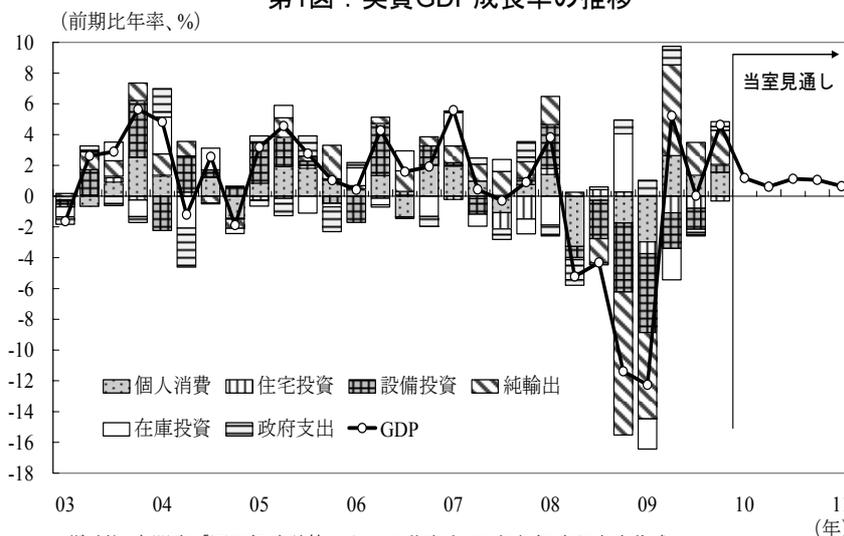
#### <概要>

緩やかな景気持ち直しが持続と予想

先行きも景気は持ち直し傾向を辿るとみるが、10-12 月期までの高い伸びの持続は難しいであろう。これまでの輸出の高い伸びは急激な落ち込みからの反動という面もあり、先行き減速が見込まれるためである。また、輸出と並んで景気持ち直しを牽引してきた政府の経済対策効果が徐々に剥落していくことも、景気の減速要因となろう。もともと、減速

しつとも輸出の増加自体は続くことや、設備投資の下げ止まり、雇用・所得環境が徐々に改善していくことなどを背景に、景気は緩やかに持ち直しを続けるとみる。実質 GDP 成長率は 2009 年度が前年比▲2.2%、2010 年度が同 1.3%と予想する（第 1 図）。

第1図：実質GDP成長率の推移



景気の下振れリスクは根強い円高圧力

ただし、景気の下振れリスクも残存する。特に為替については、足元は円高に一服感がみられるものの、円高圧力が高まりやすい地合は続いており、警戒を要する。南欧諸国の財政問題等をきっかけに円が急伸した場合、企業収益悪化や株安、マインドの落ち込みなどから景気が二番底に陥るリスクが高まろう。

## <詳細>

### (1) 企業部門

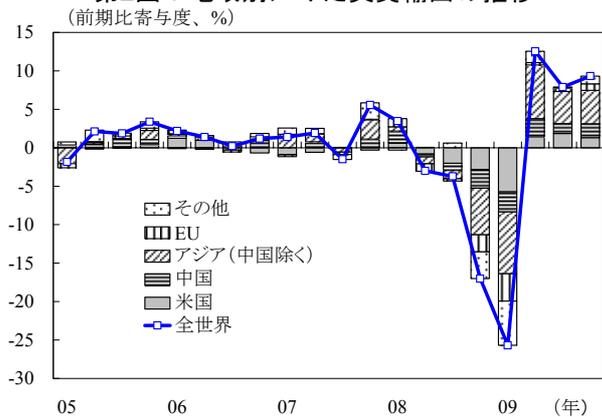
#### ①輸出

輸出は海外景気を持ち直しを受け、回復基調を辿る

輸出は堅調に推移している。10-12月期の実質輸出（通関ベース）は前期比+9.3%と3四半期連続で大幅な増加となった（第2図）。輸出相手国別にみると、中国を始めとするアジア向けや米国向けが好調に推移したほか、EU向けも前期から増加幅を拡大させた。

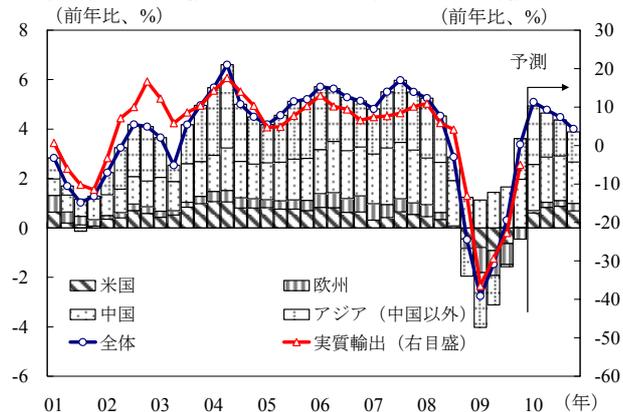
輸出の先行きを展望すると、来年度初めにかけては、これまでの反動増要因の剥落や円高の影響から、増加ペースは鈍化傾向を辿ろう。もっとも、海外経済は中国などアジア新興国を中心にペースはやや鈍化しつつも底堅く推移すると見込まれ、輸出の急減速は回避するとみられる（第3図）。

第2図：地域別にみた実質輸出の推移



(注) 実質輸出=輸出金額÷輸出価格 (各国別)  
 (資料) 財務省「貿易統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：主要輸出先地域の成長率と実質輸出

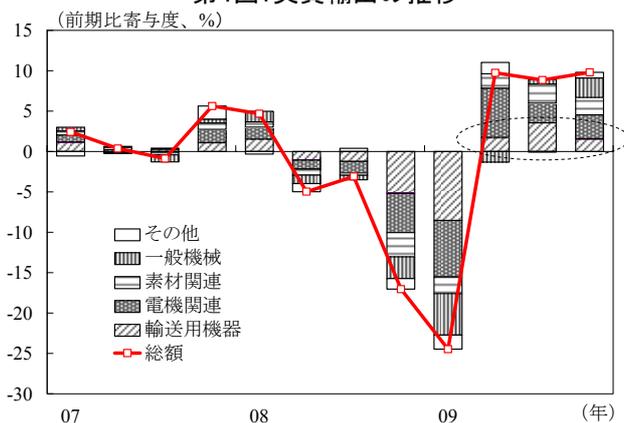


(注) 海外成長率は、米国、ユーロ圏、英国、中国、NIEs、ASEAN4、インドの輸出ウエイトによる加重平均。  
 (資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省「貿易統計」、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

自動車購入支援策の終了による反動は限定的

なお、わが国輸出の先行きを展望する上で、各国の自動車販売動向は引き続き注視する必要があるだろう。2008年秋以降の急速な景気悪化に対応して、各国で景気対策の一環として導入された自動車購入支援策は、わが国の自動車輸出を押し上げる要因となってきたためである(第4図)。こうした購入支援策は昨年末にかけて多くの国で終了または規模が縮小されており、当面の輸出にとってはマイナスの材料となるが、反動の現れ方は国・地域によってバラツキを伴いつつも、全体としては大幅な落ち込みにはならないと考えられる(第2表)。

第4図：実質輸出の推移



(注) 当室にて季節調整。  
 実質輸出=名目輸出金額÷輸出価格指数 (対世界)  
 (資料) 財務省「貿易統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：海外の自動車購入支援策の終了状況

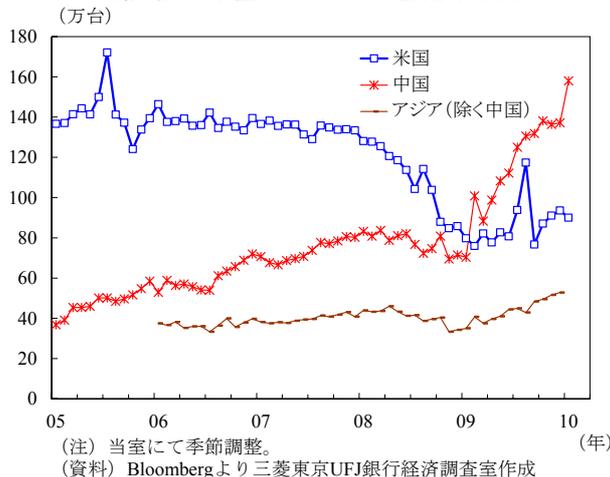
2009年	
4月	スロバキア
7月	オーストリア
8月	米国
9月	ドイツ、ブラジル
11月	ギリシャ
12月	中国(規模縮小)、韓国、台湾、ベトナム、フランス(規模縮小)、イタリア、ルーマニア、メキシコ
2010年	
3月	英国、インド
5月	スペイン
12月	オランダ

(資料) 報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

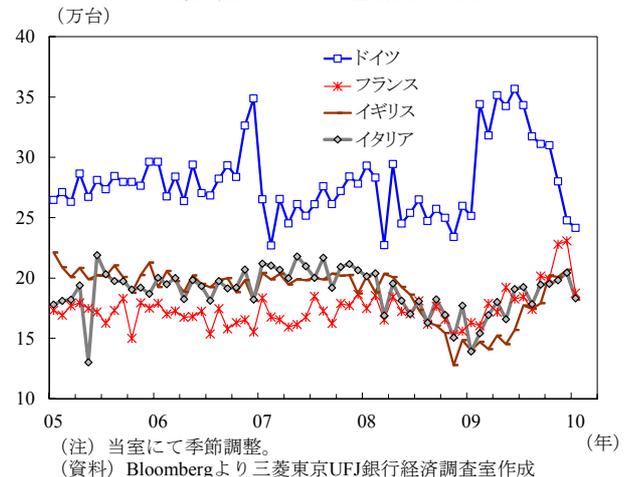
**米国・アジアの自動車販売は底堅さを保つ見込み**

比較的早い段階で購入支援策が終了した米国とドイツの自動車販売動向をみると、ドイツでは大幅な反動減となっている一方、米国の自動車販売は緩やかながらも持ち直し傾向を維持している（第5、6図）。先行き、ドイツを含む欧州については雇用回復の遅れから消費の低迷が長期化することが見込まれ、自動車販売も低調が続くとみられるが、米国は、雇用回復等を背景に自動車販売も相対的に底堅い推移を続ける可能性が高いとみる。また、アジア等の新興国については、普及率の低さや販売金融環境の好転等により自動車販売はペースが減速しつつも増加基調を辿り、わが国の自動車輸出を下支えする公算が大きい。なお、米国等でのリコール問題をきっかけに日本車の高品質イメージが揺らぎつつあるが、問題が長期化した場合には、わが国の自動車輸出全体に影響が出る可能性がある点に留意が必要であろう。

第5表：米国・アジアの自動車販売



第6表：欧州の自動車販売

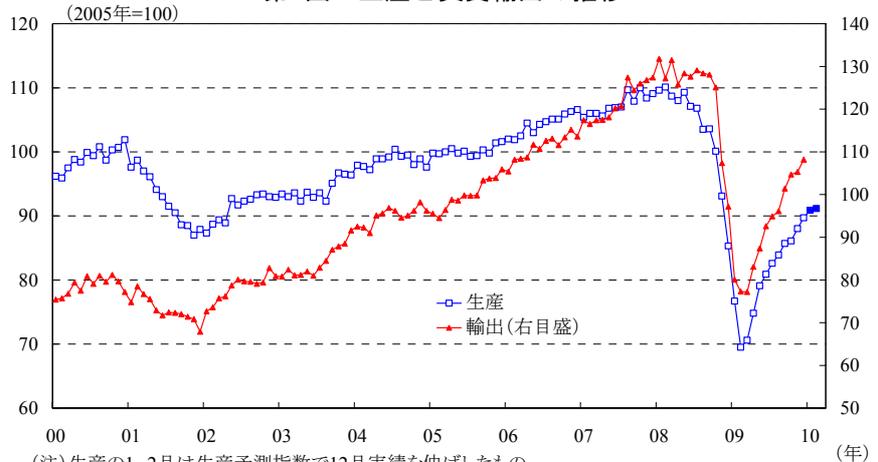


**②生産**

**増産を維持するも、回復ペースは鈍化する見込み**

生産は輸出の回復とエコカー補助金・エコポイント等を受けた個人消費の増加等を背景に持ち直しが続いている（第7図）。ただし、10-12月期の生産の伸び率が前期比+4.6%と前期まで（同+7~8%）と比べて鈍化していることや、1、2月の生産予測調査が増産ペースの減速を見込んでることなどから判断して、急激な生産調整の反動は終息しつつあると考えられる。先行き、輸出の回復持続などを背景に増産基調は維持されると予想するが、輸出の回復ペースが鈍化することや自動車・家電などの耐久財消費の伸びが低下してくることによって、生産の伸びは緩やかなものとなるだろう。

第7図：生産と実質輸出の推移

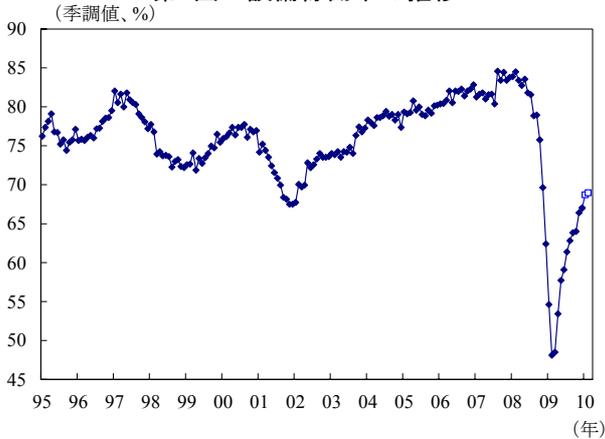


### ③設備投資

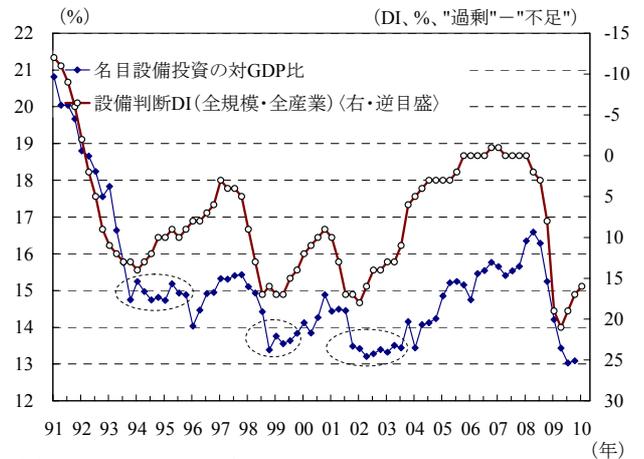
設備投資は7四半期ぶりに増加

設備投資は10-12月期に前期比年率+4.0%と7四半期振りの増加となった。足元、機械受注にも底入れの動きがみられ、設備投資が徐々に回復に向かう動きが出ている。ただし、設備投資の回復力は当面限定的であろう。製造業の稼働率は最悪期からみれば大きく改善したが、過去の平均水準を依然として大きく下回っている（第8図）。加えて今後、生産の伸び鈍化が見込まれることから、設備稼働率の改善ペースも緩やかなものとなろう。非製造業も含めた全産業ベースでも、設備の過剰感が高水準にあり、設備投資の抑制要因となろう（第9図）。このため設備投資は当面、低い伸びに止まるとみられ、景気を牽引する力は乏しいと予想する。

第8図：設備稼働率の推移



第9図：設備投資と設備判断DIの推移

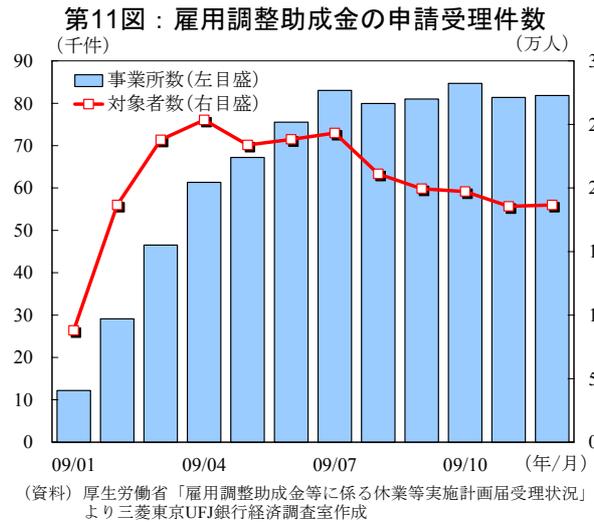
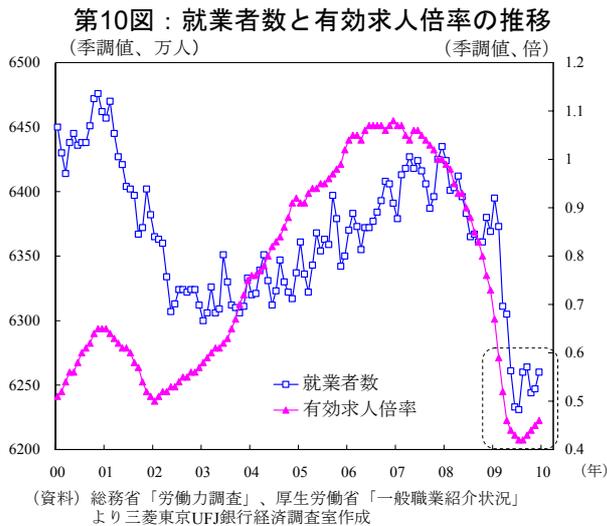


### (3) 家計部門

#### ①個人消費

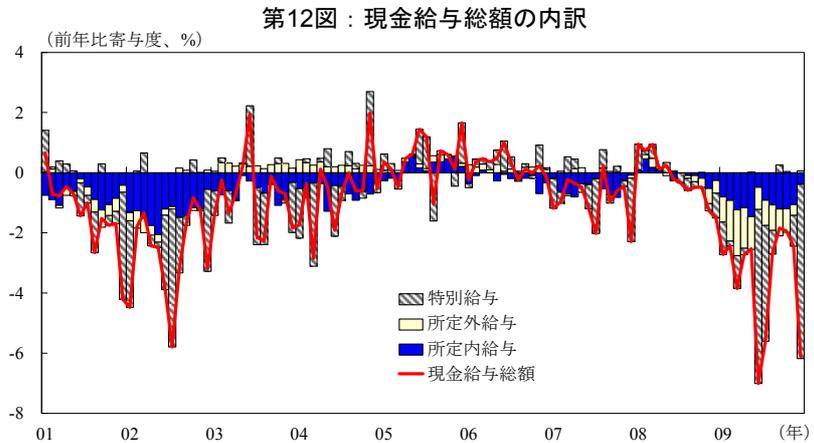
雇用環境の回復には暫く時間を要する見込み

個人消費のベースとなる雇用環境は、就業者数の減少に歯止めがなかったものの有効求人倍率は極めて低水準に止まるなど、回復感が生じるには至っていない（第10図）。雇用調整助成金の申請件数をみると、制度の利用対象者数はピークアウトこそしたが200万人規模の休業・生産調整が継続している（第11図）。企業の内部に多数の余剰人員が存在しているため、景気の持ち直しが進んでも当面は新規雇用結びつき難いとみる。



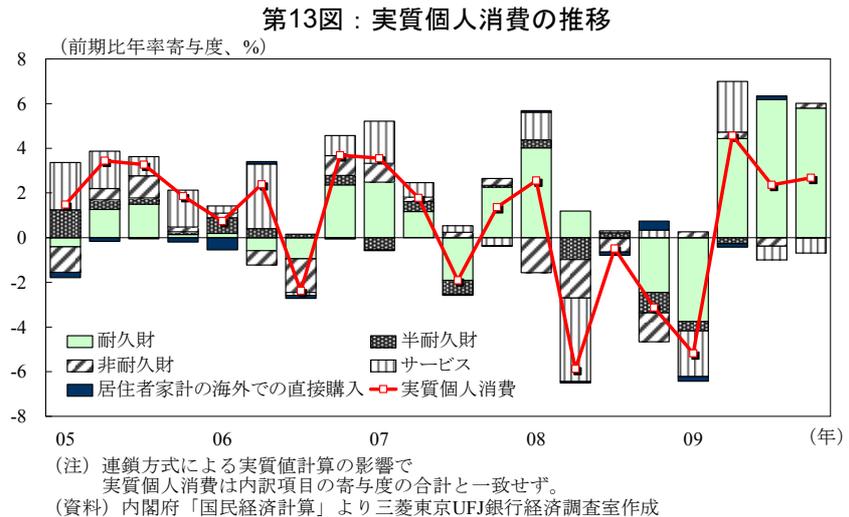
賃金は下げ止まるも、持ち直しの勢いは限定的

一方、賃金（現金給与総額）は、昨年末にかけてボーナスの大幅減を背景に大きく落ち込んだ（第12図）。もともと、生産の回復に伴って「決まって支給する給与（所定内給与+所定外給与）」の減少幅は縮小してきており、近く賃金の減少に歯止めがかかるとみる。また、企業業績の底入れに伴い来期ボーナスは今期を上回ることが期待できる。ただし、デフレ等を背景に企業業績の先行き不透明感は強く、また労働需給の緩和が継続するため、賃金は底打ちした後も持ち直しの勢いは限定的であろう。



経済対策効果による消費押し上げが続く

このように雇用・所得環境は厳しいながらも、個人消費は政策効果の寄与により底堅さを示している。10-12月期の実質個人消費（GDPベース）は前期比年率+2.7%と高い伸び率を維持した（第13図）。内訳をみると、前2期と同じく耐久財が大幅に増加した一方、半耐久財やサービスは小幅ながら減少しており、エコカー補助金やエコポイントによって消費が押し上げられた様子が伺える。



先行き、こうした消費刺激策による景気押し上げ効果は逡減していくが、エコカー補助金が9月まで、エコポイントが12月まで継続することに加えて、2010年度以降は子ども手当等の政策によって家計所得が押し上げられるため、個人消費は底堅く推移するとみる（第3表）。

表3: 制度変更による家計所得への影響

(兆円)

	2010年度	2011年度
子ども手当の支給	2.3	5.5
児童手当の廃止	▲ 1.0	▲ 1.0
所得税	一般扶養控除（年少分）の廃止	▲ 0.1
	特定扶養控除の縮小	—
高校の実質無償化	0.4	0.4
農業の戸別所得補償	0.6	0.6
家計所得の増加額	2.2	4.8
個人消費の増加額	1.2	2.7
個人消費の押し上げ効果	0.4%	0.9%
GDPの押し上げ効果	0.3%	0.6%

(注) 一般・特定扶養控除の見直しは2011年1月から適用。  
個人消費の増加額=家計所得の増加×限界消費性向（55%と仮定）  
個人消費の押し上げ効果=個人消費の増加額/名目個人消費（見通し）  
GDP押し上げ効果=消費押し上げ効果/名目GDP（見通し）  
(資料) 財務省資料、民主党マニフェスト、各種報道等より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、足元のデフレが個人消費に与える影響には注意が必要である。以前は、物価の下落は実質購買力の向上につながり、是とする見方もあった

価格下落の広まりが、消費者マインド下押し要因として懸念される

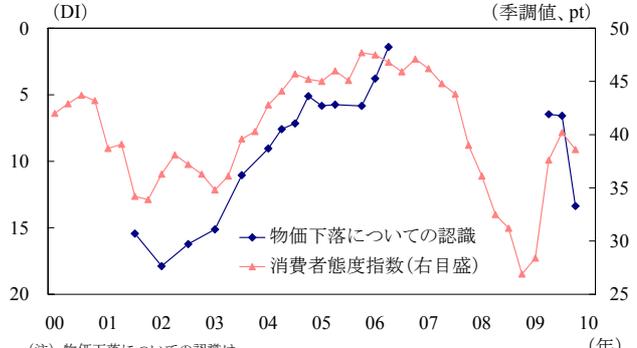
が、物価下落と賃金減少が加速した前回のデフレ期以降、家計には「物価下落を好ましいこと」としない認識が形成されており、物価下落は消費者マインドの下押し要因となっている（第14図）。また個人の物価に対する実感は、財・サービス全般において価格が上昇/下落した品目数の多寡に左右される面が大きい（第15図）。足元ではコアCPIの構成目品のうち、価格が下落した品目が急増しているが、2002年頃に比べるとまだ少ない。前回のデフレ局面以上のデフレギャップを抱えていることを鑑みれば、価格が下落する品目が一段と増加する可能性が大きい。物価下落の実感が強まることで、節約・儉約志向が一段と強まり、実質ベースでも消費が下振れる虞がある。

第14図：物価に対する実感と騰落品目数DI



(注) 物価に対する実感：現在の物価が1年前と比べて「下がった」とする回答割合。  
騰落品目数DI：コアCPI構成品目のうち「上昇した品目数」-「下落した品目数」の割合。  
(資料) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」、総務省「消費者物価指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：物価下落についての認識と消費者マインド



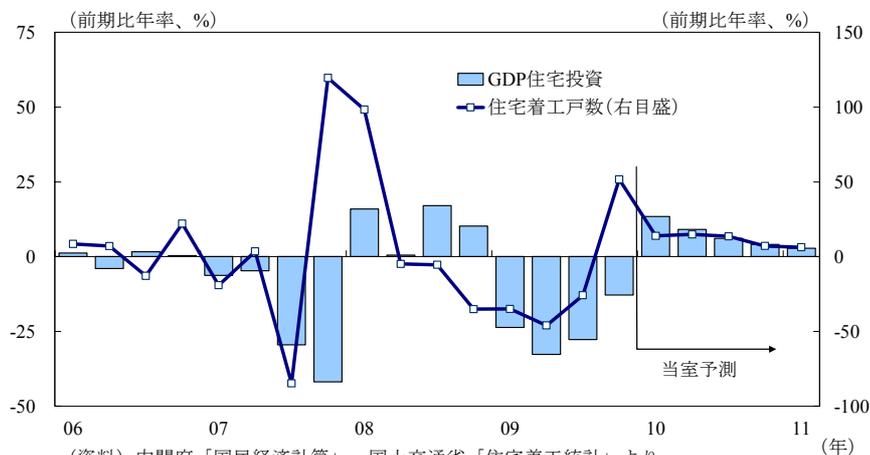
(注) 物価下落についての認識は、1年前に比べて物価が「下がった」と実感する人のうち物価下落を「好ましいこと」、「どちらでもない」、「困ったこと」とする回答をそれぞれ0、50、100として回答割合で加重平均したもののDI。DIが大きいほど「物価下落を好ましいこと」としない認識が強い。  
03年までは半期ごと。05年9月、06年9月から09年3月は調査実施されず。  
(資料) 日銀「生活意識に関するアンケート調査」、内閣府「消費動向調査」より内閣府「消費動向調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ②住宅投資

住宅投資は1-3月期にも増加へ転じる見込み

10-12月期の住宅投資は前期比年率▲12.8%と、4四半期連続の二桁減となった（第16図）。もっとも、マイナス幅は前期から縮小しており、また住宅着工戸数が8月を底に前月比で持ち直しが続いていることから、GDPベースの住宅投資は1-3月期にも増加に転じる見込みである。

第16図：住宅投資と住宅着工戸数の推移

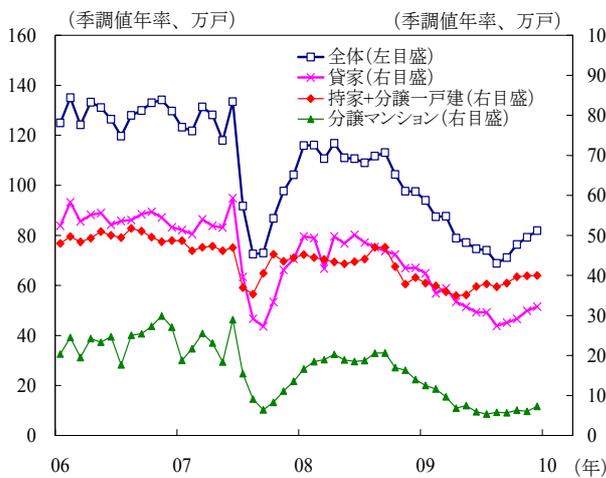


(資料) 内閣府「国民経済計算」、国土交通省「住宅着工統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**住宅着工は持ち直し続くも、マンションの在庫調整が重石となる見込み**

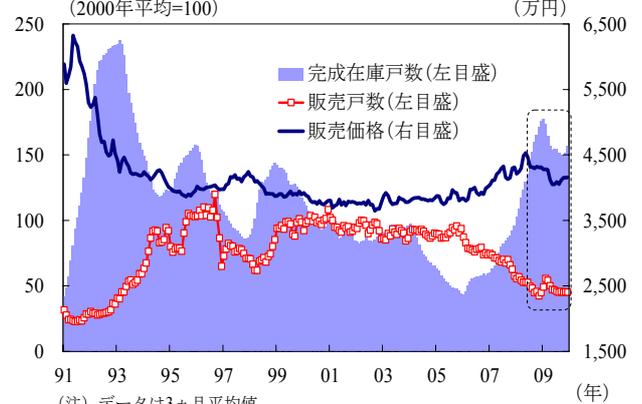
住宅着工を利用関係別にみると、貸家や持家+分譲一戸建ては緩やかに持ち直しの動きが続く一方、分譲マンションは底這いの状態となっている（第17図）。マンション市場は販売が低調に推移しているため在庫圧縮が進まず、着工の抑制が継続している（第18図）。先行き、住宅着工は急激な落ち込みの反動から持ち直しが続くものの、厳しい雇用・所得環境のなか回復ペースは緩慢なものとなろう。またマンション市場の在庫調整は長期化する可能性が大きく、当面、住宅着工の下押し要因になるとみる。

**第17図：利用関係別 新設住宅着工戸数の推移**



(注) 分譲マンション・分譲一戸建は当室にて季節調整。  
 (資料) 国土交通省「建築着工統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**第18図：マンション市場の動向**



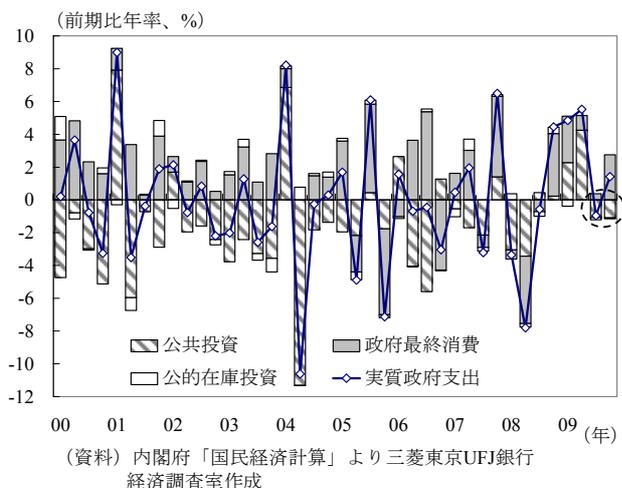
(注) データは3ヵ月平均値。  
 販売価格は、首都圏・近畿圏の新規マンション販売価格をそれぞれ販売戸数で加重平均したもの。  
 完成在庫・総販売戸数は、首都圏・近畿圏の単純合算。  
 (資料) (株)長谷工コーポレーション「CRI」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**(3) 政府部門**

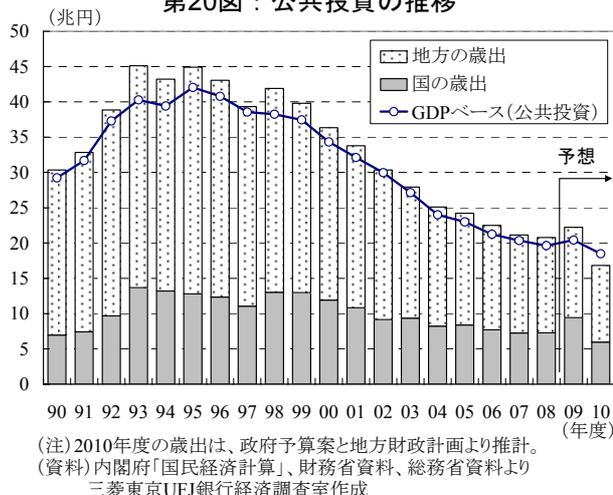
**公共投資の息切れ感が強まる**

10-12 月期の政府支出は、政府消費の伸びの高まりにより前期比年率+1.4%と増加に転じたものの、公共投資は 2 四半期連続の減少となった（第19図）。公共投資は、政府の経済対策を反映して昨年4-6月期に掛けて高い伸びを示したが、早期に息切れ感が強まった状況にある。加えて、2010年度の国と地方の公共投資関連予算は前年比2割強削減される見込みであり、先行き公共投資の減少基調は一段と強まる公算が大きい（第20図）。政府消費については、高齢化の進行に伴う医療費（政府消費の4割弱）の増加により底堅い推移が予想されるものの、公共投資の大幅減を補うには至らず、2010年度の政府支出は減少に転じるとみる。

第19図：実質政府支出の推移



第20図：公共投資の推移

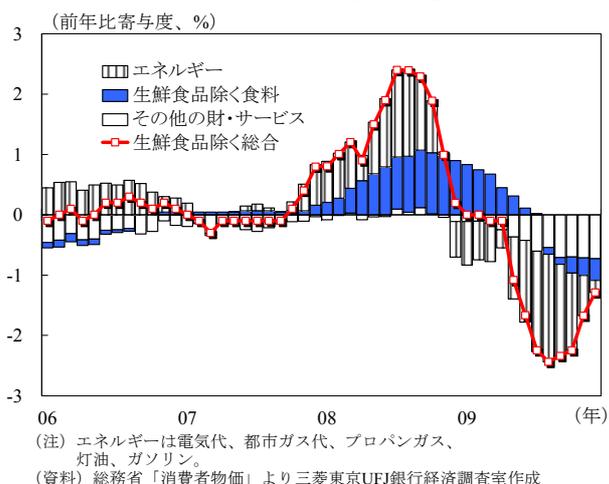


#### (4) 物価

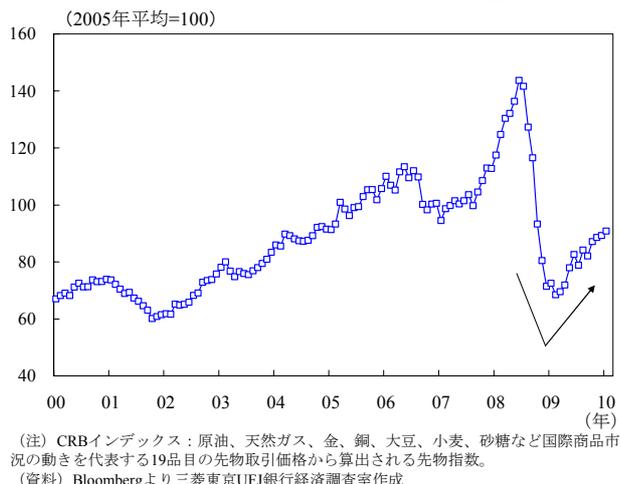
物価はデフレ色が強まっている

消費者物価は下落基調が続いている。消費者物価を生鮮食品除く総合（コア CPI）で見ると、エネルギー価格下落の影響が剥落したことでマイナス幅の縮小が続いているものの、エネルギーを除いた財・サービス価格の下落幅は拡大している（第21図）。需給バランスが大幅な供給過剰状態にあることによる物価の押し下げ圧力は強いと考えられる。一方、資源価格等の川上物価は強含んでおり、今後も新興国を中心とした世界経済の持ち直しを受けて上昇基調が継続するとみられる（第22図）。販売価格の下落圧力が続くなか、原材料高というコスト面の上昇圧力は、企業収益の圧迫要因として懸念される。

第21図：消費者物価の推移



第22図：CRBインデックスの推移

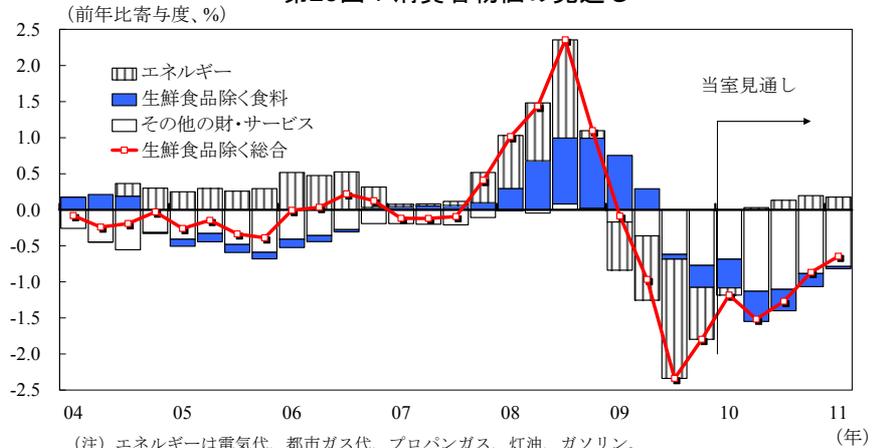


先行き、消費者物価は下落基調が継続

先行き、エネルギー価格は緩やかな上昇が予想される一方、大幅なデフレギャップを背景にエネルギーを除いた財・サービス価格の下落が継続するとみる（第23図）。このため、コア CPI は当面、マイナス域で推移し、プラスに転じるのは2011年度以降と予想する。なお、2010年度以降

は高校の実質無償化、たばこ税の増税といった制度変更の影響から、消費者物価指数が大きく変動する点には留意が必要である。

第23図：消費者物価の見通し



(注) エネルギーは電気代、都市ガス代、プロパンガス、灯油、ガソリン。  
2010年4月より高校の実質無償化、2010年10月よりたばこ税の増税が実施される前提。  
(資料) 総務省「消費者物価」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 金融

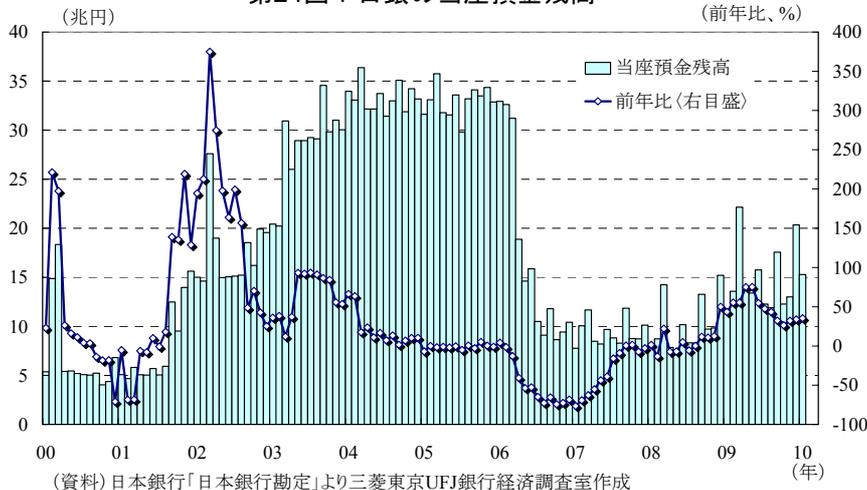
#### (1) 金融政策、短期金利

日銀は金融緩和を  
継続

日銀はデフレ脱却に向けた取り組みとして、政策金利を0.10%と極めて低い水準に据え置くとともに、昨年末に導入した新型オペ（固定金利方式共担オペ）等による積極的な資金供給（広義の量的緩和）を行っている。日銀の当座預金残高は足元では15兆円前後まで拡大しており、伸び率も小幅ながら加速に転じている（第24図）。

また日銀は、12月の金融政策決定会合で「物価安定の理解」の表現を修正し、デフレを許容しない点を明確化した（第4表）。そのためデフレが継続するとみられる2010年度中は、日銀は金融緩和を継続する可能性が高く、利上げは2011年度以降となろう。

第24図：日銀の当座預金残高



(資料) 日本銀行「日本銀行勘定」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表：「中長期的な物価安定の理解」

従来：「0～2%程度の範囲内にあり、委員毎の中心値は、大勢として、1%程度となっている」  
↓  
変更後：「2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」  
(明確化のポイント)  
・ゼロ%以下のマイナスの値は許容していない  
・中心は1%程度

(資料) 日銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

短期金利は日銀の金融緩和を背景に低下傾向を辿っている。ユーロ円 Tibor3 ヲ月物は足元 0.44%台と 2006 年以來の水準まで低下しており、先行きも金融緩和の継続を背景に緩やかに低下を続けると予想する。

## (2) 長期金利

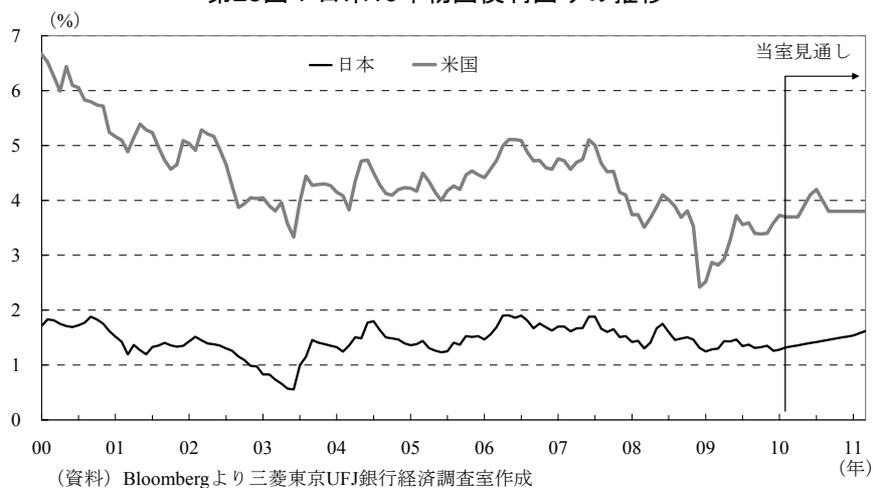
長期金利は 1.3%を  
中心にレンジ推移

長期金利は比較的安定した動きが続いており、新発 10 年国債利回りは 1.3%を中心とする狭いレンジで推移している。2010 年度の国債の市中発行予定額が過去最高の 144.3 兆円（借換債含む）となることや、米格付け機関 S&P による日本国債の格付け見通しの引き下げ等、長期金利の上昇要因は少なくないが、日銀の金融緩和拡大や民間資金需要の弱さを反映した国債市場への潤沢な資金流入が金利上昇を抑制している。

長期金利は先行き  
緩やかに上昇と予想

先行きについては、景気回復の進行に伴い民間資金需要が徐々に持ち直してくるとみられるほか、米 FRB の利上げ観測の高まりによる米長期金利の上昇もわが国の長期金利の押し上げ要因となろう（第 25 図）。もともと、日銀は物価下落の継続を背景に当面、緩和的な金融環境を維持する可能性が高く、長期金利の上昇は緩やかなものに止まるとみる。

第25図：日米10年物国債利回りの推移



国債残高は2017年  
度には 1,000 兆円  
を上回る可能性も

ただし、中長期的には財政悪化による長期金利の上昇（国債価格下落）リスクは増大の方向にある。民主党のマニフェストを完全に実施する場合、2011 年度以降 11.2 兆円（ガソリンの暫定税率廃止は除く）の歳出増加が必要であることに加え、高齢化の進行に伴う年金・医療費の自然増が毎年 1 兆円程度見込まれるためである。仮に税収が今回の景気後退前の水準を回復したとしても、歳出増大を背景に国債の新規発行額は拡大を続け、国債残高は 2017 年度には 1,000 兆円を超えると試算される（第 5 表）。

第5表: 財政収支と国債残高の試算

	歳出(当初予算)				歳入(当初予算)			新規国債発行額 ①-②	国債残高 (短期国債除く)
	①	マニフェスト実行に伴う歳出増	医療・年金自然増	国債残高増に伴う利払い増加	②	税收	その他収入		
2009年度	88.5	0.0	0.9	0.5	55.3	46.1	9.2	33.3	600.4
2010年度	92.3	3.1	1.1	0.6	51.4	47.6	3.9	44.3	637.0
2011年度	102.4	8.2		0.9				51.0	688.0
2012年度	106.3	1.8		1.0				54.9	742.9
2013年度	109.6	1.2		1.0				58.2	801.0
2014年度	111.7	0.0		1.0				60.3	861.3
2015年度	113.8			1.0				62.4	923.7
2016年度	115.9			1.0				64.5	988.2
2017年度	118.1			1.1				66.7	1,054.8
2018年度	120.2			1.1				68.8	1,123.6
2019年度	122.4			1.1				71.0	1,194.6
2020年度	124.6		1.1	73.2	1,267.8				

当室試算

【試算の前提】

- ・マニフェストの工程表に基づき2013年度にかけて政策を実施(ガソリンの暫定税率廃止は除く)。
- ・医療・年金の自然増は2010年度予算における見込み額(1兆900億円)が翌年度以降も継続と仮定。
- ・国債利払い費は残高の1.54%(2010年度予算ベース)で一定と仮定。
- ・2011年度以降の税收およびその他収入は2000~2007年度の平均水準で一定と仮定。

(資料)財務省資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

財政再建に向けた実効性のある方策の提示が求められる

政府は、財政健全化の道筋を定める「財政運営戦略」と2013年度までの3年間の歳入・歳出の骨格を定める「中期財政フレーム」を6月までに策定する方針だが、実効性のある方策が示されなければ、中長期的な財政の安定性に対する信認の低下に繋がろう。事業仕分けなどによる歳出削減努力に加えて、消費税率引き上げを含む税制・社会保障制度改革等を視野に入れ、財政健全化策の実効性を高める必要がある。

(3) 為替

円高は一服も、地合いとしては円が買われやすい状況が続く

外為市場では、日銀の追加金融緩和(昨年11月)や菅財務大臣の円高牽制発言(1月)、米国の公定歩合引き上げ(2月)などを受けて円高圧力が和らぎ、円ドル相場は1ドル=90円前後のレンジ内で推移している(第26図)。ただし、ギリシャ等の南欧諸国の財政問題に対する警戒感が強まった2月4日には、リスク回避の動きから約2円円高が進んでおり、円が買われやすい地合に変化はない。

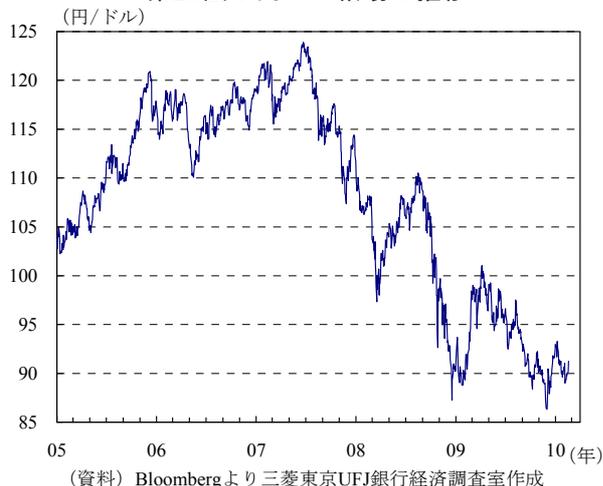
為替市場では先行き、米FRBの出口戦略が大きなテーマになってくるとみる。日銀は、物価下落が続くことを受けて金融緩和を継続する可能性が高い一方、米FRBが夏場にかけて出口戦略を本格化させることにより、円ドル相場の基調は円安・ドル高に向かおう。

前回の米FRBの利上げ局面では、1回目の利上げにかけて円安が進行

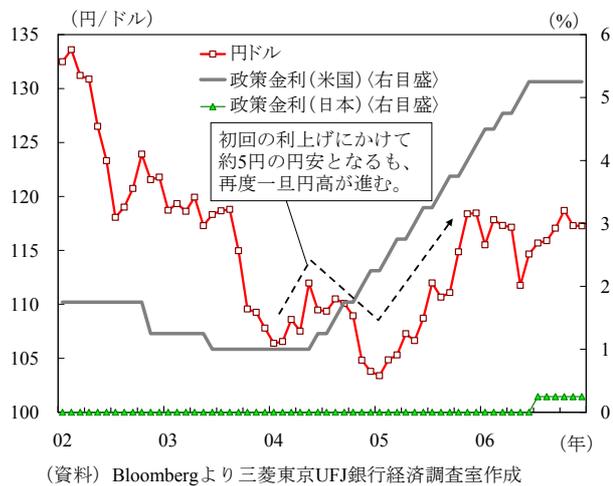
前回の米国の利上げ開始局面である、2004年以降の円ドル相場の動きを振り返ってみると、1回目の利上げが行われた2004年6月にかけて約5円円安が進んでいる(第27図)。ただし、その後は再度円高に転じており、円安基調が定着したのは2005年以降であった。これは、利上げ前は市場が大幅利上げの可能性を一部織り込むことによって円安方向にオ

オーバーシュートし、利上げ開始後は大幅利上げ予想の後退を受けて、円高方向への揺り戻し起きたためである。また、2005年以降については、日米金利差の拡大を背景とするキャリートレードの増加によって円安基調が形成されていったと考えられる。

第26図：円ドル相場の推移



第27図：円ドル相場と日米政策金利



金利要因以外では、円高要因が多いことに注意が必要

今回も、米FRBの出口戦略の本格化に反応して円安が進むとみるが、日米金利差がある程度水準まで拡大するまでは、円高方向への揺り戻しも予想される。また、金利以外については潜在的な円高要因が多いことにも注意が必要である。各国の財政悪化や拙速な出口戦略による景気下振れに対する懸念から投資家のリスク回避志向が強まり、円が急伸する可能性は小さくなく、円高の程度によっては企業収益悪化や株安、マインドの悪化等を通じて、景気が二番底に陥るおそれもある。

(岩岡 聰樹、高山 真、石丸 伸二)

日本経済金融見通し

平成22年(2010年)2月22日  
三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
(単位: %、10億円)

見通し

	2008				2009				2010				2011	2008年度	2009年度	2010年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済 (前期比年率)																
名目GDP	3.1	▲6.3	▲6.3	▲6.2	▲13.0	▲0.5	▲1.8	2.1	▲1.6	▲0.9	0.7	1.1	0.9	▲4.2	▲4.0	▲0.1
実質GDP	3.8	▲5.2	▲4.3	▲11.4	▲12.3	5.2	0.0	4.6	1.2	0.6	1.1	1.0	0.7	▲3.7	▲2.2	1.3
GDPデフレーター														▲0.4	▲1.9	▲1.4
個人消費	2.6	▲5.9	▲0.5	▲3.1	▲5.2	4.6	2.4	2.7	0.4	0.6	1.0	0.6	▲0.8	▲1.8	0.5	0.9
住宅投資	16.0	0.5	17.0	10.2	▲23.7	▲32.7	▲27.7	▲12.8	13.4	9.1	6.1	4.1	2.8	▲3.7	▲18.2	2.7
設備投資	19.5	▲4.5	▲14.7	▲26.0	▲30.6	▲15.6	▲9.8	4.0	▲1.2	0.6	1.2	1.4	2.0	▲6.8	▲15.8	0.4
民間在庫(10億円)	363	194	428	5,573	2,913	241	▲43	285	495	550	955	1,395	1,995	2,418	276	1,255
政府支出	▲3.4	▲7.8	▲0.6	4.5	4.8	5.5	▲1.0	1.4	▲0.9	▲3.2	▲3.3	▲2.7	▲1.3	▲1.3	2.6	▲2.0
公共投資	▲16.9	▲19.6	2.8	1.5	15.0	28.4	▲6.2	▲6.4	▲9.6	▲18.5	▲21.9	▲18.5	▲11.5	▲6.6	6.5	▲15.3
財貨・サービスの輸出	14.8	▲5.6	▲2.8	▲46.6	▲66.3	42.2	37.8	21.7	14.8	8.0	7.8	7.6	6.8	▲10.4	▲10.7	12.2
財貨・サービスの輸入	4.2	▲10.3	10.8	0.3	▲53.9	▲14.7	23.3	5.3	11.7	4.7	4.3	4.1	3.6	▲4.2	▲12.0	6.8
(<>は外需の寄与度)														<▲1.1>	<▲0.3>	<1.0>
最終需要 (国内民間)	6.4	▲5.1	▲3.8	▲9.0	▲8.1	0.3	▲2.2	2.5	0.5	0.9	1.2	0.9	▲0.2	▲2.9	▲2.8	0.8
鉱工業生産 (前期比)	0.3	▲1.2	▲3.2	▲11.3	▲22.2	8.3	7.4	4.7	3.8	2.2	1.9	1.4	1.1	▲12.6	▲9.6	11.9
国内企業物価 (前年比)	( 3.6)	( 4.9)	( 7.3)	( 2.6)	(▲1.9)	(▲5.5)	(▲8.3)	(▲5.2)	(▲2.5)	(▲1.4)	(▲1.4)	(▲0.6)	( 0.1)	( 3.1)	(▲5.5)	(▲0.8)
消費者物価<除く生鮮食品> (前年比)	( 1.0)	( 1.5)	( 2.3)	( 1.0)	(▲0.1)	(▲1.0)	(▲2.3)	(▲1.8)	(▲1.2)	(▲1.5)	(▲1.3)	(▲0.9)	(▲0.6)	( 1.2)	(▲1.6)	(▲1.1)
2. 国際収支 (季節未調整)																
貿易収支	2,348	1,345	486	▲152	▲521	1,168	1,343	2,071	1,491	1,869	1,779	2,014	1,536	1,159	6,072	7,197
経常収支	6,580	3,839	4,195	1,766	2,537	3,251	4,089	3,401	2,877	3,368	3,391	3,739	3,374	12,336	13,618	13,872
3. 金融																
無担保コール翌日物	0.50	0.50	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	0.5	0.4
新発10年国債利回り	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.5	1.4	1.5
円相場 (円/ドル)	105	105	108	96	94	97	94	90	91	94	96	95	94	100	93	95

(注) 無担保コール翌日物は期末値。ユーロ円TIBOR、新発10年国債利回り、円相場は期中平均値。国内企業物価、消費者物価は基準改定後のベース。

主要経済金融指標(日本)  
2010年2月22日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

[特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績]

	2007年度	2008年度	2008年	2009年			2009年				
			10-12	1-3	4-6	7-9	9月	10月	11月	12月	1月
実質GDP成長率(前期比年率)	1.8	▲ 3.7	▲ 12.3 (▲ 8.8)	5.2 (▲ 5.7)	0.0 (▲ 5.2)	4.6 (▲ 0.4)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	0.9	▲ 4.5	▲ 6.2 (▲ 11.1)	0.4 (▲ 9.6)	1.1 (▲ 7.4)	1.0 (▲ 3.8)	▲ 0.7 (▲ 7.2)	1.2 (▲ 6.4)	0.2 (▲ 3.3)	▲ 0.3 (▲ 1.6)	
鉱工業生産指数	2.7	▲ 12.7	▲ 22.1 (▲ 34.6)	8.3 (▲ 27.8)	7.4 (▲ 20.1)	4.5 (▲ 5.4)	2.1 (▲ 18.4)	0.5 (▲ 15.1)	2.2 (▲ 4.2)	1.9 (5.1)	
鉱工業出荷指数	3.2	▲ 12.6	▲ 21.0 (▲ 33.5)	6.4 (▲ 27.6)	8.4 (▲ 19.3)	5.2 (▲ 4.1)	4.2 (▲ 16.8)	1.3 (▲ 13.0)	0.9 (▲ 3.1)	1.0 (5.2)	
製品在庫指数	1.9	▲ 5.2	▲ 9.0 (▲ 5.2)	▲ 4.5 (▲ 10.3)	▲ 0.6 (▲ 12.1)	▲ 1.2 (▲ 14.7)	▲ 0.4 (▲ 12.1)	▲ 1.5 (▲ 14.4)	0.4 (▲ 14.4)	▲ 0.1 (▲ 14.7)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	100.6	121.9	153.0 [100.6]	138.3 [103.0]	121.2 [107.3]	112.7 [123.4]	116.9 [109.3]	117.2 [113.6]	113.2 [124.6]	107.8 [132.1]	[150.3]
国内企業物価指数	2.3	3.1	▲ 3.2 (▲ 1.9)	▲ 1.3 (▲ 5.5)	0.0 (▲ 8.3)	▲ 0.7 (▲ 5.2)	0.1 (▲ 7.9)	▲ 0.8 (▲ 6.8)	0.0 (▲ 5.0)	0.0 (▲ 3.9)	0.3 (▲ 2.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	0.3	1.2	▲ 1.2 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 1.0)	▲ 0.4 (▲ 2.3)	▲ 0.2 (▲ 1.8)	0.0 (▲ 2.3)	▲ 0.1 (▲ 2.2)	0.1 (▲ 1.7)	▲ 0.1 (▲ 1.3)	
稼働率指数 (2005年=100)	104.1	88.6	63.4 [105.6]	71.4 [104.0]	78.8 [100.4]	82.6 [87.1]	80.3 [99.3]	80.5 [95.3]	83.1 [87.6]	84.3 [78.5]	[68.7]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 3.0	▲ 14.1	▲ 9.9 (▲ 29.4)	▲ 4.9 (▲ 33.4)	▲ 0.9 (▲ 27.3)	0.5 (▲ 14.0)	10.5 (▲ 22.0)	▲ 4.5 (▲ 21.0)	▲ 11.3 (▲ 20.5)	20.1 (▲ 1.5)	
製造業	▲ 3.8	▲ 22.4	▲ 31.1 (▲ 51.0)	10.8 (▲ 47.0)	▲ 8.7 (▲ 45.7)	17.8 (▲ 17.3)	▲ 0.1 (▲ 44.2)	25.4 (▲ 26.7)	▲ 18.2 (▲ 17.6)	17.1 (▲ 6.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 2.0	▲ 6.8	4.9 (▲ 12.8)	▲ 12.1 (▲ 23.7)	4.9 (▲ 12.0)	▲ 8.4 (▲ 10.8)	18.0 (▲ 3.0)	▲ 17.3 (▲ 13.3)	▲ 10.6 (▲ 22.1)	22.9 (2.2)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	1.2	▲ 17.6	▲ 19.2 (▲ 32.7)	▲ 17.0 (▲ 41.6)	5.3 (▲ 34.7)	11.1 (▲ 21.4)	6.6 (▲ 31.8)	▲ 1.6 (▲ 29.8)	6.2 (▲ 19.8)	5.0 (▲ 14.3)	
建設受注	1.6	▲ 12.3	(▲ 34.6)	(▲ 31.4)	(▲ 25.4)	(▲ 18.4)	(▲ 14.0)	(▲ 40.1)	(▲ 11.6)	(0.6)	
民需	3.2	▲ 19.0	(▲ 43.4)	(▲ 36.0)	(▲ 27.2)	(▲ 20.4)	(▲ 14.1)	(▲ 32.7)	(▲ 25.5)	(▲ 4.8)	
官公庁	0.8	23.5	(7.3)	(▲ 14.5)	(3.1)	(▲ 21.4)	(55.7)	(▲ 39.4)	(27.9)	(▲ 24.7)	
公共工事請負金額	▲ 4.1	0.1	(7.8)	(13.0)	(11.2)	(6.3)	(22.1)	(8.3)	(▲ 0.0)	(10.3)	(▲ 3.8)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	104.0 (▲ 19.4)	103.4 (0.3)	89.7 (▲ 21.4)	76.9 (▲ 31.9)	71.3 (▲ 35.8)	79.1 (▲ 20.9)	71.1 (▲ 37.0)	76.3 (▲ 27.1)	79.2 (▲ 19.1)	81.9 (▲ 15.7)	
新設住宅床面積	(▲ 18.7)	(▲ 2.3)	(▲ 20.9)	(▲ 29.3)	(▲ 31.7)	(▲ 15.1)	(▲ 34.0)	(▲ 21.5)	(▲ 12.7)	(▲ 10.2)	
小売業販売額	0.5	▲ 1.1	(▲ 3.9)	(▲ 2.8)	(▲ 1.9)	(▲ 0.7)	(▲ 1.3)	(▲ 1.0)	(▲ 1.1)	(▲ 0.2)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	0.9	▲ 2.8	0.0 (▲ 2.3)	0.2 (▲ 3.2)	0.3 (▲ 0.2)	0.8 (0.6)	0.1 (1.0)	0.7 (1.6)	0.1 (2.2)	1.0 (2.1)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	73.3	74.0 [74.3]	74.1 [74.2]	75.2 [74.3]	75.0 [74.0]	74.0 [73.2]	72.4 [70.4]	73.2 [73.3]	75.7 [71.5]	[70.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	1.2	▲ 7.0	▲ 13.7 (▲ 19.7)	0.5 (▲ 18.2)	3.5 (▲ 14.9)	2.9 (▲ 7.7)	0.9 (▲ 14.1)	1.4 (▲ 11.2)	0.1 (▲ 8.5)	1.0 (▲ 3.2)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 0.7	▲ 1.1	(▲ 3.0)	(▲ 3.0)	(▲ 4.7)	(▲ 3.6)	(▲ 1.8)	(▲ 1.9)	(▲ 2.4)	(▲ 5.9)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	78.3	29.1	▲ 71.7 [85.0]	▲ 97.0 [72.9]	▲ 106.5 [65.7]	▲ 109.7 [49.4]	▲ 107.3 [62.8]	▲ 107.8 [55.6]	▲ 111.0 [45.9]	▲ 110.4 [46.7]	[▲ 62.2]
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	1.02	0.78	0.59 [0.97]	0.44 [0.92]	0.42 [0.85]	0.45 [0.76]	0.43 [0.83]	0.44 [0.80]	0.45 [0.76]	0.46 [0.73]	[0.67]
完全失業率 (実数、季調済、%)	3.8	4.1	4.5 [3.9]	5.2 [4.0]	5.5 [4.0]	5.1 [4.0]	5.3 [4.0]	5.1 [3.8]	5.2 [4.0]	5.1 [4.3]	[4.1]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	41.1	25.6	21.6 [34.1]	37.7 [32.4]	42.4 [28.5]	36.7 [19.8]	43.1 [28.0]	40.9 [22.6]	33.9 [21.0]	35.4 [15.9]	38.8 [17.1]
企業倒産件数 (実数、件数)	14,366 (7.7)	16,146 (12.3)	4,215 (13.4)	3,954 (3.2)	3,782 (▲ 6.2)	3,529 (▲ 13.2)	1,155 (▲ 17.9)	1,261 (▲ 11.7)	1,132 (▲ 11.3)	1,136 (▲ 16.5)	1,063 (▲ 21.8)

## 2. 国際収支

[ 特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績]

	2007年度	2008年度	2008年	2009年				2009年				
			10-12	1-3	4-6	7-9	9月	10月	11月	12月	1月	
通関輸出	9.9	▲16.4	(▲46.9)	(▲38.5)	(▲34.4)	(▲7.9)	(▲30.6)	(▲23.2)	(▲6.2)	(12.1)		
価格	3.5	▲3.3	(▲7.7)	(▲7.9)	(▲12.6)	(▲6.4)	(▲11.2)	(▲11.8)	(▲4.8)	(▲2.3)		
数量	6.2	▲14.3	(▲42.5)	(▲33.2)	(▲24.9)	(▲1.2)	(▲21.8)	(▲13.0)	(▲1.5)	(14.7)		
通関輸入(円建)	9.5	▲4.1	(▲37.0)	(▲40.1)	(▲39.7)	(▲20.9)	(▲36.9)	(▲35.6)	(▲16.7)	(▲5.5)		
価格	9.5	0.5	(▲22.3)	(▲24.4)	(▲31.0)	(▲16.5)	(▲29.8)	(▲27.0)	(▲15.0)	(▲4.8)		
数量	▲0.0	▲5.7	(▲18.9)	(▲20.8)	(▲12.6)	(▲5.0)	(▲10.2)	(▲11.7)	(▲2.1)	(▲0.8)		
経常収支(億円)	245,443	123,362	25,367	32,514	40,888	34,014	15,767	13,976	11,030	9,008		
貿易収支(億円)	116,862	11,589	▲5,208	11,678	13,431	20,708	6,049	9,490	4,906	6,312		
サービス収支(億円)	▲25,961	▲20,469	▲3,130	▲6,926	▲4,278	▲5,081	▲332	▲3,307	▲512	▲1,262		
資本収支	▲223,531	▲173,053	▲60,392	▲20,730	▲28,076	▲18,126	▲21,113	▲557	▲11,799	▲5,770		
外貨準備高(百万ドル)	1,015,587	1,018,549	1,018,549	1,019,175	1,052,598	1,049,397	1,052,598	1,056,769	1,073,712	1,049,397	1,053,070	
対ドル円レート(期中平均)	114.20	100.46	93.59	97.27	93.61	89.68	91.49	90.29	89.19	89.55	91.16	

## 3. 金融

	2007年度	2008年度	2008年	2009年				2009年				
			10-12	1-3	4-6	7-9	9月	10月	11月	12月	1月	
コール・レート (無担保翌日物)	0.505	0.363	0.110	0.103	0.103	0.104	0.102	0.106	0.105	0.101	0.096	
			[0.506]	[0.507]	[0.501]	[0.333]	[0.495]	[0.487]	[0.301]	[0.211]	[0.120]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.799	0.805	0.693	0.579	0.543	0.498	0.537	0.525	0.508	0.462	0.452	
			[0.844]	[0.844]	[0.854]	[0.831]	[0.869]	[0.884]	[0.872]	[0.736]	[0.722]	
新発10年国債利回り (末値)	1.577	1.438	1.293	1.420	1.338	1.317	1.295	1.405	1.260	1.285	1.315	
			[1.357]	[1.642]	[1.472]	[1.347]	[1.480]	[1.480]	[1.395]	[1.165]	[1.270]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.797	1.619	1.619	1.523	1.510	1.478	1.510	1.504	1.496	1.478		
			(▲0.100)	(▲0.096)	(▲0.013)	(▲0.032)	(▲0.006)	(▲0.006)	(▲0.008)	(▲0.018)		
日経平均株価 (225種、末値)	12,526	8,110	8,110	9,958	10,133	10,546	10,133	10,035	9,346	10,546	10,198	
			[12,526]	[13,481]	[11,260]	[8,860]	[11,260]	[8,577]	[8,512]	[8,860]	[7,994]	
M2平残	(1.9)	(2.1)	(2.1)	(2.6)	(2.8)	(3.3)	(3.0)	(3.4)	(3.3)	(3.1)	(2.9)	
広義流動性平残	(2.9)	(0.1)	(▲0.5)	(▲0.1)	(0.3)	(1.1)	(0.6)	(1.1)	(1.2)	(1.0)	(1.2)	
貸出資金吸収動向												
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.6)	(2.4)	(3.5)	(2.9)	(1.8)	(0.2)	(1.5)	(1.4)	(0.2)	(▲1.0)	(▲1.5)
	銀行計	(0.7)	(2.7)	(3.8)	(3.1)	(1.9)	(0.1)	(1.6)	(1.5)	(0.1)	(▲1.2)	(▲1.7)
	都銀等	(▲0.7)	(1.9)	(3.3)	(2.5)	(0.8)	(▲1.3)	(0.5)	(0.7)	(▲1.3)	(▲3.1)	(▲3.4)
	地銀	(2.5)	(3.9)	(5.0)	(4.4)	(3.4)	(1.8)	(3.1)	(2.7)	(1.8)	(0.8)	(0.2)
	地銀Ⅱ	(1.5)	(2.4)	(2.2)	(1.8)	(1.7)	(1.3)	(1.7)	(1.6)	(1.2)	(1.0)	(0.7)
信金	(0.2)	(0.9)	(1.7)	(1.9)	(1.4)	(0.6)	(1.2)	(1.0)	(0.7)	(0.2)	(▲0.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(1.3)	(1.7)	(1.9)	(2.7)	(3.2)	(3.1)	(3.0)	(3.5)	(3.0)	(2.8)	(3.0)
	都銀	(0.1)	(1.7)	(2.1)	(3.1)	(3.9)	(2.7)	(3.4)	(3.7)	(2.4)	(2.1)	(2.8)
	地銀	(2.6)	(1.9)	(1.9)	(2.7)	(2.8)	(3.7)	(2.9)	(3.5)	(4.0)	(3.7)	(3.3)
	地銀Ⅱ	(1.7)	(1.3)	(0.6)	(1.1)	(1.4)	(2.7)	(1.8)	(2.6)	(2.8)	(2.8)	(2.7)

(注) 金利は期中平均値

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「機械受注統計」、経済産業省「第三次産業活動指数」、「鉱工業生産」、「商業販売統計」、財務省「通関税「国際収支統計」、総務省「消費者物価指数」、「家計調査」、「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、国土交通省「建築着工統計」、日本銀行「金融経済月報」、「企業物価指数」、東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」等

## Ⅱ. 米国

### ～景気回復に安定感増す、出口戦略が徐々に意識される展開に～

#### 1. 景気の現状

景気は安定感を増す

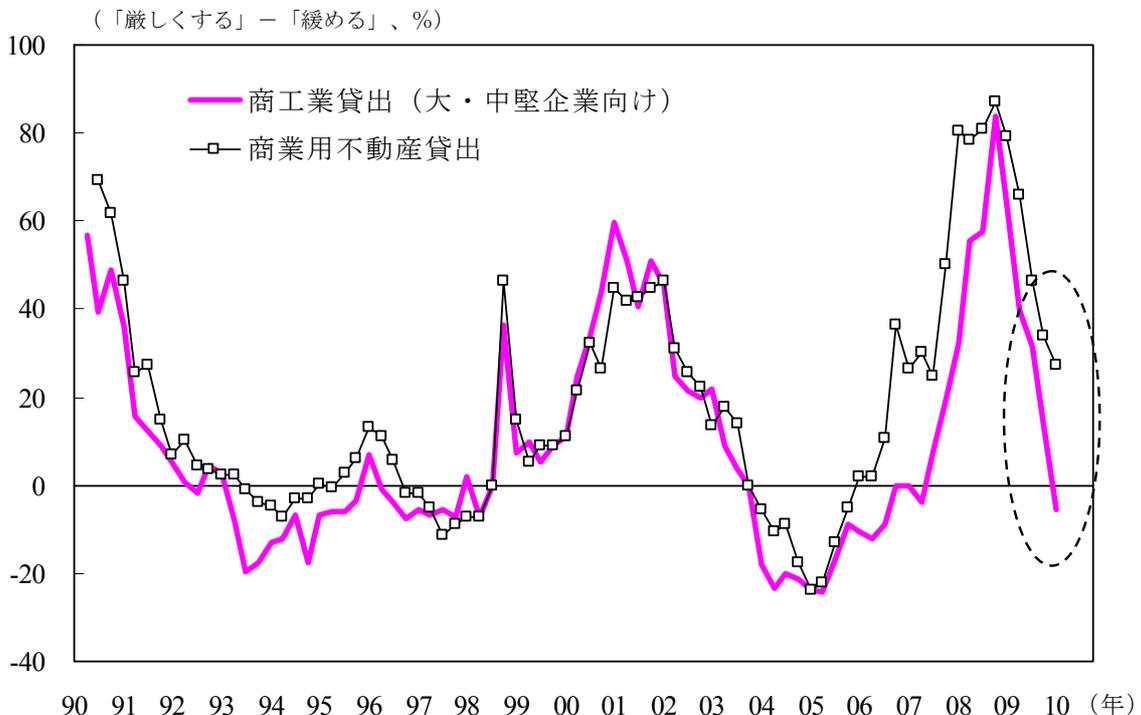
米国景気は安定感を増している。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率5.7%と約6年振りの高成長となった。牽引役は企業部門で、在庫削減の動きが急速に鈍化した結果、在庫投資が成長率を3.4%押し上げた。また、企業収益の回復をうけて、設備投資が情報関連を中心に6四半期振りに前期比プラスに転じている。

製造業中心に企業部門が急回復

但し、景気には依然、脆弱な面も残っている。住宅販売は昨年の駆け込みの反動もあって弱含みに推移。商業用不動産市場では市況の下落が続く、貸出の延滞率が一段と上昇している。米銀の貸出態度も、全体で見れば厳格化の動きは終息しつつあるものの、中小企業、商業用不動産向けなどでは厳格化の動きが残っている（第1図）。信用逼迫の影響で中小企業は設備投資や雇用に消極的で、大企業との格差が大きく開いている。

一方、中小企業や商業用不動産市場などでは、回復に遅れ

第1図：米銀の貸出態度



(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 今後の見通し

### <概要>

年前半～企業業績の回復から高めの成長率維持

年前半は、企業業績の回復から高めの成長率を維持する見通しである。個人消費は雇用・所得の持ち直しを主因に回復を続けるが、資金調達環境が引続き厳しく、過去のような借入による消費増が見込めないため、緩やかな回復に止まろう。住宅投資は雇用情勢がまだ厳しい中、低調な推移が見込まれる。設備投資は情報関連投資の回復で下げ止まるが、建設投資の不振が足を引っ張り全体ではほぼ横這いで推移しよう。雇用者数は増加に転じるが増勢は鈍く、失業率は高止まりが予想される。物価はインフレ期待の安定や生産性上昇からエネルギーや食料を除いたコア部分を中心に安定が続く見込みである。

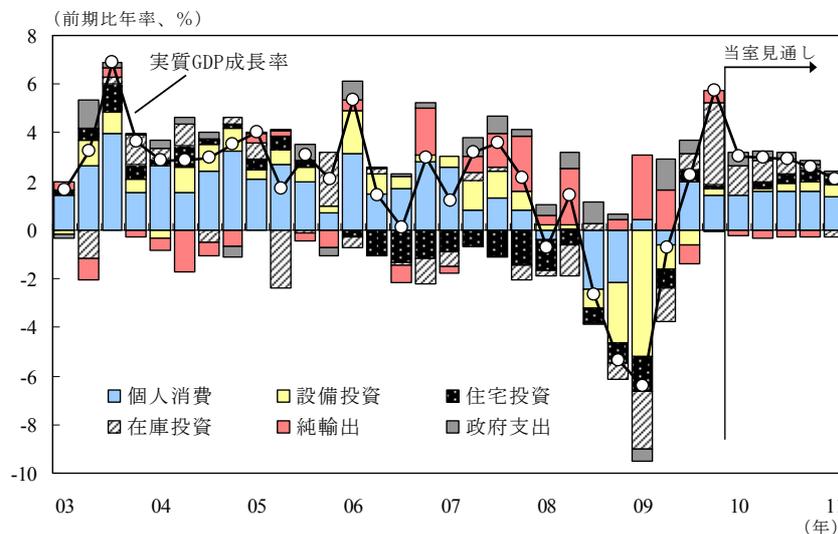
年後半～在庫復元一巡、対策効果のピークアウトから緩やかに減速

年後半は、在庫復元の動きが一巡し、在庫投資による成長率の押し上げ効果は低下しよう。また、景気対策の効果もピークアウトが見込まれる。一方、最終需要は、住宅バブルの後遺症や家計のバランスシート調整、信用逼迫等により本格回復には至らないとみられる。この結果、成長率は徐々に減速を始める見通しである。但し、2010年中は対策効果の剥落が緩やかに進むため、景気への下押し圧力は限定的とみられる。2010年の実質成長率は3.1%とプラスに戻り、2005年以来5年振りの高い成長が見込まれる（第2図）。

2011年は対策効果の剥落で成長鈍化

なお、2011年には対策効果が顕著に剥落すると見込まれ、追加対策が実施されない限り、成長率は鈍化しよう。家計のバランスシート調整は進捗するが、過去の景気回復局面に比べて雇用・所得の増加は緩慢で、民需の自律回復力は引き続き弱い。長期金利の上昇や金融規制強化に伴う信用収縮により、景気の減速感が想定以上に強まる可能性もある。

第2図：実質 GDP 成長率の推移



## <詳細>

### (1) 景気対策の効果

オバマ政権は中間選挙を控え、雇用・景気対策に積極化

予算教書では減税延長や中小企業支援策を盛り込む

対策効果は年後半から剥落するが、2010年中は景気への影響は限定的

オバマ人気に陰りが見られる。政権が進めている医療保険改革が国民に不人気なことに加えて、雇用の回復が遅れていることが支持率の低下を招いている。今年1月にマサチューセッツ州で行われた連邦上院補欠選挙では民主党が歴史的な敗北を喫し、政権の危機感を大いに高めた。今秋には中間選挙を控えていることから、オバマ政権は医療保険改革を後回しにし、雇用対策を中心とした追加景気対策に専念している。

2月1日に発表された2011年度(2010年10月～2011年9月)の予算教書でも、雇用創出のための政策として、個人向け減税(Making Work Pay Tax Credit)の延長やTARP(不良資産救済プログラム)資金を活用した中小企業支援策、中小企業への投資に係わるキャピタルゲイン課税の廃止などが盛り込まれた(第1表)。

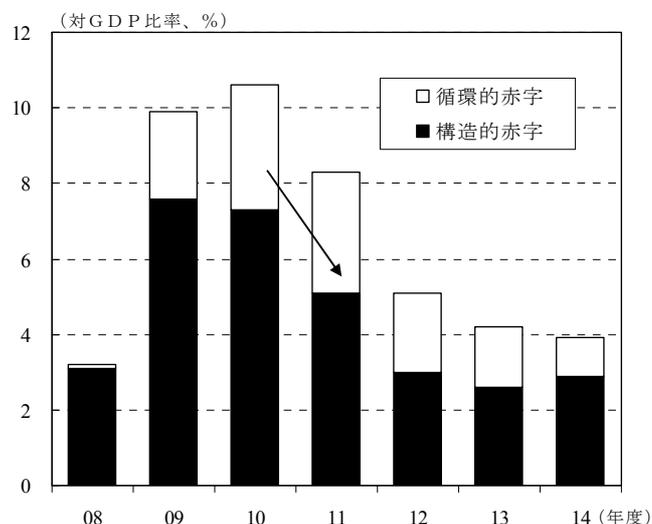
昨年2月に成立した7870億ドルの景気対策は3分の1が昨年未までに支出された。今年は昨年以上の額が支出される予定だが、GDPの押し上げ効果は年前半にピークを迎え、後半からは徐々に剥落する見通しである。但し、今後、追加対策が見込まれることもあり、景気への影響は当初想定されたよりも小さくなりそうだ。財政政策が景気拡張的か引締めの判断するために、景気循環の影響を除いた「構造的財政赤字」をみると、2010年度は前年からほとんど変化なく、目立って減少するのは2011年になってからである(第3図)。このため、対策効果剥落による景気への影響は2010年中については限定的で、景気悪化のリスクが高まるのは2011年に入ってからとみられる。

第1表：2011年度予算教書で示された主な政策

○ 雇用創出のための投資
・個人向け減税(Making Work Pay Tax Credit)の1年延長
・TARP(不良資産救済プログラム)資金を活用した中小企業支援
・中小企業への投資に係わるキャピタルゲイン課税の廃止
○ 雇用創出のためのインフラ整備
・インフラ改良のための基金創設
○ クリーンエネルギー経済の創造
・エネルギー効率化プログラムへの融資保証拡充
○ 国民の健康向上と医療コスト削減
・医療記録の電子化
○ 財政規律の回復
・裁量的支出の3年間凍結
・財政委員会の設立～2015年までに利払い費を除く財政収支均衡
・金融機関への課税～「金融危機責任手数料」
・高所得層に対するフッシュ減税の打ち切り
○ 業務の効率化と無駄の排除
・120項目以上にわたる事業の廃止、縮小
○ 国民への政府の解放
・政府情報をオンラインで公開

(資料) 米行政管理予算局(OMB)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：構造的財政赤字と循環的赤字



(資料) 米行政管理予算局(OMB)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 景気回復のスピード

在庫復元の動きから企業部門は製造業中心に急回復

在庫投資の急速な復元により、企業部門は製造業を中心に急回復している。一般に、厳しい景気後退の後には景気がV字型に回復するケースが多いが、これには在庫投資の寄与も少なくない。景気後退中に厳しい在庫調整を経験するほど、景気底打ち後に在庫投資が急回復する傾向がある。今回も、戦後最悪の景気後退の中で、在庫投資は過去最大の落ち込みとなったが、政府の景気対策などで需要の落ち込みに歯止めがかかると、在庫削減の動きも急速に収まり、製造業の景況感は過去のV字回復期並みの動きとなっている（第4図左）。

但し、雇用の回復力が弱く、生産増が前向きな循環につながりにくい

但し、今回の景気回復では、信用逼迫の影響などから中小企業中心に雇用の回復力が弱い（第4図右）。このため、「生産増→雇用・所得増→消費増→生産増」という前向きな循環が分断され、在庫復元に伴う在庫投資（生産）の急回復が景気全体のV字回復に繋がり難くなっている。

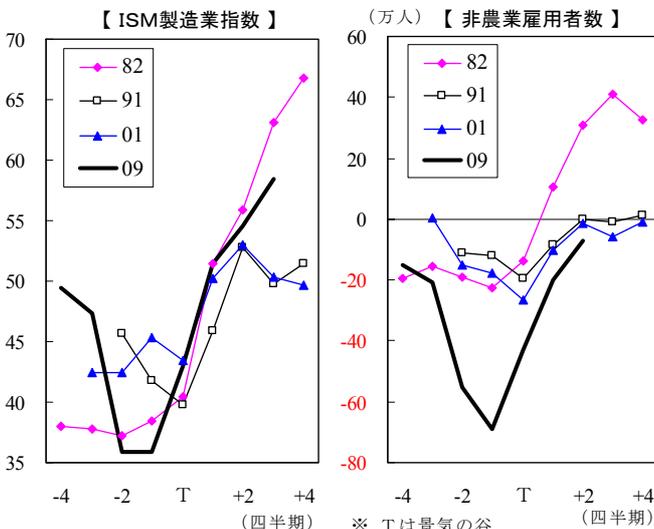
在庫投資主導の高成長は一時的に終わる公算大

当面は、在庫が積み増しに転じる中で、在庫投資による成長率の押し上げが続くとみられる（第5図）。しかし、在庫復元の動きが一巡し、在庫残高が適正水準に戻った後は、在庫投資は徐々に緩慢な最終需要の回復ペースに見合ったものへ落ち着くとみられ、在庫投資主導の高成長は一時的なものに終わる公算が大きい。

輸出拡大への期待等で企業マインドが積極化すれば上振れの可能性も

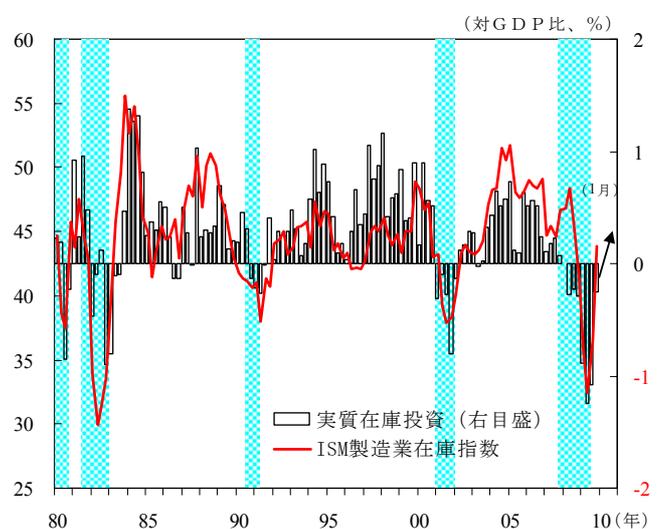
上振れ要因としては、輸出好調による企業マインドの積極化があげられよう。輸出は、新興国を中心とした海外景気のリcoveryやこれまでのドル安により好調に推移している。また、オバマ政権は5年で輸出を倍増させ、雇用を200万人創出すると打ち出すなど、輸出振興に力を入れている。この結果、輸出拡大への期待から企業の成長見通しが好転し、設備投資や雇用を積極化させる可能性もある。

第4図：ISM製造業指数と雇用者数



(資料) 米労働省、全米供給管理協会(ISM)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：ISM製造業在庫指数と在庫投資



(資料) 米商務省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 住宅市場

住宅販売を起点とした回復の動きにブレーキ

住宅対策の打ち切りなどで、住宅販売・着工の回復ペースはきわめて緩慢

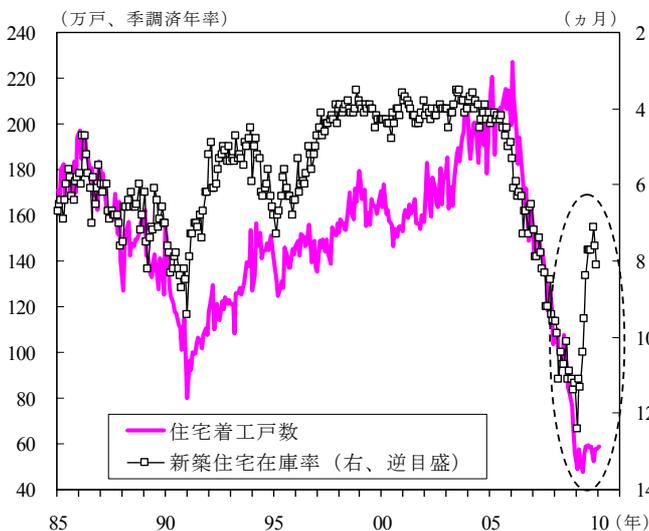
住宅価格も、高水準の過剰ストックにより回復ペースは緩やか

住宅市場では、住宅販売を起点とした回復の動き（販売増→在庫率低下→着工回復）が弱まっている。新築住宅販売は昨年の一時的な反動もあって足元は弱含みに推移。この結果、住宅在庫率の低下にもブレーキがかかり、直近2ヵ月は上昇している。在庫の過剰感が残り、住宅着工はここ数ヶ月、一進一退を続けている（第6図）。

住宅販売は、住宅減税の期限（今年4月末）が近づけば、再び駆け込みの動きから強含むと予想されるが、2回目ということもあり昨年のような勢いは期待しにくい。歴史的に良好な購買環境が続いており、今後は雇用情勢の好転も見込まれるため、住宅販売が二番底をつける可能性は低く、回復基調が維持されるとみられる。しかし、①失業率の高止まりで雇用不安はしばらく払拭できないこと、②これから住宅対策が順次打ち切られること（連邦準備制度理事会（FRB）による住宅ローン担保証券購入は3月末で打ち切りの予定、住宅減税は4月末までの契約分で終了見込み）などにより、回復ペースは極めて緩慢なものに止まると予想される。販売の回復が弱いことから、着工の伸びも緩やかに止まろう。

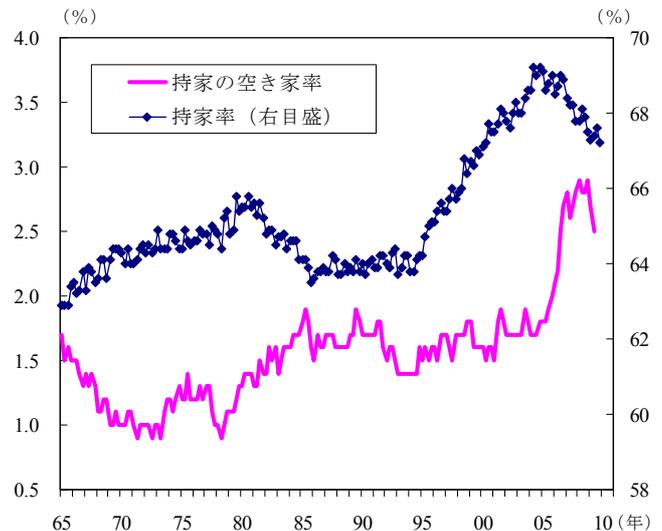
住宅価格については、各種住宅価格指数に下げ止まりの動きがみられる。当面は一進一退が続き、雇用の回復がはっきりしてくる年後半から徐々に底打ち感が強まると予想される。しかし、住宅の差し押さえ等による持家率の低下に歯止めがかからず、住宅の空き家率が高止まりしているように、住宅市場は依然として高水準の過剰ストックを抱えている（第7図）。また、住宅価格が上昇に転じると、これまで売却を控えていた層からの売りが増えることが予想される。このため、住宅価格の回復テンポも販売・着工と同様に緩慢なものに止まろう。

第6図：住宅着工戸数と新築住宅在庫率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：持家の空き家率と持家率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 家計部門

個人消費は緩やかな回復が続く見通し

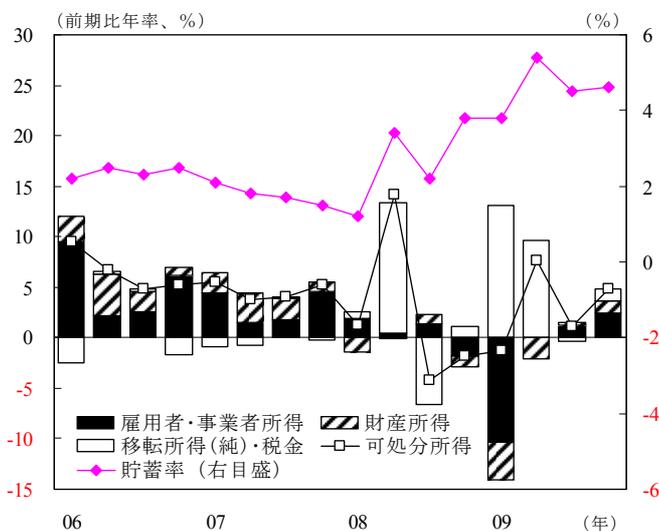
所得回復や資産価格上昇、バランスシート調整の緩和が消費を後押し

但し、回復ペースは過去の平均を下回る見込み

個人消費は緩やかな回復が続く見通しである。消費を巡る環境は限界的に好転している。まず、所得の回復傾向が強まってきた。家計の名目可処分所得は昨年10-12月期まで3四半期連続で前期比プラスを記録した。当初は減税や、失業保険などの政府からの移転所得に支えられたものだったが、雇用の減少ペースが鈍化したことや名目賃金が上昇を維持していることにより、雇用者所得も既に増加基調に転じている(第8図)。オバマ政権は個人向け減税(Making Work Pay Tax Credit)の継続を表明しており、減税打ち切りによる所得の反動減のリスクも低下している。また、株価上昇や住宅価格の安定により、家計の純資産も底打ちから回復傾向にある。さらに、消費マインドの持ち直しなどでバランスシート調整のスピードも鈍化しており、貯蓄率は急激な上昇が止まり、足元では4%台半ばで安定している(第8図)。

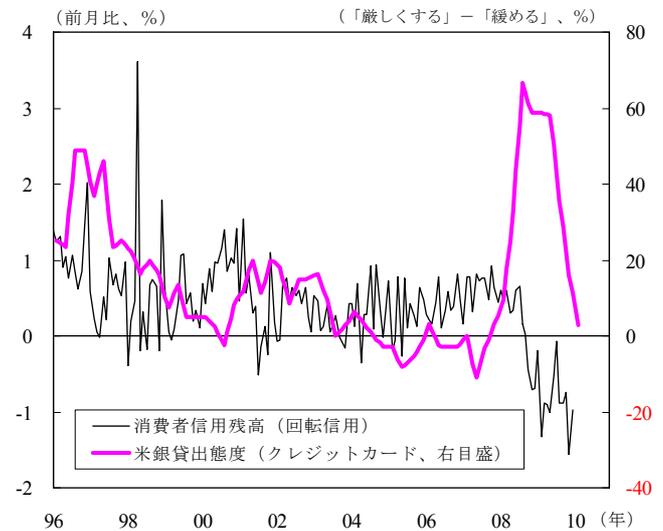
但し、個人消費の回復ペースは過去の平均と比べて、緩やかなものに止まる見込みである。まず、通常は雇用回復の牽引役となる中小企業の雇用吸収力が今回は弱いため、雇用・所得の高い伸びは見込みにくい。また、家計の資金調達環境は引続き厳しく、過去のように借入による消費増も期待できない。米銀の貸出態度は、クレジットカード向けでは厳格化の動きがほぼ収まっているが、実際の貸出条件をみると昨年のクレジットカード規制強化法成立の影響もあり貸出限度額引き下げや新規のカード発行抑制など厳格化の動きが残っており、その影響で借入残高も減少を続けている(第9図)。さらに、住宅価格の回復テンポが緩やかなため、資産効果による押し上げも限定的となる見込みである。

第8図：家計所得と貯蓄率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：米銀貸出態度と消費者信用残高



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (5) 企業部門

在庫の復元により  
生産は当面堅調

設備投資は情報関連が堅調、情報を除く機械投資にも底入れの兆し

但し、建設投資の不振から設備投資全体では低調

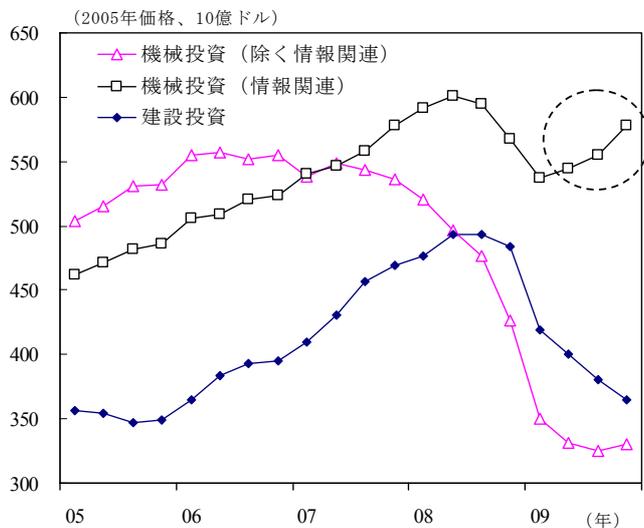
景気見通しが好転すれば上振れの可能性も

生産活動は、年前半は在庫復元の動きにより好調が見込まれる。但し、在庫復元の動きが一巡する年後半は、生産の伸びが徐々にスローダウンすると見込まれる。

設備投資は、底入れしつつあるが、当面の回復力は鈍いとみる。設備投資は昨年 10-12 月期に 6 四半期振りに増加に転じた。中身をみると、情報関連投資が牽引役となっている（第 10 図）。これは、企業収益の回復をうけて、企業が省力化投資や更新投資を増やしているためとみられる。情報関連を除く機械投資にも底入れの兆しがみられるが、設備稼働率が歴史的な低水準にあることから、目先、急回復は見込みにくい。建設（構築物）投資は、商業用不動産市場の冷え込みから年率 2 桁の減少が続いている。オフィスや店舗の空室率は上昇が続いており、賃料も下落基調にある。資金調達環境も、米銀の貸出態度厳格化の動きが残るなど引続き厳しいことから、建設投資は設備投資全体の足を引っ張ろう。年後半には稼働率の上昇により能力増投資が回復することや、建設投資の減少ペースも鈍化するとみられるため、設備投資は徐々に伸び率を高めると予想される。

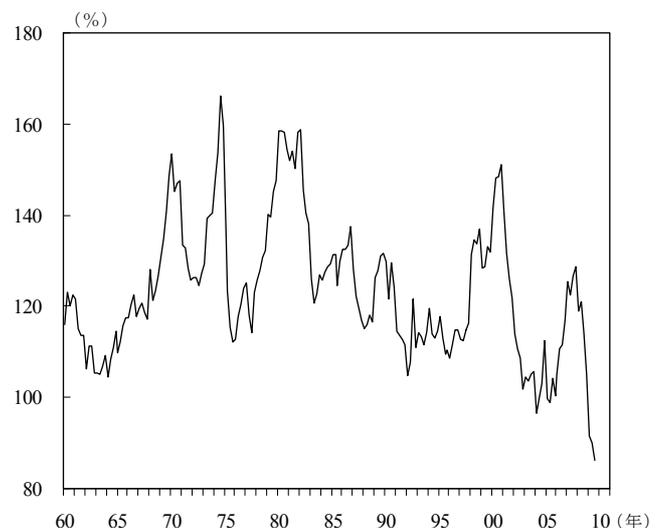
なお、設備投資については、これまでの調整によりキャッシュフローに対する比率が戦後最低水準に下がるなど、きっかけがあれば回復しやすい環境になっている（第 11 図）。このため、今後、景気・企業収益の見通し改善や投資減税などに誘発されて、設備投資が機械投資を中心に上振れる可能性もある。

第 10 図：実質設備投資



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：設備投資/キャッシュフロー比率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (6) 物価動向

景気安定をうけて  
デフレのリスクは  
大きく後退

川上では限界的に  
物価上昇圧力が高  
まる方向

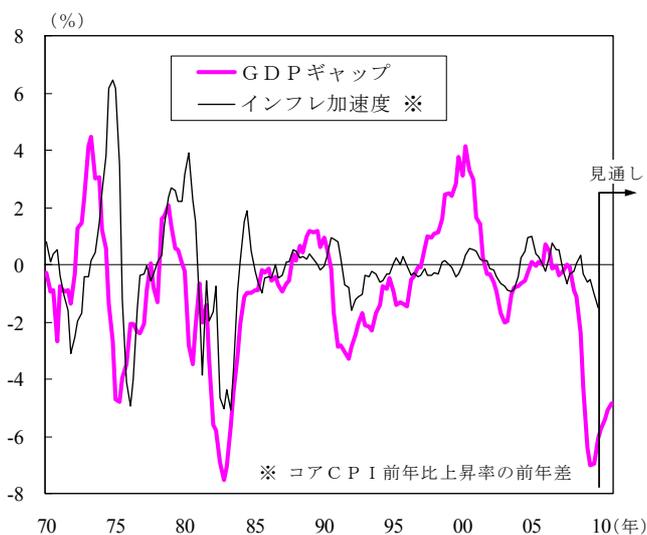
但し、川下の物価は  
インフレ期待の安定  
や生産性の上昇  
から安定継続

物価は2010年を通して安定基調が続く見通しである。景気が安定感を増したことにより、米国経済がデフレに陥るリスクは大きく後退した。景気底打ちによりデフレギャップは既に縮小に転じており、景気回復が続く下で先行き一段の縮小が予想される。2010年中については、引続きリーマンショック前を上回る大幅なギャップが残ると見込まれるものの物価に対する下押し圧力は軽減に向くとみられる（第12図）。

原油価格の上昇やこれまでのドル安に加えて、景気回復に伴うモノの需給改善により、川上の物価上昇圧力は限界的に高まる方向にある。川上の物価動向に敏感に反応する全米供給管理協会（ISM）の価格指数をみると、製造業、非製造業ともに昨年から上昇傾向が続き、直近では長期平均を上回る水準まで上昇している（第13図）。

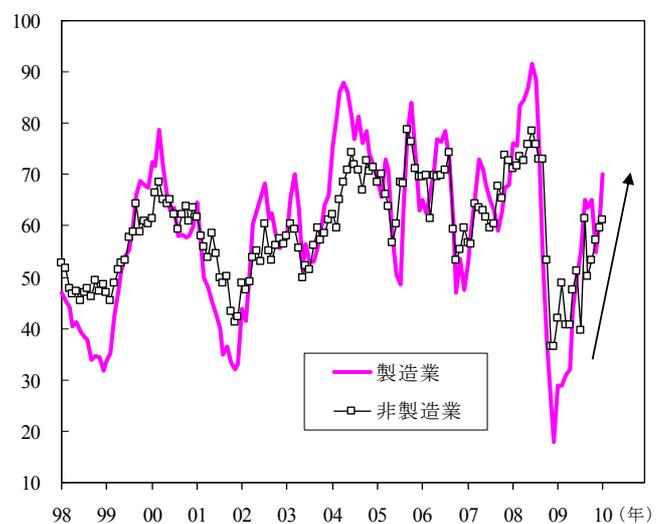
但し、こうした川上の物価上昇圧力が川下の財・サービス価格へ転嫁される度合いは、下記の要因から限定的とみられる。一つは、インフレ期待の安定である。各種消費者サーベイによる物価見通しや、市場が織り込む将来のインフレ率は落ち着いており、簡単には崩れそうにない。次に、生産性の上昇である。通常、景気回復初期には生産水準の回復による効率上昇で循環的な生産性上昇率の改善が見られるが、今回は生産が回復する中で企業が雇用を抑えていることもあって、昨年10-12月期の生産性上昇率（前年比）は約8年振りの高水準となった。さらに、賃金コストの安定である。厳しい雇用情勢を反映して賃金上昇率は低下基調にあり、生産性の上昇と相俟って同期の単位労働コスト（同）は1950年以降3番目の大幅な低下を記録している。

第12図：GDPギャップとインフレ加速度



(資料) 米労働省、議会予算局(CBO)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：ISM価格指数



(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (7) 金融政策

FRB 内で出口戦略  
の進め方を議論

金融緩和の解除は  
利上げが軸

早期の資産売却に  
は慎重な意見が大  
勢

FOMC 委員の経済  
見通しは小幅改善

3 月の FOMC では  
時間軸文言が変更  
されるか注目

FRB 内では金融緩和の解除が必要になった場合の手段や戦略に関する議論が始まっている。1月の連邦公開市場委員会（FOMC）議事録によれば、金融緩和の解除は利上げを軸とすることで委員の意見が一致した。殆どの委員が市場金利の制御を容易にするために利上げ前に準備預金を吸収することが適切としているが、引締めととられないよう利上げ直前か同時にすべきとの意見が複数あった。また、FRBの資産規模を縮小、資産構成を財務省証券中心に戻すため、将来は政府機関債、住宅ローン担保証券等の資産売却が有用という点でも合意したが、景気の自律回復力が弱いうちに始めると市場混乱や景気悪化をもたらすと多くの委員が懸念する一方、早期実施を求める委員も複数あり、実施時期については意見が分かれている。

利上げ時期を左右する FOMC 委員の景気判断に大きな変化はないが、景気の下振れリスクは後退している。議事録で示された FOMC 参加者の経済見通しでも 2010 年の実質 GDP 成長率やインフレ率の予想レンジが小幅上方修正されている（第 2 表）。こうした情勢をうけて、1月の FOMC では「時間軸を示す文言（for an extended period）は将来の金融不均衡の下地を作り、インフレ期待の上昇リスクを高めるため、もはや不適切」として 1 名が反対票を投じた。投票メンバーではないものの、その後、フィラデルフィア連銀のプロッサー総裁のように、現在の時間軸の文言は好ましくないと発言している FOMC 参加者もあり、早ければ次回 3 月の会合で時間軸を示す文言が変更される可能性がある。その場合は、夏場の利上げ開始が視野に入ろう。

第 2 表：FOMC 参加者の米国経済見通し（2010 年 1 月）

大勢見通し※	2009年	2010年		2011年		2012年		長期	
	実績	前回	今回	前回	今回	前回	今回	前回	今回
(4Q前年比)									
実質GDP	0.1	2.5~3.5 (2.0~4.0)	2.8~3.5 (2.3~4.0)	3.4~4.5 (2.5~4.6)	3.4~4.5 (2.7~4.7)	3.5~4.8 (2.8~5.0)	3.5~4.5 (3.0~5.0)	2.5~2.8 (2.4~3.0)	2.5~2.8 (2.4~3.0)
PCEデフレーター (ヘッドライン)	1.3	1.3~1.6 (1.1~2.0)	1.4~1.7 (1.2~2.0)	1.0~1.9 (0.6~2.4)	1.1~2.0 (1.0~2.4)	1.2~1.9 (0.2~2.3)	1.3~2.0 (0.8~2.0)	1.7~2.0 (1.5~2.0)	1.7~2.0 (1.5~2.0)
PCEデフレーター (コア)	1.4	1.0~1.5 (0.9~2.0)	1.1~1.7 (1.0~2.0)	1.0~1.6 (0.5~2.4)	1.0~1.9 (0.9~2.4)	1.0~1.7 (0.2~2.3)	1.2~1.9 (0.8~2.0)		
(4Q平均)									
失業率	10.0	9.3~9.7 (8.6~10.2)	9.5~9.7 (8.6~10.0)	8.2~8.6 (7.2~8.7)	8.2~8.5 (7.2~8.8)	6.8~7.5 (6.1~7.6)	6.6~7.5 (6.1~7.6)	5.0~5.2 (4.8~6.3)	5.0~5.2 (4.9~6.3)

※ 上位、下位、それぞれ3名の見通しを除いたもの、下段( )内は全員見通し

(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

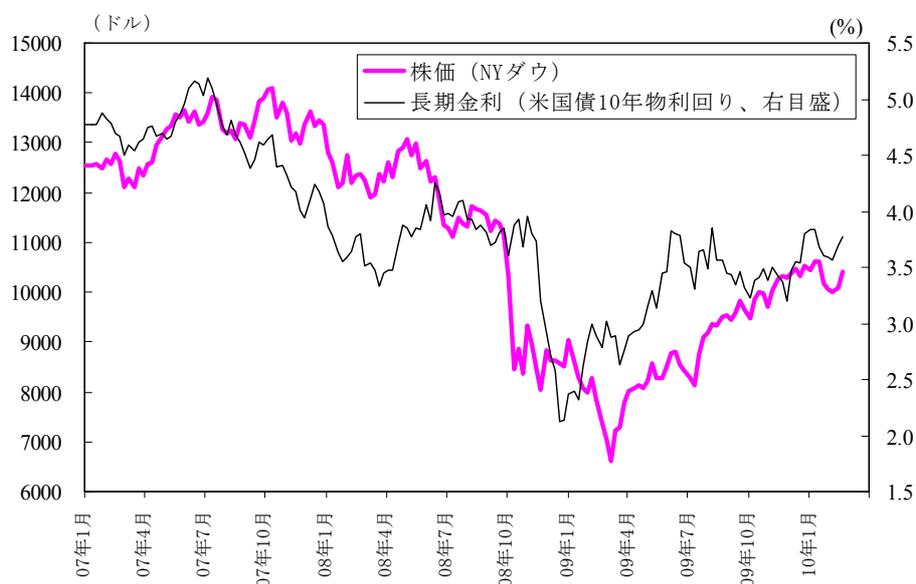
## (8) 長期金利

利上げの織り込み  
とともに上昇

但し、4%を大きく  
上回る上昇は回避

長期金利は、利上げが近づくに伴い上昇圧力が次第に高まる見通しである。春頃から利上げの本格的な織り込みが始まって、夏場には長期金利は4%台に上昇しよう。しかし、①景気の回復力が弱く、2011年にかけてスローダウンが予想されること、②世界的な資金需給の逼迫は見込みにくいこと、③インフレ率の安定が続くとみられることなどから、米国債には引続き一定の需要が見込まれるため、長期金利が4%を大きく上回ることは回避されよう。中期的には財政悪化が金利の高止まりを招くリスクがあるが、年内に顕在化する可能性は低いとみられる。

第14図：長期金利、株価の推移



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(中村 明、山中 崇)

(円ドル相場動向については、「日本経済の見通し」に記載しております。)

# 米国経済金融見通し

平成22年（2010年）2月22日  
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2008				2009				2010				2011	2008	2009	2010
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	実績	実績	見通し
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	1.0	3.5	1.4	▲5.4	▲4.6	▲0.8	2.6	6.4	4.2	4.3	4.3	4.1	3.9	2.6	▲1.3	4.1
実質GDP	▲0.7	1.5	▲2.7	▲5.4	▲6.4	▲0.7	2.2	5.7	3.0	3.0	2.9	2.6	2.1	0.4	▲2.4	3.1
個人消費	▲0.6	0.1	▲3.5	▲3.1	0.6	▲0.9	2.8	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.0	▲0.2	▲0.6	2.0
設備投資	1.9	1.4	▲6.1	▲19.4	▲39.2	▲9.6	▲5.9	2.9	0.0	1.0	3.0	4.0	5.0	1.6	▲17.9	▲0.1
住宅投資	▲28.2	▲15.8	▲15.9	▲23.2	▲38.2	▲23.2	18.9	5.7	0.0	10.0	15.0	20.0	15.0	▲22.9	▲20.4	6.5
在庫投資(2005年連鎖価格)	6	▲371	▲297	▲374	▲1139	▲1602	▲1392	▲335	65	365	565	615	515	▲259	▲1,117	403
（同、前期比年率寄与度）	(▲0.2)	(▲1.3)	(0.3)	(▲0.6)	(▲2.4)	(▲1.4)	(0.7)	(3.4)	(1.2)	(0.9)	(0.6)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.4)	(▲0.7)	(1.2)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲5,509	▲4,760	▲4,792	▲4,709	▲3,865	▲3,304	▲3,574	▲3,411	▲3,477	▲3,582	▲3,681	▲3,774	▲3,772	▲4,943	▲3,539	▲3,629
（同、前期比年率寄与度）	(0.4)	(2.4)	(▲0.1)	(0.5)	(2.6)	(1.7)	(▲0.8)	(0.5)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.3)	(0.0)	(1.2)	(1.1)	(▲0.1)
政府支出	2.6	3.6	4.8	1.2	▲2.6	6.7	2.7	▲0.2	3.0	2.0	1.5	1.0	0.5	3.1	1.9	2.1
最終需要(国内民間)	▲1.7	▲0.5	▲4.4	▲6.4	▲7.3	▲2.8	2.2	2.2	1.7	2.4	2.8	3.1	2.8	▲1.1	▲3.8	1.9
鉱工業生産	0.2	▲4.6	▲9.0	▲13.0	▲19.0	▲10.4	6.9	7.0	5.0	5.0	4.0	3.0	2.0	▲2.2	▲9.7	4.3
失業率	5.0	5.3	6.0	7.0	8.2	9.3	9.6	10.0	9.9	9.8	9.7	9.5	9.3	5.8	9.3	9.7
生産者物価（前年比）	6.9	7.6	9.5	1.5	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.6	4.2	3.7	2.7	1.2	1.1	6.4	▲2.5	2.9
消費者物価（前年比）	4.1	4.4	5.3	1.6	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.6	2.6	2.1	1.7	1.6	3.8	▲0.3	2.2
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲2,188	▲2,215	▲2,211	▲1,788	▲1,240	▲1,155	▲1,321	▲1,454	▲1,470	▲1,490	▲1,540	▲1,580	▲1,590	▲8,403	▲5,170	▲6,080
経常収支	▲1,793	▲1,877	▲1,842	▲1,549	▲1,045	▲980	▲1,080	▲1,214	▲1,230	▲1,250	▲1,300	▲1,340	▲1,350	▲7,061	▲4,319	▲5,120
3. 金融																
FFレート誘導目標	2.25	2.00	2.00	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.75	1.25	1.75	0.13	0.13	1.25
ユーロドル（3ヵ月物）	3.3	2.9	3.3	3.6	1.7	1.3	0.7	0.5	0.4	0.5	0.8	1.3	1.8	3.3	1.0	0.8
国債流通利回り（10年物）	3.7	3.9	3.9	3.3	2.7	3.3	3.5	3.5	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.7	3.3	3.9

(注) ・在庫投資と純輸出は年率換算した実績。

・FFレート誘導目標は期末値。

・その他の金利は期中平均値。ユーロドル金利はLIBORレート。

照会先：経済調査室（次長 佐久間） TEL:03-3240-3204 E-mail: koji\_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。

### Ⅲ. 西欧

#### ～ユーロ圏経済は低成長と周縁国の財政危機に喘ぐ一方、英国経済も緩慢な回復～

#### 1. ユーロ圏

##### (1) 景気の現状

##### 2 四半期連続のプラス成長ながら、回復ペースの鈍さが際立つ

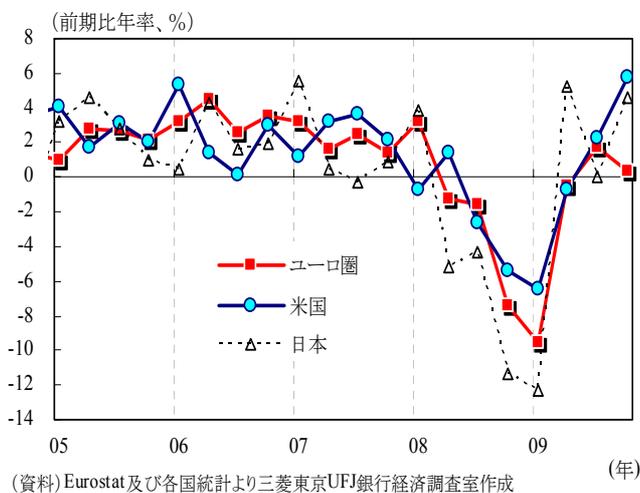
ユーロ圏経済は、各国政府による景気対策の効果や輸出の持ち直し、在庫調整の進展などから底入れしたものの、回復力は依然として弱い。

昨年第4四半期の実質GDP成長率（速報値）は、前期比0.1%と2四半期連続でプラス成長を確保したが、第3四半期の同0.4%からは鈍化した。他の先進諸国と比較すると、米国（前期比年率5.7%）や日本（同4.6%）の成長率が年末にかけて加速したのに比べ、ユーロ圏は年率換算で0.4%と回復ペースの鈍さが際立っている（第1図）。需要項目別の内訳は3月4日に発表される予定だが、前期と同様に輸出の回復と在庫減少幅の縮小が成長に寄与する一方、個人消費や設備・建設投資は低迷が続いたものと推測される。

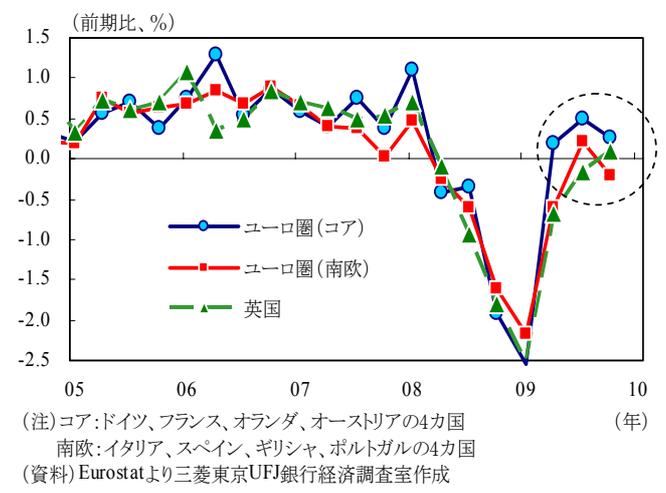
##### 南欧諸国の景気停滞が鮮明化

また、国別にみると、バブル崩壊の後遺症や財政、経常収支の「双子の赤字」に苦しむ南欧諸国の景気停滞が鮮明化している（第2図）。第4四半期の成長率は、イタリアが前期比▲0.2%、スペインが同▲0.1%、ポルトガルが同横這いにとどまったほか、財政危機が深刻化しているギリシャは同▲0.8%と、前期の▲0.5%からさらに落ち込んだ。住宅バブル崩壊を経験したユーロ不参加の英国が、大幅な財政・金融緩和やポンド安の効果により緩やかながら持ち直しつつあるのとは対照的だ。

第1図：日米欧の実質GDP成長率



第2図：ユーロ圏（コア・南欧）と英国の成長率



コア国の景気回復ペースも年末にかけて鈍化

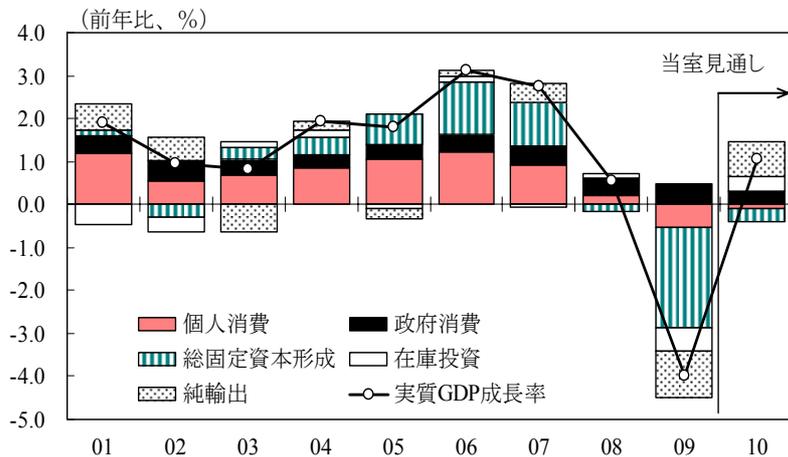
他方、コア国の景気は相対的に安定化しているものの、ユーロ圏最大の経済規模を占めるドイツは、自動車買換え支援策終了の影響などから前期比横這いにとどまり、第2、第3四半期（同+0.4%、+0.7%）の高成長から一転、減速となった。その他も、フランスが個人消費主導で前期比+0.6%と堅調だったのを除けば、年末にかけて成長が鈍化した国が多い。

(2) 今後の見通し  
 <概要>

2010年も他地域に比べ低成長が続く見込み

2010年のユーロ圏経済は、全体としては緩やかな回復基調が続くものの、他の主要地域に比べて低成長にとどまる見込みだ。2008年秋以降に導入された景気対策の規模は相対的に小さく、政策効果は2010年を通じて段階的に縮小していくとみられる。加えて、企業の過剰設備の調整や失業率の上昇、銀行のバランスシート調整の継続、周縁国の財政引き締めといった下押し要因が、内需主導の回復を困難にしている。頼みの外需も、主要輸出先の先進諸国や欧州新興国の景気が力強さに欠けることに加え、昨年末までのユーロ高の影響が残ることから、内需の弱さを補うには力不足であろう。銀行や企業部門の調整に目途が付き、自律的な回復が見込めるのは、早くても2010年半ば以降とみられる。ユーロ圏の実質GDP成長率は、2009年（実績）に▲4.0%と落ち込んだ後、2010年も1.1%へ僅かに上向くととどまろう（第3図）。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率と需要項目別寄与度



(注) 2009年の成長率は実績値、需要項目別内訳は当室見込み。  
 (資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

## <詳細>

### ① 自動車買換え支援策終了の影響

自動車買換え支援策の効果は息切れ

昨年の自動車販売を押し上げ、生産底入れの起点ともなった自動車買換え支援策（車齢の高い車を廃車にして環境対応車を購入すると補助金が支給される廃車奨励金制度）は、ドイツで昨年9月初めに予算枠消化のため申請受付が打ち切られたのに続き、昨年末から本年前半にかけて多くの国で終了または縮小される予定だ。新車販売台数（乗用車、登録ベース）は、昨年末からドイツで前年比マイナスに転じたほか、ユーロ圏全体でも伸び率が鈍化するなど、息切れし始めている（第4図）。

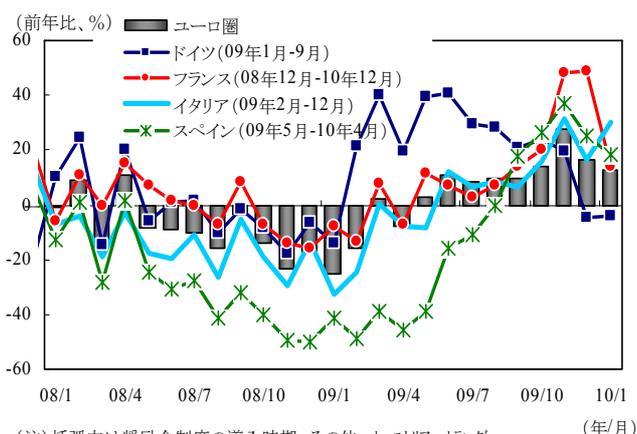
2010年の販売台数は、大幅な反動減に

足元の雇用・所得環境が厳しく、消費の基調が極めて弱いことを考慮すると、2009年の自動車販売の盛り上がりは需要の先食いに過ぎないとみられ、2010年の販売台数はかなりの反動減が予想される。各国の業界団体によると、2010年はドイツ・イタリアが2～3割減、フランスが1割減、スペイン・ベルギーが横這いなど、いずれも厳しい見通しが示されている。

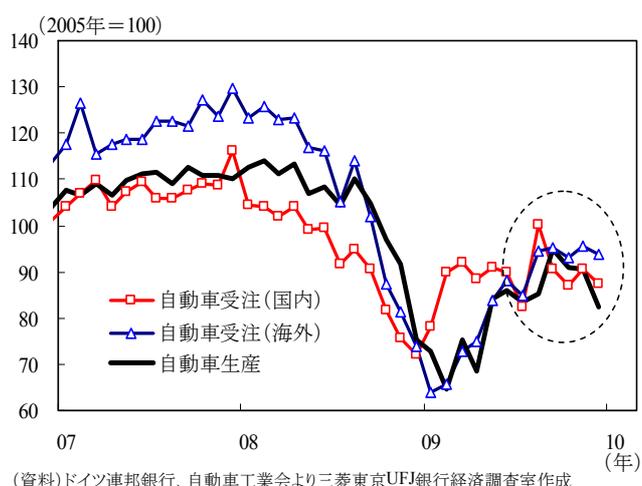
自動車産業の減速がブレーキとなり、生産回復ペース鈍化の見込み

自動車販売の失速をうけて、ドイツの自動車受注は国内向けを中心に減少に転じており、自動車生産も年末にかけて頭打ち傾向が鮮明になった（第5図）。アジア新興国をはじめとする域外需要が底堅いことから、生産の大幅な落ち込みから景気が二番底を付けるリスクは小さいものの、年前半については、自動車産業の減速がブレーキとなり、生産回復ペースの鈍化が避けられないものとみられる。

第4図：ユーロ圏主要国の新車販売台数



第5図：ドイツの自動車生産・受注動向



## ② 消費低迷は長期化、設備投資回復も年半ば以降に

長引く雇用調整を背景に、消費低迷が長期化

ユーロ圏の12月の小売売上数量（自動車販売を除く）は、前月比横這い、前年比▲1.6%にとどまった。個人消費減退の背景としては、エネルギー価格の上昇に加え、雇用の減少に歯止めが掛からず、実質所得の低迷が続いていることが挙げられる（第6図）。

12月の失業率は10.0%とユーロ圏誕生以来初めて2桁台に乗せており、今後も一段の上昇が予想される。米国に比べて賃金が下方硬直的で雇用調整のスピードが遅い欧州では、単位労働コストが高止まりしているためだ（第7図）。雇用回復の遅れは、雇用者所得の低迷や家計貯蓄率の上昇を通じて、引き続き消費の抑制要因になろう。

なお、2008年秋以降に急増した失業手当や操業短縮手当の支給は、年末にかけて減額や打ち切りを迎える。手厚い失業手当による所得下支え効果の剥落に加え（主要国の所得代替率は2年目まで6~7割だが、その後2~3割に低下）、時短により雇用を維持してきた企業が、操短手当終了を機に余剰人員の削減に踏み切るリスクにも留意する必要がある。

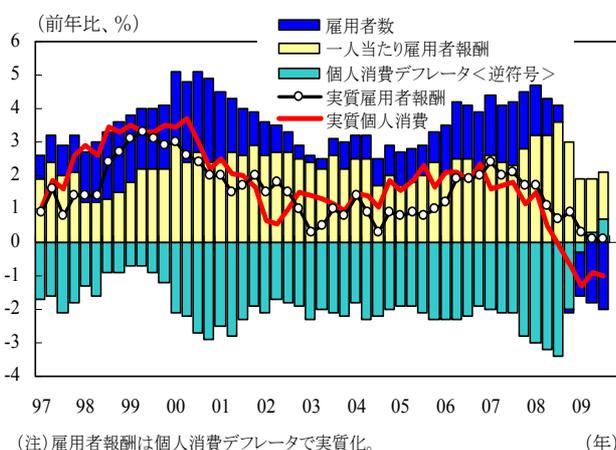
輸出の回復ペースは当面緩やか

他方、域外輸出についてみると、アジアや中東・アフリカ等の新興国向けの輸出は堅調だが、金融危機前の主要輸出先である米国、英国などの西欧諸国、ロシア・中東欧向けの輸出は回復が遅れている（第8図）。ユーロ相場は昨年末から下落に転じたものの、対外的な価格競争力を示す実質実効相場で見ると、依然として割高感が残っており、輸出は当面緩やかな回復ペースとどまると予想される。

設備投資の回復は年半ば以降に

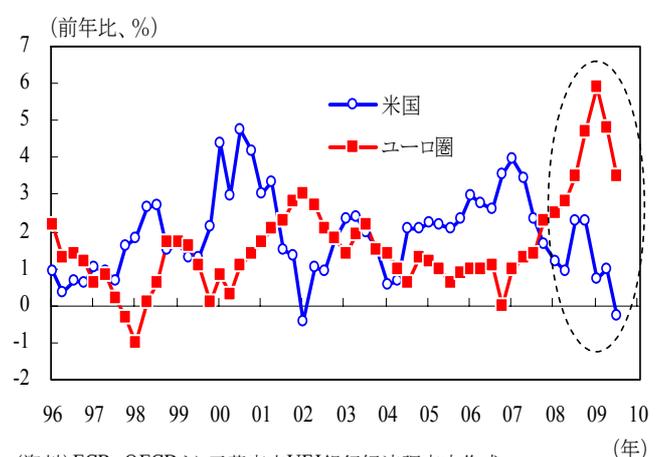
輸出・生産の回復ペースが鈍いなか、設備稼働率は歴史的低水準にとどまっており（長期平均の81.3%に対し、2010年第1四半期は72.4%）、企業の収益環境も厳しい。欧州委員会の調査によると、ユーロ圏製造業の2010年の設備投資計画は、2010年も実質ベースで前年比▲6%と引き続き慎重である（第9図）。過剰設備の整理に目途が付き、設備投資の回復が展望できるのは、早くても年半ば以降とみられる。

第6図：ユーロ圏の雇用者所得と個人消費



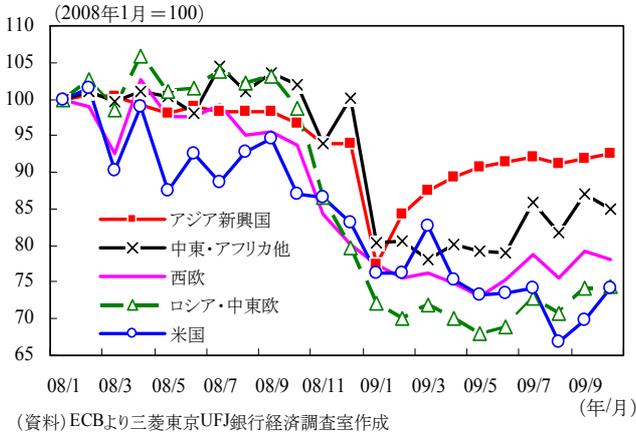
(注) 雇用者報酬は個人消費デフレータで実質化。  
(資料) ECB月報より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：ユーロ圏と米国の単位労働コスト

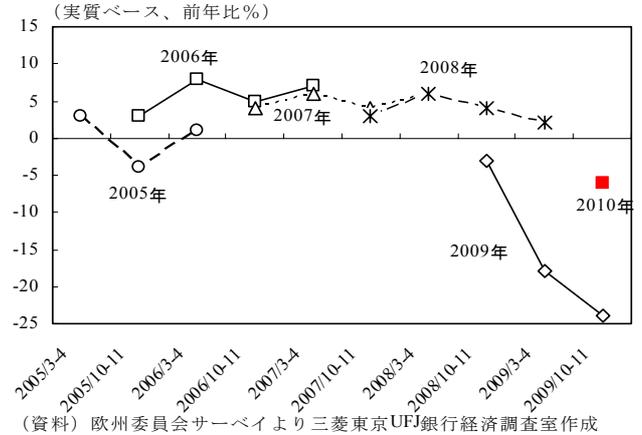


(資料) ECB、OECDより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：ユーロ圏域外輸出の推移



第9図：ユーロ圏製造業の設備投資計画



### ③ 銀行のバランスシート調整継続と貸出低迷

#### 企業向け貸出の減少が継続

銀行貸出の動向をみると、家計向け貸出は住宅ローンを中心に下げ止まったものの、非金融企業向け貸出は12月も前年比▲2.3%と減少が続いている。貸出低迷の主因は、企業の設備投資やM&A向けの資金需要が落ち込んでいるためだが、不良債権の増加をうけてバランスシート調整を進める銀行が、融資の拡大に慎重なことも一因である。

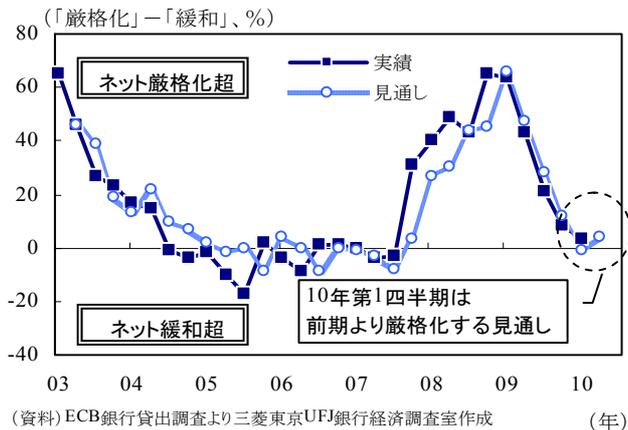
#### 銀行は貸出基準緩和に慎重、中堅中小企業の融資拒絶も増加

欧州中央銀行（ECB）の銀行貸出調査によると、金融危機後の急激な貸出基準厳格化には歯止めが掛ったものの、依然として厳格化の割合が緩和を上回り続けている（第10図）。一方で、中堅中小企業の資金調達に関する調査によると、銀行融資を申請したものの断られたユーロ圏企業の割合は、昨年前半の12%から昨年後半は18%へ増加している。景気後退が長期化しているスペインやその他の周縁国で、一段と厳格化が進んでいるほか、従来は借入が比較的容易であったドイツ、イタリアでも融資を拒絶される割合が増加しているためだ（第11図）。

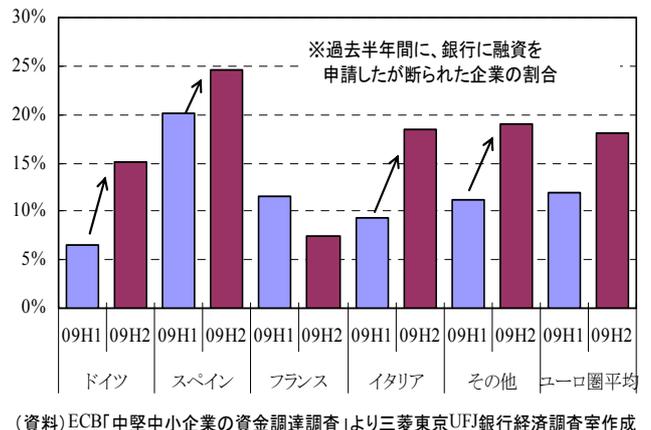
#### 貸出抑制が景気回復を阻害する恐れ

先行き民間部門の資金需要が回復に向かう局面でも、銀行の貸出抑制が景気回復の阻害要因になる可能性が高い。

第10図：銀行の企業向け貸出基準



第11図：中堅中小企業の融資へのアクセス



#### ④ 周縁国のソブリンリスクと欧州経済への影響

周縁国の緊縮財政は、当該国の景気回復を遅らせ、ユーロ圏全体の景気の下押し要因に

欧州連合（EU）諸国は、金融危機対応の財政緩和策の出口戦略を、遅くとも 2011 年に開始することで合意している。2010 年については、ドイツが昨年秋に誕生した第 2 次メルケル政権の公約に沿って総額 200 億ユーロの減税や児童手当増額などを実施するものの、財政事情が厳しい他のユーロ圏諸国の多くは先行して財政引き締めへ転じる予定だ。各国が EU に提出した「安定成長プログラム」によると、2009 年の財政赤字（対 GDP 比、%）が 2 桁台に達するギリシャ、スペインなどの南欧諸国やアイルランドは、2010 年から 2013 年にかけて、年間 GDP 比 2%内外の大幅な財政引き締めを計画している（第 6 表）。ユーロ圏全体でも 2013 年にかけて同 1%弱の引き締めが続く見込みだ。景気の足取りが重いなかでの緊縮財政は、当該国の景気回復を遅らせるとともに、ユーロ圏全体の景気下押し要因になるとみられる。

第 1 表：ユーロ圏周縁国の安定成長プログラム（09 年 12 月～10 年 1 月提出）

		(単位:GDP比、%)					
		2009	2010	2011	2012	2013	2014
ギリシャ (2012年)	実質GDP成長率(%)	▲ 1.2	▲ 0.3	1.5	1.9	2.5	
	財政収支	▲ 12.7	▲ 8.7	▲ 5.6	▲ 2.8	▲ 2.0	
	構造的プライマリーバランス	▲ 6.6	▲ 2.6	0.7	3.2	3.1	
	財政スタンス		4.0	3.3	2.5	▲ 0.1	
	政府債務残高	113.4	120.4	120.6	117.7	113.4	
アイルランド (2014年)	実質GDP成長率(%)	▲ 7.9	▲ 1.3	3.3	4.5	4.3	
	財政収支	▲ 11.7	▲ 11.6	▲ 10.0	▲ 7.2	▲ 4.9	▲ 2.9
	構造的プライマリーバランス	▲ 7.2	▲ 6.5	▲ 5.1	▲ 3.0	▲ 1.3	0.4
	財政スタンス		0.7	1.4	2.1	1.7	
	政府債務残高	64.5	77.9	82.9	83.9	83.3	80.8
スペイン (2013年)	実質GDP成長率(%)	▲ 3.6	▲ 0.3	1.8	2.9	3.1	
	財政収支	▲ 11.4	▲ 9.8	▲ 7.5	▲ 5.3	▲ 3.0	
	構造的プライマリーバランス	▲ 8.1	▲ 5.9	▲ 3.5	▲ 1.7	0.1	
	財政スタンス		2.2	2.4	1.8	1.8	
	政府債務残高	55.2	65.9	71.9	74.3	74.1	
イタリア (2012年)	実質GDP成長率(%)	▲ 4.8	1.1	2.0	2.0		
	財政収支	▲ 5.3	▲ 5.0	▲ 3.9	▲ 2.7		
	構造的プライマリーバランス	1.8	1.9	2.6	3.5		
	財政スタンス		0.1	0.7	0.9	▲ 3.5	
	政府債務残高	115.1	116.9	116.5	114.6		

(注) 一般政府ベース。マイナス(▲)は財政赤字。括弧内の年は過剰財政赤字は正期限。  
 構造的プライマリーバランスは、利払費と一時的措置を除く景気循環調整後の財政収支。  
 財政スタンスは、構造的プライマリーバランスの前年差(プラスは引き締め、マイナスは緩和)。  
 ポルトガル政府の計画は未発表。  
 (資料) 欧州委員会ウェブサイトの各国「安定成長プログラム」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

高まる南欧諸国のソブリンリスクへの懸念

金融市場では、11月下旬のドバイ・ショックや12月初旬の大手格付け機関による格下げなどをきっかけに、急激な財政悪化に直面する南欧諸国のソブリンリスクへの懸念が高まっている。なかでも、昨年10月の政権交代後に財政赤字の大幅上方修正が明らかになったギリシャについては、債務不履行やユーロ離脱の可能性が喧伝され、国債利回りの対独スプレッドがリーマン・ショック後を上回る水準へ拡大している(第12図、第2表)。

EU首脳はギリシャ支援声明を発表するも、具体的救済策は明らかにされず

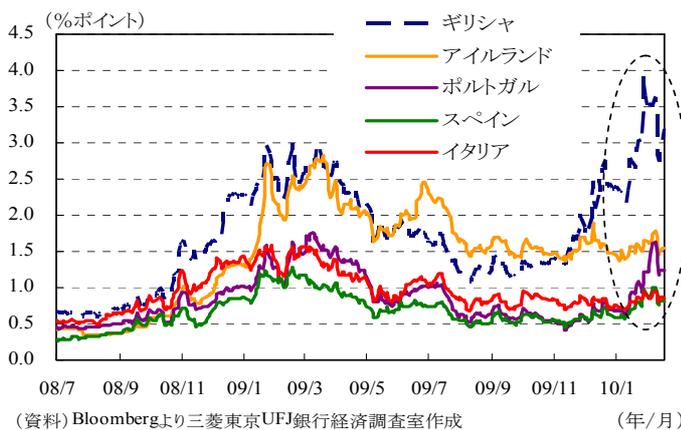
EUは、2月11日の臨時首脳会議において、財政危機に陥ったギリシャを支援する方針で基本合意し、ギリシャの自助努力(政府による財政再建計画の実施)を条件に、「ユーロ参加国は、ユーロ圏全体の金融安定を守るために、必要なら断固とした協調行動をとる」との声明を発表した。ただし、安易な救済によるギリシャの財政再建意欲低下の懸念や、他国の救済への税金投入に対する国内の反発、ユーロ参加国に対するEU

または他の加盟国による救済を原則禁止する EU 基本条約の規定への配慮などから、具体的な救済策は明らかにされず、市場の信頼を回復するには至っていない。

**EU監視下での財政再建と構造改革が求められるが、計画の実効性に疑問**

2月16日開催のEU財務相理事会（ECOFIN）は、ギリシャが提出した財政再建計画（安定成長プログラム）を承認するとともに、「安定成長協定」に基づく手続きを一步進め、過剰財政赤字是正の「警告（Notice）」を発することを決めた。ギリシャ政府は今後、EUの厳しい監視下で、増税と歳出削減による財政再建と、賃金抑制や年金・健康保険制度改革などの構造改革を通じた競争力回復を進めることになるが、左派・労組の勢力が強いギリシャで国民の合意を得られるか、計画の実効性には疑問が残る。本年の国債発行予定額530億ユーロのうち約200億ユーロの借換が集中する4、5月を控え、まずは、3月16日までの提出が求められている2010年中の措置の実施計画や5月15日期限の四半期報告の中で、説得力のあるスケジュールや実施状況が示せるかが注目される（第3表）。

第12図：各国の10年物国債利回りの対独スプレッド



第2表：各国の長期債務格付け

	ムーディーズ	S&P	フィッチ
オーストリア	Aaa	AAA	AAA
フィンランド	Aaa	AAA	AAA
フランス	Aaa	AAA	AAA
ドイツ	Aaa	AAA	AAA
ルクセンブルク	Aaa	AAA	AAA
オランダ	Aaa	AAA	AAA
スペイン	Aaa	AA+	AA+
ベルギー	Aa1	AA+	AA+
アイルランド	Aa1 ↓	AA ↓	AA-
スロベニア	Aa2	AA	AA
ポルトガル	Aa2 ↓	A+ ↓	AA ↓
イタリア	Aa2	A+	AA-
キプロス	Aa3	A+	AA-
スロバキア	A1	A+	A+
マルタ	A1	A	A+
ギリシャ	A2 ↓	BBB+	BBB+ ↓
〈参考〉ハンガリー	Baa1 ↓	BBB-	BBB ↓
〈参考〉ラトビア	Baa3 ↓	BB ↓	BB+ ↓

(注) 矢印は見通し。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：2010年前半の欧州の政治日程

EU		安定成長協定		各 国	
1月1日	スペイン議長国就任(～6月末)	1月19日	財務相理事会 (ギリシャ財政問題の検討)	2月3日	ギリシャ大統領選挙(間接選挙)～再選
2月10日	欧州委員会、新体制発足	2月3日	欧州委員会、ギリシャ財政計画への勧告	2月10日	ギリシャ公共セクター労組ストライキ
2月11日	臨時首脳会議～ギリシャ支援声明 (次期成長戦略「EU2020」、財政問題を検討)	2月15日	ユーロ圏財務相会合	2月24日	ギリシャ民間最大労組ストライキ
2月25日	欧州委員会、中間経済予測発表	2月16日	財務相理事会 (ギリシャ過剰赤字是正「警告」採択)	2月末まで	ギリシャ長期国債発行予定
3月25日	首脳会議 ～26日(「EU2020」の審議)	3月16日まで	ギリシャ2010年の是正措置実施日程を報告	3月3日	オランダ市議会選挙
6月17日	首脳会議 ～18日(「EU2020」の採択)	3月16日	財務相理事会	3月6日	アイスランド国民投票(英蘭預金者保護)
7月1日	ベルギー議長国就任(～12月末)	4月15日	非公式財務相理事会 ～17日	3月14日	フランス地方圏議会選挙
		5月15日まで	ギリシャ財政統計改革の法制化 ギリシャ初回四半期報告提出(以後3カ月ごと)	3月21日	フランス地方圏議会選挙
		6月8日	財務相理事会	4月11日	ハンガリー総選挙(第1回投票)
		6月16日まで	ギリシャ是正措置導入の期限 (是正措置が有効でない場合、制裁を検討)	4月25日	ハンガリー総選挙(第2回投票)
				4月25日	オーストリア大統領選挙
				5月9日	ドイツ州議会選挙
				4～5月	ギリシャ国債大量償還(約200億ユーロ)
				6月3日まで	英国下院総選挙
				6月12日	スロバキア総選挙
				6月	ハンガリー大統領選挙
				6月	チェコ総選挙

(資料) EUウェブサイト、各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**ギリシャの財政再  
建計画履行と EU  
の支援表明により  
事態は沈静化へ**

**政策実行能力への  
不信から、金融支援  
が必要になる可能  
性も**

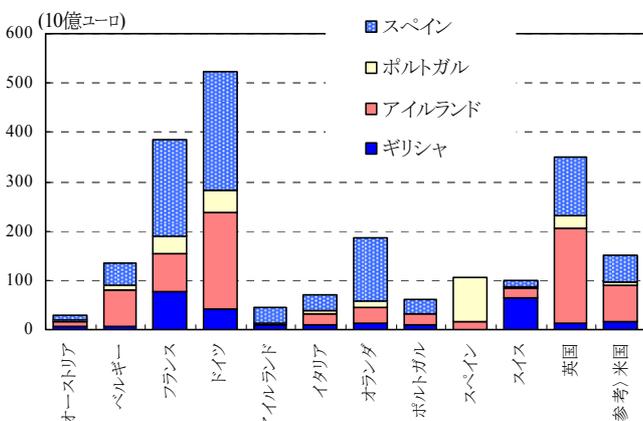
**ギリシャ破綻を放  
置すれば、欧州発の  
金融危機拡大につ  
ながる恐れ**

今後については、海外景気の回復などを支えにギリシャ経済が景気後退を脱し、計画比やや遅れながらも財政赤字の削減が進んでいくと予想される。EU がギリシャに対する支援表明を続けることで、実際の金融支援は無しに、市場が徐々に落ち着きを取り戻すことも可能であろう。

もっとも、景気の下振れや国内の抵抗を受けた法案成立の遅れなどにより財政再建計画の見直しが相次ぎ、ギリシャ政府の政策実行能力に対する不信感が強まる可能性も否定はできない。その場合は、ギリシャ単独では市場の攻撃に耐えられず、赤字削減措置の強化などを条件に、コア国主導で EU がギリシャへの金融支援に踏み切ることになるろう。市場の混乱が長期化すれば、ECB の出口戦略を困難にするほか、周縁国の景気と財政のスパイラル的悪化を通じてコア国経済や金融システムにも悪影響を及ぼす恐れがあり、注意が必要である。

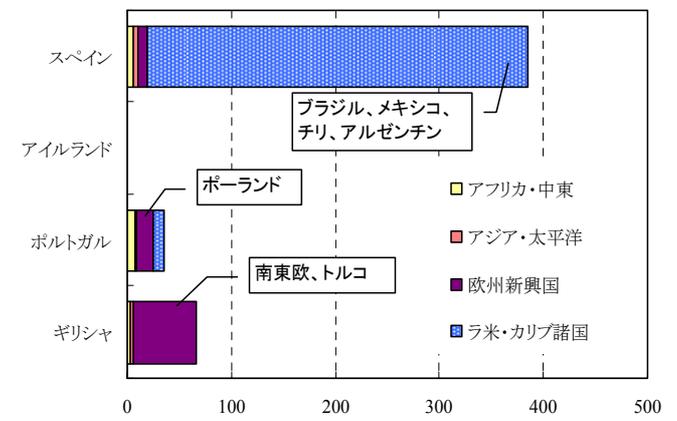
なお、ギリシャの債務不履行や、ユーロ離脱を伴う自発的 EU 脱退 (EU 条約には強制的脱退の規定がない) については、仮に実現すれば影響は甚大だが、蓋然性は極めて低いとみられる。今回の問題の背景には、過去のギリシャ政府の不適切な政策運営に加え、域内経済の不均衡 (周縁国の双子の赤字やコア国との競争力格差) に対する調整機能や、危機時のセーフティネットを持たないユーロの限界があり、仮にギリシャの財政破綻を放置すれば、EU の経済ガバナンスや政治的求心力が低下し、ユーロの信認失墜が決定的になるためだ。また、より経済規模が大きいスペイン、イタリアなどへ危機が本格的に飛び火するほか、中銀オペ担保としてギリシャ国債を大量に保有する地場銀行の流動性逼迫と信用不安、周縁国向け与信を抱えるコア国の銀行の不良債権増大 (第 13 図)、新興国向け与信の圧縮 (第 14 図) などを通じて、欧州発の金融危機が広がるリスクもある。

第 13 図：欧州系銀行のユーロ圏周縁国向け与信



(注) データは2009年9月末時点の対外与信残高(直接借手ベース)。  
(資料) BIS国際与信統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 14 図：ユーロ圏周縁国の銀行の新興国向け与信



(注) データは2009年9月末時点の対外与信残高(最終リスクベース)。  
(資料) BIS国際与信統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ⑤ 物価と金融政策

インフレ率は 2010 年も低位安定

ECB は流動性供給策の段階的縮小を進めるが、政策金利は当面据え置き

ユーロ圏の消費者物価上昇率（前年比）は、8月にマイナス圏を脱した後、1月も1.0%とECBの物価安定の目安である2%を大きく下回っている。前年比でみたエネルギー価格の上昇などが物価押し上げ要因になるものの、エネルギー・食料品を除くコア・インフレ率は、需給ギャップの拡大を背景に緩やかな低下基調が続くとみられ、インフレ率は今後も1%台での低位安定が続くと予想される。

ECBは、金融危機後に導入した非標準的措置の段階的解除を慎重に進めている。昨年12月に1年物（12月まで）と6カ月物（本年3月まで）の長期オペの終了を決定しており、本年3月の政策理事会でも、流動性供給策のさらなる解除を決定する方針を明らかにしている。もっとも、当面は長期オペの縮小や入札方法変更、金利スプレッド上乘せなどの形で段階的に過剰流動性の吸収が進められる見込みであり、焦点となる週次オペの固定金利・金額無制限方式の変更は、オペ残高の大半を占める7月1日期日の初回1年物オペの終了の影響を見極めたうえで、慎重に決定される見込みだ。また、2010年も景気回復の勢いが鈍く、インフレ圧力が抑制された状態が続くことから、利上げ開始は2011年初まで先送りされる公算が大きい。

## ⑥ ユーロ為替相場

ギリシャ財政危機や景気回復の遅れを背景にユーロが大幅下落

米国の相対的高成長や利上げ観測を背景に、ユーロ下落基調が続く見込み

ユーロ為替相場は、中国の金融引き締めや米国の金融規制強化案発表などをうけた投資家のリスク選好の後退に加え、ギリシャ財政危機と南欧諸国への波及への懸念などから、大幅に下落した。EU首脳によるギリシャ支援表明にも関わらず、ユーロ相場の弱含みが続く背景としては、ユーロ圏周縁国の経済・財政再建に時間がかかることに加え、米国など他の先進諸国との景況感、成長率の格差が拡大していることも挙げられる。

先行きを展望すると、機軸通貨としてのドルへの不安を背景とする新興国の外貨準備多様化など、潜在的なユーロへの需要は残るものの、2010年については、米国の相対的な高成長やFRBの利上げ観測が市場の焦点になるとみられる。投機筋のポジション調整などから一時的にユーロが買い戻される局面もあると予想するが、米国の利上げが視野に入ってくる年後半は、ユーロが再び下落基調を辿る見込みだ。

（中村 明、武南 奈緒美）

## 2. 英国

### (1) 景気の現状

第4四半期に英国は景気後退から脱却

英国の2009年4四半期の実質GDP成長率は前期比0.1%と6四半期ぶりのプラス成長となった(第15図)。ただし、ユーロ圏より1四半期、ドイツ、フランスより2四半期遅れている。まだ、詳細が発表されていないため不明だが、需要項目別では、在庫、純輸出が成長率を押し上げたとみられる。個人消費や設備投資が本格的に回復し始めるには、もう少し時間がかかるであろう。

消費者マインドは改善

消費者マインドは改善している。消費者信頼感指数は1月に2007年11月以来の水準まで上昇した(第16図)。経済の見通し、失業不安の低下、購買計画の持ち直しが消費者信頼感指数の上昇につながっている。ただし、消費者マインドの回復が個人消費の回復にはつながっていない。12月の実質小売売上は、前年比+2.1%と、前月より伸び率が低下した(第17図)。12月の伸び率としては、2001年以降で最も低いものであり、個人消費に弾みがついていないことを示している。確かに2008年秋から2009年初め頃の、景気が急速に悪化した時期と比べれば、雇用に対する不安は弱まったが、失業率が高止まりしており、完全に雇用不安が払拭されたわけではない。また、家計部門は過剰な債務を負っていることから、消費を控えており、貯蓄率は上昇している(第18図)。こうしたことから、足元の個人消費は、加速するに至っていない。

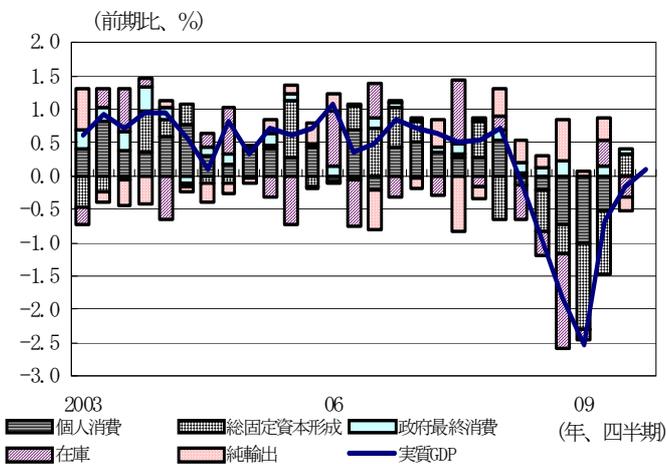
実質小売売上は12月に減速

雇用不安、家計のバランスシート調整が個人消費に影響

住宅価格は緩やかに上昇

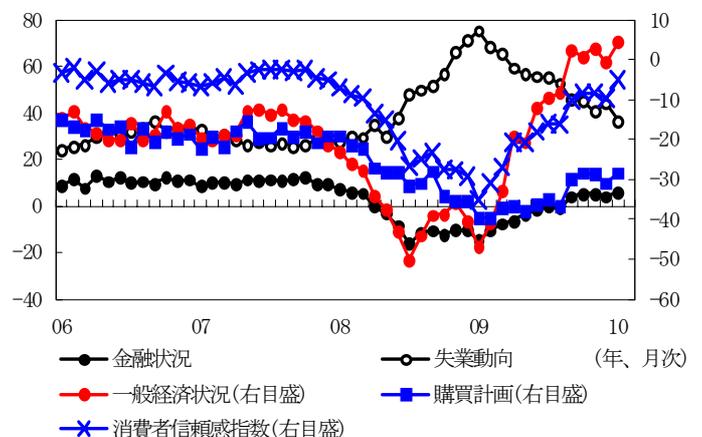
住宅価格は緩やかな上昇が続いている。今年1月には、前年比+3.6%と3ヶ月連続して前年水準を上回った(第19図)。住宅ローンの承認件数をみても、同月には、前年比100%を上回る高い伸びを示している(第20図)。しかし、2007年半ば以前と比べれば低い水準にある。

第15図：実質GDP成長率（前期比）



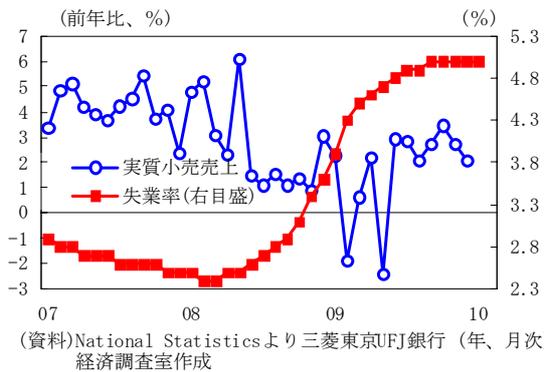
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：消費者信頼感指数の動向

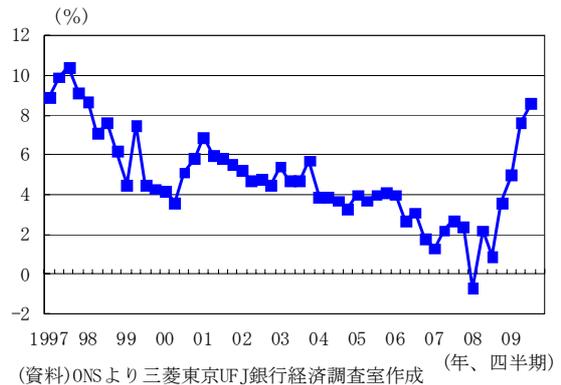


(資料)Ecowinより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

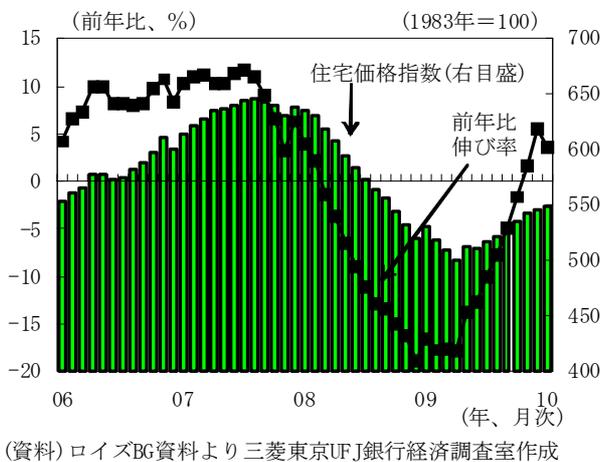
第 17 図：小売売上と失業率の動向



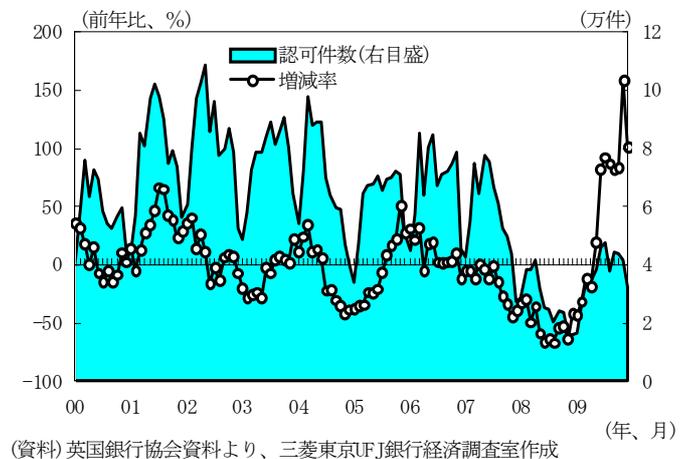
第 18 図：貯蓄率の動向



第 19 図：住宅価格の動向



第 20 図：住宅ローン承認件数



住宅価格については、昨年 3 月までにピークから約 20%下落した後、値ごろ感から需要が持ち直し始める一方、物件の出物が少ないという供給不足の結果、緩やかに上昇してきた。今後、需要が弱いなかで、物件が市場に出始めると、住宅価格は横ばいから下落に転じる可能性がある。

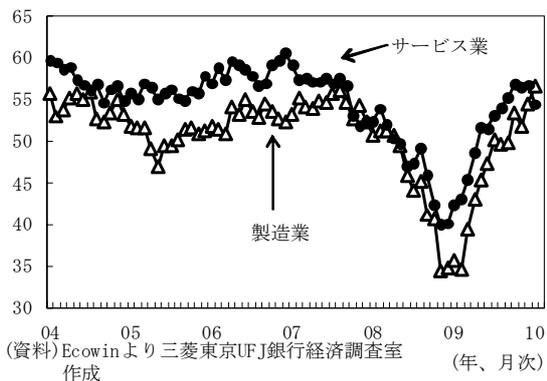
企業の景況感も改善

企業の景況感を購買担当者指数でみると、製造業は上昇傾向が続いているものの、サービス業については頭打ち感が出てきた(第 21 図)。製造業の上昇は、輸出が持ち直し傾向にあること、それに伴い、資本財、中間財の生産が底打ちを始めたこと、また、廃車奨励金により、耐久消費財の生産が増加してきたことがあげられる(第 22、23 図)。ただし、輸出、鉱工業生産、いずれも水準は依然低迷している。また、設備稼働率は昨年 4 四半期に 74%まで上昇したものの、80%を大きく下回る状況にあり、設備投資が回復に転じるには時間がかかりそうである(第 24 図)。

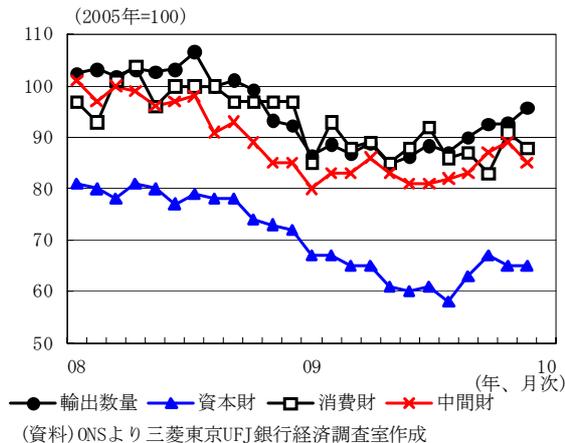
輸出、生産の水準は低いも持ち直し

設備稼働率は低水準

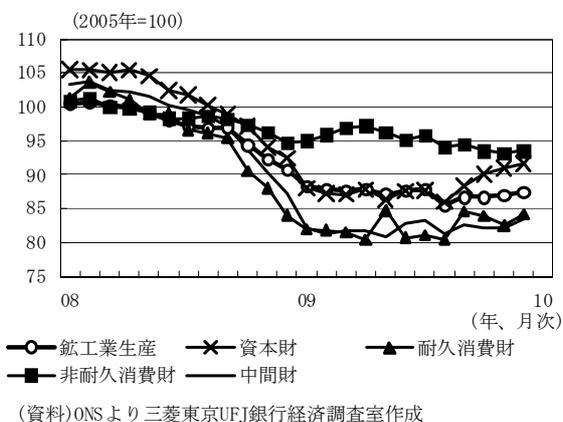
第 21 図：購買担当者指数



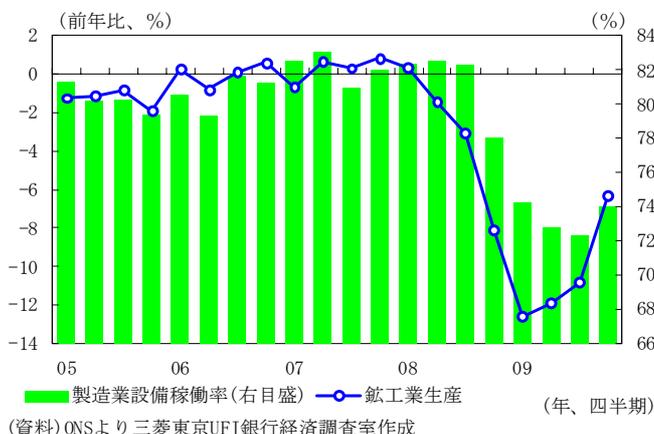
第 22 図：輸出数量指数の動向



第 23 図：鉱工業生産指数の動向



第 24 図：設備稼働率



## (2) 銀行貸出の動向

銀行貸出は企業向け、個人向けいずれも低迷

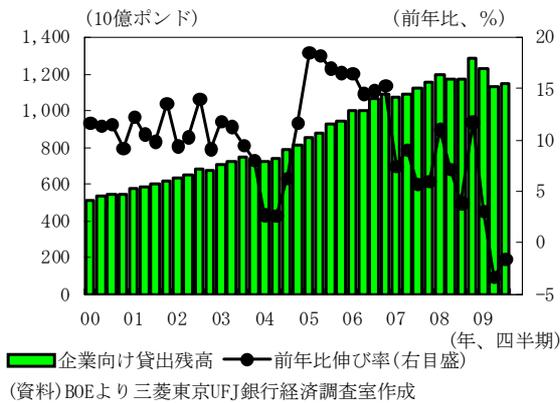
銀行貸出は依然、低迷している。企業向け貸出残高の動向をみると、昨年第2、3 四半期は前年比マイナスとなった（第 25 図）。企業は在庫調整を進め、運転資金需要が低迷しているほか、設備稼働率が低く、設備資金需要も芳しくないことなどが企業向け貸出残高の減少につながっていると考えられる。一方、個人向け貸出残高についても、昨年第3 四半期には、前年比マイナスとなった（第 26 図）。住宅ローン承認件数が持ち直していることから、新規の住宅ローン取組額は増加しているものの、バランスシート調整などで、返済額も増加しており、全体の貸出残高は減少した。

## (3) 物価の動向

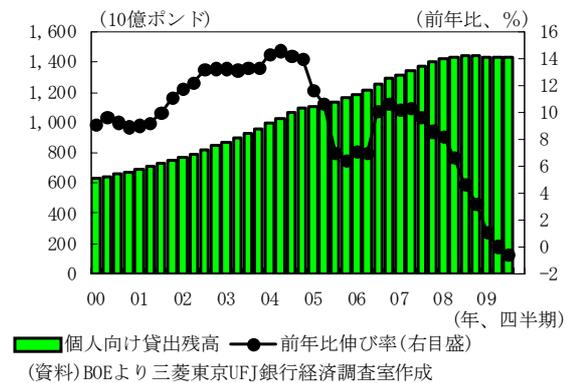
1 月のインフレ率は前年比 3.5%へと上昇

インフレ率は、1 月に前年比 3.5%へと加速した（第 27 図）。これは、前年に原油価格が1 バレル 40 ドル程度まで下落した一方、足元、70 ドル台後半まで上昇してきたため、その上昇率が加速し、燃料価格などが全体のインフレ率を押し上げることになったためである。また、BOE が指摘するように、ポンド安のほか、1 月より付加価値税率が 15%から 17.5%へ

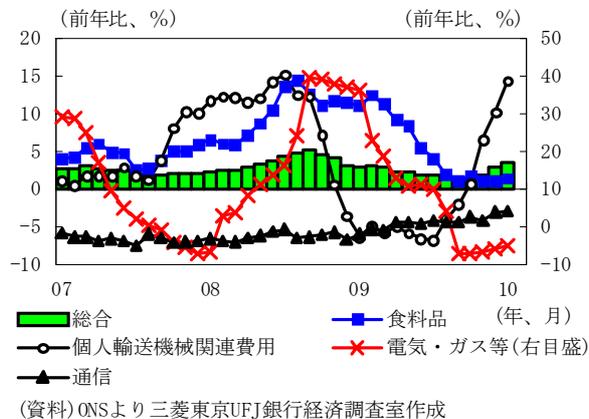
第 25 図：企業向け貸出の動向



第 26 図：個人向け貸出の動向



第 27 図：消費者物価上昇率



と引き上げられたこともインフレ率を加速させた。しかし、需給ギャップもあり、インフレ圧力が増してきたわけではない。当面高止まりする見込みであるが、年後半には、減速に転じるとみられる。

#### (4) 今後の見通し

##### ①実体経済

英国経済は緩やかな回復が続く

英国経済は昨年第 4 四半期に景気後退から脱した後、2010 年は非常に緩やかな回復を続けるであろう。家計部門は、過剰債務を抱え、バランスシート調整を進めるほか、雇用情勢の改善が遅れることから、回復は遅れる見込みである。企業部門では、輸出がポンド安、及び最大の輸出先であるユーロ圏景気の回復から、持ち直しているものの、これまでの在庫積み上がりが大きく輸出回復が、生産の増加には直結していない。内需及びユーロ圏景気の回復が緩やかなものにとどまることから、設備稼働率の上昇も限定的で、設備投資も低い伸びにとどまるであろう。

財政運営は抑制的

財政についても、昨年以上の拡大は行われておらず、抑制的な運営がなされている。保守党が 6 月までに行われる総選挙で勝ち、急激な財政引締めを実施することが懸念されているが、これが原因で、最近では、保守党

と労働党の支持率の差が縮まっている。一方で、ソブリン格付の引き下げによる資金調達コストの上昇を懸念し、緊縮財政を求める声もある。英国は、とりあえず景気後退から抜け出したことから、財政引締め姿勢が当面続くことになろう。

2010 年の実質 GDP 成長率は +0.8%

こうした民間部門の需給や、財政スタンスを考えると、2010 年の実質 GDP 成長率は 0.8% とプラス成長に転じるものの低い伸びにとどまる見込みである。

## ②金融政策

足元のインフレ率上昇は金融政策に影響せず

インフレ率は 12 月以降、BOE がターゲットとする 2.0% を上回ってきたが、これは、原油価格やポンド安、付加価値税率の引き上げといった一時的な要因によるもので、インフレ圧力の上昇によるものではない。そのため、足元のインフレ率の上昇は金融政策には影響しないであろう。

利上げは今年第 4 四半期

BOE は資産買取を停止したが、景気回復については、確信があるわけではなく、さらなる資産買取の拡大を視野に入れている。BOE は当面、現在の政策を維持し、利上げはなさそうである。ただし、緩やかながらも、景気回復の足取りが明確化し、インフレ率も 2% 近辺での推移となり、ややインフレ圧力への懸念が出てくる今年第 4 四半期に、BOE は利上げに踏み切るとみる。

(ロンドン駐在 本多 克幸)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 2008年 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2008年 (実績)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2008年 (実績)	2009年 (見込み)	2010年 (見通し)
ユーロ圏16カ国	13,646	0.5	▲ 4.0	1.1	3.3	0.3	1.2	▲ 2,107	▲ 792	▲ 67
ドイツ	3,673	1.0	▲ 4.9	1.7	2.7	0.2	1.0	2,435	1,689	1,921
フランス	2,867	0.3	▲ 2.2	1.6	3.2	0.1	1.3	▲ 643	▲ 571	▲ 534
イタリア	2,314	▲ 1.0	▲ 4.8	0.8	3.5	0.8	1.7	▲ 788	▲ 697	▲ 592
英国	2,680	0.5	▲ 4.8	0.8	3.4	2.2	2.3	▲ 382	▲ 208	▲ 345

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏16カ国			英国		
	2008年 (実績)	2009年 (見込み)	2010年 (見通し)	2008年 (実績)	2009年 (見込み)	2010年 (見通し)
名目GDP	2.8	▲ 2.8	2.2	3.5	▲ 3.1	3.0
実質GDP	0.5	▲ 4.0	1.1	0.5	▲ 4.8	0.8
<内需寄与度>	0.6	▲ 2.9	0.2	0.1	▲ 5.7	0.9
<外需寄与度>	▲ 0.0	▲ 1.1	0.8	0.5	0.9	▲ 0.0
個人消費	0.4	▲ 0.9	▲ 0.2	0.9	▲ 3.3	▲ 0.4
政府消費	2.0	2.4	1.4	2.6	2.0	1.5
総固定資本形成	▲ 0.7	▲ 10.8	▲ 1.6	▲ 3.5	▲ 14.3	▲ 2.3
在庫投資	164	▲ 243	7	19	▲ 185	▲ 38
純輸出	1,186	343	965	▲ 396	▲ 282	▲ 283

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタが参加し15カ国、2009年にスロバキアが参加し16カ国。  
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。  
 3. 在庫投資、純輸出は実質値(ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2003年価格：億ポンド)。経常収支は名目値(億ドル)。  
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。