

内外経済の見通し

世界経済の潮流

欧州ソブリン問題の行方～試される政治的決断と結束力

日 本

実体経済の回復が進むも、
金融・資本市場は当面予断を許さない状況が続く公算

米 国

景気回復継続、自律回復の下地が徐々に整う

西 欧

ユーロ圏経済は各国の財政問題や緊縮策に下押され、
英国経済は 2011 年まで緩やかな回復が持続

ア ジ ア

景気回復は想定を上回るペース、安定成長に向け慎重に出口を模索

オーストラリア

景気は安定的な拡大基調、金利は中立水準に達し利上げペースは鈍化へ

中南米

ブラジルを中心に景気は堅調に推移

ロシア・中東欧

緩やかな回復が続くが、西欧経済の動向次第では再減速も

原油価格

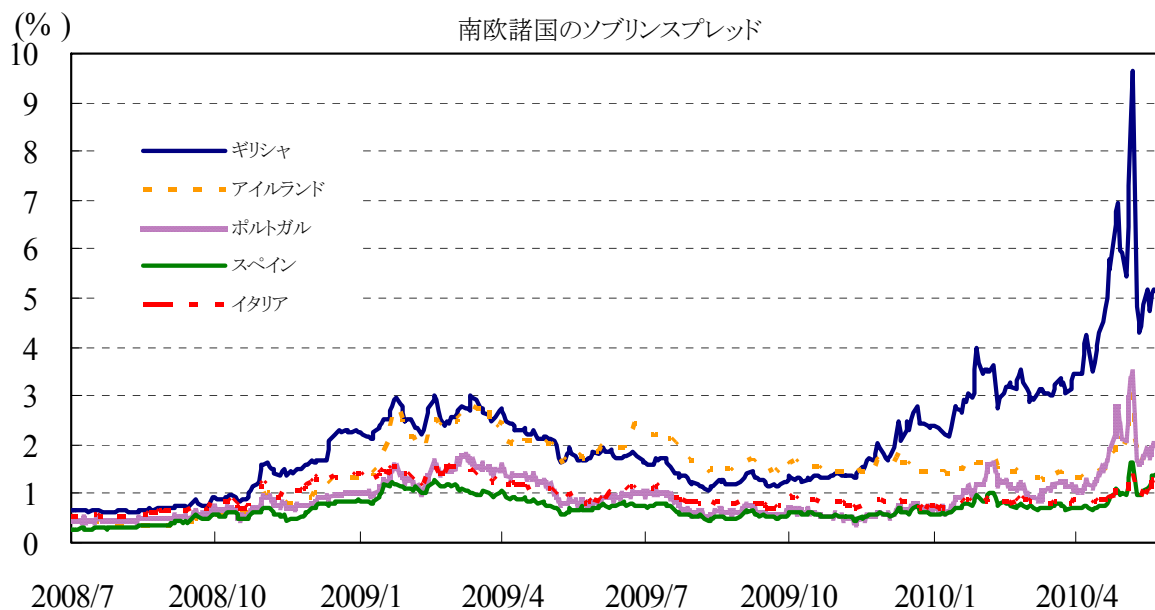
欧州ソブリン問題や規制強化への警戒感から上値は重い見込み

「世界経済の潮流」

欧州ソブリン問題の行方～試される政治的決断と結束力

欧州ソブリン危機の勃発

ギリシャの投資不適格への格下げを契機に、南欧諸国のソブリンリスクが一気に拡散、欧州金融市場でドルの資金流動性が逼迫し、ユーロ安が加速した。世界株式市場も連鎖的な株安が止まらず、欧州発の金融不安が強まった。かかる状況下、5月上旬には、ユーロ圏首脳会議、欧州連合（EU）閣僚理事会、主要中央銀行の電話会議等が矢継ぎ早に開催され、EU、国際通貨基金（IMF）は最大 7500 億ユーロ規模の緊急金融支援で合意。欧州中央銀行（ECB）も、固定金利の資金供給オペ、FRBとの通貨スワップ協定の再締結、ユーロ圏政府債及び民間債券の購入を決定した。これらは 2011 年末までの PIIGS 全体の国債償還 6854 億ユーロを十分にカバーする規模であり、かつリーマン危機を教訓とした主要国のドル資金流動性対策である。PIIGS 諸国の当面の資金繰り懸念が後退することで、金融不安がエスカレートする事態は回避されるようにみられた。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ソルベンシーリスクへの根強い警戒感

しかし、ギリシャの財政緊縮計画の履行可能性やドイツ、英国等の持続的な金融支援の実現可能性など、ソルベンシー（支払不能）リスクの観点においては引き続き不透明感が残る。また、南欧諸国における財政デフレによる中期的な経済成長力の低下や国際競争力の弱体化なども払拭されない。金融政策や為替相場を単一化する一方、財政については各国の独立性や裁量性を与えるという矛盾に目をつぶって

きたツケや、ユーロ導入以降の構造的な不均衡問題が一気に噴出した格好で、市場はなかなかソフトランディングのシナリオを描き切れない。

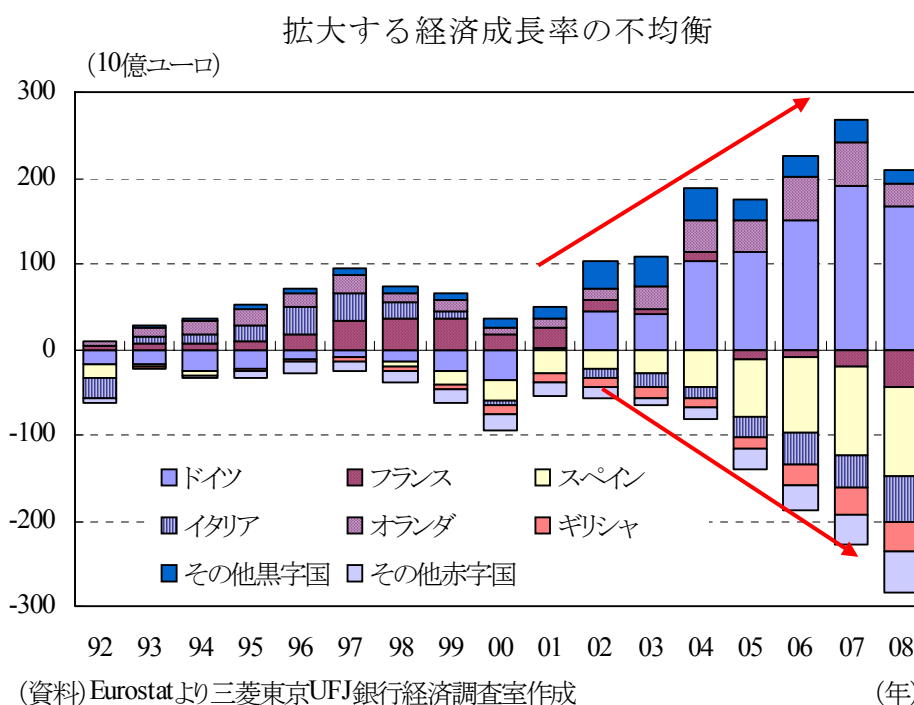
5月19日にはドイツ政府が独大手金融機関の株式及びユーロ圏国債の空売り（ネーケッドショート）の規制導入を突如公表した。実弾（財政・金融支援）を使わずに、規制によって市場を押さえ込むことが狙いだが、逆に欧州債の流動性低下への懸念を強めることになった。他のユーロ圏諸国への事前調整がなかったことで、欧州内の不協和音を嫌気する声も多い。

欧州における重層的な構造問題

～経常収支不均衡、巨額の海外与信、高レバレッジ、不良債権処理の遅れ～

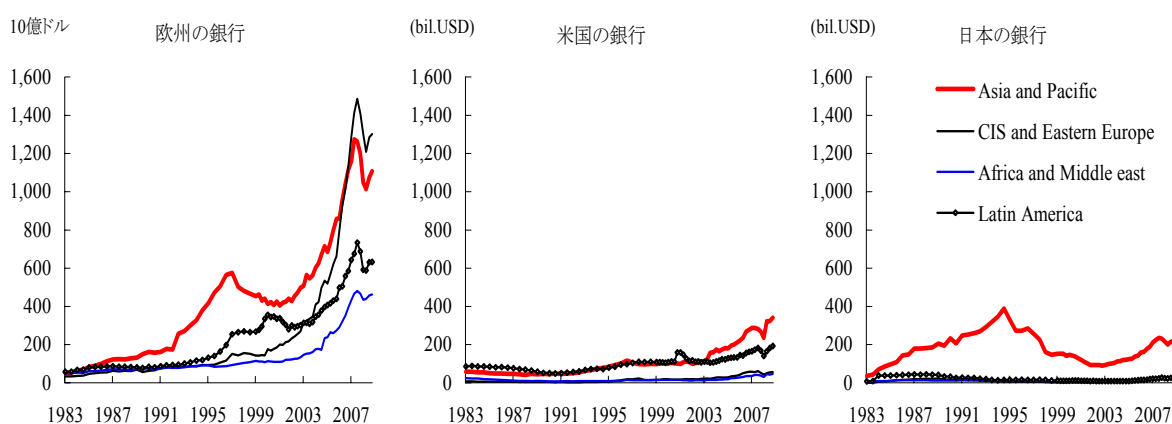
昨年のドバイショック以来、度々指摘しているが、欧州ソブリン問題は、欧州が抱える構造的・重層的な金融の脆弱性が背景にある。

第1は、欧州の経済・通貨統合の陰の部分ともいえるべき経常収支の不均衡問題である。欧州連合は約30年の年月をかけて経済・通貨統合に辿り着き、1999年に共通通貨ユーロが導入された。欧州連合加盟国は27カ国まで拡大し、米国を凌駕する経済圏が誕生した。この歴史的な統合は①製造拠点シフトを通じた生産効率性の向上、②域内経済統合によるマクロ経済の安定化、③域内経済成長率の収斂化などプラス面がクローズアップされた。しかし、その一方で期待された域内各国の競争力格差や国際収支不均衡の平準化は進展せず、むしろ悪化した。ユーロ圏諸国の経常収支の推移をみると、ユーロ中枢国（ドイツ、オランダ等）の経常収支黒字とユーロ周縁国（ギリシャ、スペイン、イタリア等）の経常収支赤字の不均衡はユーロ導入直後から年を追う毎に急拡大している。



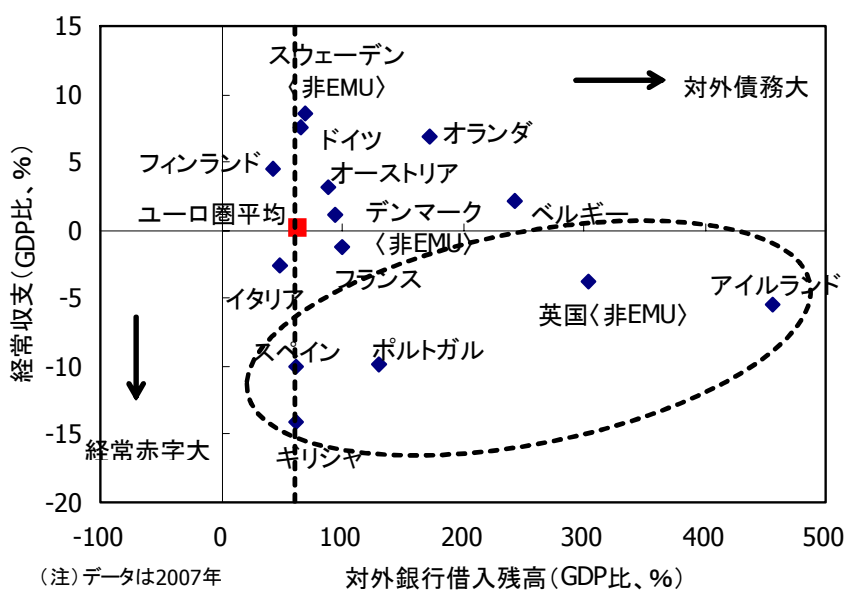
第2は、この経常収支の不均衡拡大の裏側に存在している巨額なクロスボーダー与信残高を日米欧三極で比較すると、欧州のクロスボーダー与信残高は、ユーロ導入を契機に他地域に比べて明らかに急増している。その中心は中東欧・南欧諸国で、経済・通貨統合のメリットを生かし、西欧諸国から巨額の直接投資や短期金融資本を外貨建てで借り受けて経済成長促進の源にしていた状況が窺える。しかし、外資依存の経済成長は、対外債務依存度を高めるだけでなく、著しい信用膨張や対外不均衡を引き起こす。現実にギリシャ、スペイン、ポルトガル、アイルランドなど債務問題が深刻化している国々では、経常収支赤字の拡大と対外銀行借入残高の増大が相乗している。

BIS報告銀行のエマージング向けクロスボーダー与信残高



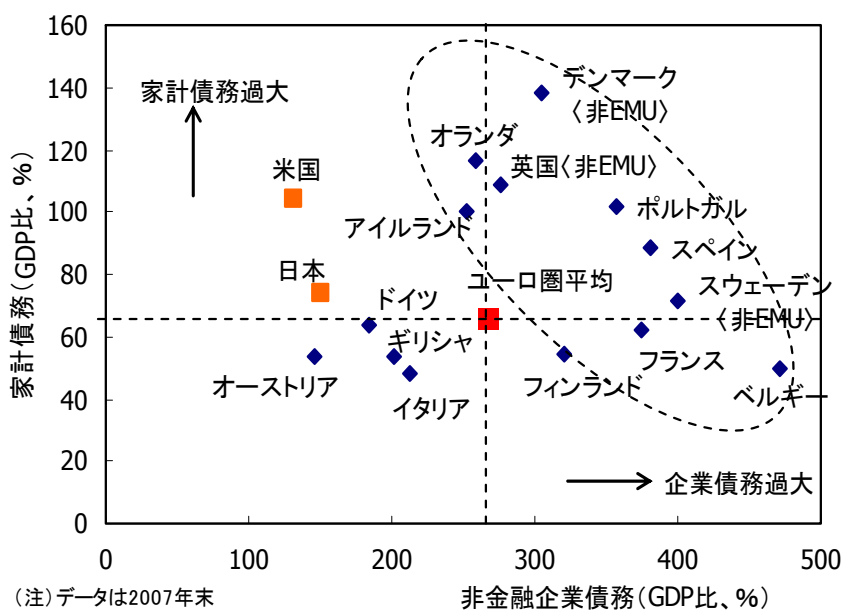
(資料)BIS

欧州各国の経常収支と対外銀行借入残高



第3は、欧州全体が高レバレッジ体質にあることだ。欧州各国における銀行総資産の名目 GDP 比率は、アイルランドの7倍、英国の5倍をはじめ、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。また、欧州はそもそも経済規模に対して、家計や企業の債務比率が高いという特徴がある。こうした高い金融レバレッジ構造は、欧州経済のコンバージェンス化（収斂）を通じて経済成長を高める方向に作用してきたが、同時に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。新興国のように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を低下させることが可能であるが、高齢化・成熟化が進む欧州では経済成長力には限界があり、レバレッジ調整は、金融バランスシートの縮小によって進むことになる。さらに国際的な金融規制強化がその傾向に拍車をかけている。欧州主要銀行の決算をみると、レポ取引、デリバティブ関連資産、貸出資産などが大きく減少しており、総資産の圧縮傾向が鮮明である。総資産を純資産で割り込んだレバレッジレシオでみると、2008年末の50倍から70倍から、2009年末時点では30倍から40倍へ低下している。それでも、日米の銀行の20倍近辺に比べると欧州銀行のレバレッジ比率は依然として高い。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る虞がある。

企業・家計の債務負担（対 GDP 比率）



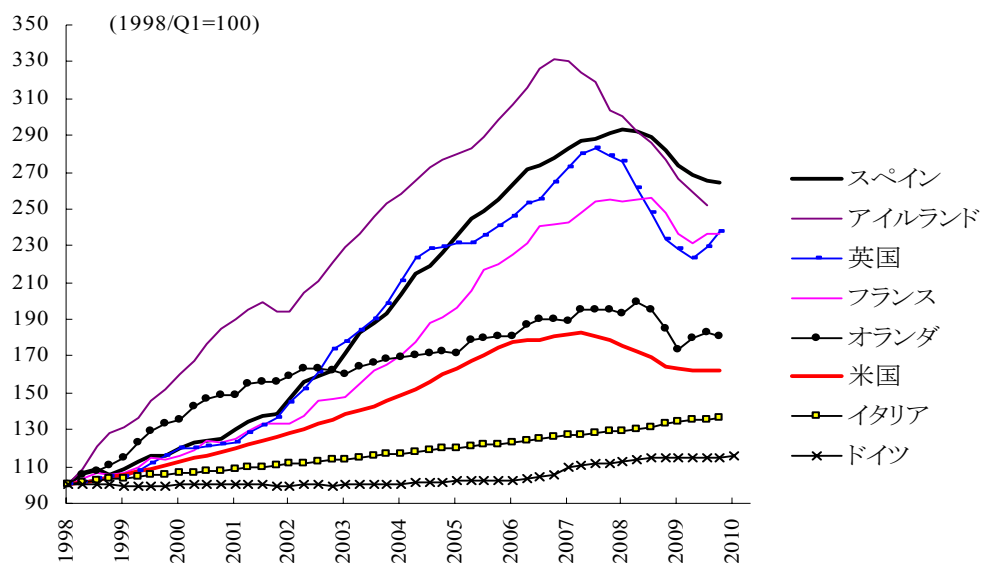
(注) データは2007年末
 (資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4は、欧州の住宅バブル調整が未だ道半ばであることである。図は、1998年を100として欧州主要国の住宅価格を指数化し、米国と比較したものである。今次金融危機の局面では、米国での住宅バブルの印象が根強いが、値上がり度合いという尺度から捉えると、アイルランド、スペイン、英国、フランスなどの住宅価格上昇は、米国の約2倍超に達する。IMFの推計によると、住宅価格の適正水準からの乖

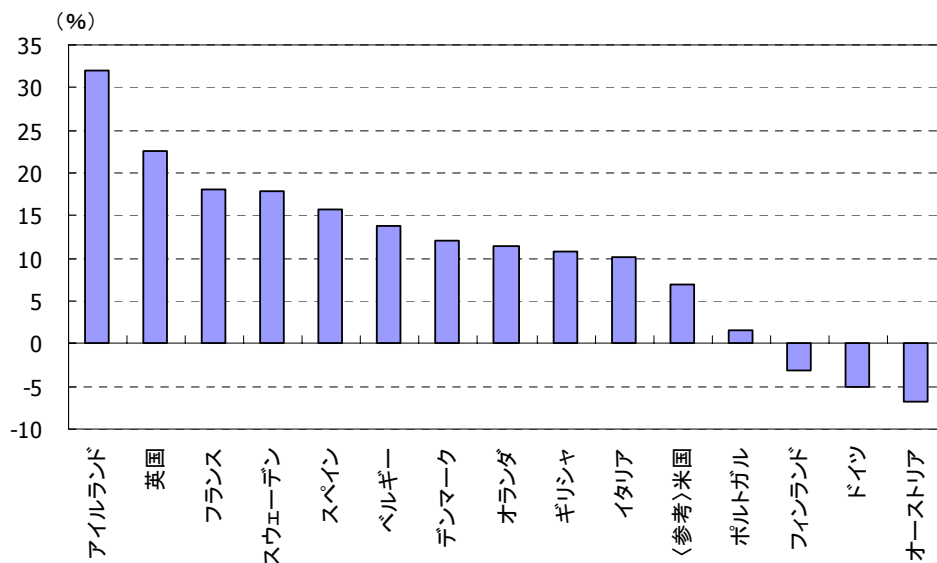
離率は、米国の6%程度に対して、上記の国々は15%を上回る。

アイルランドやスペインなど欧州周縁の南欧諸国だけでなく、英国やフランスなど欧州中枢国においても住宅価格上昇の度合いが大きいのは、中枢国から周縁国へのクロスボーダー与信を起点とした信用創造が、中枢国においても新たな資金源を造成するといった形で信用創造の相互作用が働いたためと考えられる。米国と比較すると欧州の住宅バブル崩壊の調整は道半ばであり、先行き住宅価格の調整余地が大きい。実際、住宅バブル崩壊が深刻化しているスペインでは、不動産業者向け貸出を中心に不良債権比率が急上昇しており、不動産関連資産の厳格査定を強化し、与信費用が急増している。

西欧諸国の住宅価格



住宅価格のファンダメンタルズからの乖離 (IMF 推計)



(注)住宅価格ギャップはIMFが試算した適正価格からの乖離率。

(資料)IMF, World Economic Outlook, Oct. 2008より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5は、欧州全体の不良債権処理が大幅に遅れていることである。今年2月にIMFが推計した世界の銀行のローン・証券の潜在的な損失額を分母に、既に損失処理を実施した累積損失処理額を分子として、不良債権の損失処理進捗率を計測すると、日本が92%、米国が82%とほぼ処理が一巡したのに対して、欧州は40%と大きく遅れている。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捉えると、欧州銀行の不良債権処理が一巡するには、あと2年近くの年数を要することになる。

世界の銀行の損失処理進捗状況（2010年2月26日現在、億ドル）

	潜在損失額 (09年10月) (A)	潜在損失額 (10年4月) (B)	累積損失 処理 (C)	損失処理 進捗率 (C/B)	要償却額 (D=B-C)	実質業務純益 (07年、E)	処理年数 D/E
銀行潜在損失額	28,090	22,760	13,450	59%	9,310	11,550	0.8年
うち米銀	10,250	8,850	7,300	82%	1,550	3,300	0.5年
うち欧州銀	16,190	12,760	5,080	40%	7,680	4,850	1.6年
うち主要邦銀	819	740	680	92%	60	400	0.2年

（出所）IMF, Bloomberg, The Banker 誌、各行決算資料等により三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、欧州の不良債権処理は、米国のような短期調整型ではなく、長い年数をかけて景気回復循環の中で不良債権を処理していく、いわば日本の不良債権問題が発生した初期のスキームに類似している。例えば、ドイツのバッドバンク構想は、不良債権買い取り資金を金融市場安定化基金（Soffin）が保証する債券を発行してファイナンスするが、保証期間は最大20年で、その間に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形になっている。このスキームは先行き景気拡大や資産価格の上昇が長期間続けば有効だが、景気回復が短命に終わったり、日本同様、金融収縮に伴う負債デフレが起きると、不良債権の償却が進まず、追加的な不良債権処理コストが発生する。

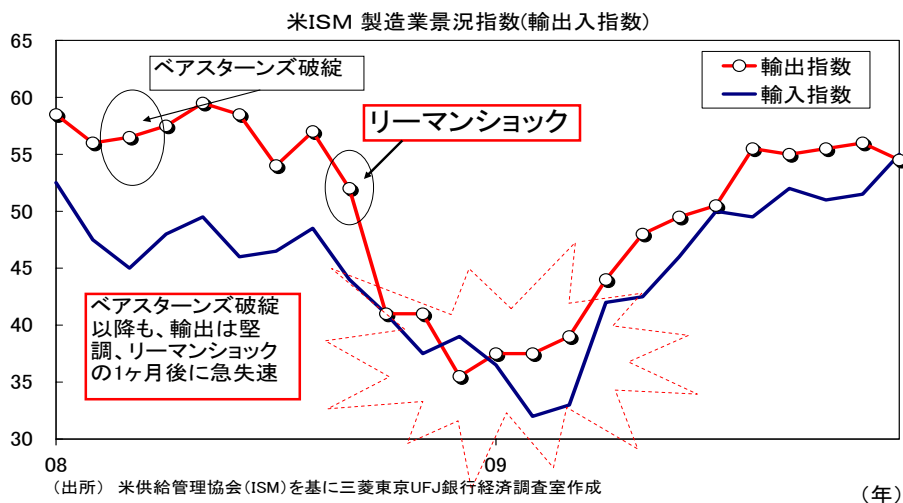
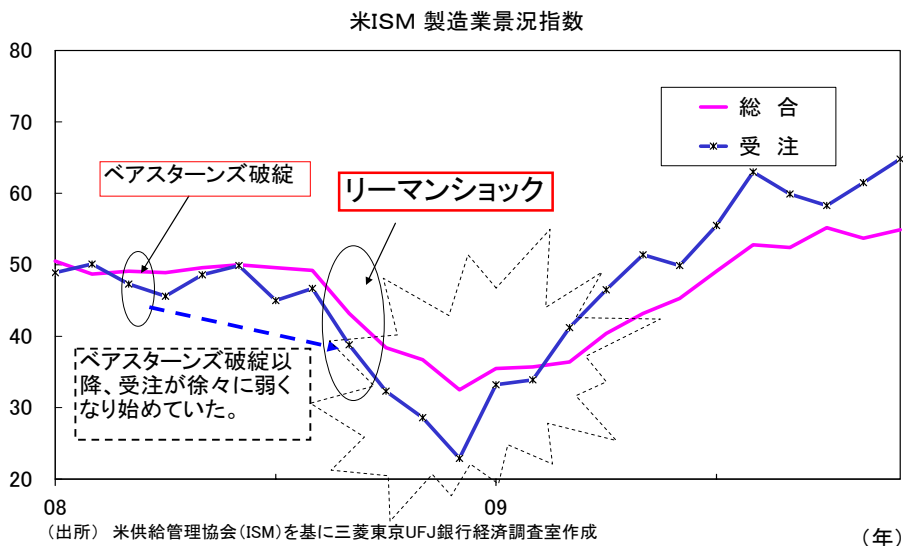
このように多重な金融問題が複雑に絡み合うなかで、本来であれば、欧州全体で抜本的な金融構造改革に踏み切り、過大なレバレッジ調整や不良債権処理を強力に進めるべきだろう。アジア危機と違い、通貨切り下げという緩衝材がないため、域内のセイフティネット敷設も必要である。しかし、現実的には南欧のソブリンリスクが発生したため、金融構造改革よりも財政緊縮が先行している。内向き志向の政治力学から域内金融支援の枠組みも不十分である。当面は欧州域内で強力なデフレ政策が続くことを覚悟せざるを得ず、景気後退リスクを緩和させるために債務返済猶予を講じるなど、金融問題はさらに先送りされる可能性が大きい。

逆に言えば、こうした構造要因を先送りし、世界経済の回復循環の中で時間をかけて調整していく政策（日本型の調整）が、欧州経済・金融をソフトランディングさせる必然的な選択肢とも言える。しかし、再び構造問題の綻びが表面化したり、

問題先送り政策が頓挫した場合には、今後も相応の調整リスク（欧州発の金融収縮リスク）が発生することを想定しておくべきであろう。引き続き欧州金融の脆弱性は世界経済回復のリスク要因として燻り続ける。

実体経済への波及経路

実体経済への波及をどうみれば良いか。米ISM製造業景況指数の変化を参考にする。個別の危機に封じ込められたベアスターズ破綻（2008年3月）以降、受注の基調は徐々に弱くなっていった。そしてリーマンショックによって、グローバルに金融危機が伝播するのと軌を一にして「受注失速⇒製造業活動の失速」が現出した。一方、輸出入の動向をみると、ベアスターズ破綻以降も、輸出は堅調を維持していた。リーマンショック直後も相対的に底堅さを保ち、輸出失速が明確になったのは1ヶ月後である。グローバル金融危機の実体経済への波及は、受注キャンセルや貿易金融クラッシュの双方が引き金になったと言われているが、先行性の高いのは受注動向で、貿易動向は、金融危機の結果（遅行ラグ）である点に注視したい。

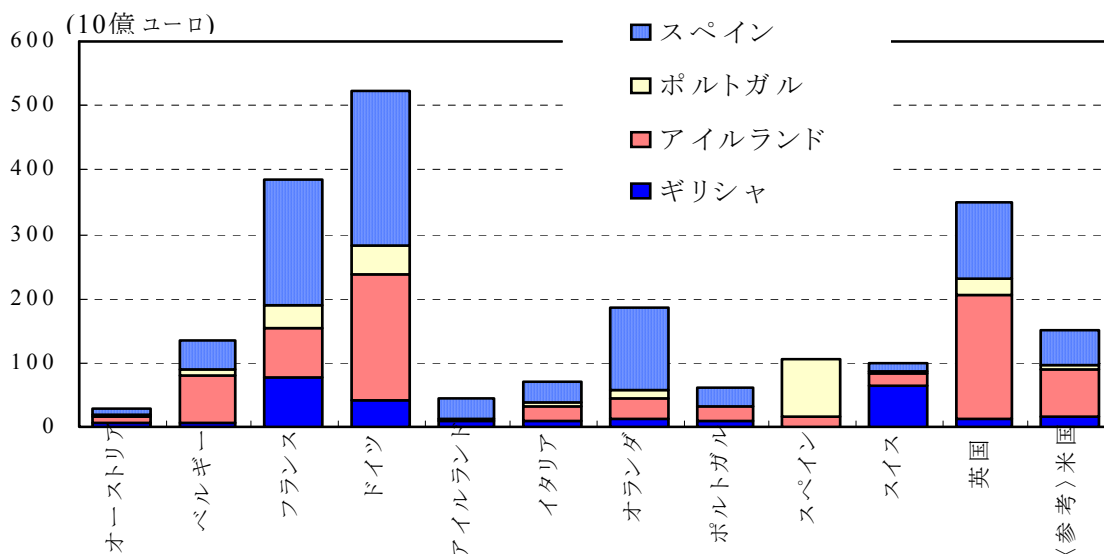


サブプライム危機との類似点(悲観的要素)

これまで欧州のソブリン問題は、ギリシャの財政危機という個別の地政学リスクとして捉えられ、世界経済や株式市場への影響は限定的に止まっていた。しかし、ユーロ急落や欧州金融市場の混乱が深刻化するにつれ、欧州発のグローバル金融危機を警戒する声が増え始めており、世界同時株安の様相を強めている。株価も高値から20%までの下落が(上昇相場における)調整の範囲であり、それ以上の下落は、本格的なベアマーケット(弱気相場)につながっていく。そうすると消費マインドや企業の投資計画に大きく影響を及ぼし、リーマン危機から立ち直った世界経済の回復基調を腰折れさせる危険性が高まってくる。

現在の状況は、サブプライム問題が勃発し、ベアスターズ証券が経営破綻した状況と類似している。すなわち、最初は借り手の信用問題だったものが、抜本的な対策がないままに対処療法的に対応した結果、貸し手の損失問題にシフトし、金融システムリスクを通じて世界中に流動性低下や信用不安が高まる構図である。ソブリンリスクがアイルランド、スペイン、イタリアまで広がった場合、債権者としての英独仏の銀行の損害は巨額に上る。欧州の3大国で金融不安が起これば、リーマンショックと同様のグローバル金融危機に発展する可能性も否定できない。

南欧向け与信残高



(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)。

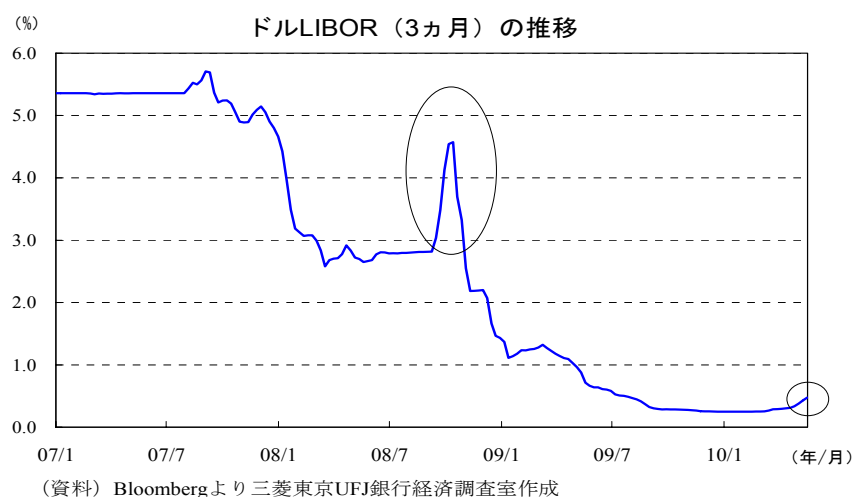
(資料) BIS国際与信統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

サブプライム危機との相違点(楽観的要素)

一方で、サブプライム危機との相違点もある。

まず指摘されるのは、既に非伝統的な金融政策や各国協調による金融支援のセイフティネット体制が敷設されていることである。サブプライム危機時には、ベアスターズ破綻からリーマンショックに至るまで、金融当局は対処療法的・局地的な対応に追われ、金融システム不安の拡大を抑制することができなかった。しかし、

今回は、ECB が早い段階に固定金利の流動性オペ（期間 3 ヶ月）、政策金利連動の資金供給オペ（期間 6 カ月）の実施を公表。さらに FRB との通貨スワップ協定の再締結やユーロ圏政府債及び民間債券の購入を決定するなど、包括的な危機対策を敢行した。こうした各国協調的なドル流動性支援策が講じられた結果、資金流動性の逼迫状況は幾分緩和されたとみられる。銀行間取引金利は上昇傾向にあるとはいえ、リーマンショック時の水準と比べると、流動性リスクプレミアムの上乗せ金利は抑制されている。



また、財政面の金融危機対策が早期に可決された点も大きい。リーマンショック時には、不良資産救済プログラム（TARP: the Troubled Asset Relief Program 7000 億ドル）が米下院で一旦否決されるなど難航したが、今回はギリシャ以外のユーロ圏で危機が発展した場合に金融支援を行うユーロ圏金融安定化メカニズム（総額 7500 億ユーロ）が EU 閣僚理事会で短期間のうちに承認された。同メカニズムは、EU 条約の 122.2 条「連帯条項」で認められている例外的な環境下におけるメンバー国の救済として位置づけられるもので、例外条項にも関わらず、各国の意見調整は早期に進展した。当初はギリシャ支援に難色を示していたドイツの連邦議会（下院）で同支援策が 319 対 73 の賛成多数で可決した。ドイツが「ユーロの安定、信認回復」に向けて漸く本腰を入れて動き出した点は明るい要素である。

国民世論の支持も最終的には期待できると考える。具体的には、ユーロ圏諸国の国民が為替リスク排除や経済統合の必要性の再認識に立ち戻り、結束力を高める可能性が残されているということである。リーマンショック時には、ブッシュ政権の政策が国民の支持を得られなかった。欧州も、これまでは国政・地方選挙が目白押しという政治スケジュールの影響もあって、各国とも内向きの政治力学を選択せざるを得なかった。このため、域内の不協和音が目立ったが、そもそも共通通貨ユーロの導入は、1990 年代に起きた欧州通貨危機や市場混乱による経済への深刻な打撃が引き金になっており、債務・通貨危機の悪循環を断ち切るには、ユーロ統合の結

束力を強化する以外に選択肢はない。

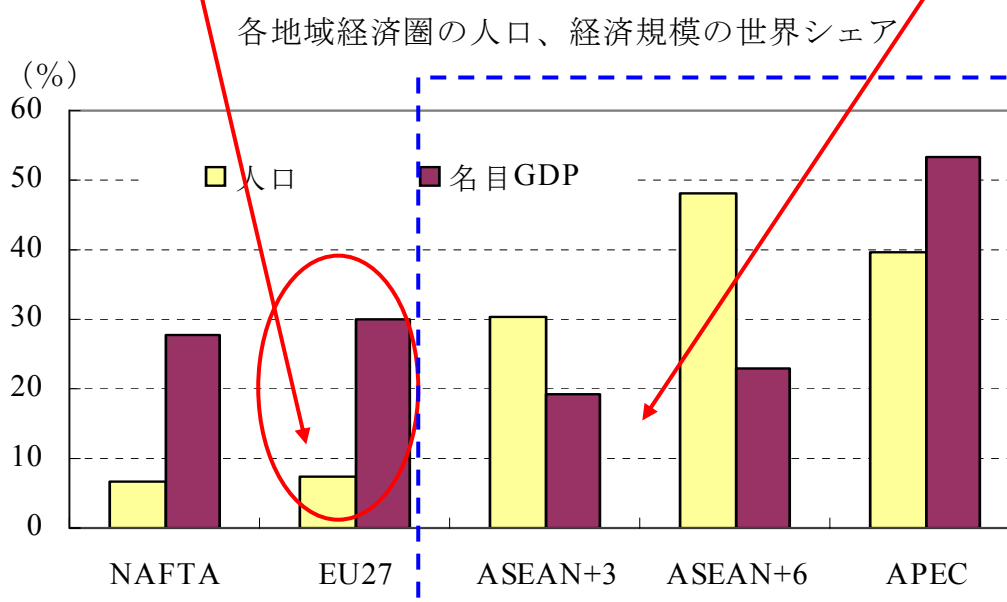
ユーロ経済圏は、米国経済を凌駕する規模に拡大したとはいえ、先行きアジア経済圏の急速な台頭（含む米州＋アジアの APEC 拡大構想）を勘案すると、先行き相対的な経済成長力や国際競争力の低下が懸念される状況にある。欧州にとって経済統合の完成度を高め、労働生産性や効率性における比較優位の地位を保つことが、グローバル競争時代を生き残る唯一の戦略であろう。

欧州経済圏

人口（億人）	5.0
名目GDP（兆ドル）	18.4
一人当たり名目GDP（ドル）	37060
消費市場規模（名目個人消費、兆ドル）	10.6
都市化率（%）	77.8

アジア経済圏

人口（億人）	20.4
名目GDP（兆ドル）	12.3
一人当たり名目GDP（ドル）	6041
消費市場規模（名目個人消費、兆ドル）	6.0
都市化率（%）	48.9



(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

試される欧州の結束力と国民の意思

深刻な危機に直面することによって、国民の意思がユーロ統合の原点に立ち戻り、逆に平時では各国間調整や国内説得が困難な政策（協同国債発行、財政健全化策、金融監督一元化など）を推し進めることができれば、中長期的なユーロ信認の回復やリスク再評価につながる可能性がある。

このように、欧州の金融情勢は全く予断を許さないが、リーマンショックの教訓や危機への対応策が着実に実行されており、過度に悲観的になる必要はない。主要中央銀行による潤沢な資金流動性の供給が担保されている限り、リーマンショック時のような金融システムリスクがグローバルに急拡大する事態は避けられる。当該国のソブリン問題として債務危機を個別に封じ込むことが可能である。

欧州ソブリン問題の行方(シナリオアプローチ)

上記の観点を踏まえて、先行きを展望すると、メインシナリオは、「欧州連合 (EU) や国際通貨基金 (IMF) による大規模な金融支援パッケージ、欧州中央銀行 (ECB) による緊急避難的な流動性供給を受けて、リーマン危機のような金融危機のグローバルな連鎖リスク、あるいはユーロ崩壊などの危機的結末 (catastrophe) は回避される。但し、金融支援と引き換えに政策条件 (conditionality) を課される南欧諸国は、厳しい緊縮財政を余儀なくされ、景気低迷が続く。同諸国のソブリンスプレッドもリスク選別化が強まる中で、一定レベルに拡大した状態が続く。欧州経済全体も、南欧、中東欧の厳しい財政デフレを受けて消費・投資が低迷し、2012年まで本格的な景気回復は見込めない。ユーロ相場は、1 ユーロ=1.20~1.30 ドルを中心としたレンジで推移する」になる。但し、ギリシャの財政再建への道程は非常に厳しいとみざるを得ず、メインシナリオにおいても、ある程度の債務リストラクチャリング (債務返済猶予や一部債務免除など軽度なもの) の可能性を織り込まざるを得ない。

一方、リスクシナリオは「ギリシャの厳格な財政緊縮の政策条件 (conditionality) が履行されず、本格的な債務リストラクチャリングを前提とした交渉に切り替わるケースで、事実上のデフォルトが発生する」ケースで、信用不安から世界の金融・株式市場は再び混乱する。この場合、「ギリシャのユーロ離脱」や「他の南欧諸国への波及」の要素が加わるか否かで影響度が異なるだろう。連鎖的にスペインやイタリアが大幅格下げとなれば、同国の債権者 (Creditor) であるドイツ、フランス、オランダ、英国の金融問題に発展するのは避けられず、金融システムリスクが一気に伝播する。リーマンショック時には、主要国 (G20) が各国 GDP の約 2% から 4% の大規模な財政支出を敢行し、金融危機を止血。その後の V 字型回復を可能にさせたが、現下の財政状況を勘案すると、追加的な財政支出の余地は小さく、長期間にわたり、経済の構造調整 (債務調整やデフレ) を余儀なくされる可能性がある。

但し、EU、IMF のギリシャ金融支援 1100 億ユーロは、2011 年末までの償還分 694 億ユーロと新規財政赤字発生分 370 億ユーロの合計 1070 億ユーロをカバーできる額であり、当面リスクシナリオが顕現化する可能性は低いと考える。焦点は、2012 年以降の財政ファイナンスがどうなるかであり、来年 (2011 年) 半ばにはリスクシナリオの蓋然性を再チェックすることが必要であろう。

欧州ソブリン問題の日本国債への影響

欧州ソブリン問題の日本国債への影響は、円高進行やリスク回避志向による消去法的な国債買い需要が先行し、「安全資産としての日本国債神話」がまたぞろ蘇っている。

しかし、中期的にみれば、欧州以上に財政状況の悪化は深刻であり、先行き国債の国内消化比率の低下とともに財政リスクプレミアムは確実に高まっていく。格付

会社 S&P は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。格下げを保留している要因として、①財政改善のオプション（増税等）を有する、②国債費（利払い費）が低金利で制御可能、③国債が国内で安定消化されている等が考えられる。逆に言えば、日本国債格下げのトリガーポイントは、①中長期的な財政再建計画への信認低下、②金利上昇等で国債費（利払い費）増大、③国債の海外消化比率が急上昇等の要素が顕現化することである。②と③は将来不可避な要因であり、①の中長期的な財政健全化へのコミットメントが鍵を握る。

国債格下げの保留理由(大手格付会社)

- ①財政改善のオプション(増税等)を有する
- ②国債費(利払い費)が低金利で制御可能
- ③国債が国内で安定消化されている



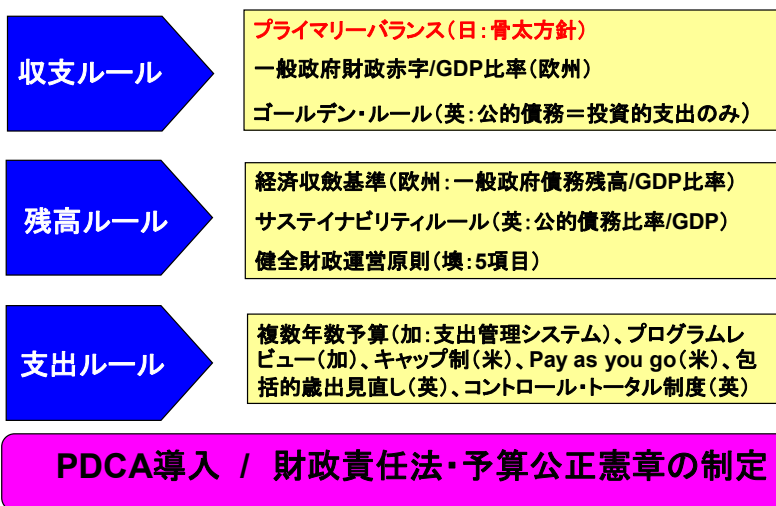
国債格下げのトリガーポイント

- ①中長期的な財政再建計画への信認低下
- ②金利上昇等で国債費(利払い費)増大
- ③国債の海外消化比率が急上昇

明確な基準を設けた財政健全化法案の早期制定が急務～成長戦略も併記すべき

今国会における財政健全化法案の法制化は難しいとみられるが、少なくとも収支ルール、残高ルール、支出ルールの全ての項目において明確な基準を設け、早い時期に財政責任法案や予算公正憲章などを制定しないと国際的な信任を得られない。

また、南欧諸国の格下げにみるように、財政再建とともに具体的な成長戦略を同時に示さないと、「財政デフレによる中期的な経済成長力の低下」を理由に格下げを受ける可能性がある。欧州同様、財政健全化に向けた待ったなしの政治的決断と、グローバル競争時代を生き残る国家戦略が求められよう。



(経済調査室長 内田 和人)

I. 日本

～実体経済の回復が進むも、金融・資本市場は当面予断を許さない状況が続く公算～

1. 景気の現状

1-3 月期の GDP は 4 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効果を背景に回復基調を辿っている。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 4.9%と、4 四半期連続のプラス成長となった（第 1 表）。純輸出（輸出－輸入）の寄与度が同+2.7%pt と引き続き高水準で推移したほか、消費や設備投資等の国内民需（寄与度同+2.1%pt）も成長率の押し上げに寄与した。過去 4 四半期の平均成長率は同 4.2%と潜在成長率（0.5～0.8%程度）を大きく上回っており、わが国の景気は外需や政策効果をテコに想定以上の速いペースで回復している。ただ、リーマン危機による急失速の反動という領域にあり、設備投資や雇用など内需の自律的回復は漸く萌芽し始めたという段階にある。

第1表：主要経済指標の推移

(前期(月)比、%)

		2009/7-9	10-12	2010/1-3	2010/1	2	3	4
全 体	名目GDP成長率(前期比年率)	▲ 1.0	1.1	4.9	-	-	-	-
	実質GDP成長率(同)	0.5	4.2	4.9	-	-	-	-
	景気動向指数(一致)	89.9	94.7	100.4	99.8	100.0	101.5	
	景気動向指数(先行)	84.0	91.4	99.5	97.2	98.5	102.7	
企 業	鉱工業生産	5.3	5.9	7.0	4.3	▲ 0.6	1.2	
	機械受注(船舶・電力を除く民需)	▲ 0.7	1.1	2.9	▲ 3.1	▲ 3.8	5.4	
	資本財出荷(除く輸送機械)	0.6	4.9	14.3	3.4	12.2	0.1	
家 計	雇用者数(非農林業)	▲ 1.4	▲ 1.6	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.6	0.4	
	現金給与総額(5人以上)	▲ 3.6	▲ 4.1	0.0	▲ 0.2	▲ 0.7	1.0	
	雇用者所得	▲ 5.1	▲ 5.7	▲ 0.3	▲ 0.9	▲ 1.3	1.3	
	失業率	5.4	5.2	4.9	4.9	4.9	5.0	
	消費総合指数(実質、季調値)	0.6	0.9	0.7	0.3	▲ 0.1	0.2	
消費者態度指数(全国・一般世帯、前期差)	4.6	0.4	1.4	1.4	0.8	1.1	1.1	
外 需	輸出(数量ベース)	9.6	7.5	5.9	3.9	0.2	3.0	
	輸入(数量ベース)	7.6	3.0	4.0	4.1	0.3	▲ 5.4	
物価	消費者物価(除く生鮮食品)	▲ 2.3	▲ 1.8	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.2	

(注) 1.雇用者数・現金給与総額・雇用者所得・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

徐々にではあるが 景気回復の裾野が 拡がりつつある

1-3 月期の実質 GDP の高成長については、薄型テレビの駆け込み購入といった一時的要因も影響しているため、ある程度割り引いて評価する必要があるものの、GDP 以外の経済指標からも経済環境の改善は示唆されている。雇用・賃金が 3 月に増加に転じたほか、設備稼働率も生産の回復を反映して、前回の景気回復局面の初期並みの水準まで上昇してきており、徐々にではあるが景気回復の裾野が拡がりつつある。

2. 今後の見通し

<概要>

不透明感は強いものの、各種対応策が金融危機に発展する可能性を封じ込め

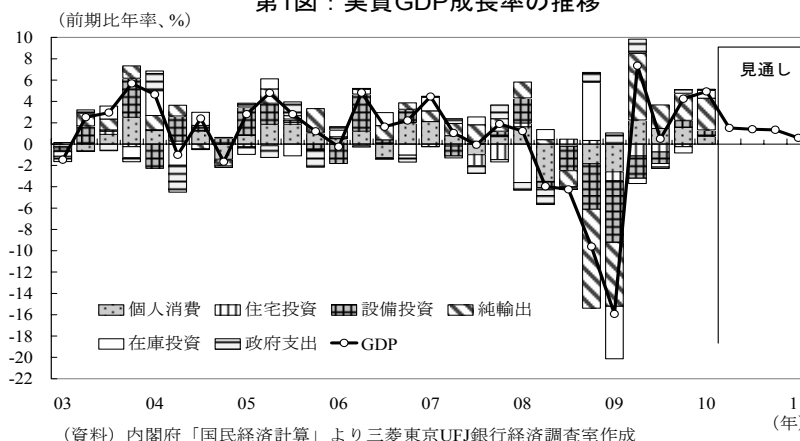
足元の実体経済は内外ともに底堅さを増している一方、先行きについては不透明感が強まっている。PIIGS 諸国等のソブリン問題や欧米の金融規制強化等を受けて、金融・資本市場が不安定化しており、株安や円高がマインド、企業収益等に与える影響が懸念される。ただし今のところは、ギリシャに対する 1,100 億ユーロの金融支援や EU・IMF の 7,500 億ユーロの緊急支援策、主要中銀のドルスワップ再開等により、大規模な金融危機に発展する事態は回避されている。

厳しい財政緊縮により、先行き欧州景気は下押しを余儀なくされるものの、わが国輸出の過半を占めるアジアの景気は底堅さを維持するとみられるため、輸出は引き続き景気回復の牽引役となろう。また、政府の経済対策は段階的に縮小していくが、各種の需要刺激策の終了前には駆け込み需要の発生が見込まれるため、今年いっぱいには大きな下振れ要因とはならないであろう。

輸出と政策効果による景気回復が続く見通し

先行き、わが国の景気は足元までの急ピッチの回復からは減速するが、輸出増加と政策効果によって緩やかな回復基調を辿るとみる。2011 年度については、設備投資や雇用・所得環境の回復など景気持ち直しの裾野の広がっていくことが期待されるが、政策効果の反動が顕在化してくるため、成長率は緩やかなものとなろう。実質 GDP 成長率は 2010 年度が前年比 2.3%、2011 年度が同 1.5%と予想する（第 1 図）。

第1図：実質GDP成長率の推移



欧州のソブリン問題は当面予断を許さない状況が続くことに留意

但し、欧州のソブリン問題は今後も燻り続ける公算が大きい。(注1) PIIGS 諸国の財政再建の行き詰まりなど、何らかのイベントをきっかけに金融・資本市場で再度緊張感が高まり、株安・円高を通じてわが国の景気下振れに繋がる可能性は否定できない。今のところは、景気が回復基調を辿る確率の方が高いとみるが、当面予断を許さない状況が続くことにも留意しておく必要がある。

(注1) 詳細は「西欧経済の見通し」ご参照

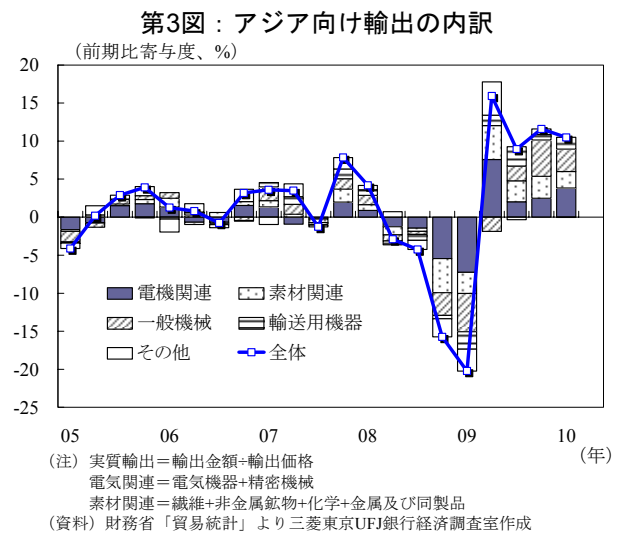
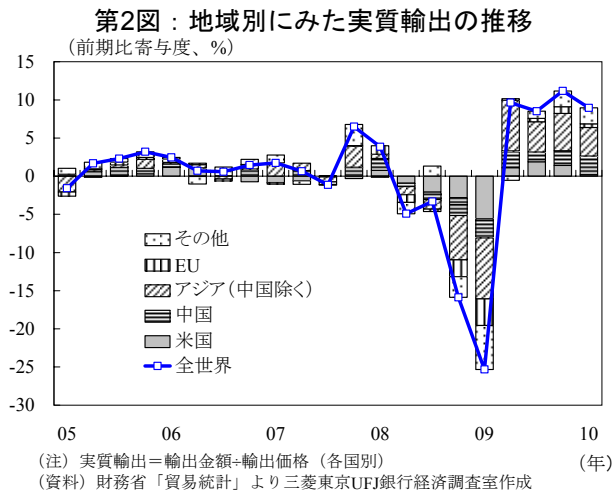
<詳細>

(1) 企業部門

①輸出・生産

輸出はアジア向けを牽引役に堅調に推移

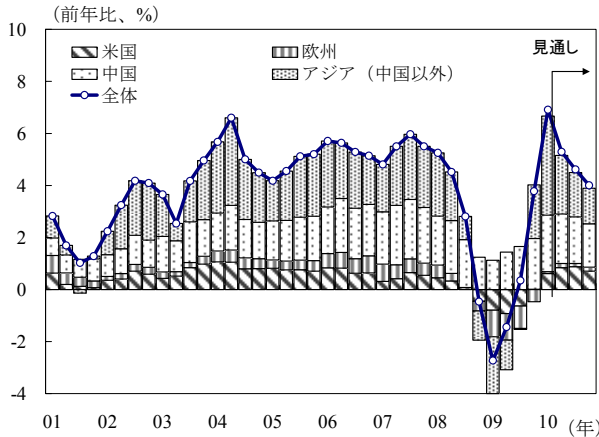
輸出は堅調に推移している。1-3月期の実質輸出（通関ベース）は前期比+9.0%と4四半期連続で大幅な増加となった（第2図）。輸出の牽引役となったのは、これまでと同様に中国を始めとするアジア向けであった。品目別にみると、いち早く回復の途に着いた電機・素材関連に加えて一般機械でも持ち直しの動きが継続している（第3図）。アジア景気が生産設備の増強を伴った回復段階へと進むことで、わが国の輸出は回復の裾野が広がっている。



輸出は次第に減速するも回復基調は維持する見込み

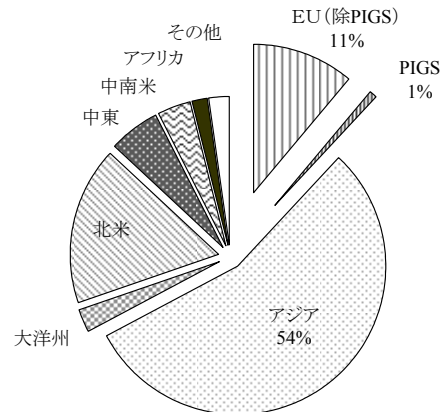
輸出の先行きを展望すると、急激な落ち込みからの反動が収束していくことから輸出は次第に減速していくとみる。もともと、海外経済は中国などのアジアを中心にペースはやや鈍化しつつも底堅く推移すると見込まれるため、輸出の回復基調自体は持続する見込みである（第4図）。ギリシャ問題に端を発した欧州の金融不安が欧州景気の足枷となる懸念はあるが、輸出に占めるEU向けの割合は1割程度であり、大半を占めるアジア向けが底堅さを保つことから、日本の輸出が腰折れるリスクは限定的といえよう（第5図）。

第4図：主要輸出先地域の成長率



(注) 海外成長率は、米国、ユーロ圏、英国、中国、NIEs、ASEAN4、インドの輸出ウェイトによる加重平均。
 (資料) 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

第5図：相手地域別 輸出シェア

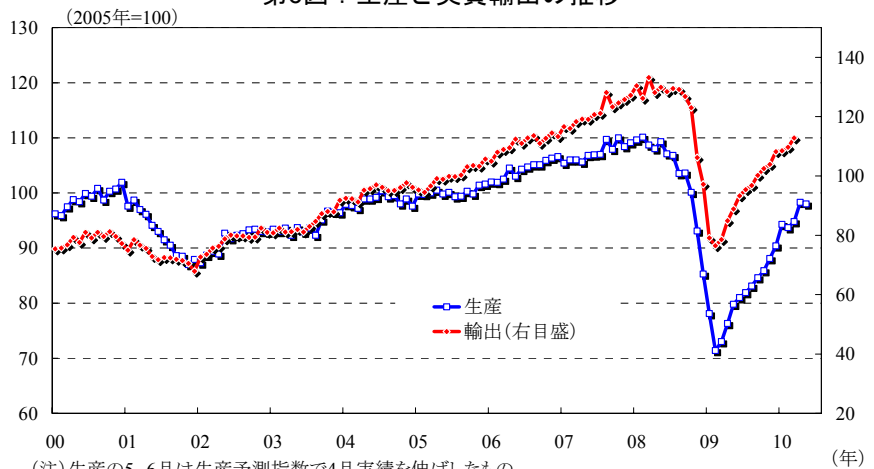


(注) 2009年度、金額ベース。
 (資料) 財務省「貿易統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

生産は増産基調を維持するも、伸びは次第に緩やかに

生産は輸出の回復と自動車や家電といった耐久財消費の好調などを背景に回復基調を辿っている（第6図）。先行き、輸出の回復持続などから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耐久財消費による生産の押し上げ効果が剥落していくことから、生産の伸びは次第に緩やかなものとなる。

第6図：生産と実質輸出の推移



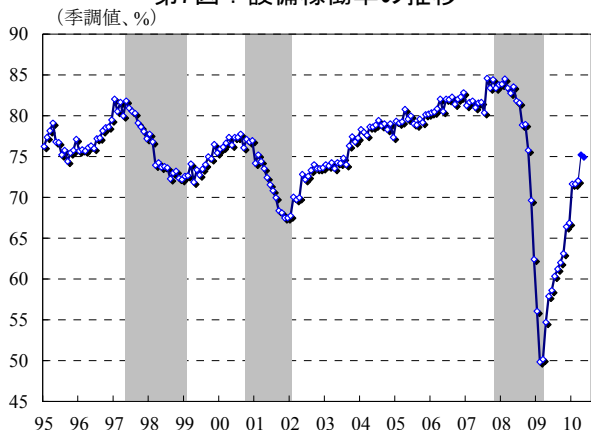
(注) 生産の5、6月は生産予測指数で4月実績を伸ばしたもの。
 (資料) 経済産業省「鉱工業指数」、日本銀行「実質輸出」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②設備投資

設備投資は緩やかな持ち直しが継続

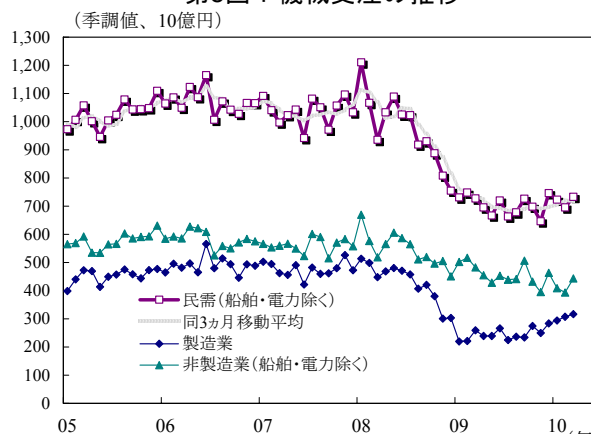
設備投資は1-3月期に前期比年率+4.2%と2四半期連続で増加した。生産の持ち直しを受けて、設備稼働率は過去の景気回復初期の水準まで上昇していることから（第7図）、設備投資にも徐々に動きが出始めたとみられる。設備投資の先行指標とされる機械受注をみても、緩やかな底離れの動きが出ている（第8図）。輸出・生産の回復を受けて、製造業の持ち直しが先行してきたが、足元では非製造業も下げ止まりに向かっており、設備投資の持ち直しの動きが産業全体へと徐々に波及しつつある姿が伺える。

第7図：設備稼働率の推移



(注) 4、5月は予測調査より設備稼働率を推計。生産能力を一定とした時の値。(年)
 シェード部分は景気後退局面。
 (資料) 経済産業省「鉱工業生産指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：機械受注の推移

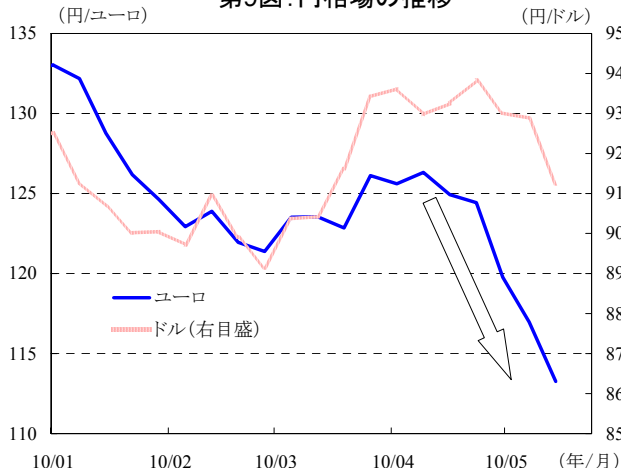


(資料) 内閣府「機械受注統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ユーロ安が企業収益の下押し要因となり、設備投資の重石に

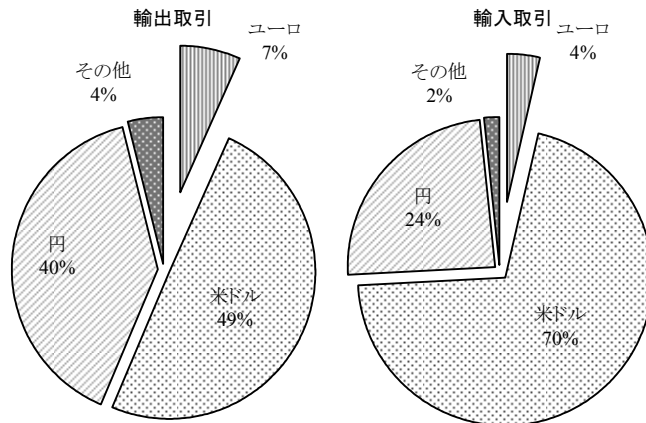
先行き、景気持ち直しに伴って設備投資は回復基調を辿ると予想するが、企業収益が回復しつつもまだ低水準にあり、設備過剰感が根強く残っていることから、本格回復には今暫く時間を要する見込みである。特に企業収益の面では足元で急速に進行している円高・ユーロ安が不安材料として浮上している(第9図)。わが国の貿易取引におけるユーロの割合はドルに比べてそれほど高くはないが、5月以降の円の上昇幅(約10%)を鑑みれば、局所的ながら企業収益への影響は小さくなく、設備投資の下押し要因として懸念される(第10図)。

第9図：円相場の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：貿易取引における通貨の割合



(注) 2009年下半期ベース。
 (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

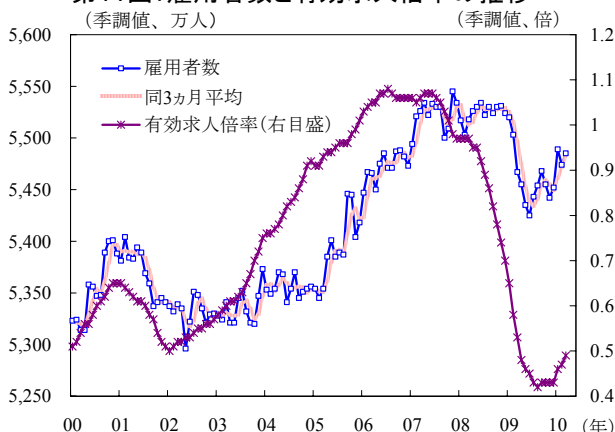
(2) 家計部門

①雇用・所得

雇用・所得環境は緩やかながら改善の動きが継続

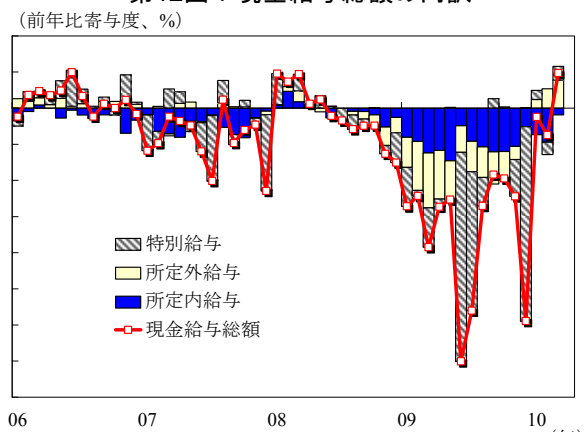
雇用・所得環境は緩やかながら改善の動きが継続している。雇用者数や有効求人倍率は持ち直し基調を辿っており、また3月の現金給与総額が22ヵ月ぶりに前年比プラスに転じるなど賃金にも持ち直しの動きが伺える(第11、12図)。

第11図：雇用者数と有効求人倍率の推移



(資料) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、総務省「労働力調査」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：現金給与総額の内訳

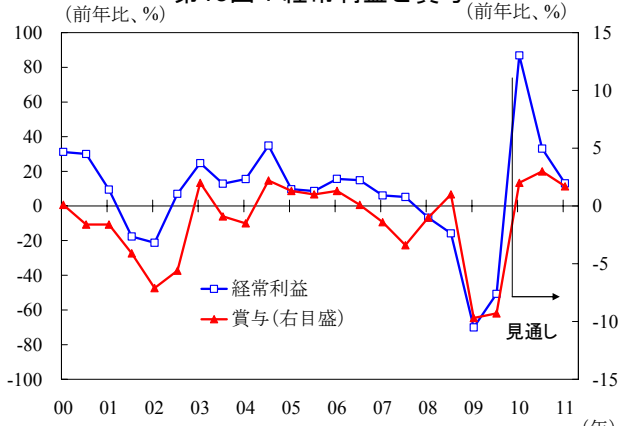


(注) 調査産業計、事業所規模5人以上。
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

先行き、雇用は引き続き医療・福祉などのサービス業で増加が見込まれるほか、生産の回復を背景として製造業でも持ち直しが進むとみられることから回復基調が継続しよう。もっとも、雇用過剰感は依然として根強いいため、回復ペースは緩やかなものに止まると予想する。

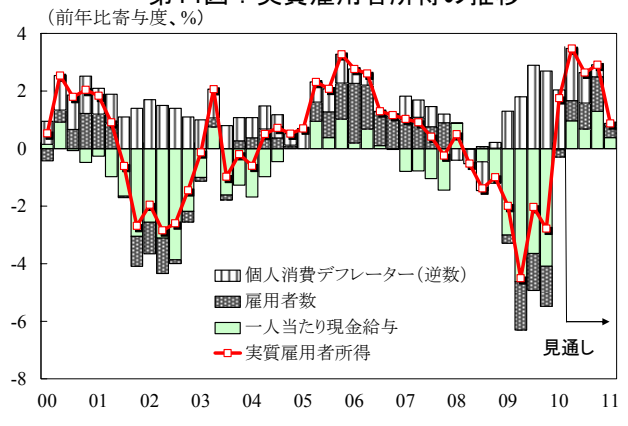
加えて、賃金も徐々に明るさを取り戻していく見込みである。企業業績の回復を受けて、2010年度の夏季ボーナス（特別給与に相当）は前年比+2%程度の増加が見込まれ（第13図）、残業代（所定外給与に相当）も生産活動の持ち直しに伴い増加傾向が続く公算が大きい。労働需給が依然緩和的であるため所定内給与の下押し圧力が重石となるものの、総じてみれば賃金は緩やかな持ち直しの動きが継続しよう。雇用・所得環境の改善が徐々に進展することに加え、物価下落が継続することから、実質雇用者所得は前年比プラスで推移する見込みである（第14図）。

第13図：経常利益と賞与



(注) 経常利益は全規模ベース、半年先行、2010年度は3月調査時点での見込み。
賞与は事業所規模5人以上、調査産業計ベース。
(資料) 日銀「短観」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：実質雇用者所得の推移

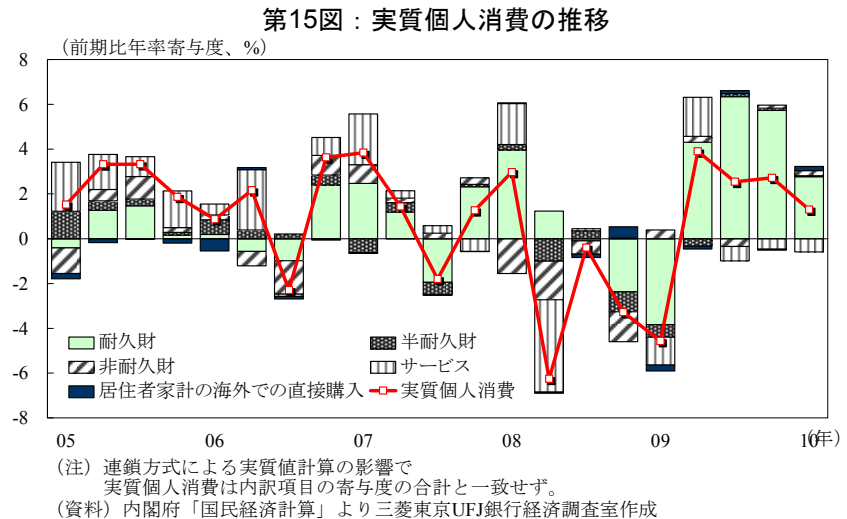


(注) 雇用者所得=一人当たり現金給与(事業所規模5人以上)×雇用者数
個人消費デフレーターで実質化。
(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、
内閣府「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②個人消費

耐久財消費の押し上げ効果は縮小しつつある

1-3 月期の実質個人消費（GDP ベース）は前期比年率+1.3%と 4 四半期連続で増加した（第 15 図）。内訳をみると、依然として耐久財のプラス寄与が大きいものの、伸び率は前 3 期に比べると鈍化しており、エコカー補助金・エコポイント制度による消費押し上げ効果は徐々に縮小してきている。



自動車による消費の押し上げ効果は期待薄

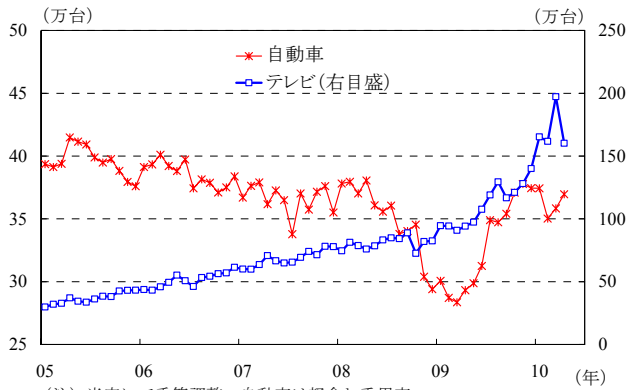
自動車の販売動向をみると、昨年末頃より伸びは頭打ちとなり、足元は 30 万台後半の水準で推移している。雇用・所得環境が持ち直していくことから、目先、大きく落ち込む可能性は小さいとみられるが、9 月末のエコカー補助金制度終了前の駆け込みを除いては、一層の消費押し上げ効果は見込み難い（第 16 図）。

薄型テレビは相応の伸びを維持するも、徐々に鈍化する見込み

一方、薄型テレビの販売は 4 月からエコポイントの対象機種が削減されるに伴い駆け込み需要が 3 月に生じた為、4 月はその反動が出た形となった。なお、これまでの販売台数の増加を反映して、薄型テレビの普及率は 60%台後半（当室試算値）まで上昇してきた模様であるが^(注2)、ブラウン管テレビに取って代わる新製品である点を鑑みれば、一定の伸びしろは残っているものと考えられる（第 17 図）。もっとも、前述したように 4 月からエコポイントの対象機種が減少したため、販売の伸びは鈍化しよう。また、薄型テレビの販売増加は、地上デジタル放送移行への対応も一因だが、3 月末時点で地デジ対応率は 83.8%に達したため、地デジ対応の面からの需要も今後縮小していく可能性が大きい。

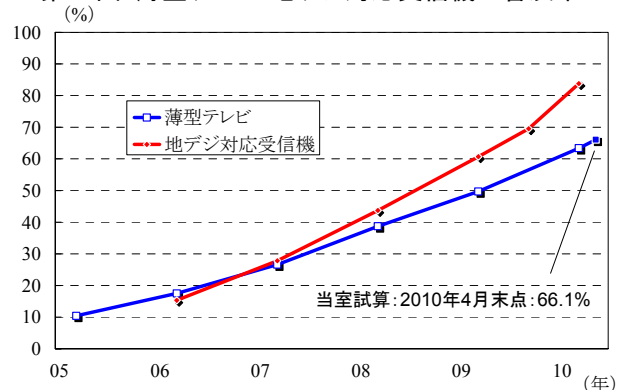
(注2) 全世帯数が 4,780 万世帯、3 月 15 日時点の薄型テレビの普及率が 63.4%。3 月の出荷実績 (221 万台) の半分と 4 月の出荷実績 (138 万台) を合わせた 249 万台の内、51.5% (2009 年 3 月 15 日から 2010 年 3 月 15 日の間に購入された 1 台目需要の割合) を 1 台目需要とすると、4 月末の普及率は 66.1%と試算される。

第16図：自動車・テレビの販売台数の推移



(注) 当室にて季節調整。自動車は軽含む乗用車。テレビは国内出荷実績を便宜的に使用。
 (資料) 日本自動車工業会「新車登録台数・軽自動車販売台数」、電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：薄型テレビ・地デジ対応受信機の普及率

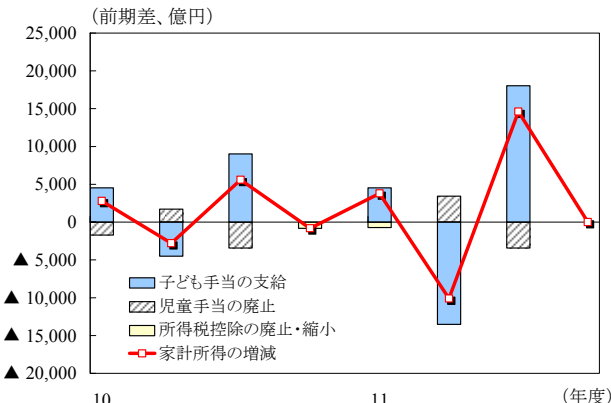


(注) 全世界帯(一般+単身)ベース。各年3月15日調査時点、液晶、プラズマ等の合計。
 (資料) 電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」、内閣府「消費動向調査」、総務省「地上デジタルテレビ放送に関する浸透度調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2010 年内の消費は底堅く推移する見込み

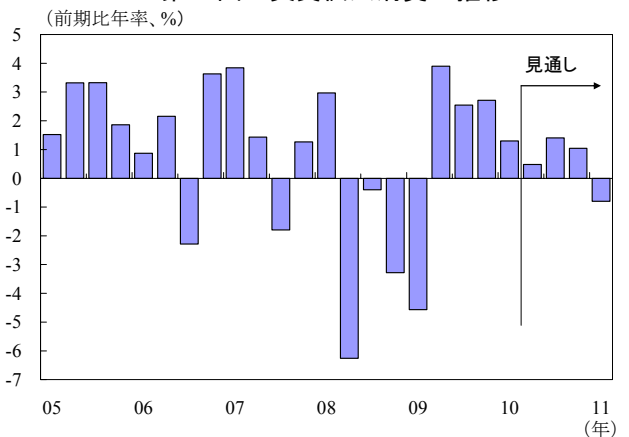
このように自動車・テレビによる消費押し上げ効果は次第に剥落していくものの、消費のベースとなる雇用・所得環境が持ち直すことから、他の財・サービス消費へと回復の動きが徐々に広がっていく展開を予想する。6月から支給開始となる子ども手当も家計所得の支えとなり、2010年度ベースでは個人消費を0.4%程度押し上げる効果が見込める(第18図)。さらに9月末にエコカー補助金、12月末にエコポイント制度が終了予定であり、制度終了にかけて駆け込み需要が発生するとみられることから、2010年内の個人消費は底堅さを維持しよう(第19図)。2011年初には駆け込み需要の反動から一旦落ち込むが、雇用・所得環境の回復進展が反動減を緩和し、消費の腰折れは回避するとみる。

第18図：制度変更による家計所得の変化



(注) 2011年1月から所得税控除が廃止・縮小され、2011年度から子ども手当全額(一人当たり2万6千円)が支給される場合。
 (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

第19図：実質個人消費の推移



(資料) 内閣府「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③住宅投資

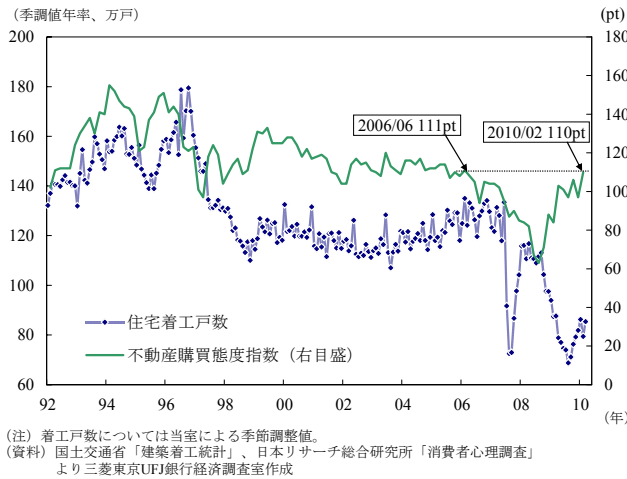
住宅投資は5四半期ぶりにプラス転換、回復局面へ

1-3月期のGDPベースでの住宅投資は前期比年率+1.1%と、5四半期ぶりにプラスに転じた。雇用・所得環境が底を脱し、不動産購入に対するマインドが改善してきていることに加え、低金利や税制優遇、住宅エコ

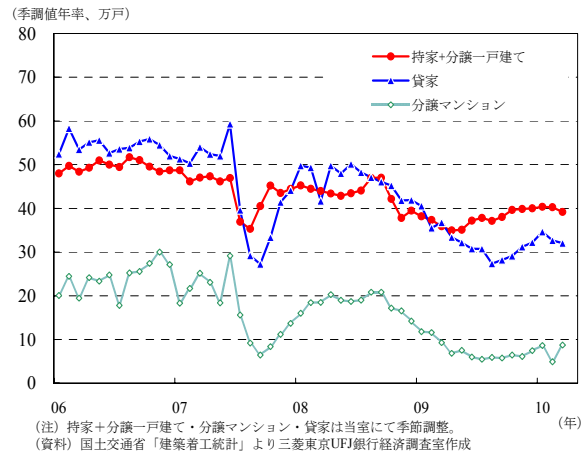
ポイントの効果が回復を下支えしている（第20図）。

住宅着工を利用関係別にみると、持家+分譲一戸建ては回復基調で推移しているものの、分譲マンションは依然低水準での推移となっている（第21図）。マンション市場は首都圏の好立地物件に好調な動きがみられるが、価格が高止まるなか、在庫も高水準で推移していることが、当面着工の抑制要因となろう（第22図）。

第20図：住宅着工戸数と家計のマインド



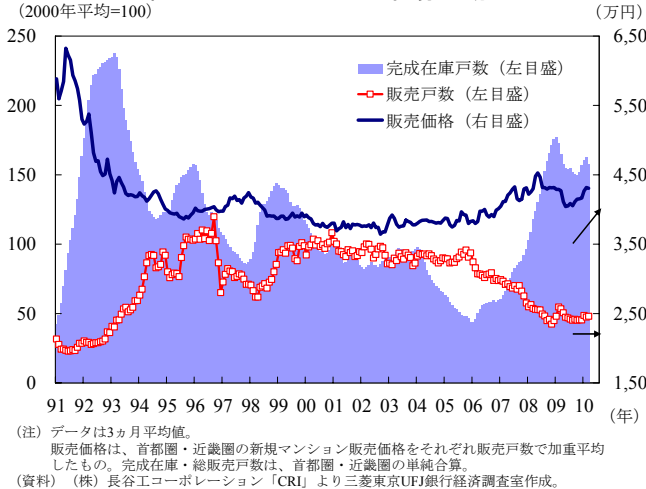
第21図：利用関係別新設住宅着工戸数の推移



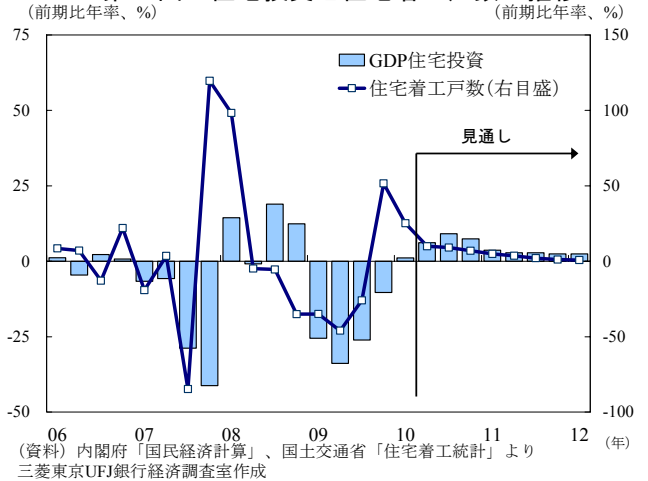
住宅投資は今後も回復基調を維持するがペースは緩慢

先行き、雇用・所得環境の改善が続くと予想されることに加え、住宅購入支援制度の更なる浸透が期待されることから、住宅投資は緩やかながら回復を維持すると予想する（第23図）。ただし、分譲マンションの在庫調整長期化や販売価格上昇が下押し要因となり、着工の持直しは緩やかなものに止まろう。また、減税額・非課税枠も2011年以降縮小することや、住宅エコポイントの対象は2010年末までの着工・着手分であることなど、反動には注意が必要だろう。

第22図：マンション市場の動向



第23図：住宅投資と住宅着工戸数の推移

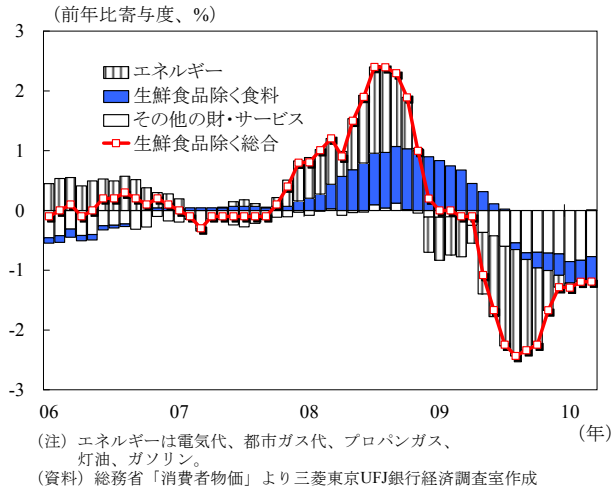


(3) 物価

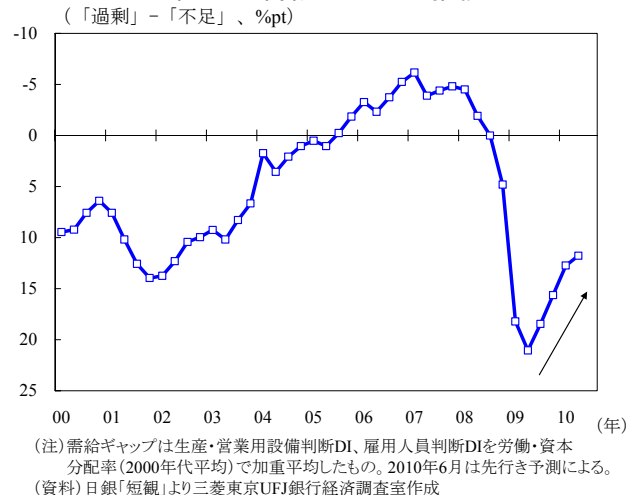
エネルギーを除く
財・サービスの下
押し圧力が継続

物価は下落基調が続いている。3月の消費者物価（生鮮食品除く総合、いわゆるコアCPI）は前年比▲1.2%と前月と同じ下落率となった（第24図）。エネルギーのマイナス寄与が解消した一方で、その他の財・サービスで下押し圧力が継続している。もともと、景気回復に伴って需給ギャップは縮小傾向を辿っていることから、物価の下落圧力は次第に弱まっていく局面にあるとみられる（第25図）。

第24図：消費者物価の推移



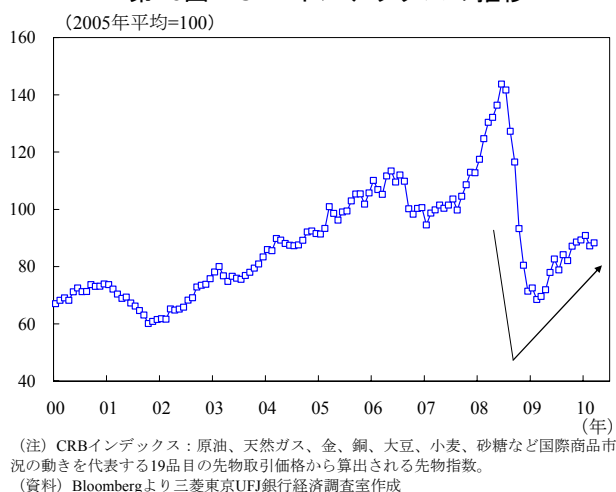
第25図：需給ギャップの推移



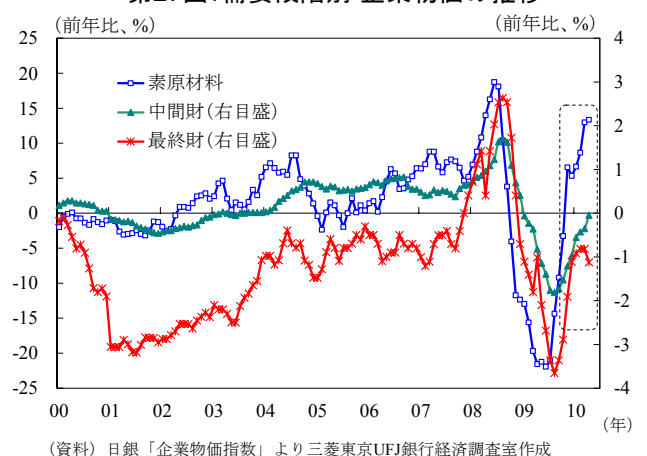
川上からの物価上
昇圧力も高まって
きている

他方、川上からの物価上昇圧力も高まってきている。新興国を中心とした世界経済の回復を背景に資源価格は上昇基調にある（第26図）。こうしたなか、企業物価のうち素原材料価格はすでに前年比二桁の上昇率となっているほか、中間財価格もほぼ前年並みまで持ち直しているなど、資源高の影響が川下に波及しつつある（第27図）。

第26図：CRBインデックスの推移

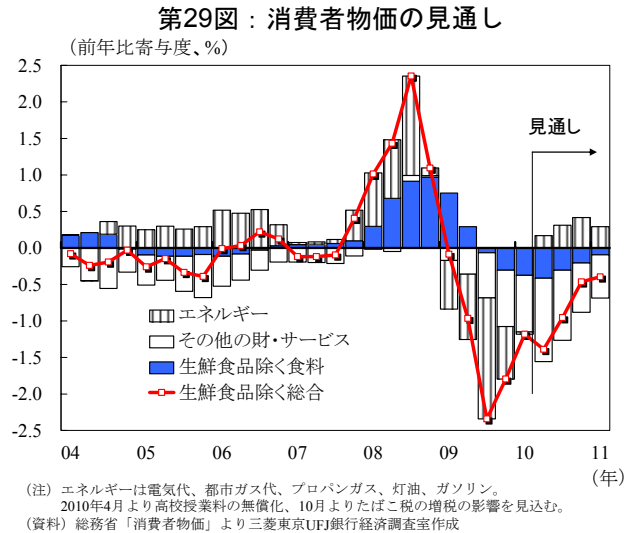
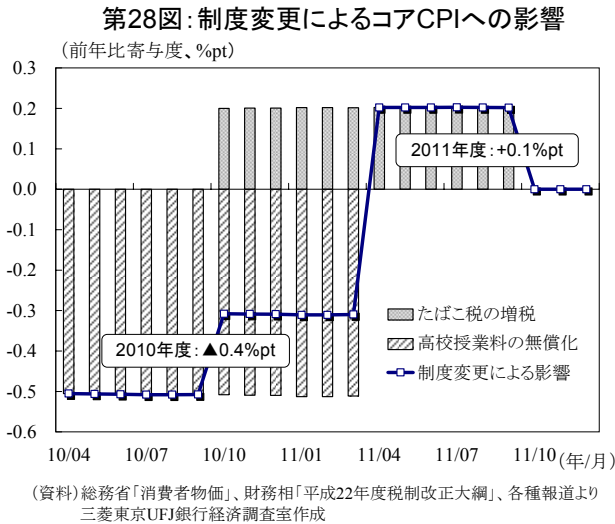


第27図：需要段階別 企業物価の推移



**コアCPIは2011年
前半に上昇に転じ
る見込み**

また先行き、コアCPIは需給バランスに基づく物価のトレンドとは別に、制度変更によって大きく変動する見込みである。主なものでは4月から始まった高校授業料無償化や10月からのたばこ税の増税によってコアCPIは2010年度に▲0.4%pt、2011年度に+0.1%ptの影響を受けるとみられる(第28図)。物価の下落圧力は徐々に弱まっていくものの、コアCPIは上述の制度変更の影響もあり当面は下落基調が継続するとみられ、上昇に転じるのは2011年前半と予想する(第29図)。



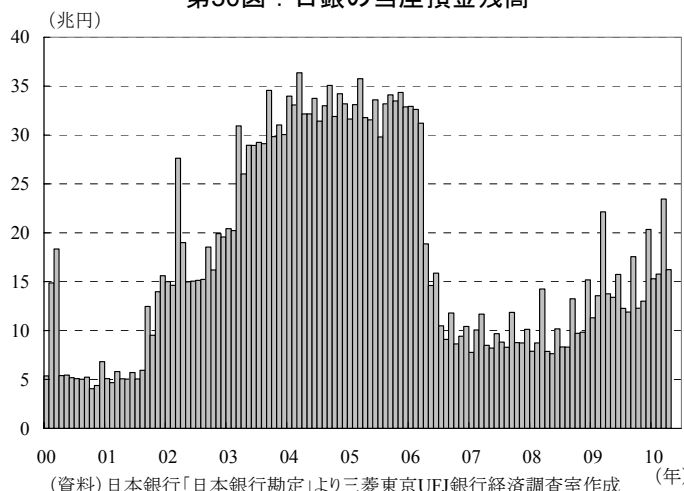
3. 金融

(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いている。また、昨年末に導入した新型オペ(固定金利方式共担オペ)の拡充による積極的な資金供給(広義の量的緩和)を行っており、日銀の当座預金残高も増加傾向にある(第30図)。加えて、5月20-21日の金融政策決定会合では、日本経済の成長基盤強化に向けた資金供給の素案を公表した(第2表)。日銀は、デフレの基本的要因を潜在成長率の低下とみており、潜在成長率引き上げに向けた民間の取り組みを資金供給面から支援する必要性が高いとの判断から本措置の検討に着手した。もっとも、本措置の効果を評価するには、貸付総額や対象分野等の詳細の決定を待つ必要がある。

第30図：日銀の当座預金残高



第2表：成長基盤強化支援に向けた資金供給

【骨子素案】

資金供給方式	共担オペ方式
貸付期間	原則1年 借り換え可能
貸付利率	貸付時の無担保コール翌日物
対象先毎の貸付額	対象金融機関の成長基盤強化に向けた融資・投資実績に基づく
貸付総額・貸付受付期限等	本措置の開始時に決定

【総裁記者会見での説明】

- ・対象となる融資・投資の範囲は今後、金融機関と意見交換を行う。
 - ・政府や各種経済団体が公表している各種の成長戦略を参考にする。
 - ・恒常的な措置とはしない。
 - ・個別の産業・企業に対するミクロの資源配分への介入となることは避ける。
- (資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今年度いっぱい
政策金利の据え置
きが続く公算

金融政策の先行きを展望すると、ギリシャ問題を背景に内外経済の下振れリスクが根強く残るなか、出口戦略への着手は当面難しいとみる。少なくとも、物価下落が継続する今年度いっぱい、日銀は政策金利の据え置きを続ける公算が大きい。

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 0.38%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・財政

長期金利は 1.2%前
後まで低下

ギリシャの財政危機に端を発した欧州のソブリン問題や欧米の金融規制強化の影響に対する懸念等を背景に、世界的にリスク回避の動きが強まっており、安全資産である国債への資金流入によって長期金利は押し下げられている。足元の新発 10 年国債利回りは 1.2%前後と、4 月につけた直近ピーク (1.405%) から 0.1%pt 近く低下した (第 31 図)。長期金利は当面、リスク回避の動きから低水準で推移する可能性が高い。

第31図：新発10年国債利回りの推移



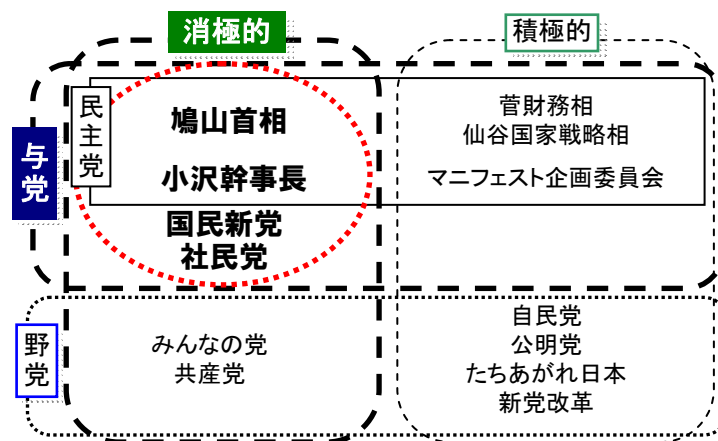
中長期的な長期金利上昇リスクは増大

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。高齢化の進行に伴い、年金・医療費の増加が見込まれる一方、貯蓄の取り崩しによって国債の消化原資が減少に転じるためである。

現政権が実効性のある財政再建策を提示できるかは不透明

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月に策定する方針だが、実効性のある方策を示すことができるか不確実性は大きい。昨年の衆院選で掲げたマニフェストを抜本的に見直さない限り、歳出の増大が避けられないなか、事業仕分け等による財源捻出は当初の期待ほどには成果を挙げられていない。また、財政赤字削減に向けて消費税率の引き上げが必要との主張が与野党から出ているが、連立与党首脳陣は消極的な姿勢を維持している（第32図）。

第32図: 消費税率引き上げに対するスタンス



(3) 為替

リスク回避の円高が進行

為替相場では、世界的なリスク回避の動きから円高が進行しており、足元は1ドル=90円前後と3月後半以来の水準で推移している（第33図）。日本の財政は極めて深刻な状態にあるが、国全体としては対外純債権国であるため、円は比較的安全度の高い通貨として資金の避難先となっている。

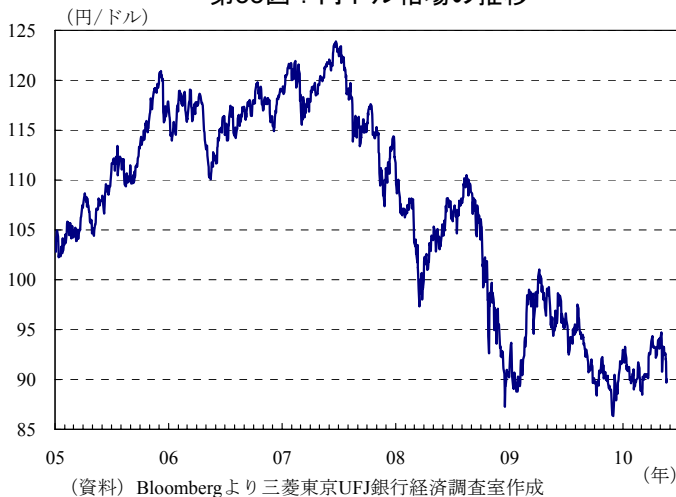
夏場以降は、米国の金利先高感から円安傾向へ

こうしたリスク回避の動きは今しばらく継続が予想され、目先は円が一段と上昇する可能性がある。秋以降については、米FRBの出口戦略が徐々に具体化し、米国の金利先高感の高まりを背景に円安トレンドに転じると予想する。

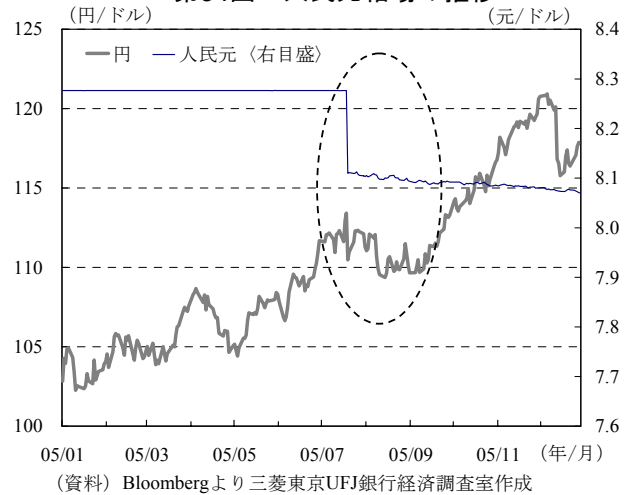
人民元切り上げの影響は限定的と予想

また、円相場の先行きについては、人民元が切り上げられた場合の影響を考慮する必要があるが、限定的なものにとどまるとみる。2005年の人民元切り上げの際、円も同じアジア通貨であるとの連想から連れ高となり、一時的には対ドルで約4円上昇したものの、長めのトレンドは円安傾向が続いた（第34図）。当時は米FRBが利上げを続けており、日米金利差が拡大基調にあったことがトレンドを規定する主たる要因となった。今回も米FRBの政策が方向としては出口に向かっていくため、連れ高の動きは一時的と予想する。また、中国当局が国内経済への影響を配慮し、人民元の大幅上昇を回避する可能性が高いことも、円相場へのインパクトが限定的なものにとどまる一因となろう。

第33図：円ドル相場の推移



第34図：人民元相場の推移



(岩岡 聰樹、高山 真、石丸 伸二、西村 実季子)

日本経済金融見通し

見通し

平成22年(2010年)5月28日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室
(単位: %、10億円)

	2008				2009				2010				2011	2009年度	2010年度	2011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	0.6	▲5.7	▲5.6	▲4.4	▲16.5	0.9	▲1.0	1.1	4.9	0.7	1.5	1.6	0.7	▲3.7	1.7	1.9
実質GDP	1.2	▲4.0	▲4.2	▲9.6	▲15.9	7.4	0.5	4.2	4.9	1.5	1.4	1.3	0.6	▲1.9	2.3	1.5
GDPデフレーター														▲1.8	▲0.6	0.3
個人消費	3.0	▲6.3	▲0.4	▲3.3	▲4.6	3.9	2.5	2.7	1.3	0.5	1.4	1.0	▲0.8	0.6	1.2	0.8
住宅投資	14.4	▲0.8	18.9	12.4	▲25.5	▲33.8	▲26.1	▲10.3	1.1	6.1	9.1	7.4	3.6	▲18.5	1.2	3.8
設備投資	15.9	▲3.3	▲13.5	▲24.9	▲34.0	▲14.1	▲7.9	5.1	4.2	2.9	3.0	3.2	3.6	▲15.1	2.9	3.7
民間在庫(10億円)	▲1,016	315	182	7,632	855	213	▲226	▲996	▲22	30	430	730	980	▲211	589	1,527
政府支出	▲3.4	▲7.5	▲0.8	4.4	5.0	6.0	▲0.6	1.5	0.5	▲2.9	▲4.0	▲3.3	▲1.3	2.9	▲1.9	▲0.4
公共投資	▲15.7	▲20.1	2.1	0.8	18.4	32.5	▲3.9	▲4.7	▲6.5	▲18.5	▲25.2	▲21.9	▲11.5	8.7	▲15.8	▲6.9
財貨・サービスの輸出	11.6	▲4.3	▲1.9	▲45.8	▲68.0	46.8	39.1	25.2	30.5	13.4	7.8	7.6	6.8	▲9.6	16.7	5.3
財貨・サービスの輸入	2.9	▲10.0	11.6	2.0	▲54.8	▲14.0	24.2	6.3	9.6	5.9	5.7	4.9	4.5	▲11.8	7.4	3.7
(<>は外需の寄与度)														<▲0.1>	<1.6>	<0.4>
最終需要 (国内民間)	5.7	▲5.0	▲3.4	▲8.6	▲9.0	0.3	▲1.6	2.6	1.4	1.1	1.9	1.6	0.1	▲2.6	1.4	1.4
鉱工業生産 (前期比)	0.3	▲1.2	▲3.2	▲11.3	▲20.1	6.6	5.3	5.9	7.0	2.1	1.9	1.4	1.1	▲8.9	14.4	4.3
国内企業物価 (前年比)	(3.6)	(4.9)	(7.3)	(2.6)	(▲1.9)	(▲5.5)	(▲8.2)	(▲5.2)	(▲1.7)	(▲0.2)	(0.2)	(1.6)	(1.9)	(▲5.2)	(0.8)	(1.3)
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)	(▲1.4)	(▲1.1)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲1.6)	(▲0.9)	(0.3)
2. 国際収支																
貿易収支	2,679	1,234	590	▲345	▲288	1,042	1,352	1,906	2,379	1,709	1,469	1,768	1,753	6,678	6,699	6,160
経常収支	6,035	4,429	3,715	2,371	2,181	3,516	3,626	3,966	4,550	3,924	3,741	4,098	4,140	15,658	15,902	16,279
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	0.50
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	0.5	0.4	0.6
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	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4	1.3	1.7
円相場 (円/ドル)	105	105	108	96	94	97	94	90	92	91	92	94	96	93	93	96

(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5月28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]

	2008年度	2009年度	2009年			2010年	2009年	2010年			
			4-6	7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 3.7	▲ 1.9	7.4 (▲ 5.7)	0.5 (▲ 5.2)	4.2 (▲ 1.1)	4.9 (4.6)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.5		1.1 (▲ 9.3)	1.1 (▲ 7.0)	0.1 (▲ 3.7)	1.3 (3.6)	▲ 0.3 (▲ 1.6)	3.4 (1.9)	▲ 2.3 (4.1)	▲ 0.8 (4.7)	
鉱工業生産指数	▲ 12.7	▲ 8.9	6.5 (▲ 27.4)	5.3 (▲ 19.4)	5.9 (▲ 4.3)	7.0 (27.5)	2.6 (6.4)	4.3 (18.9)	▲ 0.6 (31.3)	1.2 (31.8)	
鉱工業出荷指数	▲ 12.6	▲ 8.4	5.0 (▲ 27.3)	5.8 (▲ 18.8)	5.9 (▲ 3.3)	7.2 (26.5)	2.4 (6.3)	4.5 (20.1)	▲ 0.2 (29.0)	2.0 (29.9)	
製品在庫指数	▲ 5.2	▲ 6.0	▲ 3.9 (▲ 10.3)	▲ 1.8 (▲ 12.1)	▲ 1.5 (▲ 14.6)	1.1 (▲ 6.0)	▲ 0.2 (▲ 14.6)	1.1 (▲ 12.3)	1.6 (▲ 7.5)	▲ 1.6 (▲ 6.0)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	121.9	120.4	136.4 [103.0]	124.3 [107.3]	114.7 [123.4]	106.2 [149.6]	110.0 [132.1]	108.0 [148.9]	108.3 [154.6]	102.3 [145.2]	102.3 [140.3]
国内企業物価指数	3.1	▲ 5.2	▲ 1.3 (▲ 5.5)	0.1 (▲ 8.2)	▲ 0.8 (▲ 5.2)	0.3 (▲ 1.7)	0.1 (▲ 3.8)	0.1 (▲ 2.2)	0.1 (▲ 1.6)	0.2 (▲ 1.3)	0.4 (▲ 0.2)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	1.2	▲ 1.6	0.0 (▲ 1.0)	▲ 0.4 (▲ 2.3)	▲ 0.2 (▲ 1.8)	▲ 0.6 (▲ 1.2)	▲ 0.1 (▲ 1.3)	▲ 0.1 (▲ 1.3)	0.2 (▲ 1.2)	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.5 (▲ 1.5)
稼働率指数 (2005年=100)	88.7	80.0	71.8 [104.0]	77.0 [100.4]	81.8 [87.1]	90.3 [65.4]	84.1 [78.5]	90.1 [70.5]	90.1 [62.7]	90.6 [63.1]	90.6 [68.8]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 14.1	▲ 20.6	▲ 5.6 (▲ 33.4)	▲ 0.7 (▲ 27.3)	1.1 (▲ 14.0)	2.9 (▲ 1.8)	15.4 (▲ 1.5)	▲ 3.1 (▲ 1.1)	▲ 3.8 (▲ 7.1)	5.4 (1.2)	
製造業	▲ 22.4	▲ 27.8	6.3 (▲ 47.0)	▲ 6.6 (▲ 45.7)	16.2 (▲ 17.3)	13.6 (29.0)	13.6 (▲ 6.5)	3.6 (34.3)	4.4 (37.2)	3.1 (21.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 6.8	▲ 15.8	▲ 11.0 (▲ 23.7)	3.7 (▲ 12.0)	▲ 7.0 (▲ 10.8)	▲ 3.4 (▲ 15.1)	17.2 (2.2)	▲ 11.7 (▲ 18.3)	▲ 3.7 (▲ 23.4)	12.6 (▲ 8.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 17.6	▲ 24.3	▲ 13.1 (▲ 41.4)	0.6 (▲ 34.4)	4.9 (▲ 21.4)	14.3 (5.84)	1.8 (▲ 14.3)	3.4 (▲ 7.1)	12.2 (11.3)	0.1 (11.0)	
建設受注	▲ 12.3	▲ 14.2	(▲ 31.4)	(▲ 25.4)	(▲ 18.4)	(18.7)	(0.6)	(15.7)	(▲ 20.3)	(42.3)	
民需	▲ 19.0	▲ 15.3	(▲ 36.0)	(▲ 27.2)	(▲ 20.4)	(29.9)	(▲ 4.8)	(9.5)	(▲ 20.2)	(75.3)	
官公庁	23.5	▲ 11.1	(▲ 14.5)	(3.1)	(▲ 21.4)	(▲ 10.5)	(▲ 24.7)	(13.7)	(▲ 12.8)	(▲ 14.3)	
公共工事請負金額	0.1	4.9	(13.0)	(11.2)	(6.3)	(▲ 11.8)	(10.3)	(▲ 3.8)	(▲ 8.8)	(▲ 16.0)	(▲ 0.1)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	103.4 (0.3)	77.8 (▲ 25.4)	76.9 (▲ 31.9)	71.3 (▲ 35.8)	79.1 (▲ 20.9)	83.7 (▲ 6.6)	81.9 (▲ 15.7)	86.3 (▲ 8.1)	79.4 (▲ 9.3)	85.4 (▲ 2.4)	
新設住宅床面積	(▲ 2.3)	(▲ 21.5)	(▲ 29.3)	(▲ 31.7)	(▲ 15.1)	(▲ 3.4)	(▲ 10.2)	(▲ 3.4)	(▲ 8.0)	(1.0)	
小売業販売額	▲ 1.1	▲ 0.4	(▲ 2.8)	(▲ 1.9)	(▲ 0.7)	(3.8)	(▲ 0.2)	(2.3)	(4.2)	(4.7)	(4.9)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 2.8	1.0	0.0 (▲ 2.3)	0.8 (▲ 2.3)	0.5 (▲ 3.2)	0.0 (▲ 3.2)	0.2 (2.1)	▲ 1.3 (1.7)	▲ 1.6 (▲ 0.5)	5.9 (4.4)	▲ 6.3 (▲ 0.7)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.6	73.3	74.0 [74.3]	74.7 [73.8]	74.5 [71.9]	74.4 [74.0]	75.6 [71.4]	73.5 [72.8]	72.2 [74.9]	78.1 [75.0]	72.7 [74.9]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 7.0	▲ 8.5	0.1 (▲ 18.2)	1.9 (▲ 14.9)	2.8 (▲ 7.7)	5.0 (10.0)	1.5 (▲ 3.2)	3.3 (4.4)	0.3 (11.4)	0.9 (14.5)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 1.1	▲ 3.3	(▲ 4.7)	(▲ 3.6)	(▲ 4.1)	(0.0)	(▲ 5.9)	(▲ 0.2)	(▲ 0.7)	(1.0)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	29076.0	▲ 77894.3	▲ 96970.8 [72,912.0]	▲ 106546.5 [65,668.3]	▲ 109742.7 [49,422.3]	1682.9 [▲ 71,698.8]	▲ 110435.1 [46,690.2]	▲ 6870.6 [▲ 62,174.6]	5834.7 [▲ 73,535.8]	6084.6 [▲ 79,386.1]	6084.6 [▲ 82,890.6]
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.78	0.45	0.46 [0.94]	0.43 [0.86]	0.43 [0.74]	0.47 [0.59]	0.43 [0.70]	0.46 [0.65]	0.47 [0.58]	0.49 [0.53]	0.49 [0.48]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.1	5.2	5.1 [4.0]	5.4 [4.0]	5.2 [4.1]	4.9 [4.5]	5.2 [4.4]	5.0 [4.2]	4.9 [4.4]	5.0 [4.8]	5.0 [5.0]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	25.6	39.9	37.7 [32.4]	42.4 [28.5]	36.7 [19.8]	42.8 [21.6]	35.4 [15.9]	38.8 [17.1]	42.1 [19.4]	47.4 [28.4]	49.8 [34.2]
企業倒産件数 (実数、件数)	16,146 (12.3)	14,732 (▲ 8.7)	3,954 (3.2)	3,782 (▲ 6.2)	3,529 (▲ 13.2)	3,467 (▲ 17.7)	1,136 (▲ 16.5)	1,063 (▲ 21.8)	1,090 (▲ 17.2)	1,314 (▲ 14.5)	1,154 (▲ 13.1)

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]

	2008年度	2009年度	2009年			2010年	2009年	2010年			
			4-6	7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
通関輸出	▲16.4	▲17.1	(▲38.6)	(▲34.4)	(▲8.0)	(43.3)	(12.0)	(40.9)	(45.3)	(43.5)	(40.4)
価格	▲3.3	▲7.0	(▲8.0)	(▲12.6)	(▲6.5)	(▲0.3)	(▲2.3)	(▲0.3)	(▲0.4)	(▲0.3)	(0.7)
数量	▲14.3	▲9.9	(▲33.2)	(▲24.9)	(▲1.2)	(43.8)	(14.7)	(41.3)	(45.9)	(43.9)	(39.6)
通関輸入 (円建)	▲4.1	▲25.2	(▲39.9)	(▲39.5)	(▲20.9)	(18.8)	(▲5.5)	(8.9)	(29.5)	(20.5)	(24.2)
価格	0.6	▲18.5	(▲24.2)	(▲30.8)	(▲16.4)	(5.0)	(▲4.8)	(6.6)	(5.4)	(3.2)	(5.6)
数量	▲5.7	▲7.3	(▲20.7)	(▲12.6)	(▲5.0)	(13.1)	(▲0.8)	(2.2)	(23.0)	(16.9)	(17.6)
経常収支 (億円)	123,362	156,547	32,514	40,888	34,099	49,046	9,156	8,998	14,706	25,342	
貿易収支 (億円)	11,589	66,085	11,678	13,431	20,477	20,499	6,240	1,972	7,780	10,747	
サービス収支 (億円)	▲20,469	▲18,303	▲6,926	▲4,278	▲4,797	▲2,302	▲1,079	▲1,599	▲847	144	
資本収支	▲173,053	▲123,387	▲20,730	▲28,076	▲17,250	▲57,331	▲4,225	▲5,112	▲14,767	▲37,452	
外貨準備高 (百万ドル)	1,018,549	1,042,715	1,019,175	1,052,598	1,049,397	1,042,715	1,049,397	1,053,070	1,051,079	1,042,715	1,046,873
対ドル円レート (期中平均)	100.46	92.80	97.27	93.61	89.68	90.65	89.55	91.16	90.28	90.52	93.38

3. 金融

	2008年度	2009年度	2009年			2010年	2009年	2010年				
			4-6	7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月	
コール・レート (無担保翌日物)	0.363	0.102	0.103	0.103	0.104	0.098	0.101	0.096	0.101	0.097	0.093	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.805	0.516	0.579	0.543	0.498	0.443	0.462	0.452	0.442	0.434	0.396	
新発10年国債利回り (未値)	1.438	1.353	1.420	1.338	1.317	1.337	1.285	1.315	1.300	1.395	1.280	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.619	1.449	1.523	1.510	1.478	1.449	1.478	1.469	1.461	1.449		
日経平均株価 (225種、未値)	8,110	11,090	9,958	10,133	10,546	11,090	10,546	10,198	10,126	11,090	11,057	
M2平残	(2.1)	(2.9)	(2.6)	(2.8)	(3.3)	(2.8)	(3.1)	(3.0)	(2.7)	(2.7)	(2.9)	
広義流動性平残	(0.1)	(0.6)	(▲0.1)	(0.3)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.1)	(0.9)	(0.9)	(1.6)	
貸出資金吸収動向												
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(0.8)	(2.9)	(1.8)	(0.2)	(▲1.6)	(▲1.0)	(▲1.5)	(▲1.5)	(▲1.8)	(▲1.8)
	銀行計	(2.7)	(0.8)	(3.1)	(1.9)	(0.1)	(▲1.8)	(▲1.2)	(▲1.7)	(▲1.6)	(▲2.0)	(▲1.8)
	都銀等	(1.9)	(▲0.4)	(2.5)	(0.8)	(▲1.3)	(▲3.5)	(▲3.1)	(▲3.4)	(▲3.3)	(▲3.7)	(▲3.4)
	地銀	(3.9)	(2.4)	(4.4)	(3.4)	(1.8)	(0.1)	(0.8)	(0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
	地銀II	(2.4)	(1.3)	(1.8)	(1.7)	(1.3)	(0.3)	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(▲0.6)	(▲0.2)
信金	(0.9)	(0.8)	(1.9)	(1.4)	(0.6)	(▲0.6)	(0.2)	(▲0.4)	(▲0.7)	(▲0.9)	(▲1.1)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(1.7)	(2.9)	(2.7)	(3.2)	(3.1)	(2.7)	(2.8)	(3.0)	(2.9)	(2.4)	(2.7)
	都銀	(1.7)	(3.0)	(3.1)	(3.9)	(2.7)	(2.5)	(2.1)	(2.8)	(2.7)	(2.0)	(2.5)
	地銀	(1.9)	(3.1)	(2.7)	(2.8)	(3.7)	(3.3)	(3.7)	(3.3)	(3.2)	(3.3)	(3.3)
地銀II	(1.3)	(1.8)	(1.1)	(1.4)	(2.7)	(2.0)	(2.8)	(2.7)	(2.3)	(1.1)	(1.1)	

(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「通関統計」、「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

～景気回復継続、自律回復の下地が徐々に整う～

1. 景気の現状

景気は順調に回復

米国景気は順調に回復している。1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 3.0%と昨年 10-12 月期の同 5.6%から減速したが、堅調な個人消費を牽引役に民間最終需要は前期の 2.1%から 2.9%へとむしろ加速した。

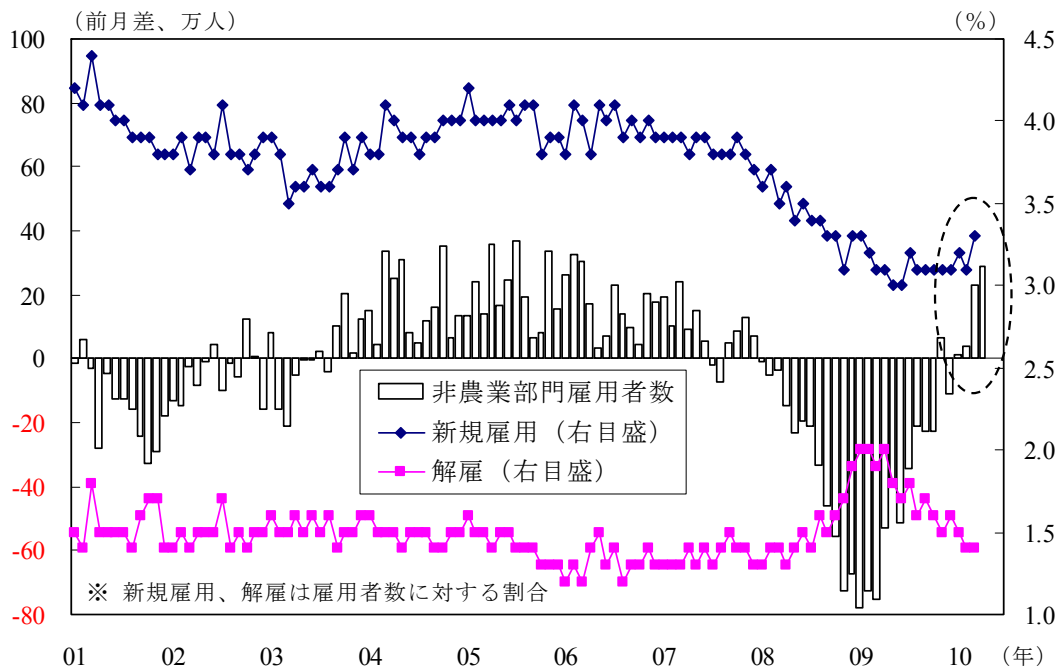
自律回復の下地が徐々に整う

金融危機に伴う信用逼迫や、家計のバランスシート調整などの構造調整圧力が限界的に緩和。そうした中、コスト削減努力や新興国向けを中心とした需要増により企業収益が急速に回復していることに加えて、雇用者数が新規雇用の持ち直しから年明け後、増加基調に転じるなど、自律回復の下地が徐々に整いつつある（第 1 図）。

当面は政策の支えが必要

もともと、家計所得や住宅市場など、足元の景気回復は政策効果によって支えられている部分が依然、大きい。欧州の信用不安などで景気の先行き不透明感も出てきている中、今すぐ政策の支えを外すのは難しい状況にある。

第 1 図：雇用者数と新規雇用、解雇



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

<概要>

年内～景気回復が継続、民需の自律回復力が高まる

年内は景気回復が継続。当面は在庫復元の動きから高めの成長が予想される。民間需要は自律回復力が徐々に高まろう。住宅投資は雇用情勢の改善により緩やかな回復基調を維持する見込み。個人消費も雇用・所得の回復を主因に堅調を続けるが、借入増による高い伸びは見込みにくい。設備投資は好調な企業収益の下、機械投資が堅調を維持する一方、商業不動産市場の底入れで建設投資も徐々に下げ止まり、全体では緩やかに増勢を増そう。輸出は底堅いが、欧州向けを中心に伸び率鈍化が見込まれる。政府支出は厳しい財政事情から州・地方政府を中心に減少が続こう。物価は賃金コストの低下などから安定が続く見通しである。2010年の成長率は3.1%と5年振りの高い成長が見込まれる。

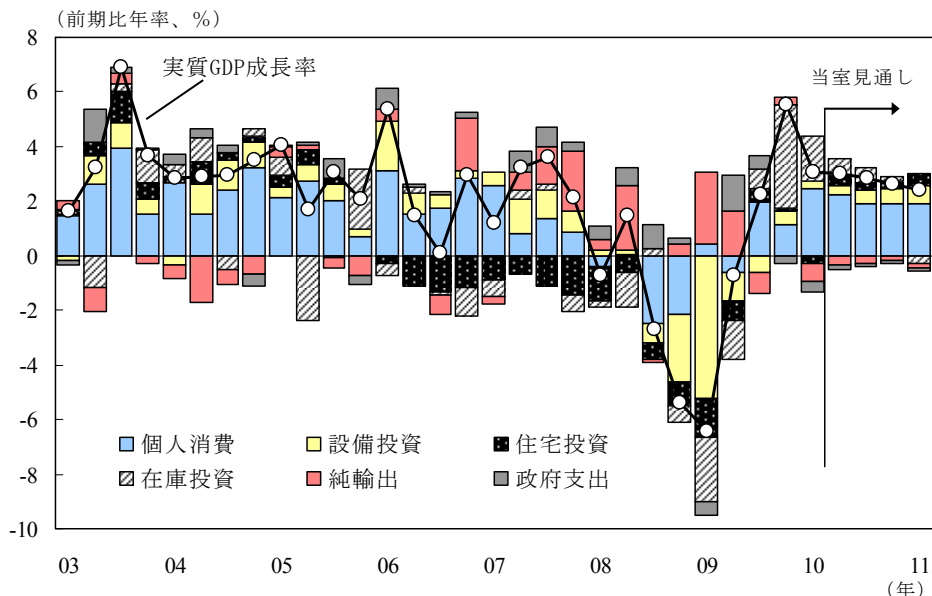
2011年～自律回復力が一段と高まり、財政・金融の出口政策が発動

2011年は、急激な景気後退からの反動的な高成長が一服し安定成長へ移るため、成長率は2.6%と小幅スローダウンが見込まれる（第2図）。但し、民間最終需要の自律回復力が一段と高まる結果、財政・金融の出口政策が本格発動される見通しである。金融政策は超低金利からの脱却を目指し利上げを開始、連邦準備制度理事会（FRB）は状況をみながら資産売却を始めよう。財政政策も赤字削減への取り組みが本格化すると予想される。

リスクは①欧州の信用不安長期化、②世界的な財政緊縮、③金融規制強化

なお、①欧州の信用不安を契機とした金融市場の混乱長期化、②ソブリンリスクへの警戒が高まる中で世界的な財政緊縮強化、③行き過ぎた金融規制改革などにより、米国景気が回復軌道から外れるリスクがある点には注意を要しよう。

第2図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<詳細>

(1) 構造調整圧力はピークアウト

各種構造調整圧力が緩和

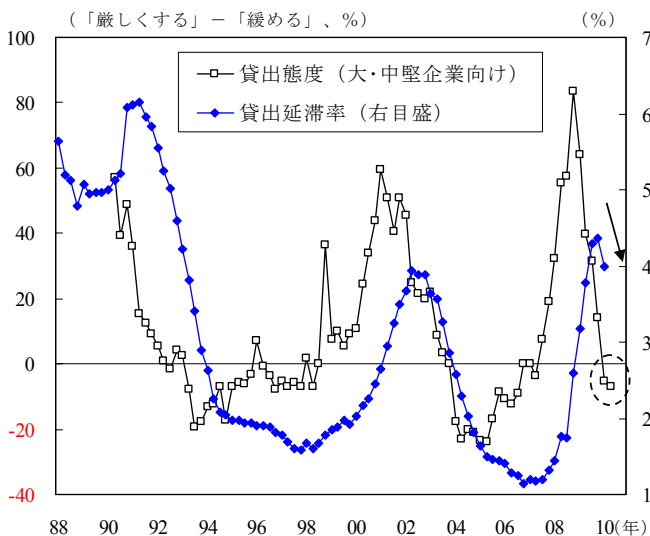
不良債権比率の頭打ちで米銀の貸出態度厳格化はほぼ終息

家計のバランスシート調整も峠を越え、貯蓄率は低下

厳しい景気後退をもたらした各種構造調整圧力は緩和している。まず、景気回復をうけ、商工業貸出などで貸出延滞率にピークアウトの兆しが出てきた。不良債権問題は大手金融機関を中心にヤマを越えつつある。これを反映し、商工業貸出では、3ヵ月前に比べて貸出態度を「厳しくした」銀行の割合から「緩和した」銀行の割合を引いたネットの比率が大企業向けで2四半期連続「緩和超」となった(第3図)。中小金融機関では不動産向け貸出を中心に延滞率が高止まりしていることから、これらを主な資金調達先とする中小企業では資金調達環境は依然、厳しいが、米銀の貸出態度厳格化の動きはほぼ終息しつつある。欧州の信用不安や金融規制改革により、金融機関が再び貸出に慎重になるリスクはあるが、全体ではクレジット・クランチ(信用逼迫)は解消の方向にある。

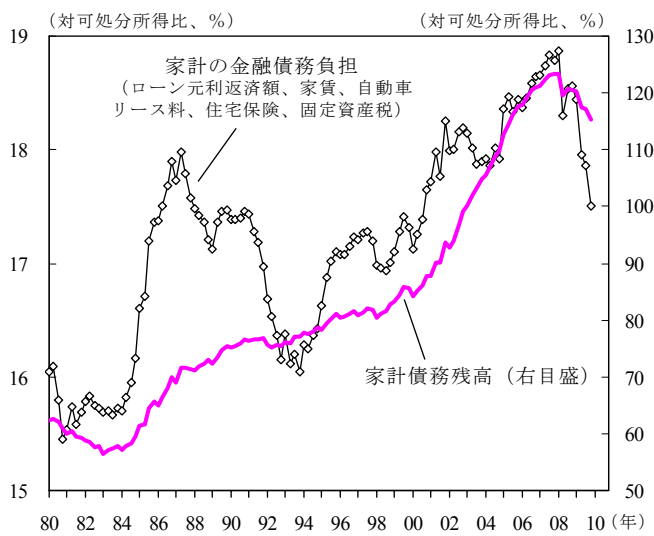
家計のバランスシート調整も利払い負担などフローベースでは調整が進捗した感がある。家計の債務残高は2008年4-6月期のピークから2009年末までに2.7%減少。可処分所得に対する比率では2005年の水準まで低下した(第4図)。この結果、マクロでみた家計の債務負担も2000年のレベルまで軽減している。こうした中、リーマンショック後に急上昇した貯蓄率は昨年4-6月期に5.4%のピークをつけたあと低下に転じ、1-3月期は3.4%まで低下した。1-3月期の貯蓄率低下は、雇用の回復や株高によるセンチメントの改善をうけたもので、貯蓄率が再び住宅バブル期の水準に戻ることは見込みにくい。バランスシート調整による消費の押し下げ圧力は一頃よりも軽減している。

第3図：米銀の貸出態度と延滞率(商工業貸出)



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：家計の債務残高と金融債務負担比率



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 自律回復の下地が徐々に整う

景気は徐々に自律回復力を強める

構造調整圧力の緩和に加えて、景気対策効果の波及や、新興国を中心とした海外経済の回復などを背景に、景気は徐々に自律回復力を強めつつある。

雇用の増加で家計の基礎所得が回復

リーマンショック後、景気が急激に悪化する中、米企業は思い切ったコスト削減を進めてきた。その後、新興国を中心にハイテク・自動車需要が回復し売上が増加したため、企業収益は急回復している。当初、雇用増に慎重だった企業も徐々に雇用を増やし始めたため、移転所得を除いた「家計の基礎所得（＝雇用者所得＋事業所得＋賃貸所得＋利子・配当所得）」は昨年末頃から増加基調に転じている（第5図）。

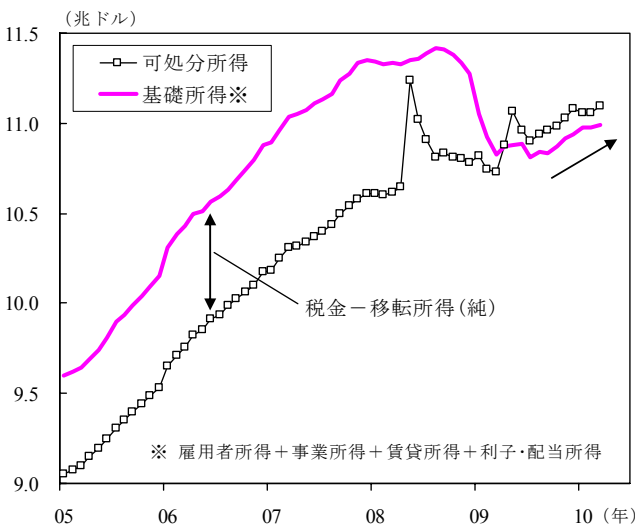
中小企業の業況にも改善の兆し

また、今回の回復局面では中小企業が大きく出遅れ、雇用の回復ペースを緩慢なものにしてきたが、足元では景気回復の恩恵が中小企業にも波及し、業況に改善の兆しが出てきた。直近の全米独立企業連盟（NFIB）の調査によれば、資金調達環境や雇用・設備投資計画には大きな変化はないが、売上や企業収益に改善の兆しが出てきた（第6図）。中小金融機関の経営状況が厳しいため、資金調達環境がすぐに正常化することは難しいが、売上・収益の回復傾向が続けば、いずれ雇用や設備投資も上向くことが期待される。

真の自律回復には今しばらく時間

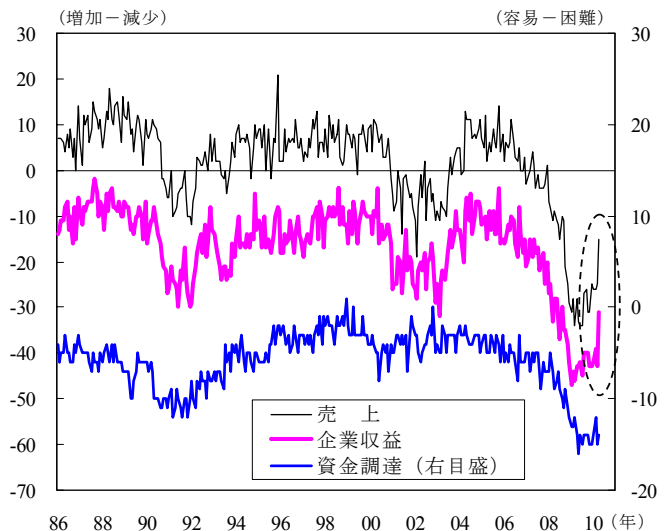
もっとも、足元の景気回復は依然、政策によって支えられている部分が多いのも事実である。家計の可処分所得は減税や失業保険給付金などに支えられて増勢を維持しているが、基礎所得は金融危機前の水準を大きく下回ったままである（第5図）。このため、今すぐ減税や失業保険給付を打ち切れば消費が腰折れする可能性が高い。景気が真に自律回復を始めるには、今しばらく時間がかかる見通しである。

第5図：家計所得の推移（水準）



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：中小企業の各判断 D I



(資料) NFIBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 住宅市場

住宅販売は目先、反動減が見込まれる

雇用改善で回復基調を維持するが、回復ペースは緩慢

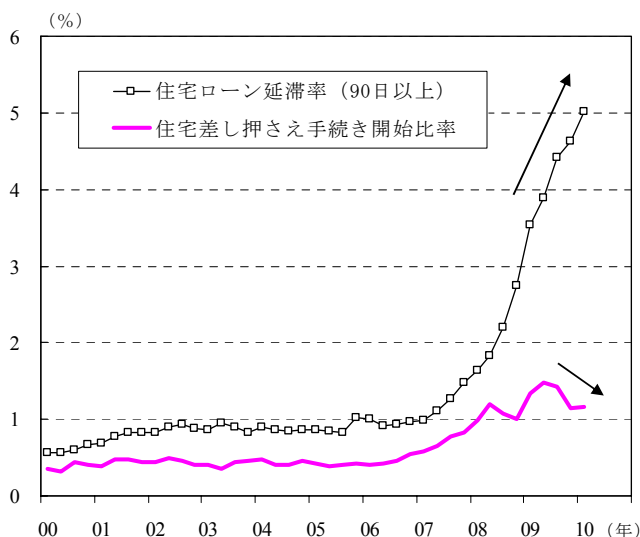
住宅価格には引き続き下振れリスク

差し押さえ件数は再び増加する可能性大

足元の住宅販売は、4月末の減税期限切れを前にした駆け込み需要により強含んでいるが、減税打ち切り後は一時的に反動減が予想される。しかし、住宅ローン金利が歴史的な低水準を維持するなど購買環境は引き続き良好なため、雇用情勢の改善により住宅販売は回復基調を維持する見込みである。但し、①失業率がしばらく高止まりし、雇用不安は簡単には払拭できないこと、②住宅ローンを借りている世帯の約4分の1が、住宅価格がローン残高を下回る「negative equity」の状態にあり、住宅の買換えが難しいこと、③住宅価格の先安感が残ることなどから、販売の回復ペースは緩慢になるとみられる。販売が弱いことから、在庫率の低下（過剰在庫の解消）はゆっくり進むとみられ、それに伴い住宅着工の回復も緩やかなものになるだろう。

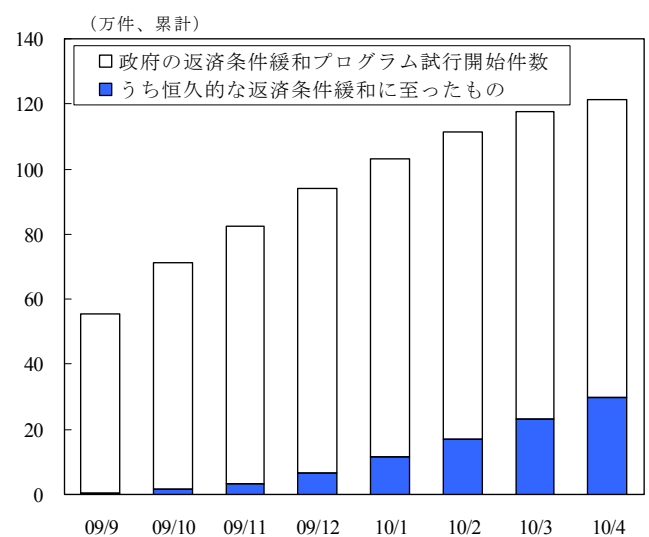
住宅価格は、高水準の差し押さえや過剰ストックの存在から、しばらく下振れリスクが大きい状況が続く見通しである。住宅ローン延滞率は上昇が続いており、米抵当銀行協会（MBA）によれば、差し押さえ予備軍である90日以上延滞者は260万人に達している（第7図）。これまで返済に苦しむ120万人が政府の返済条件緩和プログラムに応募。プログラム適用の可否を判定する間は差し押さえ手続きが停止されるため、昨年後半から差し押さえの増加にブレーキがかかり住宅価格安定の一因となった。しかし、最終的にプログラムが適用される比率は4分の1に止まる上、その後、延滞状態に戻る人も少なくない。また、残り4分の3（90万人）は試行期間が終了すれば差し押さえ予備軍に戻ることになる（第8図）。このため、差し押さえ件数は今後再び増勢を強める可能性が高く、住宅価格に再び下押し圧力がかかることが懸念される。

第7図：住宅ローン延滞率



(資料) MBA より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：返済条件緩和プログラムの試行件数



(資料) Making Home Affordable.gov より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 家計部門

個人消費は堅調持続の見通し

個人消費は、雇用・所得の回復を主因に堅調を持続する見通しである。但し、足元の消費は出来すぎの面があり、今後、スピード調整が予想される。①当面、雇用のV字回復は難しい、②来年はブッシュ減税の一部が打ち切られる、③住宅価格伸び悩みで資産効果は限定的となる、などから消費の回復ペースは過去の回復期の平均を下回るとみられる。

足元の消費は出来すぎ

1-3月期の実質個人消費は前期比年率3.5%と3年振りの高い伸びとなった。実質可処分所得の伸びが2%弱に止まる中、借入で消費を拡大した結果、貯蓄率は前期の3.7%から3.4%に低下した(第9図)。しかし、バランスシート調整圧力は限界的に緩和しているが、クレジット・カードを中心に米銀の貸出態度は依然厳しく、借入を増やすことで所得を大きく上回る消費の伸びを維持することは難しいとみられる。

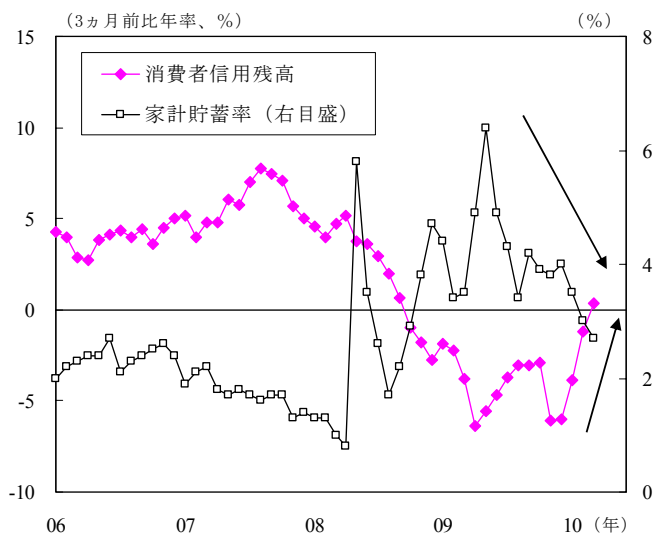
雇用は当面、急回復は難しい

雇用は、昨年後半に成長率がプラスに転じた後も、企業が需要増に生産性向上で応じたため減少が続いていたが、そうした対応に限界が来て、年明けからは増加に転じた。今後は雇用の増勢が徐々に高まると予想されるが、中小企業の採用意欲が弱く、当面、急回復は難しいとみられる。通常、中小企業は雇用回復の牽引役を務めるが、今回は中小企業の雇用はほとんど増えていない(第10図)。

ブッシュ減税は高所得層で延長せず

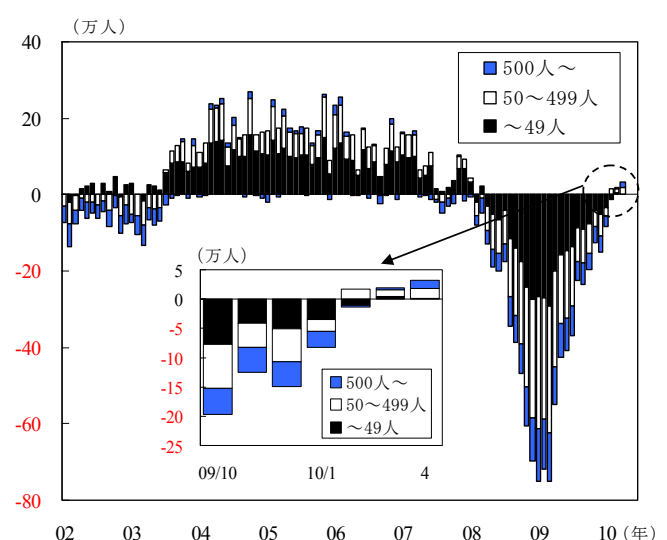
所得面では、今年末にブッシュ減税(2001、2003年実施)が期限切れを迎える。オバマ政権は高所得層(夫婦で年収25万ドル以上)に対して減税を延長しない方針で、その結果、可処分所得の伸び悩みから2011年の消費の伸びが抑えられる可能性がある。また、資産効果については、住宅価格の回復が緩やかなため、限定的となる見込みである。

第9図：消費者信用残高と家計貯蓄率



(資料) 米商務省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：従業員規模別にみた雇用者数(前月差)



(資料) ADP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

生産活動は、新興国向けを中心とした輸出の好調や、在庫復元の動きを背景に、当面、堅調が見込まれる。もともと、年末から来年にかけては在庫復元の動きが一巡すると予想され、生産の伸びは徐々に巡航速度に向けて安定すると見込まれる。

企業の投資余力は
十分

設備投資は、企業収益の回復により、キャッシュフローに対する比率が統計開始以来の最低を更新（第11図）。住宅バブルで過剰債務を抱えた家計部門とは異なって、企業部門には大きな不均衡もないことから、投資余力は十分にあるとみられるが、期待成長率の低下により設備投資の拡大にはつながっていない。

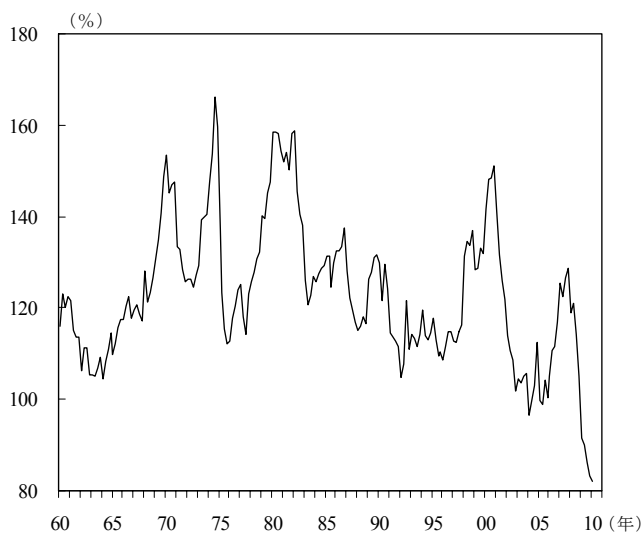
但し、期待成長率低下で設備投資拡大に弾みが見つかず

米国の期待成長率は90年代末頃まで2%台半ばで推移。ITバブル終盤に3%台前半に上昇し、ITバブル崩壊後も3%強を維持していたが、その後の住宅バブル崩壊によって再び2%台半ばまで低下した（第12図）。景気は回復に転じたものの、足元では欧州の信用不安などで世界経済の先行き不透明感が強く、期待成長率が近々、急回復することは見込みにくい。

機械投資が堅調、建設投資もマイナス幅が縮小

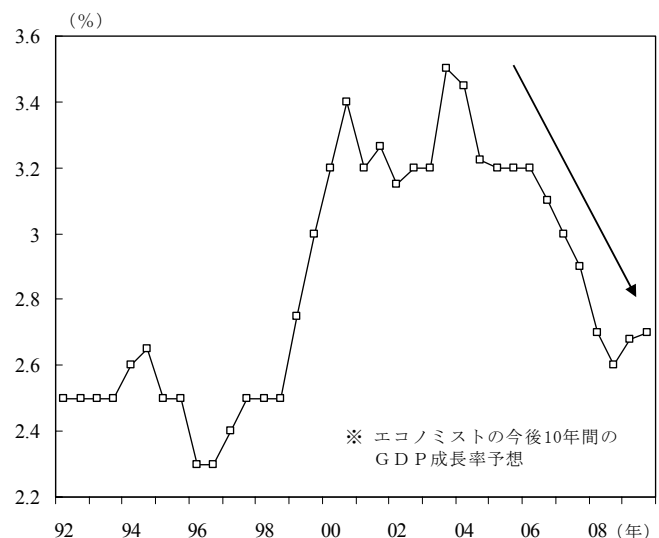
それでも、企業収益の回復で機械投資は情報関連を中心に堅調に推移している。建設投資は、現在は年率2桁の減少が続いているが、商業不動産市場に底入れの兆しが出てきた。オフィスやショッピングセンターの空室率は依然、高く、賃貸料も低迷していることから、急回復は期待しにくい。今後は減少幅が徐々に縮小すると見込まれる。このため、設備投資全体では、今後、緩やかに増勢を増すと予想される。

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

第12図：米国の期待成長率



(資料) FRB of Philadelphia より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 物価動向

物価は安定継続の見通し

物価は2011年にかけて安定基調が続く見通しである。景気回復によりモノの需給は改善するが、原油価格の上昇率鈍化で川上の物価上昇は限定的となろう。川下の消費者物価も、インフレ期待の安定や、最大の費用項目である賃金コストの落ち着きなどから安定が見込まれる。

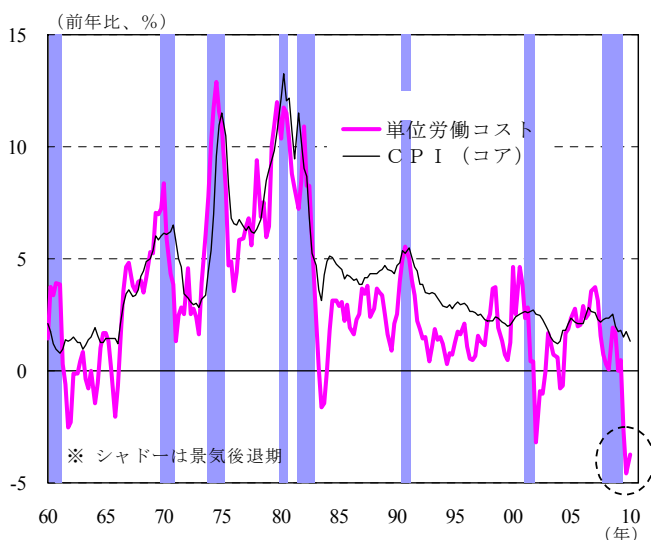
賃金コストは一段と低下

4月のコア（食料、エネルギーを除く）消費者物価は前年比0.9%とFRBが安定とみなすレンジの下限を大きく下回り、1966年以来の低い上昇率となった。住宅の需給悪化による家賃の下落が大きく寄与しているが、家賃以外の品目も安定している。高失業率を背景とした賃金上昇率の低下と高い生産性上昇による単位労働コストの下落（前年比は統計開始以来の最低水準）が物価全般に下押し圧力をかけているためである（第13図）。通常、失業率がピークアウトすると賃金上昇率は上昇に転じるが、失業率は年内9%台に高止まりし、NAIRU（インフレ率を加速させない失業率の下限）を大きく上回った状態が続くと予想されることから、賃金上昇率が底を打つまでには通常よりも時間がかかるとみられる。このため、年内はコア物価の抑制傾向が続くと予想される（第14図）。

但し、生産性鈍化で物価下押し圧力は徐々に弱まる

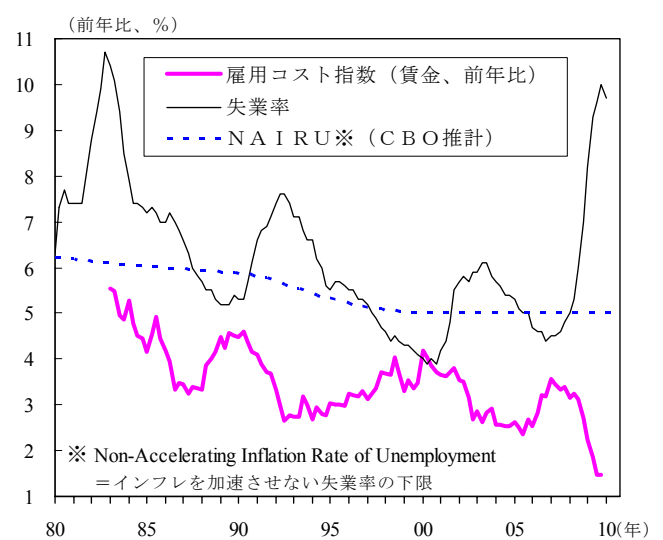
もっとも、貸家の空き家率にピークアウトの兆しが見られることから、家賃の下落もそろそろ一服が見込まれる。また、賃金上昇率は、当面、一段の低下が見込まれるが、生産性上昇率に鈍化の兆しが出ていることから、単位労働コスト（賃金上昇率/生産性上昇率）の低下には歯止めがかかるとみられる。このため、物価の下押し圧力は次第に弱まる見通しで、家賃の底入れと相俟って、コア物価は2011年に緩やかに底入れすると予想される。

第13図：単位労働コストと消費者物価



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：失業率と賃金コスト



(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

(7) 金融政策

欧州の信用不安で
出口が遠退く

物価安定で利上げ
時期を慎重に見極
める余裕

利上げ開始は来年
1-3月期、状況をみ
て資産売却を始め
る

FRB はこれまで出口に向けた環境整備を着々と進めてきた。金融危機対応で導入した各種流動性供給プログラムはほとんどが今年2月1日に打ち切られた。また、将来の流動性吸収に備えて、早ければ6月にもTDF（準備預金に創設した定期預金制度）の第1回試験取引を実施する予定である。しかし、欧州の信用不安によりドル資金市場の流動性が低下したことから、FRBは2月に打ち切った海外中銀とのドル・スワップ協定を復活させた（2011年1月まで）。

市場が正常化するにはある程度時間がかかるとみられるが、各国の政策協調などにより、年末までには市場は落ち着きを取り戻す見通しである。しかし、欧州の信用不安から米国経済もある程度の影響を受けることは避けられず、FRBは利上げ時期の決定に、より慎重になるとみられる。幸い、物価の一段の安定により、FRBには利上げ時期を慎重に見極める時間的余裕がある。4月の連邦公開市場委員会(FOMC)議事録では、FOMC参加者の今年の成長率見通しが上方修正される一方、インフレ率の見通しは2012年まで下方修正された（第1表）。

このため、年内は、FOMC声明文の時間軸文言「for an extended period」の変更には止まり、利上げは2011年1-3月期に先送りされる可能性が高いとみられる。政策金利はまず、リーマンショック前の水準である2%を目指して引上げられよう。その際、FRBは金融危機前の2倍以上に膨らんだバランスシート規模を戻すために、状況をみながら住宅ローン担保証券(MBS)などの資産売却を開始すると予想される。

第1表：FOMC参加者の米国経済見通し（2010年4月）

大勢見通し	2009年 (実績)	2010年	2011年	2012年	長期
(4Q前年比)					
実質GDP	0.1	3.2~3.7 (2.8~3.5)	3.4~4.5 (3.4~4.5)	3.5~4.5 (3.5~4.5)	2.5~2.8 (2.5~2.8)
PCEデフレーター (ヘッドライン)	1.2	1.2~1.5 (1.4~1.7)	1.1~1.9 (1.1~2.0)	1.2~2.0 (1.3~2.0)	1.7~2.0 (1.7~2.0)
PCEデフレーター (コア)	1.5	0.9~1.2 (1.1~1.7)	1.0~1.5 (1.0~1.9)	1.2~1.6 (1.2~1.9)	
(4Q平均)					
失業率	10.0	9.1~9.5 (9.5~9.7)	8.1~8.5 (8.2~8.5)	6.6~7.5 (6.6~7.5)	5.0~5.3 (5.0~5.2)

※ 下段()内は前回(今年1月)見通し

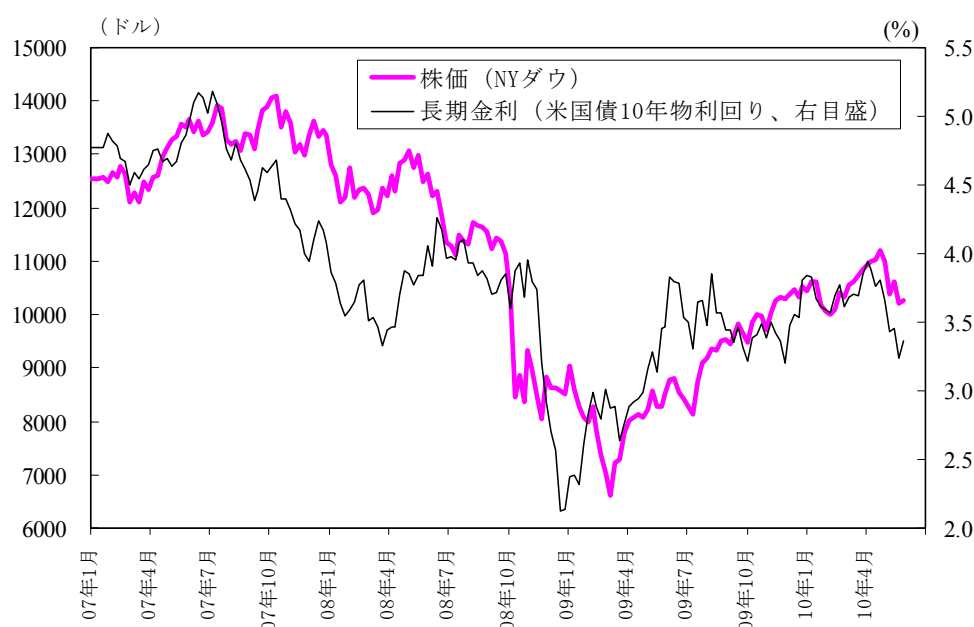
(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(8) 長期金利

市場の混乱終息、利
上げで上昇するが、
4%を大きく上回
る可能性は小

長期金利は、欧州の信用不安から「質への逃避買い」が続き低下しているが、市場の混乱が終息しFRBの利上げが近づくとともに、上昇圧力がかかる見通しである。FOMC 声明文の時間軸文言変更の後、利上げの本格的な織り込みが始まる見込みだが、①景気の回復ペースが緩やか、②欧州の財政再建などで世界的に資金需給の逼迫は見込みにくい、③物価の安定が続くなどから、米国債には一定の需要が見込まれ、長期金利が4%を大きく上回る可能性は低いとみられる。中期的には米国の財政健全化の遅れが金利の高止まりを招くリスクがあるが、2011年までに顕在化する可能性は低いとみられる。

第15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）5月28日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2008				2009				2010				2011	2009	2010	2011
	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	見通し	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	6.1	4.1	4.0	4.2	4.2	4.2	▲1.3	4.0	4.3
実質GDP	▲0.7	1.5	▲2.7	▲5.4	▲6.4	▲0.7	2.2	5.6	3.0	3.0	2.9	2.6	2.4	▲2.4	3.1	2.6
個人消費	▲0.6	0.1	▲3.5	▲3.1	0.6	▲0.9	2.8	1.6	3.5	3.2	2.7	2.7	2.7	▲0.6	2.6	2.7
設備投資	1.9	1.4	▲6.1	▲19.4	▲39.2	▲9.6	▲5.9	5.3	3.1	3.0	5.0	6.0	7.0	▲17.8	1.9	6.5
住宅投資	▲28.2	▲15.8	▲15.9	▲23.2	▲38.2	▲23.2	18.9	3.7	▲10.7	15.0	10.0	10.0	15.0	▲20.5	2.8	13.8
在庫投資(2005年連鎖価格)	6	▲371	▲297	▲374	▲1139	▲1602	▲1392	▲197	339	539	739	789	689	▲1,083	602	539
（同、前期比年率寄与度）	(▲0.2)	(▲1.3)	(0.3)	(▲0.6)	(▲2.4)	(▲1.4)	(0.7)	(3.8)	(1.6)	(0.6)	(0.6)	(0.1)	(▲0.3)	(▲0.7)	(1.3)	(▲0.0)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲5,509	▲4,760	▲4,792	▲4,709	▲3,865	▲3,304	▲3,574	▲3,480	▲3,683	▲3,792	▲3,895	▲3,952	▲4,010	▲3,556	▲3,831	▲4,112
（同、前期比年率寄与度）	(0.4)	(2.4)	(▲0.1)	(0.5)	(2.6)	(1.7)	(▲0.8)	(0.3)	(▲0.7)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	(1.1)	(▲0.2)	(▲0.2)
政府支出	2.6	3.6	4.8	1.2	▲2.6	6.7	2.7	▲1.3	▲1.9	▲1.0	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	1.8	▲0.3
最終需要(国内民間)	▲1.7	▲0.5	▲4.4	▲6.4	▲7.3	▲2.8	2.2	2.1	2.9	3.5	3.2	3.3	3.6	▲3.8	2.5	3.5
鉱工業生産	0.2	▲4.6	▲9.0	▲13.0	▲19.0	▲10.4	6.4	6.8	7.5	6.0	5.0	4.0	3.0	▲9.7	5.2	3.6
失業率	5.0	5.3	6.0	7.0	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.8	9.7	9.5	9.3	9.3	9.7	9.1
生産者物価（前年比）	6.9	7.6	9.5	1.5	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.4	5.0	5.4	5.2	4.3	2.5	▲2.6	5.0	2.3
消費者物価（前年比）	4.1	4.4	5.3	1.6	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	2.3	1.8	1.5	1.6	▲0.4	2.0	1.7
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲2,188	▲2,215	▲2,211	▲1,788	▲1,240	▲1,155	▲1,321	▲1,455	▲1,534	▲1,590	▲1,640	▲1,680	▲1,710	▲5,170	▲6,444	▲7,090
経常収支	▲1,793	▲1,877	▲1,842	▲1,549	▲1,042	▲977	▲1,023	▲1,156	▲1,235	▲1,291	▲1,341	▲1,381	▲1,411	▲4,199	▲5,248	▲5,894
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	0.13	0.13	0.75	0.13	0.13	2.00
ユーロドル（3カ月物）	3.3	2.9	3.3	3.6	1.7	1.3	0.7	0.5	0.4	0.5	1.0	0.5	0.9	1.0	0.6	1.6
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	3.5	3.3	3.8	3.9	3.3	3.6	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せう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思わ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います。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、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。

Ⅲ. 西欧

～ユーロ圏経済は各国の財政問題や緊縮策に下押され、
英国経済は 2011 年まで緩やかな回復が持続～

1. ユーロ圏

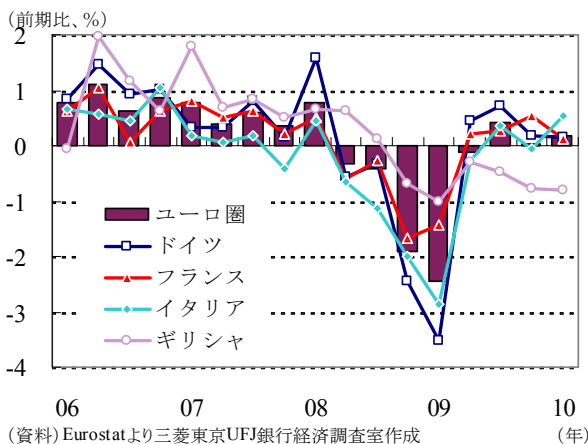
プラス成長に転じたものの、回復ペースの鈍さが際立つ

(1) 景気の現状

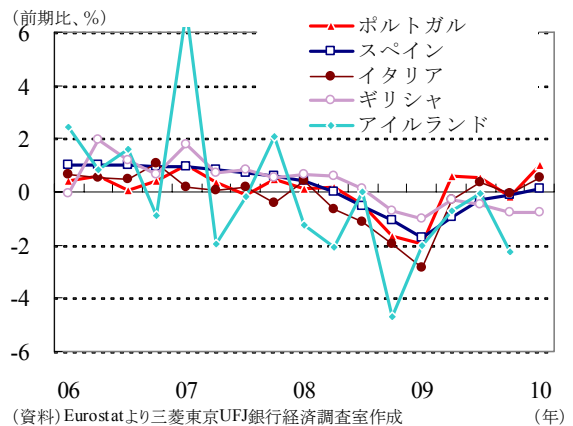
ユーロ圏経済は、ギリシャのソブリン危機に端を発した金融市場の緊張に、急速に先行き不透明感を高めている。2010年第1四半期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比+0.2%と、前期の横ばいからプラスに転じたものの、回復力は弱い。他の先進諸国と比較すると、成長率は、米国（前期比年率+3.0%）や日本（同+4.9%）に対し、ユーロ圏は同+0.8%と回復ペースの鈍さが際立っている。需要項目別の内訳は 6 月 4 日に発表される予定だが、ユーロ安を追い風にした輸出の回復と、政府消費の拡大が成長に寄与する一方、景気対策効果の剥落などにより個人消費は低迷が続き、年初の悪天候などが影響して建設投資も不振が続いたものと推測される。

国別にみると、ドイツ（前期比+0.2%）やフランス（同+0.1%）などの主要国のほか、ポルトガル（同+1.0%）やスペイン（同+0.1%）などの南欧諸国もプラス成長となったが、総じて伸び率は低い。中でもギリシャは同▲0.8%の減少となり、周縁国の中でも落ち込みが目立つ（第 1 図、第 2 図）。

第 1 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率



第 2 図：周縁国の成長率



内訳が既に発表されたドイツの第1四半期GDPを需要項目別にみると、寒波の影響により建設投資がマイナス寄与となったほか、個人消費も3四半期連続のマイナスとなった。一方で、輸出が堅調に増加し、政府投資の伸びも全体を牽引した。

(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

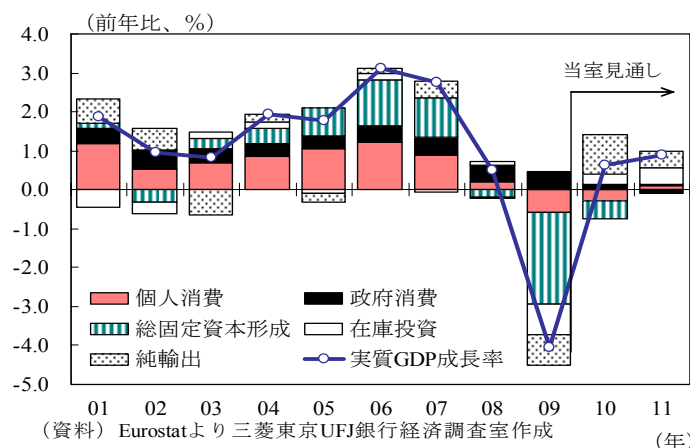
ユーロ圏経済は、輸出の回復が底支えとはなるものの、他の主要地域に比べて低成長にとどまる見込みだ。

2008年以降に導入された景気対策効果が剥落するため、個人消費は低迷が続き、また、各国の厳しい財政緊縮策などの影響から、政府支出による景気の下支えも期待できない。一方、新興国や米国など海外景気の拡大を主因に、輸出は増加基調を続け域内景気の回復に寄与する見通しである。加えて昨年終盤以降のユーロ安も、輸出の押し上げ要因となろう。この結果、経済は通年ではなんとかマイナス成長を回避しよう。ただし、ソブリン問題に伴う金融混乱が長引けば、景気腰折れリスクが高まる。

先行きの最大のポ
イントは欧州ソブ
リン問題の影響

景気の先行きに関する最大のマイナス要因は、ギリシャをはじめとする欧州ソブリン問題の影響である。EUおよびIMFによる総額1,100億ユーロのギリシャ支援や、総額7,500億ユーロ規模のユーロ圏への緊急支援パッケージ（欧州安定メカニズム）の合意により、南欧諸国の国債償還にはひとまず目途が付いた。しかし、ギリシャを中心に、周縁国の厳しい財政赤字削減計画の実効性は極めて不透明である。ギリシャの財政赤字削減の頓挫や債務不履行に対する懸念から、金融資本市場は動揺を続けている。①銀行の調達コストの上昇、②株価の下落、③ユーロ安に伴う交易条件の悪化などが実体経済の下押し要因となることも考慮すると、ユーロ圏の景気見通しには下振れリスクが大きい点に留意が必要である。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率と需要項目別寄与度



<詳細>

① ギリシャ財政危機と周縁国のソブリン・リスク

欧州ソブリン問題で市場の緊張感は一気に高まり、大規模な協調支援策が相次いで発表

ギリシャの2009年の財政赤字がGDP対比13.6%、政府債務残高は同115.1%と発表された後、同国の構造的弱さを背景にソブリン格付けは投資不適格級へ格下げされ、市場の緊張感は一気に高まった(第1表)。

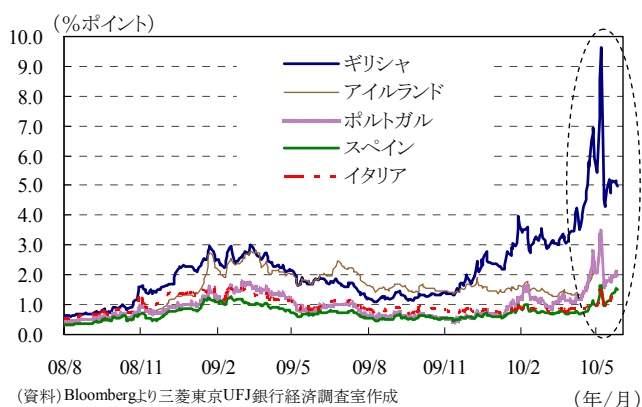
これを受けてギリシャ政府はEU・IMFの協調支援を正式に要請したが、同国の10年物国債の利回りは急上昇。1,100億ユーロ規模の支援が正式決定した後も上昇を続け、一時12%へ達し、ドイツとのソブリンスプレッドは最大900bp後半まで拡大した。その後は、5月第2週末に総額7,500億ユーロ規模の欧州安定メカニズムが発表され、ECBの支援策の一環である欧州中銀による国債の購入が実施されたことにより、同利回りは8%近辺、ソブリンスプレッドは500bp前後まで低下した(第4図)。

第1表：財政収支と政府債務残高

		(%、対GDP比)		
		2008	2009	2010
ギリシャ	財政収支	▲ 7.7	▲ 13.6	▲ 8.1
	政府債務残高	99.2	115.1	133.3
アイルランド	財政収支	▲ 7.3	▲ 14.3	▲ 11.6
	政府債務残高	43.9	64.0	77.9
スペイン	財政収支	▲ 4.1	▲ 11.2	▲ 9.8
	政府債務残高	39.7	53.2	65.9
ポルトガル	財政収支	▲ 2.8	▲ 9.4	▲ 8.3
	政府債務残高	66.3	76.8	86.0
イタリア	財政収支	▲ 2.7	▲ 5.3	▲ 5.0
	政府債務残高	106.1	115.8	116.9
ドイツ	財政収支	0.0	▲ 3.3	▲ 5.5
	政府債務残高	66.0	73.2	76.5
フランス	財政収支	▲ 3.3	▲ 7.5	▲ 8.2
	政府債務残高	67.5	77.6	83.2
英国	財政収支	▲ 4.9	▲ 11.5	▲ 12.0
	政府債務残高	52.0	68.1	79.1

(資料) Eurostat、欧州委員会資料、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

第4図：周縁国の対独ソブリンスプレッド



第1弾融資は実施されるも、ギリシャの財政緊縮策の実効性は不透明

ドイツやフランスなどを含むユーロ圏10カ国からの2国間融資(計145億ユーロ)とIMFからの55億ユーロの計200億ユーロの第1弾融資はギリシャ国債の大量償還を迎える19日までに実施され、償還は無事完了した。ただし、支援の条件であったギリシャの財政緊縮策の実効性は極めて不透明である。

財政緊縮策は財政赤字を2009年のGDP対比13.6%から2014年までに同2.6%へ縮小する計画になっており、その内訳は、日本の消費税にほぼ相当する付加価値税(VAT)の再引き上げや、公務員の給料や年金の実質削減など、国民が直接負担する内容である。ギリシャ国民は5月に入り既に2度のストライキを実施しており、緊縮策に猛反対を示している。

融資の条件である
ギリシャ財政緊縮
は、国民が直接負担

ギリシャ国民の立場からすると、多額の財政赤字と政府債務残高は全て政府に起因するにもかかわらず、その代償を国民が負う形になり耐え難い。ただし、死傷者を出すほど過激であった5月5日から48時間に渡り行われたストライキに対し、20日に実施されたストライキでは、空港や官庁、一部の観光名所などは閉鎖されたものの、以前のような暴動は無く、議会へ向かい“平和に”デモ行進を行うにとどまった。国民は緊縮策への反対姿勢を依然として変えていないが、徐々に受け止め始めているようにも見える。

ストライキの実施はギリシャのGDPの約2割近くを占める観光業へも打撃を与えている。交通機関の停止や、混乱に対する不安から、ギリシャへの旅行や宿泊施設のキャンセルが相次いでいると報道されている。景気の下押しになる財政緊縮に加えて主要産業の観光業に影響が生じては、赤字削減の実施はさらに難しくなる。

ギリシャ政府は
2010年第1四半期
の財政緊縮は順調
と発表

こうしたなか、ギリシャ財務省は5月21日に2010年第1四半期の財政緊縮は予定を上回る水準で順調に進んでいると発表した(第2表)。報告書によると、2010年1-4月期の財政赤字は63.1億ユーロと、前年同期の107.9億ユーロから▲41.5%の減少となった。また、減少率は年間目標の▲35.1%を上回った。内訳をみると、歳入が目標の11.7%に対し、前年比10.0%の増加となり、法人税や、燃料・アルコール・たばこ税などの引き上げによる7.57億ユーロの増収が寄与した。一方で、歳出は目標の▲4.8%に対し、同▲7.9%の減少となった。社会保障費削減などによる3.5億ユーロのマイナスが貢献した。ほとんどの項目でほぼ目標以上、あるいは目標に近い結果となり、赤字削減が順調に進んでいる様子が窺える。本レポートは四半期毎に公表される予定であり、今後も計画通りに赤字削減が進むか注目される。

第2表：ギリシャ2010年第1四半期財政報告の概要

(単位：百万ユーロ)

	2009年 1-4月	2010年 1-4月	前年同期比	2009年 年間実績	2010年 予算	2010年 SGP*予測	前年比
	(A)	(B)	(C=B/A)	(D)	(E)	(F)	(G=F/D)
歳入	14.476	15.926	10.0%	48.468	53.7	54.16	11.7%
歳出	21.973	20.231	▲7.9%	71.802	69.796	68.372	▲4.8%
財政収支	10.791	6.313	▲41.5%	30.882	22.536	20.052	▲35.1%

(注) SPGは安定成長協定プログラム

(資料) ギリシャ財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

周縁国も財政緊縮策を発表するも、目先の景気下押し要因に

ギリシャに続き、ポルトガルやスペインなどの周縁国も、同様に独自の財政緊縮策を相次いで発表した。順調に進めば財政赤字は削減され欧州全体の信認回復につながるが、短期的には政府支出や個人消費の減少が見込まれるため、域内の景気低迷が続く要因となる。ギリシャ単独ではユーロ圏の総 GDP の 3%に満たないが、南欧諸国全体では約 3 割の規模となり、景気への影響も相応に大きくなる。

また、今回打ち出された支援策は、いずれも欧州ソブリン問題の根本であるユーロ圏の中期的な経済成長力の低下や国際競争力の低さなど欧州の抱える構造的な脆弱性に対する解決策ではなく、問題が先送りされただけである。このため、数年以内に同様の問題が顕在化する可能性も否定できず、ユーロ圏の本格的な景気回復はこの先しばらくは見込めない。

また、EU 財務省は財政・金融改革作業部会の初会合を開き、EU 加盟国の財政規律（財政赤字は GDP 比 3%以内、公的債務は同 60%以内に収めるなど）を遵守できない国に対し、一層厳格な制裁を課すことで大方合意した。EU 全体の信認回復に向け、様々な施策が進められているが、成果が具体的にあらわれるには時間を要しよう

第 3 表：欧州の主なスケジュール

EU		各 国	結果とコメント
3月25日	首脳会議～ギリシャ支援策合意 (「欧州2020」の審議)	4月11, 25日	ハンガリー総選挙
5月2日	EU・IMF総額1,100億ユーロの支援で合意	4月25日	オーストリア大統領選挙
5月7日	ユーロ圏12カ国首脳会議。EU支援具体案決定	5月6日	英国下院総選挙
5月7-10日	EU・IMF総額7,500億ユーロの支援パッケージを発表 ECB他主要中銀、ドル流動性支援枠設定を発表	5月9日	ドイツNRW州議会選挙
6月10日	ECB定例理事会	5月19日	ギリシャ国債大量償還(約85億ユーロ)
6月17日	首脳会議 ～18日(「欧州2020」の採択)	5月21日	ギリシャ財政収支四半期報告発表
7月1日	ベルギー議長国就任(～12月末)	5月28, 29日	チェコ下院議会選挙
7月8日	ECB定例理事会	6月9日	オランダ総選挙
8月5日	ECB定例理事会	6月12日	スロバキア総選挙
		6月13日	ベルギー総選挙
		6月20日	ポーランド大統領選挙
		6月中	ハンガリー大統領選挙
		2011年1月	エストニア ユーロ導入予定

(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

② 消費と雇用

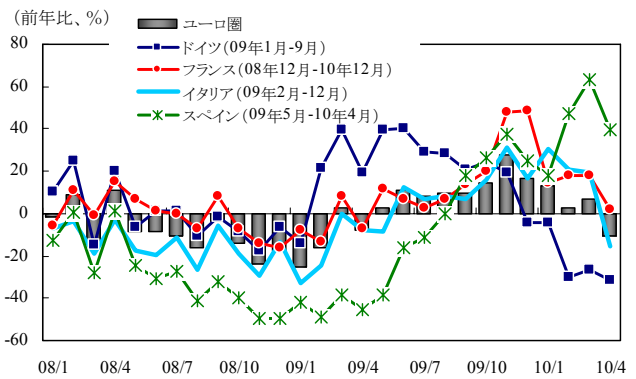
自動車販売は対策効果剥落を受けて1年ぶりのマイナス

ユーロ圏の4月の自動車販売台数は前年比▲10.2%と約1年ぶりにマイナスに転じた。国別にみても、ドイツ、フランスをはじめ主要国すべてにおいて伸び率は鈍化、あるいは減少に転じており、各国で奨励金制度が終了し、その効果の剥落が顕在化している（第5図）。このため、昨年のような消費の牽引力は期待できず、個人消費の低迷は長期化する見込み。

雇用回復の遅れも個人消費を抑制

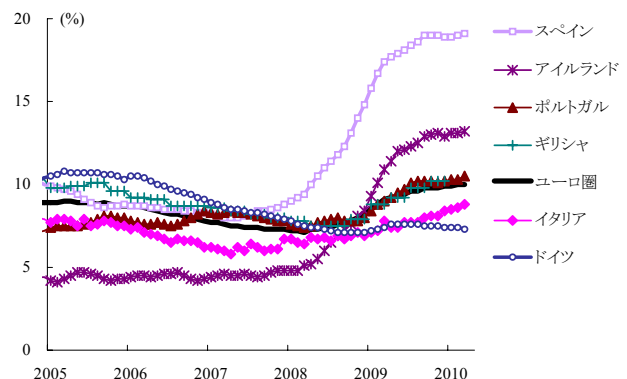
また、消費の源泉である雇用の回復は遅れている。失業率は、ドイツこそ7.3%と全体を大きく下回るが、ユーロ圏全体では10.0%と11年ぶりの二桁台となっており、またスペインは20%近辺まで上昇している（第6図）。さらに、雇用調整のスピードが遅い欧州では、単位労働コストの高止まりが続いている（第7図）。労働時間短縮による雇用維持で余剰人員を抱える企業は、今後も新規採用を抑え、人員削減を継続する見込みだ。雇用の回復の遅れは、雇用者所得の低迷や家計貯蓄率の上昇を通じて、今後も個人消費を抑制する見通しである（第8図）。

第5図：ユーロ圏各国の自動車販売台数の推移

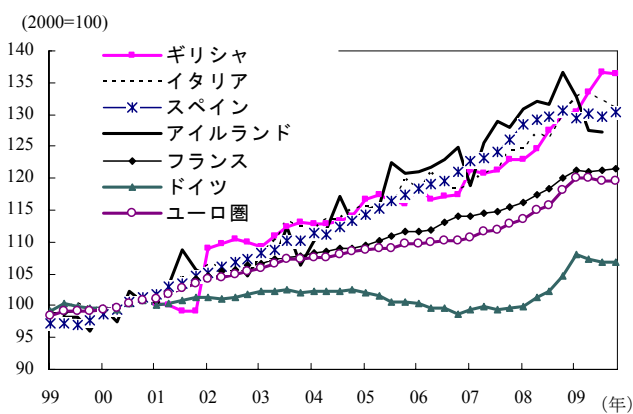


(注) 括弧内は奨励金制度の導入時期。その他、オーストリア、オランダ、ルクセンブルク、ポルトガル、キプロス、スロバキア、ギリシャなども導入。
 (資料) ACEAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

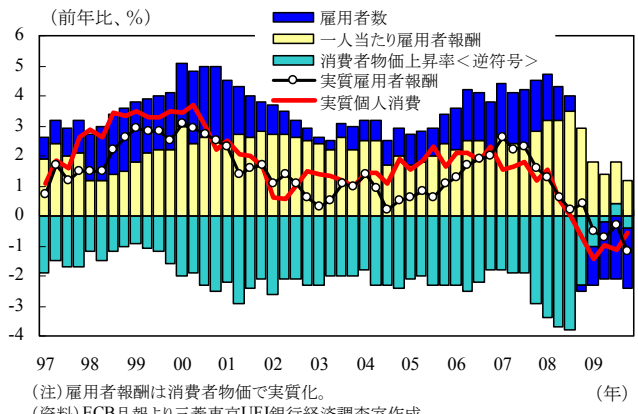
第6図：ユーロ圏各国の失業率



第7図：ユーロ圏の単位労働コストの推移



第8図：ユーロ圏の実質個人消費と雇用者所得



③ 輸出と設備投資

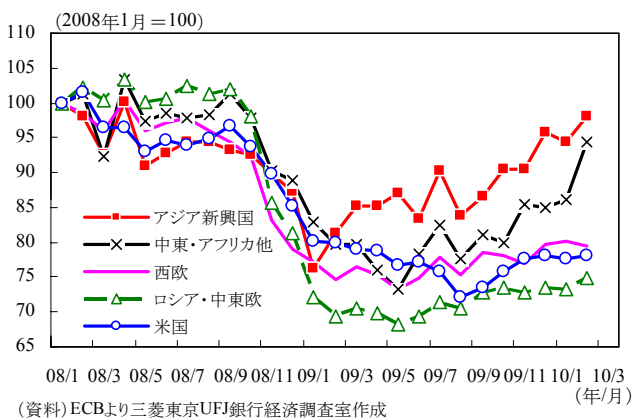
ユーロ安を背景に、
今後の輸出は底堅く
推移

ユーロ圏の輸出は回復基調で推移している。輸出先別にみると、アジアや中東、アフリカなどの新興国向けの輸出は堅調だが、従来の主要輸出先（米国、西欧、ロシア・中東欧）向けの回復の遅れが足を引っ張っている（第9図）。ただし、ユーロ相場は昨年末から下落に転じており、現在も欧州ソブリン問題を背景に下落を続けている。今後は、ユーロ安を背景に輸出は底堅く推移することが予想される。

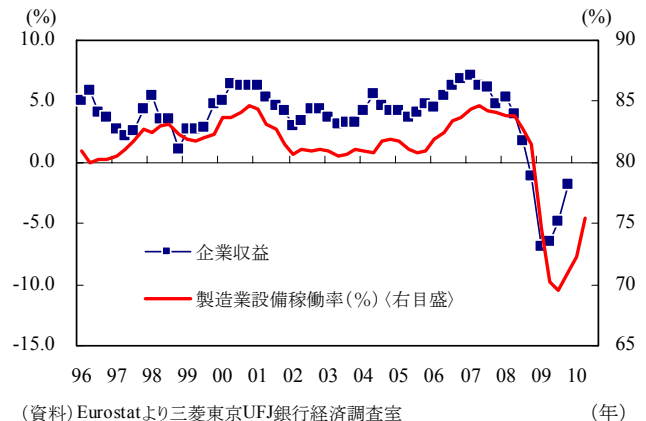
設備投資の回復は
年半ば以降

こうした輸出動向を受けて、足元の生産は在庫調整の進展などから緩やかながら循環的な回復局面に入った模様である。ただし、設備稼働率は1-3月期に75.5%と依然として歴史的低水準にとどまっており、企業収益の回復も道半ばである。設備投資の減少幅は足元にかけて縮小しつつあるものの、過剰設備の整理に目途が付き、本格回復が展望できるのは早くても年半ば以降になる公算が大きい。

第9図：ユーロ圏域外向け輸出金額の推移



第10図：ユーロ圏設備稼働率と企業収益



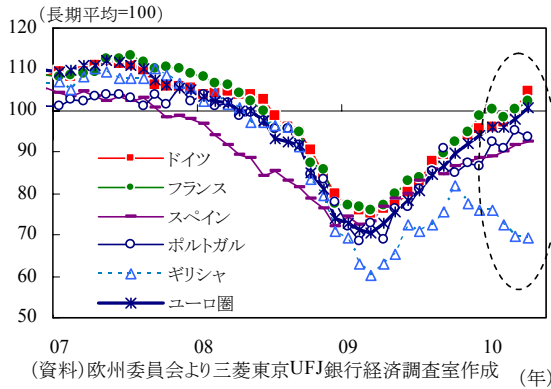
④ 景況感

回復基調が続いて
いた景況感は足元
で一部低下

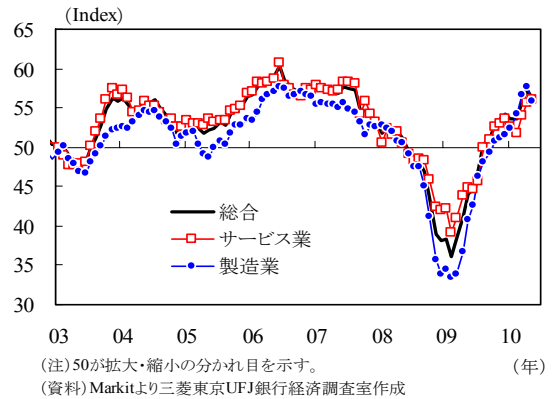
ユーロ安進行に伴う輸出の好調を背景に、製造業の景況感は底堅さをみせている。総合景況感指数はユーロ圏全体、ドイツ・フランスなどは足元100を上回り回復が鮮明となる一方で、渦中のギリシャは低下が続いている（第11図）。

ただし、5月に入り景況感の一部で低下に転じている。5月のユーロ圏購買担当者指数（PMI）は総合指数が56.2と4月（57.3）から低下し、製造業も55.9と4月（57.6）の水準を下回った。国別にみると、好調が続いていたドイツでも、ZEW景況感指数や、ifo景況感指数で類似する動きが見られ、ギリシャをはじめとする欧州ソブリン問題や株価の調整などがマインドへも影響し始めたように見える（第12図）。

第 11 図：ユーロ圏総合景況感指数



第 12 図：ユーロ圏 PMI



⑤ 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持続

銀行貸出の動向をみると、家計向けの住宅ローン貸出（前年比+2.6%）は増加に転じたが、非金融企業向け（同▲2.4%）は減少に歯止めがかかっていない（第 13 図）。貸出低迷の主因は、企業の設備投資や M&A 向けの資金需要の落ち込みだが、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、貸出基準の緩和に慎重なことも一因である。

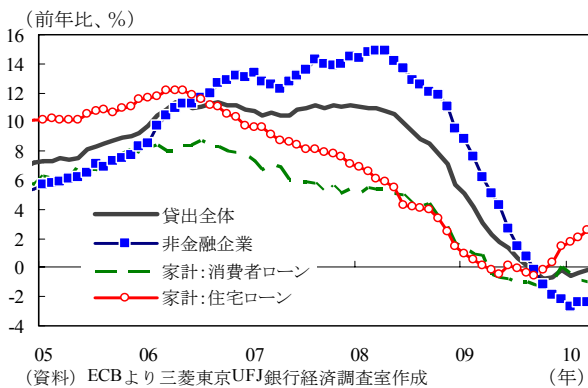
欧州全体の不良債権処理の遅れも貸出低迷の要因

また、欧州全体の不良債権処理は米国や日本などと比べると大幅に遅れている。IMF の推計によれば、欧州銀の不良債権処理は 4 割程度にとどまる。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捉えると、欧州銀行の不良債権処理が一巡するには、あと 2 年近くを要することになり、銀行貸出が今後も伸びにくい要因の一つになっている。

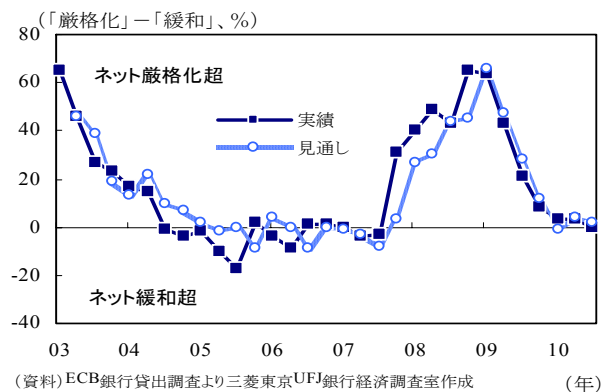
先行き民間部門の資金需要が回復に向かう局面でも、銀行の貸出抑制が景気回復の阻害要因になる可能性に注意が必要である。

また、スペインの地域金融機関の資産劣化や経営難問題の顕在化など、特に住宅バブルの発生した国では、今後金融システムが部分的に不安定化する可能性も否定できない。

第 13 図：ユーロ圏民間向け銀行貸出



第 14 図：ユーロ圏銀行貸出基準



⑥ 物価と金融政策

インフレ率は加速するも、エネルギー・食料品を除くコアでは低下基調

ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP、前年比）は、エネルギー価格の上昇を主因に4月は+1.5%と、3月の+1.4%から加速した。一方エネルギーや食料品を除くコアインフレ率は+0.8%と、低下トレンドが続いている。内需低迷と低水準の稼働率によりコアインフレ率の緩やかな低下基調が続くなか、総合インフレ率も1%前後での低位安定が続くと予想される。

政策金利は12ヵ月連続で据え置き

ECBは、5月の定例理事会で、「現在の政策金利は引き続き適切」として12ヵ月連続で過去最低の1.0%での据え置きを決定した。今後2011年にかけて緩慢な景気回復が続くとみられるなか、欧州ソブリン問題が燃り続けることが想定されるため、政策金利はこの先2011年末まで据え置きとなる見込み。また、利下げを含めた緊急緩和的措置の可能性もみておく必要がある。

⑦ ユーロ為替相場

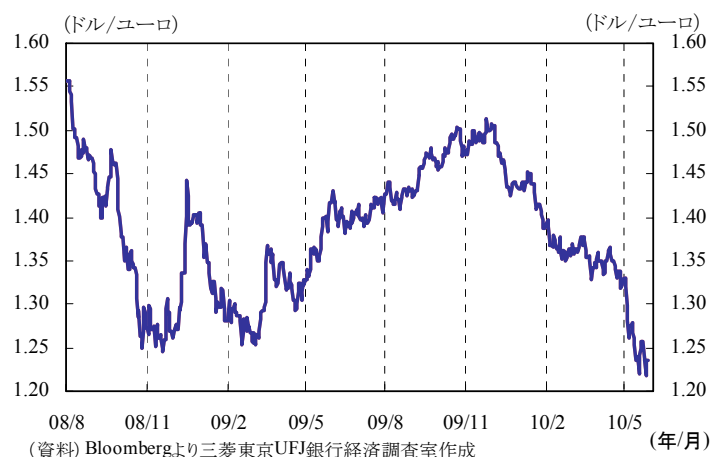
ユーロ相場は欧州ソブリン問題を受けて大幅下落

ユーロ為替相場は、昨年11月末以降、ギリシャ財政危機と南欧諸国のソブリン問題を背景に下落傾向を辿り、4月以降はギリシャ支援を巡り、支援策の発表に伴い一時的に上昇するものの、実効性懸念から再び下落というサイクルを繰り返している。実効性懸念や金融システムへの不安から日々ユーロ売りの動きが見られ、投資家の不安心理を反映した動きとなっている。足元では、5月19日のドイツの空売り規制を嫌気する動きや、24日のスペイン中銀が地銀を管理下に置くとの発表などから、1ユーロ=1.20~1.25ドルのレンジで推移している。

先行きも軟調に推移する見込み

先行きを展望すると、今後もユーロ圏周縁国の経済・財政危機の火種が燃り続けるなか、ユーロ圏に対する米国の相対的な高成長の持続や、ECBの利上げ観測の後退を背景に、ユーロは軟調に推移しよう。

第15図：ユーロ対ドル為替相場の推移



(中村 明、大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状

第1四半期の実質 GDP 成長率ははや減速

英国の第1四半期の実質 GDP 成長率は、前期比 0.3%と2期連続のプラス成長となったものの、前期よりも減速した（第16図）。在庫調整の進展により、在庫のマイナス幅が縮小したほか、総固定資本形成が全体の成長率を押し上げた。一方、個人消費は悪天候の影響で再びマイナスの寄与に転じた。また、輸出が前期比横ばいであったのに対し、輸入は総固定資本形成や政府消費等の内需の増加に伴い、増加傾向を維持したことから純輸出のマイナス寄与度が高まった。

①家計部門

非正規雇用の増加で失業率は低下

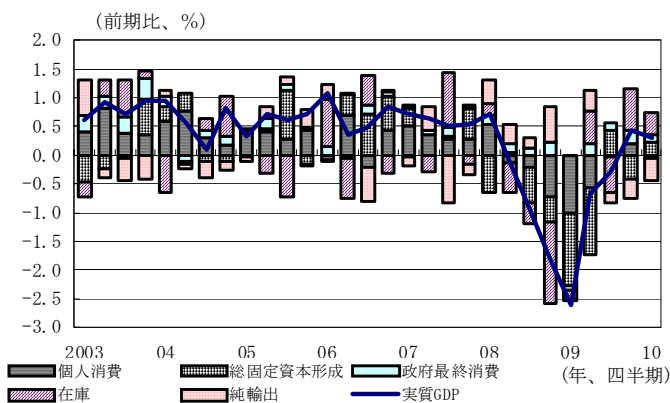
家計部門についてみると、失業保険申請者ベースの失業率は4月に4.7%と3ヶ月連続して低下した（第17図）。しかし、雇用情勢が完全に回復してきたとみるのは早計である。足元の雇用の増加は、非正規労働者の増加が大きく影響している。つまり、正規雇用をあきらめ、パート等の非正規雇用に就いている雇用者が増えており、決して、雇用情勢が改善しているわけではない。実質小売上をみても、3、4月と前年比+1.8%と低い伸び率が続いており、個人消費に弾みが見つからない状況が続いている。

②企業部門

輸出を起点に生産も回復

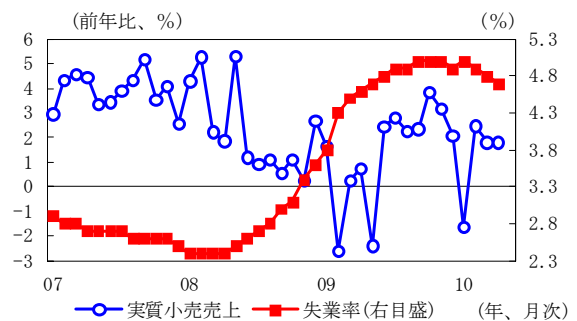
企業部門では、輸出が回復傾向にあることから、製造業の景況感が改善している。輸出については、消費財と中間財の回復が全体の輸出数量を押し上げている（第18図）。しかし、資本財については、明確に回復には至っていない。消費財を中心とした輸出回復の背景にはポンド安がある。実質実効為替レートをみると、低い水準にあり、英国の競争力が高いことを示している（第19図）。

第16図：実質 GDP 成長率（前期比）



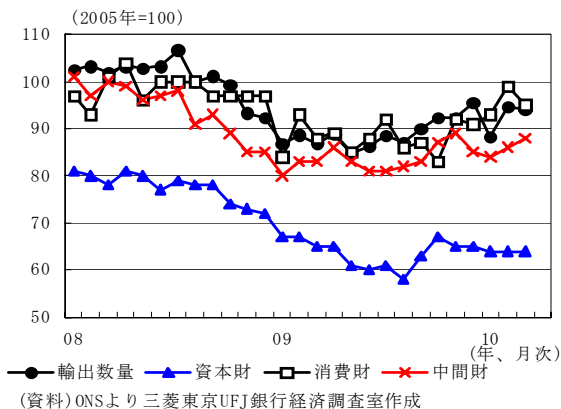
(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：実質小売上を失業率

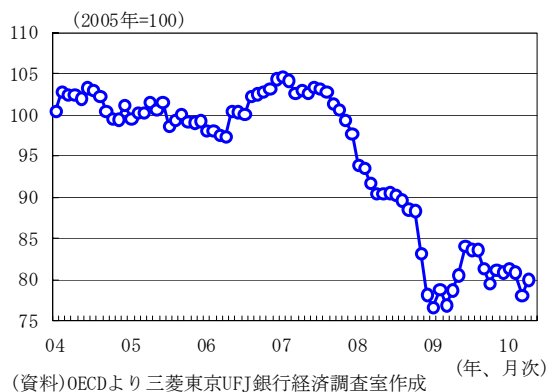


(資料) National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

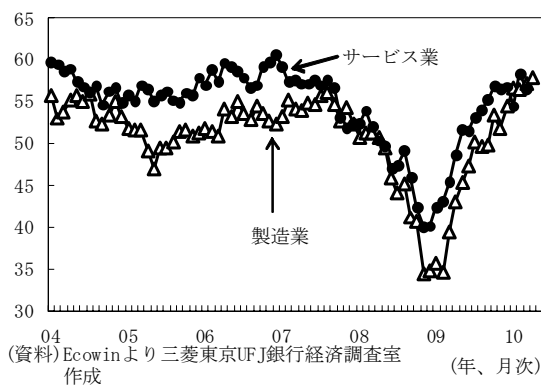
第 18 図：輸出数量指数



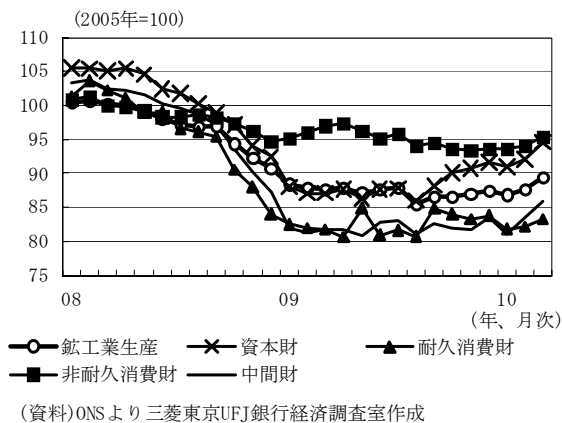
第 19 図：実質実効為替レート



第 20 図：PMI 指数の動向



第 21 図：鉱工業生産の動向



サービス業の景況感の改善は頭打ち

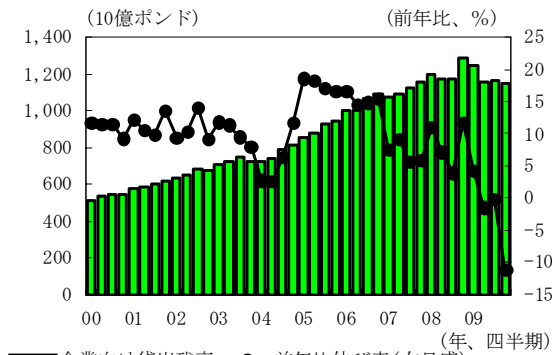
こうしたなか、企業の景況感は製造業とサービス業で2極化してきた。購買担当者指数（PMI 指数）をみると、製造業は輸出の回復もあり上昇しているものの、サービス業は足元、横ばい推移となっている（第 20 図）。個人消費の回復が遅れていることが、頭打ちの一因と考えられる。生産については、2、3 月と持ち直し傾向が鮮明になり始めた。在庫調整が進展し、ようやく輸出の増加が生産の増加につながり始めたと考えられる（第 21 図）。

③銀行貸出の動向

銀行貸出は低迷

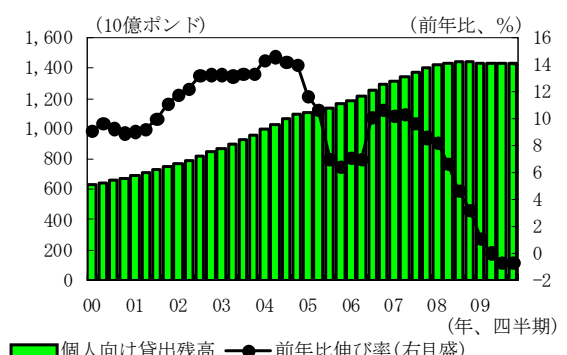
銀行貸出は低迷している。企業向け貸出残高は、昨年第 4 四半期に前年比▲11.2%と 3 期連続で減少した（第 22 図）。また、個人向け貸出も同▲0.6%と 2 期連続で減少している（第 23 図）。企業の設備投資が低迷しているほか、個人消費に弾みがついていないことなどにより、資金需要が不振であると考えられる。資金需要が回復するまでには、しばらく時間を要しよう。

第22図：企業向け貸出



(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図：個人向け貸出



(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

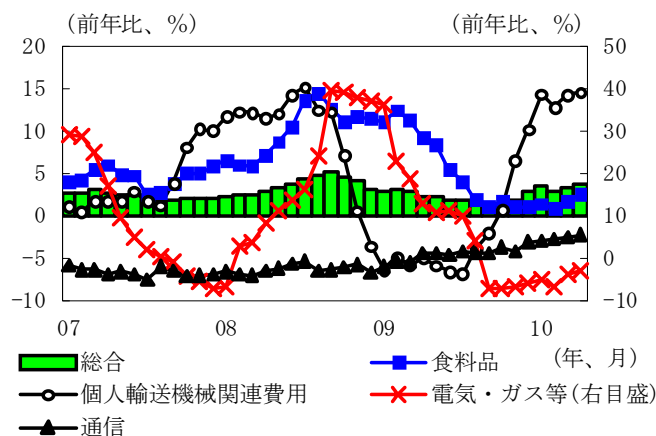
④インフレ率及び金融政策の動向

足元、インフレ率は上昇

4月のインフレ率は前年比3.7%と前月の同3.4%から0.3%ポイント上昇した(第24図)。食料品価格のほか、通信費が上昇した。また、ガソリンを含む燃料費も前月からやや加速している。昨年12月以降、イングランド銀行がターゲットとする2.0%を上回る状況が続いているが、前年の原油価格の水準が低かったベース効果やポンド安の影響が大きく、需要の拡大によりインフレ圧力が高まっているわけではない。そのため、当面、2%を上回る水準が続くが、イングランド銀行の見通しの通り、中期的には2%へと収束していくと考えられる。BOEも当面、金融政策の現状維持を続けるとみられる。

中期的には2%へ

第24図：インフレ率の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 新政権の動向

新政権が 62 億ポンドの歳出削減策を発表

5月11日に発足した保守党と自民党の連立政権は、24日にはマニフェストにも記載されていた62億ポンドの歳出削減策を発表した。旅費等の裁量支出や、IT支出、不動産費用、特殊法人にかかるコストの削減により捻出する計画である。財政赤字の削減と景気回復のための施策に最優先に取り組みとする連立政権の姿勢を早くも具体化したものである。25日には、慣例により、連立政権の施政方針がエリザベス女王により、読み上げられた。内容としては、先の連立政権合意を踏まえて、財政再建への最優先の取り組みや選挙制度改革に関する国民投票の実施等について述べられている。

新政権の立ち上がりは順調

こうしたなか、連立政権は、今のところ、順調な立ち上がりを見せている。両党のマニフェストで大きく異なっていた移民政策や対EU政策などは、それぞれが妥協する形になるなど、理性的な対応をしている。ただし、対GDP比で11.2%に達する財政赤字削減が最大の課題であり、今後、来年度予算等において、どれだけ踏み込んだ施策を示せるかが注目されよう。

(3) 今後の見通し

今年度から歳出削減に踏み切るものの、年内に経済に与える影響は小さなものにとどまると考えられる。62億ポンドは対GDP比で0.4%にすぎない。しかし、来年度以降、公務員の昇給凍結や公共投資の削減等の施策が実施されれば、2011年以降の内需に影響が出ることになろう。一方で、市場に対しては、早期の財政赤字削減への着手は、財政再建に真剣に取り組むという新政権のメッセージであり、引き続き、英国がトリプルAの格付を維持するのに資するとみられる。

2010年は0.8%、
2011年は1.3%成長

足元の緩やかな景気回復は2010年を通じて続くであろう。しかし、昨年から続く経済対策の効果が剥落するほか、個人消費や設備投資といった民需の回復が遅れることから、2010年の実質GDP成長率は前年比0.8%にとどまる。2011年には、自律回復の動きが出てくる一方で、財政再建に向けた動きが本格化するため、結果的に、実質GDP成長率は1.3%となろう。

金融政策については、インフレ率が来年にかけて原油価格のベース効果やポンド安の影響が薄れ、徐々に低下していくことや保守党と自民党の連立政権が歳出削減による財政再建姿勢を鮮明化しており、財政面からのデフレ圧力が強まることなどから、2011年末までレポ金利は現在の水準が維持される見込みである。

(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 2009 (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)		
		2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)
ユーロ圏16カ国	12,517	▲ 4.0	0.6	0.9	0.3	1.2	1.4	▲ 783	▲ 72	15
ドイツ	3,353	▲ 4.9	1.0	1.3	0.2	1.0	1.1	1,606	1,765	1,830
フランス	2,676	▲ 2.2	1.3	1.4	0.1	1.3	1.5	▲ 591	▲ 534	▲ 520
イタリア	2,118	▲ 4.8	0.6	1.0	0.8	1.5	1.7	▲ 713	▲ 585	▲ 563
英国	2,184	▲ 4.9	0.8	1.3	2.2	3.0	1.7	▲ 289	▲ 335	▲ 314

(2) 需要項目別見通し

(単位：%) 位：%

	ユーロ圏16カ国			英国		
	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)
名目GDP	▲ 3.0	1.7	2.0	▲ 3.6	4.1	3.2
実質GDP	▲ 4.0	0.6	0.9	▲ 4.9	0.8	1.3
<内需寄与度>	▲ 3.3	▲ 0.3	0.5	▲ 5.6	1.7	1.9
<外需寄与度>	▲ 0.8	1.0	0.4	0.7	▲ 0.9	▲ 0.6
個人消費	▲ 1.0	▲ 0.5	0.2	▲ 3.2	0.2	1.1
政府消費	2.3	0.6	▲ 0.5	2.2	2.3	1.3
総固定資本形成	▲ 10.8	▲ 2.3	0.2	▲ 14.9	0.1	2.6
在庫投資	▲ 426	▲ 210	110	▲ 171	▲ 44	22
純輸出	552	1,288	1,612	▲ 301	▲ 411	▲ 487

- (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）。