

内外経済の見通し

世界経済の潮流

新年の世界経済展望と日本経済の成長戦略

日 本

景気は今年度末にかけて踊り場局面、来年度以降緩やかな持ち直しへ

米 国

構造調整の進展とともに 2011 年後半から成長ペースが加速

西 欧

ユーロ圏経済は二極化が続く、英国経済は財政緊縮により来年減速

ア ジ ア

成長ペースは鈍化するも、景気は堅調な回復が持続

オーストラリア

成長率は 2011 年に 3% 台後半へ加速、RBA は利上げ再開で将来的なインフレに布石

中南米

景気は本格回復から安定的拡大局面へ

ロシア・中東欧

2011 年も安定成長が続くロシア中東欧経済

原油価格

原油価格は緩やかな上昇基調を辿る見込み

世界経済の潮流

新年の世界経済展望と日本経済の成長戦略

1. 世界経済のフラット化により生産・消費センターが新興国へシフト

2010年の世界経済を振り返ると、BRICsを中心とした新興国や資源国の力強い経済成長が光る一方、日米欧の先進国は高失業やソブリンリスク、円高デフレなど構造的な経済問題が深刻化し、逆南北格差とも言うべき、世界経済の構図が様変わりしたことが特筆される。IMF（国際通貨基金）が公表した最新の世界経済見通しによると、世界全体の実質経済成長率（2010年）は4.8%と2009年の▲0.6%からV字型の回復を示すが、先進国の実質経済成長率（同）は、2.7%と前年の落ち込み（▲3.7%）の7割程度にしか回復しない。一方で、新興国経済は、7.1%と前年（2.5%）の3倍近くもの経済成長を示し、リーマン危機前の高成長時代に一気に戻った。BRICsだけではなく、アジア、中近東、中南米、北アフリカなど全世界の新興国が軒並み高成長を遂げる点が特徴的であり、まさに世界経済のフラット化、世界市場の統合化が進展するなかで生産・消費センターが先進国から新興国へシフトしている状況を表している。世界経済のパワーバランスも大きく変化している。下表は、世界の名目GDPのシェアを先進国、新興国で比較したもののだが、2000年までは先進国のシェアが79.9%、新興国が20.1%と先進国の時代であった。しかし、2000年以降は先進国、新興国の経済シェアが急速に縮まり、2008年には69.4%対30.6%、2014年には63%対37%となり、2020年には先進国と新興国の経済規模が並ぶことが予想されている。

世界の名目GDPの推移

	(金額、10億ドル)				(割合、%)			
	1990年	2000	2008	2014(予測)	1990年	2000	2008	2014(予測)
世界全体	22,823	31,942	60,690	70,601	100.0	100.0	100.0	100.0
先進国	17,683	25,532	42,100	44,488	77.5	79.9	69.4	63.0
日本	3,032	4,669	4,924	5,354	13.3	14.6	8.1	7.6
米国	5,803	9,817	14,265	16,928	25.4	30.7	23.5	24.0
カナダ	583	725	1,511	1,502	2.6	2.3	2.5	2.1
ユーロ圏	n/a	6,264	13,633	13,255	n/a	19.6	22.5	18.8
英国	1,018	1,481	2,674	2,508	4.5	4.6	4.4	3.6
アジアNIEs	554	1,117	1,737	1,864	2.4	3.5	2.9	2.6
オーストラリア	318	390	1,011	853	1.4	1.2	1.7	1.2
新興国	5,140	6,410	18,590	26,113	22.5	20.1	30.6	37.0
中国	390	1,198	4,402	8,500	1.7	3.8	7.3	12.0
インド	314	462	1,210	1,740	1.4	1.4	2.0	2.5
ASEAN5	306	489	1,266	1,690	1.3	1.5	2.1	2.4
その他アジア新興国	101	166	362	493	0.4	0.5	0.6	0.7
中東欧	464	589	1,860	1,884	2.0	1.8	3.1	2.7
中東	434	631	1,814	2,515	1.9	2.0	3.0	3.6
ロシア・CIS諸国	1,580	353	2,190	2,944	6.9	1.1	3.6	4.2
アフリカ	394	445	1,278	1,671	1.7	1.4	2.1	2.4
中南米	1,157	2,077	4,210	4,675	5.1	6.5	6.9	6.6

(注)2014年はIMF予測

(資料)IMF“World Economic Outlook Database”

まさに驚異的なスピードの経済成長である。しかも、新興国経済におけるアジア地域（中国、インド、ASEAN 他）のシェアは 47%と凡そ半分を占めている。NIEs を含むアジア 11 カ国の実質経済成長率（三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室予想）は、2010 年が 9.0%、2011 年が 7.7%と、世界経済成長率（4%台半ば）及び新興国経済成長率の平均（7%近辺）を大きく上回る見込みである。世界経済に対するアジア経済の影響力、牽引力は一段と高まることになろう。

2. 2011 年の世界経済は前半減速、後半再加速の展開を予想

2011 年の世界経済は、年前半は緩やかな景気減速傾向が続くとみられるが、年後半には欧米経済の構造調整が進展することで景気回復ペースが次第に加速していくと予想する。

（1）米国経済～雇用・住宅の低迷が足枷要因だが、調整進捗で徐々に息を吹き返す

まず、米国経済についてみると、当面は厳しい雇用環境や住宅市場の低迷が景気回復の足枷になるとみられる。雇用改善は緩慢で、失業率を押し下げる月 20 万人～30 万人ペースの増加局面に入るには、今しばらく時間がかかる。また、過去の景気回復初期の月平均的な増加ペース（1983 年：30 万人超、1993 年：20 万人超）まで回復したとしても、失業率が現在の 9%台半ばから適正水準（5～6%）まで低下するには、3 年超の期間を要する。一方、住宅市場も過剰在庫の調整やネガティブ・エクイティ問題（住宅価格がローン残高を下回る担保割れの状態）から、当面は調整が続くと見込まれる。雇用不安と住宅ローンの債務負担から、年前半は個人消費も盛り上がりの欠ける展開を余儀なくされよう。

もともと、債務返済を優先させ、住宅ローンを低金利に借り換える動きが強まった結果、家計の債務残高は過去のトレンド線まで回帰しつつあり、返済負担も住宅バブル前の水準まで低下している。2011 年末にはバランスシート調整が一巡し、家計の債務負担が薄らぐ可能性も出てきた。これは当初の想定（2013 年）よりかなり早い調整である。また、9%近辺にある失業率も、一旦、雇用改善のサイクルに入れば、世界で最も流動性の高い労働市場が好循環に動き始め、雇用の受け皿が大きいサービス業を中心に持続的な雇用増加につながる公算が大きい。構造的な雇用調整要因として、雇用のミスマッチ問題が指摘されているが、米国の場合、景気回復の初期段階で、平均賃金水準の高い製造業の雇用回復は相対的に遅れ、平均賃金水準の低いサービス業の雇用回復が相対的に速まる傾向がある。その結果、賃金や消費マインドの統計は厳しい状況が続くが、一方で労働生産性は急速に回復し、実質経済成長率を押し上げる。現在の経済状況と類似していると言われる 1990 年代前半の景気回復局面も、景気底打ちから約 2 年間の経済成長は、ほぼ生産性上昇によるものであった。このため、家計の債務負担が軽減し、かつ新規雇用が創出し始めれば、米国経済は息を吹き返す可能性が高い。

米国経済は、日欧など他の先進国経済にはない強固な人口動態を有しており、ペントアップディマンドと呼ばれる潜在的な買い替え需要が大きい。このペントアップデ

イマンドは主に大型耐久消費財（自動車、電気製品）や住宅投資が対象になるため、金利感応度が高い。後述するが、2011年夏以降には、米国の長期金利が本格的な上昇局面に入るとみられ、これが買い替えマインドを後押しする公算が大きい。2011年後半は、個人消費が主導する形で経済成長率は年前半の2%台半ばから3%台へと加速するとみる。翌2012年に入ると、バランスシート調整や住宅の過剰在庫など構造調整要因がほぼ解消され、民需の自律回復力が一段と強まることが予想される。

FRBはデフレ回避と雇用正常化に強い意思、利上げは2012年後ズレ

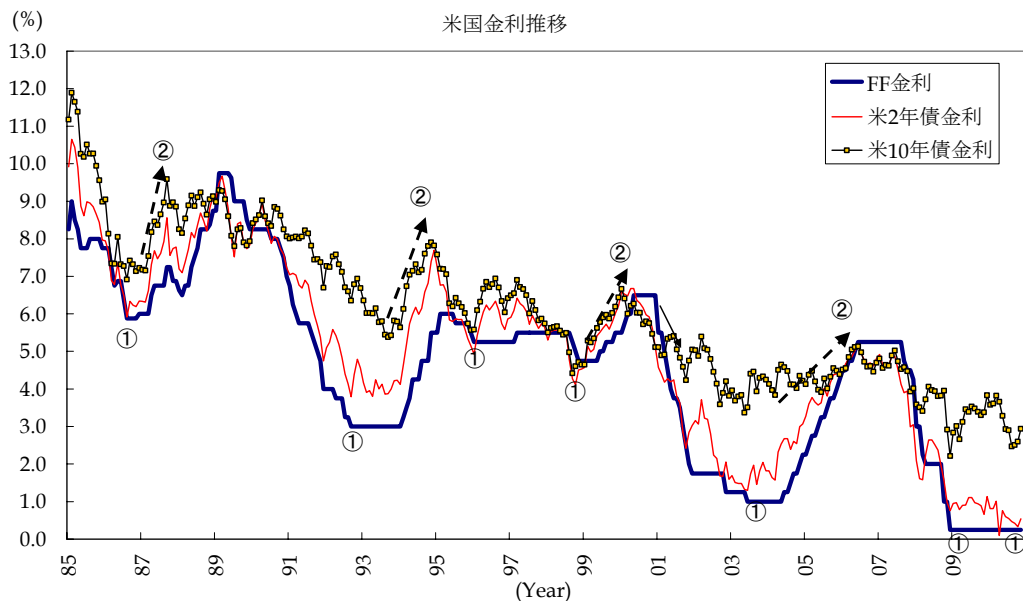
そうしたなかで、米国の金融政策は、景気回復の加速が確認される2012年初から利上げのタイミングを測ることになるだろうが、実際に利上げに踏み切るのは2012年後半になるとみる。何故ならば、FRB（連邦準備制度理事会）は、短期的な景気回復循環はそれほど重視せず、デフレリスク回避と雇用正常化など構造問題の解決に強い意志を示しているからである。実際、FOMCの声明文には、「物価安定と最大雇用の達成」に対する法的な責務（mandate）という文言を2度も挿入している。物価安定の適正水準とは、FOMCメンバーが長期のインフレ予想としておいているPCEデフレーター（1.7%～2.0%）と考えられ、FOMCの経済見通しを基にすれば、適正水準の下限（1.7%）に達するのに2012年までかかることになる。雇用環境に至っては、2012年の段階でも7%台の失業率である。物価・雇用の適正水準化を構造問題解決のバロメーターとして捉え、利上げ時期を意図的に遅らせ、あえてビハインド・ザ・カーブ的な金融政策を実施するものと思われる。

FOMCメンバーの物価・雇用見通し

	2010年	2011年	2012年	長期
PCEデフレーター	1.0～1.1	1.1～1.6	1.0～1.7	1.7～2.0
失業率	9.2～9.5	8.3～8.7	7.1～7.5	5.0～5.3

出所)FRB

米国長期金利については11月中旬に、追加的量的緩和政策（QE2）に対する懐疑的な見方が強まり、急騰した。しかし、本格的な上昇トレンドには至らず、当面は2%台後半から3%程度のレンジ形成の局面とみる。次頁図は、過去25年間の米国長期金利の金利循環をみたものである。この長期的な金利循環から、米国長期金利を特徴付けると、①金融緩和期待が剥落した時点で金利が大底をつける、②利上げに転ずる約6ヶ月前に本格的な上昇トレンドに入る、という経験則（パターン）が見受けられる。今次局面も利下げが0.25%でストップした時点で、米国長期金利は2%で一旦大底を打った。しかし、欧州ソブリン危機が勃発した今春から再び低下に転じ、秋からは、追加的量的緩和政策（QE2）を織り込む形で低下傾向を辿った。足下の米国長期金利上昇は、実際に追加的量的緩和政策がスタートしたことで金融緩和期待が剥落し、大底を打ったと捉えられるが、利上げ時期は2012年後ズレすることを勘案すると、米国長期金利が本格的な上昇トレンドに入るのは2011年後半と予想する。



（２）欧州経済～不均衡を抱えながら緩やかな成長持続

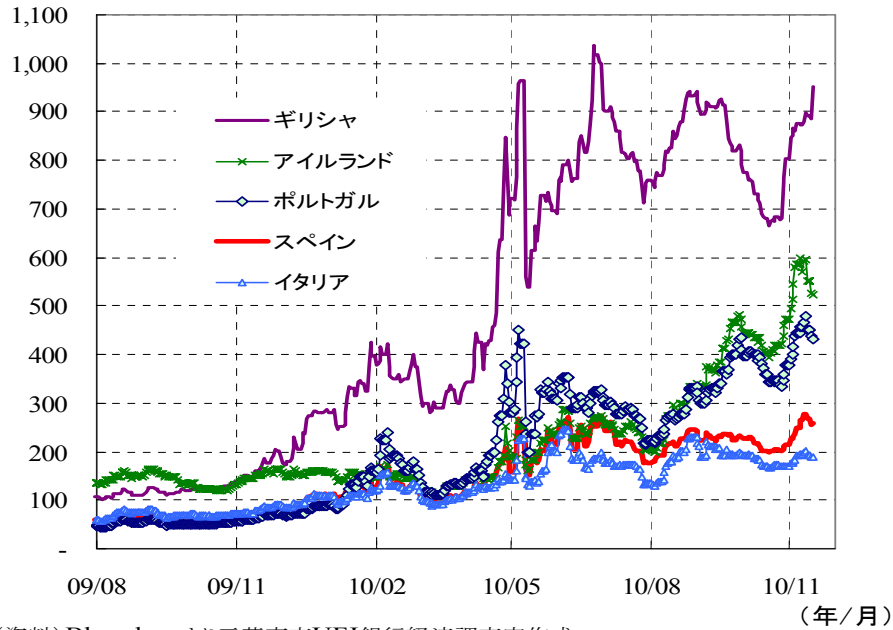
欧州経済は、引き続き①ドイツ、②コア西欧主要国、③南欧などの周縁国との景気格差が解消されず、各国とも財政デフレ圧力を受けるため、1%台前半の緩やかな成長が継続するとみる。2010年に好調な内外需に支えられて3%成長を達成したドイツも2011年は1%台後半の経済成長率に減速する見通しである。

リスク要因は、PIIGS 諸国のソブリン問題と財政緊縮政策の影響

今秋にかけて、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルのソブリンリスクが高まったのは、財政再建計画や金融安定化への期待に対して、厳しい現実を突き付けられたことの表れと言ってよい。無論、各国の抱えている問題の性質は異なる。ギリシャの場合は、まさに財政再建の困難性である。欧州連合の統計機関（ユーロスタット）による精査によって、2009年のギリシャの財政赤字対名目GDP比率は当初公表された13.6%から15.4%へ大幅に上昇した。この結果を受けて、オーストリアのプレル財務相はギリシャへの支援金支払いを一時停止する考えを示し、信用リスクプレミアムが急騰する場面もみられた。ギリシャにとって、さらなる財政再建努力が可能か否か、パパンドレウ政権は非常に厳しい状況に立たされている。

アイルランドの場合は銀行リスクである。9月末に自国の金融システム救済コストとして、約120億ユーロの追加資本注入を決定し、2010年の財政赤字対名目GDP比率の見通しは当初の11.6%から一気に32%へ急激に悪化した。リーマン危機勃発以前には、年率7%の高成長を10年超にわたって続け、「ケルトの虎の奇跡」と称賛されていたアイルランドだが、成長産業の軸足を製造業から金融・不動産へ移行させる中

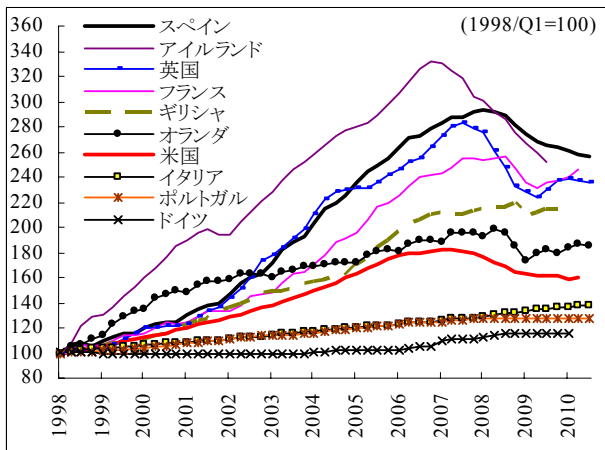
PIIGS 諸国の C D S



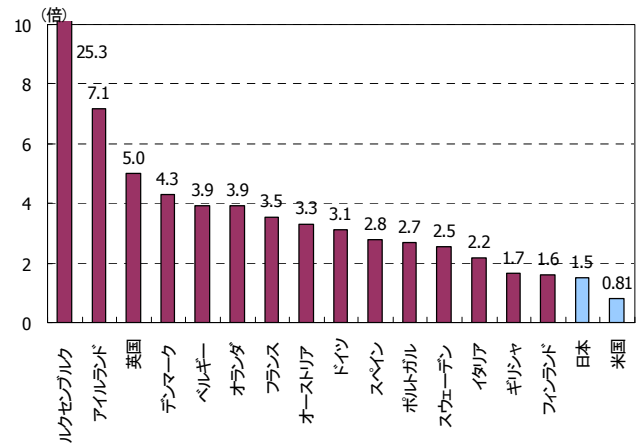
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

で、不動産バブルを引き起こした。欧州諸国の住宅価格を比較すると、アイルランドの住宅価格は、金融危機前の約10年間に跳ね上がっており、欧州内で突出している。一方で、アイルランドの金融機関の資産規模は、経済規模の約7倍に膨れ上がっており、アイルランド単体で不良債権処理を進めていくのは限界がある。実際、今回の銀行救済費用は財政赤字のGDP比を約20%悪化させており、それが新たな利払い負担として次年度以降に押し掛かってくる。EUからの欧州金融安定ファシリティ（European Financial Stability Facility）を通じた金融支援を受ける可能性が高いとみられているが、アイルランドの住宅価格調整は依然として継続しており、追加的な不良債権処理コストが発生する可能性も否定できない。

欧州諸国の住宅価格



欧州各国の銀行総資産（対GDP比）



(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

ポルトガルの場合は、不安定な政治情勢と構造的な低成長等から財政再建の遂行能力が低いことがある。ソクラテス首相率いる政権与党の社会党は昨年の選挙で単独過半数を割り込み、厳しい議会運営を強いられている。最大野党の社会民主党の反対によって一旦決裂した来年度予算案（含む財政赤字の追加削減策）は、最終的に妥結する見通しである。しかし、2001年以降、年平均の実質経済成長率が0.7%と欧州では極めて低い経済成長力の下で計画通り財政再建が進むかどうか疑問が残る。欧州で最も手厚い労働保護政策が同国の国際競争力を低下させ、構造的な低成長が長期化するとの見方も根強い。

欧州金融安定基金がセイフティネットだが、追加金融支援には政治リスク

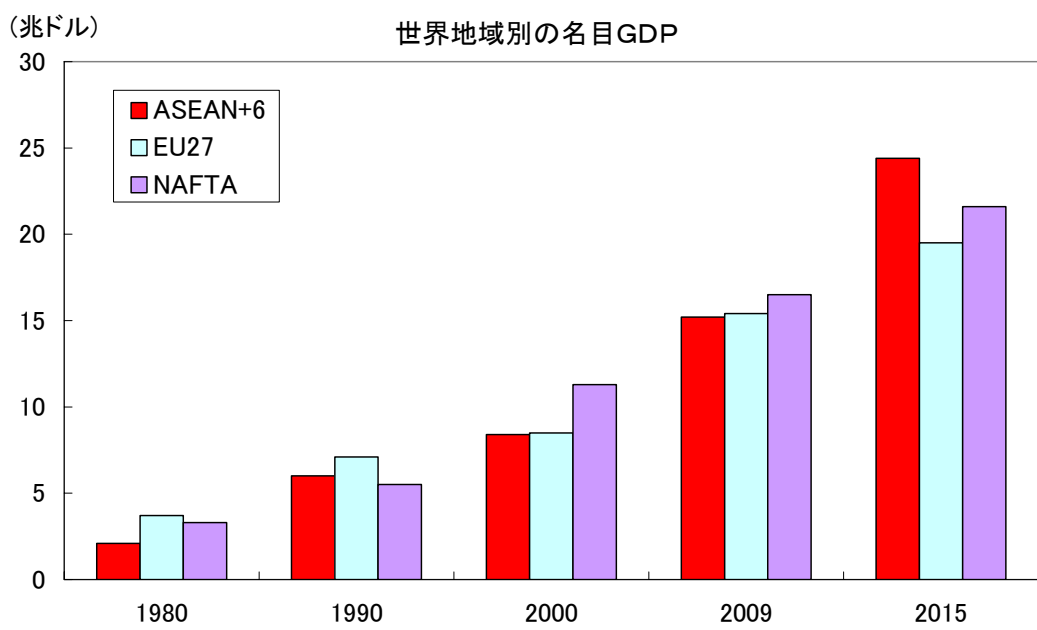
もともと、ギリシャ危機が勃発した今年5月とは違い、既に欧州金融安定ファシリティーのセイフティネットが構築されており、これを機動的に活用することで、PIIGS諸国のソブリンリスクが欧州域内全体へ伝染することを抑えることは可能である。しかし、具体的に金融支援を実施する段階では、保証責務や資金負担を被る欧州コア国で世論の批判や野党の反発を受けることから、より厳しい財政再建計画や金融管理を要請する可能性が大きい。金融支援が決定されても、財政緊縮計画の進捗状況を確認して段階的に資金が拠出されるため、今回のギリシャのように財政緊縮が計画比遅れていることが明らかになると市場が混乱する。来年もPIIGS諸国のソブリン問題は予断を許さない状況が続くと思われる。

(3) アジア経済～2011年前半は減速するが、基本的に堅調な経済成長持続

アジア経済は、中国経済の鈍化により来年前半にかけて緩やかな減速傾向に入ると予想するが、①経済連携協定（EPA）や自由貿易協定（FTA）の加速によるアジア経済圏の統合化、②中印ASEAN諸国における所得の中流化ステージと都市化の進展、③製造業重視の経済構造改革、④国境を越えた広域インフラプロジェクトの推進、⑤世界経済のフラット化に伴う同地域における産業集積の加速等、世界経済の成長センターとしての位置付けに変化はないとみる。2011年後半以降は、米国を中心とした世界経済が回復に向かうことから、内外需ともに伸びが高まる。実質経済成長率（11カ国・地域全体）は2010年に9.0%とグローバル金融危機以前の平均レベルまで加速した後、2011年は7.7%へ鈍化するが、基本的に堅調な経済成長が持続するとみる。

IMFによる世界経済見通し（中期）によると、アジア地域（ASEAN+6^{注1}）の名目GDPは2009年時点で15.2兆ドルと、欧州連合27カ国（EU27）や北米自由貿易協定（NAFTA）経済圏とほぼ匹敵する経済規模に達している。2015年まで展望すると、アジア地域の名目GDPは24.4兆ドルへ拡大し、地域経済圏では世界最大になることが見込まれている。輸出指向型工業化モデルに域内の経済連携や内需の自立的な回復が加わり、アジアの高成長は2015年近辺まで続くと思われる。

注1:ASEAN 10カ国(ブルネイ、インドネシア、カンボジア、ラオス、マレーシア、シンガポール、フィリピン、タイ、ベトナム、ミャンマー)に日本、中国、韓国、インド、オーストラリア、ニュージーランドを加えたもの。

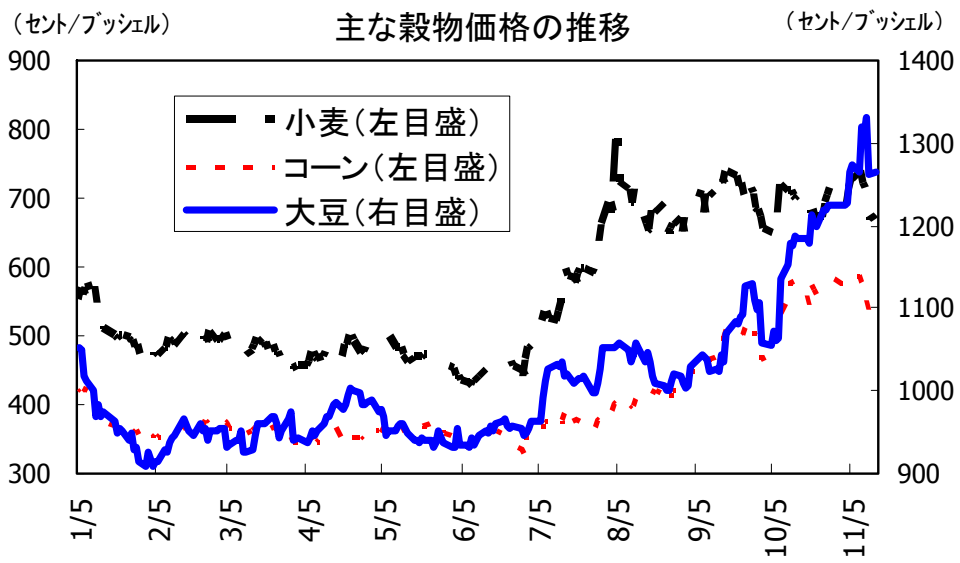


(出所)IMF「World Economic Outlook, 2010 April」から三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2015年以降は、中国で人口動態の変化（生産年齢人口のピークアウト）が表れ始めることや、中流化ステージ移行の成熟化に伴う潜在的な購買力の低減から、アジア地域全体の成長率も緩やかに鈍化していくとみられる。

インフレリスクがアキレス腱

アジア経済のリスク要因は、インフレリスクである。これは資源・食糧インフレと資産インフレの双方を含む。前者は、今夏の天候不順に加えて、米国の量的緩和政策の影響もあり、今秋から国際商品市場で穀物価格が急速に上昇し始めている。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

これを受けてアジアでは中国、インド、インドネシア、ベトナム等で食糧価格が急騰している。アジア主要国のエンゲル係数をみると、中国が35%、インド、インドネシア、ベトナムが45%程度と、先進国（15%前後）に比べて高く、食糧価格の高騰はインフレ懸念につながりやすい。これに原油高や資源価格上昇が加わると、光熱費や交通費など消費者物価全般に上昇圧力が高まり、インフレが加速しやすくなる。政府は食品や燃料、公共料金等への価格統制などの対策を講じるが、財政負担の重さから徐々に消費者への価格転嫁を容認し始める。その場合、インフレ抑制に向けて本格的な金融引き締めを踏み切る可能性が大きく、景気は大幅な減速を余儀なくされる。実際、2011年にアジア各国は金融引き締めを強化する見通しだが、インフレ抑制のソフトランディングが可能か否か、見極めが必要である。

他方、資産インフレリスクについては、アジアへの資本流入が加速していることが背景にある。株式市場では、インドネシアやフィリピンの株価が史上最高値を更新したほか、タイなど他のアジア新興国も年初来から3~4割上昇している。住宅価格は香港、シンガポールでグローバル金融危機のボトムから5割程度上昇しているほか、中国でも不動産規制の強化から年前半は上昇率が抑えられていたが、足下では再び前年比二桁の上昇率を示している。これらの国々では、当該通貨の上昇を狙った海外から投機資金が国債市場に流入し、長期金利の低下が株価や住宅を押し上げている面が少なからずある。これに対してアジア各国は、タイが海外投資家の国債投資に係るキャピタルゲイン税の免税措置を廃止したり（15%課税）、インドネシアが中銀短期証券（SBI）の1ヶ月間の保有義務化、同証券3ヶ月物の発行停止を打ち出すなど、資本流入規制を強化しているが、明確な抑制効果とはなっておらず、引き続き過度な外国資本流入による資産バブル懸念が熾ろう。アジアの資産価格が大幅に調整する引き金として考えられるのは、①アジアのインフレ加速と本格的な金融引き締め、②米国の金融引き締め転換を景気とした世界的なマネーフローの逆流（新興国・資源国⇒米国・日本）である。但し、住宅価格に関しては、経済成長の発展段階に伴う都市化比率の上昇といった構造的な価格上昇要因があるため、下落局面に入ったとしても一時的な調整に止まり、中長期的には依然上昇余地が大きいと考えられる。

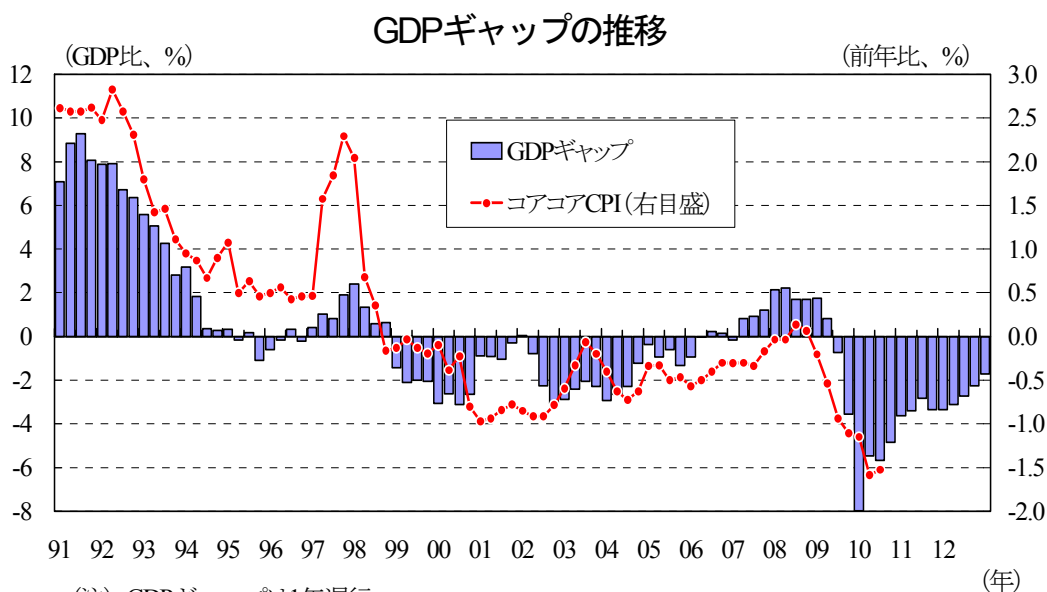
（４）日本経済～来春まで景気踊り場局面継続、年度後半から自律的な景気回復軌道へ

日本経済については、来年春頃まで世界経済減速に伴う輸出の鈍化、円高・株安等によるマインドの落ち込み、消費刺激政策効果の剥落などから景気の踊り場局面が続く。具体的には消費刺激策の反動から今年10-12月にマイナス成長へ落ち込んだ後、春先まで輸出鈍化や生産調整、消費低迷等からゼロ%台成長でもたつく展開を想定している。1ドル=80円を上抜ける円高が現出した場合には景気失速リスクが高まるが、メインシナリオは企業業績や雇用者所得がプラスを維持するため、景気の腰折れは回避されるとみる。

2011年度入り後は、年央から米国経済や中国経済の回復を背景とした世界経済の持

ち直しが輸出の再加速につながり、生産増加や設備投資の拡大の好循環に入っていく。企業業績の回復から雇用や所得環境も改善傾向を辿り、個人消費も緩やかながら回復力を高めていくとみる。実質経済成長率は、2010年度が2.6%、2011年度が1.0%と予想する。成長率の数値をみると、2011年度は急減速するように思われるが、2010年度は1.6%、2011年度は▲0.04%の成長率のゲタを履いており、これを除いた年間ベースの成長率はいずれも1%程度となる。2011年度は後半以降に2%台の経済成長率へ加速する見通しになっており、自律的な景気回復局面入りが期待される。

もっとも、デフレギャップの解消までは依然として道程が遠く（2013年度に解消予想）、デフレ圧力は残存する。日銀は、リスク資産の買入等、非伝統的措置を含む包括的な金融緩和策の導入を決定したが、同時に「物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化が打ち出されている。そこでは、消費者物価上昇率が前年比1%程度まで高まることが展望できるようになるまで、日銀は実質ゼロ金利政策を継続することが明示されており、現行の政策金利水準が長期化する公算が高い。2012年には欧米の利上げが見込まれるが、日銀の利上げは2013年以降に後ズレする可能性が高いとみる。



日本経済の成長戦略～本質的な課題

日本経済の成長戦略が問われて久しい。小泉政権が「聖域なき構造改革」をスローガンに、従来の公共事業偏重から経済構造改革やイノベーション促進などサプライサイド政策へ切り替えたことに始まり、歴代政権は様々な角度・視点から成長戦略を策定してきた。安倍政権はIT化による生産性向上を、福田政権はグローバル戦略に活路を見出し、麻生政権は環境・健康・地域活性化など内需再生に力点を置いた。民主党へ政権が交代した後は、鳩山政権が分配政策による国内需要喚起を狙い、現在の管

政権が経済構造改革、財政構造改革、社会保障改革の一体化を進める方針を打ち出している。過去 10 年間に成長戦略の政策メニューはほぼ網羅されたと言える。しかし、問題は、こうした数々の成長戦略策定にもかかわらず、日本経済の成長力は依然として低迷し、日本の経済社会には依然として閉塞感が根強いという事実である。

その理由の一つには、この 10 年間に欧州統合や BRICs 諸国の台頭など世界経済のパワーバランスが大きく変化し、さらに経済連携協定の進展が国境を越えた産業のフラット化を加速させたことがある。かつて「未成熟のグローバル化時代」においては、製品開発から部品、部材、製造構造を一貫して自国（日本）で行う垂直統合的なビジネスモデルを主体とし、新興国への海外展開はコスト最小化とローカル市場ニーズへの対応など一部に限られていた（グローカリゼーションモデル）。しかし、巨大な人口規模を擁する BRICs 諸国が出現し、地域経済圏の統合化が加速する「真のグローバル化時代」においては、製品開発から生産・営業までの一貫したサプライチェーンを新興国市場で完結させる広域フラグメンテーション型の国際分業体制が主流になる。そうしたなかで、米国 GE 社のように新興国経済の市場向けに開発された製品を、新たな改良を加えて先進国向けに販売するという従来の発想とは真逆のビジネスモデル（リバースイノベーション）を推進する多国籍企業が現れ始めている。新興国市場における先行メリットの優位性と世界市場における規模の経済性を同時に追求する、覇権的な国際巨大企業の出現である。

日本の成長戦略は、こうした世界経済パワーバランスの急激な変化や世界市場の統合化に付いて行けず、対応が遅れた。少子高齢化に伴う内需縮小や繰り返される円高デフレにより、内向きの経済対策に迫られた面もある。このため、成長戦略には、まずグローバル競争に打ち勝つ日本の国際競争力の強化、そして世界市場の統合化に組み込まれる日本社会のグローバル対応を主眼に置かれなければならない。

期待されるグローバル化対応～経済連携協定（EPA）や自由貿易協定（FTA）の促進

おりしも、今月横浜で開催されたアジア太平洋経済協力会議（APEC）では、「域内の貿易・投資の自由化のため共同体としての経済統合を目指す」横浜ビジョンが採択された。首脳宣言では環太平洋連携協定（TPP）と ASEAN プラス 3 が併記されるなど、多国間自由貿易取引の枠組みは未だ紆余曲折の感は強いが、日本のグローバル戦略に漸く弾みが付き始めることになろう。経済連携協定（EPA）や自由貿易協定（FTA）の促進をはじめ、法人税改革、規制・制度改革、研究開発促進、柔軟な労働慣行の見直しなど、世界市場の統合化に対する競争的な市場環境の整備が本格的に進むことが期待される。

一方、わが国企業は、既に世界市場の統合化を見据えてグローバル戦略に活路を見出している。鉄鋼業界、素材業界、化学業界などは海外投資を拡大させ、自動車業界、電機業界、一般機械業界は、海外企業との提携や M&A 戦略を強化している。小売業界、建設業界など内需型産業もアジアの中流化需要を捉えるために、海外に店舗や営業所を積極的に展開している。

大企業だけではない。経済産業省の海外事業活動基本調査によると、海外に進出す

る本邦企業における中小企業のシェアが、2000年度の12.5%から2008年度に24.0%へ大幅に上昇した。今や海外に展開する本邦現地法人の4社に1社は中堅中小企業である。かつて中堅中小企業の海外展開といえば、大企業の海外シフト追随型が中心であった。最近では「現地市場の開拓」や「第三国向け輸出」を目的とした、いわば自立型の海外進出が増加している。もはやグローバル中堅中小企業と呼称すべき存在感を高めている。

しかし、中堅中小企業は大企業に比べて現地の信用力が低く、資金調達力が弱い。現地の情報収集・分析力、さらには第三国を含めたネットワーク力も劣る。現地での資金調達力向上や為替リスクの軽減など財務戦略の強化が、経営の事業効率や収益力を高める鍵となる。他方、現地ネットワーク力不足に関しては「現地の受注先や販売先の開拓、確保が困難である」ために事業撤退を余儀なくされた企業も少なくない。政府の新成長戦略に盛り込まれた中小企業の海外展開支援パッケージとともに、現地の法律・制度の情報提供や受注先、販売先の紹介など事業アドバイザー力の強化が求められよう。

本格的なグローバル競争時代に突入するなかで本邦企業の多国籍化は不可欠であり、国内において業界調整が進展するのはやむを得ない。しかし、本来、それは国内の産業創業力を立て直すチャンスでもある。すなわち、新しい成長分野でベンチャー企業（新興企業）が勃興し、経済の新陳代謝が進展する絶好の機会である。

ベンチャー企業育成の基盤強化が急務～新事業スキームの構築

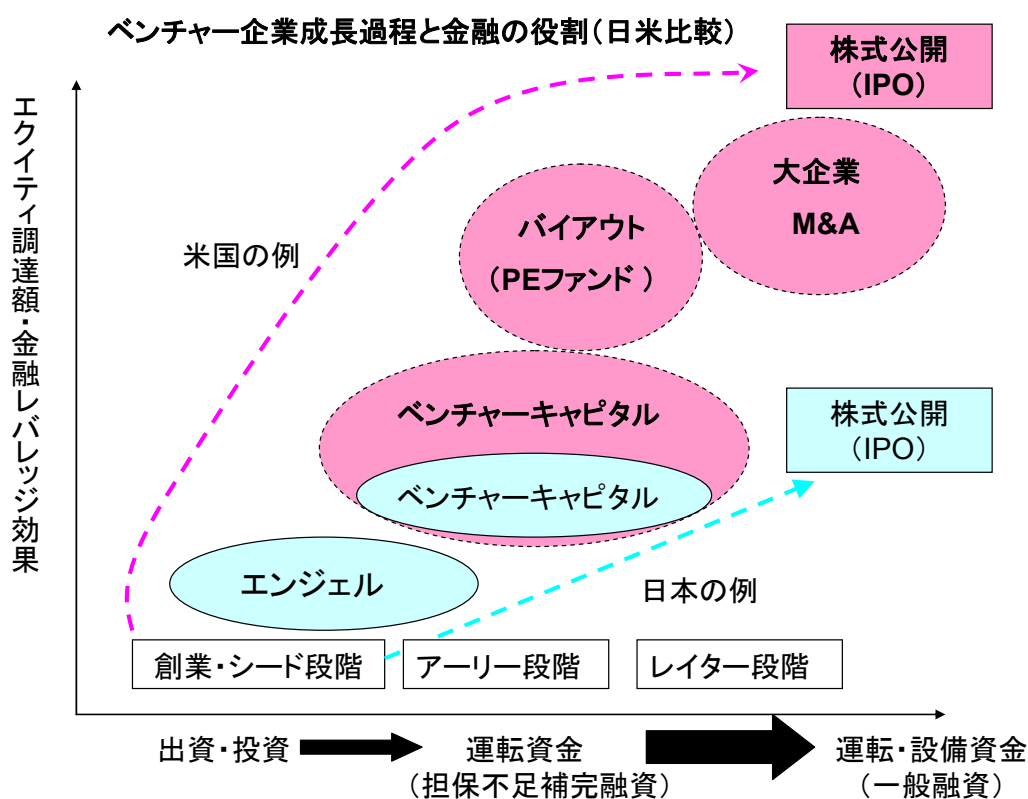
産業競争力を立て直すためにベンチャー企業育成のための抜本的な基盤強化策を講じることが急務であろう。ベンチャー企業の成長は、起業リスクを社会全体が負担する仕組みや風土を創り上げ、さらに海外を含めて内外からリスクマネーや人材が集まる環境作りが重要である。

産官学連携の強化によって、インキュベーション研究の事業化支援やベンチャー起業家の人材育成を図ることも重要である。経済産業省によると日本で活動する大学発ベンチャーは1800社を超えるとみられるが、設立社数は2004年度をピークに減少へ転じ、2008年度にはピークの約5分の1まで急減した。一方で廃業社数は急増しており、廃業社数が設立社数を上回る状態になっており、産官学連携による新事業スキームの構築など抜本的な挺入れ策が急務といえよう。また、先行き国内の産業再編や事業再編の加速が展望されるなかで、大企業や中堅企業のカーブアウト（戦略的な技術・事業の切り離し）の受け皿として、知財ファンドや日本版SBIRを積極的に活用するスキームを構築することも検討に値しよう。米国の成功例をみても、大企業のカーブアウト戦略は、ベンチャー企業の発展や産業競争力の強化に向けた起爆剤になる可能性が大きい。

こうしたベンチャー企業の金融支援は、創業（シード）段階では出資や投資が主体となり、アーリー段階からミドル段階へのプロセスでも制度融資や官民の協調融資がほとんどである。ベンチャービジネスの育成や企業再生支援は融資リスクが高く、日本の民間金融機関が単体で融資を行うケースは少ない。しかし、前述したように外部

評価機関により当該技術の将来性が確保され、初期開発投資の実用化段階が展望されるような段階では、新株予約権付き融資や知的財産権担保融資など、担保不足を補完する金融支援スキームを構築し、当該事業のレバレッジ効果を高めることが可能であろう。民間金融機関が技術力と事業の将来性の目利きを高め、ベンチャーキャピタルファンドと連携してベンチャー企業の育成をトータルパッケージで支援すれば、新たな資金需要を掘り起こすことにつながる。

ベンチャー企業の発展段階を日米比較すると、明らかにアーリー段階からレイター段階においてのエクイティ調達額や金融レバレッジの厚みが違い、それが彼我の成長力格差そのものに影響を与えている面が少なくない。逆説的に考えれば、米国の成功例を基にベンチャー企業支援策を抜本的に強化すれば、成長戦略のブレークスルーになりうる。「新成長戦略」では総合特区制度を創設し、国際戦略総合特区、地域活性化総合特区を設定するとしているが、従来の構造特区制度の規制緩和に加えて、ベンチャー企業を誘致する税制、金融、財政面の支援措置が講じられれば、地域経済活性化につながることも期待される。



(経済調査室長 内田 和人)

世界経済見通し総括表

	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
日本 (年度ベース)	▲5.2 (▲1.8)	3.6 (2.6)	0.8 (1.0)	▲1.3 (▲1.6)	▲1.0 (▲0.9)	▲0.3 (▲0.1)	1,423 (1,698)	1,832 (1,753)	1,809 (1,839)
米国	▲2.6	2.7	2.4	▲0.4	1.6	1.3	▲3,784	▲4,999	▲5,857
ユーロ圏16カ国	▲4.0	1.5	1.1	0.3	1.5	1.4	▲784	▲110	▲12
ドイツ	▲4.9	3.3	1.8	0.2	1.1	1.0	1,633	1,922	1,830
フランス	▲2.2	1.5	1.4	0.1	1.6	1.5	▲513	▲485	▲463
イタリア	▲4.8	0.9	0.8	0.8	1.6	1.4	▲672	▲585	▲511
英国	▲5.0	1.7	1.5	2.2	3.1	2.7	▲276	▲458	▲429
アジア11カ国・地域	6.1	9.0	7.7	2.0	4.1	3.5	4,583	4,225	3,869
中国	9.1	10.1	9.1	▲0.7	3.3	2.8	2,971	2,878	2,812
NIEs	▲0.9	7.6	4.5	1.4	2.4	2.6	1,356	1,257	1,073
ASEAN 4カ国	1.5	6.6	5.5	2.6	3.9	4.3	715	598	517
インド	7.4	8.5	8.4	12.4	9.5	6.5	▲384	▲423	▲458
オーストラリア	1.2	3.3	3.6	1.8	2.9	3.1	▲410	▲504	▲415
中南米	▲2.0	5.8	4.1	5.2	5.3	5.1	▲144	▲428	▲645
ブラジル	▲0.2	7.5	4.5	4.9	5.0	4.8	▲243	▲481	▲556
ロシア・中東欧	▲5.5	3.3	3.6	8.7	5.4	5.6	396	636	505
ロシア	▲7.9	3.7	3.9	11.7	6.8	7.0	490	788	702

(注) 2009年は実績値、2010、2011年は予想値。

- ・日本の消費者物価は生鮮食品を除く総合ベース。経常収支は、円建ての経常収支実績・見通しを円ドル相場（銀行間中心・期間平均）実績・見通しにより換算したもの。
- ・「ユーロ圏」は、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、スペイン、ポルトガル、オーストリア、フィンランド、アイルランド、ギリシャ、スロベニアの13カ国に、2008年からはマルタ、キプロスに加わり15カ国。2009年からはスロヴァキアが加わり16カ国。
- ・ユーロ圏及び英国の消費者物価は、EU統一基準インフレ率（HICP）。
- ・インドは年度（4月～3月）ベース。
- ・「中南米」は、実質GDP成長率と経常収支については14カ国の数値。消費者物価上昇率についてはメキシコ、ブラジル、アルゼンチン3カ国の加重幾何平均値。
- ・「ロシア・中東欧」は、ロシア、ポーランド、チェコ、ハンガリーの4カ国。

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、金融商品の販売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、宜しくお願い申し上げます。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、弊行ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。

I. 日本

～景気は今年度末にかけて踊り場局面、来年度以降緩やかな持ち直しへ～

1. 景気の現状

7-9 月期の実質 GDP 成長率は一時的要因が押し上げ

わが国の景気は、輸出の頭打ちや経済対策効果の剥落、円高・株安によるマインド悪化等から踊り場入りの可能性が高まっている。7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+3.9%と、前期（同+1.8%）を上回る伸びとなったが、これは猛暑の影響やエコカー補助金終了前の駆け込み購入といった一時的要因によって押し上げられた部分が多い。これまで景気の牽引役となってきた輸出が大きく鈍化するなど、基調的なモメンタムの弱まりを示唆する動きもみられ、一時的要因を除けば、景気は減速傾向を辿っていると判断される。GDP 以外の経済指標をみても、景気の軟化を示すものが増えている。9 月の景気動向指数の一致指数は 1 年 6 ヵ月ぶりに前月比低下に転じ、同先行指数は 3 ヶ月連続で低下している。

第1表：主要経済指標の推移

(前期(月)比、%)

	2010/1-3	4-6	7-9	2010/7	8	9	10
全 体	名目GDP成長率(前期比年率)	7.1	▲ 2.7	2.9	-	-	-
	実質GDP成長率(同)	6.6	1.8	3.9	-	-	-
	景気動向指数(一致)	99.8	102.1	102.8	103.0	103.3	102.0
	景気動向指数(先行)	99.0	100.7	99.5	100.0	99.5	98.9
企 業	鉱工業生産	7.0	1.5	▲ 1.8	▲ 0.2	▲ 0.5	▲ 1.6
	機械受注(船舶・電力を除く民需)	2.9	0.3	9.6	8.8	10.1	▲ 10.3
	資本財出荷(除く輸送機械)	14.3	7.4	1.8	▲ 0.2	▲ 1.4	0.2
家 計	雇用者数(非農林業)	▲ 0.3	▲ 0.3	0.3	0.1	0.0	0.7
	現金給与総額(5人以上)	0.0	1.3	0.9	1.4	0.4	0.9
	雇用者所得	▲ 0.3	1.0	1.2	1.5	0.4	1.6
	失業率	4.9	5.2	5.1	5.2	5.1	5.0
	消費総合指数(実質、季調値)	1.2	0.2	0.6	0.8	0.8	▲ 1.5
消費者態度指数(全国・一般世帯、前期差)	1.8	0.1	▲ 0.8	▲ 0.2	▲ 0.9	▲ 1.2	▲ 0.3
外 需	輸出(数量ベース)	5.9	6.7	▲ 2.6	1.6	▲ 5.5	1.3
	輸入(数量ベース)	4.0	3.5	2.6	0.8	1.1	▲ 1.5
物価	消費者物価(除く生鮮食品)	▲ 1.2	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 1.1

(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

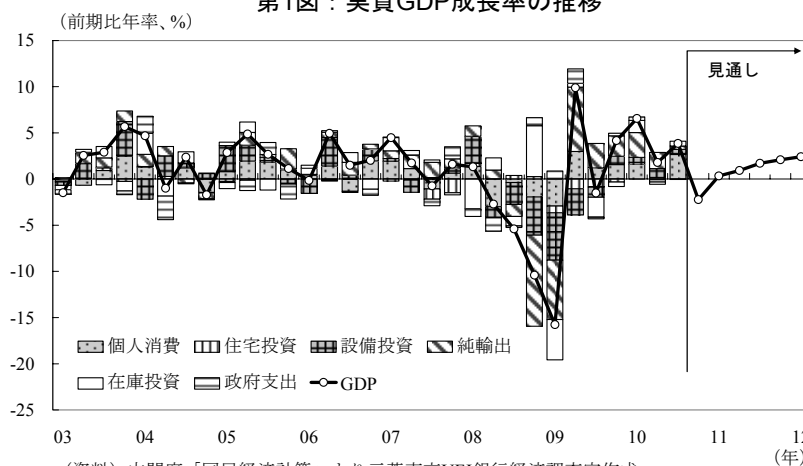
2. 今後の見通し

<概要>

今年度末にかけて
景気は踊り場局面
に

10-12月期の実質GDPは、自動車販売の反動減等からマイナス成長に転じる見込みである。その後も今年度いっぱい、輸出の停滞や経済対策効果の剥落、円高の影響などから、景気は踊り場局面となると予想する。2011年度に入ってから、米中を始めとする海外経済が減速局面を抜け出すことにより、わが国の景気も輸出の持ち直しを牽引役に踊り場を脱却するとみる。雇用・設備の調整一巡も寄与し、年度後半には緩やかにではあるが自律的回復へ移行していこう。実質GDP成長率は2010年度が前年比2.6%、2011年度が同1.0%と予想する（第1図）。

第1図：実質GDP成長率の推移



デフレ脱却は 2012
年度以降と予想

物価については、デフレギャップが当面残存する可能性が大きく、下落基調の継続が予想される。消費者物価（除く生鮮食品）が上昇基調に転じるのは2012年度以降とみる。日銀が実質ゼロ金利政策解除の条件としている「物価安定の理解」の水準（大勢は前年比1%）までインフレ率の上昇が展望できるようになるには、さらに時間を要するであろう。日銀は相当の長期間、政策金利の誘導目標を現在の0~0.1%に据え置く公算が大きい。

<詳細>

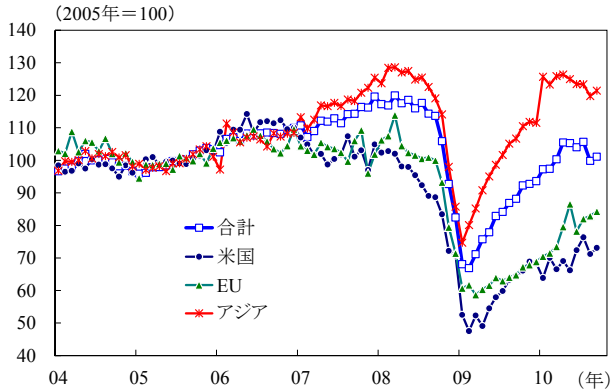
(1) 企業部門

①輸出・生産

輸出はアジア向け
の弱含みを受け大
きく減速

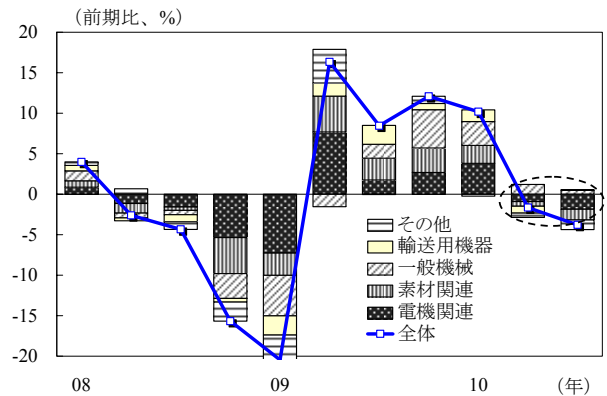
7-9月期の輸出（実質GDPベース）は前期比年率+10.0%と4-6月期（同+24.6）から大きく減速した。地域別にみると、欧米向け輸出は緩やかながら持ち直しの動きが続いたものの、中国を中心とするアジア向け輸出が弱含んだことで全体を押し下げた（第2図）。アジア向け輸出を品目別にみると、鉄鋼等の素材関連や半導体等の電子部品を中心とする電機関連が弱含みの主因となっている（第3図）。

第2図：地域別 輸出数量の推移



(資料) 内閣府「輸出数量指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：品目別 アジア向け輸出の推移



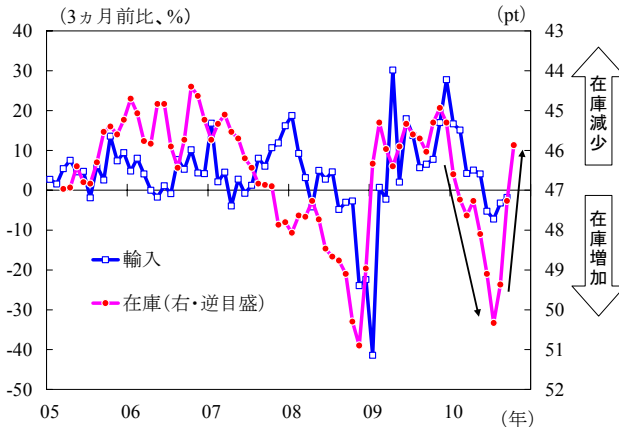
(注) 実質輸出=輸出金額-輸出価格
電気関連=電気機器+精密機械
素材関連=繊維+非金属鉱物+化学+金属及び同製品
(資料) 財務省「貿易統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

中国の在庫調整一巡を受け、アジア向け輸出は頭打ちを脱する

中国向け輸出の弱含み、すなわち中国の輸入減少は中国国内の在庫積み上がり背景にあったとみられる。中国では過剰な生産拡大や輸出の減速、夏場の洪水被害の影響を受け2010年央にかけて在庫が積み上がり、輸入が抑制される状況となっていた(第4図)。中国の輸入減少はその他アジア諸国の生産下押し要因ともなり、日本のアジア向け輸出が落ち込んだと考えられるが、素材関連についてはこの傾向が強くと出たといえよう(第5図)。

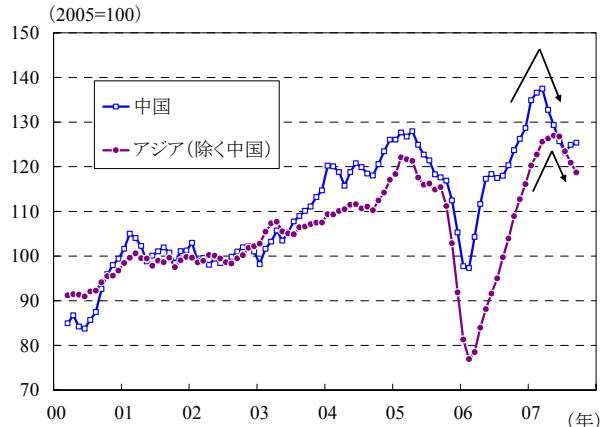
もっとも足元では、生産調整や洪水被害の終息により中国の在庫圧縮は進展している。新興国経済が中国からの輸出の支えとなるほか、安定した内需拡大が見込まれるため、中国の輸入は年明け頃から緩やかな増加基調に復するとみられる。中国の輸入回復をきっかけに日本のアジア向け輸出は弱含みを脱し、持ち直しの動きに転じると予想する。

第4図：中国の輸入と在庫の推移



(注) 輸入は金額ベース、当室による季節調整値。
在庫は製造業PMIの完成品在庫指数。
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：アジア向け素材関連輸出の推移

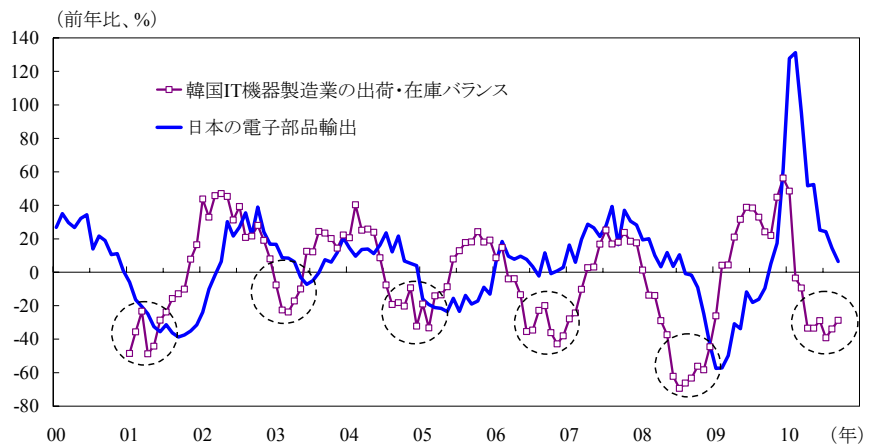


(注) 3ヵ月平均、当室にて季節調整。
実質輸出=輸出金額-輸出価格
(資料) 財務省「貿易統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

電子部品輸出は年度末頃から復調する見込み

また、半導体等の電子部品については、2年周期のシリコンサイクルが大きく影響していると考えられる。日本の電子部品・デバイスに関して先行的な動きをする韓国 IT 機器製造業の出荷・在庫バランスをみると、2010 年初以降、悪化が続いており、世界的な生産調整局面にあった（第 6 図）。ただし、すでに出荷・在庫バランスはボトムをつけていることから、今後一段と調整が深まる可能性は小さい。電子部品・デバイスは来年初まで生産調整が続くものの、その後は持ち直しに転じるとみられ、年度末頃からわが国の電子部品輸出にも復調の動きが出てくる展開となる。

第6図：韓国IT機器製造業の出荷・在庫バランスと日本の電子部品輸出



(注) 出荷・在庫バランス＝出荷の前年比伸び率－在庫の前年比伸び率。
 (資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出は 1-3 月期には持ち直しに転じるも、当面力強さに欠ける

以上をまとめると、輸出は弱含みの状態が今暫く続くものの、中国を始めとするアジア向けの底打ちによって 1-3 月期には持ち直しに転じるとみる。ただし、欧米経済の低調さが重石となるため、米景気が再加速する 2011 年 7-9 月期頃まで、わが国輸出の増勢は力強さに欠ける展開が続こう。

また、足元はやや後退している感があるが、円高による輸出下振れリスクには引き続き注意を要する。5 円の円高が 1 年間継続した場合、輸出は前年比▲1.3%押し下げられ、GDP 全体としては同▲0.4%程度下振れると試算される（第 2 表）。米景気の伸び悩みや欧州のソブリン問題等、円高要因は依然として存在しており、輸出の先行きに対して楽観はできない。

第2表：円高の影響の試算

円ドル (実質実効レート)	85円 (104.0)	80円 (108.0)	75円 (111.0)
実質GDP	▲0.4	▲0.7	▲1.1
輸出 (寄与度)	▲1.3 (▲0.3)	▲2.6 (▲0.5)	▲3.9 (▲0.6)
設備投資 (寄与度)	▲0.7 (▲0.1)	▲1.8 (▲0.2)	▲2.6 (▲0.3)
企業収益	▲4.0	▲7.8	▲11.4

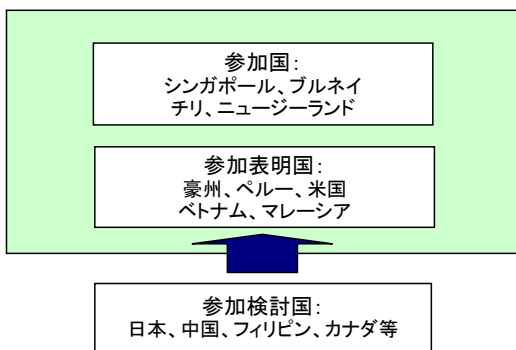
(注) 1ドル=90円のケースからの下振れ幅として試算。

中長期的には TPP など自由貿易の推進に向けた取組みが求められる

為替の他にも輸出の先行きを考える上で重要な問題となってくるのが、関税等の貿易条件である。拡大を続ける新興国需要を積極的に取り込むためにも価格面での競争力は重要であり、関税の撤廃が今まで以上に求められるが、現在、注目を集めている TPP への参加等はまさにこの流れに沿ったものである。

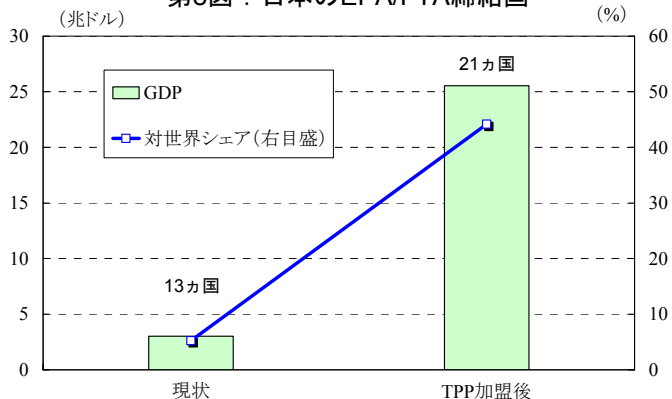
TPP は現在 9 カ国で交渉中だが、カナダや中国も参加に関心を示しており、仮に中国等まで参加した場合、参加国の GDP は世界全体の半分近くを占めることになる(第7、8図)。現状、日本が EPA を締結している国々の GDP が世界全体の1割にも満たないことを考えると、TPP 参加による恩恵は極めて大きいといえる。その一方、裏を返せば参加しなかった場合、この巨大な経済圏から締め出されるリスクがある。国内農業への影響など配慮すべき事柄は多いものの、中長期的な視点で見れば TPP のような自由貿易の推進に対しては前向きに取り組むべきであろう。

第7図：TPPの枠組み



(資料) 各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：日本のEPA/FTA締結国



(注) 現状はEPAをすでに締結しているASEAN、メキシコ、チリ、スイス。TPP加盟後は参加国であるシンガポール、ブルネイ、チリ、ニュージーランドの他、参加表明国(オーストラリア、ペルー、米国、ベトナム、マレーシア)や参加検討国(中国、韓国、タイ、カナダ、フィリピン、メキシコ)を含む。
(資料) 各種報道、IMF「World Economic Outlook」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

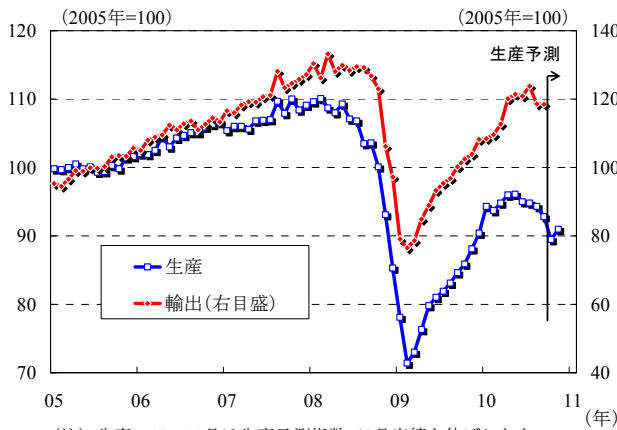
輸出弱含みとエコカー補助金終了を受け、減産基調が強まる

輸出が弱含んでいるなか、エコカー補助金の終了などあって生産は減産基調が強まっている。7-9月期の生産は、前期比▲1.8%と6四半期ぶりに減少した(第9図)。生産予測調査によると10月も輸送機械を中心に大きく減産した見込みであり、10-12月期は前期比▲4%程度のマイナスが予想される

生産の落ち込みが続く可能性は小さいが、輸出の再加速までは勢いに欠け

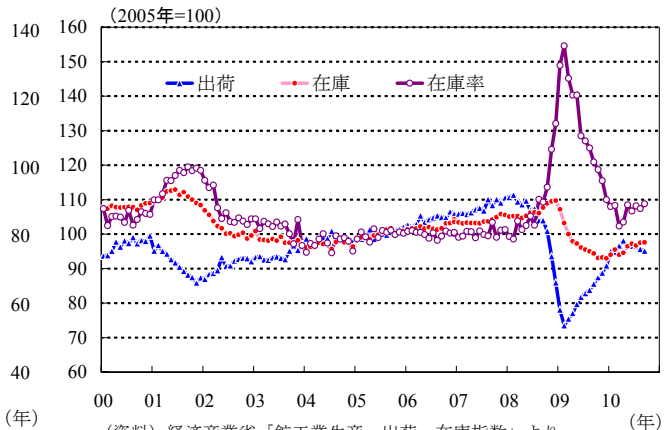
在庫水準が低くすでに生産調整が進んでいることを鑑みると(第10図)、その後さらに落ち込みが続く可能性は小さいが、年明け以降、エコポイントによる生産押し上げ効果の剥落が重石となってくることは留意が必要である。内外需とも力強さに欠けるため、はっきりとした増産基調に戻るには暫く時間を要する見込みであり、輸出が再加速する2011年7-9月期頃まで生産は勢いに欠ける展開が続こう。

第9図：生産と実質輸出の推移



(注) 生産の10、11月は生産予測指数で9月実績を伸ばしたもの。
(資料) 経済産業省「鉱工業生産」、日本銀行「実質輸出」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：出荷・在庫・在庫率指数の推移



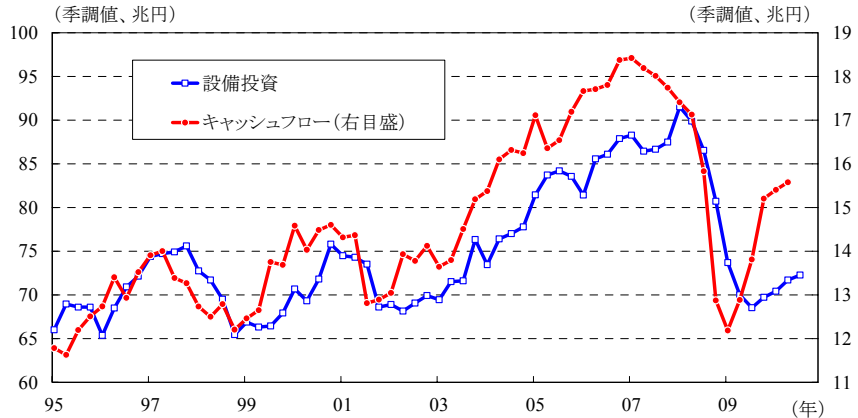
(資料) 経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②設備投資

設備投資は持ち直しの動きが継続

7-9月期の設備投資(GDPベース)は前期比年率+3.2%と4四半期連続で増加した(第11図)。企業業績の改善に伴いキャッシュフローが回復するなか、設備投資は持ち直しの動きが継続している。ただし、これまで減価償却を下回るほど抑制されてきたため、依然として水準は低位にとどまっている。

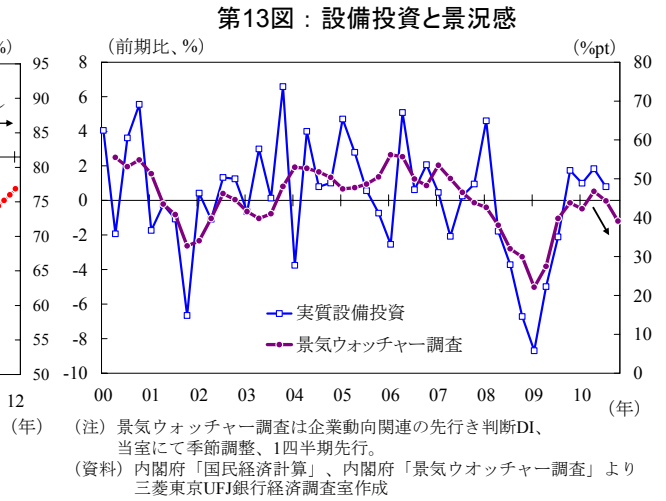
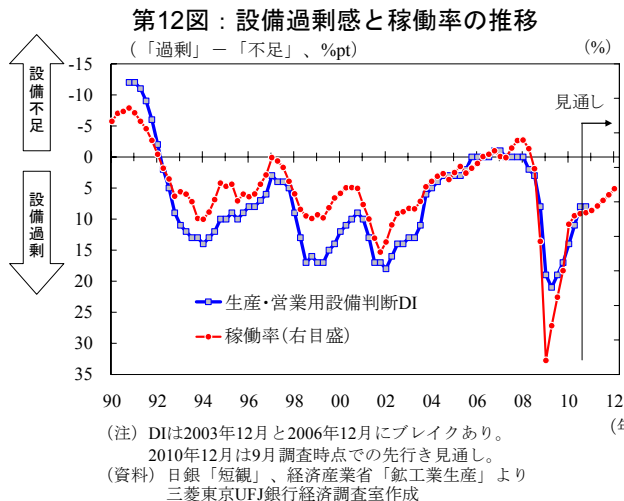
第11図：設備投資とキャッシュフローの推移



(注) 設備投資はGDPベース、実質季調値。
キャッシュフローは経常利益/2+減価償却費、法人企業統計ベース、当室にて季節調整。
(資料) 内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

目先、設備投資の持ち直しは足踏みし、本格回復は2011年半ば以降となる

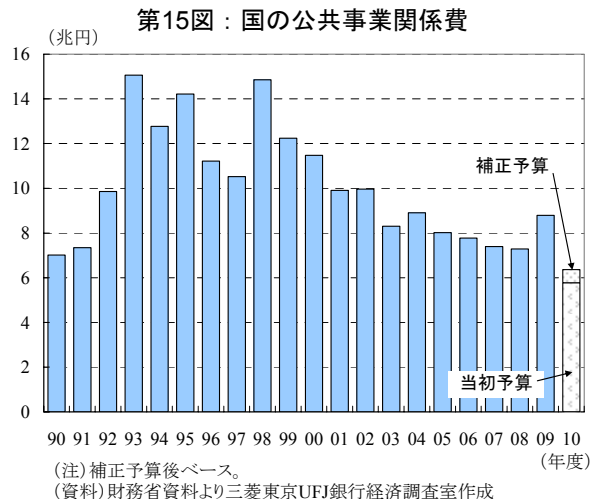
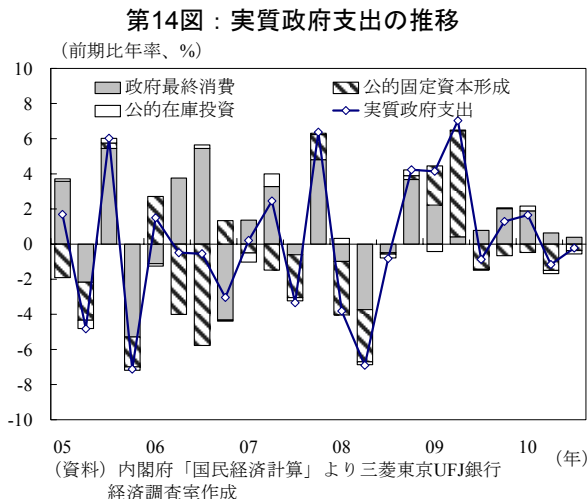
先行きについても、原資となるキャッシュフローの増加を背景に設備投資は基本的には回復基調を辿るとみる。もっとも、生産の弱含みを受け製造業を中心に設備過剰感が高止まりする見込みであることに加えて、円高・株安等による景況感の悪化が企業の投資マインドの軟化につながることから、企業は積極的な設備積み増しに動き難い状態が続こう（第12、13図）。このため目先、設備投資の持ち直しは足踏みするとみられ、本格回復は輸出・生産が再加速する2011年半ば以降と予想する。



(2) 政府部門

公共投資を中心に政府支出の抑制が続く

政府支出は前期比年率▲0.2%と、2四半期連続で減少した。政府最終消費の伸びが縮小したほか、公的資本形成（公共投資）は前期比年率▲2.2%となり、5四半期連続で減少した（第14図）。公共投資は、2009年度に経済対策として大きく積み増されたが、今年度予算では大きく削減されており、減少基調が続いている。補正予算により今年度の公共投資は上積みされるものの、引き続き前年を大きく下回る（第15図）。また来年度についても、中期財政フレームに基づき予算規模は今年度並となる予定であり、政府支出の抑制が続くことが見込まれている。



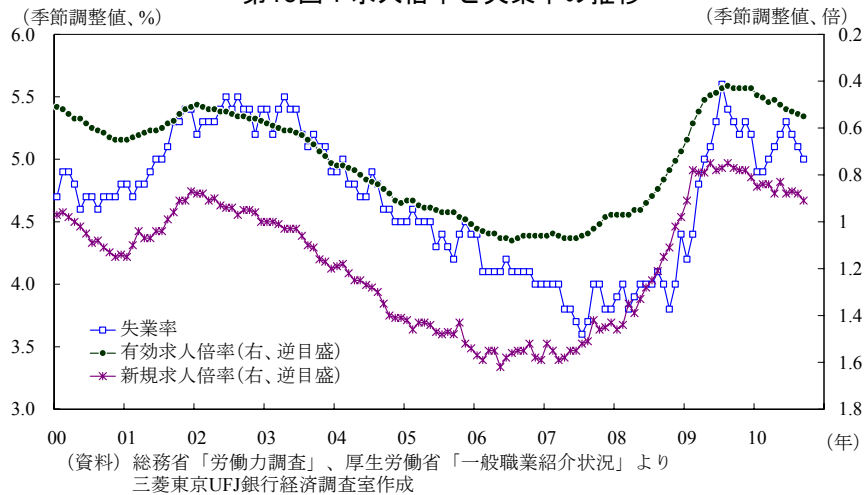
(3) 家計部門

①雇用・所得

雇用・所得環境は持ち直しの動きが続いているが、本格的な回復を示唆するには至らず

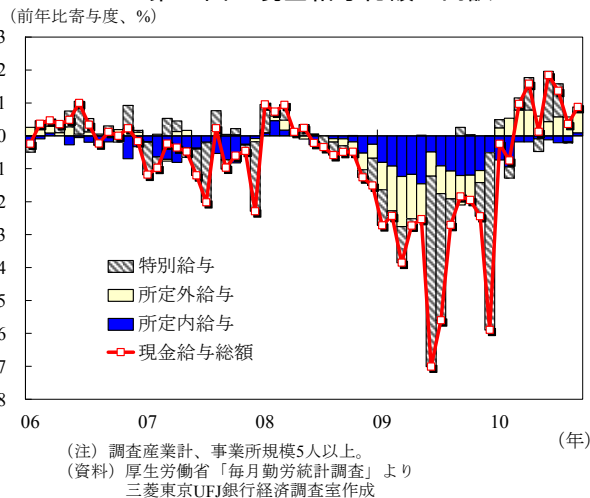
足元の雇用環境は、失業率が3ヵ月連続で低下し、求人倍率も改善が続いているなど、持ち直しが続いている（第16図）。しかしながら、9月の失業率は5.0%と水準としては依然として高水準にとどまっており、雇用環境の回復ペースは緩やかで、本格回復を示唆するには至っていない。

第16図：求人倍率と失業率の推移

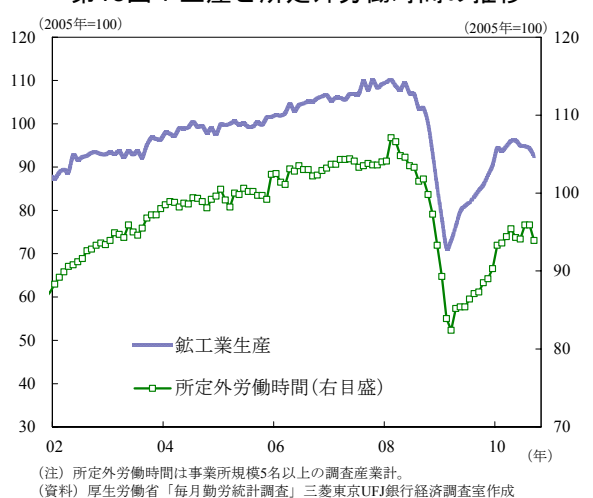


一方、賃金は、9月に所定内給与が1年10ヵ月ぶりに前年水準を上回ったことや、所定外給与の回復が続いていることに支えられ、7ヵ月連続で前年水準を上回った（第17図）。ただし、足元で輸出の弱含みから減産基調が強まりつつあり、製造業を中心に所定外労働時間の伸びが頭打ちになっていることを受けて、賃金の回復は総じてペースダウンしつつある（第18図）。

第17図：現金給与総額の内訳



第18図：生産と所定外労働時間の推移



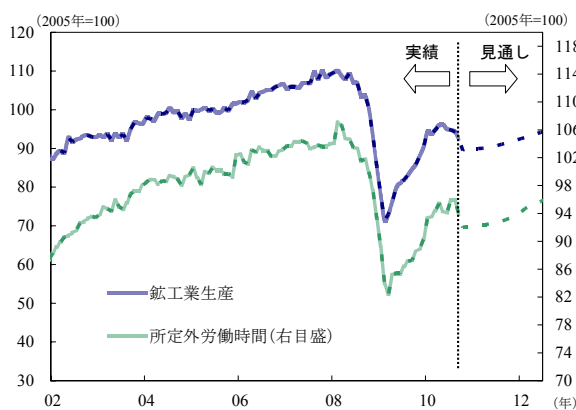
雇用環境は政策の支援や雇用調整の進行から緩やかな改善

先行きの雇用環境は、雇用調整助成金の要件緩和等、政策による下支えが継続するなか、製造業等での人員調整が一巡することにより、医療・福祉などの人手不足業種を中心とする雇用の増加傾向が続くと見込む。しかしながら、景気の先行き不透明感が強いことや輸出の弱含み、円高の影響もあり、新規雇用に対して慎重な姿勢を取る企業も多く、回復スピードは当面緩やかなものにとどまろう。

賃金は、年内は一進一退の動きとなるも、来年以降は緩やかに改善

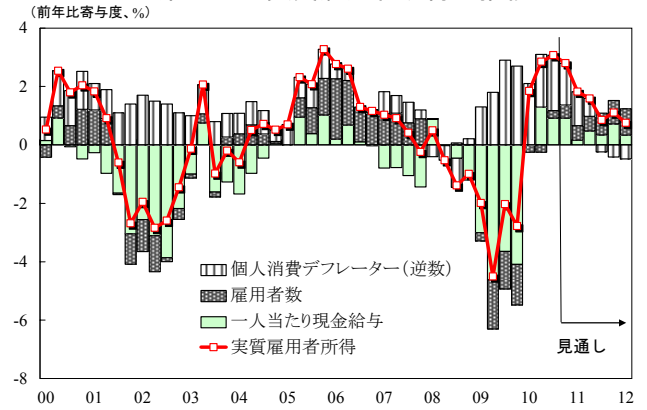
賃金については、輸出の減少などに伴い10-12月期の生産が前期比でマイナスになることが予想され、所定外労働時間・給与の改善も年末にかけて足踏みすることが見込まれる（第19図）。また、所定内給与も、相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者の増加などを背景に回復が遅れていることから、賃金の改善は年末にかけて一進一退の状況となる可能性が高い。しかし、企業業績の回復を受けて、今冬のボーナスも夏季賞与（前年比+1.1%）と同程度増加すると予想されるため、賃金全体としては前年水準を上回って推移すると見込む。また、来年以降は生産が徐々に回復することを受けて、賃金も所定外給与を中心に緩やかに改善を続けると予想する（第20図）。

第19図：生産と所定外労働時間の推移



(注) 事業所規模5名以上。
(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

第20図：実質雇用者所得の推移



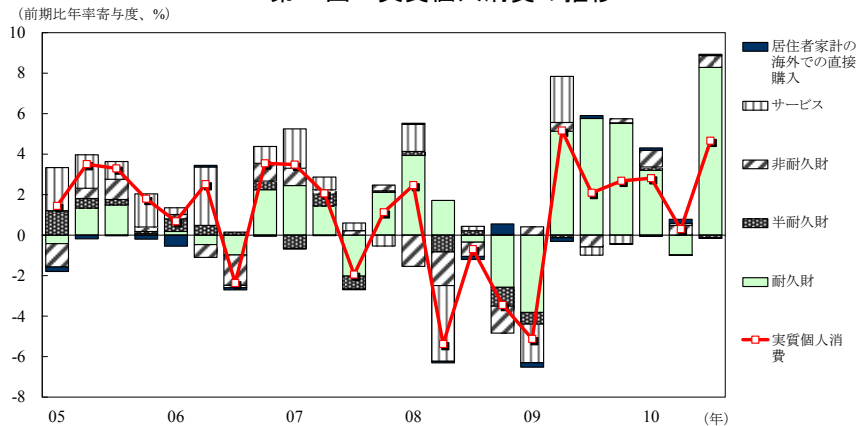
(注) 雇用者所得=一人当たり現金給与(事業所規模5名以上)×雇用者数(年)
個人消費デフレーターで実質化。
(資料) 総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」、
内閣府「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②個人消費

エコカー補助金終了やたばこの値上げ間際の駆け込みから消費は上振れ

7-9月期の実質個人消費は前期比年率+4.7%と上振れた（第21図）。エコカー補助金終了間際の自動車購入の駆け込みがあったこと、猛暑の影響からエアコンの販売が好調だったことから耐久財が大幅に増加し、消費全体を押し上げた。また、値上げを前にしたたばこの駆け込み購入も消費押し上げの一因となった。

第21図：実質個人消費の推移

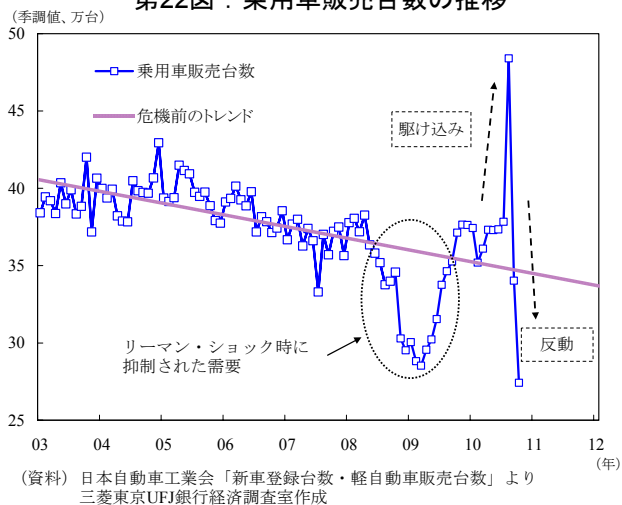


(注) 連鎖方式による実質値計算の影響で、実質個人消費は内訳項目の寄与度の合計と一致せず。
 (資料) 内閣府「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

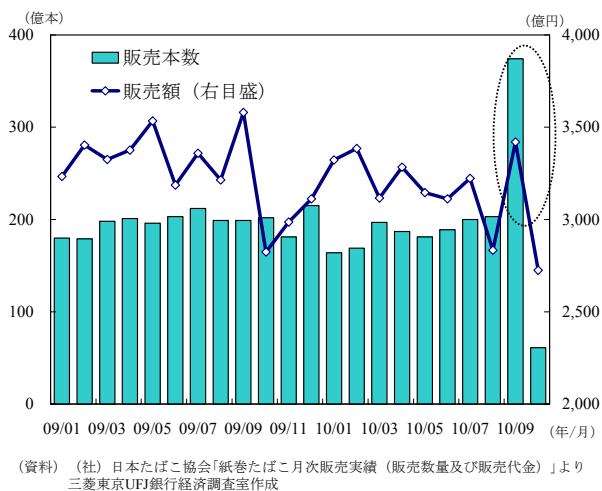
7-9 月期の自動車販売は補助金終了の決定を受け、大幅増となったが、補助金終了（9 月 7 日）以降の販売は急減し、9 月（季節調整値）は前月比▲42.2%、10 月は同▲24.1%と 2 ヶ月連続で二桁の減少となり、補助金終了に伴う駆け込みの反動は大きなものとなっている。しかしながら、今回の補助金による販売台数の増加について需要の先食いという側面は否定できないものの、リーマン・ショック後のペントアップデマンドを顕在化させた部分が大いと考えられる（第 22 図）。年内は駆け込みの反動から販売が低調に推移するものの、来年以降はエコカー減税の継続や自動車メーカーによる新車種の投入などもあり、徐々に持ち直しの兆しが見られ始めるとみる。

たばこについては、今回の値上げ幅は過去最大（1箱（20本）あたり110～140円）となったことから、10月の販売本数が反動もあって大きく落ち込んでいる（第23図）。もっとも、過去の値上げのケースをみると2006年の値上げ時は3ヵ月程度で反動が一巡している。長い目でみて、たばこの消費量は減少傾向にあるが、短期的な動きとしては、来年以降の販売持ち直しを予想する。

第22図：乗用車販売台数の推移



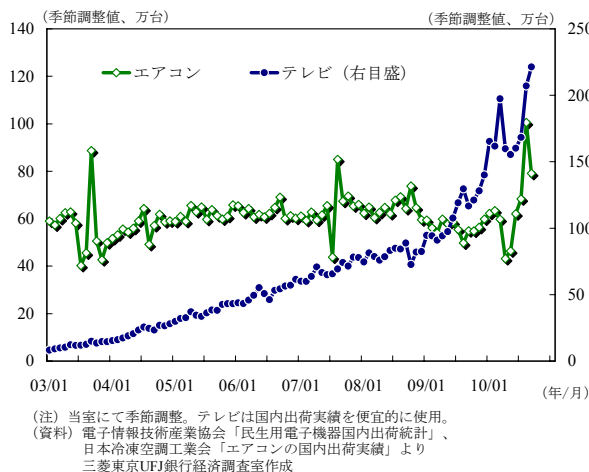
第23図：たばこ販売の推移



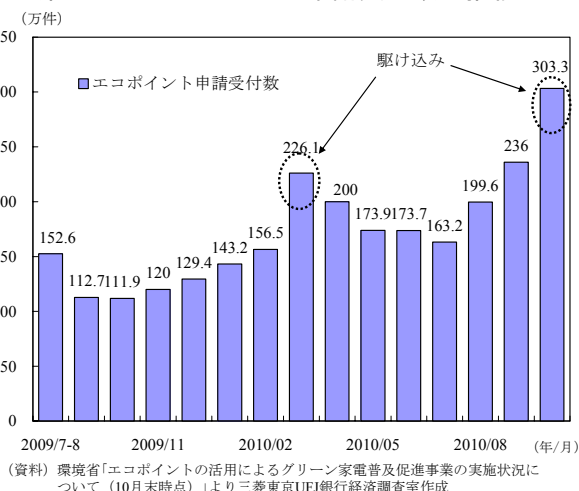
一方、足元ではテレビの販売が再び増加している(第24図)。12月以降、家電エコポイントの付与ポイントが半減することや来年以降の対象基準厳格化を受け(注1)、薄型テレビを中心に駆け込み購入が始まっている。エコポイントの申請受付数も10月は303万件と大幅に増加し、11月は更に増加する可能性が高い(第25図)。12月以降は反動による販売の減少が予想されるが、制度の縮小が段階的であること、地デジ移行が来年7月末であることを加味すると、販売の極端な落ち込みは回避されよう。ただし、地デジ移行完了以降は、エコポイント導入による買い替え需要の先食いなどから、販売が落ち込む公算が大きく、消費の下押し要因として注意が必要だろう。

(注1) 2010年12月1日以降、付与ポイント数がほぼ半減される。2011年1月以降は、対象商品が統一省エネラベル5つ星に限定され、かつ、リサイクルを同時に行う場合のみポイントが付与される。また、リサイクル分のポイント加算も2011年1月以降は廃止される。

第24図：エコポイント対象家電の販売状況



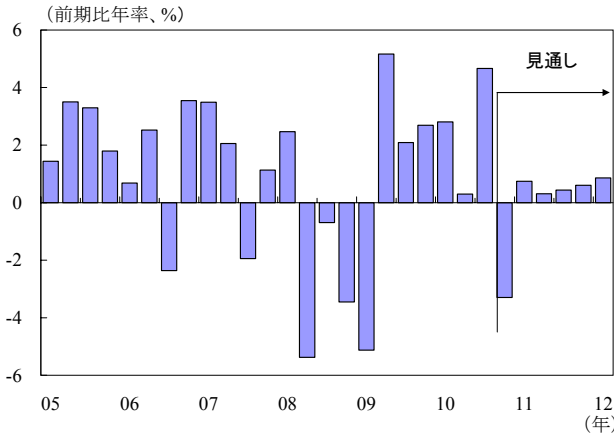
第25図：エコポイント申請受付数の推移



10-12 月期は自動車販売の低迷、たばこの駆け込みの反動から一旦マイナスに転じる見込み

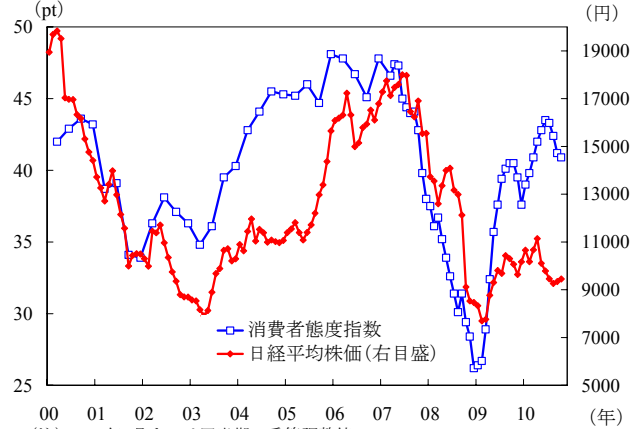
先行き、自動車販売の低迷やたばこの駆け込み購入の反動から、10-12月期の個人消費は一旦マイナスに転じると予想する。しかしながら、来年以降は、たばこの買い控えが一服することや自動車販売が徐々に持ち直し見込みであることなどから、雇用・所得環境の改善と併せて個人消費は緩やかながら改善すると見込む（第26図）。ただし、円高や株価の低迷、エコカー補助金などの消費刺激策の終了から、足元では消費マインドが低下しており、個人消費は当面、力強さを欠いた状態が続こう（第27図）。

第26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

第27図：消費者マインドと株価の推移



(注) 2007年3月までは四半期の季節調整値、4月以降は月次の原数値。

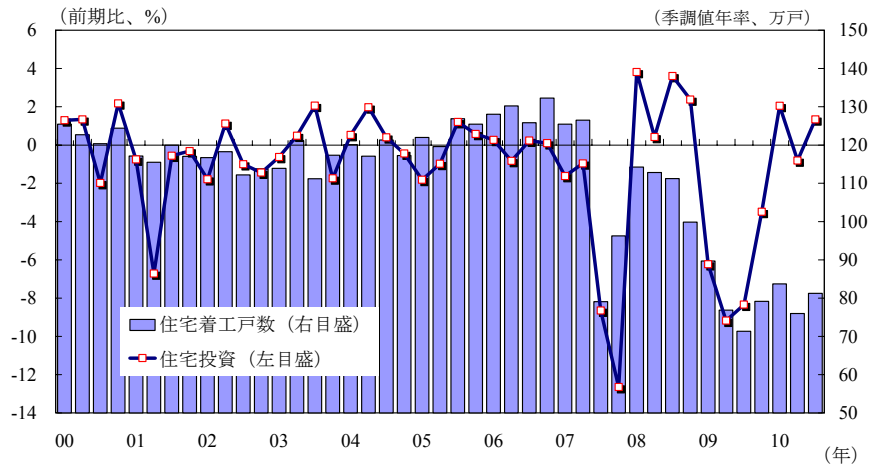
(資料) 内閣府「消費動向調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②住宅投資

住宅投資は着工の持ち直しから改善基調を辿る見込み

7-9月期の住宅投資は着工によりようやく持ち直しの動きが見え始めたことから前期比年率+5.4%と再びプラスに転じた（第28図）。

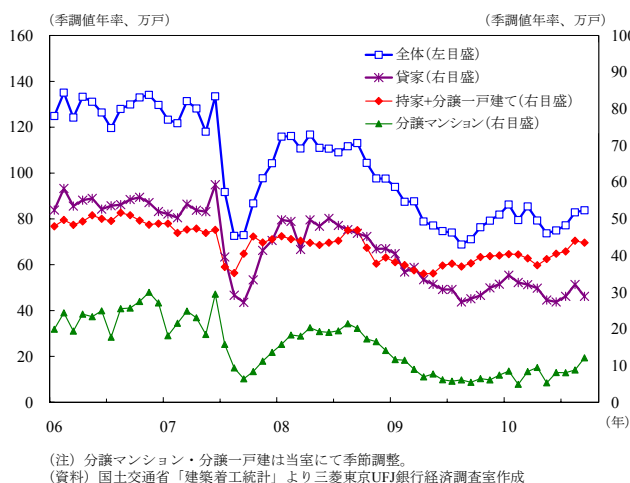
第28図：住宅投資と着工戸数の推移



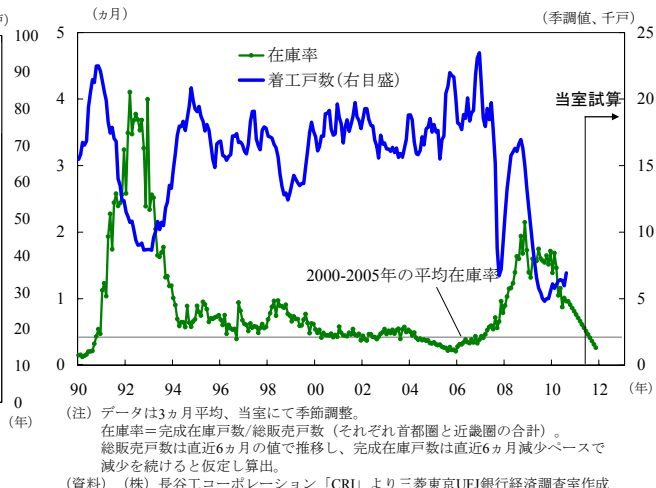
(資料) 内閣府「国民経済計算」、国土交通省「住宅着工統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

利用関係別の着工戸数をみると、供給過剰が指摘されている貸家は弱含んでいるが、持家+分譲一戸建は低金利や住宅ローン減税などに下支えされ、底堅く推移している。これまで底ばいで推移していた分譲マンションも、首都圏や近畿圏など都市部での販売の持ち直しから在庫調整が進んでおり、着工が増加基調に転じている（第29図）。仮に、首都圏と近畿圏での在庫調整が現在のペースで進むとすると、在庫率は来年半ばから後半にかけて2000～2005年の平均まで低下する（第30図）また、足元では都心部に限らず、周辺地域でも販売が増加し始めていることもあり、分譲マンションに関しては、2011年以降、本格的な着工の回復が期待される。

第29図：利用関係別 新設住宅着工戸数の推移



第30図：マンション在庫率と着工戸数の推移



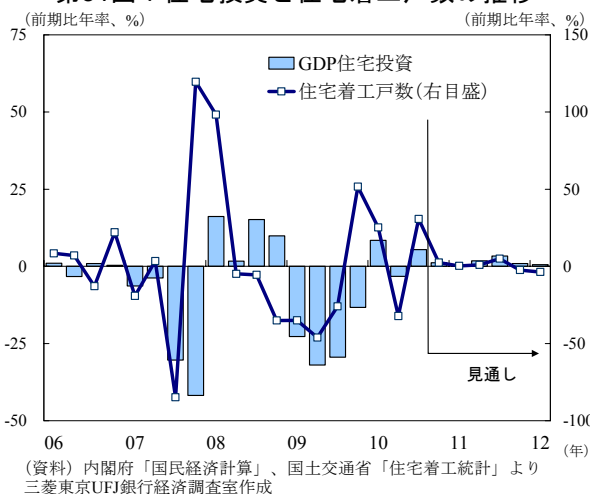
7-9 月期の住宅投資は着工の持ち直しを受けて改善

先行き、優遇税制や低金利、雇用・所得環境の改善を背景に着工の持ち直しが見込まれることから住宅投資は改善基調を辿ると予想する。ただし、来年以降、住宅ローン減税などの優遇幅が段階的に縮小することや、住宅エコポイントが来年末に終了することなどは住宅投資の下押し要因として注意が必要だろう（第31図）。また、住宅一次取得者である40歳代以下の世帯は今後、減少すると予想され、新築住宅の需要は減少局面に入ると考えられる。新築住宅中心のわが国の住宅投資は着工の減少に伴い、中長期的には減少に転じる可能性が高い。

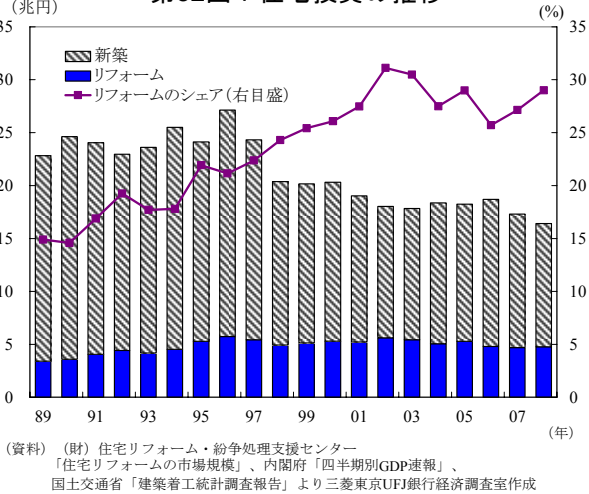
中長期的にはリフォーム需要の拡大が期待される

しかしながら、今後は、政策による後押しや制度整備に加え、人口の高齢化に伴う住宅ニーズの変化からリフォーム需要の拡大が予想されることは好材料と言えよう。リフォームは足元で住宅投資の約3割と比較的低水準にとどまっているものの、住宅投資に占める割合は近年高まってきている（第32図）。今後、住宅の老朽化や居住者の高齢化から修繕・改修目的でのリフォームや、昨今のエコ意識の高まりを背景としたエコリフォームなどの需要拡大が期待される。

第31図：住宅投資と住宅着工戸数の推移



第32図：住宅投資の推移

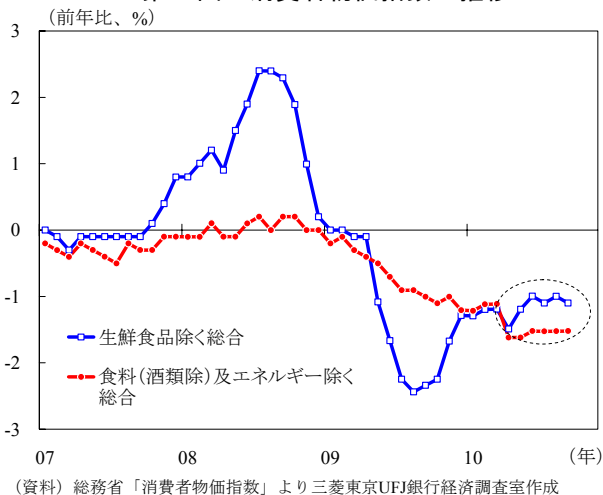


(4) 物価

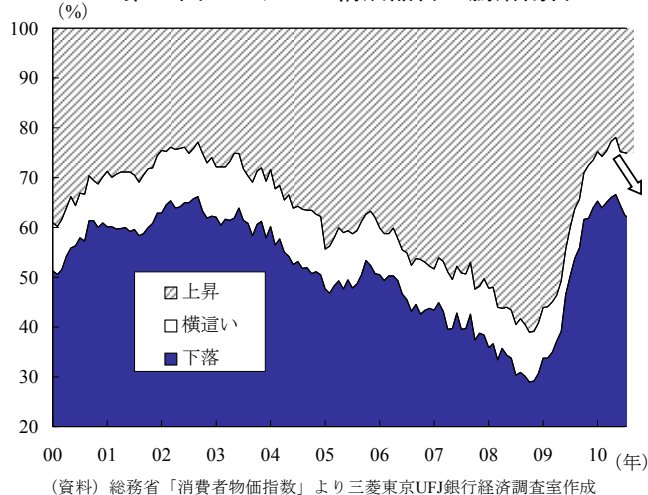
デフレ圧力の低下は極めて緩慢なペースに止まる

物価は依然としてデフレ基調が続いている。エネルギー価格等の変動により振れはあるものの、消費者物価（生鮮食品を除く総合、いわゆるコア CPI）の下落率はここ数ヵ月ほぼ横這いで推移している（第33図）。コア CPI を構成する 524 品目の騰落状況を見ると下落品目の割合はピークアウトしており、デフレ圧力は低下する傾向にあるとみられるが、極めて緩慢なペースに止まっている（第34図）。

第33図：消費者物価指数の推移



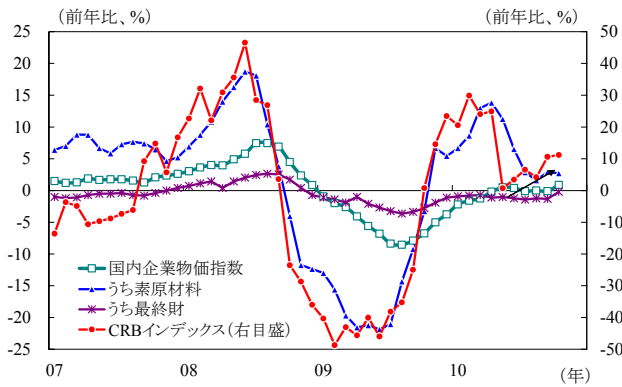
第34図：コアCPI 構成品目の騰落割合



コア CPI がプラスに転じるのは 2012 年度以降

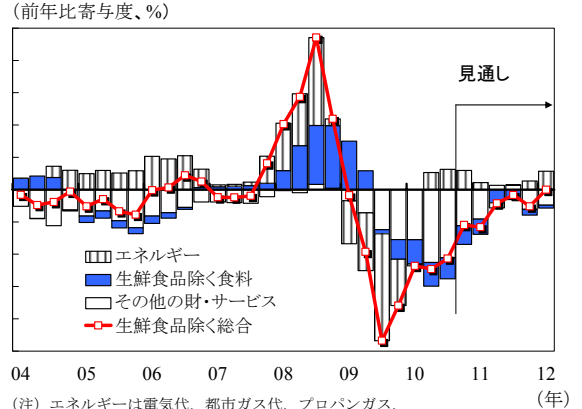
また、足元で商品価格は上昇しているものの、円高の影響もあり企業物価の最終財価格は落ち着いた動きが続いている（第35図）。物価上昇圧力の川上から川下への波及が限られるなか、目先、景気減速による需給緩和からデフレ圧力が一時的に強まることも想定される。このため、コア CPI はマイナス幅を縮小させながらも、当面、下落基調が継続するとみられ、プラスに転じるのは 2012 年度以降になる見込みである（第36図）。

第35図：商品市況と企業物価の推移



(注) CRBインデックス：原油、天然ガス、金、銅、大豆、小麦、砂糖など
国際商品市況の動きを代表する19品目の先物取引価格から算出される先物指数。
(資料) Bloomberg、日銀「企業物価指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第36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の影響を織り込む。
(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

日銀は包括的金融緩和を導入

日銀は10月の金融政策決定会合において、リスク資産の買入等の非伝統的措置を含む「包括的な金融緩和政策」（以下、包括緩和）の導入を決定した（第3表）。

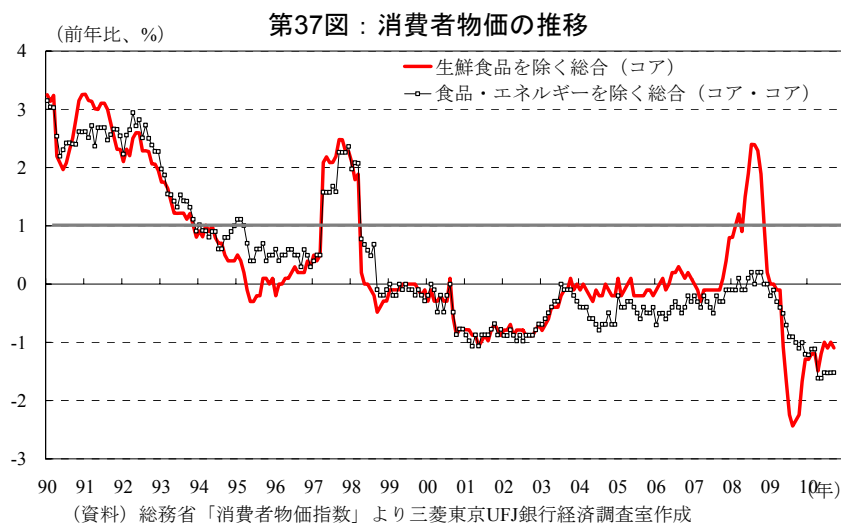
第3表：「包括的な金融緩和政策」の内容

- ・無担保コール翌日物の誘導目標を「0.1%前後」から「0～0.1%程度」に変更
- ・「中長期的な物価安定の理解」に基づく、実質ゼロ金利政策継続の時間軸の明確化
- ・資産買入等の基金(35兆円)の創設
 - ～固定金利型共担オペ(30兆円)
 - 長期国債買入(1.5兆円)
 - 国庫短期証券買入(2兆円)
 - CP・ABCP買入(5,000億円)
 - 社債買入(5,000億円)
 - ETF買入(4,500億円)
 - J-REIT買入(500億円)
- (補足)長期国債、社債の買入対象は残存期間1～2年程度
- 本基金による長期国債買入は日銀券ルールの外

(資料) 日銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

実質ゼロ金利政策は長期化の公算

包括緩和では、「物価安定の理解」に基づく時間軸の明確化が打ち出され、消費者物価の上昇率が前年比1%程度まで高まることが展望できるようになるまで、日銀は実質ゼロ金利政策を継続する可能性が高いことが明示された。近年の消費者物価の推移を振り返ると、消費税率引き上げと原油価格高騰の時期を除けば、1995年以降は一貫して上昇率が1%を下回っており、実質ゼロ金利政策解除のハードルはかなり高いといわざるをえない（第37図）。日銀は相当の長期間、政策金利の誘導目標を現在の0～0.1%に据え置くと予想する。また日銀は、先行き経済・物価情勢が悪化した場合には、固定金利型共担オペや国債等の資産買入規模を拡大する方針を明示している。今年度末にかけて景気が踊り場となるなか、日銀が追加緩和に踏み切る可能性は引き続き存在するとみる。



短期金利は低下傾向が続く公算

短期金利は、日銀の包括緩和決定を受けて一段と水準を切り下げ、足元、ユーロ円 Tibor3 カ月物は 0.33%台と 2006 年以来の水準まで低下している。今後も包括緩和の効果浸透などから、Tibor は低下傾向を辿ろう。

(2) 長期金利

長期金利は足元 1%前後まで上昇

新発 10 年国債利回りは 10 月上旬に 0.8%台前半と約 7 年ぶりの水準まで低下した後、上昇に転じ、足元は 1%前後で推移している (第 38 図)。米 FRB の追加金融緩和による金利押し下げ効果の織り込みが一巡し、米長期金利が上昇していることや株価の反発などが 10 年債利回りの上昇につながっている。もっとも先行き、景気の踊り場局面が続くと予想されるため、長期金利が大底をつけたとの判断は時期尚早であろう。長期金利は再度低下する可能性もあり、本格的な上昇局面入りは来年度初以降とみる。

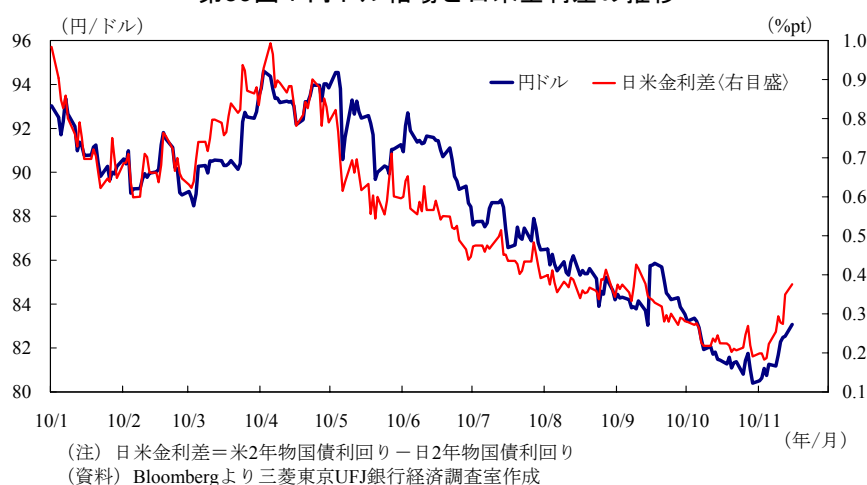


(3) 為替

足元、円高に一服感

円ドル相場は、11月1日に1ドル=80.22円と過去最高値である79.75円に迫ったが、その後反転し、足元は1ドル=82~83円前後で推移している(第39図)。11月初頭にかけての円高進行は、米FRBの追加金融緩和(QE2)を織り込む形で米国金利が大幅に低下し、日米金利差が縮小したことが背景にあるが、11月上旬以降、日米金利差は拡大に転じ、円も下落している。一時期高まった、米国のデフレ化に対する過度な警戒感やQE2による金利下押し効果の過大評価が修正され、米金利低下のオーバーシュートが巻き戻されている模様である。

第39図：円ドル相場と日米金利差の推移



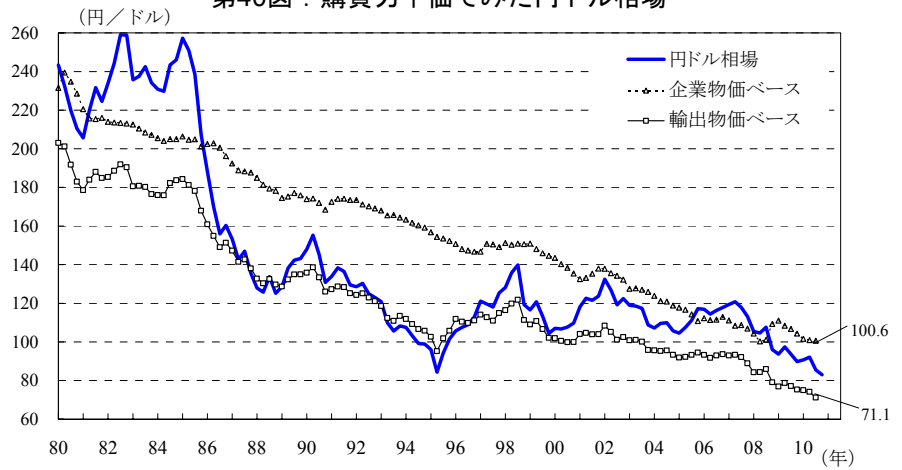
今しばらく円安方向への揺り戻しが予想される

5月から11月初めにかけて、円は対ドルで約14円上昇と大幅な円高が進行したため、今しばらく円安方向への揺り戻しが予想される。また、QE2に対しては、海外からドル安加速に繋がることの批判がなされているほか、米国内からもインフレ等の副作用を懸念する声が挙がっており、FRBは今後一段と積極的な金融緩和には動きにくいとの見方が浮上している。そのため、これまでのようなペースで円高・ドル安が進行する可能性は後退したといえよう。

トレンドとして円高に歯止めが掛かるのは、来年春以降

ただし、今後も米国の実体経済の伸び悩みが続くなか、弱い経済指標の発表等に反応して円買い圧力が高まる展開は十分予想される。また、1980年代後半以降、円高の上限を画してきた輸出物価ベースの円ドルの購買力平価は、足元1ドル=70円台前半にあり(第40図)、円高進行の余地は依然として残っている。欧州ソブリン問題に対する警戒感の高まりから、リスク回避の円買いが高まる可能性にも注意が必要であろう。米国景気の減速に歯止めが掛かる来年春先までは、円高地合が継続する公算が大きいとみる。

第40図：購買力平価でみた円ドル相場



(注) 購買力平価＝基準年次の為替相場('73年平均1ドル＝¥271.40)

× (日本の物価指数/米国の物価指数)

輸出物価は、企業物価ベースとGDPデフレーターベースの単純平均

(資料) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「卸売物価指数」、内閣府「国民経済計算」、
米国労働省「Monthly Labor Review」、米国商務省「Survey of Current Business」、
Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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

平成22年（2010年）12月13日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室
（単位：％、10億円）

	2009				2010				2011				2012	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）	見通し															
名目GDP	▲19.1	4.8	▲2.6	1.8	7.2	▲1.2	2.6	▲3.4	▲0.6	0.6	1.4	1.9	2.4	▲3.7	1.0	0.4
実質GDP	▲19.9	11.3	▲1.2	5.7	6.8	3.0	4.5	▲2.7	0.2	1.0	1.7	2.1	2.4	▲2.4	3.2	1.0
GDPデフレーター														▲1.3	▲2.2	▲0.5
個人消費	▲7.5	6.0	0.9	2.4	2.4	1.2	4.8	▲3.3	0.7	0.3	0.4	0.6	0.9	0.0	1.6	0.3
住宅投資	▲23.4	▲31.0	▲29.0	▲12.9	7.5	▲3.1	5.0	1.2	0.5	1.8	3.3	0.9	0.5	▲18.2	▲2.2	1.8
設備投資	▲23.1	▲18.7	▲8.3	6.3	3.5	11.1	5.3	0.4	1.6	3.0	4.6	4.9	5.3	▲13.6	4.8	3.3
民間在庫(10億円)	▲3,446	▲3,374	▲5,885	▲5,527	▲2,253	▲2,839	▲1,621	▲2,300	▲2,700	▲2,600	▲2,400	▲2,100	▲1,800	▲4,222	▲2,385	▲2,245
政府支出	5.1	12.2	3.2	3.3	▲1.6	1.1	▲0.4	▲1.0	▲1.2	▲0.1	0.4	0.7	0.7	5.2	0.1	▲0.2
公共投資	13.0	62.1	▲2.8	1.0	▲4.7	▲11.4	▲4.0	▲11.5	▲9.6	▲5.9	▲3.9	▲1.2	▲1.2	14.2	▲6.8	▲5.7
財貨・サービスの輸出	▲68.1	46.8	43.2	21.1	32.0	24.6	10.2	▲3.2	2.6	3.9	6.6	7.4	8.7	▲9.6	18.1	4.4
財貨・サービスの輸入	▲49.2	▲19.3	24.5	2.8	13.5	18.0	12.5	▲3.0	2.4	3.0	4.5	4.9	5.3	▲10.9	10.8	3.4
（<>は外需の寄与度）														<▲0.2>	<1.4>	<0.3>
最終需要（国内民間）	▲9.6	1.7	▲3.4	2.9	2.4	2.1	4.6	▲2.5	0.9	0.9	1.3	1.4	1.7	▲2.9	1.9	0.9
鉱工業生産（前期比）	▲20.1	6.6	5.3	5.9	7.0	1.5	▲1.8	▲2.0	1.1	0.3	0.7	0.9	1.0	▲8.9	8.7	0.9
国内企業物価（前年比）	(▲1.9)	(▲5.5)	(▲8.2)	(▲5.2)	(▲1.7)	(0.2)	(▲0.1)	(0.9)	(0.7)	(0.3)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(▲5.2)	(0.4)	(0.6)
消費者物価<除く生鮮食品> （前年比）	(▲0.1)	(▲1.0)	(▲2.3)	(▲1.8)	(▲1.2)	(▲1.2)	(▲1.0)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)	(▲1.6)	(▲0.9)	(▲0.1)
2. 国際収支																
貿易収支	▲288	1,042	1,352	1,906	2,370	1,798	2,106	1,188	1,161	1,120	1,499	1,470	1,450	6,670	6,254	5,540
経常収支	2,181	3,516	3,626	3,966	4,654	3,777	4,304	3,476	3,503	3,515	3,949	3,974	4,008	15,762	15,060	15,446
3. 金融																
無担保コール翌日物	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0.10	0-0.1	0-0.1
ユーロ円TIBOR（3ヵ月物）	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.5	0.4	0.2
新発10年国債利回り	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.4	1.1	1.1
円相場（円／ドル）	94	97	94	90	92	92	86	82	81	81	82	84	85	93	85	83

（注）1.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。

主要経済金融指標(日本)
2011年1月6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	2010年			2010年				
			4-6	7-9	10-12	8月	9月	10月	11月	12月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 4.1	▲ 2.4	3.0 (3.50)	4.5 (5.3)		***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.5		0.8 (3.4)	0.7 (3.1)		▲ 0.1 (3.8)	▲ 0.8 (2.7)	▲ 0.2 (1.4)		
鉱工業生産指数	▲ 12.7	▲ 8.9	1.5 (21.0)	▲ 1.8 (13.5)		▲ 0.5 (15.1)	▲ 1.6 (11.5)	▲ 2.0 (4.3)	1.0 (5.8)	
鉱工業出荷指数	▲ 12.6	▲ 8.4	1.6 (21.8)	▲ 1.2 (14.3)		▲ 0.8 (15.8)	▲ 0.5 (12.6)	▲ 3.0 (4.1)	2.5 (8.0)	
製品在庫指数	▲ 5.2	▲ 6.0	3.4 (1.2)	0.4 (3.4)		0.8 (2.6)	0.1 (3.4)	▲ 1.0 (3.8)	▲ 1.7 (2.0)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	121.9	120.4	106.2 [136.4]	108.1 [124.3]	[114.7]	107.4 [125.0]	108.8 [120.9]	117.9 [118.7]	108.2 [115.5]	[110.0]
国内企業物価指数	3.1	▲ 5.2	0.6 (0.2)	▲ 0.2 (▲ 0.1)		0.0 (0.00)	0.0 (▲ 0)	0.1 (0.78)	0.1 (0.9)	
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	1.2	▲ 1.6	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.2 (▲ 1.0)		▲ 0.1 (▲ 1.0)	▲ 0.1 (▲ 1.1)	0.4 (▲ 0.6)	0.2 (▲ 0.5)	
稼働率指数 (2005年=100)	88.7	80.0	90.4 [71.8]	88.2 [77.0]	[81.8]	88.3 [77.0]	87.3 [78.0]	85.3 [79.4]	[81.9]	[84.1]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 14.1	▲ 20.6	0.3 (3.3)	9.6 (13.0)		10.1 (24.1)	▲ 10.3 (4.2)	▲ 1.4 (7.0)		
製造業	▲ 22.4	▲ 27.8	▲ 8.6 (13.22)	12.2 (34.3)		12.5 (50.8)	▲ 20.7 (19.6)	1.4 (4.2)		
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 6.8	▲ 15.8	5.8 (▲ 2.4)	9.9 (2.3)		8.3 (10.1)	3.0 (▲ 3.3)	▲ 8.7 (6.2)		
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 17.6	▲ 24.3	7.4 (29.6)	1.8 (31.4)		▲ 1.4 (31.2)	0.2 (28.7)	2.8 (29.9)	▲ 1.5 (26.9)	
建設受注	▲ 12.3	▲ 14.2	(▲ 9.9)	(▲ 8.0)		(▲ 0.0)	(▲ 15.0)	(▲ 5.6)	(▲ 5.3)	
民需	▲ 19.0	▲ 15.3	(▲ 8.0)	(▲ 9.4)		(4.7)	(▲ 20.5)	(8.9)	(▲ 2.4)	
官公庁	23.5	▲ 11.1	(▲ 13.3)	(▲ 6.2)		(9.7)	(2.3)	(▲ 44.1)	(10.4)	
公共工事請負金額	0.1	4.9	(▲ 3.5)	(▲ 12.6)		(▲ 8.4)	(▲ 18.8)	(▲ 18.1)	(▲ 6.3)	
新設住宅着工戸数(年率万戸)	103.4 (0.3)	77.8 (▲ 25.4)	76.0 (▲ 1.1)	81.2 (13.8)		82.8 (20.4)	83.7 (17.7)	81.3 (6.4)	84.7 (6.8)	
新設住宅床面積	(▲ 2.3)	(▲ 21.5)	(3.9)	(15.1)		(19.7)	(20.3)	(10.1)	(10.2)	
小売業販売額	▲ 1.1	▲ 0.4	(3.7)	(3.2)		(4.3)	(1.4)	(▲ 0.2)	(1.3)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 2.8	1.0	▲ 1.6 (▲ 0.2)	2.1 (0.6)		0.7 (1.7)	▲ 0.4 (0.0)	▲ 0.9 (▲ 0.4)	1.0 (▲ 0.4)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.3	74.7	71.9 [74.8]	75.8 [74.7]	[74.5]	75.3 [73.7]	74.9 [74.0]	70.2 [73.2]	75.7 [73.9]	[75.6]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 7.0	▲ 8.5	0.9 (10.8)	0.6 (9.6)		0.0 (10.1)	▲ 2.1 (7.6)	0.0 (6.2)	▲ 1.4 (4.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 1.1	▲ 3.3	(1.3)	(0.9)		(0.4)	(0.9)	(0.5)	(▲ 0.2)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	29076.0	▲ 77894.3	10188.4 [▲ 96,970.8]	21463.6 [▲ 106,546.5]	[▲ 109,742.7]	18928.2 [▲ 106,707.1]	24835.5 [▲ 107,288.1]	28054.1 [▲ 107,821.4]	23771.1 [▲ 110,971.6]	[▲ 110,435.1]
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.78	0.45	0.50 [0.46]	0.54 [0.43]	[0.43]	0.54 [0.42]	0.55 [0.43]	0.56 [0.43]	0.57 [0.43]	[0.43]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.1	5.2	5.2 [5.1]	5.1 [5.4]	[5.2]	5.1 [5.4]	5.0 [5.3]	5.1 [5.2]	5.1 [5.3]	[5.2]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	25.6	39.9	48.3 [37.7]	45.4 [42.4]	[36.7]	45.1 [41.7]	41.2 [43.1]	40.2 [40.9]	43.6 [33.9]	[35.4]
企業倒産件数 (実数、件数)	16,146 (12.3)	14,732 (▲ 8.7)	3,323 (▲ 15.9)	3,232 (▲ 14.5)		1,064 (▲ 14.2)	1,102 (▲ 4.5)	1,136 (▲ 9.9)	1,061 (▲ 6.2)	

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	2010年			2010年				
			4-6	7-9	10-12	8月	9月	10月	11月	12月
通関輸出	▲16.4	▲17.1	(33.2)	(17.8)		(15.5)	(14.3)	(7.8)	(9.1)	
価格	▲3.3	▲7.0	(0.3)	(▲0.7)		(1.1)	(▲1.5)	(2.4)	(▲0.1)	
数量	▲14.3	▲9.9	(32.8)	(18.6)		(14.2)	(16.1)	(5.3)	(9.2)	
通関輸入 (円建)	▲4.1	▲25.2	(27.9)	(14.5)		(17.9)	(10.0)	(8.8)	(14.2)	
価格	0.6	▲18.5	(7.3)	(0.1)		(▲1.0)	(▲0.5)	(2.9)	(▲1.1)	
数量	▲5.7	▲7.3	(19.3)	(14.4)		(19.1)	(10.5)	(5.8)	(15.5)	
経常収支 (億円)	123,362	157,817	36,116	47,499		11,142	19,598	14,362		
貿易収支 (億円)	11,589	65,996	20,358	20,389		1,959	9,269	9,129		
サービス収支 (億円)	▲20,469	▲18,185	▲5,219	▲3,426		▲949	▲699	▲2,745		
資本収支	▲173,053	▲123,113	▲16,465	▲37,317		▲13,019	▲2,475	▲4,433		
外貨準備高 (百万ドル)	1,018,549	1,042,715	1,050,235	1,109,591		1,070,145	1,109,591	1,118,121	1,101,031	
対ドル円レート (期中平均)	100.46	92.80	92.01	85.86	82.59	85.47	84.38	81.87	82.48	

3. 金融

	2008年度	2009年度	2010年			2010年				
			4-6	7-9	10-12	8月	9月	10月	11月	12月
コール・レート (無担保翌日物)	0.363	0.102	0.093 [0.103]	0.093 [0.103]	0.090 [0.104]	0.095 [0.106]	0.091 [0.102]	0.091 [0.106]	0.091 [0.105]	0.091 [0.101]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.805	0.516	0.388 [0.579]	0.364 [0.543]	0.336 [0.498]	0.363 [0.542]	0.355 [0.537]	0.336 [0.525]	0.335 [0.508]	0.335 [0.462]
新発10年国債利回り (未値)	1.438	1.353	1.208 [1.420]	0.987 [1.338]		0.975 [1.305]	0.930 [1.295]	0.920 [1.405]	1.185 [1.260]	1.185 [1.285]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.619	1.449	1.420 (▲0.029)	1.392 (▲0.028)		1.412 (▲0.008)	1.392 (▲0.020)	1.398 (0.006)	1.401 (0.003)	
日経平均株価 (225種、未値)	8,110	11,090	9,383 [9,958]	9,369 [10,133]	10,229 [10,546]	8,824 [10,493]	9,369 [10,133]	9,202 [10,035]	9,937 [9,346]	10,229 [10,546]
M2平残	(2.1)	(2.9)	(3.0)	(2.8)		(2.8)	(2.8)	(2.8)	(2.6)	
広義流動性平残	(0.1)	(0.8)	(1.5)	(0.5)		(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	
貸出資金吸収動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(0.8)	(▲1.9)	(▲1.8)	(▲1.9)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲2.0)	
	銀行計	(2.7)	(0.8)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲2.0)	(▲1.8)	(▲2.1)	(▲2.1)	
	都銀等	(1.9)	(▲0.4)	(▲3.8)	(▲3.8)	(▲4.0)	(▲3.9)	(▲4.4)	(▲4.6)	
	地銀	(3.9)	(2.4)	(0.0)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.7)	(0.9)	
	地銀Ⅱ	(2.4)	(1.3)	(▲0.4)	(▲0.7)	(▲0.8)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.5)	
信金	(0.9)	(0.8)	(▲1.4)	(▲1.4)	(▲1.4)	(▲1.4)	(▲1.3)	(▲1.1)		
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(1.7)	(2.9)	(2.8)	(2.7)	(2.7)	(3.1)	(3.1)	(2.7)	
	都銀	(1.7)	(3.0)	(2.7)	(2.9)	(2.9)	(3.7)	(3.7)	(3.2)	
	地銀	(1.9)	(3.1)	(3.3)	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(2.9)	
	地銀Ⅱ	(1.3)	(1.8)	(1.0)	(0.4)	(0.4)	(0.1)	(0.3)	(0.0)	

(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

～構造調整の進展とともに2011年後半から成長ペースが加速～

1. 景気の現状

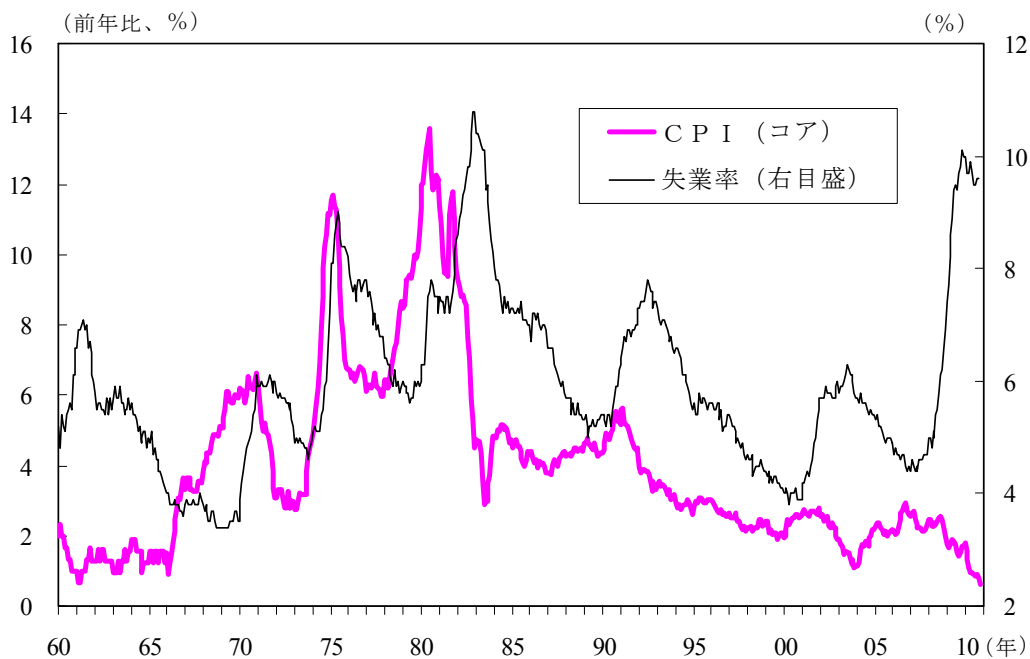
景気は回復基調を維持

米国景気は回復基調を維持している。但し、回復ペースは緩慢で7-9月期の実質成長率は前期比年率2.0%に止まった。4-6月期の同1.7%からは小幅加速したが、国内民間最終需要の伸びは前期から半減(4.6%→2.3%)した。個人消費が2四半期連続で年率2%台を維持して底堅さを見せたものの、住宅投資が減税の終了で3割近く減少、設備投資も一桁の伸びに減速した。

但し、回復ペースは緩慢

足元の成長ペースはデフレギャップを速やかに縮小させるには不十分で、失業率は9%台半ばで高止まりしている。大幅なデフレギャップによる物価下押し圧力から、物価も、エネルギー・食料品を除いたコア・インフレ率は1957年の統計開始以来の最低を更新している(第1図)。こうした現状に危機感を強めた連邦準備制度理事会(FRB)は11月の連邦公開市場委員会(FOMC)で追加緩和(QE2)を決定した。

第1図：失業率と消費者物価上昇率
失業率と消費者物価上昇率



(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>

2011 年前半～景気対策効果の剥落や構造調整圧力から成長率は伸び悩み

後半～構造調整の進展で民需の自律回復力が高まり成長率は加速

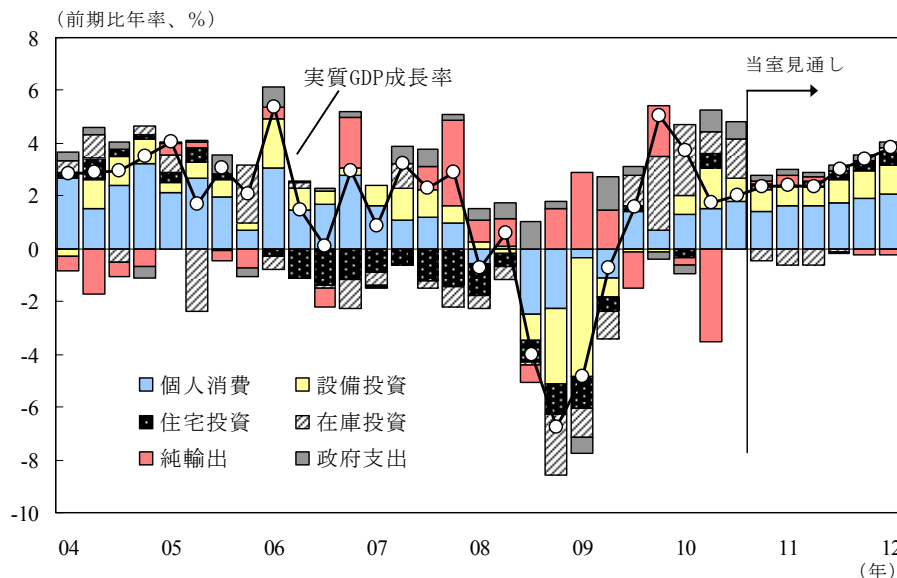
リスクは①過度の金融緩和の副作用、②規制強化によるマインド萎縮など

2011 年の前半は、景気対策効果の剥落や構造調整圧力の残存から成長率は 2% 台で伸び悩み見通しである。雇用の回復ペースは鈍く、失業率は引続き 9% 台に止まろう。雇用不安に加えてバランスシート調整圧力から個人消費の回復も緩慢となろう。住宅投資は過剰在庫の調整の遅れから低調が見込まれる。生産は、出荷・在庫バランスの悪化で春頃まで調整が継続するが、ドル安や堅調な新興国需要を背景とした輸出の下支えなどから調整は軽微に止まると予想される。設備投資は建設投資を中心に伸び悩み、物価は賃金上昇率の低下を主因に底這いが続くと思われる。

後半は、構造調整の進展に加えて、金融機能の回復により金融緩和の効果が顕現化し、民需の自律回復力が徐々に高まると予想される。成長率は 3% 台に加速する見通しである（2011 年通年の成長率は 2.4%）。個人消費はバランスシート調整圧力の緩和により力強さを増そう。住宅投資は引続き緩やかな回復に止まるが、設備投資は設備稼働率の上昇などから増勢が強まり、雇用も増加ペースが高まる見通しである。物価は賃金上昇率の下げ止まりから緩やかに底入れするが、大幅なデフレギャップを背景に FRB が安定とみなすレンジを引続き下回るとみられる。

2012 年に入ると家計のバランスシート調整がほぼ終了し、民需の自律回復力が一段と高まることから、成長率は通年でも 3% 台に回復すると予想される。リスクは、①過度の金融緩和がもたらす資源価格高騰やインフレ期待の上昇、②規制強化（医療保険改革、金融規制改革 etc.）による企業・家計のマインド萎縮、③世界的な保護主義の高まりなどである。

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) 住宅市場

住宅市場はしばらく緩やかな回復に止まる

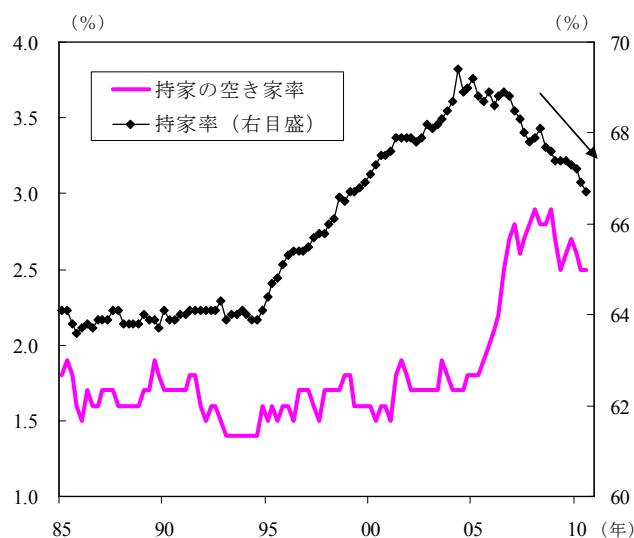
住宅市場の回復ペースはしばらく緩やかなものに止まると予想される。購買環境は引続き良好ながら、住宅販売の基調は弱いままである。①雇用不安が依然強い、②住宅減税でかなりの需要が先食いされた、③住宅ローン債務者の約4分の1がネガティブ・エクイティ（住宅価格がローン残高を下回る）の状態にあり買換えが難しい、④高水準の差し押さえが続き住宅価格の先安感が払拭できない、などが背景である。このうち、雇用不安や需要の先食いの影響は次第に薄れると見込まれるが、ネガティブ・エクイティや価格先安感の問題は解消に時間がかかりそうだ。持家率の低下には当面、歯止めがかからず、販売低迷で過剰在庫は高止まりが続く見通しである（第3図）。このため、住宅着工もしばらく低調な推移が予想される。

住宅市場はベビーブーマーの高齢化で中期的にみても厳しい

住宅市場は中期的にみても厳しい状況が続く見通しである。米国では2011年以降、ベビーブーマー世代（1946-64年生まれ、推定7800万人）が順次65歳を迎え、約20年に亘り高齢化が進展する。住宅購入の中心年齢層（25-64歳）の人口増加ペースが大きく鈍化する一方、住宅のネットの売り手である65歳以上人口^(注)の伸びが加速する結果、持家を中心に住宅需給の緩和が予想される（第4図）。このため、住宅投資が長期にわたって過去の平均を下回ることが懸念される。

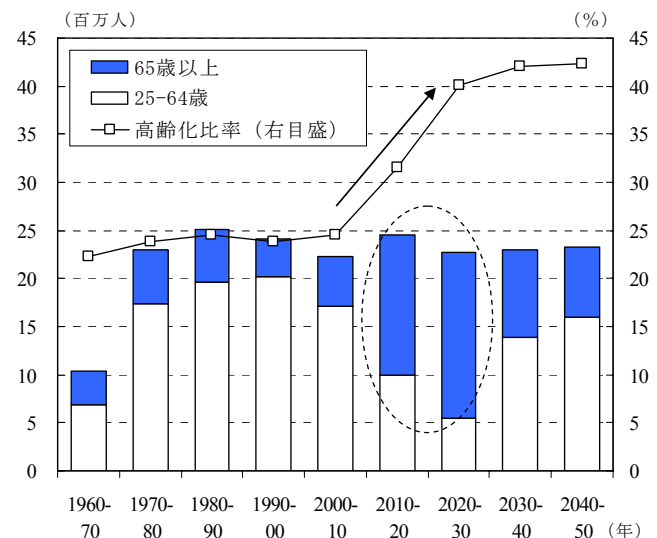
(注) 高齢になると子供と同居したり、老人ホームに移ったり、郊外の広い一戸建てから便利な都市部のアパート（貸家）へ住み替えたりで、持家を売り切るケースが増える。米国では65歳以上の年齢層は住宅の売却が購入を上回るネットの売り手となっている。

第3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

第4図：25歳以上人口の推移と高齢化比率



(資料) 米商務省のデータより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

個人消費は当面、過去の回復ペースを下回る

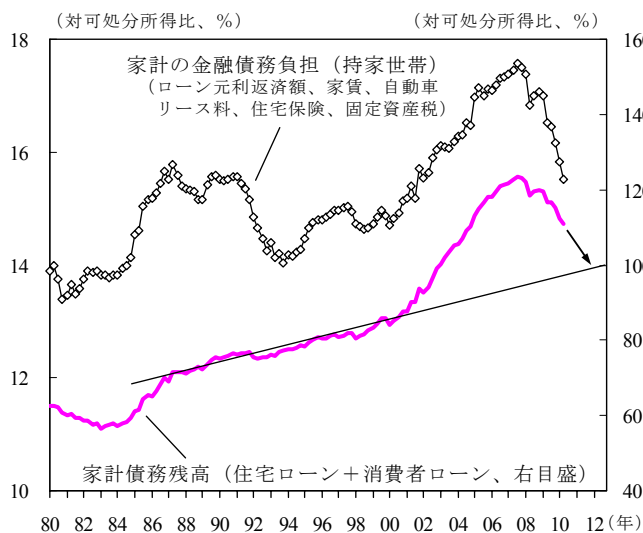
バランスシート調整圧力は2011年後半頃から弱まる見通し

個人消費は、足元、底堅さを維持しているものの、雇用不安を反映して消費マインドが低迷しており、当面は過去の回復ペースを下回ると予想される。力強さを増すのは2011年の後半以降とみられる。

個人消費伸び悩みの一因である家計のバランスシート調整には進展がみられる。家計の債務残高は順調に減少しており、返済負担も住宅バブル前の水準まで低下している（第5図）。もっとも、これには差し押さえの急増で貸出償却が進んだ影響もあり、割り引いて見る必要がある。実際にはバランスシート調整圧力はまだ残っており、例えば、住宅ローンの借換えでは、債務の返済を優先して残債を下回る金額で借り換える人の割合（Cash-In比率）が統計開始以来の最高水準に上昇している。バランスシート調整圧力は当面、残るとみられるが、債務残高が2011年末頃にはトレンド線に戻るとみられることもあり、2011年後半になると調整圧力が徐々に弱まって個人消費は力強さを増すことが期待される。

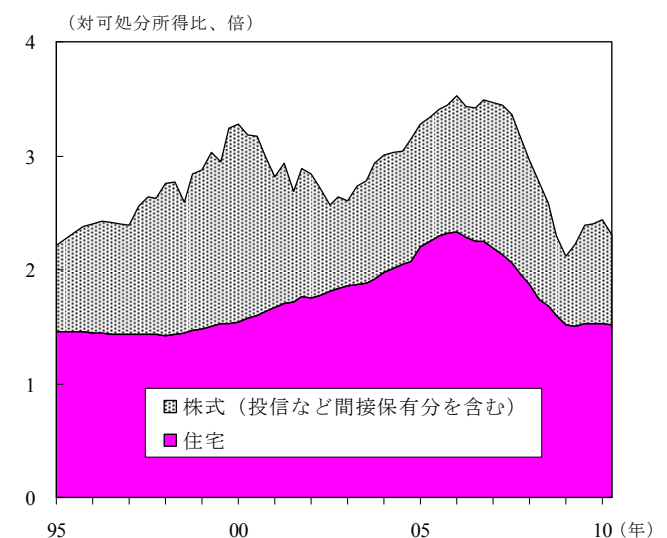
なお、QE2による資産効果については多くを期待できない。株価はQE2を織り込む過程で上昇しており一定の景気浮揚効果が見込まれるが、一方で住宅価格指数が2ヵ月連続で下落するなど住宅価格には再下落の兆しが出ている。住宅差し押さえの高止まりで住宅価格の先安感は根強く、株価に比べると値上がりは期待しにくい。家計資産に占める住宅のウェイトは株式の約2倍ある（第6図）。価格上昇による消費の押し上げ効果も各種経済モデルによれば住宅は株式の約1.5倍と大きい。このため、株価が上昇しても住宅価格が弱含むと消費の押し上げ効果は大きく減殺されてしまう。

第5図：家計の債務負担



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：家計の株式・住宅資産保有残高



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 企業部門

生産は当面、調整が続く

生産活動は、製造業の出荷・在庫バランスが限界的に悪化方向にあり、しばらく増勢鈍化が予想される。もともと、在庫率（在庫／出荷）の上昇は小幅に止まっており、調整は軽微となる可能性が高い（第7図）。来年初から春頃には調整が終了し、生産は再び増勢を強めよう。

設備投資もしばらく伸び悩み

設備投資は、7-9月期に建設投資が約2年振りに前期比増加に転じた。しかし、足元では再び商業不動産価格が軟調に推移しており、先行き不透明感が残っている。機械投資は堅調を維持しつつもリーマンショック後のペントアップ・ディマンド（先送りされた需要）の顕現化が一巡し、伸びは鈍化傾向にある。先行指標の資本財受注にピークアウト感が出ていること、生産調整の影響で設備稼働率が頭打ちとなっていることなどから、しばらく伸び悩みが見込まれる（第8図）。

来秋には、消費回復、稼働率上昇などを背景に設備投資・雇用の増勢が強まる見通し

但し、企業収益は底堅く、キャッシュフローに占める設備投資の比率が歴史的低水準にあるなど投資余力は十分にある。来年後半には個人消費が徐々に力強さを増し景気の先行き見通しが好転すると予想される上、生産の回復で設備稼働率も上昇が見込まれることから、設備投資は来年秋頃から徐々に増勢を強めるとみられる。また、設備投資の回復に伴い雇用の増加ペースも加速しよう。

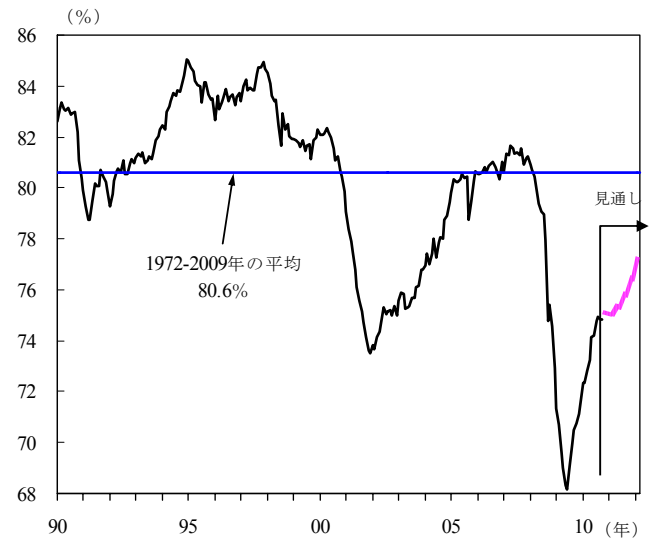
なお、企業は設備投資、雇用に慎重な理由として、個人消費低迷や、税制・規制面での不透明感などをあげている。中間選挙で大敗したオバマ政権は産業界との関係修復が課題となっているが、今後の政策対応により企業の不透明感を払拭することができるか注目される。

第7図：製造業在庫率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：鉱工業設備稼働率



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価動向

足元のインフレ率は安定レンジを下回り低下傾向

コア物価は、2011年中は安定レンジを下回る見通し

一方、商品市況など川上の物価には上昇リスク

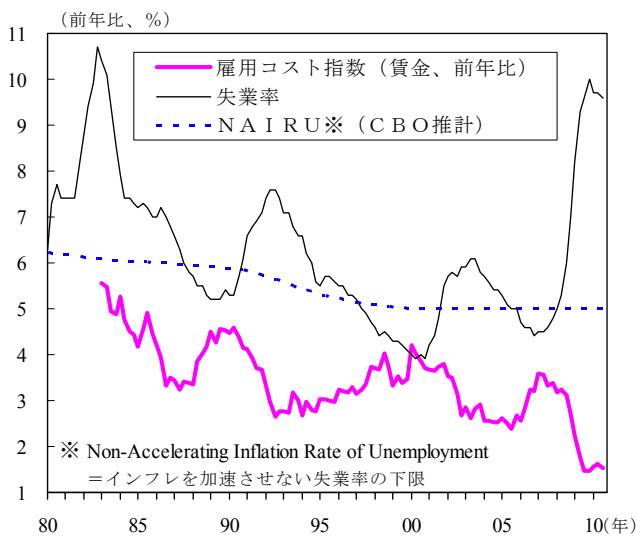
足元のインフレ率はFRBが安定とみなすレンジ（年率1%台後半）を下回り、さらに低下傾向にある。FRBが物価指標として重視するコア個人消費デフレーターは、今年初の前年比1.8%から9月は同1.2%まで低下している。

コア物価は当面、軟調に推移し、2011年中はFRBの安定レンジを下回った状態が続く見通しである。主因は賃金コストの低下である。賃金上昇率は基本的に失業率と逆相関にあるが、足元の失業率がNAIRU（インフレを加速させない失業率の下限）を大きく上回っていることから、賃金上昇率が加速する可能性は小さい（第9図）。職種、地域等、需給のミスマッチからNAIRUが上昇している可能性はあるが、それを考慮しても労働需給が大幅な緩和状態にあることは変わらないとみられる。FRBも構造要因によるNAIRUの上昇は限定的と判断している。失業率はしばらく高止まりが予想されることから、コア物価がFRBの安定レンジに戻るのには2012年に入ってからと予想される。

一方、商品市況などの川上の物価や、エネルギー・食料品を含めた全体のインフレ率には上昇リスクがある。FRBの量的緩和に伴うドル安や過剰流動性の急激な流入により、資源価格が高騰する懸念は強い。その結果、現在は安定している市場のインフレ期待が上昇し、FRBの金融緩和の足枷となるリスクもある（第10図）。

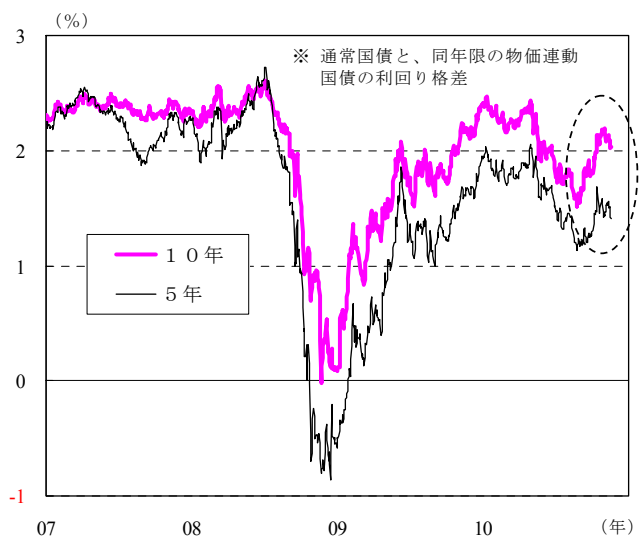
なお、大幅なデフレギャップの下、需給が緩和しているため、川上の物価上昇が川下に転嫁されることは見込みにくい。コア物価への影響は限定的となり、景気にはデフレ的に作用するとみられる。

第9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

第10図：市場が織り込む期待インフレ率



（資料）Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 中間選挙の結果と景気への影響

中間選挙では民主党が歴史的な大敗

中間選挙では事前の予想通り、民主党が歴史的な敗北を喫した。下院では60議席以上を失った結果、過半数を割り込み少数党に転落した。上院では過半数を維持したものの、共和党との議席差が縮まり、議会運営は一段と厳しくなった。また、州知事選でも大敗し、勢力の逆転を許した(第1表)。

大型の景気対策発動は困難に

今後、「ねじれ議会」の下でオバマ政権の政策遂行力が大きく低下することは避けられず、大型の景気対策を発動することも非常に難しくなった。元々、共和党は財政支出の拡大や大きな政府には反発が強いが、保守色の強いティーパーティー運動の躍進でこうした傾向が一段と強まっている。減税では、民主党と共和党が歩み寄る余地はあるものの、財源で合意することは難しく、ティーパーティー運動支持層を中心に財政赤字拡大に対する抵抗が強いため、減税規模は限られよう。但し、今年末で期限が切れるブッシュ減税(2001、2003年実施)については、オバマ大統領は世帯年収25万ドル以上(単身では20万ドル以上)の富裕層には延長を認めない方針だったが、富裕層を含めた延長を求めている共和党に譲歩し、全面的な延長を行う可能性が出てきた。この点は景気にとってプラスの要因となる。

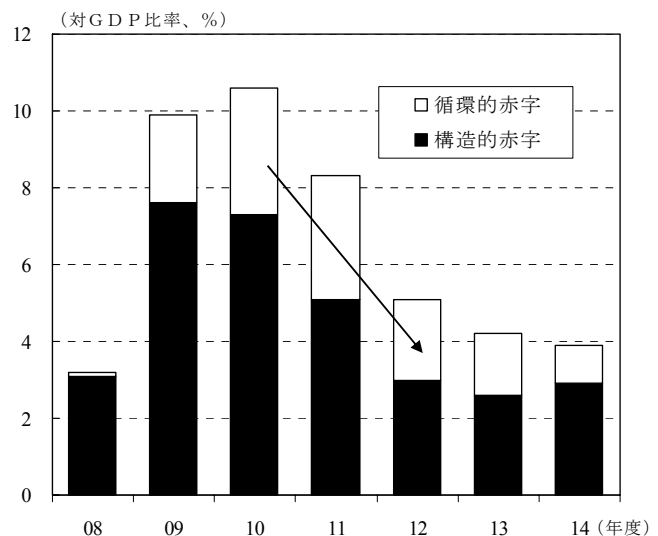
財政は、2009年の大型景気対策(American Recovery and Reinvestment Act of 2009)の効果剥落から、2011年、2012年と景気には抑制的に作用することが見込まれる(第11図)。このため、景気対策では引続き、金融政策に負担がかかる見通しである。

第1表：中間選挙の結果(11月18日現在)

上院(100議席)			
	改選前	改選後	増減
民主党	57	53	▲4
共和党	41	46	+5
独立系	2		
未決定		1	
下院(435議席)			
	改選前	改選後	増減
民主党	255	189	▲66
共和党	178	239	+61
空席	2		
未決定		7	
州知事(50州)			
	改選前	改選後	増減
民主党	26	19	▲7
共和党	24	29	+5
独立系		1	
未決定		1	

(資料) The Washington Post より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：構造的財政赤字と循環的財政赤字



(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

(6) 金融政策

FRB が追加緩和 (QE2) を決定

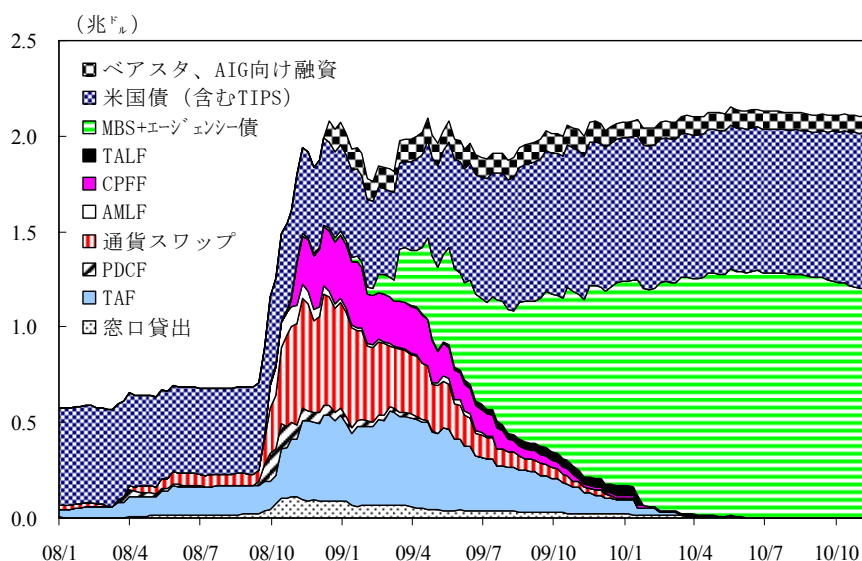
2011年6月末までに6000億ドルの米国債を購入予定

FRBは11月のFOMCで米国債の追加購入を決定し、量的緩和第2弾(QE2)の実施に踏み切った。QE2については、効果が不確実なことやコストが大きい(将来のインフレリスク等)ことなどを理由にFOMCメンバーの中でも慎重論が少なくなかった。今回の会合でも激しい議論があったと推測されるが、FRBの2つの使命(物価安定と最大雇用の達成)から大きく外れた経済の現状に危機感を強めたバーナンキ議長が指導力を発揮したとみられる。

量的緩和策は既に第1弾(QE1)が実施済みである。2008年末にスタートし、米国債、住宅ローン担保証券(MBS)、エージェンシー債を合わせて1.7兆ドル強購入して今年3月末で終了した。QE1では金融市場が強いストレス下にあったため1.7兆ドルという巨額の買い入れが行われた。今回は、金融市場の安定に加えて金融政策の柔軟性を損なわないよう、6000億ドルという比較的小額で始めてFOMCごとに購入ペースと購入総額を見直す方法が採用された。購入される米国債はMBSの平均満期に近い残存期間5-6年の債券が中心で、住宅ローン金利の押し下げ効果を期待しているとみられる。なお、FRBの資産規模は現在、約2兆ドルと未曾有の水準に拡大しているが、QE2により2011年6月末までに2.5兆ドルを超えることが予想される(第12図)。

QE2には、長期金利低下や資産価格上昇などの経路を通して景気を刺激し、物価下落圧力を緩和する効果が期待されている(ポートフォリオ・リバランス効果)。ニューヨーク連銀では、QE1による長期金利の押し下げ効果を0.30~1.00%と試算しているが、QE1導入時に市場の

第12図：FRBの資産残高と内訳



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

QE2 に即効性は期待できないが、金融機能の回復や構造調整の進展に伴い、効果が顕現化

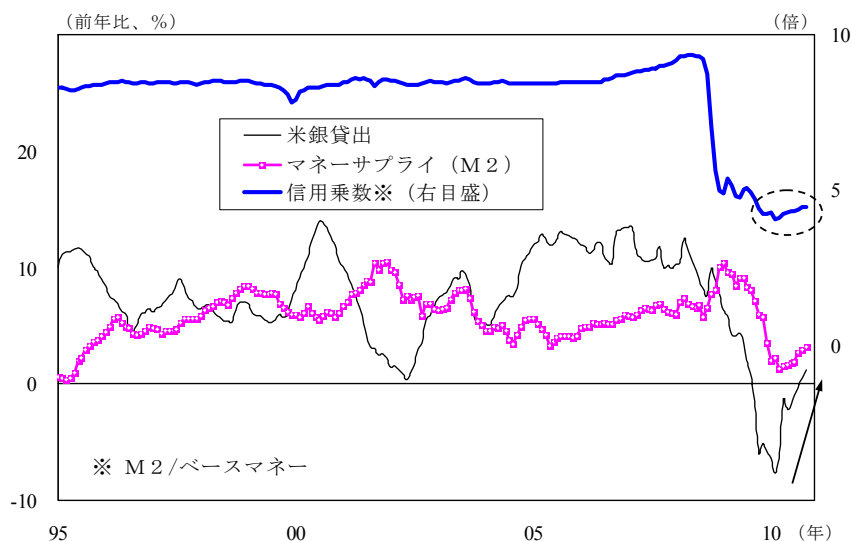
流動性が低下していたことが大きな効果を得られた要因であると分析している。この点、金融市場が安定を取り戻した現状では、QE2による長期金利の押し下げ効果はQE1に比べて限定的になるとみられる。

景気浮揚効果についても過度の期待は禁物である。前述のように住宅ローン債務者の約4分の1がネガティブ・エクイティの状況にあり、住宅ローン金利が下がっても住宅の買換えやローンの借換えは難しく、住宅投資や個人消費に対する刺激効果は限定的となる。また、資産価格の上昇も、家計がバランスシートの修復を優先している下では消費刺激効果が減殺されよう。このため、景気・物価指標が早期に上向くことは期待しにくい。

一方で、明るい材料もある。金融危機により遮断された金融緩和の波及経路が修復されつつあることだ。米銀の貸出態度厳格化に歯止めがかかり貸出の伸びが底打ち、マネーの伸びも回復しつつある。この結果、大幅に低下した信用乗数にも底打ちの兆しが出ている（第13図）。こうした金融機能の回復に加え、家計のバランスシート調整などの構造調整が進展するのに伴って、QE2の実体経済への効果が徐々に顕現化すると予想される。こうした効果が期待される2012年には、コア物価がFRBの安定レンジに戻り、失業率も8%を下回るなど、FRBが出口政策を本格化させる環境が整うとみられる。

なお、QE2にはリスクもある。QE2による過剰流動性が商品市場や途上国に流入して世界経済を不安定にしかねない面があり、途上国などから強い批判を受けている。

第13図：貸出、マネーサプライと信用乗数



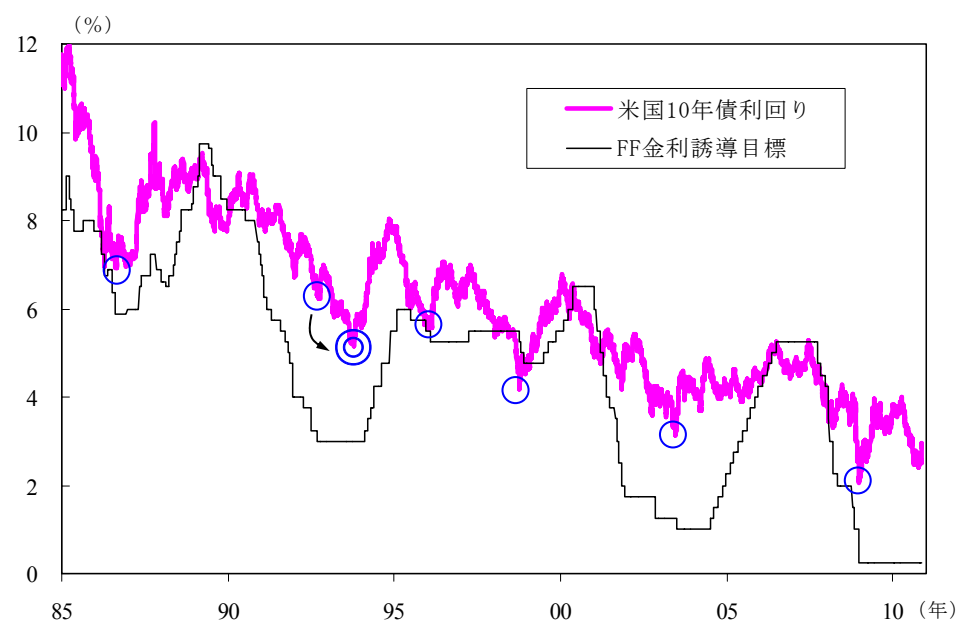
(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(7) 長期金利

長期金利は2011年秋頃から本格上昇の見通し

過去、長期金利は最後の利下げ前後から上昇基調に転じることが多かった(第14図)。例外は1990年代の前半である(当時の経済情勢は、米銀のバランスシート毀損による信用逼迫で景気回復が遅れるなど、現在と似た面があった)。1992年9月にFRBが最後の利下げを行った直後に長期金利はいったん上昇したが、その後、景気回復がもたつきインフレ率も低下したため長期金利は再び低下基調に戻った。金利が本格上昇に転じたのは利上げ開始の4ヵ月前だった。今回も、QE2実施後に金利には上昇圧力がかかっているが、景気・物価指標が早期に上向く可能性は低いとみられることから、長期金利が本格的に上昇するのは、市場が利上げを織り込み始める2011年秋以降になると予想される。

第14図：FF金利誘導目標と長期金利



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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）11月19日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2009				2010				2011				2012	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	▲3.9	▲0.4	2.3	4.7	4.8	3.7	4.2	4.0	4.1	4.1	4.9	5.2	5.8	▲1.7	3.8	4.2
実質GDP	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.0	2.3	2.4	2.3	3.0	3.4	3.8	▲2.6	2.7	2.4
個人消費	▲0.5	▲1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.6	2.0	2.3	2.3	2.5	2.7	3.0	▲1.2	1.6	2.3
設備投資	▲35.2	▲7.5	▲1.7	▲1.4	7.8	17.2	9.8	8.0	7.0	7.0	8.0	10.0	10.0	▲17.1	5.7	8.4
住宅投資	▲36.2	▲19.7	10.6	▲0.8	▲12.3	25.6	▲29.1	10.0	0.0	10.0	15.0	15.0	20.0	▲22.9	▲2.9	3.4
在庫投資(2005年連鎖価格)	▲1258	▲1618	▲1282	▲367	441	688	1155	1005	805	605	555	555	605	▲1,131	822	630
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.1)	(▲1.0)	(1.1)	(2.8)	(2.6)	(0.8)	(1.4)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(▲0.7)	(1.5)	(▲0.1)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲3,892	▲3,420	▲3,908	▲3,301	▲3,384	▲4,490	▲5,149	▲5,106	▲4,953	▲4,907	▲4,925	▲4,997	▲5,083	▲3,630	▲4,532	▲4,946
（同、前期比年率寄与度）	(2.9)	(1.5)	(▲1.4)	(1.9)	(▲0.3)	(▲3.5)	(▲2.0)	(0.1)	(0.5)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.2)	(1.1)	(▲0.7)	(▲0.3)
政府支出	▲3.0	6.2	1.6	▲1.4	▲1.6	3.9	3.3	1.0	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.6	1.1	1.5
最終需要(国内民間)	▲7.2	▲3.0	1.8	0.6	2.1	4.6	2.3	3.0	2.8	3.1	3.6	4.0	4.4	▲4.2	2.0	3.1
鉱工業生産	▲17.6	▲10.3	8.3	7.0	7.1	7.1	5.2	1.5	▲0.5	2.0	3.0	4.0	5.0	▲9.3	5.5	2.2
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.6	9.5	9.4	9.2	9.0	8.8	8.5	9.3	9.6	9.1
生産者物価（前年比）	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.4	4.8	4.4	3.8	2.7	0.7	1.3	1.7	2.0	2.7	▲2.6	3.9	1.4
消費者物価（前年比）	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	1.8	1.2	1.0	0.9	1.4	1.4	1.5	1.6	▲0.4	1.6	1.3
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,212	▲1,135	▲1,321	▲1,401	▲1,513	▲1,696	▲1,711	▲1,890	▲1,890	▲1,900	▲1,940	▲1,980	▲2,030	▲5,069	▲6,810	▲7,710
経常収支	▲956	▲844	▲975	▲1,009	▲1,092	▲1,233	▲1,247	▲1,427	▲1,427	▲1,437	▲1,477	▲1,517	▲1,567	▲3,784	▲4,999	▲5,857
3. 金融																
FFレート誘導目標	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
ユーロドル（3カ月物）	1.7	1.3	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0	0.5	0.4
国債流通利回り（10年物）	2.7	3.3	3.5	3.5	3.7	3.5	2.8	2.6	2.6	2.7	2.8	3.2	3.3	3.3	3.1	2.8

(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おら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

～ユーロ圏経済は二極化が続く、英国経済は財政緊縮により来年減速～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

ユーロ圏第3四半期 GDP 成長率は前期比 0.4%と堅調

ソブリン問題は再燃

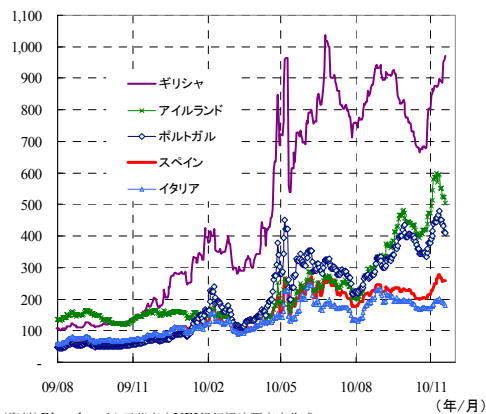
ユーロ圏経済は、ドイツに牽引され第3四半期も底堅く推移しつつも、ギリシャやアイルランドなど周縁国との二極化が鮮明になっている。欧州ソブリン問題は第2四半期までの小康状態から一変。CDSはギリシャで再び急上昇、アイルランドやポルトガルでもユーロ参加以来の最高水準に上昇し、依然として予断を許さない状況が続いている（第1図）。

ユーロ圏の第3四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.4%と、前期の同 1.0%からは減速したものの、概ね底堅い結果となった。需要項目別の内訳は12月2日に発表予定だが、第2四半期同様に、輸出が全体の成長を押し上げたほか、総固定資本形成などの内需もプラスに寄与したものとみられる。

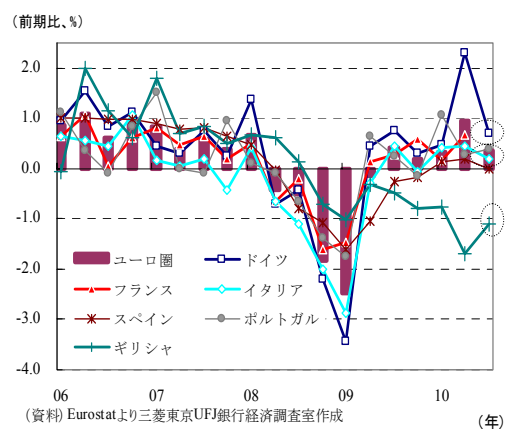
域内格差は引き続き鮮明

国別にみると、ドイツが同 0.7%と引き続き堅調に成長し、フランス（同 0.4%）やイタリア（同 0.2%）はユーロ圏平均並みの成長となった。一方、スペインでは前期比横ばいとなり、7月からの付加価値税（日本の消費税に相当）引き上げなど、財政緊縮策の影響が早くもあらわれたほか、ギリシャは同▲1.1%と8四半期連続のマイナスとなった（第2図）。

第1図：ユーロ圏周縁国の CDS



第2図：ユーロ圏実質 GDP 成長率



(2) 今後の見通し

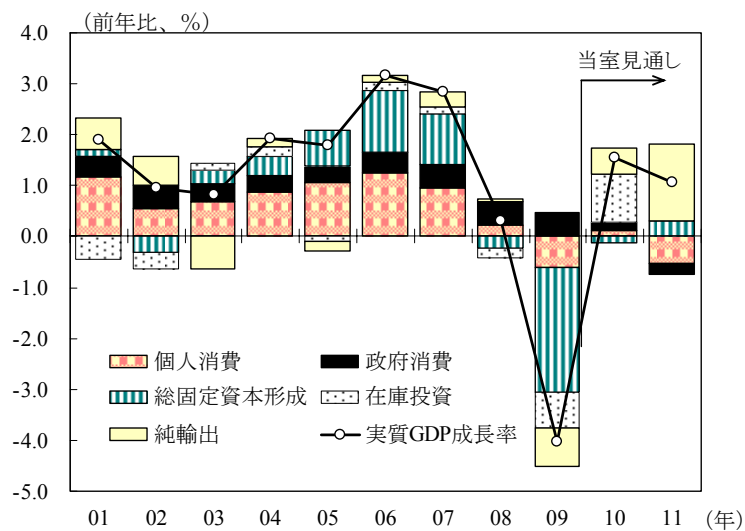
2011年は財政緊縮により一旦成長減速の見込み

今後のユーロ圏経済は、引き続きドイツと周縁国との格差をかかえたまま、緩やかな成長が続くと見込まれる。2010年は、欧州ソブリン問題は緊張を増したものの、ドイツなど主要国の高成長に牽引され、実質 GDP 成長率は 1.5%を予想する。2011年は、各国で財政緊縮策が本格化されるため、一旦成長は減速するが、その後 2012 年にかけては、再び緩やかに巡航速度に向かう展開となろう。

ソブリン問題の深刻化、またはユーロ相場急騰がリスク要因

ソブリン問題の更なる深刻化、あるいは米国経済の不安によるユーロ相場急騰がもたらす輸出低迷は、リスク要因として引き続き要注意。ただし、ソブリン問題深刻化の場合はユーロ安の圧力がかかると見込まれるため、ソブリン問題とユーロ高が重なるケースは考えにくい。

第 3 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度

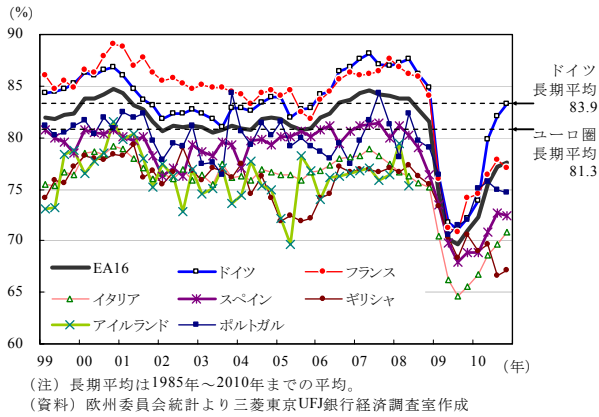


(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

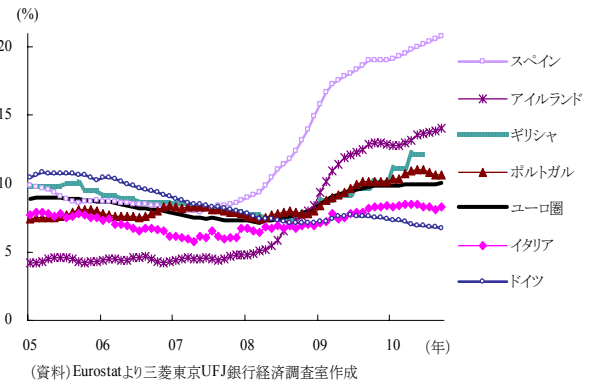
格差は①ドイツ、②フランス・イタリア、③周縁国の3階層

ユーロ圏経済は、①ユーロ圏全体を牽引するドイツ、②ユーロ圏の平均的水準にあるフランスやイタリアなどの主要国、③低迷が続くギリシャやアイルランドなどの周縁国で、域内格差が鮮明にあらわれている。こうした格差は足元の設備稼働率や失業率、景況感、株価に特に顕著にみられる。

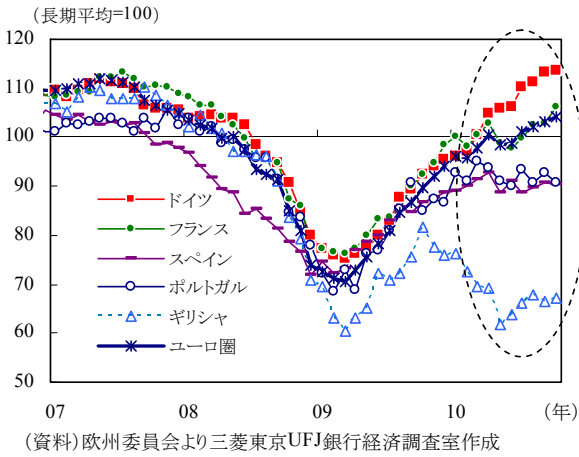
第4図：ユーロ圏の設備稼働率



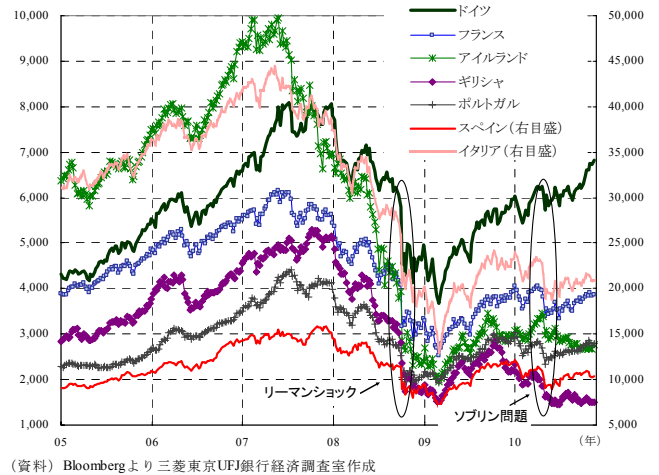
第5図：ユーロ圏の失業率



第6図：総合景況感指数



第7図：株価



設備投資はドイツ
で回復も、他国では
早くも頭打ち

まず、ドイツの設備稼働率は昨年以来急ピッチで上昇し、ほぼ長期平均（1985年～2010年）を回復した（第4図）。一方、他の国の上昇ペースは緩やかであり、足元では早くも頭打ちとなっているため、ユーロ圏全体では依然として長期平均に達していない。ドイツでは早晩、設備投資が牽引する内需型の経済成長への移行も見込まれるが、他の国では難しい。

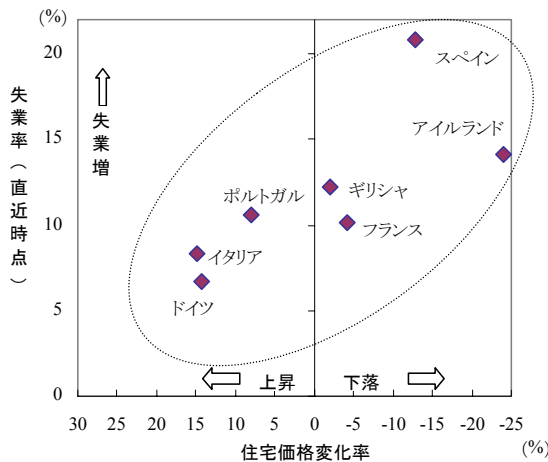
失業率は住宅価格
と関連大

雇用でもドイツの改善は際立っている。ドイツの失業率は、足元6.7%とユーロ圏全体の水準（10.1%）を大きく下回り東西統一以来の最低水準となっている。対照的に、スペイン（20.8%）やアイルランド（14.1%）は失業率の悪化に歯止めが掛かっていない（第5図）。ピーク時からの住宅価格の変化率と、直近の失業率との相関をみると、スペインやアイルランドなど、住宅価格が大きく下落した国では失業率が高く、住宅バブルの崩壊に伴い、建設業を中心に雇用が減少したとみられる（第8図）。失業率の低下が続くドイツのほか、比較的低位安定しているイタリアやポルトガルなどでは住宅価格は、むしろ足元で緩やかに上昇している（第9図）。

スペイン・アイルランドにおける住宅バブルの調整は道半ば

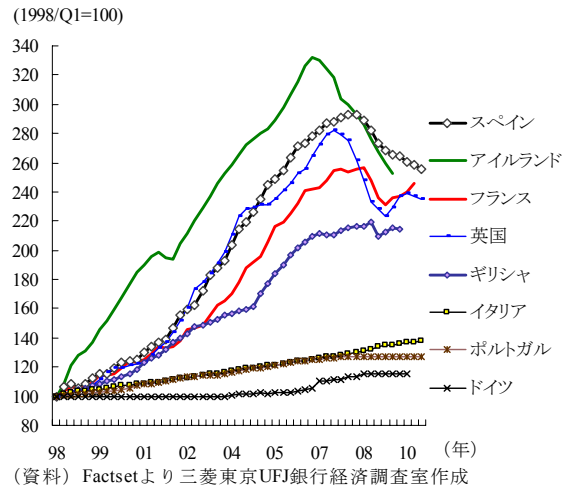
スペインやアイルランドについては、住宅バブルの調整には相当の時間を要しそうだ。スペイン及びアイルランドの住宅価格を名目 GDP で割った指数をみると（第 10 図）、これまで右肩上がりでも上昇していた。住宅バブルの崩壊に伴い、足元では急速に落ち込んでいるが、その水準は過去と比べても依然として高く、両国におけるバブルの調整は道半ばと言えそうだ。

第 8 図：住宅価格変化率と失業率



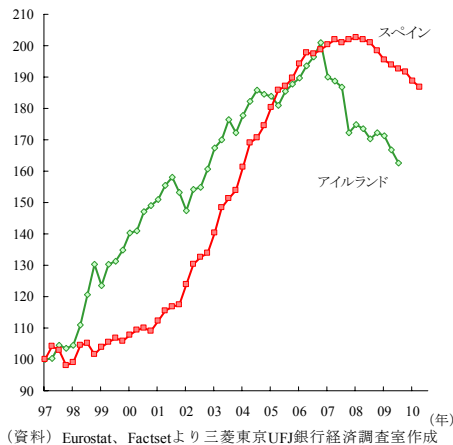
(注) ドイツ、イタリア、ポルトガルの住宅価格変化率は、長期平均（1998年～2010年）からの上昇率。
 (資料) Eurostat、Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：住宅価格指数の推移



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 10 図：住宅価格の対 GDP 比率



(資料) Eurostat、Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

景況感は主要国で回復も、ギリシャでは低迷

また、景況感について欧州委員会の総合景況感指数をみると、ドイツのほか、ユーロ圏全体やフランスも長期平均を示す 100 を上回るなど好調が続いている。一方、ギリシャは 5 月の底打ちから改善が続いていたが、9 月以降は横ばい。また、スペインやポルトガルでも上昇はみられない。このように足元では格差が広がっているが、今後の世界景気の減速や、ユーロ圏各国の財政緊縮の影響で、現在はマインドの良好な主要国でも、この先悪化が予想される。

株価はドイツでリーマン前の水準に上昇、ギリシャでは底ばい

最後に株価は、リーマンショック後に各国でそろって下落した。昨年3月以降は緩やかな上昇傾向を辿っていたが、ソブリン問題の勃発後は動きが二極化している。ドイツのDAX指数はリーマン前の水準に戻るなど上昇しているのに対し、ギリシャのアテネ総合指数は足元まで底ばい傾向が続いている。

(3) ドイツの牽引力

ドイツは今後もユーロ圏を牽引

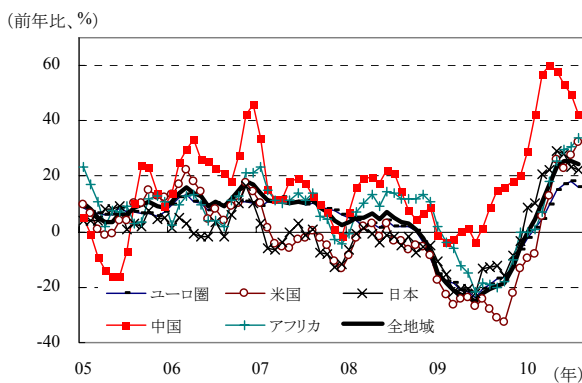
こうした格差をかかえたユーロ圏経済の先行きを予測するため、ユーロ圏全体を引っ張るドイツの今後の牽引力を分析する。ドイツ経済は現在も好調を維持している。輸出については、製造業受注の伸び鈍化をふまえると、一段と加速することは期待しにくい、一方で設備稼働率や失業率の動向をみると、今後は設備投資や個人消費などの内需の拡大も見込める。2011年から始まる財政緊縮により、成長率は小幅低下するものの、この回復基調が崩れることは考えにくく、ドイツは今後もユーロ圏を牽引しよう。

① 輸出

ドイツの輸出は減速しつつも引き続きドイツを支える見込み

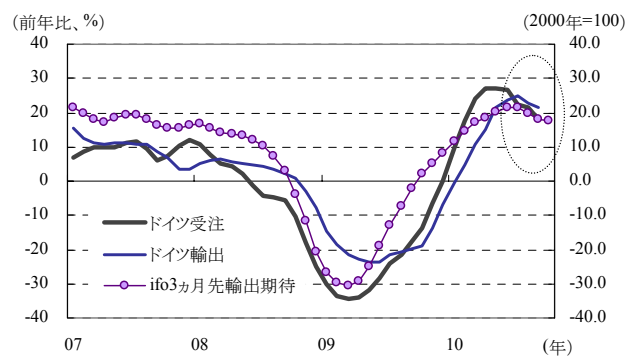
第2四半期の成長に大きく寄与したドイツの輸出は、第3四半期入り後は急増していた中国向けを中心に、さすがに伸びが鈍化しており（第11図）、その分、第3四半期の実質GDP成長率への押上げ寄与はやや後退したとみられる。ただし、今後についてはIfo輸出期待指数が示唆するように、ドイツの輸出は減速しつつも増加傾向が続くとみられる（第12図）。

第11図：ドイツ地域別輸出



(注) データは3ヵ月移動平均。
(資料) ドイツ連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：ドイツ輸出動向の現状と先行き



(注) データは3ヵ月平均。
(資料) ドイツ連銀、ドイツ連邦統計局、Ifo経済研究所より経済調査室作成

② 個人消費

自動車販売は対策効果剥落を受けてマイナスが続く

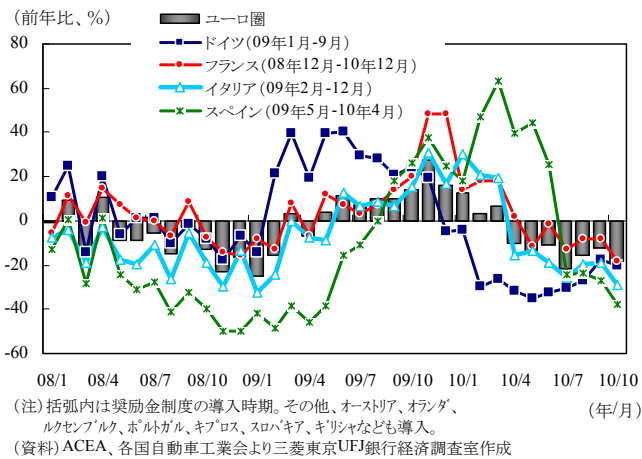
ドイツの10月の自動車販売は、景気対策効果の剥落から、前年比二桁減となっている（第13図）。ユーロ圏全体や各国でも、同様の動きをしている。

ドイツの個人消費は緩やかな成長が続く見込み

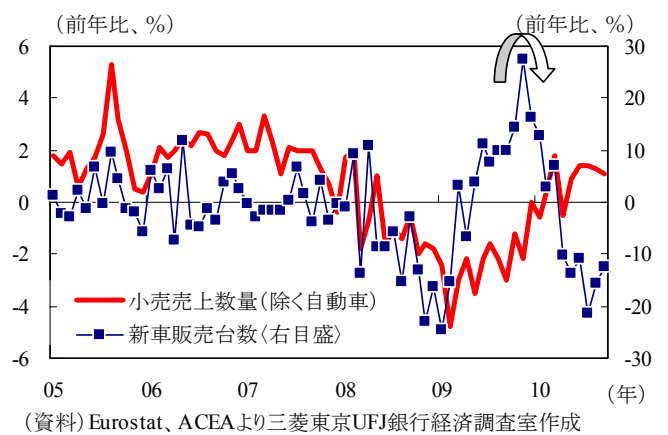
しかし、全体的な小売動向を欧州委員会の消費者信頼感指数でみると、他の国が依然としてマイナス圏にあるなか、ドイツのみプラスの推移が続いている（第15図）。ドイツのIfo小売指数をみても、7月に約2年半ぶりにプラスに転じた（第16図）。

新興国の過熱感の抑制、米国デフレ懸念の台頭、ユーロ圏内にあるソブリン問題など多くの負の外的要因にも関わらず、ドイツ国内においては、雇用回復に一定の勢いにつき、家計のセンチメント改善が続いている様子が窺える。

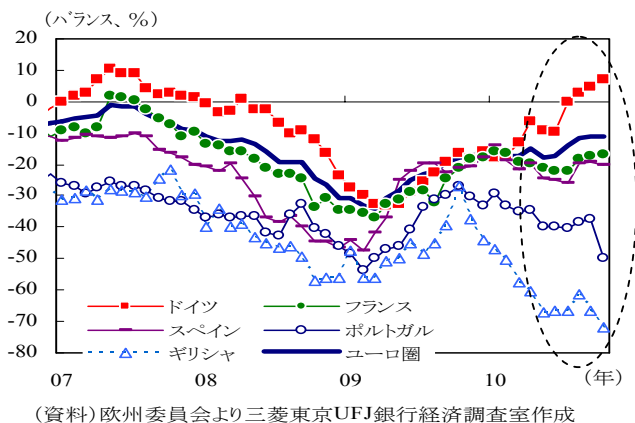
第13図：自動車販売台数の推移



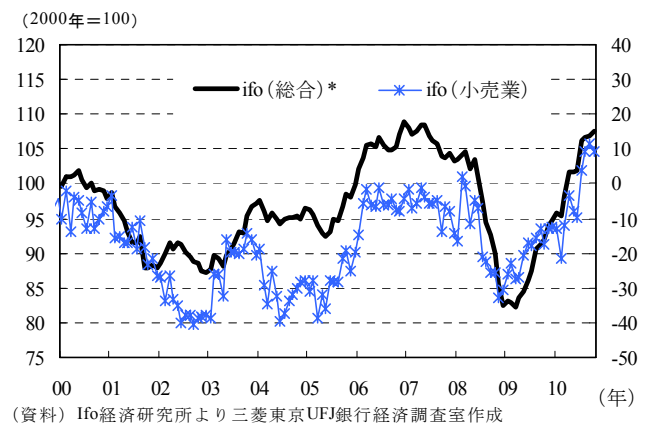
第14図：ユーロ圏／新車販売と小売売上



第15図：欧州委員会消費者信頼感



第16図：ドイツ Ifo 企業景況感 (小売)

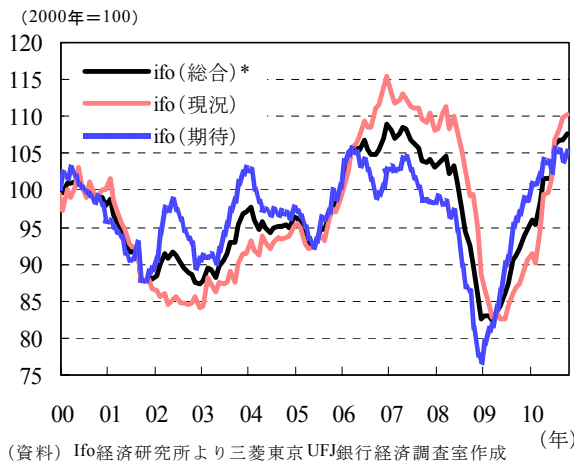


③ 企業の景況感

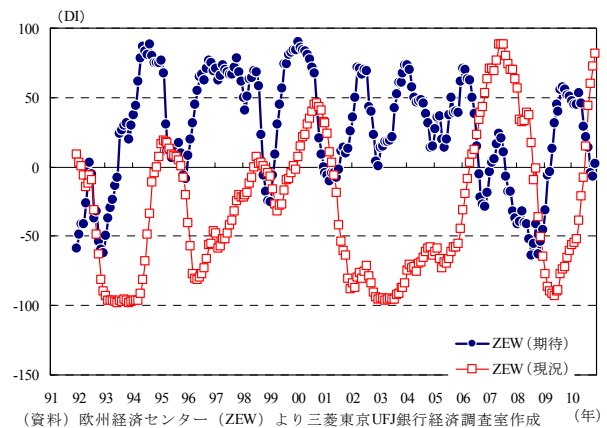
ドイツ企業の景況感は、足元明るい
が、先行きは低下傾向

ドイツ企業の現在のマインドは明るい。Ifo や ZEW の景況感指数をみると、現況評価値は約 2 年ぶりの高水準が続いている。ただし、6 ヶ月先の期待指数はともに頭打ちとなっている（第 17、18 図）。足元で一部の経済指標に減速感がみえることや、今後本格化される財政緊縮策による先行き不透明感が企業マインドの重石となっている模様である。

第 17 図：ドイツ ifo 企業景況感



第 18 図：ドイツ ZEW 景況感指数



(4) ソブリン問題

一方、ギリシャやアイルランド、ポルトガルなどの周縁国は、ドイツとは対照的に各種経済指標の低迷が続き、ソブリン問題の緊張も再び高まっている。

① ギリシャ

2009 年財政赤字は
GDP 比▲15.4%に
上方修正

欧州ソブリン問題の発端となったギリシャでは、10 月下旬に 2009 年の財政赤字が対 GDP 比でこれまでの▲13.8%から、▲15%を超える見込みと首相が発言したことをきっかけに、一気に不安が高まった。10 月 22 日にユーロ圏各国が発表した 2009 年の財政赤字の改定値では、ギリシャだけ調査が間に合わず、相当な不透明感が広まった。その後、11 月 15 日によろやく発表された財政赤字は GDP 比▲15.4%、政府債務残高は同 126.8%と、いずれも上方修正された。

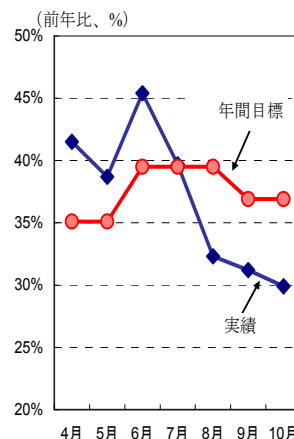
2010 年通年の財政
赤字削減目標達成
は不透明

また、今年初めからの財政赤字の削減は、上半期までは概ね順調な進捗がみられていたが、7 月以降、削減ペースが一気に鈍化した。先般発表された 10 月の財政報告では、1-10 月期の財政赤字は前年比▲29.9%の減少となり、年間目標の▲36.9%を大きく下回った（第 1 表）。これまでは、同国財務省は利払いの急増や徴税の遅れなど、あくまで一時的な要因と説明してきたが、残り 2 ヶ月となった今、いよいよ年間での目標達成は難しくなった。

第1表：ギリシャ1-10月期の財政報告の概要

(単位:10億ユーロ)							
	2009年 1-10月	2010年 1-10月	前年同期比	2009年 年間実績	2010年 予算	2010年 予測	前年比
	(A)	(B)	(C=B/A)	(D)	(E)	(F)	(G=F/D)
歳入	40.928	42.356	3.5%	50.532	58.382	55.715	20.3%
純収入	39.5	41.0	3.7%	48.5	55.1	52.7	8.7%
資本取入	1.4	1.4	▲3.3%	2.0	3.3	3.0	47.7%
歳出	65.8	59.4	▲9.6%	79.9	76.828	74.842	▲6.3%
一般歳出	45.7	40.7	▲11.0%	58.0	54.6	52.6	▲9.2%
利払い	12.1	12.7	5.5%	12.3	13.0	13.2	7.2%
資本支出	8.0	6.0	▲24.6%	9.6	9.2	9.0	▲6.1%
財政赤字 (1-10月)	24.833	17.405	▲29.9%	30.866	18.691	19.473	▲36.9%

(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



② アイルランド

EFSF に支援要請
の可能性高まる

アイルランドでは8月以降、金融セクターに関する懸念材料が続出し、ドイツとのソブリン・スプレッド(国債10年物利回りの格差)は急上昇、ユーロ参加以来最悪の水準となった。こうしたなか、同国財務省は11月4日に2014年までの中期財政計画を発表した。2011年の財政赤字を前年比60億ユーロ削減し、GDP比の財政赤字を2010年に見込まれる32%(銀行救済支出を除くと11.9%)から、9.25~9.5%へ引き下げ、2014年には従来の目標通り、3%以下へ抑制する計画となった。

EFSF スキームに
より、他国への飛び
火は押さえ込み可
能との見方強い

その後、11月12日に行われたG20にて、独仏伊西英の5カ国が「支援を求めた国の既発債に関して、投資家に損失を求めることはない」との共同声明を発表した。これにより、CDSなど信用リスク指標は低下するも、金融セクターのさらなる救済費用増大に対する懸念は強く、それを払拭するためにも、アイルランドが欧州金融安定ファシリティー(EFSF、4,400億ユーロ)を中心とした支援パッケージからの資金援助を受ける可能性は格段に高まった。

信用リスクをみる限り、アイルランドも5月頃のギリシャのように危機的状況にあるが、金融市場全般はその時ほどパニックに陥っていない。それは、ギリシャ危機以降 EFSF が構築され、一応の備えがあるためであろう。ただし、その EFSF ですら、今のところ2013年までの時限措置であり、アイルランドの財政金融問題などの原因に解決の目処は立っていない。

③ ポルトガル

2011年予算は議会で可決されるも、実効性に懸念が残る

ポルトガルでも10月15日に緊縮型の2011年予算案が発表された。内容を巡り与野党が対立し、一時は成立も不安視されたが、結局は野党側が投票を棄権し、議会で可決された。ただし、景気低迷により財政状況が改善しないなど、予算案の実効性に懸念が残り、CDS やソブリン・スプレッドは、先述の5カ国共同声明が発表されるまで、ともに悪化した。

④ 2011年からの各国の緊縮策

ユーロ圏各国の財政緊縮は2011年から本格化

このように、ユーロ圏各国で実施される財政緊縮策は具体化しつつあり、2011年から本格的に実施される。ユーロ圏全体のGDPへのマイナスインパクトは2010年の▲0.3%の後、11年に▲0.8%、12年に▲0.6%になる概算（第2表）。財政緊縮には、ドイツなどの主要国も含め、ユーロ圏全体で取り組んでおり、ユーロの信認回復を目指している。

第2表：ユーロ圏各国の財政緊縮策の概要

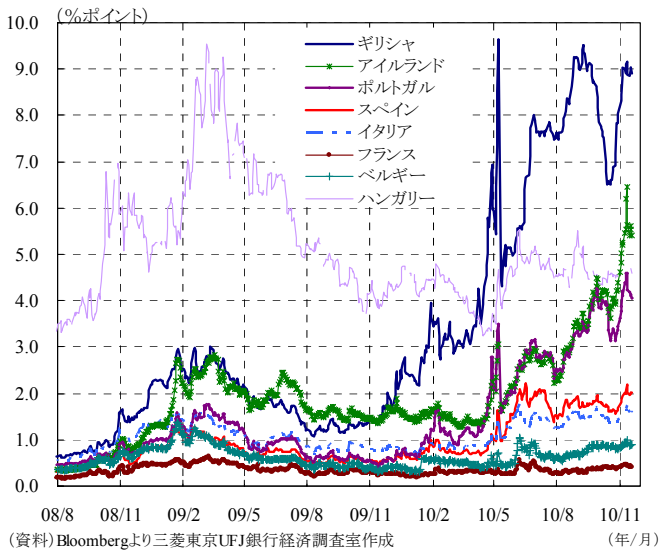
国	規模	内訳(概算)			目標(財政赤字の対GDP比)/主な削減策
		GDP比			
		2010年	2011年	(2012年)	
ドイツ	4年間で約800億ユーロ	-	110億	190億	目標:2013年までに3%以下 ・減税公約の撤回 ・失業者向け手当の削減 ・低所得者向けの支援見直し ・子育て支援の見直し ・企業向け補助金の撤廃 ・国防費の削減
フランス	2年間で400億ユーロ	-	200億	200億	目標:2013年までに3.0% ・年金受給開始年齢の引き上げ ・補助金や社会保障費のカット ・政府保有の土地・建物の売却
イタリア	2年間で約250億ユーロ	-	125億	125億	目標:2012年までに2.7% ・地方、県、市の安定成長協定遵守や合理化 ・公務員給与の自動増加分を4年間凍結 ・年金受給開始年齢の引き上げ
スペイン	2年間で約150億ユーロ	75億	75億		目標:2011年までに6.0% ・VAT引き上げ ・年金引き上げの凍結 ・公共投資費削減 ・誕生税金の廃止
ギリシャ	4年間で約250億ユーロ	58億	91.5億	55.8億	目標:2014年までに2.6% ・VATを21%→23%(標準税率)10%→11%(軽減税率)へ引き上げ ・給与支払いにおいて13・14ヵ月目のボーナス削減 ・年金受給額の実質引き下げ ・公共投資削減 ・違法ビルに対する課税
ポルトガル	2011年までは約80億ユーロ	20億	60億		目標:2011年までに4.6% ・VAT、所得税、収益税の引き上げ ・シニア公務員、政治家の給与5%削減
アイルランド	2014年までに150億ユーロ	40億	60億	30-40億	目標:2014年までに2.9% ・公務員給与引き下げ ・増税
GDPへのマイナスインパクト		▲0.3%	▲0.8%	▲0.6%	

(注) フランス、イタリア、スペインは各年の緊縮規模が一定と仮定。
(資料) 各国財務省資料、報道ベースより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

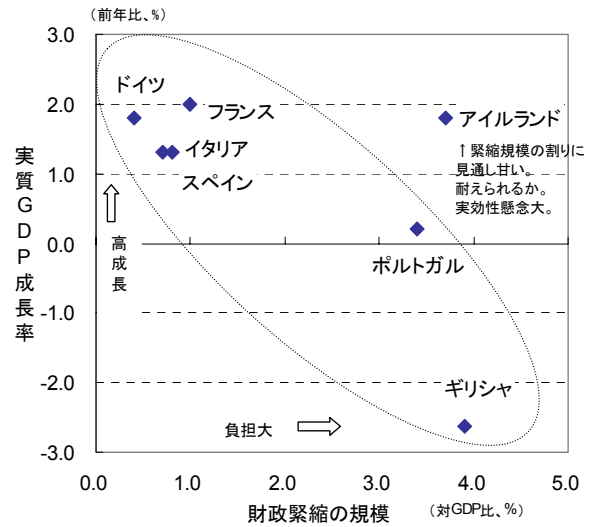
アイルランドの財政緊縮策は楽観的

国別の緊縮策の規模と成長見通しを比べると、ドイツやフランスなどは、緊縮策の規模は大きいものの、GDP 対比でみた負担が小さいため、各国政府は引き続き相対的に高成長を見込んでいるのに対し、ギリシャやポルトガルは GDP 対比でみた負担が大きい分、低成長を余儀なくされるとみている。そうしたなか、アイルランドは規模も GDP 対比での負担も大きいにも関わらず、政府はドイツ並みの成長率を見込んでおり、楽観的と言わざるをえない（第20図）。実際の成長率は想定より低くなる可能性が高く、緊縮策に耐えられるのか、その実効性に対する懸念が増している。その点、スペインの計画は経済成長率との対比で概ね妥当と評価できる。さらに、成長率が予想より下ぶれたとしても、追加の削減措置を導入する余力があるとみられる。

第 19 図：周縁国の対独ソブリンスプレッド



第 20 図：財政緊縮規模と各国政府の成長率見通し (2011 年)



各国の支持率低下による政治不安はリスク要因

各国の財政緊縮策は、公務員給与の凍結や年金の受給開始年齢の引き上げなど、国民が直接負担を負う内容となっている。国民は反発し、フランスなどの主要国も含めて、各国でストライキが相次いでいる。また、ギリシャ支援や財政緊縮策への不満から、与党ないしは大統領・首相に対する国民の支持率の低下が続いている（第 3 表）。多くの国で支持率は就任以来最低水準となっており、今後、必要な経済構造改革に踏み切れないリスクも残る。

第 3 表：ユーロ圏各国の世論調査

国	調査結果
ギリシャ	回答者の67%近くが与党に否定的な意見。 8月31日時点では不支持率は57%
アイルランド	与党への支持率は18% (前回比6%pt低下)。 最大野党への支持率は32% (前回比1%pt上昇)。
ポルトガル	与党への支持率は約26%。 最大野党への支持率は約40%。
スペイン	サパテロ首相の不支持率は約84%。
イタリア	首相支持率は約37%、就任以来最低。
ドイツ	メルケル首相への支持率は約48%。ギリシャ支援後急落。 首相就任時の支持率は約70%。
フランス	サルコジ大統領の支持率は約25%、就任以来最低。 ゼネストに対する支持率は約70%。

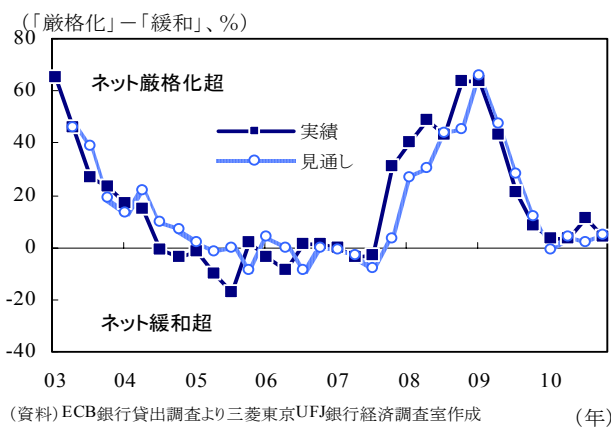
(資料) 報道ベースより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 銀行セクターの状況

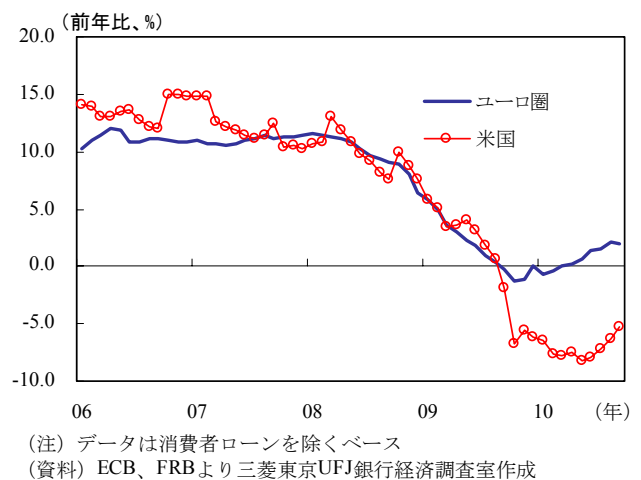
銀行貸出はある程度正常化

欧州の銀行の貸出状況は、回復力は鈍いものの、ある程度正常化しつつある。欧州中央銀行（ECB）が10月末に発表した欧州の銀行貸出調査によると、企業向け融資基準の厳格化傾向は前回より弱まった（第21図）。①前回はギリシャ危機の発生で一時的に上昇したが、その状況が緩和したこと、②資金調達へのアクセス改善と流動性ポジションの改善等が背景と考えられる。アイルランドなど、状況が深刻な国はあるものの、ユーロ圏全体としては、米国に先行して回復していると言えよう（第22図）。

第21図：ユーロ圏／銀行貸出基準（実績と見通し）



第22図：民間向け銀行貸出の欧米比較



(6) 物価と金融政策

物価はECBの目標圏内で安定推移

ユーロ圏の10月の消費者物価上昇率は前年比1.9%と、エネルギー価格の上昇を主因に、前月から加速した。ただし、エネルギーや食品を除くコアインフレ率は、1%近辺の水準で安定している。今後の総合インフレ率も、ECBの掲げる「2%を超えず2%に近い(1.7%~1.9%)」水準で安定した推移が続くと見込まれる。

政策金利は18ヵ月連続で据え置き

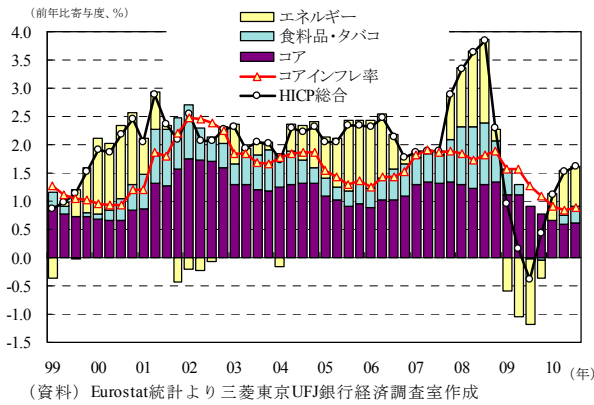
ECBは11月の定例理事会で、「現在の政策金利は引き続き適切」として18ヵ月連続で過去最低の1.0%に据え置く決定をした。10月は日本銀行、11月3日には米国連邦準備制度理事会（FRB）が追加の金融緩和を実施したなか、ECBでは追加緩和に転じる姿勢をみせていない。トリシェ総裁が「非標準的政策を全て解除する前に金利の変更も可能」と発言するなど、むしろタカ派な見解が目立つ。また、2011年10月末にトリシェ総裁の8年の任期は終了し、後任にはさらにタカ派な人材も候補にあがっている。

こうした強気な姿勢の背景には、先述のユーロ圏全体での貸出回復などがあるものとみられる。このため、日本や米国と比べて早期な利上げの可能性は残るものの、①今後も欧州では周縁国のソブリン問題が燻り続けること、②2011年には財政緊縮の影響により一旦成長減速が見込まれるこ

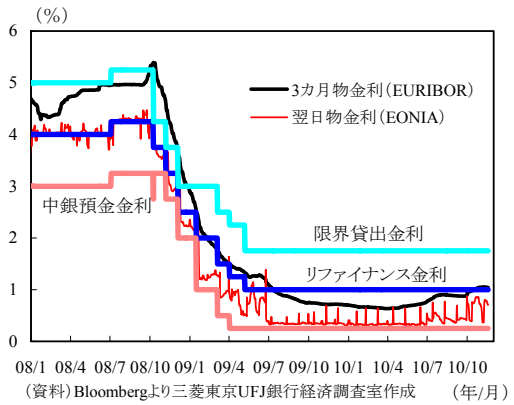
利上げは2012年以降の見込み

と、③FRBより早いタイミングでの利上げはユーロ高圧力が掛かること、などをふまえると、政策金利は2011年内も現在の1%に据え置かれ、利上げは2012年以降になる見通しである。

第23図：ユーロ圏／民間向け銀行貸出



第24図：政策金利



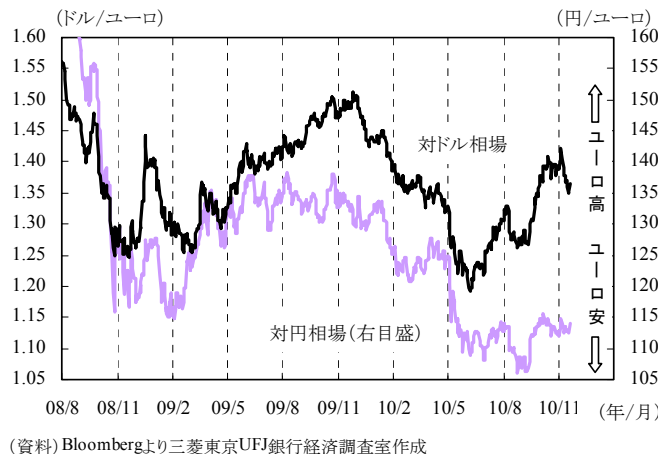
(7) ユーロ為替相場

ユーロは米国QE2に伴い急上昇後、ソブリン問題再燃から反落

先行き弱含みで推移する公算

ユーロの対ドル相場はソブリン問題緊迫時のユーロ安から反発し、11月上旬までは急速にユーロ高が進行した。一時的に小康状態にあった欧州ソブリン問題に加え、米国の追加緩和(QE2)を見込んだドル売りが背景となり1ドル=1.40台と、約9ヵ月ぶりの水準に上昇した。その後、米国QE2後の材料出尽くし感による米国金利の急上昇や、周縁国のソブリン問題の再燃から、ユーロ相場は急落し、1ドル=1.35ドル近辺まで戻した。今後は、米国量的緩和の追加期待が高まるなどでユーロ高となる場面もあろうが、来年半ばにかけて①ソブリン問題に焦点があたり続けること、②欧州では財政緊縮によるマインドの下押し、③米国の景気回復、などのユーロ安材料が意識されることもあり、ユーロは基本的に弱含みで推移する公算が大きい。

第25図：ユーロ為替相場の推移



(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状

第3四半期の成長率は前期比0.8%

建設業が高い伸び

英国の第3四半期の実質GDP成長率は、前期比0.8%と前期の同1.2%から減速したものの、市場予測の同0.4%を大きく上回るものとなった(第26図)。需要項目別の内訳が公表されていないため、詳細は不明だが、産業別では建設業が前期比+4.0%と高い伸びを示したことから、建設投資を含む総固定資本形成が伸びたほか、個人消費も底堅く推移したとみられる。ただし、このまま建設業の高い伸びが続くことはないとみられる。確かに、2012年のロンドンオリンピックに向けた公共事業が増加している面もあろうが、足元の建設業の高い伸びは前労働党政権時代の経済対策の効果が時間差で出てきていることも影響しているからである。そのため、実質GDP成長率は第4四半期以降、鈍化していくであろう。

①家計部門

10月の失業率は前月比横ばい

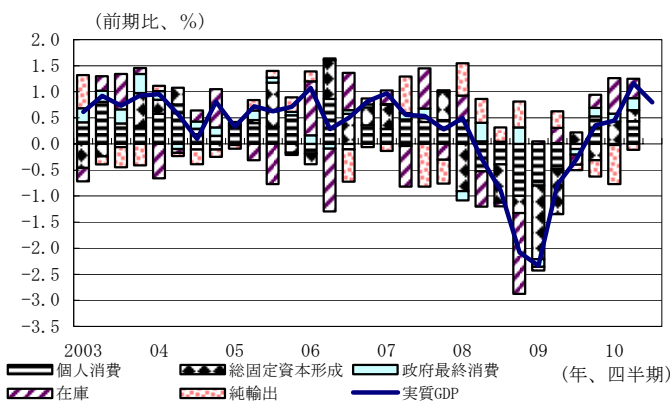
消費者信頼感指数は悪化傾向

実質小売売上は減速

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10月に4.5%と5ヵ月連続で同水準にとどまった(第27図)。また、失業保険申請者数も横ばい傾向がみられてきている。年初から続いていた雇用情勢の改善傾向に歯止めがかかったといえよう。消費者マインドについては、悪化傾向が続いている。10月の消費者信頼感指数は前月より0.6ポイント上昇したものの、それまでの低下傾向を払拭するものではない(第28図)。失業率の動向にみられるように失業に対する不安が増す傾向に変わりはなく、消費者マインドを悪化させている。

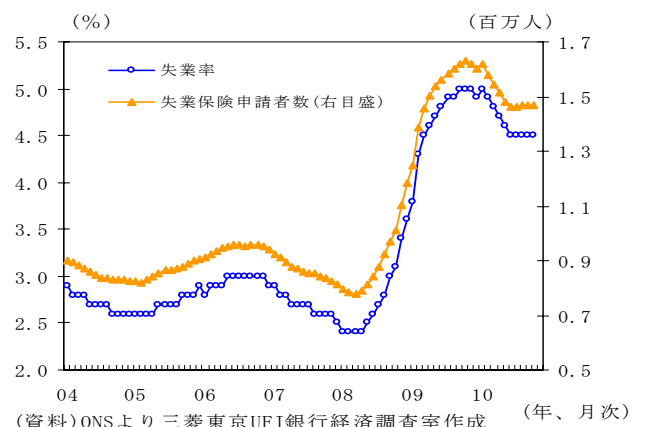
実質小売売上をみても、10月は前年比▲0.1%減少した(第29図)。確かに食料品の値上げの影響で食料品販売が減少したことや天候不順による衣類売上の減速が主因だが、景気および雇用の先行きに対する不安感も個人消費を抑制していると考えられる。

第26図：実質GDP成長率（前期比）



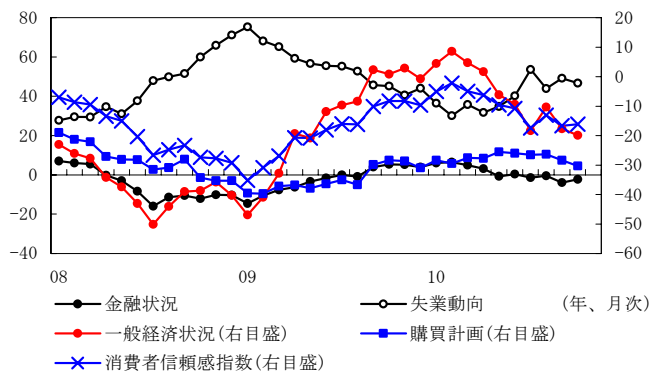
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：失業率の動向

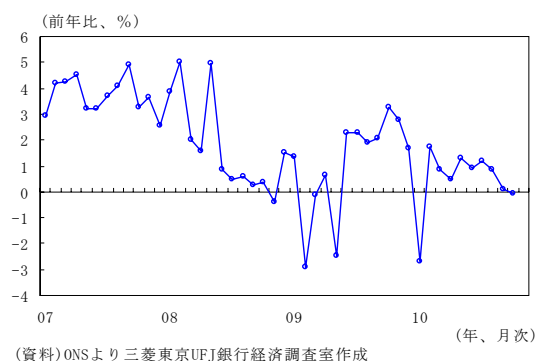


(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

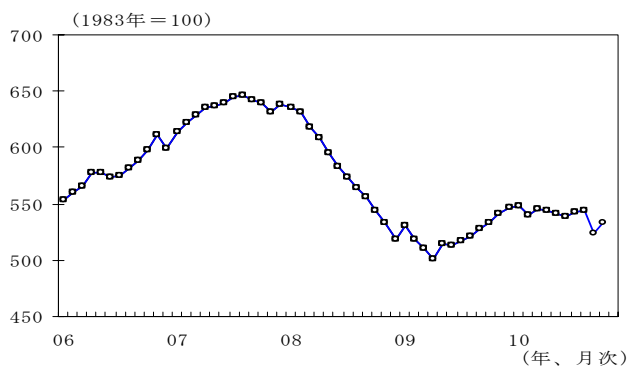
第 28 図：消費者信頼感指数



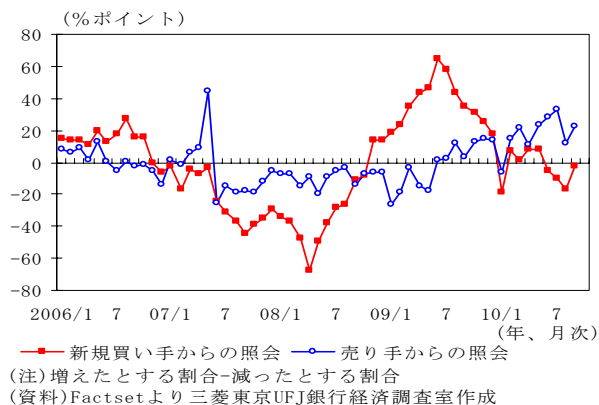
第 29 図：実質小売売上



第 30 図：ハリファックス住宅価格指数



第 31 図：住宅の需給動向



住宅価格は 9 月に大きく低下

2009 年の住宅価格上昇は需要の増加

足元は、供給増加で住宅価格は下落

住宅価格は 10 月に前月比+1.8%と上昇に転じたが、9 月の落ち込みを戻せず、横ばい圏内にある（第 30 図）。この背景には需要が弱くなっていることがあげられる。そもそも昨年半ば頃からの住宅価格は上昇し始めたが、それは、住宅価格がピークから 20%程度下落した時点で、値ごろ感の出てきた物件に対し、需要が出てきたことによるものであった。

住宅の新規買い手及び売り手からの照会件数の動向をみると、2008 年末頃から、新規買い手からの照会が増えたとする割合が上昇し始め、需要側に動きの出てきたことがわかる（第 31 図）。一方、売り手からの照会については、ほとんど動きがない。こうした中、2009 年 4 月を底に住宅価格は上昇に転じた。

2009 年後半から、売り手からの照会が増えたとする割合が上昇し始め、供給サイドにも動きが出てきたことがわかる。一方、新規買い手からの照会、増えたとする割合が低下し始め、足元では、減ったとする割合の方が大きくなっている。その結果、住宅価格は横ばい圏内の動きから 9 月には大きく下落した。供給の増加が価格の低下につながったわけである。

住宅価格については、需要サイドの動きが弱いこともあり、当面、弱含みで推移するとみられる。

②企業部門の動向

景況感は悪化傾向

英国企業の景況感は悪化傾向にある。購買担当者指数は、製造業は5月、サービス業は2月をピークに低下傾向にある（第32図）。ただし、サービス業は9月に、製造業は10月にやや上昇したが、いずれもトレンドが変わるほどのものではない。確かに、水準は50以上であり、業況の拡大を示しているが、先行きについては注視する必要がある。

生産は緩やかな回復傾向

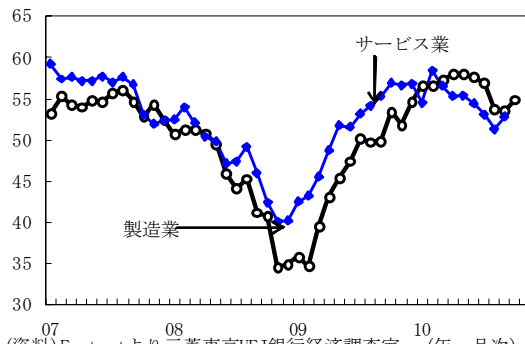
鉱工業生産は、9月には前月比+0.3%と3ヵ月連続して前年水準を上回り、緩やかな回復が続いている（第33図）。しかし、2008年秋の金融危機以前と比べて、水準的にはまだ8%低い。その結果、設備稼働率の水準も底を打っているとはいえ、7-9月期で78.7%と80%を下回る状況にあり、設備投資が盛り上がる環境にはない（第34図）。

③銀行貸出の動向

銀行の貸出姿勢は緩和気味

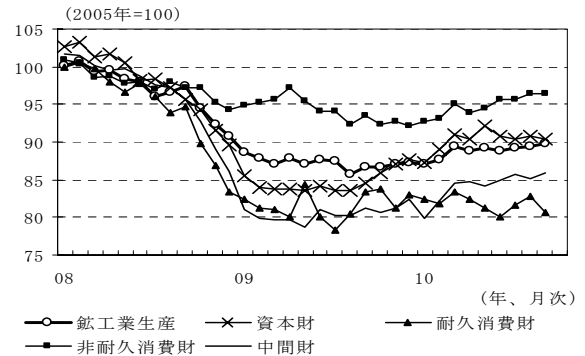
銀行の貸出姿勢は引き続き緩和気味であるが、足元、緩和度合いは弱まりつつある。イングランド銀行（BOE）による9月の貸出状況調査によれば、個人及び小企業向け担保付や大企業及び中堅企業向けの貸出姿勢は6月調査からほぼ横ばい推移となったほか、担保無の個人向け貸出姿勢はやや緩和している（第35図）。

第32図：購買担当者指数



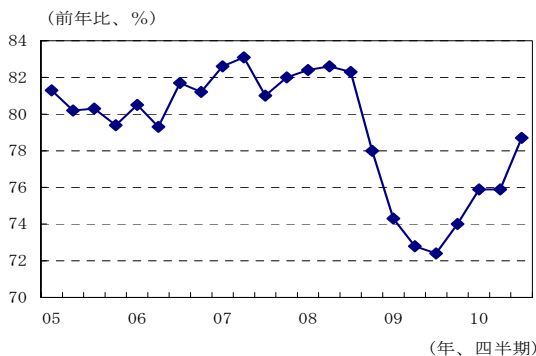
(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第33図：鉱工業生産



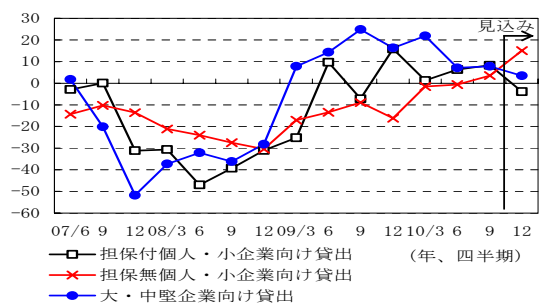
(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第34図：設備稼働率



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第35図：銀行の貸出姿勢



(注) DI値。値が大きいくほど、貸出姿勢が緩い
(資料) BOE「Credit Condition Survey」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

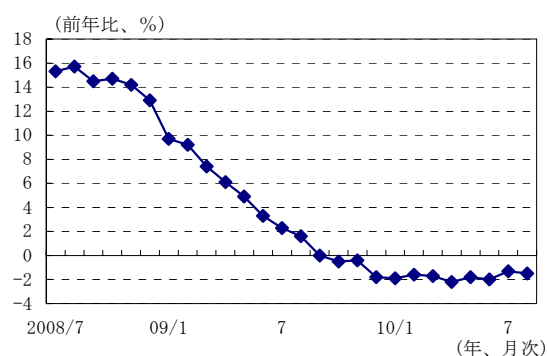
中小企業向け貸出 は低迷

一方で、銀行の中小企業向け貸出は低迷している。2009年10月以降、前年水準を下回る状況が続いており、直近8月でも前年比▲1.5%であった（第36図）。しかし、申し込んだ金額に対し、実際にはどの程度承認されたかを示す承認率をみると、売上高1百万ポンド未満の小企業については、2008年秋のグローバル金融危機以前の水準を上回っているほか、売上高1百万～2,500万ポンドの中企業についてもグローバル金融危機前の水準まで戻している（第37図）。

資金需要の弱さが 主因

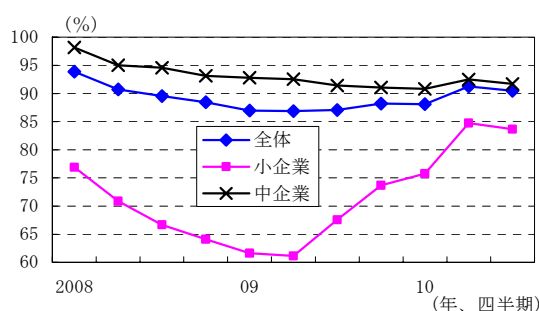
こうしてみると、中小企業向け貸出の不振は、中小企業側の資金需要の弱さに主な原因があるとみられる。イングランド銀行(BOE)の調査でも、景気の先行き不透明感、政府の歳出削減の動きなどから、中小企業は借換を除く新規の資金調達には消極的であるとされている。

第36図：中小企業向け貸出残高の動向



(注) 中小企業は売上高2,500万ポンド未満の企業
(資料) BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第37図：中小企業向け貸出の承認率



(注) 1. 申し込み金額に対し、実際に承認された金額の割合
2. 小企業は売上高百万ポンド未満、中企業は売上高は百万ポンド以上2,500万ポンド未満
(資料) BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 緊縮財政の影響

英国政府は裁量的 歳出を削減

英国政府は10月20日に中期歳出計画を発表した。通常、中期歳出計画は3カ年であるが、今回は2014年度までの4カ年にわたるものとなっている。これは、今回の中期歳出計画が6月の緊急予算で発表された財政赤字削減見通しに沿った歳出予算となっており、その財政赤字削減見通しでは2014年対GDP比が3%を下回ることになっているからである。

中期歳出計画では、主に裁量的経費の削減が図られている。義務的経費は主に年金や国債の利払費等で、政府の裁量で管理できるものではない。そのため、今回の中期歳出計画でも2010～2014年度にかけて、年金支給や国債利払費の増加等により16%増加することになる（第4表）。一方、裁量的経費は、年金受給資格年齢を2020年までに現状の65歳から66歳へ引き上げることや、今後4年間で公務員を49万人削減することなどにより、2010～2014年度にかけて1.4%削減されることになっている。ただし、医療、教育、国防、インフラ投資については、国民生活への影響等を考慮し、大幅な削減を避けるとしており、これらの項目を除いたベースでは、裁量

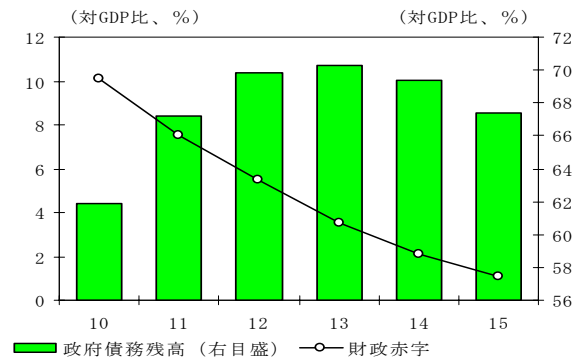
第4表：中期歳出計画

(単位：億ポンド、%)

	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度	10-14年度伸び率
歳出総額(TME)	6,968	7,018	7,130	7,242	7,398	6.2
裁量的経費(DEL)	3,943	3,868	3,868	3,888	3,889	▲1.4
義務的経費(AME)	3,024	3,151	3,262	3,355	3,509	16.0

(資料) 英国財務省「Spending Review 2010」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第38図：財政収支・政府債務残高



(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

実質的に裁量的経費は8.8%削減

的経費は8.8%削減されることになっている。

一方、歳入面では、来年1月より付加価値税率が現状の17.5%から、20.0%へ引き上げられるほか、銀行課税の実施、キャピタルゲイン課税の税率引き上げなどが始まる。それらの施策の効果で、財政赤字の対GDP比は2010年度の11.0%から2015年度には1.1%へ、政府債務残高の対GDP比は、2013年度末に70.3%に達した後、2015年度末には67.4%まで低下する見通しとなっている(第38図)。

景気の下押し圧力は免れず

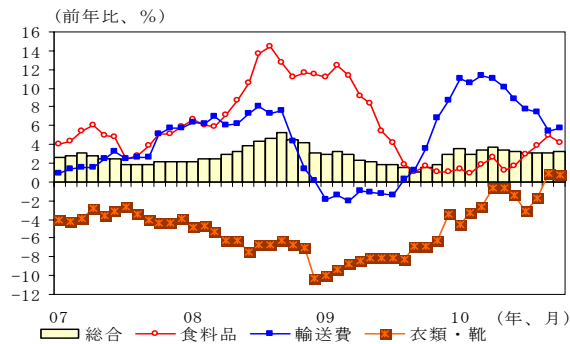
実体経済に与える影響については、政府は2011年度の実質GDP成長率を、0.3%ポイント押し下げるとしているものの、2012年度以降はこうした施策をとらない場合と比べて、成長率は同じか、若干上回るとしている。しかし、実際には、財政支出削減の直接的な影響のほかに、既に中小企業の借入姿勢に影響を与えているほか、消費者心理に与える影響も相当程度見込まれ、景気の下押し圧力となることは免れないであろう。

(3) インフレ率及び金融政策の動向

10月のインフレ率は前年比3.2%

10月の消費者物価上昇率は前年比3.2%と、大方の予想を上回り前月から0.1%ポイント加速した(第39図)。ガソリンやディーゼルなどの燃料価格が上昇したことが主因である。先行きについては、ロシアでの旱魃による小麦価格の上昇が食料品価格に反映される可能性、アジアでの洪水被害により綿の価格が高騰し、衣類価格が上げられる可能性もある。さらには、来年初めには付加価値税率引き上げの影響もあり、インフレ率は当面高い水準で推移することが予想される。

第 39 図：消費者物価上昇率



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

11月のMPCでは、現在の金融政策を維持。

11月4日のBOEにおける金融政策委員会(MPC)では、現状の金融政策が維持され、前日のFRBによる追加緩和に追随することはなかった。インフレ率は、BOEがターゲットとする2%を上回っているうえ、第3四半期の実質GDP成長率が高かった一方、企業の景況感や消費者心理に現れているように、景気の先行き不透明感も強かったためと考えられる。

(4) 今後の見通し

実質GDP成長率は2010年1.7%、2011年1.5%の見込み。

第3四半期の実質GDP成長率は前期比0.8%と高い伸びを示したが、建設投資の高い伸びが牽引したことや足元の景気状況を踏まえると、第4四半期の減速は免れない。その結果、2010年の実質GDP成長率は、前年比1.7%となる。

2011年については、財政緊縮策の影響が本格化することなどから、国内需要の回復も限定的なものにとどまる。実質GDP成長率は前年比1.5%と緩やかな回復にとどまるであろう。

金融政策については、2011年以降、財政緊縮等によるデフレ圧力の拡大が鮮明になってくれば、さらなる量的緩和も視野に入ってくるであろう。政策金利については、2011年末まで現在の水準が維持されるものとみられる。

(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	1.5	1.1	0.3	1.5	1.4	▲ 784	▲ 110	▲ 12
ドイツ	3,353	▲ 4.9	3.3	1.8	0.2	1.1	1.0	1,633	1,922	1,830
フランス	2,676	▲ 2.2	1.5	1.4	0.1	1.6	1.5	▲ 513	▲ 485	▲ 463
イタリア	2,118	▲ 4.8	0.9	0.8	0.8	1.6	1.4	▲ 672	▲ 585	▲ 511
英国	2,184	▲ 5.0	1.7	1.5	2.2	3.1	2.7	▲ 276	▲ 458	▲ 429

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	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	2.3	1.9	▲ 3.6	4.9	4.4
実質GDP	▲ 4.0	1.5	1.1	▲ 5.0	1.7	1.5
<内需寄与度>	▲ 3.3	1.0	▲ 0.5	▲ 5.7	2.9	1.9
<外需寄与度>	▲ 0.8	0.5	1.6	0.7	▲ 1.2	▲ 0.4
個人消費	▲ 1.0	0.2	▲ 0.9	▲ 3.3	1.1	1.6
政府消費	2.3	0.7	▲ 1.0	1.0	2.3	1.3
総固定資本形成	▲ 10.8	▲ 0.6	1.5	▲ 15.1	2.5	2.1
在庫投資	▲ 426	277	267	▲ 143	15	50
純輸出	552	911	2,056	▲ 299	▲ 454	▲ 509

- (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）。