

内外経済の見通し

世界経済見通し概観

海外経済は、欧米は急減速から低成長へ、アジアは堅調持続と、対照的な動き、
日本経済は、復旧・復興需要を背景に、持ち直しの動きが加速

日 本

日本経済は多くの下振れリスクを抱えつつ、持ち直しの動きを強めていく見通し

米 国

年後半も低成長継続、来年も回復ペースは緩やかに

西 欧

ユーロ圏は足元で急減速、英国は来年にかけて低成長が続く

ア ジ ア

世界経済の減速懸念が広がるも、内需主導で堅調持続

オーストラリア

年内の景気回復ペースは緩やか、RBA は世界経済の下振れリスクを警戒

原油価格

先進国景気減速を背景に、原油価格は軟調推移の見込み

**海外経済は、欧米は急減速から低成長へ、アジアは堅調持続と、対照的な動き、
日本経済は、復旧・復興需要を背景に、持ち直しの動きが加速**

欧米経済は、一連の欧米債務問題とそれに伴う金融市場の激震を背景に、急速に減速感を強めている。とりわけ、企業・家計のマインドの悪化は深刻で、既に後退局面入りを示唆する水準まで下落した指標も散見される状況である。先行きへの展望も暗い。米国では、年初来の減速の過程でも何とか底堅さを残してきた雇用に増勢鈍化が見込まれる状況で、財政政策が今後手足を縛られる環境下、回復の牽引役が見当たらない。また、欧州諸国は、ソブリン問題を契機に今後大規模な財政緊縮に取り組まなければならない、数年にわたり、その景気下押し圧力が回復の足枷となり続けることとなる。

一方、アジア経済は、堅調な成長ペースを維持することが見込まれる。欧米景気の低調を受けて成長の牽引役の一つである欧米向け輸出は増勢鈍化を余儀なくされるものの、もう一つの牽引役であるアジア内需がインフレの沈静化も手伝い堅調な伸びを維持すると予想されるからである。アジア内需堅調を支える最大の要因は中国の高成長持続である。中国は、2012 年秋に政権交代を控え、成長志向を強めることが予想され、今年スタートした第 12 次 5 カ年計画で打ち出された 7 大戦略的新興産業を中心に積極的な投資が成長を牽引することが見込まれる。また、アジア諸国は、欧米とは対照的に、金融・財政の政策余地が大きいことも、成長維持に大きな意味を持つと考えられる。

こうしたなか、わが国経済は、震災の落ち込みから着実に持ち直しつつあり、月次統計の中には、既に震災前の 2 月の水準を回復したものも出始めている。毀損したサプライチェーンの復旧が震災直後の予測を上回るペースで進捗したことは、こうした持ち直しの動きを支えるひとつの大きな要因となった。

今後の展望についても、官民の復旧・復興需要が景気回復を牽引するとの基本シナリオを見直す必要はなさそうだ。ただ、一方で、ここ数カ月間に、①冒頭述べた欧米経済の減速と円高の急進、②電力制約問題の拡大、③公的な復旧・復興対応の遅延、といった懸念材料が新たに発生・顕著化している点には注意が必要である。以下の章で詳述するとおり、わが国経済はこうした多くのリスクを抱えつつも持ち直しの動きを強めると予測するが、これらリスクは、経済に与えるネガティブ・インパクトの強さが甚大なものばかりであり、特別な注意を払ってチェックしていくことが必要である。

(経済調査室長 松宮 基夫)

I. 日本

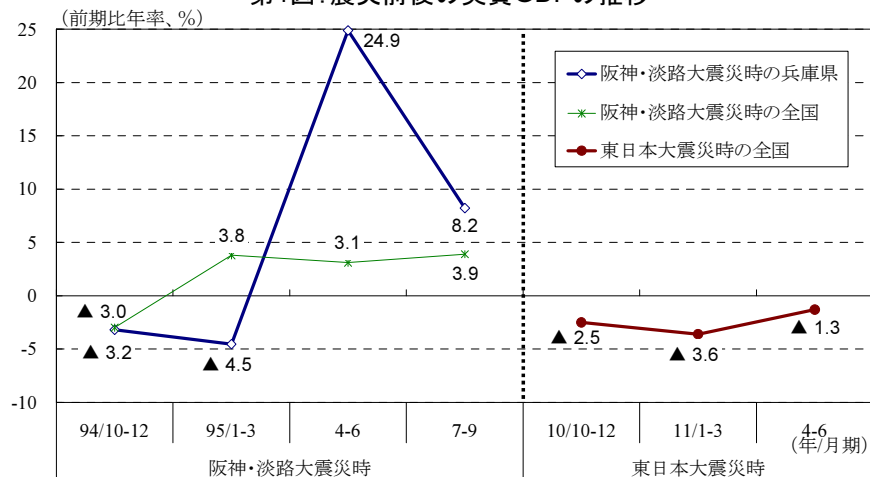
～日本経済は多くの下振れリスクを抱えつつ、持ち直しの動きを強めていく見通し～

1. 景気の現状

4-6 月期は3 四半期
続けてのマイナス
成長に終わったが

東日本大震災の発生に伴う日本経済各所への悪影響が強く懸念される中でスタートした4-6 月期。今週 15 日に発表された同期の実質 GDP は、前期比年率▲1.3%の減少となった（第1 図）。これで、マイナス成長は昨年 10-12 月期（同▲2.5%）と今年 1-3 月期（同▲3.6%）に続いて3 四半期連続。振り返ると、阪神・淡路大震災時の兵庫では、県内の実質 GDP が震災発生時の 95 年 1-3 月期こそ同▲4.5%と落ち込んだものの、翌 4-6 月期には同+24.9%、7-9 月期にも同+8.2%と急反発を示していた（全国ベースでみれば、1-3 月期も同+3.8%とプラス成長）。今震災のもたらしたショックの大きさ、深さが改めて確認されたところである。

第1図：震災前後の実質GDPの推移

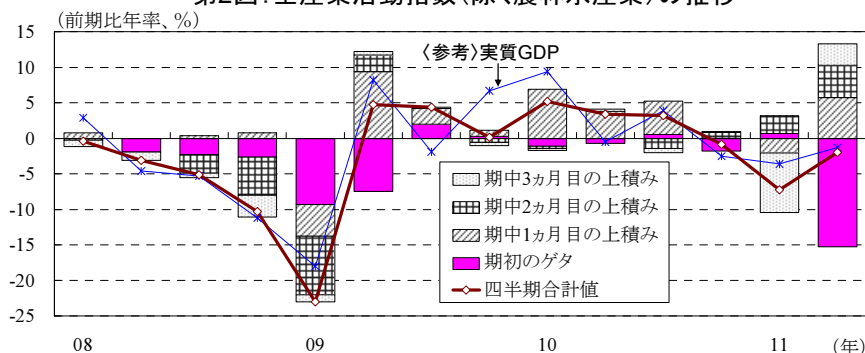


(資料) 兵庫県、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

期中の動きは総じ
て持ち直し方向

もつとも、4-6 月期中の流れは全般に上向き。前述した同期のマイナス成長も、月ごとに切り分けると、震災発生直後の 3 月の落ち込みが大きく、四半期のスタート地点（期初のゲタ）が過度に下がっていたことに起因していると言える。一方、期中では、3 月の落ち込み分を取り戻すには至らなかったものの、ポジティブな動きが優勢。例えば、実質 GDP の概念と近い全産業活動指数（農林水産業を除く）は、3 月に前月比▲6.4%もの急低下を示した後、4 月に同+1.7%、5 月に同+1.8%、6 月には同+2.3%と期中すべての月で上昇している（第2 図）。

第2図：全産業活動指数(除く農林水産業)の推移

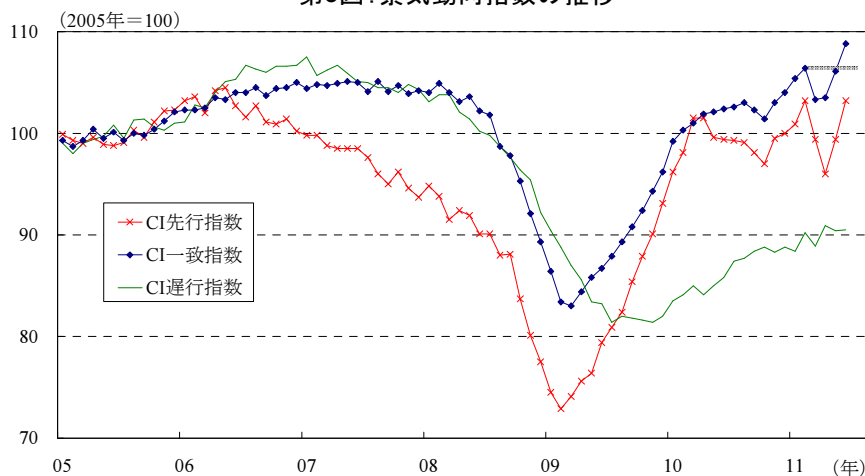


(注)1.『期初のゲタ』は、前期最終月の指数水準が続いた場合の四半期変化率。
 2.『期中1ヵ月目の上積み』は、「以降2ヵ月の水準が1ヵ月目から不変(前月比横這い)とした場合の四半期変化率」から『期初のゲタ』を引いたもの。
 3.『期中2ヵ月目の上積み』は、「3ヵ月目の水準が2ヵ月目から不変とした場合の四半期変化率」から『期初のゲタ』と『期中1ヵ月目の上積み』を引いたもの。『期中3ヵ月目の上積み』も、同様の形で算出。
 (資料)経済産業省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

月次の経済指標は
 軒並み改善、水準的
 に震災前を上回る
 ものも

また、他の月次経済指標を眺めても、多くが改善方向にあり、且つ、震災前の2月の水準を回復したのも少なからず散見される。一例を挙げると、景気に敏感な各種の月次指標の動きを合成した景気動向指数中のCI一致指数。直近6月には、鉱工業生産などを中心に3ヵ月続けての上昇を確保し(4月が前月比+0.2ポイント、5月が同+2.6ポイント、6月が同+2.7ポイント)、2月対比では+2.4ポイントと震災前の水準を超えてきた(第3図)。震災ショックからの脱却、持ち直しは着実に進んでいるとみてよいだろう。

第3図：景気動向指数の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の景気見通し

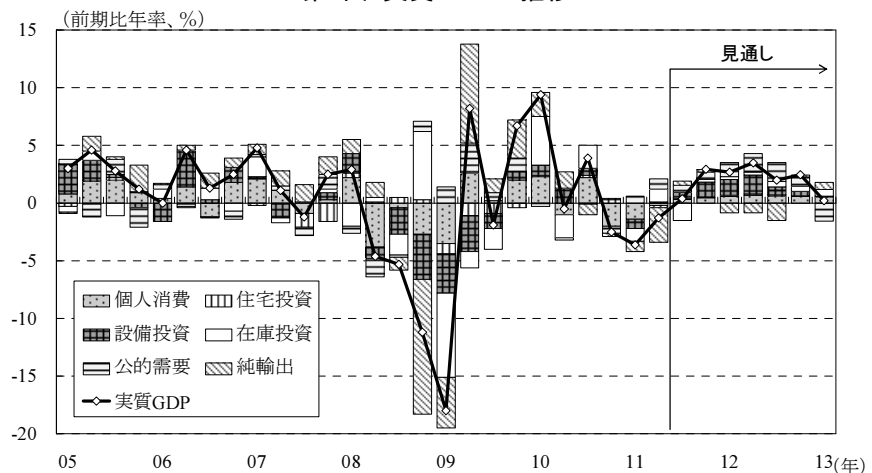
<概要>

今後も持ち直しの動きが継続し、景気回復の勢いが強まっていく展開に

先行きを展望すると、4-6月期の延長線上で経済基盤の回復が徐々に進展し、景気の増勢も次第に明瞭となってくる公算が高そうだ。牽引力の一つは、震災で毀損した資本ストック（民間企業設備、住宅、社会資本）に係る復旧・復興需要である。今回の震災では、被害が甚大であった分だけ（資本ストックの毀損額は岩手、宮城、福島県を中心とした13道県の合計で約20兆円と推計）、潜在的な復旧・復興需要も大きいと推測される。海外経済の急失速・後退や更なる円高の回避、政府による着実な震災対応施策の実行を前提とすれば、年後半以降、復旧・復興活動の本格化を起点とした国内需要・生産の増伸、および、それに合わせた輸出の拡大が見込まれ、景気回復の裾野が広がり、日本経済全体の勢いが強まっていく姿を描き得る。

四半期ごとの実質GDP成長率で言えば、7-9月期に小幅ながらプラス転化し、来年2012年前半まで高めそのまま推移すると予想される（第4図）。年度ベースでは、今年度に前年度比▲0.5%とマイナスに沈んだ後、12年度には同+2.5%と反発する見通しだ。

第4図：実質GDPの推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

リスクは下振れの方向に偏在

同時に、足元にかけては、電力問題の拡大、海外経済の減速と円高の急進行、政局の混乱と公的な復旧・復興対応の遅延などが顕著化している。結果として、年後半以降の景気回復ペースは、以前にみていたところよりも弱めとなった。その上でなお、そうした火種は消えておらず、このいずれもが景気回復力をさらに削ぎ落とす危険性を秘めたまま。具体的には、輸出の回復を阻害しかねない海外経済の急失速・後退と更なる円高の進行、復旧・復興需要の本格化の足枷となるような一段の政局混迷と公的対応の遅れが懸念材料。日本経済の下振れリスクには、引き続き注意が必要である。

電力供給制約は残るが、経済活動への顕著な弊害は回避

また、電力問題に関して言えば、現在の情勢では来春に全ての原発（計54基）が止まる可能性もあり、今後の電力需給が一段と厳しくなることは必至である。政府エネルギー・環境会議によると、定期検査を終えた原発が全く再稼働できない等の想定下、供給力は電力9社の合計で今冬に最大需要比▲113万キロワット（供給予備率▲0.7%）、来夏には同▲1,656万キロワット（同▲9.2%）のマイナスに陥る見通し（7月29日公表、第1表）。安定供給のために必要とされる供給予備率（通常で8%以上）も勘案するなら、今夏に東北・東京電力の管内で実施中の電力使用制限（契約電力500キロワット以上の大口需要家を対象に昨夏ピーク比▲15%）が、今冬には▲10%、来夏には▲20%程度の規模で全国的に課される公算が高いことになる。「電力の供給制約が、夏冬の需要期を中心にかかり続ける」とは、もはや懸念材料ではなく、暫くは前提条件として受け止めざるを得ない状況だ。しかしながら、幸いにも、今夏の実績をみると、電力使用制限令は、需要のピーク抑制（東北、東京電力管内の電力需要の日中最大値は、7月入り後の平均でともに昨年比▲16%ほど低減）と日中・曜日間での平準化に効果を発揮。加えて、企業の電力使用制限・節電対応努力も奏功し、生産・経済活動への悪影響は最小限に止まっている模様である。今冬、来夏についても、今年夏並みの制約レベルであれば、政策対応・企業努力によって何とか切り抜け得るものと期待したい。

第1表: 電力9社の電力需給見通し(7月29日の政府公表値)

	今夏	今冬	来夏
供給余力			
②-①	▲ 483	▲ 113	▲ 1,656
(②-①)÷①(%)	▲ 2.7	▲ 0.7	▲ 9.2
①最大需要	17,954	15,811	17,954
②供給力	17,471	15,698	16,297
原子力	1,176	409	0
火力	12,931	12,685	13,200
自家発電	285	206	164
水力	1,287	1,024	1,296
揚水	2,086	1,593	1,804
地熱等	35	43	47
融通等	▲ 44	▲ 57	▲ 49

(注)1. 北海道・東北・東京・北陸・中部・関西・中国・四国・九州電力9社の管内合計値。
 2. 『最大需要』は、『今夏』の東北・東京電力管内が昨夏ピーク(1日最大値)ベース、他7社管内が昨夏ピーク実績または各社の今夏ピーク見通しのいずれか高い方。『今冬』と『来夏』についても、同様。
 3. 『供給力』は、7月27日時点の見通し。うち、『原子力』は定期検査後の原発が再稼働しないと想定。『揚水』は夜間電力によって水を汲み上げられる能力等を踏まえたもの。
 (資料) 政府エネルギー・環境会議資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

物価見通しは変わらず、デフレ基調が継続

物価面でも、消費者物価の前年比マイナス幅が大きく縮小するなど、4-6月期には一定の動意がみられた。ただ、エネルギー関連価格の上昇や、昨年4月にスタートした高校授業料の実質無償化に伴う押し下げ効果の剥落といった一時的要因によるブレが中心であり、基調的な変化とは言い難い。実際、こうした一連の上振れ分を除けば、物価の下落幅は昨年初以降ほぼ変わらず。この先、実体経済の回復にあわせたデフレギャップの縮小と物価下落幅の縮減が想定されるものの、そのピッチは概して緩慢となる公算が大きい。デフレからの脱却は、今見通しの対象期間中、2012年度末までという時間軸では引き続き、見込めない状況だ。

<詳細>

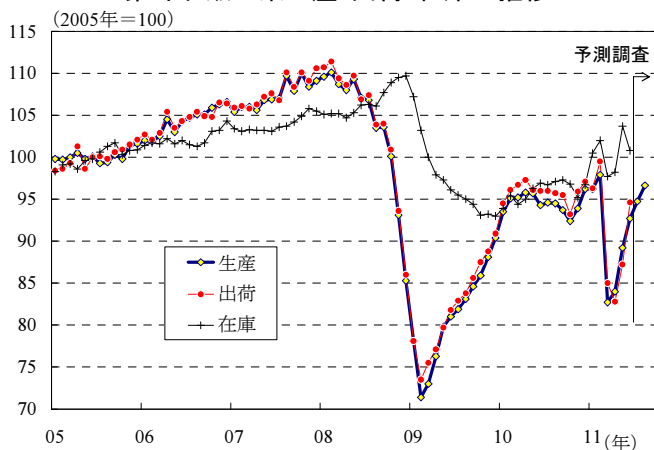
(1) 企業部門

① 生産

生産は震災ショックから着実に持ち直し

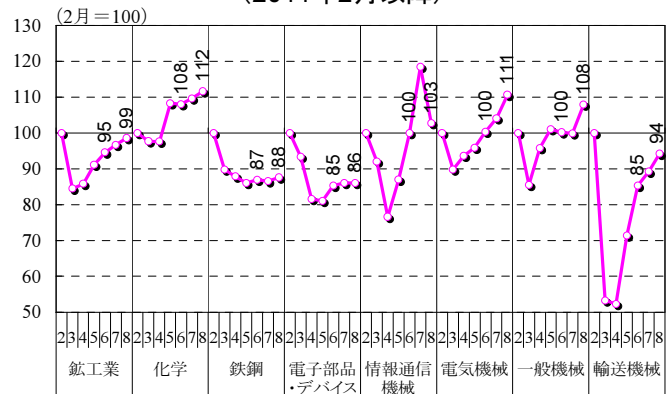
生産は、4-6月期に入ってから被災工場やサプライチェーンの再建・復旧が進んだことなどを背景に、着実な持ち直しを続けている。月次ベースで鉱工業生産の推移を辿り直してみると、震災発生直後の3月に大きく落ち込んだが、4月以降は立て続けに前月比増加（第5図）。水準的にも、3月に2月対比84%へ急低下した後、6月時点では同95%まで回復している。さらに、製造工業の生産予測調査によると、7月に前月比+2.2%、8月に同+2.0%と増産の継続が見込まれており、これが達成された場合には8月時点で震災前の水準を概ね取り戻し得る計算だ。

第5図：鉱工業生産・出荷・在庫の推移



(注) 7月と8月の『生産』は、予測調査に基づく『製造工業』のもの。
(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：業種別にみた生産水準の推移
(2011年2月以降)



(注) 1. 7月と8月は、予測調査に基づく「製造工業」および各業種の水準。(月)
2. 図中の数字は、6月と8月のもの。

(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

業種別には、化学や情報通信機械、電気機械、一般機械が6月時点で震災前の水準を回復済み（第6図）。また、震災発生直後の減産度合いが著しかった輸送機械も4月を底として増加に転じており、8月には2月対比94%の水準まで持ち直す見込みである。対して、電子部品・デバイス

や鉄鋼では、8月時点でも震災前の9割に満たないレベルに止まるとの予測調査結果（それぞれ2月対比86%、88%の水準）。うち、前者の電子部品・デバイスについては、生産体制の復旧の遅れに加え、昨年後半以降の世界的な在庫調整の影響が残っている可能性を指摘できる。後者の鉄鋼に関しては、元々が輸送機械など主要業種の動きに遅行する傾向もあるが、同時に復旧・復興絡みの需要が思ったほど伸びていないことの反映かもしれない。いずれにせよ、全体としては上向きながら、業種間での温度差が引き続き存在しているというわけである。

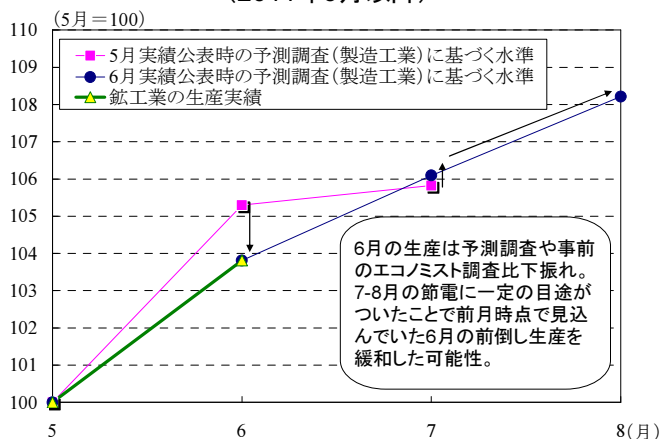
電力不足は長期化の様相も、生産活動への深刻な悪影響は回避の公算

あわせて、夏場の生産の重石になると懸念されてきた電力の供給制約だが、先にみた予測調査では7月と8月にも増産継続の見通しが示されている。6月の生産実績（前月比+3.8%）が、前月5月時点の予測調査（同+5.3%）や事前のエコノミスト予想（QUICKの集計値で同+4.3%）から下振れした点も踏まえて考えると、企業が電力の使用制限・供給制約も節電や休日シフトなどを通じて吸収し得ると判断し、6月に予定していた前倒し生産を取り止め乃至は緩めたとの推測が可能（第7図）。逆に、7月の生産予測が切り上がり（5月時点の同+0.5%から6月時点では同+2.0%へ）、8月の増産継続見通しにもつながったのではないか。今後についても、電力を巡る状況は確かに厳しいが、今夏のような企業努力で対応できる範囲だとすれば、生産活動への悪影響は限定的なものに止まるとみられる。

先行き生産の規定要因は需要サイドに、年後半からの復旧・復興需要の本格化に期待

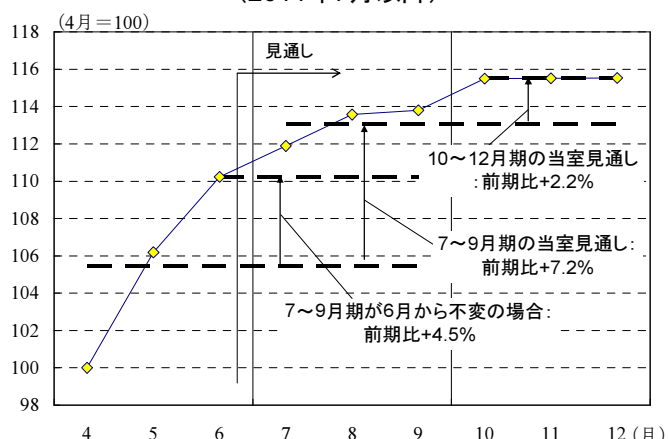
生産全体の動向に立ち戻ると、今後は需要次第の側面が強まってくる見込み。震災直後には被災工場の稼働停止やサプライチェーンの寸断、計画停電の実施・懸念といった供給面の制約が生産を下押ししていたところ。これらの影響が薄れてくる中では自ずと需要に左右される部分が広がるはずで、とりわけ復旧・復興需要と外需がポイントになろう。まず、復旧・復興に関連した財の出荷から眺めてみると、建設財を中心として盛り上がり欠けるものも少なくないが、一般機械など一部では需要が既に膨らんでいる模様だ。年後半以降、関連需要が本格化する妨げとなっている公的対応の遅れが解消されることを前提とすれば、復旧・復興に絡む投資・消費需要が生産の押し上げ要因として効き始めると予想する。特に、7-9月期の生産は高い伸びを示す見通し。一つには、急角度で上向いた4-6月期の流れを受けてスタートする7-9月期のゲタが非常に高くなっていること。実際、7月以降が前月比横這いでも、同期の生産は前期比+4.5%もの伸びを確保し得る（第8図）。加えて、期中での上積みも見込まれる。数字上のみならず、内容的にも先行きへの期待をつなぐ結果になると考える。

第7図: 鉱工業生産の実績と予測の推移
(2011年5月以降)



(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図: 鉱工業生産の推移
(2011年7月以降)



(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②輸出

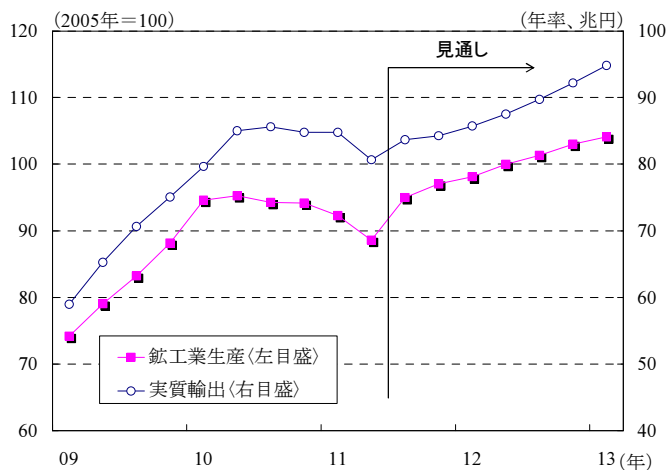
生産と輸出の好循環が徐々に始まり始める見通し

前述した通り、復旧・復興需要と並んで先行きの生産を占うもう一つのポイントが外需、輸出である。結論を先取りすれば、海外景気の減速や円高の影響で、年内はもたつく局面も想定されるが、腰折れには至らず。そして、来年にはその増勢がより鮮明化、定着すると予想する。結果として、生産は当面、復旧・復興需要に押し上げられ、その一巡後には輸出に支えられる形で増加基調を維持していく公算が高い(第9図)。

輸出は6月下旬に漸く前年比プラス転化

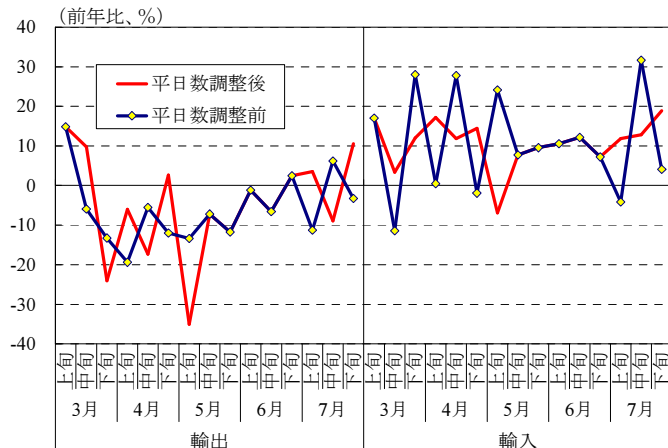
改めて足元の輸出動向を確認しておく、名目輸出額が前年比▲19.4%と落ち込んだ4月上旬以降、徐々に快方に向かい、6月下旬には同+2.4%と震災後で初めて前年比プラスを記録(第10図)。直近7月下旬には同▲3.3%と再びマイナスに沈んでいるが、平日一日当りの輸出額=『平日数調整後』でみると、同+10.5%と震災後最も高い伸びとなる。輸出サイドでも、震災のショックを払拭しつつある様子が窺われる。

第9図: 鉱工業生産と実質輸出の推移



(資料) 経済産業省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図: 旬別にみた名目輸出入額の推移

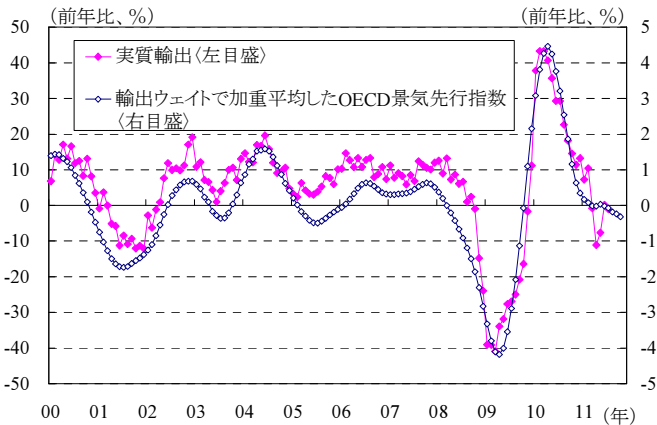


(注)『平日数調整後』は、当該期間における平日数で除した値。
(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後の輸出は、海外景気減速と円高に因る圧迫が加わる年後半を凌いで、来年に加速の見込み

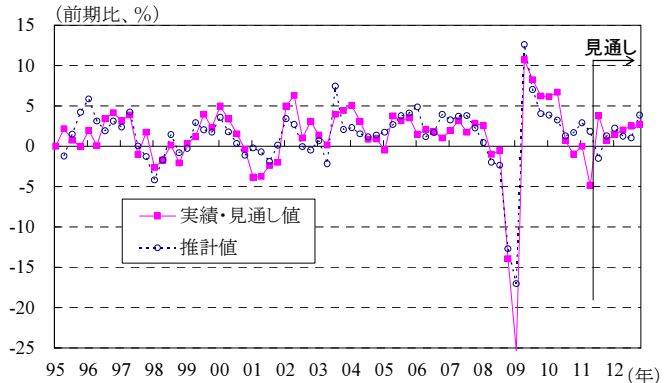
一方で、気懸かりな材料がまだまだ多いことも事実。うち、代表的なものが海外景気と円相場の帰趨である。前者に関しては、米国のISM製造業指数、中国やドイツのPMIといった景況感指数から既に、主要輸出先の景気減速が窺われる。また、OECD景気先行指数は、日本の輸出に4ヵ月程度先行する傾向があるところ、年初から6月まで低下し続けており、年後半にかけての輸出鈍化を示唆する(第11図)。後者の円相場、足元にかけて急速に進んだ円高も、確実に輸出の重石となるはず。過去の関係からみると、10%の実質実効為替レート増価は、実質輸出を3%ほど押し下げる計算になる(第12図)。円ドル相場で前年対比10%程度、実効レートにして同5%程度の円高が想定される年後半には、約1.5%の下押し圧力が輸出にかかる可能性が大きい。もっとも、来年2012年には、主要国経済が持ち直しに転じ、アジア経済がインフレを克服して堅調さを取り戻すと同時に円高にも歯止めがかかる見通しで、日本からの輸出は再び増勢を強めるものと予想する(第12図)。

第11図: 実質輸出とOECD景気先行指数の推移



(注)『輸出ウエイトで加重平均したOECD景気先行指数』は、米国、EU、アジア(除く中国)、中国を加重平均した値を4ヵ月先行させたもの。
(資料)日本銀行、OECD統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図: 実質輸出の推計



(注)『推計値』は、以下の推計式(推計期間:1995年1-3月期~2011年1-3月期)より算出したもの。

$$LN(\text{実質輸出}) = -6.8 + 0.03 \cdot \text{トレンド項} + 4.1 \cdot LN(\text{海外GDP}) - 0.3 \cdot LN(\text{実質実効為替レートの2四半期平均}) - 0.1 \cdot \text{ダミー変数}$$
 うち、海外GDPは名目輸出額ウエイトで加重平均した輸出相手国GDP、ダミー変数は2008年10-12月期と2009年1-3月期。
(資料)内閣府、日本銀行、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③輸入・純輸出

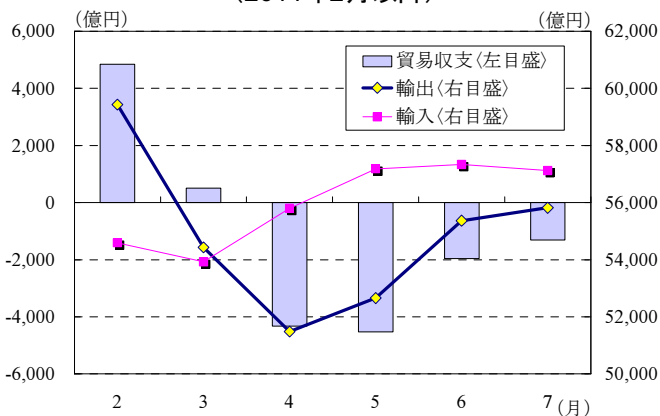
輸入の大幅増加で、4月から7月まで一貫して貿易赤字を記録

震災後に急減した輸出とは対照的に、輸入は大きく増加。この結果、貿易収支は4月から7月まで一貫して赤字となった(第13図)。ただし、その赤字幅は、輸出が徐々に持ち直してきたことで、6月、7月には4月や5月と比べて半分以下に縮小している。

輸入を財別にみると、鉱物性燃料は震災後で最大の貿易赤字を計上した5月に大幅増となったが(2月比+753億円)、他の月では2月水準を下回っており、これと貿易赤字の関係は現状、必ずしも明確でない(第14図)。一方、食料品や、鉱物性燃料以外の工業用原料は、震災発生の3月から毎月、2月水準を上回り、輸入を押し上げている。中でも、工業用原

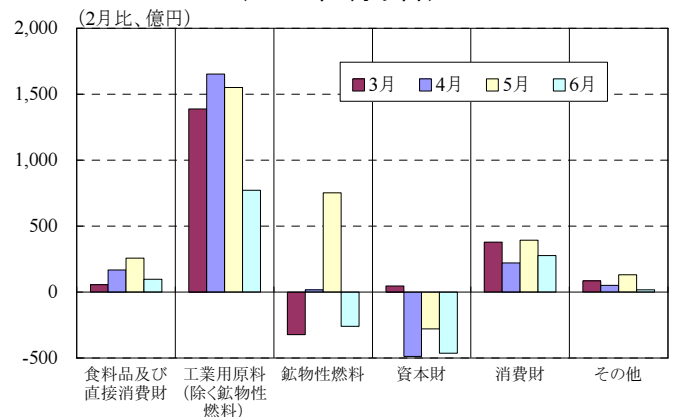
料の急増は目を引くところ。経済産業省の『東日本大震災後の産業実態緊急調査』（調査期間は6月14日～7月1日）によると、回答の56%が「海外に代替調達先を有する」であった。サプライチェーンの寸断が、部品・資材などの代替輸入を膨らませたとも考え得る。ちなみに、「震災前調達先が復旧後、調達先を戻すか」との問いに対して、「引き続き海外の代替調達先から調達」と答えた企業が4割超に達した（複数回答あり）。今回の震災が、調達先の分散化などを企図した海外からの部品・資材の輸入増加といった中長期的な商流変化をもたらす可能性もある。

第13図：貿易収支と輸出入額の推移
(2011年2月以降)



(注) いずれも季節調整値。
(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：財別にみた震災後の名目輸入額の推移
(2011年3月以降)



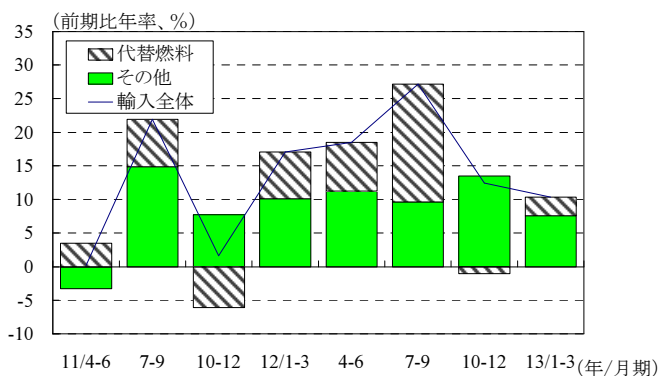
(注) 当室にて季節調整。
(資料) 財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

燃料輸入の大幅増が見込まれる今後、純輸出は振れ易くそのGDP寄与度は低めに

先行きについては、まず、原発の供給力低下をカバーすべく増設・増強が進められている火力発電用の燃料需要が拡大し、輸入を押し上げる局面が増えてくる見込み。政府のエネルギー・環境会議によれば、原発停止に伴う発電量の喪失分を全て火力で賄うとした場合、燃料コスト増加額は3.2兆円。これが夏冬の需要期を中心に輸入額を膨らませることとなる（第15図）。また、国内需要の回復も、今後の輸入を増加させる一因と想定される。

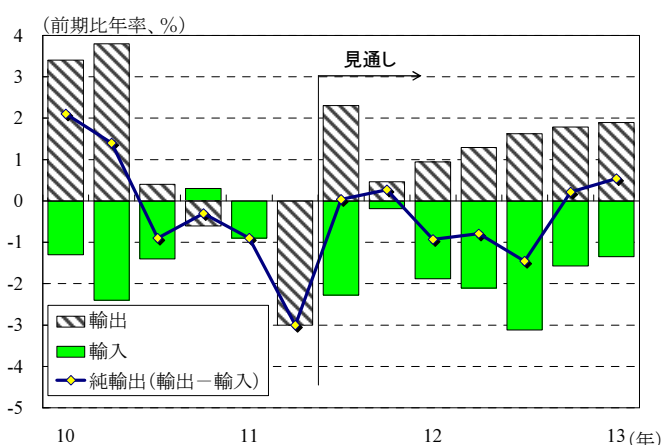
結果として、純輸出は燃料需要の増減に因る輸入のブレに左右される展開が続くとみられる。輸出は増加基調を辿るものの、そこから輸入を差し引いた純輸出の経済全体に対する寄与は、不安定かつ限定的なものとなる公算が大きい（第16図）。

第15図: 実質輸入の推移



(注)『代替燃料』は、全原発の停止による発電量減少を火力発電で代替する場合の燃料コスト増加額を、政府試算の3.2兆円(完全代替の場合)の半分として算出(燃料単価の上昇は考慮せず)。
 (資料)内閣府統計、エネルギー・環境会議資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図: 実質純輸出(輸出-輸入)の推移



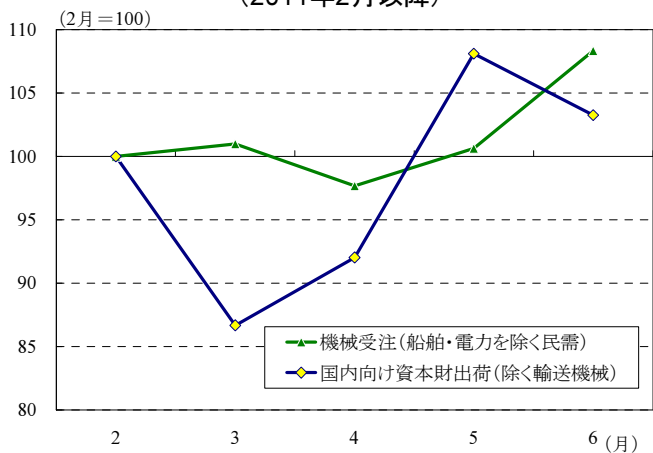
(注)すべて実質GDPに対する寄与度。
 (資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

④設備投資

4-6月期の設備投資は前期比増加、関連指標もまざまざ

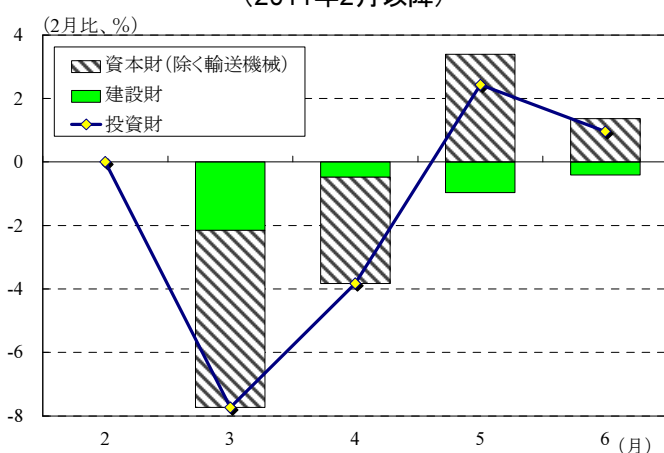
GDPベースの実質設備投資は4-6月期に前期比年率+0.9%と、小幅ながら増加に転じた。また、月次の関連指標も悪くない。国内向け資本財出荷(除く輸送機械)は4月と5月に2ヵ月連続で増加、その後6月に反動減(第17図)。設備投資の先行指標とされる機械受注(船舶・電力を除く民需)は、5月(前月比+3.3%)、6月(同+7.0%)と高い伸びを続けている。企業の投資マインドが戻ってきたことや、復旧・復興需要が部分的に顕現化してきたことなどが表れている模様だ。こうした中、建材向けの鉄鋼などが含まれる建設財の出荷をみると、機械設備の新設などを反映する資本財(除く輸送機械)に比べ、相対的に弱い動きとなっている(第18図)。がれき処理など復旧・復興に向けた基盤整備の遅延によって、より深刻な被害を受けた地域に在る工場・拠点の再建は思うように進んでいない可能性がある。

第17図: 設備投資関連指標の推移 (2011年2月以降)



(資料)内閣府、経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図: 国内向け投資財出荷の推移 (2011年2月以降)

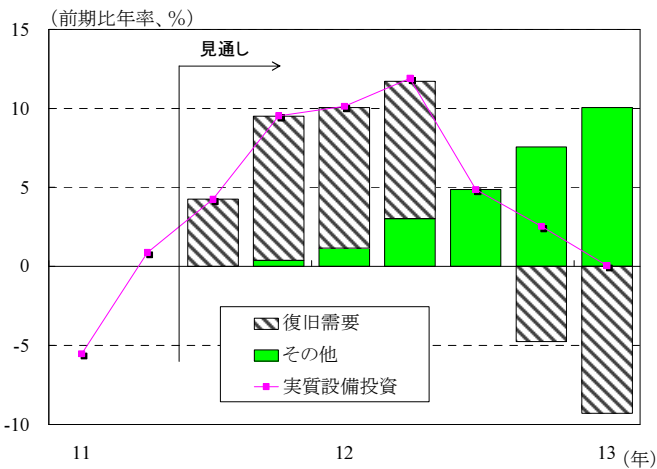


(資料)経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

設備投資は復旧・復興需要の本格化にあわせて伸びを高める見通し

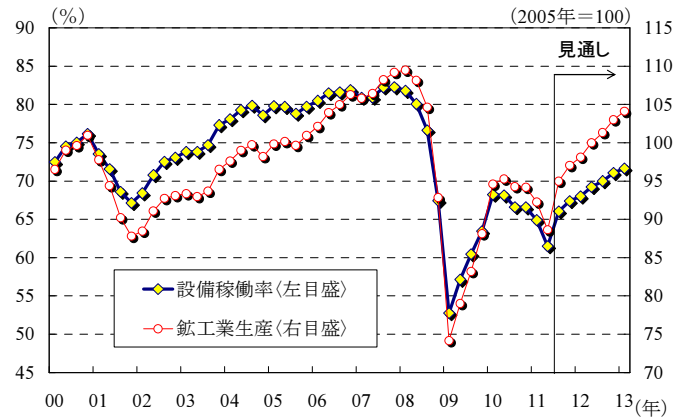
この先、年後半には、復旧・復興需要が本格的に設備投資の押し上げに寄与し始めると想定される（第19図）。もともと、前述した基盤整備の遅れなどから、そのピーク時期は来年半ば頃と見込まれ、従来想定していたところよりも若干後ろ倒しとなる公算が高い。いずれにせよ、暫くは設備投資の加速局面が続くものと予想する。また、既にみた生産や輸出の動向も踏まえつつ、設備稼働率や企業収益といったファンダメンタルズをみると、設備投資の自律的拡大の環境が整うのは来年後半となりそうだ（第20図）。結果、設備投資は、復旧・復興需要の剥落も消化しながら、増加を続ける可能性が大きい。

第19図: 実質設備投資の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図: 製造工業の設備稼働率と鉱工業生産の推移



(注)『設備稼働率』は、2005年の平均を79.5%とした値。見通し期間中の値は、別途算定した稼働設備を生産能力指数で除したもの。
(資料)経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

① 雇用・所得

雇用者数や失業率など雇用関連指標は改善

雇用動向に関する代表的調査である労働力調査によれば、4-6月期は完全失業率が前期比▲0.1%ポイントと小幅ながら低下・改善したほか、失業者数が前年比減少、就業者数や雇用者数が増加した。また、直近6月の失業率上昇も、労働力人口の増加に伴うもので、就業・雇用者数増は継続した。いずれも岩手、宮城、福島の3県を除いた結果であり、被災地域の雇用情勢は引き続き厳しいとみられるが、全国ベースでの悪化は窺われなかった。さらに、有効求人倍率や雇用の先行指標とされる新規求人倍率も、6月には求人数の増加が続く中で上昇している（第2表）。

第2表：雇用・賃金関連指標の推移

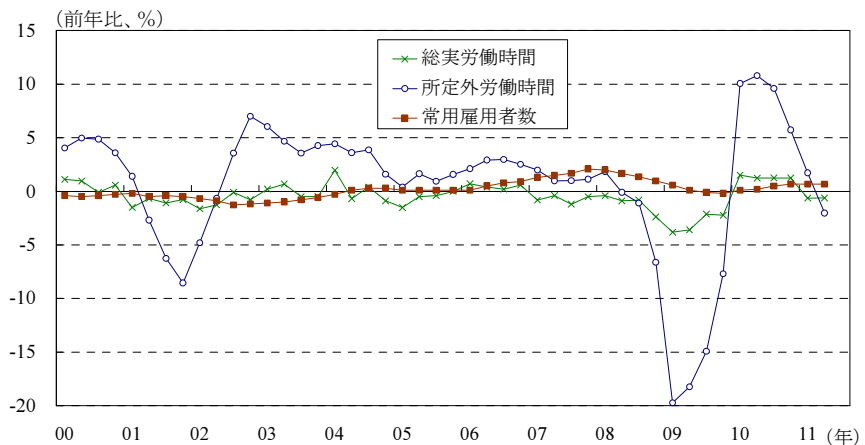
	2010/10-12			2011/1-3			2011/4-6								
	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9			
労働力調査	完全失業率(%)	5.0	5.1	5.1	4.9	4.7	4.9	4.6	4.6	4.6	○	4.7	4.5	4.6	×
	完全失業者数(前年比、万人)	▲12	▲7	▲12	▲17	▲21	▲13	▲22	▲26	▲35	○	▲30	▲38	▲36	○
	就業者数(同)	5	17	▲8	5	8	0	36	▲13	7	○	7	9	3	○
一般職業紹介状況	有効求人倍率(倍)	0.57	0.56	0.57	0.58	0.62	0.61	0.62	0.63	0.62	△	0.61	0.61	0.63	○
	月間有効求職者数(前年比、%)	22.2	19.6	23.8	23.4	23.6	23.8	25.0	22.2	19.0	○	19.6	19.6	18.0	○
	月間有効求職者数(同)	▲6.4	▲6.8	▲5.7	▲6.7	▲6.3	▲7.1	▲5.8	▲6.2	▲3.1	×	▲4.7	▲2.6	▲1.8	×
毎月勤労統計調査	現金給与総額(前年比、%)	0.2	0.5	0.2	0.1	0.1	0.4	0.3	▲0.1	▲0.4	×	▲1.4	1.0	▲0.7	×
	きまって支給する給与	0.4	0.5	0.3	0.5	▲0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.6	▲0.5	×	▲0.8	▲0.6	▲0.3	×
	所定内給与	0.0	0.0	▲0.1	0.1	▲0.6	▲0.5	▲0.4	▲0.8	▲0.5	×	▲0.7	▲0.5	▲0.3	×
毎月勤労統計調査	所定外給与	6.4	6.5	6.4	6.3	3.2	3.6	4.4	1.7	▲1.4	×	▲1.9	▲2.3	▲0.1	×
	特別に支払われた給与	▲0.4	2.9	▲2.3	▲0.4	13.0	12.0	36.3	9.3	0.0	△	▲19.7	60.7	▲1.3	×
	総実労働時間(同)	1.2	0.7	1.5	1.2	▲0.6	▲0.2	▲0.2	▲1.3	▲0.7	×	▲1.9	▲0.4	0.2	○
毎月勤労統計調査	所定内労働時間	0.8	0.3	1.1	0.9	▲0.8	▲0.6	▲0.5	▲1.3	▲0.6	×	▲1.7	▲0.3	0.2	○
	所定外労働時間	5.7	6.2	6.1	5.1	1.7	3.2	3.0	▲1.0	▲2.0	×	▲3.9	▲2.1	0.0	○
	常用雇用者数(同)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7	0.8	0.7	○	0.7	0.6	0.8	○

(注)1.『労働力調査』は、岩手、宮城、福島の3県を除くベース。
 2.『一般職業紹介状況』は、新規学卒者を除きパートタイムを含むベース。
 3.『毎月勤労統計調査』は、調査産業計、事業所規模5人以上。
 (資料)総務省、厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

一方、賃金関連では
 多くが弱含み

これとは対照的に、毎月勤労統計調査にみる賃金関連指標は、総じて軟調。4-6月期の現金給与総額は6四半期ぶりの前年比マイナスに沈み、中身的にも所定内、所定外、特別給与が揃って減少した。企業は、外部環境が悪化した場合に先ずは労働時間カットで対応し、雇用、とりわけ常用雇用の削減は次なる手段とする傾向にあるようだ(第21図)。今震災後の局面でも初動は同じく、雇用が維持される傍ら総実労働時間が縮減し、賃金は軟化している。

第21図：労働時間と常用雇用者数の推移

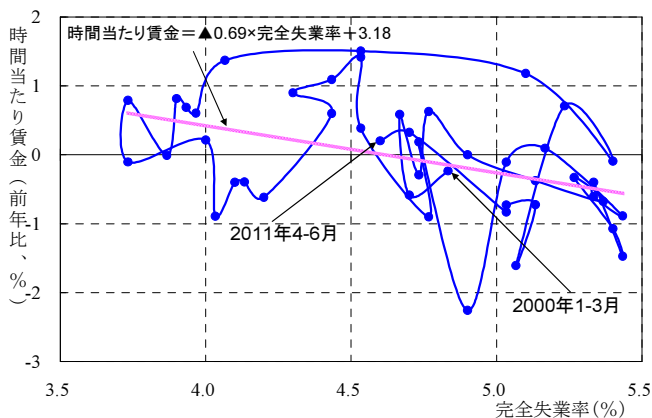


(注)調査産業計、事業所規模5人以上。
 (資料)厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用水準が保たれるうちに、労働時間の回復によって賃金が上向き、雇用者所得は持ち上がる見通し

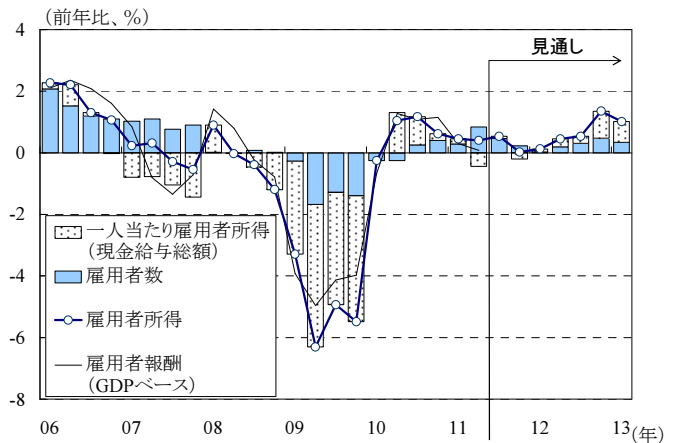
今後についても、生産が増加基調を辿ると見込まれる中、『雇用者数』は底堅い推移を続ける公算が大きい。同時に、生産活動の強まりは、「労働時間」の回復にも寄与するはず。実際に、増産が続いた6月の総実労働時間は半年ぶりに前年比プラス転化している。あわせて、「時間当たり賃金」は、失業率が再び悪化しない限り、前年比プラス圏内を維持し得る計算（近年のフィリップス曲線上では、現在の失業率水準：4.6%が時間当たり賃金の前年比プラスとマイナスの分岐点。第22図）。この結果、「労働時間」と「時間当たり賃金」の積となる賃金・給与総額＝『一人当たり雇用者所得』は、7-9月期以降、緩やかながらも増加に転じ、それと『雇用者数』を掛け合わせた『雇用者所得』も伸びを高めていくと予想される（第23図）。ただし、10-12月期には、冬季賞与の減少によって一時的に押し下げられる可能性がある。

第22図：完全失業率と時間当たり賃金の推移
(フィリップス曲線)



(注)『時間当たり賃金』は、調査産業計、事業所規模5人以上。
(資料)総務省、厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図：雇用者所得の推移



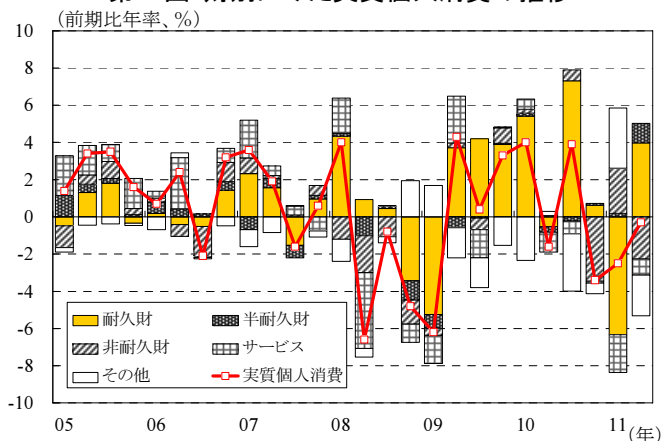
(注)2011年3月以降の『雇用者数』は、当室にて岩手、宮城、福島を3県分を加算。
(資料)厚生労働省、総務省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②個人消費

個人消費は4-6月期にも前期比減少となったが、期中の流れは上向き

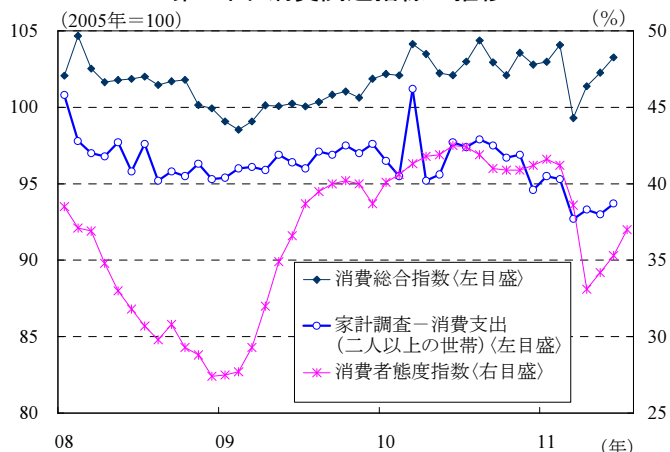
4-6月期の実質個人消費は前期比年率▲0.3%と、3四半期連続のマイナスとなった（第24図）。財別にみると、テレビなどの家電や乗用車を含む「耐久財」（同+26.7%）や衣類などの「半耐久財」（同+16.3%）が急増した一方で、1-3月期に伸びた「非耐久財」（同▲9.4%）や旅行などを含む「サービス」（同▲1.7%、5四半期連続減）は減少した。もっとも、全体の減少幅は昨年10-12月の同▲3.4%や今年1-3月期の同▲2.5%から縮小。震災直後の落ち込みは大きかったが、期中の4月以降は着実に持ち直していたものと考えられる。実際、月次指標の動きを確認すると、消費総合指数は4月から3ヵ月連続で水準を切り上げ（3月の前月比▲4.6%以後、4月が同+2.1%、5月が同+0.9%、6月が同+1.0%）、家計調査ベースの実質消費支出も4月（同+0.6%）と6月（同+0.8%）に小幅ながら前月比増加を確保している（第25図）。

第24図：財別にみた実質個人消費の推移



(注)『その他』は、「居住者家計の海外での直接購入」、「非居住者家計の国内での直接購入(控除)」、および「統計誤差」。
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：消費関連指標の推移



(注)『消費総合指数』と『家計調査-消費支出』は、実質ベース。
(資料)内閣府、総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

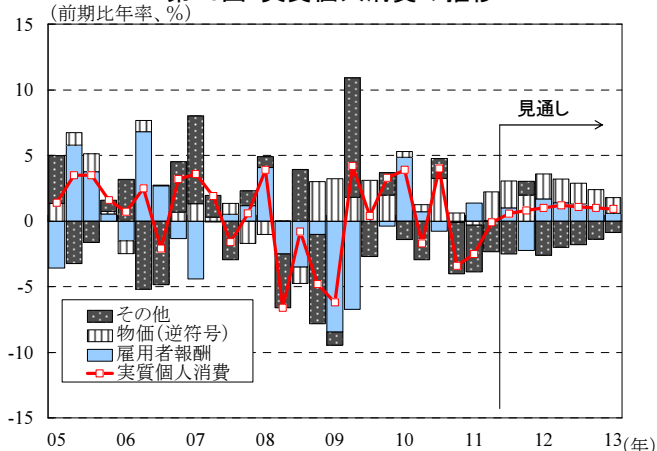
今後の個人消費は
所得とマインドの
両面から、安定化の
見込み

先行きについては、前述した雇用者所得・報酬の着実な伸びが、消費を支え続けるものと予想される(第26図)。ここに、震災で急激に冷え込んだ消費者マインドの改善も加わる見込み。この点、消費者マインドを映す消費者態度指数が5月以降7月まで上昇を続けていることは心強い材料だ。

復興財源のための
所得税増税は消費
の下振れリスクを
提示

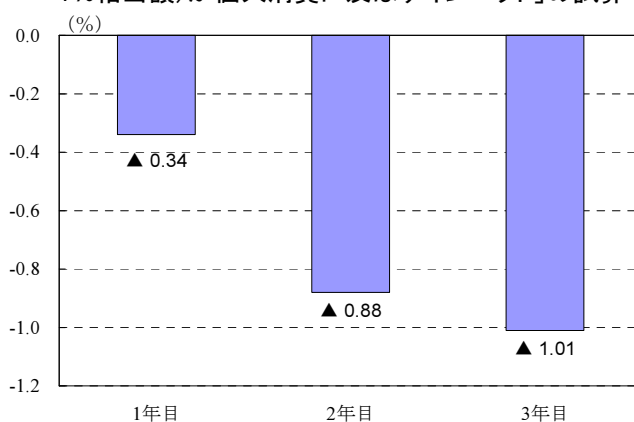
一方、懸念材料としては、復興財源として検討されている個人所得税の増税など。これが実行に移される場合には、可処分所得や消費者マインドの減退を通じて、個人消費の下押し圧力となる可能性がある。そのインパクトだが、例えば、内閣府の試算によると、個人所得税の名目GDP比1%相当額(4~5兆円)の増税で、個人消費は1年目に▲0.3%、2年目に▲0.9%ほど減少(第27図)。

第26図：実質個人消費の推移



(注)『その他』は、「可処分所得の対雇用者報酬比率」と「消費性向」を乗じたもの。
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

第27図：内閣府による「個人所得税の増税(名目GDPの1%相当額)が個人消費に及ぼすインパクト」の試算



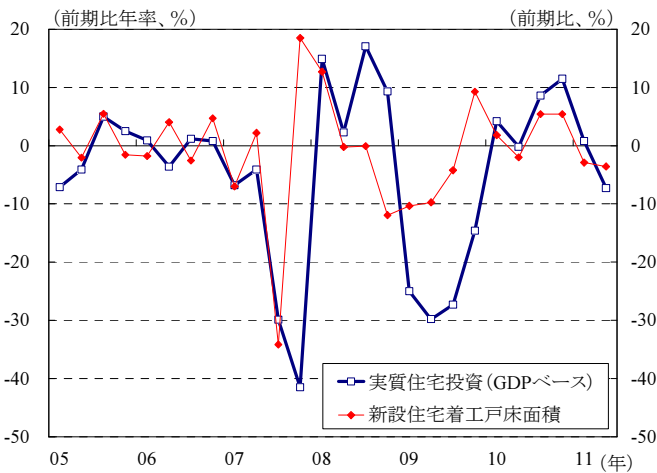
(注)標準ケースからの乖離率。
(資料)内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③住宅投資

住宅投資は震災の影響を払拭できず大幅減

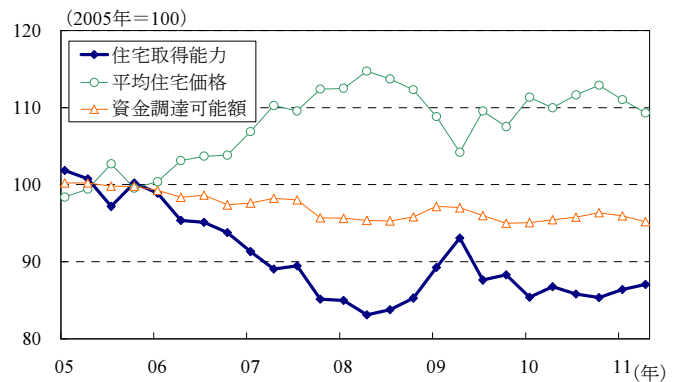
住宅投資は4-6月期、実質ベースで前期比年率▲7.3%と、4四半期ぶりの減少となった(第28図)。減少幅も過去1年半で最大。また、GDPベースの実質住宅投資と比較的相関の高い新設住宅着工床面積をみても、1-3月期に続いて前期比マイナス。震災による落ち込みは勿論、その後の復旧もさほど進んでいない模様である。一方で、家計の住宅取得能力は今年前半、上昇に転じている(第29図)。住宅市場の軟化が、価格の下落などを通じて、結果的にポジティブな材料となっている面もないわけではないようだ。

第28図: 実質住宅投資と新設住宅着工床面積の推移



(資料)内閣府、国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第29図: 住宅取得能力の推移



(注)1.『住宅取得能力』は、『資金調達可能額』を『平均住宅価格(首都圏・近畿圏マンションの平均価格、当室にて季節調整)』で除したもの。

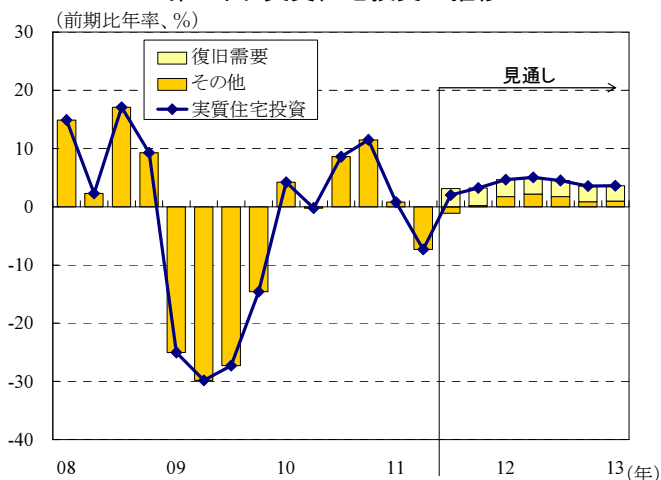
2.『資金調達可能額』は、借入可能額(年間返済額の上限を年収の25%、返済期間を25.1年として試算)と貯蓄額の合計。

(資料)総務省、不動産経済研究所統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今後の住宅投資は、復旧・復興需要の本格化頼み

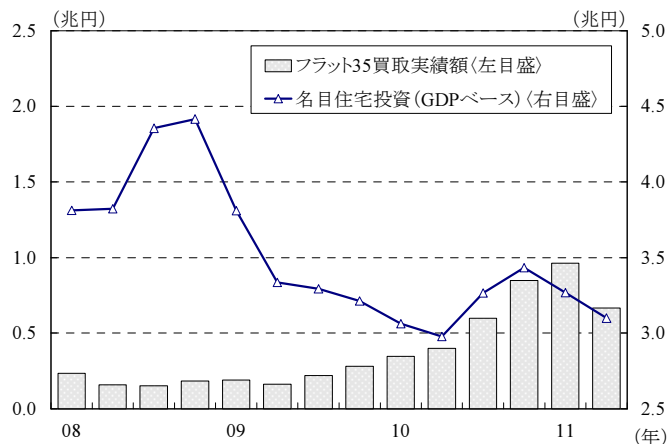
先行きでは、まず、被災地域の復旧需要、住宅の再建活動が住宅投資を押し上げてくることが期待される(第30図)。そのためには、がれき処理の進捗や復旧・復興計画の早期策定などが不可欠であるところ。残念ながら、現状では公的な対応の遅れが目立っており、復旧需要の出方は想定よりも緩やか、且つ、遅れ気味になる公算が高いと考えざるを得ない。加えて、年後半には、その実績が昨年半ばかり少なくとも震災前まで住宅投資とともに伸びたフラット35S(優良住宅取得支援制度)の金利優遇措置(当初10年間の住宅ローン金利を1%引き下げ)の申請期限や(第31図)、住宅エコポイント制度での着工期限、贈与税に係る非課税枠拡大特例の適用期限などが、次々に到来する予定。低金利環境の継続や前述した雇用者所得の増加、住宅取得能力の上昇あたりは一定の底支えにはなるが、今後の住宅投資に多くは望み難い。復旧需要を勘案して漸く前期比増加を確保できる程度に止まると予想する。

第30図：実質住宅投資の推移



(資料)内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第31図：フラット35買取実績額と名目住宅投資の推移



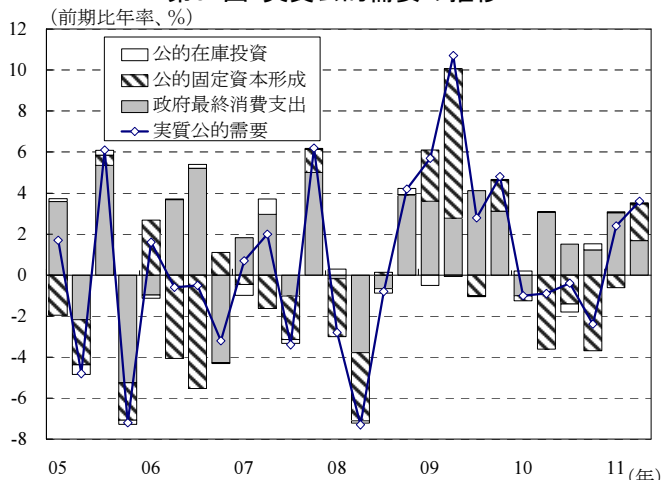
(注)『フラット35買取実績額』は、前期までに買取申請があったものも含む。
(資料)内閣府、住宅金融支援機構資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

4-6 月期の公需は
2009 年 10-12 月期
以来の高い伸び

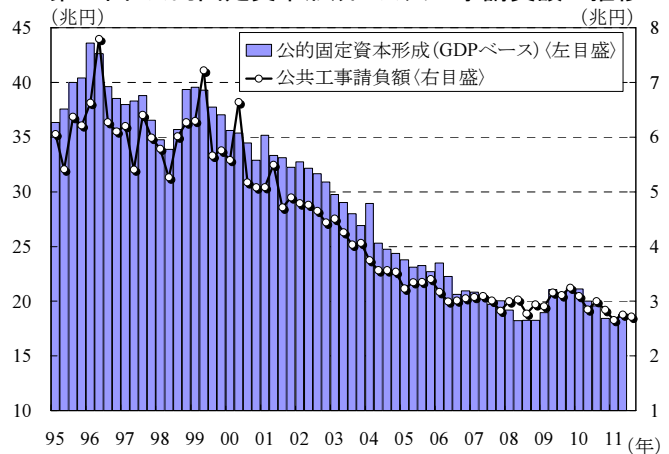
4-6 月期の実質公的需要は前期比年率+3.6%と、2009 年 10-12 月期以来の高い伸びとなった（第 32 図）。政府最終消費支出の増加が続いたことに加え、公的固定資本形成（公共投資）が 6 四半期ぶりの増加に転じたことが押し上げ要因となった。がれきの撤去や交通インフラ等の復旧工事、仮設住宅の建設など震災後の初期対応が、この背景とみられる。ただし、被災地の再建に向けた本格的な復興事業（住宅地の高台移転等）については、計画策定の遅延などによる着手の遅れが指摘されている。公的固定資本形成の先行指標である公共工事請負額は足元でも底這い圏内で推移しており（第 33 図）、本格的な復興需要の顕在化には暫く時間を要しそうだ。

第32図：実質公的需要の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第33図：公的固定資本形成と公共工事請負額の推移



(注)『公共工事請負額』は、当室にて季節調整後、1四半期先行させたもの。
(資料)内閣府、保証事業会社三社統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

政府は今後 10 年間の復興事業費を計 23 兆円とする方針

政府は 7 月 29 日に、今後 10 年間の復興事業費を合計で 23 兆円とする「復興基本方針」を決定した(第 3 表)。当方針は、2011～2015 年度を「集中復興期間」と位置付けて、同期間中に 19 兆円を投じ、特に 2011～2012 年度に予算を重点的に配分するとした。この 19 兆円のうち、今年度 1 次補正予算と同 2 次補正予算で計上された約 6 兆円以外の部分については、事業内容が未定であるため、GDP の押し上げ効果は計り難いものの、ラフに試算すれば 3%弱^(注 1)となる。

第3表:復興基本方針の概要

	2011～15年度【集中復興期間】	2016～20年度	計
事業費	19兆円(2011～12年度に重点計上)		
予算	1次補正予算:約4兆円(実質GDP約0.6%押し上げ) 2次補正予算:約2兆円(実質GDP約0.3%押し上げ) 3次補正予算以降:約13兆円	4兆円	23兆円
施策	災害救助:4兆円 インフラ・市街地整備:8～9兆円 暮らし再生(学校整備、雇用対策等):3兆円 防災・減災対策:1兆円 等		

(注)実質GDPの押し上げ効果は、内閣府試算。
(資料)東日本大震災復興対策本部資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

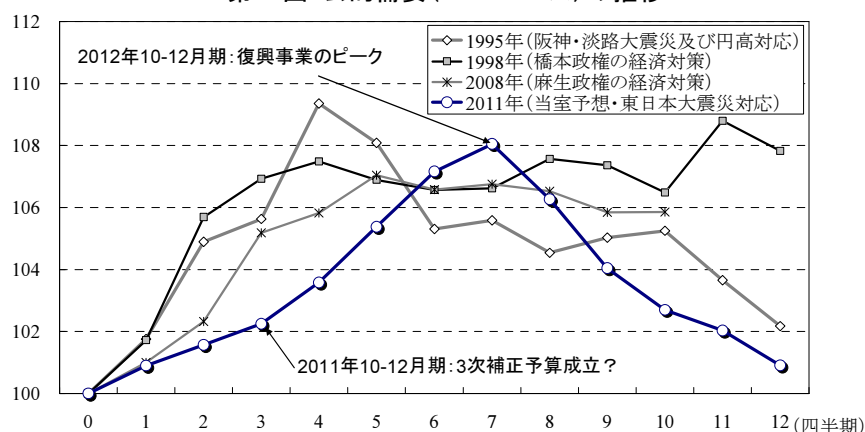
(注 1) 内閣府は、今年度 1 次・2 次補正予算の震災関連経費(合計で約 6 兆円)の実質 GDP 押し上げ効果を 0.9%程度と試算。この比率を 19 兆円の場合に当てはめると、押し上げ効果は 2.85%(約 15 兆 2,000 億円)となる。また、2011-2012 年度の事業費を 17 兆円と仮定した場合の押し上げ効果は、2.55%(約 13 兆 6,000 億円)。

復興事業は今年末から本格化し、公的需要の拡大は来年年末頃まで続く予想

もつとも、当初、震災復興に向けた大型補正予算の編成・成立時期は夏頃とみられていたが、秋口にずれ込む可能性が高まっている。結果として、復興事業が本格的に始動するのは早くとも今年末頃からとなろう。また、阪神・淡路大震災後や大型経済対策実施後の公的需要の推移をみると、4～5 四半期の間、増加基調を迎える傾向が窺われる。このため、今回の復興事業による公的需要のピークも、今年末から 1 年が経過した辺り、2012 年末頃になると予想される(第 34 図)。

なお、政府は、復興関連以外の予算については「中期財政フレーム」を堅持し、2014 年度まで国債費以外の歳出を 71 兆円以下に抑える方針を決定した。そのため、復興関連以外の予算は、今後の公的需要を動かす大きな要素とはならないものと考えられる。

第34図: 公的需要 (GDPベース) の推移



(注) 1. 『1995年』は1995年1-3月期、『1998年』は1998年4-6月期、『2008年』は2008年7-9月期、『2011年』は2011年1-3月期を100, 0四半期。

2. 『1998年』は、1999年以降の小淵政権による経済対策実施により、長期間高水準で推移。

(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

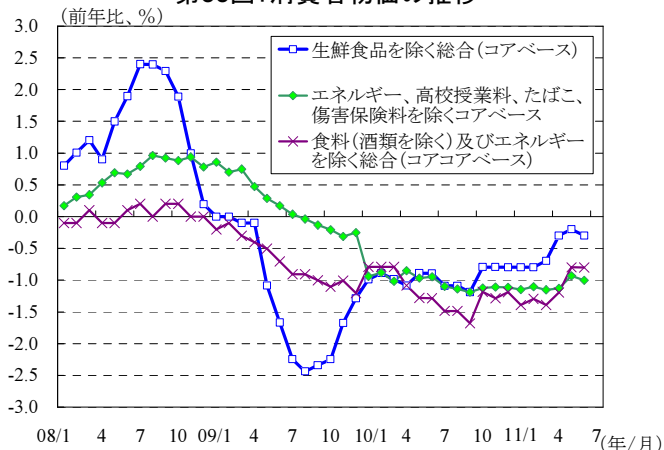
消費者物価は依然 下落基調のまま

消費者物価はその下落幅を縮めつつあるものの、依然として下落基調から脱し得ていない。確かに、4-6月期には生鮮食品を除くコアベースで前年比▲0.2%と、昨年10-12月期や今年1-3月期の同▲0.8%から前年比マイナス幅が顕著に縮小。直近6月にも、コアベースが同▲0.2%、食料(酒類を除く)及びエネルギーを除くコアコアベースが同▲0.8%の下落率に止まっている(注2)(第35図)。しかしながら、足元での消費者物価の動きには、エネルギー関連価格の上昇と、昨年4月の実質無償化後から続いていた高校授業料のマイナス寄与分の剥落、昨年10月のたばこ税の増税や傷害保険料の引き上げ、などが強く影響(第36図)。逆に、これら一時的に変動が大きくなっている項目を除けば、6月時点で同▲1.0%となり、昨年の初め以降ほぼ不変という格好になる。デフレ圧力は引き続き根強い模様だ。

(注2) 先週12日、5年ごとに実施される消費者物価の基準改定の結果が発表になった。改定前の2005年基準では、6月のコアベースが前年比+0.4%(3ヵ月連続の上昇)、コアコアベースが同+0.1%(2ヵ月連続の上昇)であったところ。これが2010年基準への改定により、それぞれ▲0.6%ポイント、▲0.9%ポイント切り下がった。

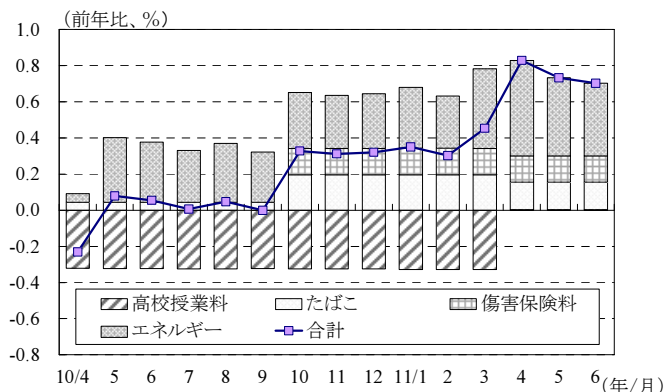
主因としては、ウェイト増に伴うテレビやビデオレコーダーのマイナス寄与の拡大、ウェイト減に伴うたばこや灯油のプラス寄与の縮小、価格低下度合いの大きいノート型パソコンの指数が100にリセットされたこと(近年の価格下落によって基準年を100とした指数水準が大きく低下していたところ、基準年の変更で再び100に戻されるため、指数水準が切り上がり、ウェイトが変わらなくとも全体の指数水準を押し上げる形に)など。

第35図:消費者物価の推移



(注)2009年12月までは2005年基準、2010年1月以降は2010年基準。
 (資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第36図:一時的に変動が大きくなっている項目の消費者物価(生鮮食品を除く総合)への影響



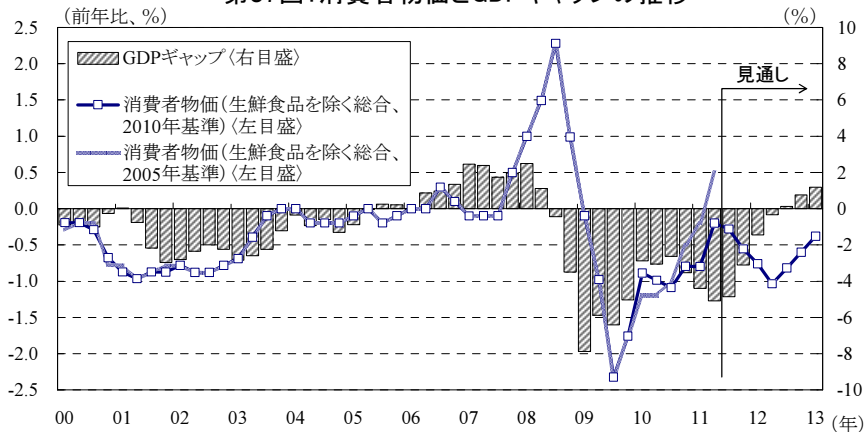
(注)『エネルギー』は、「電気代」、「都市ガス代」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」。

(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

消費者物価の下落幅は縮まるが、上昇に転じる時期は2013年度以降となる見通し

先行きについても、物価の下落基調、現下のデフレ状態が暫くは継続する公算が高い。前述した通り、实体经济の回復は着実に進んでいくものと想定され、それにあわせてデフレギャップも浅くなることまでは視野に入る(第37図)。結果として物価の下落幅は縮小しようが、そのペースは限られる見込みである。さらに、今回の基準改定によって、少なくとも統計上は、消費者物価の前年比プラス転化が遠退いた。消費者物価がコアベース、コアコアベースいずれでもプラス圏へ浮上し、且つ、その圏内を安定的に保ち得るようになるタイミングは、2013年度以降と予想する。

第37図:消費者物価とGDPギャップの推移



(注)1.『GDPギャップ』は、「実績GDP」と「潜在GDP」の差を「潜在GDP」で除したものの。

2.「潜在GDP」は、当室にて算出したもの。

(資料)総務省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融政策・市場の現状と見通し

(1) 金融政策

日銀は資産買入等基金の10兆円増額を決定し、金融緩和を一段と強化した（第4表）。
 日銀は8月4日の金融政策決定会合で、資産買入等基金の10兆円増額を決定し、金融緩和を一段と強化した（第4表）。

第4表：日銀の資産買入等基金

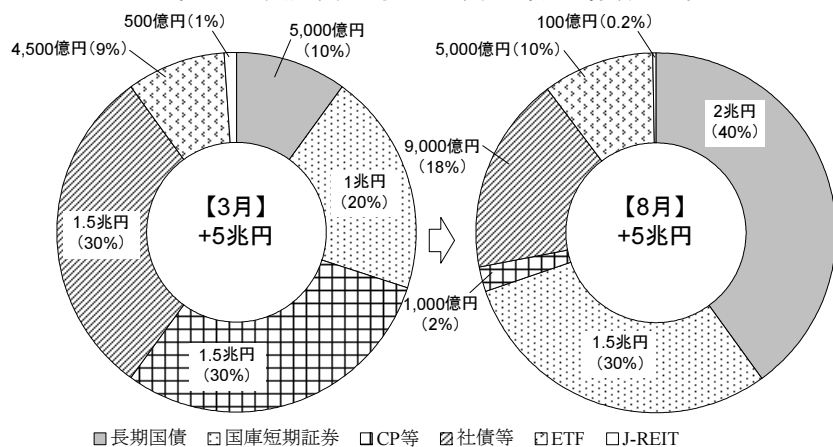
(億円)

買入対象資産	基金規模			③7月末時点 残高	②-③
	①8月の増額前	②8月の増額後	(②-①)		
買入	100,000	150,000	(50,000)	65,560	84,440
長期国債	20,000	40,000	(20,000)	13,066	26,934
国庫短期証券	30,000	45,000	(15,000)	25,037	19,963
CP等	20,000	21,000	(1,000)	15,803	5,197
社債等	20,000	29,000	(9,000)	8,021	20,979
ETF	9,000	14,000	(5,000)	3,406	10,594
J-REIT	1,000	1,100	(100)	227	873
共担オペ	300,000	350,000	(50,000)	304,280	45,720
合計	400,000	500,000	(100,000)	369,840	130,160

(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

同基金の増額は3月14日に続いて2回目だが、前回とは狙いが若干異なっていると考えられる。同基金は、資産買入と固定金利型共担オペで構成されており、買入部分は3月と同じく5兆円の増額が行われた。ただし、3月にはCP・社債等の民間債権が増額の中心であったのに対し、今回は長短期国債が3.5兆円増と7割を占める（第38図）。また、固定金利型共担オペの限度額は、3月には据え置きであったが、今回は5兆円の増額となった。震災発生直後に行われた3月の増額は金融市場の機能低下を防ぐための信用緩和的な性格が強かったのに対し、今回は海外景気減速や円高等による景気下振れリスク増大に対応した量的緩和的な性格が強いといえる。

第38図：資産買入等基金(買入部分)増額の内訳



(注) ()内は、増加額に占めるシェア。

(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

引き続き残る追加緩和の可能性

先行き、日銀が再度、追加金融緩和に踏み切る可能性は小さくないとみる。これまで日銀が金融緩和に踏み切ったタイミングを振り返ると、円高の進行時や政府の経済対策の策定に歩調を合わせたケースが多い（第5表）。今後、米国景気の減速感の強まりや米FRBの金融緩和政策の長期化観測を背景に、円高圧力の高止まりは避けられないとみられる。また、政府は、秋口をめどに編成を予定している3次補正予算の中に、円高対策や産業空洞化対策を盛り込む方針である。勿論、為替動向のみに基づいて金融政策が決定されるわけではないが、円高の進行によって景気下振れリスクが強まる局面では、資産買入等基金の再増額などが検討されよう。

第5表：日銀が金融緩和を行った局面での金融市場と政府の動向

	金融市場	政府	金融政策
2008年10月	1ドル=92円台まで円高進行 日経平均8,000円割れ	経済対策閣議決定	政策金利を0.50%から0.30%に引き下げ
2008年12月	1ドル=87円台まで円高進行 日経平均が再び8,000円割れ	経済対策閣議決定	政策金利を0.30%から0.10%に引き下げ 企業金融支援特別オペ導入
2009年12月	11月末に1ドル=84.82円まで円高進行 日経平均は11月に2ヵ月半ぶりの安値更新	経済対策閣議決定	固定金利型共担オペ導入
2010年3月	1ドル=88円台と約3ヵ月ぶりの円高 日経平均は2月に約2ヵ月ぶりに10,000円割れ	—	固定金利型共担オペ増額
2010年8月	1ドル=83円台まで円高進行 日経平均は年初来最安値を更新	経済対策策定に着手	固定金利型共担オペ増額、期間延長
2010年10月	9月に1ドル=82円台と約15年ぶりの円高 日経平均は8月にリーマンショック以来の9,000円割れ	経済対策閣議決定 9月15日に為替介入	包括緩和導入
2011年3月	3月17日に1ドル=76.25円と最高値更新 3月14-15日の2日間で日経平均は1,600円超下落	震災対応予算編成に着手 3月18日に為替介入	資産買入等基金増額(5兆円)
2011年8月	7月29日に4ヵ月半ぶりに1ドル=76円台まで上昇 日経平均は8月3日までの6日間で460円下落	補正予算による空洞化対策の検討に着手 8月4日に為替介入	資産買入等基金増額(10兆円)

(資料) 日本銀行資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 長期金利

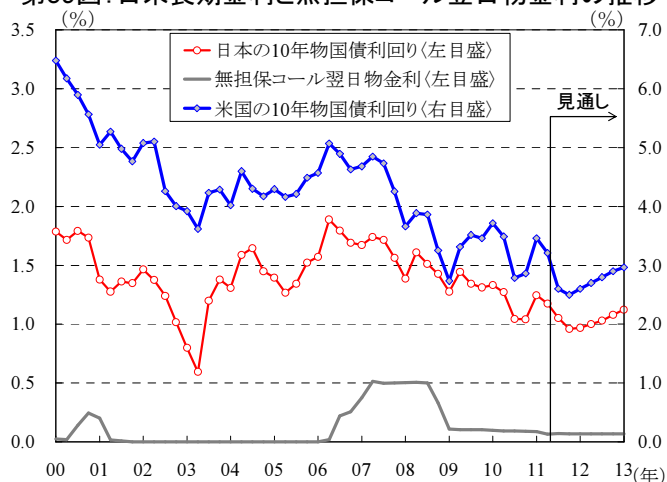
長期金利は低水準での推移を続ける公算

長期金利は、米国景気の失速懸念や欧州ソブリン問題のさらなる深刻化、日銀の追加金融緩和等を受けて低下しており、足元の新発10年物国債利回りは1%近傍で推移している。先行きも長期金利は、低水準での推移を続ける公算が大きい。長期金利に影響を与える大きな要因としては①日銀の金融政策および②米国の長期金利の動向の2つが挙げられるが、このうち①点目については、追加緩和の可能性があり、長期金利を押し下げる方向に作用するとみる。また、②点目の米国長期金利についても、景気減速を受けて当面は底這い圏内で推移する公算が大きく、日本の長期金利を下押しする要因となろう。結果、新発10年物国債利回りは当面1%前後での推移が予想され、上昇基調に転じるのは米国の10年物国債利回りが3%に近づく2012年秋以降となる見込み（第39図）。

なお、今年度は10兆円規模の復興債の発行が見込まれるものの、将来

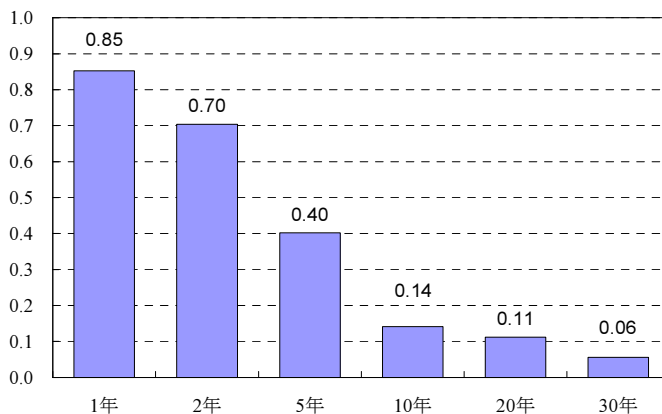
世代への負担先送りの回避という趣旨から、発行年限は5年以下が中心になるとみられる。この点、比較的短い年限の国債利回りは政策金利との相関性が高いため（第40図）、日銀が金融緩和を継続している足元の環境下では、利回りの上昇は抑制される公算が大きい。復興債の発行も長期金利の上昇要因となる可能性は限定的と考えられる。

第39図：日米長期金利と無担保コール翌日物金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第40図：年限別国債利回りと政策金利との相関関係



(注) 2000年1月から2011年7月までの月次平均値をサンプルとする自由度修正済み決定係数。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 為替

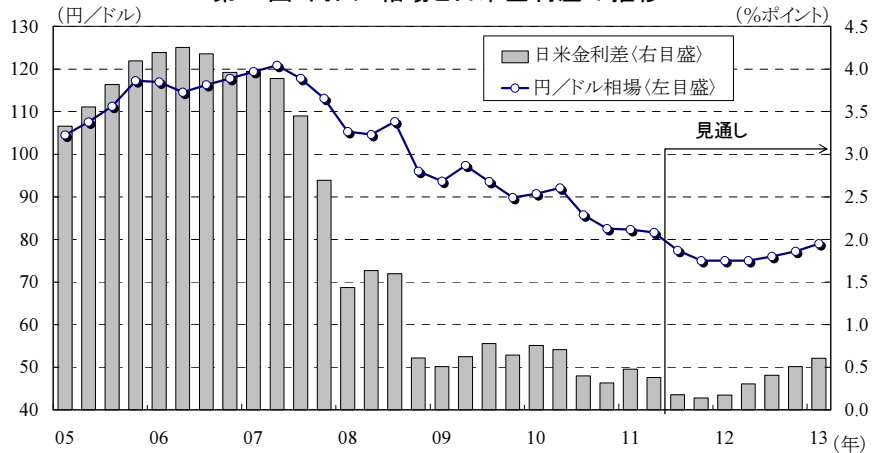
7月後半以降、円高が急進行

円ドル相場は、7月後半以降、米国の債務上限問題や景気失速懸念を背景に円高傾向が強まり、足元は1ドル=77円前後で推移している。8月4日、政府・日銀は円売り・ドル買いの単独介入を実施したが、市場の流れを反転させるには至らず、円は最高値圏内での推移を続けている。

今後も当面は、円高圧力が残る見通し

先行きでも当面は、円高圧力の残存が予想される。まず、日本の単独介入について、欧米当局は少なくとも積極的に歓迎してはおらず、政府・日銀が引き続き大規模な為替介入を行い得るのか、不透明である。また、米FRBが8月のFOMCにおいて、少なくとも2013年半ばまで超低金利政策を維持する可能性を示唆したことも円高要因となるはず。日米の金利差が相当に縮小した状態が継続する中、円が上昇し易い地合いは今後も暫く続いていくと考えられる（第41図）。円ドル相場の2012年度末にかけての予想レンジは、1ドル=70円台半ばから後半。

第41図：円ドル相場と日米金利差の推移

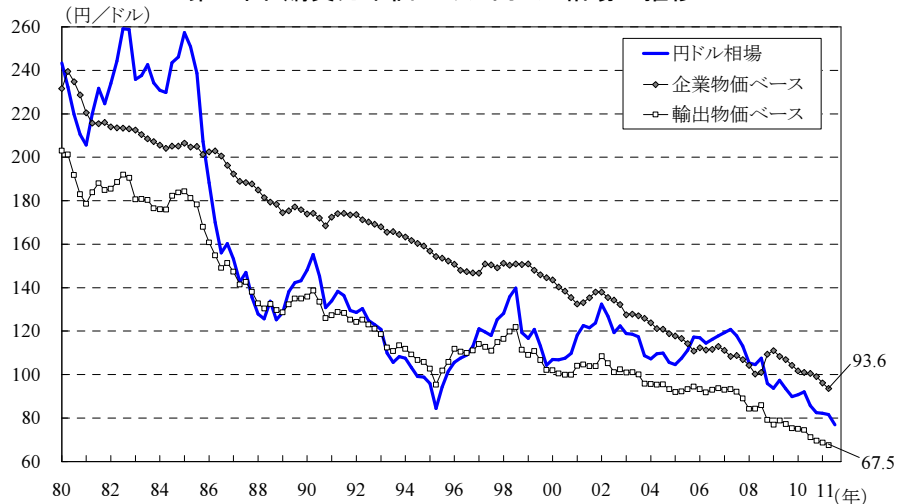


(注)『日米金利差』は、米国の2年物国債利回りから日本の2年物国債利回りを引いたもの。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

欧米等の情勢次第
 では1ドル=70円
 割れの可能性も

なお、過去において、円高のピークを画してきた輸出物価ベースの購買力平価は、足元で1ドル=60円後半の水準にある(第42図)。米国の景気後退懸念の一段の高まりや欧州ソブリン問題の想定以上の深刻化などをきっかけに、円がオーバーシュートする場合、一時的に70円を割り込むリスクも浮上してこよう。

第42図：購買力平価でみた円ドル相場の推移



(注) 1. 購買力平価 = 基準年次のレート(73年平均1ドル=271.4円) × (日本の物価指数 / 米国の物価指数)
 2. 『輸出物価』は、輸出物価指数ベースと輸出デフレーターベースの単純平均。
 (資料) 総務省、日本銀行、内閣府、米国労働省、米国商務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(石丸 康宏、高山 真、中村 逸人、西村 実季子、前原 佑香)

日本経済金融見通し

平成23年（2011年）9月9日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室
(単位：%、10億円)

見通し →

	2010				2011				2012				2013	2010年度	2011年度	2012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）																
実質GDP	9.3	▲0.7	4.0	▲2.4	▲3.7	▲2.1	1.3	3.0	2.7	3.6	1.9	2.6	0.2	2.3	▲0.5	2.5
個人消費	3.9	▲1.7	4.0	▲3.4	▲2.5	▲0.1	0.6	0.8	1.0	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	▲0.4	1.0
住宅投資	4.3	▲0.4	8.6	11.6	0.9	▲7.1	2.0	3.2	4.7	5.0	4.5	3.6	3.6	▲0.3	1.2	4.2
設備投資	6.8	10.7	4.2	0.0	▲5.5	▲3.6	5.5	9.6	10.2	12.0	4.9	2.5	▲0.0	4.2	1.3	7.4
民間在庫（寄与度）	4.1	▲2.0	2.0	0.2	▲1.3	0.4	▲0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	▲0.0	0.3
公的需要	▲1.0	▲1.2	▲0.3	▲2.3	2.4	4.8	2.4	2.7	5.3	7.1	7.0	3.4	▲6.5	0.0	2.7	4.6
公共投資	▲0.7	▲21.9	▲7.1	▲20.6	▲2.8	18.3	2.8	6.1	12.6	19.3	18.3	8.2	▲18.2	▲10.0	3.3	11.0
純輸出（寄与度）	2.1	1.4	▲0.9	▲0.3	▲0.8	▲3.0	▲0.0	0.4	▲0.8	▲0.8	▲1.5	0.3	0.6	0.9	▲1.0	▲0.5
財貨・サービスの輸出	26.9	29.7	2.9	▲3.9	0.0	▲18.1	16.0	3.0	6.1	8.4	10.5	11.3	11.8	17.0	▲1.8	8.7
財貨・サービスの輸入	11.2	21.1	10.9	▲2.6	5.8	▲0.2	22.5	0.9	16.3	18.8	28.2	11.7	9.6	11.0	6.4	16.4
名目GDP	8.7	▲3.4	2.1	▲3.9	▲5.8	▲6.0	▲0.8	2.2	1.4	2.4	0.3	1.1	▲1.3	0.4	▲2.7	1.2
GDPデフレーター（前年比）	▲2.8	▲2.0	▲2.1	▲1.6	▲1.9	▲2.2	▲2.4	▲2.1	▲1.9	▲1.2	▲1.3	▲1.3	▲1.3	▲1.9	▲2.2	▲1.3
鉱工業生産（前期比）	7.3	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲4.0	7.2	2.2	1.1	1.9	1.3	1.7	1.1	9.0	0.8	7.8
国内企業物価（前年比）	▲1.6	0.2	▲0.2	1.0	1.7	2.4	2.9	2.2	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1	0.7	2.1	1.0
消費者物価<除く生鮮食品> （前年比）	▲0.9	▲1.0	▲1.1	▲0.8	▲0.8	▲0.2	▲0.3	▲0.6	▲0.8	▲1.1	▲0.8	▲0.6	▲0.3	▲0.9	▲0.5	▲0.7
2. 国際収支																
貿易収支	2,380	1,811	1,967	1,778	910	▲1,254	▲416	▲371	▲447	480	909	163	▲142	6,465	▲2,488	1,409
経常収支	4,531	3,904	4,405	4,321	3,260	1,860	2,759	2,863	2,845	3,831	4,318	3,630	3,385	15,889	10,327	15,164
3. 金融																
無担保コール翌日物	0.10	0.10	0.10	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1
ユーロ円TIBOR（3ヵ月物）	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
新発10年国債利回り	1.3	1.3	1.0	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.0	1.1
円相場（円/ドル）	91	92	86	83	82	82	77	75	75	75	76	77	79	86	77	77

(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。

主要経済金融指標(日本)
2011年8月19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]

	2009年度	2010年度	2010年			2011年				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 2.4	2.3	▲ 2.5 (2.1)	▲ 3.6 (▲ 1)	▲ 1.3 (▲ 1.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.2	2.0	▲ 0.2 (2.1)	▲ 1.9 (▲ 0.5)	▲ 0.4 (▲ 1.7)	▲ 6.4 (▲ 4.5)	1.7 (▲ 4.0)	1.8 (▲ 1.4)	2.3 (0.2)	
鉱工業生産指数	▲ 8.8	8.9	▲ 0.1 (5.9)	▲ 2.0 (▲ 3)	▲ 4.0 (▲ 6.8)	▲ 15.5 (▲ 13.1)	1.6 (▲ 13.6)	6.2 (▲ 5.5)	3.8 (▲ 1.7)	
鉱工業出荷指数	▲ 8.3	9.3	▲ 0.3 (6.4)	▲ 1.9 (▲ 3)	▲ 5.9 (▲ 8.4)	▲ 14.6 (▲ 12.1)	▲ 2.6 (▲ 16.1)	5.3 (▲ 8.0)	8.1 (▲ 1.8)	
製品在庫指数	▲ 6.1	3.5	▲ 0.6 (3.8)	1.0 (3.5)	3.2 (4.0)	▲ 4.2 (3.5)	0.5 (3.3)	5.6 (7.7)	▲ 2.8 (4.0)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	120.4	108.2	111.0 [114.7]	106.9 [106.3]	119.1 [106.5]	108.6 [103.4]	124.8 [105.0]	120.7 [107.5]	111.9 [106.9]	[109.0]
国内企業物価指数	▲ 5.2	0.7	0.4 (0.98)	1.1 (1.7)	1.2 (2.4)	0.6 (2.0)	0.9 (2.5)	▲ 0.2 (2.1)	0.1 (2.6)	0.2 (2.9)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 1.6	▲ 0.8	0.3 (▲ 0.5)	▲ 0.3 (▲ 0.2)	0.7 (0.5)	0.2 (▲ 0.1)	0.2 (0.6)	0.0 (0.6)	▲ 0.3 (0.4)	
稼働率指数 (2005年=100)	80.0	88.0	88.4 [81.8]	86.1 [89.5]	80.4 [89.8]	73.6 [90.1]	72.8 [90.0]	82.1 [90.5]	86.4 [88.9]	[88.5]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 20.4	9.1	▲ 4.3 (5.6)	5.6 (8.9)	2.5 (9.8)	1.0 (9.1)	▲ 3.3 (▲ 0.2)	3.0 (10.5)	7.7 (17.9)	
製造業	▲ 27.9	18.3	▲ 1.7 (11.5)	5.3 (16.3)	▲ 0.2 (17.2)	▲ 0.8 (18.3)	▲ 2.7 (7.4)	▲ 1.4 (22.5)	9.3 (21.1)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 14.7	2.7	▲ 5.1 (0.3)	1.4 (3.5)	5.0 (4.2)	0.1 (3.1)	2.9 (▲ 5.2)	▲ 5.4 (1.5)	15.7 (15.4)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 24.2	21.3	1.2 (23.9)	▲ 2.4 (6.6)	6.1 (9.0)	▲ 13.9 (▲ 3.1)	8.0 (1.9)	8.4 (16.9)	1.1 (9.3)	
建設受注	▲ 14.2	▲ 5.2								
民需	▲ 15.3	▲ 2.6								
官公庁	▲ 11.1	▲ 12.1								
公共工事請負金額	4.9	▲ 8.8								
新設住宅着工戸数(年率万戸)	77.6 (▲ 25.4)	81.9 (5.6)	84.3 (6.9)	84.2 (3.2)	81.0 (4.1)	80.7 (▲ 2.4)	79.8 (0.3)	81.5 (6.4)	81.7 (5.8)	
新設住宅床面積	(▲ 21.5)	(9.0)	(11.0)	(6.0)	(3.8)	(▲ 0.5)	(1.1)	(5.8)	(4.6)	
小売業販売額	▲ 0.4	0.8								
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.0	▲ 1.0	▲ 1.5 (▲ 1.5)	▲ 2.6 (▲ 3.7)	0.0 (▲ 3.0)	▲ 2.7 (▲ 8.9)	0.6 (▲ 3.0)	▲ 0.3 (▲ 1.9)	0.8 (▲ 4.2)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.7	73.4	74.5 [74.8]	71.9 [74.1]	74.1 [72.4]	72.6 [78.0]	72.9 [72.7]	74.7 [72.9]	73.6 [71.8]	[75.4]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 8.5	6.8	▲ 0.6 (5.7)	1.2 (1.7)	▲ 2.6 (▲ 2.0)	▲ 3.4 (▲ 1.0)	▲ 1.8 (▲ 3.9)	0.9 (▲ 2.1)	2.2 (0.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 3.3	0.6								
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	▲ 77,894	23,384	28,038 ▲ 109,743	33,848 1,683	28,033 10,188	35,975 6,085	28,654 3,912	24,914 15,833	30,531 10,821	20,627
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.45	0.56	0.57 [0.44]	0.62 [0.47]	0.62 [0.50]	0.63 [0.48]	0.61 [0.48]	0.61 [0.50]	0.63 [0.52]	[0.53]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.2	5.0	5.0	4.7	4.7	4.6	4.7	4.5	4.6	
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	39.9	44.2	43.0 [36.73]	40.1 [42.77]	38.0 [48.33]	27.7 [47.40]	28.3 [49.80]	36.0 [47.70]	49.6 [47.50]	52.6 [49.80]
企業倒産件数 (実数、件数)	14,732 (▲ 8.7)	13,065 (▲ 11.3)	3,299 (▲ 6.5)	3,211 (▲ 7.3)	3,312 (▲ 0.3)	1,183 (▲ 9.9)	1,076 (▲ 6.7)	1,071 (4.8)	1,165 (1.4)	1,081 (1.4)

(注)失業率は、3月以降岩手県、宮城県及び福島県を除く。

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]

	2009年度	2010年度	2010年		2011年			2011年				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月		
通関輸出	▲17.1	14.9	(10.0)	(2.5)	(▲8.1)	(▲2.3)	(▲12.4)	(▲10.3)	(▲1.6)	(▲3.3)		
価格	▲7.0	0.2	(1.2)	(▲0.0)	(0.2)	(1.0)	(▲0.9)	(0.5)	(1.1)	(2.0)		
数量	▲9.9	14.6	(8.6)	(2.4)	(▲8.3)	(▲3.3)	(▲11.6)	(▲10.8)	(▲2.7)	(▲5.2)		
通関輸入(円建)	▲25.2	16.0	(11.3)	(11.4)	(10.4)	(12.0)	(9.0)	(12.4)	(9.9)	(9.9)		
価格	▲18.4	3.3	(1.6)	(4.0)	(7.4)	(6.2)	(7.6)	(6.5)	(8.0)	(12.9)		
数量	▲7.3	12.4	(9.6)	(7.2)	(2.8)	(5.5)	(1.3)	(5.5)	(1.7)	(▲2.7)		
経常収支(億円)	157,817	161,255	36,482	39,866	15,232	17,386	4,056	5,907	5,269			
貿易収支(億円)	65,996	64,955	19,233	5,577	▲10,587	2,368	▲4,175	▲7,727	1,315			
サービス収支(億円)	▲18,185	▲12,730	▲3,984	▲771	▲5,595	306	▲4,213	▲176	▲1,206			
資本収支	▲123,113	▲97,221	▲10,192	▲34,301	7,914	▲7,546	11,466	▲1,638	▲1,914			
外貨準備高(百万ドル)	1,042,715	1,116,025	1,096,185	1,116,025	1,137,809	1,116,025	1,135,549	1,139,524	1,137,809	1,150,877		
対ドル円レート(期中平均)	92.80	85.69	82.59	82.32	81.70	81.79	83.35	81.23	80.51	79.47		

3. 金融

	2009年度	2010年度	2010年		2011年			2010年				
			10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月		
コール・レート (無担保翌日物)	0.102	0.091	0.090	0.088	0.067	0.085	0.062	0.069	0.069	0.073		
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.516	0.356	0.336	0.336	0.332	0.336	0.333	0.332	0.332	0.332		
新発10年国債利回り (末値)	1.353	1.127	1.072	1.242	1.160	1.255	1.200	1.150	1.130	1.080		
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.449	1.357	1.382	1.357	1.349	1.357	1.359	1.346	1.349			
日経平均株価 (225種、末値)	11,090	9,755	10,229	9,755	9,816	9,755	9,850	9,694	9,816	9,833		
M2平残	(2.9)	(2.7)	(2.6)	(2.4)	(2.8)	(2.6)	(2.7)	(2.7)	(2.9)	(2.9)		
広義流動性平残	(0.5)	(0.6)	(0.3)	(▲0.3)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.3)	(0.4)	(0.8)		
貸出資金吸収動向												
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.8)	(▲1.9)	(▲2.0)	(▲1.8)	(▲0.8)	(▲1.7)	(▲1.0)	(▲0.8)	(▲0.6)	(▲0.5)	
	銀行計	(0.8)	(▲2.0)	(▲2.1)	(▲1.9)	(▲0.8)	(▲1.8)	(▲1.0)	(▲0.8)	(▲0.6)	(▲0.6)	
	都銀等	(▲0.4)	(▲4.2)	(▲4.6)	(▲4.6)	(▲2.8)	(▲4.6)	(▲3.1)	(▲2.7)	(▲2.7)	(▲2.7)	
	地銀	(2.4)	(0.6)	(0.9)	(1.2)	(1.5)	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	
	地銀Ⅱ	(1.3)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.0)	(0.9)	(0.8)	(0.7)	(0.7)	(1.1)	(1.3)	
信金	(0.8)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲1.1)	(▲0.7)	(▲1.0)	(▲0.8)	(▲0.7)	(▲0.6)	(▲0.4)		
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.2)	(2.7)	(2.6)	(2.7)	(2.6)	(2.8)	(2.6)	
	都銀	(3.0)	(2.6)	(3.0)	(1.8)	(2.3)	(2.6)	(2.5)	(2.1)	(2.2)	(1.5)	
	地銀	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.4)	(2.9)	(3.0)	(3.4)	(3.7)	(4.0)	
地銀Ⅱ	(1.8)	(0.6)	(0.1)	(0.9)	(2.0)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(2.2)	(2.6)		

(注)金利は期中平均値

(資料)内閣府、経済産業省、財務省、総務省、厚生労働省、国土交通省、日本銀行、東京商工リサーチ、保証事業会社協会等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

Ⅱ. 米国

～年後半も低成長継続、来年も回復ペースは緩やかに～

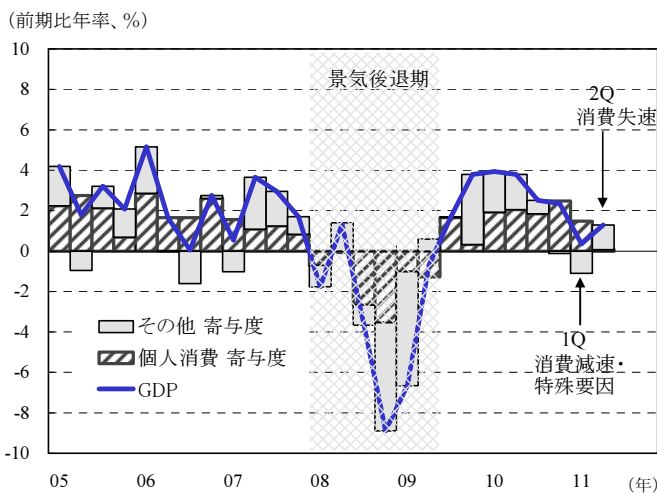
1. 景気の現状

低迷が継続

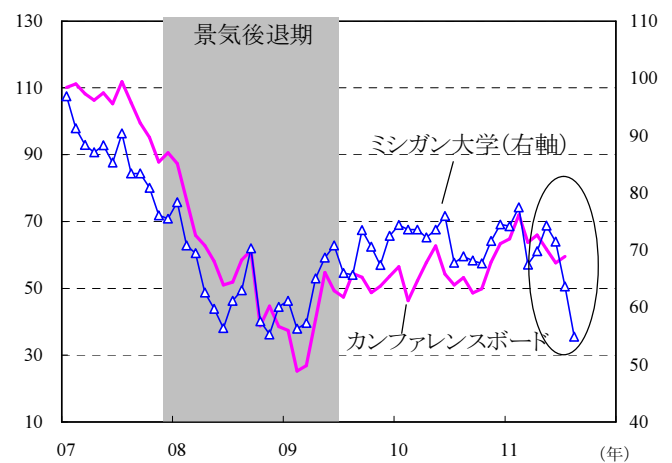
米国景気は年初より弱めの状態が継続している（第1図）。今年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率1.3%にとどまり、1-3月期の成長率も速報値の同1.8%から同0.4%に下方修正された。低成長の主因は、最大の需要項目である個人消費の低迷にある。個人消費は、好調であった昨年10-12月期（前期比年率3.6%）から、1-3月期にガソリン高を主因に減速（同2.1%）した後、4-6月期は東日本大震災に伴うサプライチェーン障害やマインド悪化も加わり失速（同0.1%）する展開となった。

直近の状況を月次の指標で確認すると、雇用や消費、生産など7月の経済活動はやや持ち直している一方、消費者信頼感指数（ミシガン大学調査）は景気後退期を示唆する水準まで低下するなど、景気先行きへの懸念を一段と強めるものも目立つ（第2図）。

第1図：GDPの推移



第2図：消費者センチメント



2. 今後の見通し

<概要>

年後半も低成長が
継続

米国経済は年後半も低成長が継続する可能性が高まりつつある。ガソリン価格下落やサプライチェーン障害復旧などのプラス材料はあるものの、グローバルに製造業のモメンタムが鈍化していたところへの一連の欧米債務問題や株価急落は、マインド悪化等を通じ年後半の大きな下押し圧力になろう。雇用は底堅さを残していたが、足元では人員削減計画が相次ぐ状況となっている。当面は増勢鈍化が見込まれ、成長を下支えすることは難しそうだ。

来年の回復も緩やかに

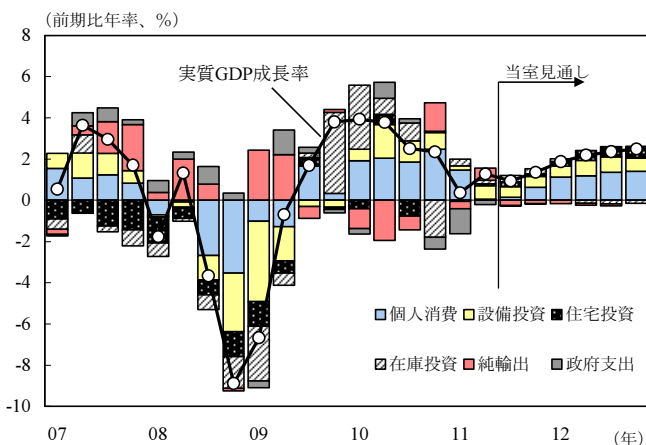
その後、来年にかけては持ち直しの動きが想定されるものの、回復のペースは緩慢なものにとどまる見込みだ（第3図）。グローバルな製造業のモメンタムは循環的な回復局面に入るとみられるが、低迷している住宅市場に加え、欧州債務問題や米国政治・財政への懸念などが景気抑制要因として働こう。欧州債務問題は、金融市場と実体経済の間で悪循環に陥っており、①欧米金融機関の貸出態度慎重化、②欧州経済減速に伴う輸出・企業収益減少、という双方の経路で米国経済にマイナスに作用しよう。

また、米国民間部門のバランスシート調整は、家計の債務残高（対可処分所得比）などでみると調整終了の目処に近い状態にあるが、政府が民間債務を実質的に肩代わりしてきたことにより調整が進展した部分もある（第4図）。金融危機からの回復過程における政治・財政懸念の高まりはごく一般的にみられるパターンと言える。

下振れリスクは一次
産品高、緊縮財政
など

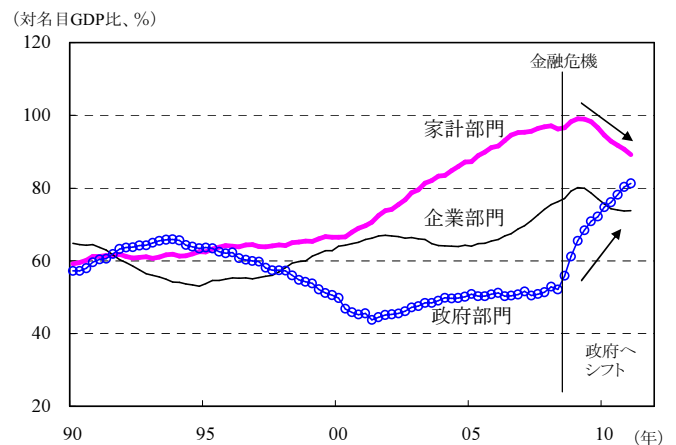
こうしたなか一段の景気下振れリスクとしては、①一次産品・原材料高の長期化による家計の実質購買力の低下、②短期間で一段の緊縮財政の実施、③欧州債務問題の混乱拡大、④新興国の金融引き締めに伴う大幅景気減速、などが挙げられる。

第3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

第4図：非金融部門の債務残高



（資料）FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<詳細>

(1) 雇用・消費

足元までの雇用は緩やかな改善が継続

雇用・消費は緩やかな改善が続いてきた。雇用統計における民間部門雇用者数は5月、6月は低い伸びにとどまったものの、7月は117千人増となりやや持ち直した。企業は、金融危機以降の生産増加に際し、生産性上昇での対応局面から、雇用者数増加で対応する局面に変化しつつあったとみられ、年前半の低成長下でも雇用は比較的底堅く推移してきた。足元でも週次の新規失業保険申請件数は減少傾向を維持している。

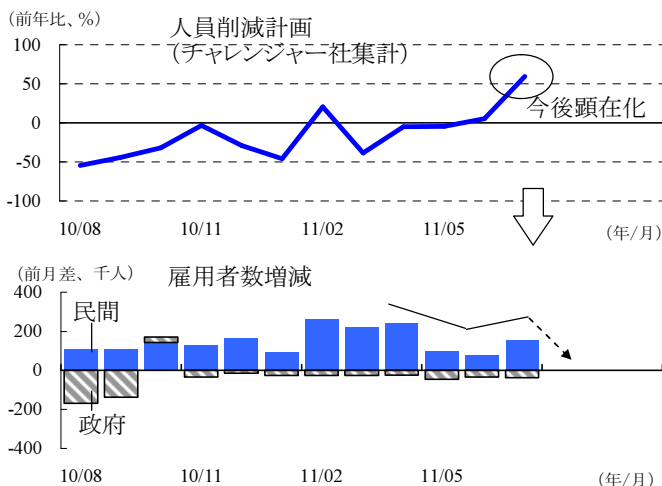
しかしながら、直近の欧米債務問題や新興国の減速懸念などを受け、企業からは人員削減計画発表が相次ぐ状況となっているため、当面は増勢鈍化が見込まれる(第5図)。また、政府部門雇用は州地方政府を中心として減少が続いている。財政再建圧力の強まりもあり当面は削減が継続しよう。

雇用・消費ともに当面は弱めの動きに

個人消費は、ガソリン価格上昇やサプライチェーン障害などの影響で年初より伸びが鈍化してきた。直近については、ガソリン高からの追加的な下押し圧力減退もあり、7月の小売売上高は前月比0.5%と6月(同0.3%)から伸び率が高まった。しかし、前述の通り8月の消費者信頼感指数(ミシガン大学調査)は54.9と7月(63.7)から急低下し約30年ぶりの低水準となっている。昨今の債務問題をめぐる混乱や株価急落が要因とみられ、当面の消費は低調になろう。サプライチェーン障害復旧に伴い、年後半に期待された日本車への需要も、マインド悪化を受け先送りの可能性がある。

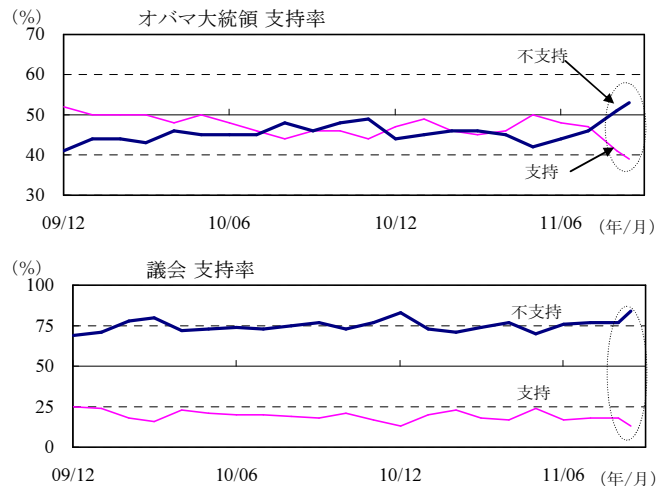
不支持率が就任来最高となっているオバマ大統領(第6図)は、休会明けの議会で給与税減税や失業保険給付の延長を取り上げたい意向だ。それらの成立可否とともに、政府への信認の動向も注目される。

第5図：雇用情勢



(資料)米労働省、チャレンジャー社より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：世論調査結果



(資料)Gallup社より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 企業部門

製造業のモメンタムは鈍化

米国 ISM 製造業指数をはじめ各国製造業 PMI（企業へのヒアリングに基づく景気指数）は春以降低下傾向にあり、グローバルに製造業のモメンタムは鈍化している。

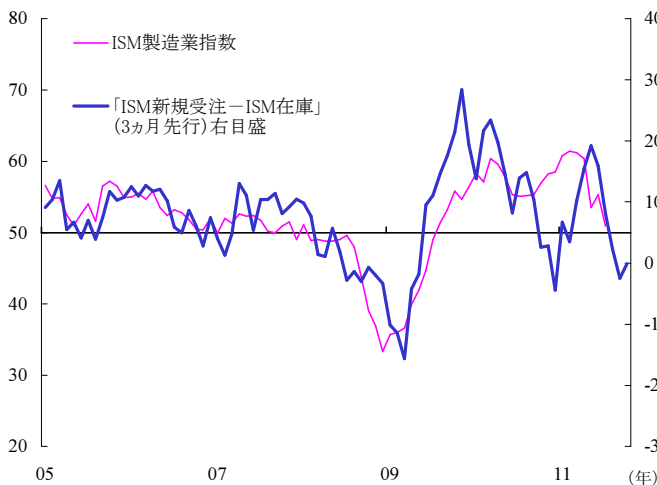
循環的な持ち直しはあるもペースは緩やかに

在庫循環の動向を示す出荷在庫バランス（「ISM 新規受注－ISM 在庫指数」など）は、景気後退期以外の過去の在庫循環サイクルにおいては底である水準まで低下している（第 7 図）。景気後退に陥らないとすれば自律的に反発、出荷在庫バランスの改善にラグを伴い、ISM 指数も秋頃には反転が見込まれる。しかし、その場合でも欧州債務問題や新興国の減速などが抑制要因として働き、受注の顕著な改善は見込み難いことから、生産活動の回復ペースは緩やかなものにとどまるだろう。

設備投資は、金融危機後のペントアップディマンドに支えられた急ピッチな伸びが終了し、足元では巡航速度での回復が続いている。製造業の循環的な持ち直しに伴い今後も回復が続くとみられるが、設備稼働率は依然として過去の平均より低く、市場混乱が長引き企業マインドが悪化すれば設備投資の抑制意欲が強まりやすい状況であり、注意が必要だ（第 8 図）。

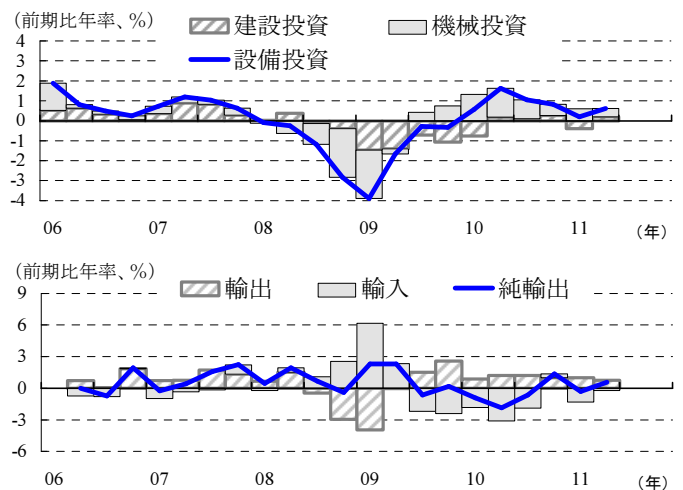
輸出に関しては、足元では欧州、アジア、中南米の各地域向けともに減速している。先行きは上記循環サイクルが他国でも想定され、緩やかに持ち直すとみられるが、直近の回復局面における世界経済の成長率は金融危機前のバブル期（2000 年代前半）よりも高かったことから、輸出の増加ペースの加速にも限界がある（第 8 図）。

第 7 図：在庫循環



(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 8 図：設備投資と輸出入（GDP への寄与）



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 住宅市場

底這いが続く

住宅市場は底這いが続いている。7月の住宅着工件数は前月比▲1.5%の年率60.4万戸となり、建設業者の景況感を示すNAHB住宅市場指数は前月から横這いの15となった。いずれも過去最低に近い状態から回復の兆しがうかがわれない。

このように着工は低水準であるが、高水準の差し押さえが続いていることから中古住宅在庫が高止まりしており、需給環境の改善が進んでいない(第9図)。直近の住宅差し押さえ件数(RealtyTrac社調査、7月)は前年比▲35%と3年8ヶ月ぶりの低水準になったが、金融機関による住宅差し押さえ手続き不備問題が尾を引いているためであり、差し押さえ物件の一本調子での減少は期待しづらい。

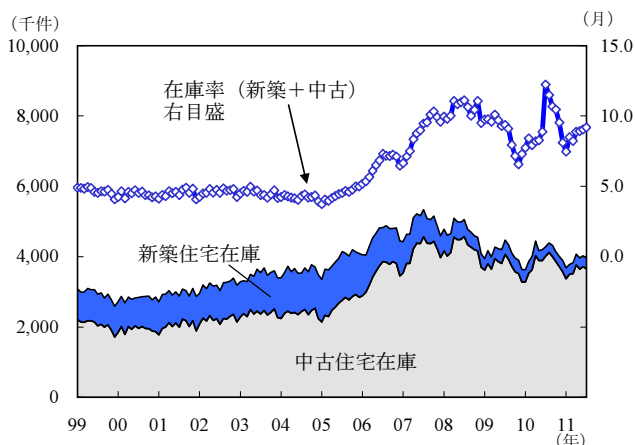
オバマ政権は8月になり、GSE(ファニーメイ、フレディマック)が保有する差し押さえ物件の「販売・賃貸アイデア」を公募している状況であり、政策は手詰まりの様だ。

住宅価格は低迷

住宅価格については、家賃・所得・名目GDPなどと比較すると、バブル崩壊後の調整はかなり進んでおり割高感が強い状況ではないが、当面は上記住宅市場の需給悪化が、住宅価格に下落圧力をかけ続けよう。

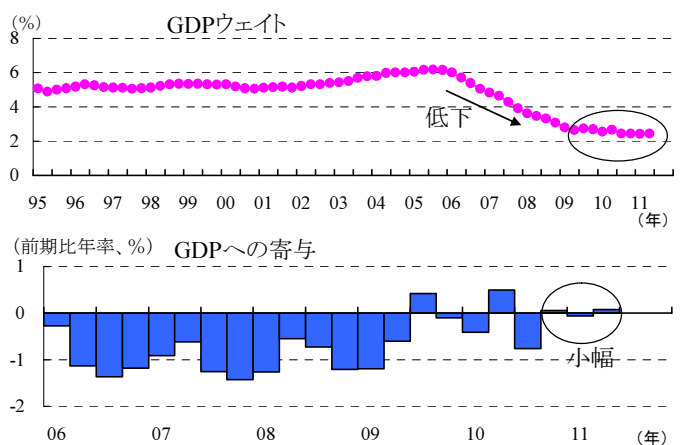
住宅投資は、GDPに占めるウェイトが6%から2%近傍まで低下しており、これらの下振れが経済全体へ与える直接的な影響は弱まっているが(第10図)、住宅価格低迷や関連支出減少などを通じた景気への下押し圧力の程度には目配りが必要だ。

第9図：住宅在庫



(資料)米商務省、NARより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：住宅投資



(資料)米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価動向と金融政策

コア物価は高めの
伸び

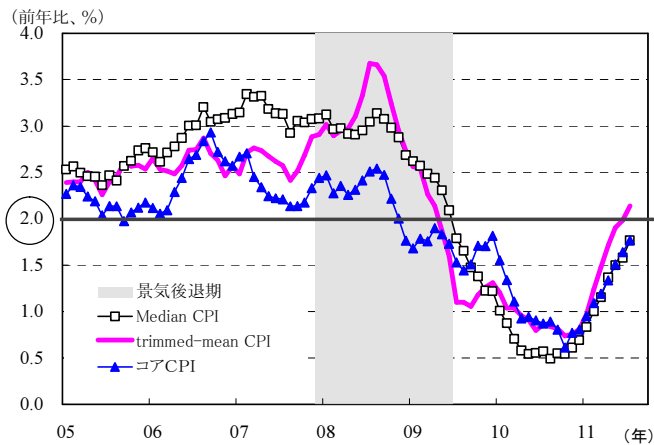
足元のエネルギー・食料を除くコア物価は成長ペースに比し高めで推移している（第11図）。背景には、①エネルギー関連がコア指数にも含まれていること、②東日本大震災の影響、③ドル安に伴う輸入物価高、④持ち家からのシフトに伴う家賃の上昇、など景気との関係が低い項目の影響がある。ガソリン価格鈍化などに伴い、コア指数も一旦は伸び率鈍化が見込まれる。現在の米国は日本のバブル崩壊時と物価の動きが異なっているが、上記要因が剥落し低成長が続いた場合には、日本と同様の経路に戻る可能性も否定できない（第12図）。

低金利政策は長期
化へ

金融政策については、連邦準備制度理事会（FRB）は、8月9日の連邦公開市場委員会（FOMC）声明文において、景気見通しを下方修正した結果、「現行の低金利政策が少なくとも2013年央まで正当化される」との予測を示した。従来は『extended period』という表現を用い、数ヵ月先から長くても半年程度という低金利政策の時間軸を示唆していたため、大幅な変更である。

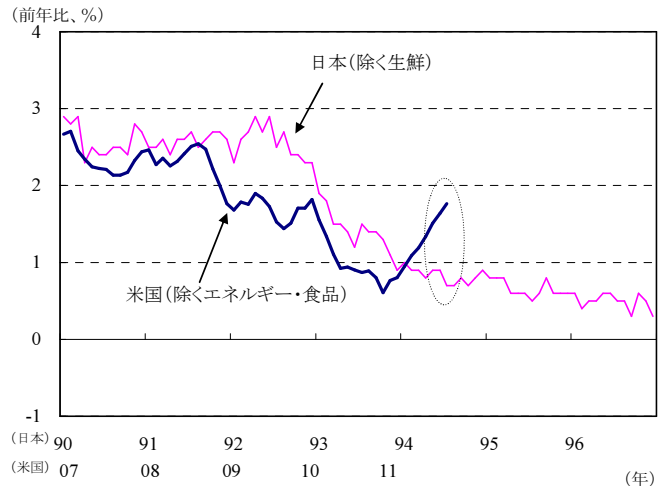
声明文では一段の措置についても議論したとされ、次回9月20日のFOMCにおいて追加金融緩和（保有資産の満期長期化など）に踏み切る可能性も現実味を帯びてきた。しかし、金利が歴史的低水準となっている現環境下で、追加金融緩和が実体経済へ影響を与えることは難しく、市場での期待感の強い一段の国債購入（所謂QE3）がアナウンスメント効果をもたらす程度ではないか。成長ペースが緩やかにとどまるなか、低金利政策はFRBの予測通り長期にわたることとなる。

第11図：物価の基調



(注) “Median CPI”は物価上昇率順に並べて中央に位置する品目の価格を見たもの
“Trimmed-mean CPI”は物価上昇率の上位8%と下位8%を除いて算出
(資料) 米労働省、ダラス連銀、クレーブランド連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：消費者物価（日本のバブル崩壊時との比較）



(資料) 米労働省、総務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 長期金利

長期金利の上昇余地は限定的

長期金利は8月に入り、一連の欧米債務問題や景気後退懸念の強まりなどから、大幅に低下した(第13図)。景気低迷に、FRBによる低金利政策の時間軸強化も加わり、当面の長期金利上昇余地は限られよう。

第13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

(栗原 浩史)

(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23年（2011年）8月19日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

見通し →

(単位：%、億ドル)

	2010				2011				2012				2010	2011	2012
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	実績	見通し	見通し
1. 実体経済（前期比年率）															
名目GDP	5.5	5.4	3.9	4.2	3.1	3.7	2.4	2.8	3.5	3.8	4.1	4.2	4.2	3.5	3.4
実質GDP	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	0.9	1.4	1.9	2.2	2.4	2.5	3.0	1.5	1.8
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.1	0.2	0.9	1.6	1.7	1.9	2.0	2.0	1.8	1.3
設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	6.3	5.0	5.0	5.0	7.0	7.0	6.0	4.4	6.7	5.8
住宅投資	▲15.3	22.8	▲27.7	2.5	▲2.5	3.8	10.0	5.0	10.0	20.0	20.0	20.0	▲4.3	▲0.8	12.4
在庫投資(2005年連鎖価格)	399	646	923	383	491	496	600	680	720	670	610	560	588	567	640
(同、前期比年率寄与度)	(3.1)	(0.8)	(0.9)	(▲1.8)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(1.4)	(▲0.0)	(0.1)
純輸出 (2005年連鎖価格)	▲3,768	▲4,374	▲4,587	▲4,142	▲4,244	▲4,057	▲4,140	▲4,191	▲4,242	▲4,271	▲4,300	▲4,284	▲4,218	▲4,158	▲4,274
(同、前期比年率寄与度)	(▲1.0)	(▲1.9)	(▲0.7)	(1.4)	(▲0.3)	(0.6)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	▲0	▲0	0	(▲0.5)	(0.0)	(▲0.1)
政府支出	▲1.2	3.7	1.0	▲2.8	▲5.9	▲1.1	▲0.1	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	▲1.9	▲0.1
最終需要(国内民間)	2.5	5.2	2.6	4.2	1.9	1.0	1.1	1.5	2.3	2.9	3.1	3.1	2.1	2.3	2.2
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.8	0.8	▲2.0	▲1.1	0.1	0.8	1.2	1.5	5.3	2.8	0.0
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.4	9.3	9.6	9.1	9.4
生産者物価（前年比）	4.8	4.4	3.8	3.8	4.9	7.1	7.4	6.2	3.6	2.2	2.2	2.6	4.2	6.4	2.7
消費者物価（前年比）	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	3.4	3.4	3.1	2.1	1.4	1.4	1.6	1.6	3.0	1.6
2. 国際収支															
貿易収支(財)	▲1,528	▲1,660	▲1,678	▲1,592	▲1,825	▲1,912	▲1,850	▲1,855	▲1,860	▲1,885	▲1,910	▲1,935	▲6,459	▲7,441	▲7,590
経常収支	▲1,183	▲1,203	▲1,201	▲1,122	▲1,193	▲1,374	▲1,379	▲1,384	▲1,389	▲1,414	▲1,439	▲1,464	▲4,709	▲5,331	▲5,707
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
ユーロドル（3ヵ月物）	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
国債流通利回り（10年物）	3.7	3.5	2.8	2.9	3.5	3.2	2.6	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.2	2.9	2.8

(注) ・在庫投資と純輸出は年率換算した実額。

・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。

Ⅲ. 西欧

～ユーロ圏は足元で急減速、英国は来年にかけて低成長が続く～

1. ユーロ圏

(1) 景気の現状

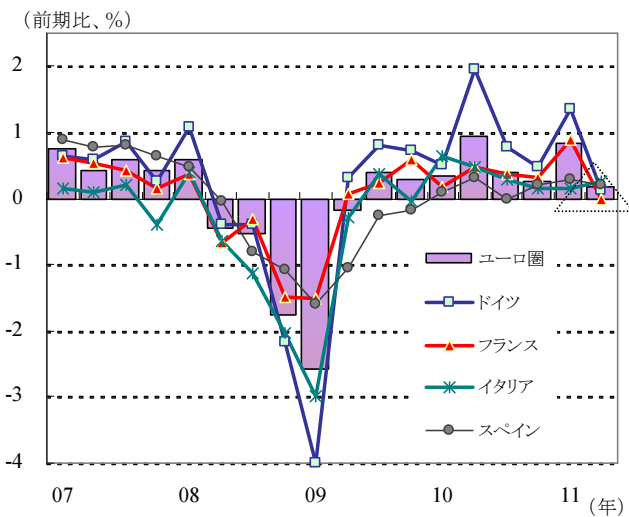
第2四半期は急減速

今春まで堅調だったユーロ圏の景気は、足元で急減速している。第2四半期の実質 GDP 成長率は前期比 0.2%と、前期（同 0.8%）から大幅に低下した。国別にみると、従来ユーロ圏全体を牽引していたドイツとフランスがそれぞれ前期比 0.1%（←前期：同 1.3%）、同 0.0%（←前期：同 0.9%）と落ち込み、変調をきたしていることが窺われる（第1図）。

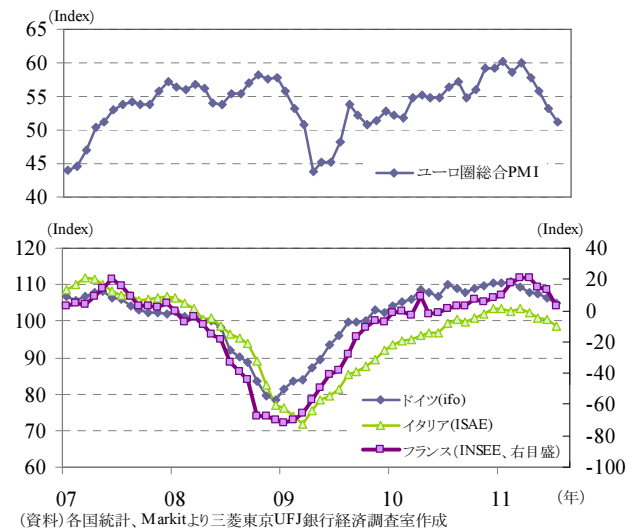
企業マインドも急速に悪化

速報性の高い月次の企業センチメント指数も、今年3月頃をピークに7月にかけて急速に悪化している。ユーロ圏全体の総合 PMI（購買担当者指数）は7月に 51.1 と、経済活動の拡大・縮小の境目である 50 にかなり近付いた。個別国をみても、ドイツ（ifo 将来期待指数）、フランス（INSEE 生産期待指数）、イタリア（ISAE 総合指数）ともに足元で下落ピッチが強まっている（第2図）。

第1図：ユーロ圏国別実質 GDP 成長率



第2図：ユーロ圏と主要国の企業センチメント



欧州ソブリン問題の拡大が背景

この背景には、これまで好調だった輸出の伸びが鈍化したこともあるが、欧州ソブリン問題の拡大を受けて先行き不透明感が高まっていることが大きいと思われる。

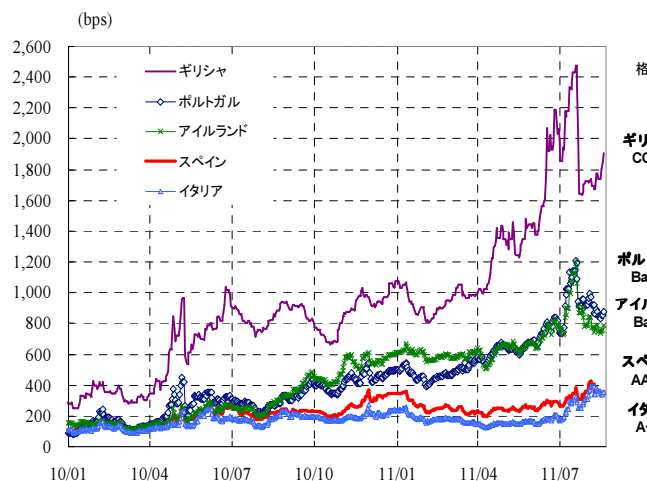
ギリシャ向け第2次支援がまとまるも、懸念はイタリア・スペインまで波及

まず、6～7月にはギリシャの来年の資金繰り懸念が浮上したことをきっかけに、ポルトガルとアイルランドも含めて財政不安が強まり、信用リスクを示すCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）が急上昇した（第3図）。7月21日の臨時ユーロ圏首脳会議にてギリシャ向け第2次金融支援（ポルトガルとアイルランド向け措置を含む）が基本合意に至ったことから、これら3カ国に対する懸念は一旦後退したが、一方で、イタリアやスペインの債務問題への対応策が不十分との懸念が金融市場で台頭した。7月末頃から両国および（両国向け債権の大きい）フランスの銀行の株価が急落し、それが欧州各国の株価全体に波及する展開となった（第4図）。

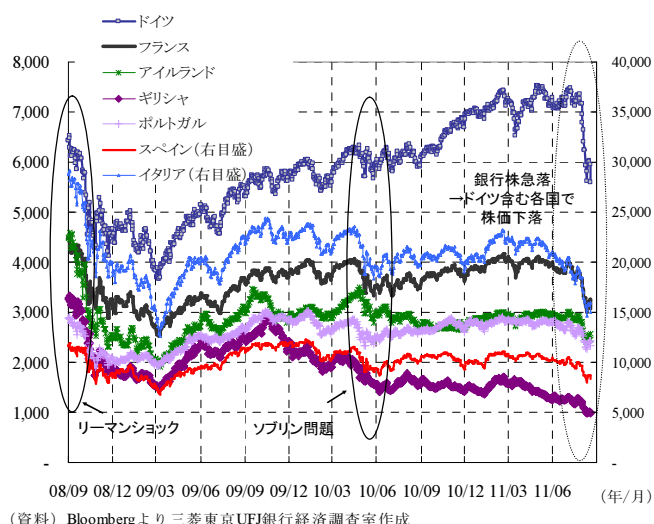
現状、市場は小康状態を保つも、予断を許さない状況

その後、ECB（欧州中銀）によるイタリア・スペイン国債の購入開始（8月8日）や、フランスやイタリア、スペイン、ベルギーによる銀行株の空売り規制導入（8月12日）を受けて、CDS市場は小康状態となり、各国の株価も下げ止まっている。しかし、夏季休暇シーズン明けの9月には、ギリシャ向け第2次金融支援の具体化やイタリア・スペイン向け抜本対策の議論が難航することが見込まれ、予断を許さない状況といえる。

第3図：欧州周縁国のCDS（期間5年）



第4図：ユーロ圏各国の株式指数



(2) 今後の見通し

<概要>

来年は財政緊縮により1.0%成長にとどまる見込み

ユーロ圏経済は来年にかけて景気停滞が避けられそうにない。実質GDP成長率は、今年後半は四半期ベースで前期比横ばい程度にとどまり、今年通年では1.6%と予想する。来年は、四半期ベースで前期比小幅なプラス成長を維持しようが、通年の成長率は1.0%まで減速するとみる(第5図)。

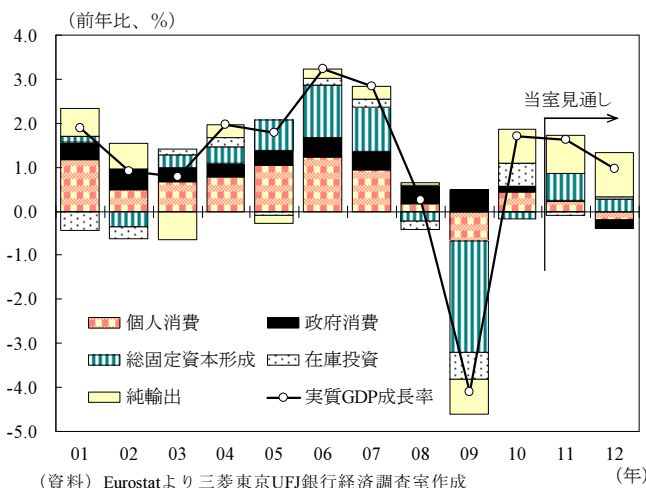
景気の牽引役である輸出については、アジア経済が来年にかけても比較的堅調とみられることから、一定の伸びを確保すると思われる。しかし、欧州ソブリン問題が発生した昨年以降、ドイツやフランスも含めてユーロ圏各国は財政緊縮に取り組んでおり、特に周縁国は大規模な緊縮を避けられない状況にある。これが景気を強く下押ししよう。

また、足元の銀行株急落に象徴されるように、ソブリン問題は各国金融機関の不安材料になっており、周縁国のみならずドイツやフランスにおいても今後、銀行の貸出抑制につながるおそれがある。

ECBは少なくとも来年末まで金利据え置きへ

こうしたなかECBは、景気が回復傾向にあった4月に利上げに踏み切り、7月には追加利上げを実施したが、今後は景気低迷が続くなかで、少なくとも来年末まで政策金利を据え置くと予想する。

第5図：ユーロ圏実質GDP成長率の見通し



<詳細>

① 企業部門

輸出の伸びは年末にかけて減速、来年には底打ちへ

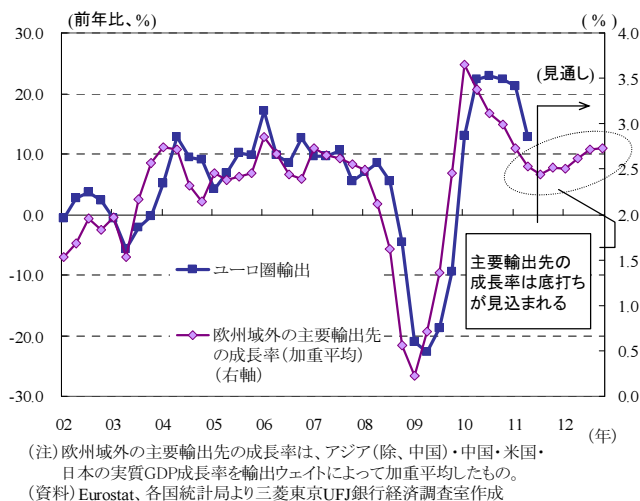
企業動向のうち、これまでユーロ圏経済を牽引していた輸出の伸びは、今年第2四半期に前年比約+13%と、過去1年間続いた+20%台から大幅に減速した。これは、アジア向け輸出の伸びがベース効果の剥落もあって鈍化したことに加え、昨年5月以降のユーロ高に伴い米国向け輸出が減速しているためである。

今後については、輸出の伸びは年末にかけて減速を続けた後、来年には底打ちすると予想される。輸出伸び率に対しては、欧州域外の主要輸出先の前年比成長率（輸出ウェイトで加重平均）が、1 四半期程度先行して高い相関を持つ。この主要輸出先の成長率は、各国・地域に関する当方の経済見通しを前提とすると、今年後半から来年初めが大底となるとみられる（第 6 図）。したがって、輸出伸び率もそれに 1 四半期程度遅れて下げ止まると期待される。

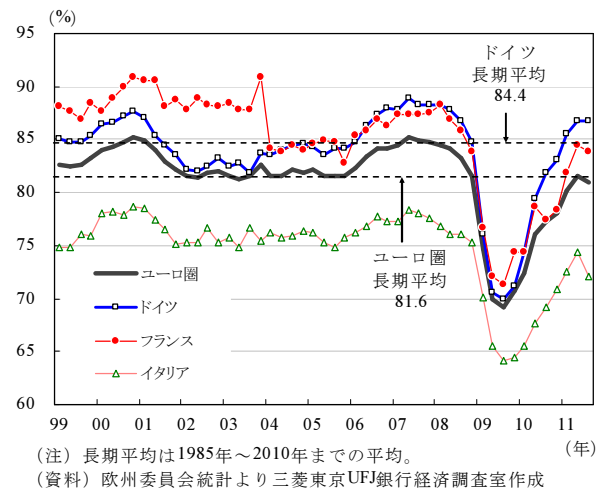
設備投資の拡大ペースはピークアウトへ

他方、設備投資については、今後は拡大ペースがピークアウトすると予想される。今年前半までは、輸出の急拡大を受けて、ドイツやフランスが牽引する形でユーロ圏の設備稼働率が長期平均に達しており（第 7 図）、つれて企業サーベイにみる設備投資計画も高水準にあった。しかし、本稿冒頭で述べたように足元で企業センチメントが急速に悪化するなか、今後は同計画も下方修正され、設備投資の伸びは鈍化するのではないかと思われる。

第 6 図：ユーロ圏輸出と欧州域外の主要輸出先の成長率



第 7 図：ユーロ圏の設備稼働率



② 家計部門

雇用情勢は主要国を中心に改善基調

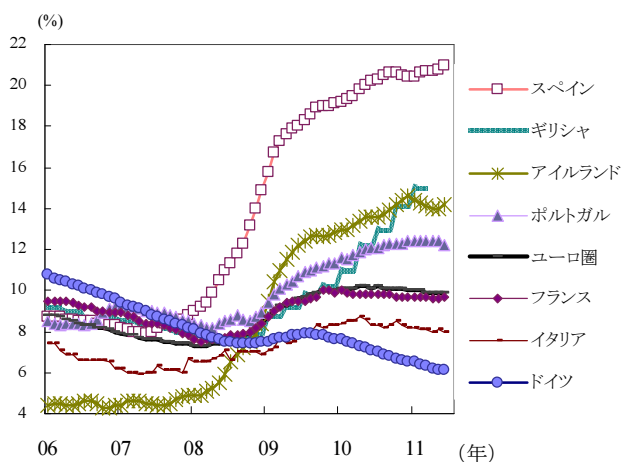
家計部門に目を転じると、ユーロ圏の雇用情勢は各国間の格差を拡大しつつ、全体としては改善基調にある。失業率をみると、2008年頃に不動産バブル崩壊に見舞われたスペインやアイルランド、昨年5月の金融支援の条件としてEU/IMFから大幅な財政緊縮を課されているギリシャ、構造的な低成長に苦しむポルトガルでは上昇傾向を辿っている。他方、新興国向けの資本財輸出が拡大し、景気が好調なドイツでは急ピッチで低下している。フランスはユーロ圏平均と共に、昨年初めから緩やかな低下傾向にある（第 8 図）。こうしたなか従来は、ドイツやフランスを中心に個人消費が拡大し、景気を持続的に牽引すると期待されていた。

今後はソブリン問題が消費者マインドにも影響

しかし、足元の個人消費動向に目を転じると、雇用情勢が良好なはずのドイツ、フランスに陰りがみられる。すなわち、小売売上高の前年比伸び率をみると、従来好調だったフランスは今年5月に大きく鈍化し、ドイツに至ってはマイナスに転落している(第9図)。ドイツについては昨年の反動減という側面も指摘できるが、いずれにしても期待とは裏腹に、個人消費に力強さが感じられない。

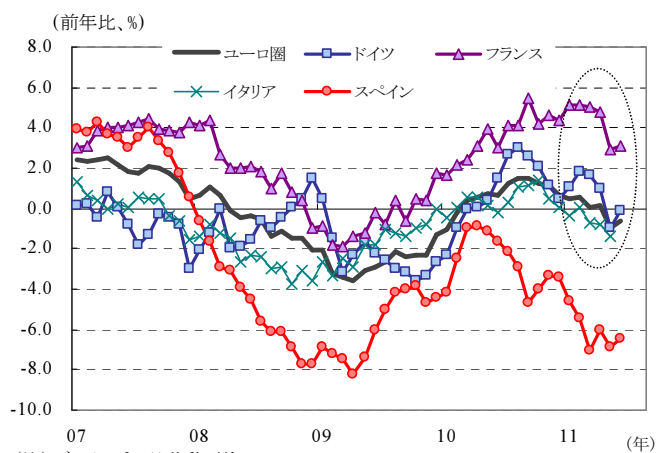
当方は、この背景として、周縁国のソブリン問題が、消費者マインドにも影響を及ぼしている可能性があると考えている。前述のようにソブリン問題は7月以降に一段と拡大しており、今後、家計部門にも色濃く影を落とすことになろう。

第8図：ユーロ圏失業率



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：小売売上高（自動車除く）



(注) データは3ヵ月移動平均。

(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③ 周縁国ソブリン問題の景気への影響

周縁各国は財政緊縮に取り組み

前述のように、7月21日の臨時ユーロ圏首脳会議ではギリシャ向け第2次金融支援に合意したが、これは同国の資金繰り改善に寄与し、債務軽減にもつながる見通しである。ただし、ギリシャは今後とも、EU/IMF から四半期毎にレビューを受けつつ、財政緊縮プログラムを履行しなければならない。この点は、昨年11月/今年4月に金融支援を受け入れたアイルランド/ポルトガルも同様である。

イタリアとスペインは8月に緊縮強化へ

イタリアとスペインは、金融支援こそ受け入れていないものの、債務不安を受けて7月末から銀行株が急落し、国債も一時的に売り込まれたことから、財政緊縮を強化しようとしている。イタリアは8月12日、2012年200億ユーロ、2013年255億ユーロという大型緊縮策を閣議決定した。すでに大規模な緊縮に取り組んでいるスペインも8月に入り、50億ユーロ程度の上積みを探している。

また、ドイツやフランスは、財政赤字をGDP比3%以内に収めるというEU財政ルール上の中期目標を尊重する姿勢から、以前より財政赤字削減策を掲げている。

ユーロ圏 7 カ国の
財政緊縮規模は合
計で GDP 比 1%強

ここで問題は、各国が一斉に財政緊縮に取り組むことで、景気にマイナスイmpactが生じることである。実際、手元でユーロ圏 7 カ国の財政緊縮策を集計すると、各年ともユーロ圏 GDP 比 1%強の規模に達する（第 1 表）。各国の施策は、所得税の増税や公務員給与の凍結、年金・医療制度改革など、家計部門に負担を課すものが中心である。必ずしも全ての施策が実現するわけではなく、またドイツのように減税を別途検討している国もあるが、総じてみれば 2013 年にかけてユーロ圏景気に強い下押し圧力がかかるといえる。

第 1 表:ユーロ圏 7 カ国の財政緊縮策の概要

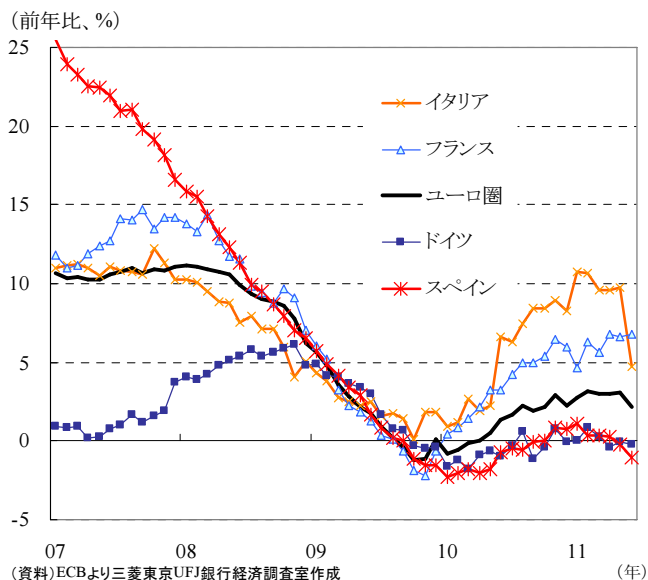
国	財政緊縮の規模 財政赤字の目標 (対GDP比)	2011年	2012年	2013年	主な財政緊縮策
		内訳(概算) GDP比			
ドイツ	2013年までに約600億ユーロ	200億	260億	135億	・医療支出の削減 ・公共投資削減 ・国防費増加の制限 ・銀行特別税の導入（金融危機予防のための基金に充当）
	2013年までに2.5%	0.8%	1.0%	0.5%	
フランス	2013年まで830億ユーロ	260億	220億	350億	・2013年まで公務員の削減及び新規採用の縮小 ・医療制度改革（個人負担の増加及び医薬品処方の効率化） ・高所得者への税率上限の廃止
	2013年までに3.0%	1.3%	1.1%	1.6%	
イタリア	2014年までに480億ユーロ	21億	200億	255億	・養育・教育・医療・介護にかかる税優遇措置の削減 ・ガソリン税引き上げ ・年金制度改革（女性の退職年齢引き上げなど） ・医療保険改革（医療相談費の徴収など） ・地方政府への財源配分の削減 ・公務員給与の凍結延長
	2013年に均衡財政	0.1%	1.2%	1.5%	
スペイン	2014年までに約800億ユーロ	400億	180億	160億	・公務員給与の凍結 ・2013年まで公務員の新規採用の縮小 ・拠出年金支払いの凍結（2011年のみ、基本年金は対象外） ・年金受給開始年齢の引き上げ（65歳→67歳） ・若者、長期失業者らを対象とした社会保障費還付制度の廃止 ・道路インフラなどの公共投資計画の見直し
	2013年までに3.0%	3.2%	1.6%	1.4%	
ギリシャ	2014年までに約185億ユーロ	65億	25億	40億	・税金控除枠の引き下げ ・向こう5年間連帯税と称する累進所得税の導入 ・飲料水、外食産業へのVATの引き上げ（13%→23%） ・違法建築に対する罰金
	2014年までに2.6%	2.9%	1.1%	1.7%	
ポルトガル	2013年までに約100億ユーロ	55億	25億	20-30億	・2013年まで公務員給与、年金受給額の凍結、 ・中央・地方政府における人員削減 ・地方政府への補助金・財源配分の削減、公共部門のコスト削減 ・失業手当の削減、 ・VAT(標準及び軽減税率)の引き上げ、タバコ税・自動車税の引き上げ ・不動産税の段階的引き上げ
	2013年までに3.0%	3.2%	1.4%	1.5%	
アイルランド	2014年までに約150億ユーロ	23億	22億	23億	・累進課税率の上限引き上げ（43.5%→52%） ・キャピタルゲイン税率引き上げ（20%→25%） ・利息にかかる税率引き上げ（20%→27%） ・個人年金における控除枠の大幅引き下げ ・セカンドハウスに対する不動産税の導入
	2015年までに2.8%	1.5%	1.4%	1.4%	
合計金額		1024億	932億	988億	
ユーロ圏全体のGDPに対する比率		1.3%	1.1%	1.2%	

(資料) 各国財務省資料、IMF、報道ベースより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ドイツとフランスの周縁国向け銀行与信も懸念材料

ソブリン問題が景気に及ぼす影響として、銀行の貸出抑制も挙げられる。直近6月までの民間向け銀行貸出をみる限りでは、スペインが前年比マイナスに落ち込み、イタリアの伸びが（ベース効果の剥落もあり）急鈍化したものの、肝心のドイツとフランスには大きな変化が生じていない（第10図）。しかし、この両国は周縁国向け銀行与信（国債保有、企業向け貸出、等）がかなり大きいことが懸念される（第11図）。足元、イタリアやスペインにまで債務問題が拡大する中で、国債価格下落や貸倒れコスト増加に伴い、貸出抑制（貸し渋り）→景気下振れ・株価下落→貸出抑制、という悪循環に陥るリスクが否定できない。現状は、ECBがイタリア・スペイン国債を買い支え、リスクの顕在化をкаろうじて抑え込んでいる状況といえる。

第10図：民間向け銀行貸出



第11図：欧州周縁国向け銀行与信残高（2011年3月末）

(単位:億ドル)

		BIS報告銀行 (24カ国)					
		欧州銀行					
		ドイツ	フランス	イタリア	スペイン		
ギリシャ向け	国際与信残高	1,384	1,278	238	569	45	11
	政府向け	450	429	141	134	24	5
	民間銀行向け	110	80	21	16	2	0
	民間企業向け その他	822 1	768 1	76 0	419 0	19 0	6 0
ポルトガル向け	国際与信残高	2,127	2,046	389	283	43	885
	政府向け	353	329	88	86	6	73
	民間銀行向け	438	408	159	63	20	71
	民間企業向け その他	1,336 0	1,309 0	142 0	135 0	17 0	741 0
アイルランド向け	国際与信残高	4,730	3,784	1,165	301	134	101
	政府向け	182	145	32	29	6	2
	民間銀行向け	789	606	251	84	23	10
	民間企業向け その他	3,747 12	3,020 12	883 0	188 0	105 0	90 0
スペイン向け	国際与信残高	7,262	6,371	1,779	1,461	318	
	政府向け	1,094	903	294	326	58	
	民間銀行向け	2,166	1,856	691	365	88	
	民間企業向け その他	4,000 2	3,610 2	793 0	770 0	171 0	
イタリア向け	国際与信残高	9,120	8,191	1,649	4,102		358
	政府向け	2,816	2,335	510	1,050		107
	民間銀行向け	1,660	1,446	525	491		36
	民間企業向け その他	4,633 10	4,400 10	614 0	2,561 0		215 0

(資料)BIS統計より企画部経済調査室作成

④ 物価と金融政策

消費者物価上昇率は来年半ばまでにECB目標内に鈍化

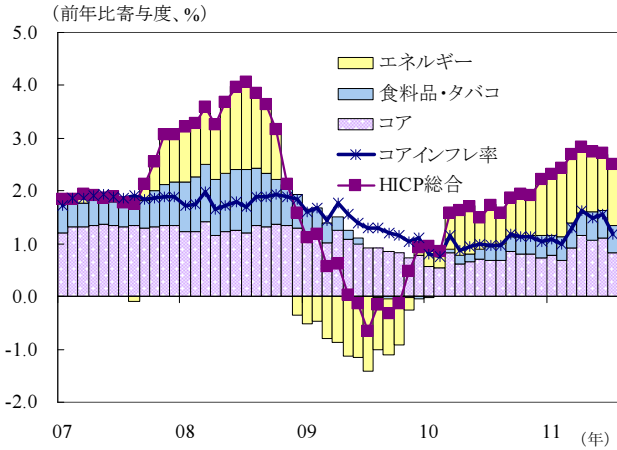
直近7月のユーロ圏の消費者物価上昇率は前年比2.5%と、ECBの目標圏（2%未満）を8ヵ月連続で超過したが、前月（同2.7%）からは低下した（第12図）。統計作成方法の変更に伴うコアインフレ率（エネルギーや食料品・たばこを除く）の下振れが主因であった。今後については、ユーロ圏の景気停滞や原油価格の落ち着きを受けて、消費者物価上昇率は徐々に低下すると予想される。来年半ばまでには、ECBの目標圏内に収まる公算が大きいとみる。

ECBは少なくとも来年末まで政策金利を据え置きに

ECBは7月には2度目の利上げを実施し、政策金利を1.50%に引き上げたが、8月4日の定例理事会では一転して、期間6ヵ月の無制限資金供給オペの再開を決定すると共に、ユーロ圏景気の不透明感が強いとの判断を示した。今後については、インフレ圧力が徐々に減退すること、

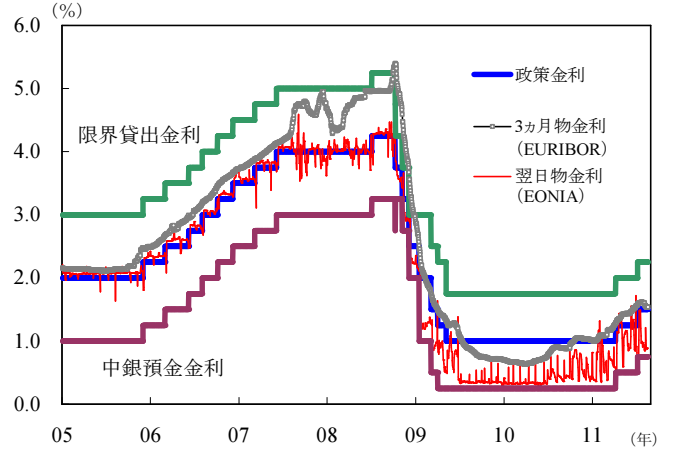
周縁国のソブリン問題もあって景気停滞が続くことを勘案すると、ECBは少なくとも来年末までは政策金利を据え置くのではないかと予想される。

第12図：消費者物価指数



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：主要金利



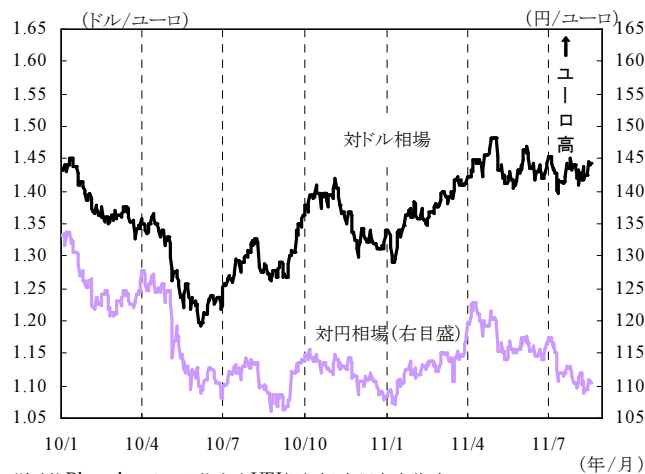
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

⑤ ユーロ相場

ユーロ圏景気の低迷、ソブリン問題を背景に、ユーロ相場は軟調な展開に

ユーロの対ドル相場はここ1、2ヵ月間、ECBの追加利上げ期待、拡大する周縁国ソブリン問題、米国の債務上限引き上げ問題など、強弱材料が入り替わるなか、1ユーロ=1.38ドル~1.45ドルのレンジで変動した。足元では米国の追加金融緩和の可能性に焦点があたり、同1.44ドル前後で推移している。今後も米国景気の減速観測がユーロ相場の下支えになろうが、ユーロ圏側も来年にかけて景気低迷が見込まれるうえ、周縁国ソブリン問題が極めて不透明なまま燻り続け、折にふれて市場の懸念材料になるとみられる。ユーロ相場は総じて軟調な展開になると予想される。

第14図：ユーロ為替相場



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状

第2四半期の成長率は前期比0.2%

英国の第2四半期の実質GDP成長率は、前期比0.2%と第1四半期の同0.5%から減速した(第15図)。まだ、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、個人消費はロイヤルウェディングが4月にあったものの、その後の関連指標の動きが弱かったことから低迷する一方、外需が底堅く推移したとみられる。今年第1四半期も昨年第4四半期の悪天候による低成長の反動により加速したにすぎず、英国の実体経済は弱い動きが続いているといえよう。

①家計部門

消費者信頼感は悪化

家計部門についてみると、消費者マインドを示す消費者信頼感指数は悪化傾向にある(第16図)。5月に大きく改善したものの、6、7月と連続して低下している。7月にはほぼ全ての構成項目が悪化した。特に一般経済情勢の見方と失業動向が悪化している。依然として燻り続ける欧州周縁国の債務問題などが経済情勢の先行きを悲観させているほか、雇用情勢がやや悪化し始めたことが消費者心理に反映されたとみられる。

雇用情勢は悪化傾向に

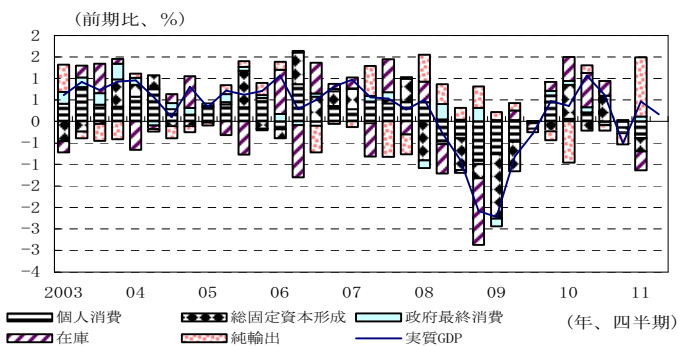
雇用情勢について失業率をみると7月には4.9%と前月より0.1%ポイント上昇した。4月からじりじりと上昇し始めている(第17図)。また、失業者数も増加している。雇用情勢が悪化し始めたことがわかる。実質小売売上についても7月は前年比+0.0%と、弱い動きにとどまっている。食料品価格の上昇により、数量ベースでの食料品の購入を減らしていることが影響している。

実質小売売上は低迷

家計のB/S調整は進行

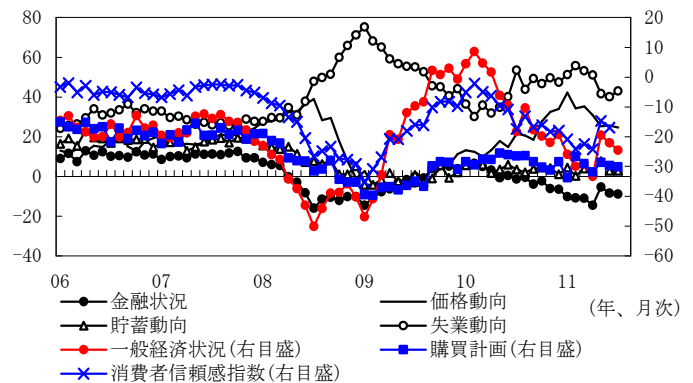
一方で、家計のバランスシート調整は進行している。住宅価格の上昇が続いた2008年初め頃までは、可処分所得に対する家計の債務残高の比率は上昇していたが、グローバル金融危機等を経て、家計は債務の返済を進

第15図：実質GDP成長率（前期比）



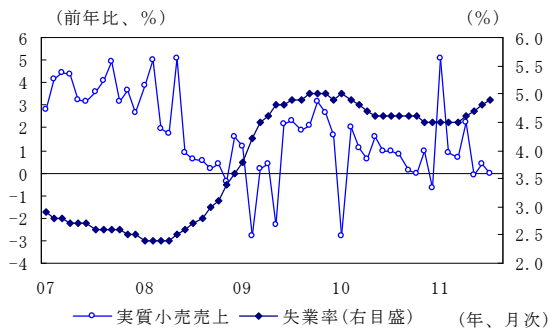
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：消費者信頼感の動向



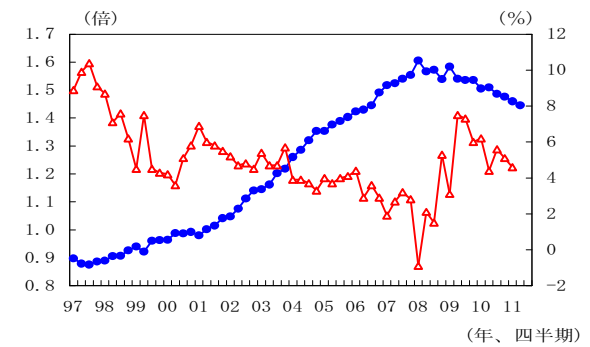
(資料)Ecowinより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 17 図：実質小売売上と失業率の動向



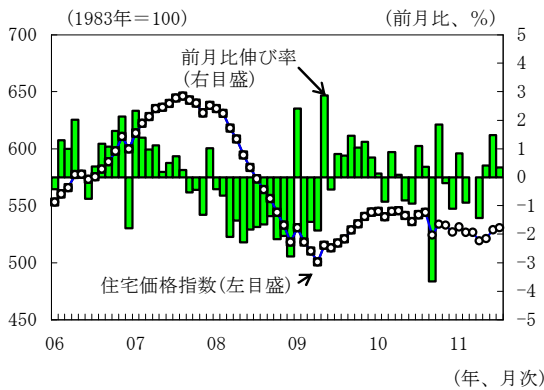
(資料)National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：家計のバランスシート調整と貯蓄率



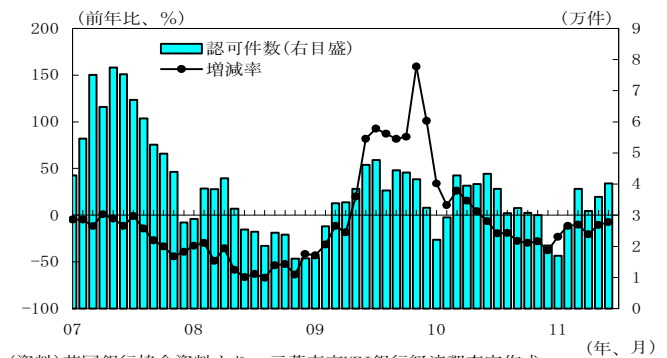
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：住宅価格の動向



(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 20 図：住宅ローン承認件数の推移



(資料)英国銀行協会資料より、三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

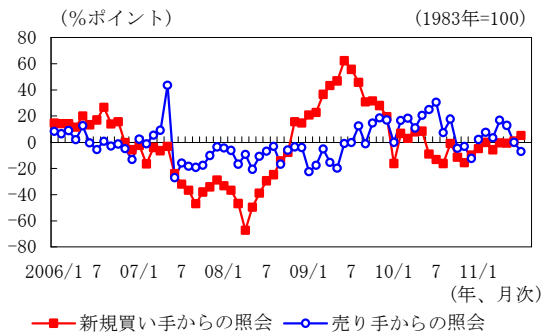
めている（第 18 図）。貯蓄率は今年第 1 四半期で 4.6%と過去 10 年でみれば、高い水準にあるものの、2009 年第 2 四半期をピークに低下しつつある。英国の家計部門は、消費に慎重な姿勢を崩していないが、バランスシート調整の進行により、少しずつ消費に前向きな姿勢を見せつつあるといえよう。

住宅価格はやや上昇

住宅ローン承認件数は増加傾向

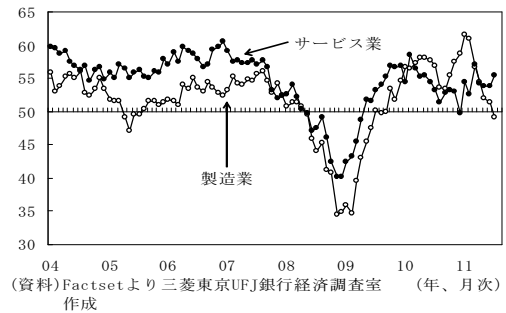
住宅価格は非常に緩やかながらも上昇し始めた。7月のハリファックス住宅価格指数は前月比+0.3%と3ヵ月連続して前月水準を上回った（第 19 図）。住宅価格が上昇し始めた要因としては、歴史的な低金利を背景に住宅ローン金利が低水準にあることがあげられる。住宅ローン承認件数をみると、前年比の伸び率のマイナス幅は縮小するとともに、着実に増加傾向にある（第 20 図）。低金利が住宅需要を下支えし、住宅価格の上昇に寄与していると考えられる。不動産業者への照会については、新規買い手からの照会が増えたとする割合が7月には増加している（第 21 図）。ただし、雇用情勢が悪化し始めたほか、政府の財政緊縮もあり、このまま住宅価格が本格的に上昇に転じるとみるのは早計だろう。

第21図：住宅売上の引き合い



(注) 増えたとする割合-減ったとする割合
(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第22図：購買担当者指数



②企業部門

製造業の PMI は
50 割れ

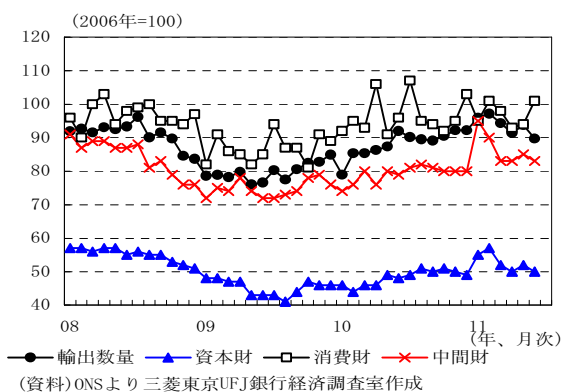
輸出は減少傾向

生産は頭打ち

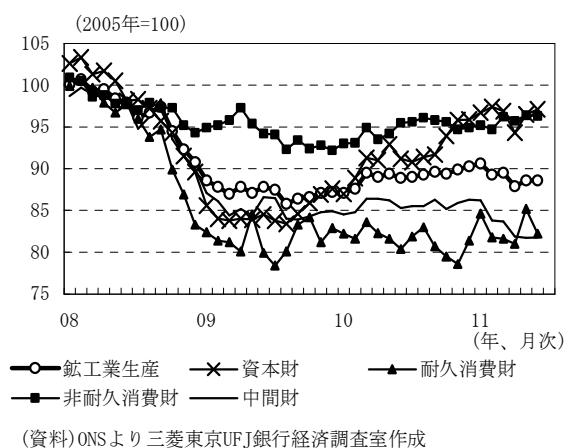
企業の景況感を購買担当者指数でみると、製造業が7月に49.1と、拡大・縮小の分岐点である50を下回った(第22図)。これまでは、輸出の増加などにより、製造業の景況感は改善してきたが、ここに来て、輸出にもやや陰りがみられる。数量ベースの輸出は、2月をピークに減少傾向に転じている(第23図)。財別では、資本財、中間財の輸出が低迷している。主要輸出先であるユーロ圏の景気が周縁国の債務問題などで減速し始めたほか、米国景気も減速感が高まるなど、海外景気の影響を受け始めた。

鉱工業生産も弾みにつかない。6月の鉱工業生産指数は前月比横ばいにとどまった(第24図)。財別にみると、全ての財が横ばいから下落傾向にある。個人消費など、内需の動きが弱いほか、ここに来て輸出も減少傾向に転じたことなどが生産の頭打ちにつながったと考えられる。

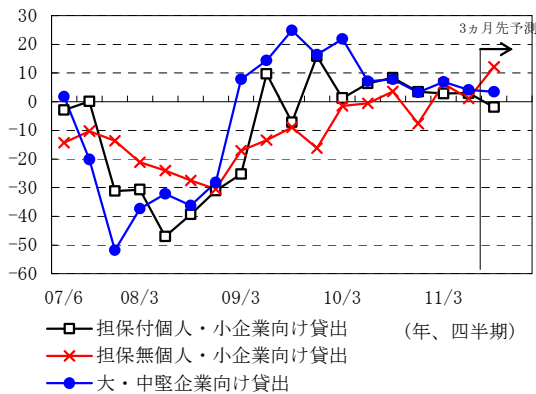
第23図：輸出数量指数の推移



第24図：鉱工業生産の動向

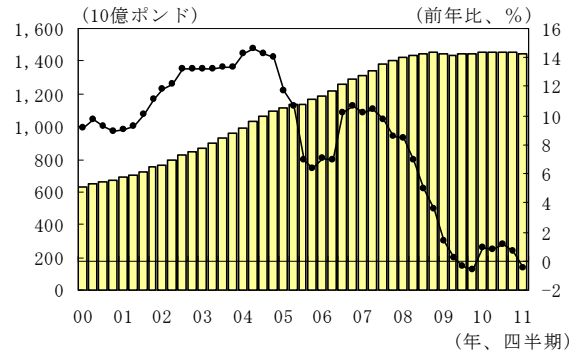


第25図：銀行の貸出姿勢



(注)DI値。値が大きいほど、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

第26図：個人向けの貸出動向



(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③銀行貸出

銀行の貸出姿勢は
緩和気味

個人及び企業向け
貸出残高は減少

資金需要は弱い

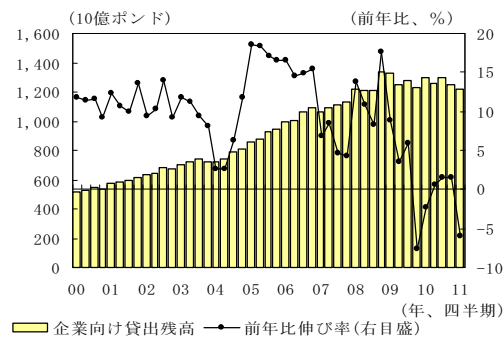
イングランド銀行（BOE）の貸出姿勢調査によれば、今年6月時点では全ての貸出について、銀行の貸出姿勢は緩和気味であった（第25図）。しかし、その緩和度合いは弱まる傾向にある。実際に銀行の貸出残高の動向をみると、個人向けの貸出残高は今年3月末に前年比▲0.5%と5四半期ぶりに前年水準を下回った（第26図）。また、企業向け貸出残高は同時期に前年比▲5.9%と大きく残高を減らしている（第27図）。家計部門ではバランスシート調整が進行中であるほか、企業部門も、国内経済に弾みが見つからないなか、設備投資などを控えており、総じて資金需要が弱くなっていることが背景にあると考えられる。

(2) インフレ率及び金融政策の動向

インフレ率は高水準

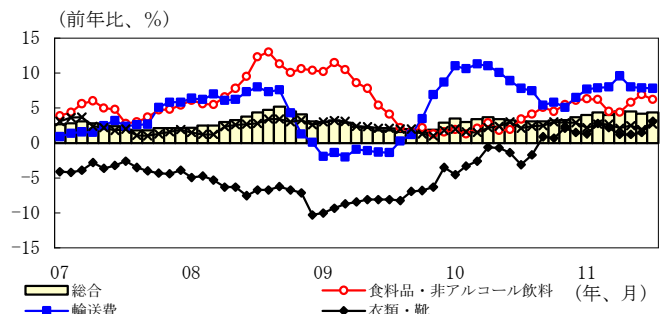
7月のインフレ率は前年比4.4%と前月の4.2%から上昇した（第28図）。住宅ローン関連の手数料引き上げでその他財サービス価格が上昇したほか、衣類・靴価格が上昇した。一方、ガソリン等の輸送費や食料品価格の上昇率は前月より低下した。インフレ率は、依然、BOEがターゲットと

第27図：企業向け貸出残高の推移



(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第28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

する 2.0%を大きく上回る高い水準にある。8月10日に BOE が公表したインフレレポートでは、5月時点よりも成長率見通しが下方修正されたほか、2012年の後半にはインフレ率は2.0%以下の水準になるとされた。こうしたインフレレポートの見方を反映して、8月の金融政策委員会では、現状の金融政策が維持された。

(3) 今後の見通し

今年の実質 GDP
成長率は 1.1%。

2011年の英国経済は、非常に緩やかな回復傾向を持続するであろう。年後半からは、ロンドン五輪に向けたインフラ整備が本格化してくることなどが総固定資本形成を下支えするであろう。また、第4四半期には、昨年低温で個人消費が低迷した分の復元を期待できるであろう。2011年の実質 GDP 成長率は前年比 1.1%となろう。

2012 年の実質
GDP 成長率は
1.1%

2012年については、前半は、引き続きロンドン五輪向けのインフラ整備の効果が総固定資本形成を下支えするほか、第2及び第3四半期には、ロンドン五輪関連の個人消費の増加を期待できよう。ただし、第4四半期は、それらの反動で英国景気は失速するとみられる。また、ユーロ圏の経済成長率が低い水準にとどまることから輸出は低迷するであろう。一方、インフレ率の低下により実質購買力が高まることは、個人消費の押し上げに寄与すると考えられる。2012年の実質 GDP 成長率は2011年と同じ前年比 1.1%となろう。

BOE は当面現在の
金融政策を維持

金融政策については、足元のインフレ率が、イングランド銀行 (BOE) のターゲットである 2.0%を大きく上回っているものの、実体経済の回復が緩やかなものにとどまることから当面 BOE は現在の金融政策を維持するとみられる。BOE は 2012 年末まで、政策金利の水準を維持するとともに、景気が下ぶれするようなことがあれば、もう一段の量的緩和に踏み切ることもあろう。

もう一段の量的緩和
の可能性

(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 2010 (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)		
		2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)
ユーロ圏	12,193	1.7	1.6	1.0	1.6	2.5	1.8	▲ 574	▲ 657	▲ 432
ドイツ	3,316	3.5	3.2	1.7	1.1	2.4	2.0	1,760	1,803	1,922
フランス	2,583	1.4	1.6	1.4	1.5	2.1	1.6	▲ 531	▲ 520	▲ 507
イタリア	2,055	1.2	0.8	0.6	1.5	2.5	1.9	▲ 720	▲ 895	▲ 873
英国	2,247	1.4	1.1	1.1	3.3	4.2	2.5	▲ 715	▲ 604	▲ 631

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)
名目GDP	2.6	3.2	2.6	4.3	4.4	3.4
実質GDP	1.7	1.6	1.0	1.4	1.1	1.1
<内需寄与度>	0.9	0.8	▲ 0.0	2.5	▲ 0.1	1.0
<外需寄与度>	0.8	0.9	1.0	▲ 1.1	1.2	0.1
個人消費	0.8	0.4	▲ 0.3	0.7	▲ 0.5	0.9
政府消費	0.6	0.2	▲ 0.8	1.0	0.4	▲ 0.5
総固定資本形成	▲ 0.9	3.1	1.4	3.7	▲ 0.5	0.9
在庫投資	136	58	100	▲ 8	16	73
純輸出	1,238	1,894	2,650	▲ 417	▲ 264	▲ 255

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタ、2009年にスロバキア、2011年にエストニアが参加し17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）。