

# 内外経済の見通し

## 世界経済見通し概要

世界経済は欧州債務問題等の構造問題を抱え、  
当面調整を余儀なくされる展開

## 日 本

今後もプラス成長を堅持する見通しながら、  
同時に下振れリスクとデフレギャップが根強く残存

## 米 国

欧州債務問題が当面の成長を抑制

## 西 欧

ユーロ圏は債務問題拡大から緩やかな景気後退へ、  
英国は 2012 年にかけて低成長が続く

## ア ジ ア

欧米経済の減速を受け、成長ペースは鈍化

## オーストラリア

景気の回復基調は緩やか、インフレ懸念の後退で RBA は利下げを実施

## 中南米

緩慢な成長が続くものの深刻な落ち込みには至らず

## ロシア・中東欧

西欧経済の急減速を受け、来年にかけて成長率は低下

## 原油価格

原油価格は横這い圏内で推移する見込み

## 世界経済は欧州債務問題等の構造問題を抱え、当面調整を余儀なくされる展開

米国経済は、リーマンショック以降の構造調整に未だ方が付かない段階で、財政頼みの成長を民間部門の自律的回復に繋ぎ切る前に債務上限問題に直面。「頼みの財政政策が今後手足を縛られる」「牽引役不在に陥った」との不安から、企業・家計のマインドが急速に冷え込み、景気は失速に至った。米国が抱える住宅市場を中心とする構造問題の解消には未だ数年単位の時間を要する状況であり、欧州債務問題からの悪影響も甚大な中、当面、低成長の継続を余儀なくされる見込みである。

欧州経済は、米国以上に深刻な局面を迎えている。欧州債務問題の根源であるユーロ圏に内在する経済競争力格差を縮小させることは長い道程を必要とする極めて困難な課題であり、これまでの EU・IMF の対応策がもつばら欧州周縁国の資金繰りを付けることに終始してきたことも勘案すれば、欧州は今後長期にわたってこの問題と付き合い続けなければならない状況と言える。さらに、債務問題は既に金融問題に発展しており、欧州の銀行は極めて困難な状況に直面している。欧銀は、そもそもリーマンショック以降の不良債権処理が未だ途半ばの段階にとどまっており、今後巨額の償却が必要な状況にあった。そこに、今回の債務問題による保有国債の評価損が上乘せされた格好であり、大幅な資本不足を解消する過程で、貸出抑制や金融市場混乱などを通じた経済への更なる下押し圧力が発生しないかが懸念される状況である。ユーロ圏経済は当面、景気後退も視野に入れた調整局面が継続する見通しである。

欧米経済のこうした苦しい情勢を踏まえると、アジア経済も旺盛な内需に支えられているとはいえ、欧米向け輸出の鈍化を背景に相応の成長減速は避けられない状況と見ざるを得ない。加えて、構造的な資源・食糧需給逼迫や根強い賃金上昇圧力などを背景として、インフレが中長期的に成長の制約要因となりそうなことも引き続き気懸かりな状況である。

こうしたなか、わが国経済は、悪影響が懸念された夏場の電力供給制約問題などもひとまず乗り越え、震災の落ち込みからの回復の足取りを一段と確かなものとしつつある。実際、直近7～9月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.0%と4四半期ぶりにプラス成長を記録した。

今後の展望についても、官民の復旧・復興需要がいよいよ本格化の兆しをみせ始めており、2012年度末にかけて景気回復を力強く牽引していくことが期待される。ただ、一方で、①想定を超える世界経済の後退や金融危機の発生、②一層の円高進行、③タイ洪水被害の国内影響の拡大、④今夏レベルを大きく超える電力供給制約など、景気を予想外に下振れさせるリスクも目白押しである点には注意が必要である。

(経済調査室長 松宮 基夫)

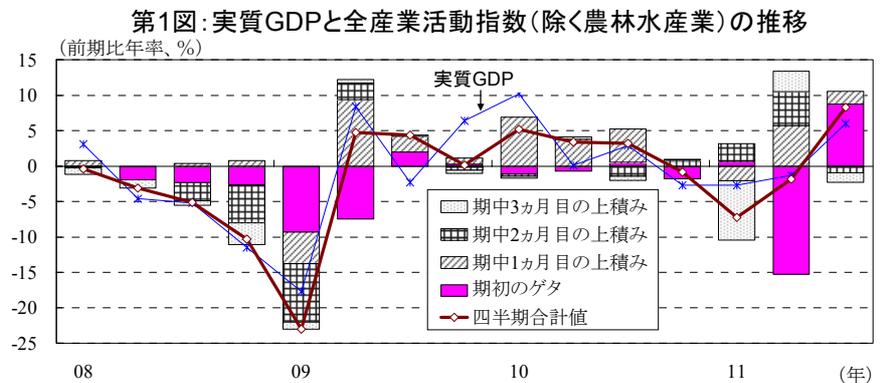
## I. 日本

～日本経済は今後もプラス成長を堅持する見通しながら、  
同時に下振れリスクとデフレギャップが根強く残存～

### 1. 景気の現状

7-9 月期の実質  
GDP は急伸、回復  
の進展を裏付け

日本経済は、悪影響が懸念された夏場の電力問題などもひとまず乗り越え、引き続き回復軌道上を進んでいる。実際、7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+6.0%と 4 四半期ぶりのプラスに転じ、また、2010 年 1-3 月期 (同+10.2%) 以来の高成長を確保した (第 1 図)。需要項目別には、輸出 (同+27.4%) のほか、家計の個人消費 (同+3.9%) や住宅投資 (同+21.7%)、企業の設備投資 (同+4.4%) が揃って増加し、震災ショックからの立ち直りをしっかりと示した。



(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

経済活動は足元  
にかけて、一旦足踏み

もっとも、月次ベースで且つ実質 GDP の概念にも近い全産業活動指数 (農林水産業を除く) で辿り直すと、同期の高成長は 4 月～6 月の着実な回復を受けて四半期のスタート地点 (期初のゲタ) が大きく切り上がっていたことに起因しているのが明らか (前掲第 1 図)。そして、7-9 月期中は、7 月こそ小幅続伸したものの、8 月と 9 月には立て続けに減退。「期初のゲタ」を除いた「期中の上積み」は、3 ヶ月間の合計で若干のマイナスに終わっている。また、鉱工業生産など他の月次指標も、直近では多くが震災前の水準回復を前にして伸び悩み。海外経済の減速や円高といったところからの余波が徐々に表れてきた可能性も窺われる。

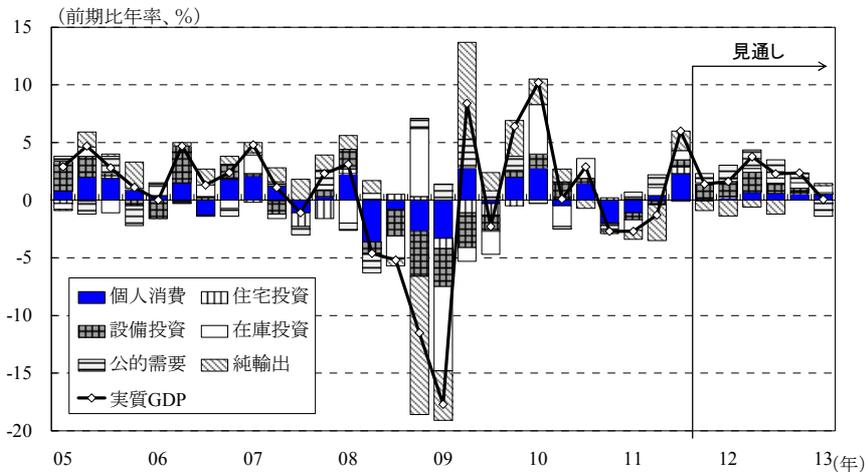
## 2. 今後の景気見通し

### <概要>

今後も回復の動きが継続し、景気の増勢が強まっていく展開に

先行きを展望すると、そうした海外経済の減速や円高の定着などによる「下押し圧力」は引き続き残るものの、復旧・復興需要に支えられて、景気の回復基調は維持されると予想する。復旧・復興需要については、従来より当面の景気の「牽引力」と期待してきたが、ここに来てようやく本格化の兆しが見られ始めている。事実、公共投資の先行指標となる公共工事請負額は、7月以降、震災被害の集中した岩手、宮城、福島県の3県を中心に急増し、民間の住宅・設備投資も拡大方向。さらには、大規模な震災関連事業費を盛り込んだ3次補正予算が漸く成立。これを更なる弾みとして、今後は一段と復旧・復興活動が強まっていく公算が高い。こうした「牽引力」で「下押し圧力」を凌ぎ、日本経済の勢いは着実に増していく、が現時点におけるメインシナリオである。実質GDP成長率の推移で言えば、7-9月期にプラス転化したが、以後も来年2012年一杯は比較的高めのまま(第2図)。年度単位では、今年度に前年度比+0.4%と小幅プラスに止まるが、12年度には同+2.5%まで巻き返す見通しだ。

第2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

引き続き警戒を要す「下振れリスク」の散在状態

一方、メインシナリオに対するリスクは依然として数多く残っており、しかもダウンサイド(下振れ方向)に偏る。先々で、リスクシナリオのトリガーとなり得るのは、①世界的な景気後退・金融危機の発生、②対ドルで70円割れ且つ対ユーロで90円割れレベルの全面的ないっそうの円高、③タイ大洪水被害に伴う国内波及レベルの増幅、④今夏レベルを大きく超える電力供給制約など。

デフレ脱却はまだまだ展望できず

なお、物価に関しては、生鮮食品を除いたコアベースの消費者物価でも、7月から前年比プラスとなった。しかしながら、一部品目のブレに起因する部分が大きく、デフレ基調が変わったとは考え難い。事実、10月のコア消費者物価は再び前年比マイナスに転じた。依然、実質GDPが潜

在水準を下回る状況で、マイナスの GDP ギャップ=デフレギャップは残り続けており、物価は当面マイナス圏での推移となる見込みである。

## < 詳細 >

### (1) 企業部門

#### ①輸出・生産

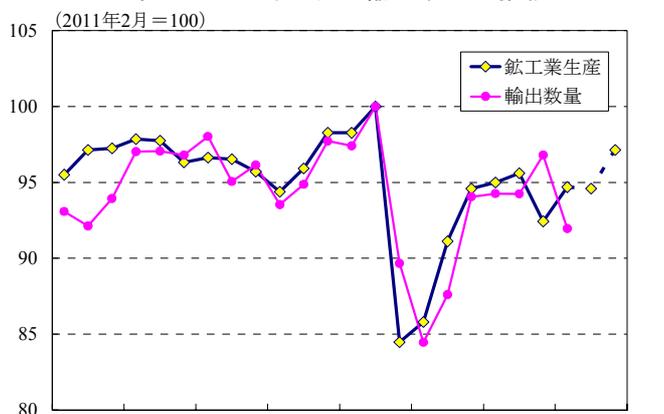
海外経済の減速と円高の定着を受け、輸出・生産は回復基調に一服

生産、輸出ともに震災ショックから着実な回復を遂げてきたが、輸出数量は8月に、鉱工業生産は9月に震災後で初の減少を示した(第3図)。生産は10月に前月比+2.4%と持ち直し、予測調査では11月(同▲0.1%)に小幅減の後、12月に再び増加(同+2.7%)と見込まれているが、例えば12月の生産水準で見ると輸出依存度の高い業種で低めの見通しが示されるなど、海外経済の減速や円高が徐々に重石となり始めている様子だ。

輸出・生産ともに年内は伸び悩むも、以降は再び増加方向に

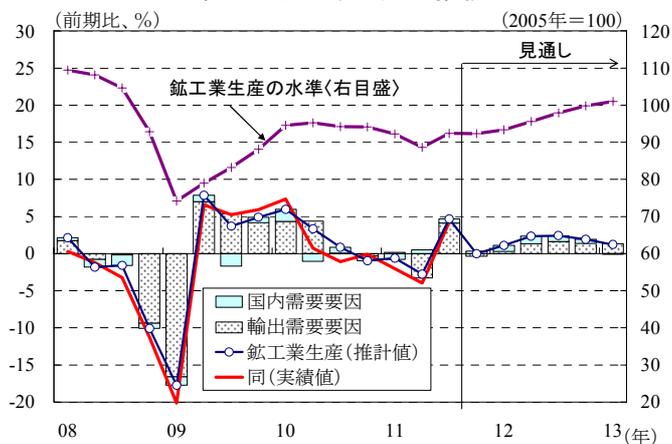
今後については、輸出に3~4ヵ月程度先行するOECD景気先行指数が8月にも米国、欧州、中国で揃って低下するなど、世界的な景気減速と輸出の足踏みの年内継続を示唆。もっとも、その先では海外経済の下げ止まりにあわせて輸出も緩やかな増加基調に復するものと予想される。同様に生産も、10-12月期に一旦は前期比減少するが、国内需要を支えに大きく落ち込むことなく乗り越えて、来年には再加速の見通し(第4図)。

第3図: 鉱工業生産と輸出数量の推移



(注)『鉱工業生産』の2011年11月と12月は、製造工業予測調査に基づくもの。  
(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4図: 鉱工業生産の推移



(注)『鉱工業生産(推計値)』は、以下の推計式(推計期間:2002年4-6月期~2011年4-6月期)より算出したもの。  

$$\text{鉱工業生産の前年比増減率} = 0.66 * (\text{実質輸出の前年比増減率}) + 0.92 * (\text{国内需要の前年比増減率})$$
  
 (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

#### ②企業収益・設備投資

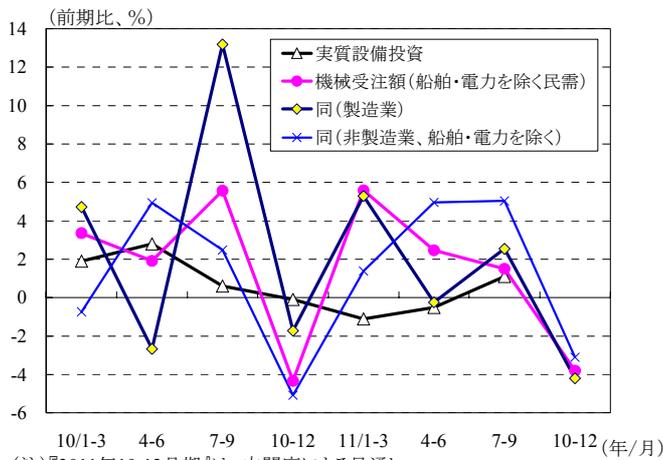
上期の企業収益は想定以上の回復、反面で下期には多くの懸念材料

上期の企業収益が想定以上の早期回復をみせるなか、復旧・復興需要が徐々に出始めたこともあって、7-9月期の実質GDPベースの設備投資は前期比+1.1%(同年率+4.4%)と4四半期ぶりに増加した(第5図)。片や、下期に関しては、海外景気の減速や円高といった不安材料が多く、このところ底堅く推移してきた機械受注額も船舶・電力を除く民需で10-12月期に4四半期ぶりの減少が見込まれている。

厳しい収益環境下で復旧・復興需要が設備投資を下支え、来年半ば以降は自律的拡大へ

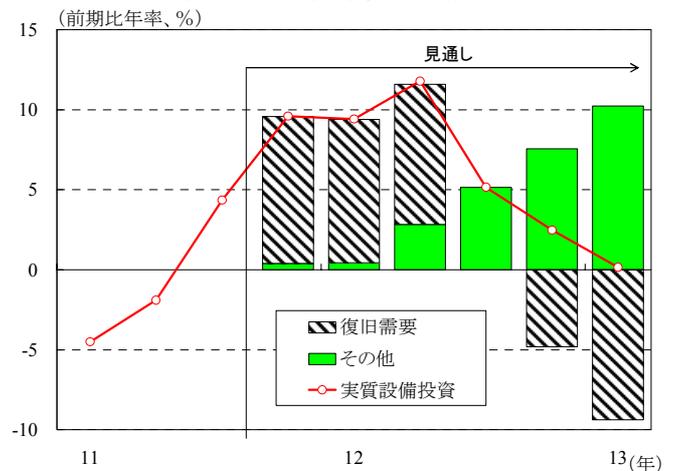
今後、収益環境については暫く厳しさが残り続けそうだ。当然、ファンダメンタルズからみた投資需要は弱いこととなり、頼みは復旧・復興需要。この点、幸いにも今般の3次補正予算の成立で設備投資に係わる復旧・復興需要の出方はいっそう順調になると想定され、設備投資全体でも2012年半ばにかけて高めの伸びが続くことを期待し得る(第6図)。さらに、2012年半ば頃には企業収益などファンダメンタルズの回復も想定され、結果として、設備投資は、復旧・復興需要の剥落も消化しながら、増加を続けるものと予想する。

第5図:実質設備投資と業種別にみた機械受注額の推移



(注)『2011年10-12月期』は、内閣府による見通し。  
(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6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

## (2) 家計部門

### ①雇用・所得

雇用環境は大幅悪化を回避し、9月には一歩前進

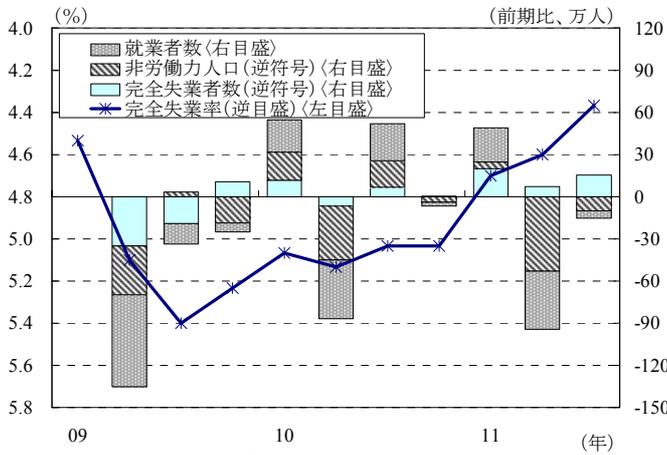
7-9月期の完全失業率は、岩手、宮城、福島を3県を除いたベースで前期比▲0.2%ポイントの4.4%と3四半期連続で低下、改善した(第7図)。内訳をみると、失業者数が震災後3四半期続けての減少。他方、就業者数は2四半期連続で減少、非労働力人口は2四半期連続の増加と万全の形ではないものの、労働市場が一定レベルの状態を保っていることは確か。9月には就業者、雇用者が増加、非労働力人口、失業者が減少するなど、より望ましい構図で失業率が改善した(ただし、10月はこうした構図が逆転し、失業率が前月比+0.3%ポイントの上昇)。

雇用水準が保たれるうちに、労働時間の再増加によって賃金も上向き、雇用者所得は徐々に回復の見通し

震災発生以降も雇用環境が懸念されたほどの悪化を示さなかったのは、雇用調整助成金の支給要件緩和などの政策効果や、短期的なショックに対して雇用よりも労働時間の削減を優先した企業行動に因るものと推察される。この先についても、前者の政策効果は引き続き下支えとして残る見込み。他方、後者の企業行動は今後、生産の拡大にあわせて、雇用水準を維持しつつ労働時間を再び増やす方向となる公算が高い。また、こうした労働時間の増加は賃金面でも所定外給与の押し上げに直結し、既に落ち込みの度合いを小さくしている所定内給与も含め、賃金・給与

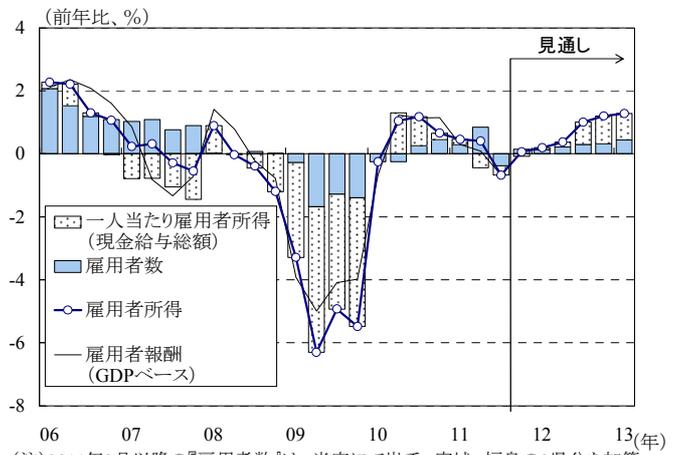
総額＝一人当たり雇用者所得は回復してくる可能性が大きい。結果、雇用者数と一人当たり雇用者所得の積である雇用者所得は緩やかに増加していくと予想される（第8図）。

第7図：雇用関係指標の推移



(注)岩手、宮城及び福島を除外。  
(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8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

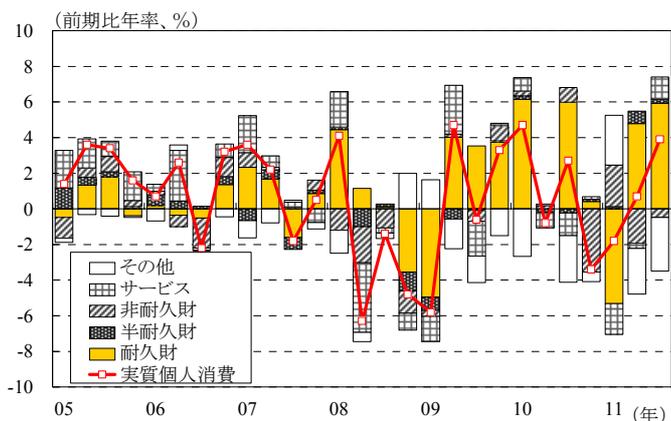
個人消費の勢いは、依然として十分に戻らず

7-9月期の実質個人消費は前期比年率+3.9%と、4-6月期の同+0.7%を上回る伸びとなった（第9図）。財別には、耐久財（同+38.0%）が急増し、半耐久財（同+3.2%）とサービス（同+2.4%）も増加。サプライチェーンや販売網の復旧がみられた自動車、節電関連での家電や衣料品などが堅調であった模様だが、いずれも一時的な上振れ色が濃いのは気懸かりである。さらに、月次の消費総合指数でみると、四半期平均ベースでの増加は「期初のゲタ」が高かったことが主因で、期中の3ヵ月間は小幅ながら一貫して減少。水準的にも震災前のところを取り戻し得ておらず、消費は引き続き不安定、微妙な状態と言える。

先行きでは、消費者マインドの改善と所得の回復から、安定化の見通し

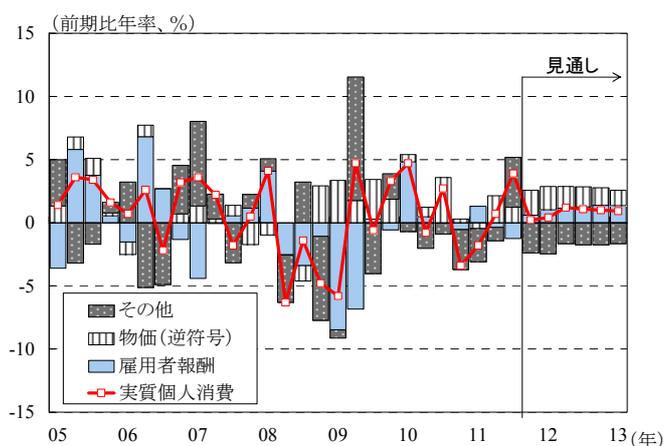
一方で、消費者マインドは着実に上向いており、例えば消費者態度指数は7-9月期に前期比+9.7%と大きく上昇した。直近10月には再び横ばいに止まったが、今後も良化が想定される雇用環境への評価などは2ヵ月連続で上昇している。消費者マインドの改善は今後も続く公算が大きい。加えて、所得面でも、前述した通り雇用者所得・報酬の緩やかな増加が予想される。この先の個人消費は、こうしたマインドと所得の両面から安定的に伸びを確保していく見通しだ（第10図）。

第9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10図：実質個人消費の推移



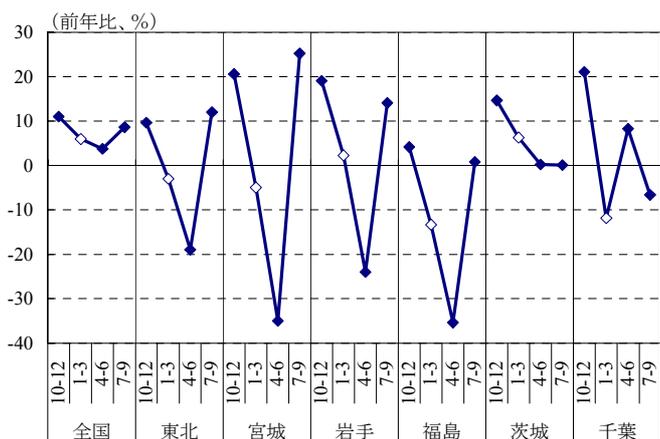
(注)『その他』は、「可処分所得の対雇用者報酬比率」と「消費性向」を乗じたもの。  
 (資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### ③住宅投資

住宅投資は、震災後の落ち込みから急回復

実質 GDP ベースの住宅投資は、7-9 月期に前期比年率+21.7%と 2 四半期ぶりに増加した。そのペースも 1999 年 4-6 月期以降で最高。これと相関の高い新設住宅着工床面積もまた、同期に前期比年率+46.3%、前年比+8.6%。首都圏を中心として全国的に着工が増伸している（第 11 図）。復旧・復興の進展や各種住宅取得支援策の期限到来などをきっかけとして、震災後に手控えられていた需要が一斉に出てきたものと推察される。こうしたなかで、宮城、岩手、福島などの被災県においても着工は大きく反発。東北地方全体では 3 四半期ぶりの前年比プラス転化となるなど、復旧・復興需要が徐々に本格化してきた可能性が高い。

第11図：新設住宅着工床面積の推移



(注)それぞれ、左から2010年10-12月期、2011年1-3月期、4-6月期、7-9月期。  
 (資料)国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12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

この先も復旧需要の本格化と政策効果で、堅調な推移を続ける見通し

この先も当面、被災地域における住宅の再建活動は継続するものと想定される。加えて、3次補正予算で規定された「フラット35Sの金利引き下げ幅の拡大」や「住宅エコポイントの再開」といった支援策も、住宅取得を後押しする要因となろう。住宅投資に関しては、10-12月期に反動で減少した後、安定した伸びが見込める状況にある（前掲第12図）。

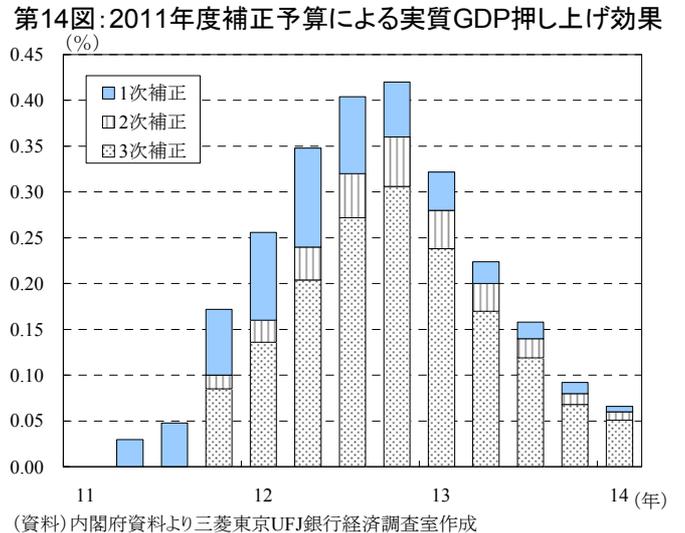
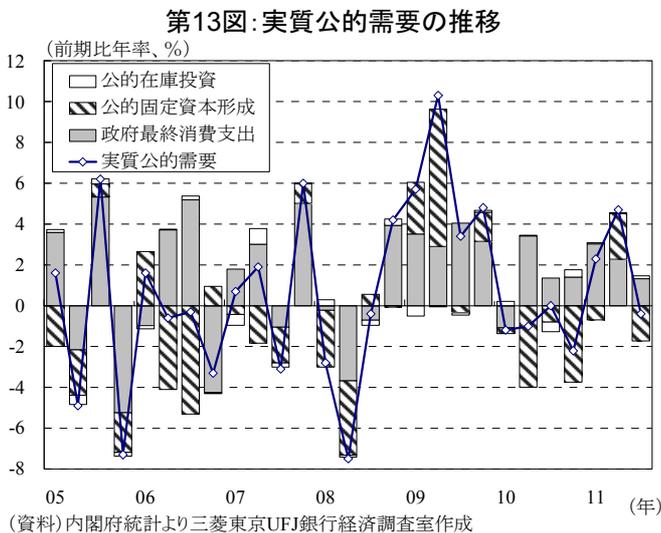
### (3) 政府部門

7-9 月期の公的需要は小幅減

7-9 月期の実質公的需要は、公的固定資本形成（公共投資）の減少により、小幅ながらマイナスに転じた（第 13 図）。震災後の交通インフラ等の応急工事や仮設住宅建設が一巡したことが影響したものとみられる。

復旧・復興事業が来年にかけて GDP を 2%強押し上げ

今後は、震災復旧・復興事業等を盛り込んだ補正予算が本格的な執行段階に入ること、公的需要が押し上げられよう。3 次補正後の今年度一般会計予算は 106.4 兆円（前年比+11.6%）に上り、内閣府は 1~3 次補正予算による実質 GDP 押し上げ効果を 2.6%と試算している。また、過去の経験では、経済対策等による追加的需要は 4~5 四半期かけて顕在化しており、今回の効果も 2012 年末頃に向けて盛り上がっていくと予想する（第 14 図）。



### (4) 物価

コア消費者物価はプラスに転じるも、一物品目のブレに起因する部分が大

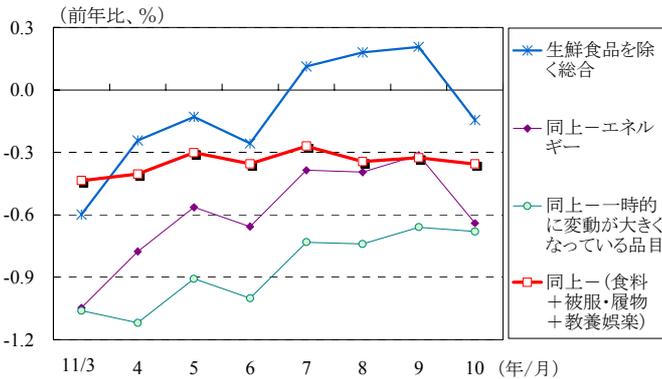
7-9 月期の消費者物価は、生鮮食品を除いたコアベースで 3 ヶ月連続の前年比プラスとなった（7 月：前年比+0.1%、8 月：同+0.2%、9 月：同+0.2%）。期中平均でも、同+0.2%と 11 四半期ぶりにプラス転化。また、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除くコアコアベースでも、7-9 月期は同▲0.5%と、4-6 月期（同▲0.9%）からマイナス幅が縮小している。しかしながら、こうした結果は一物品目のブレによるところが大きく（注 1）、これらを全て除いてみると、消費者物価の下落幅は概ね不変という形になる（第 15 図）。

(注 1) 具体的には、①エネルギー価格の上昇および②たばこや傷害保険料などの一時的な上振れによる寄与が引き続き残っている上に、③生鮮食品を除く食料価格の下落幅の縮小、④被服・履物価格の上昇、⑤教養娯楽に含まれる海外バック旅行の値上がり、といったことが重なったため。

デフレギャップは根強く残存、コア消費者物価は見通し期間を通じてマイナス推移

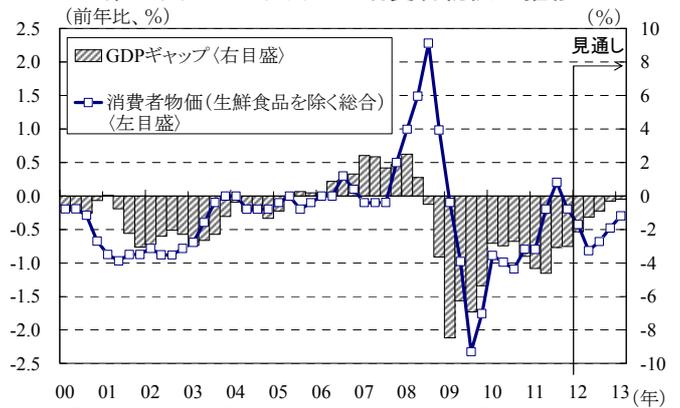
この先、10月には、一年前のたばこ税増税と傷害保険料引き上げの影響が消滅。あわせて、原油価格の上昇一服を受け、エネルギー価格の上昇ペースも鈍ってくる公算が高く、コアベースの消費者物価は直ちにマイナスへ転じるものと予想される(実際、10月分の実績は前年比▲0.1%。第16図)。とりわけ2012年前半までは、前年のエネルギー高の反動からマイナス幅が広がっていく見込みである。その後についても、デフレギャップが少なくとも2012年度中は残り続ける見通しで、コア消費者物価もその間はマイナス圏内に止まる可能性が大きい。

第15図: 一部品目を除いた消費者物価の推移



(注) 1. 『エネルギー』は、「電気」、「都市ガス」、「プロパンガス」、「灯油」、「ガソリン」。  
2. 『一時的に変動が大きくなっている品目』は、「たばこ」、「傷害保険料」、「自賠責保険料」、「高校授業料」。  
3. 『食料』は、生鮮食品を除く。  
(資料) 総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図: GDPギャップと消費者物価の推移



(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、当室にて推計。  
(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10月にも、追加緩和を決定

日銀は、円高の進行等によって経済の下振れリスクが高まったと判断し、10月27日の金融政策決定会合で資産買入等基金の増額(長期国債買い入れ枠: 5兆円→9兆円)を決定した。もともと、昨年10月の包括的金融緩和政策導入以降に行われた追加緩和に対する金融市場の反応は、限定的なものに止まっている(第1表)。今回の決定が市場の反転のきっかけとなる可能性は小さいと判断される。

今後も経済情勢にあわせて追加緩和が実施される公算

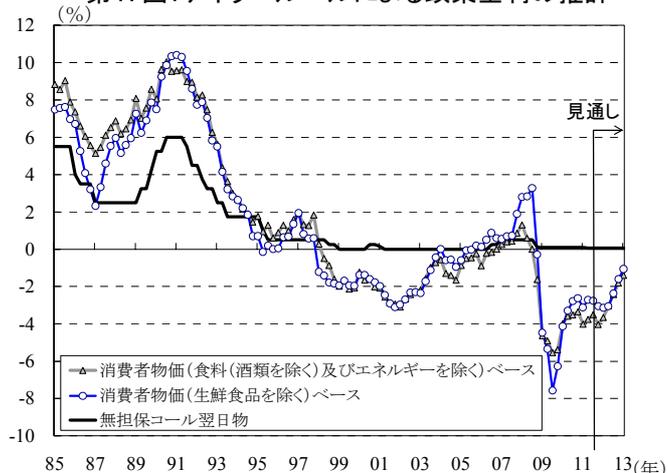
先行き、景気は回復基調を辿るとみているが、前述の当室見通しを前提にしたテイラールールで推計される政策金利は2012年度末までマイナスに止まる(第17図)。今後も、欧州債務問題の深刻化や円相場の再急騰などによって景気の下振れリスクが一段と強まる可能性は小さくなく、金融緩和策がさらに追加される余地は依然として残る。

第1表：追加金融緩和実施後の金融市場の推移

		新発10年物 国債利回り (%)	日経平均 株価 (円)	円ドル 相場 (円)
2010年10月5日 包括的金融緩和 導入	前日	0.935	9,381.1	83.4
	1週間後	0.850	9,388.6	81.8
	3ヵ月後	1.155	10,380.8	83.3
2011年3月14日 資産買入等基金 増額	前日	1.270	10,254.4	81.9
	1週間後	1.250	9,608.3	81.1
	3ヵ月後	1.145	9,547.8	80.5
2011年8月4日 資産買入等基金 増額	前日	1.015	9,637.1	77.1
	1週間後	1.040	8,981.9	76.9
	3ヵ月後	0.985	8,801.4	78.2
2011年10月27日 資産買入等基金 増額	前日	0.985	8,748.5	76.3
	1週間後	0.995	8,640.4	78.1

(注)『2011年8月4日』の『3ヵ月後』と『2011年10月27日』の『1週間後』の円ドル相場は、10月31日の為替介入の影響で円安となっている。  
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：テイラールールによる政策金利の推計



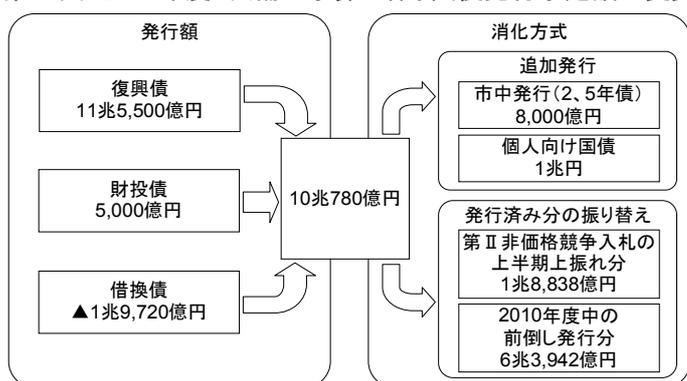
(資料) 内閣府、総務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 長期金利

長期金利は当面、現状並みのレンジで推移する公算大

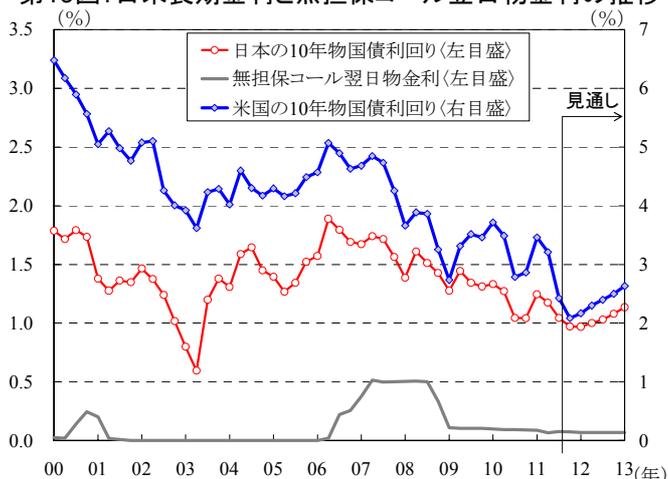
新発10年物国債利回りは、欧州債務問題などを受けたリスク回避の動きから、1%前後の低水準で推移している。先行きも、内外景気の下振れ懸念や日銀の実質ゼロ金利政策を背景に、当面は足元並みのレンジで推移する見通しである。なお、今年度には11兆5,500億円の復興債が発行されるが、各種の調整によって市中発行の増加額は大幅に抑制されるため(第18図)、市場への影響は限定的であろう。また、2012年度後半以降については、米長期金利の上昇に連動して、若干の上昇が予想される(第19図)。

第18図：2011年度3次補正予算に伴う国債発行予定額の変更



(資料) 財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19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

## (3) 為替

政府・日銀は介入を実施するも、効果は限定的

10月31日、1ドル=75円台前半まで円が上昇したことを受け、政府・日銀は、今次円高局面で4度目となる円売り・ドル買い介入を実施した(第20図)。介入によって円相場は一時、1ドル=79円台後半まで下落

したが、以降は再び円高方向に振れている。これまでの3回の介入後も円高が一段と進行しており、介入のみで円高トレンドを反転させることは難しいと考えられる。

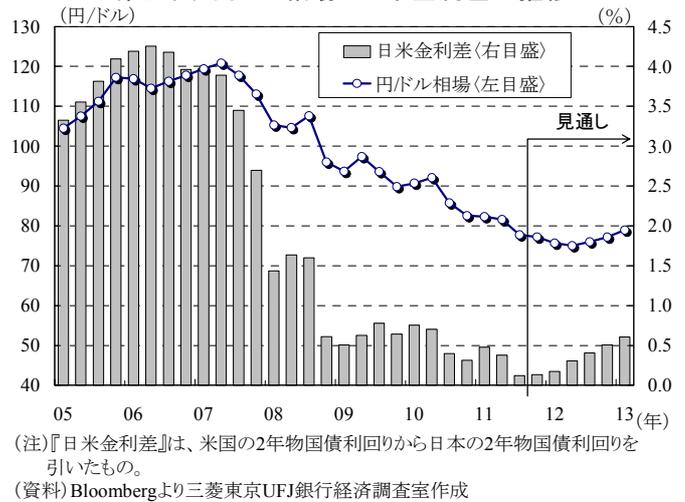
今後も欧州債務問題や日米金利の接近を背景として、円は高止まりの公算

先行きについても、欧州債務問題や日米金利の接近を背景に円相場の高止まりは続く見通し（第21図）。2012年度後半以降には、米国金利の先高感が強まり始め、円高圧力もやや緩和すると予想するが、欧州債務問題などに収束の動きがみられなければ、円の下落は限定的となろう。

第20図：円ドル相場の推移



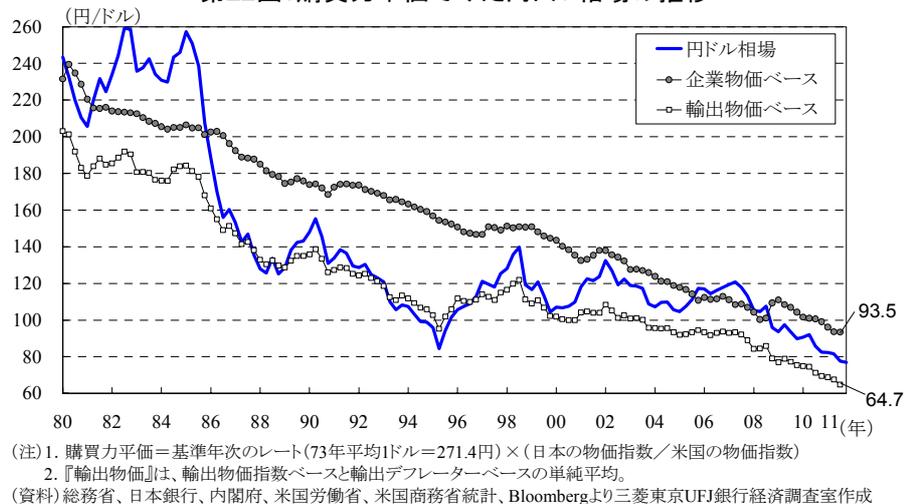
第21図：円ドル相場と日米金利差の推移



購買力平価からみると更なる円高も

また、購買力平価の観点からみると、中長期的には日米のインフレ率格差（米国＞日本）を反映して、円が上昇しやすい環境にあることにも留意しておく必要がある（第22図）。円安トレンドへの転換には、過去の相場の転換点でみられたような、米FRBの連続利上げやドル安に歯止めを掛ける国際合意などが必要と考える。

第22図：購買力平価でみた円ドル相場の推移



(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）11月30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	10.2	0.1	2.9	▲2.7	▲2.7	▲1.3	6.0	1.4	1.6	3.8	2.3	2.4	0.1	2.4	0.4	2.5
個人消費	4.7	▲0.8	2.7	▲3.4	▲1.8	0.7	3.9	0.2	0.4	1.2	1.1	1.0	0.9	1.0	0.4	1.0
住宅投資	6.7	2.6	4.6	8.5	5.6	▲4.2	21.7	▲2.6	5.5	5.9	6.3	5.1	4.7	▲0.2	5.0	5.5
設備投資	7.7	11.6	2.3	▲0.4	▲4.5	▲1.9	4.4	9.6	9.4	11.8	5.2	2.5	0.1	4.2	1.5	7.3
民間在庫（寄与度）	4.3	▲1.8	1.7	▲0.1	▲0.9	0.7	0.8	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6	0.5	0.3	0.4
公的需要	▲1.2	▲1.0	0.0	▲2.2	2.3	4.7	▲0.4	3.6	5.3	7.1	6.9	3.3	▲5.8	0.1	2.2	4.6
公共投資	▲1.6	▲21.5	▲4.8	▲21.6	▲4.5	15.7	▲10.8	6.1	12.6	19.3	18.3	8.2	▲15.1	▲9.8	▲0.5	10.5
純輸出（寄与度）	2.2	1.1	▲0.7	▲0.2	▲0.8	▲3.1	1.7	▲0.8	▲1.4	▲0.6	▲1.2	0.1	0.2	0.9	▲0.7	▲0.6
財貨・サービスの輸出	28.9	29.2	0.6	▲1.9	1.0	▲18.4	27.4	▲2.5	1.8	8.3	10.2	8.7	8.2	17.1	▲0.7	7.1
財貨・サービスの輸入	12.0	23.0	6.3	▲0.8	6.8	0.4	14.5	4.1	15.5	17.0	24.9	10.6	8.8	10.9	5.8	15.0
名目GDP	9.9	▲3.4	0.5	▲3.5	▲4.3	▲5.8	5.6	0.7	0.6	2.9	0.9	1.3	▲1.3	0.4	▲1.5	1.5
GDPデフレーター（前年比）	▲2.8	▲2.0	▲2.3	▲1.7	▲1.9	▲2.2	▲1.9	▲1.8	▲1.5	▲0.7	▲1.1	▲1.0	▲1.0	▲2.0	▲1.9	▲1.0
鉱工業生産（前期比）	7.3	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲4.0	4.3	▲0.0	2.1	1.2	2.9	1.9	1.6	9.0	▲2.0	7.6
国内企業物価（前年比）	▲1.6	0.2	▲0.1	1.0	1.8	2.5	2.6	2.0	1.2	0.5	0.8	0.9	0.9	0.7	2.1	0.7
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	0.2	▲0.2	▲0.4	▲0.9	▲0.7	▲0.4	▲0.3	▲0.9	▲0.2	▲0.5
2. 国際収支																
貿易収支	2,380	1,811	1,967	1,778	910	▲1,249	▲148	▲440	▲996	▲94	208	143	249	6,465	▲2,833	506
経常収支	4,531	3,904	4,405	4,321	3,260	1,899	2,592	2,330	1,834	2,795	3,157	3,153	3,319	16,126	8,654	12,425
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	1.0	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	78	77	76	75	76	77	79	86	78	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11月30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	2011年			2011年				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 2.4	2.4	▲ 2.7 (▲ 1.0)	▲ 1.3 (▲ 1.1)	6.0 (0.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.2	2.0	▲ 1.9 (▲ 0.5)	▲ 0.4 (▲ 1.7)	2.0 (▲ 0.4)	2.2 (0.2)	0.4 (▲ 0.8)	▲ 0.3 (0.2)	▲ 0.9 (▲ 0.8)	
鉱工業生産指数	▲ 8.8	8.9	▲ 2.0 (▲ 2.5)	▲ 4.0 (▲ 6.8)	4.3 (▲ 2.1)	3.8 (▲ 1.7)	0.4 (▲ 3.0)	0.6 (0.4)	▲ 3.3 (▲ 3.3)	2.4 (0.4)
鉱工業出荷指数	▲ 8.3	9.3	▲ 1.9 (▲ 2.6)	▲ 5.9 (▲ 8.4)	6.6 (▲ 2.0)	8.1 (▲ 1.8)	0.1 (▲ 3.0)	0.2 (0.2)	▲ 2.0 (▲ 2.9)	0.6 (0.1)
製品在庫指数	▲ 6.1	3.5	1.0 (3.5)	3.2 (4.0)	1.9 (5.5)	▲ 2.8 (4.0)	▲ 0.1 (4.1)	2.1 (5.8)	▲ 0.1 (5.5)	0.8 (6.9)
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	120.4	108.2	106.9 [106.3]	119.1 [106.5]	116.8 [108.7]	111.9 [106.9]	116.4 [109.0]	114.8 [108.0]	119.2 [109.1]	117.9 [117.0]
国内企業物価指数	▲ 5.2	0.7	1.2 (1.8)	1.2 (2.5)	▲ 0.1 (2.6)	0.0 (2.5)	0.2 (2.8)	▲ 0.2 (2.6)	▲ 0.1 (2.5)	▲ 0.7 (1.7)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.3 (▲ 0.8)	0.5 (▲ 0.3)	▲ 0.1 (0.2)	▲ 0.3 (▲ 0.2)	0.0 (0.1)	0.1 (0.2)	0.0 (0.2)	▲ 0.1 (▲ 0.1)
稼働率指数 (2005年=100)	80.0	88.0	86.1 [89.5]	80.4 [89.8]	87.2 [88.4]	86.4 [88.9]	86.9 [88.5]	89.0 [88.5]	85.8 [88.1]	
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 20.4	9.1	5.6 (8.9)	2.5 (9.8)	1.5 (5.8)	7.7 (17.9)	▲ 8.2 (4.0)	11.0 (2.1)	▲ 8.2 (9.8)	
製造業	▲ 27.9	18.3	5.3 (16.3)	▲ 0.2 (17.2)	2.5 (4.4)	9.3 (21.1)	▲ 5.2 (3.2)	13.7 (5.0)	▲ 17.5 (4.8)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 14.7	2.7	1.4 (3.5)	5.0 (4.2)	5.0 (7.2)	15.7 (15.4)	▲ 1.4 (5.8)	▲ 6.1 (▲ 0.1)	8.5 (13.2)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 24.2	21.3	▲ 2.4 (6.6)	6.1 (9.0)	▲ 0.1 (4.1)	1.1 (9.3)	0.6 (7.5)	▲ 3.0 (8.1)	▲ 6.0 (▲ 1.3)	3.8 (1.3)
建設受注	▲ 14.2	▲ 5.2	(▲ 4.9)	(18.0)	(▲ 0.6)	(6.0)	(5.7)	(9.3)	(▲ 9.3)	(24.3)
民需	▲ 15.3	▲ 2.6	(1.5)	(20.1)	(▲ 2.1)	(13.1)	(12.0)	(5.7)	(▲ 14.0)	(7.1)
官公庁	▲ 11.1	▲ 12.1	(▲ 20.1)	(15.1)	(21.7)	(▲ 8.0)	(9.1)	(13.5)	(31.1)	(115.8)
公共工事請負金額	4.9	▲ 8.8	(▲ 3.2)	(▲ 9.3)	(▲ 3.4)	(▲ 3.4)	(▲ 15.9)	(3.5)	(3.3)	(3.2)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	77.6 (▲ 25.4)	81.9 (5.6)	84.2 (3.2)	81.0 (4.1)	87.8 (7.9)	81.7 (5.8)	95.5 (21.2)	93.4 (14.0)	74.5 (▲ 10.8)	77.4 (▲ 5.8)
新設住宅床面積	(▲ 21.5)	(9.0)	(6.0)	(3.8)	(8.6)	(4.6)	(22.5)	(14.5)	(▲ 10.3)	(▲ 5.8)
小売業販売額	▲ 0.4	0.8	(▲ 3.0)	(▲ 1.7)	(▲ 1.0)	(1.2)	(0.6)	(▲ 2.6)	(▲ 1.1)	(1.9)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.0	▲ 0.9	▲ 2.8 (▲ 3.0)	0.4 (▲ 2.1)	0.9 (▲ 2.8)	0.8 (▲ 3.5)	0.7 (▲ 2.1)	▲ 0.1 (▲ 4.1)	0.9 (▲ 1.9)	0.3 (▲ 0.4)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.7	73.4	71.9 [74.1]	74.1 [72.4]	73.0 [75.2]	73.6 [71.8]	71.9 [75.4]	73.8 [75.5]	74.3 [75.1]	71.8 [70.8]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 8.5	6.8	1.2 (1.7)	▲ 2.6 (▲ 2.0)	0.0 (▲ 0.6)	2.2 (0.0)	▲ 0.1 (▲ 1.0)	▲ 1.0 (▲ 2.1)	1.1 (1.0)	(▲ 1.2) (0.0)
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 3.3	0.6	(0.1)	(▲ 0.4)	(▲ 0.3)	(▲ 0.7)	(▲ 0.2)	(▲ 0.4)	(▲ 0.4)	(0.1)
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	▲ 77,894	23,384	33,848 1,683	28,033 10,188	27,711 21,464	30,531 10,821	28,860 20,627	29,735 18,928	24,538 24,836	20,159 28,054
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.45	0.56	0.62 [0.47]	0.62 [0.50]	0.66 [0.54]	0.63 [0.52]	0.64 [0.53]	0.66 [0.54]	0.67 [0.55]	0.67 [0.56]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.2	5.0	4.7	4.7	4.4	4.6	4.7	4.3	4.1	4.5
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	39.9	44.2	40.1 [42.77]	38.0 [48.33]	48.4 [45.37]	49.6 [47.50]	52.6 [49.80]	47.3 [45.10]	45.3 [41.20]	45.9 [40.20]
企業倒産件数 (実数、件数)	14,732 (▲ 8.7)	13,065 (▲ 11.3)	3,211 (▲ 7.3)	3,312 (▲ 0.3)	3,108 (▲ 3.8)	1,165 (1.4)	1,081 (1.4)	1,026 (▲ 3.5)	1,001 (▲ 9.1)	976 (▲ 14.0)

(注)『完全失業率』は、2011年3月から8月まで岩手、宮城、福島を除外したベース。

## 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				
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月
通関輸出	▲17.1	14.9	(2.5)	(▲8.1)	(0.5)	(▲1.6)	(▲3.4)	(2.8)	(2.3)	(▲3.8)
価格	▲7.0	0.2	(▲0.0)	(0.2)	(1.6)	(1.1)	(2.0)	(1.9)	(0.9)	(0.2)
数量	▲9.9	14.6	(2.4)	(▲8.3)	(▲1.1)	(▲2.7)	(▲5.3)	(0.9)	(1.5)	(▲3.9)
通関輸入(円建)	▲25.2	16.0	(11.4)	(10.4)	(13.8)	(9.8)	(9.9)	(19.2)	(12.2)	(17.9)
価格	▲18.4	3.3	(4.0)	(7.4)	(12.1)	(8.0)	(12.9)	(12.5)	(11.1)	(11.2)
数量	▲7.3	12.4	(7.2)	(2.8)	(1.5)	(1.7)	(▲2.6)	(6.0)	(1.0)	(6.0)
経常収支(億円)	157,817	161,255	39,866	15,372	29,825	5,389	9,902	4,075	15,848	
貿易収支(億円)	65,996	64,955	5,577	▲10,534	▲1,982	1,299	1,233	▲6,947	3,732	
サービス収支(億円)	▲18,185	▲12,730	▲771	▲5,040	▲6,068	▲1,046	▲3,062	▲1,826	▲1,180	
資本収支	▲123,113	▲97,221	▲34,301	8,947	5,578	▲1,783	▲7,531	31,005	▲17,896	
外貨準備高(百万ドル)	1,042,715	1,116,025	1,116,025	1,137,809	1,200,593	1,137,809	1,150,877	1,218,501	1,200,593	1,209,882
対ドル円レート(期中平均)	92.80	85.69	82.32	81.70	77.84	80.51	79.47	77.22	76.84	76.77

## 3. 金融

	2009年度	2010年度	2010年			2011年					
			1-3	4-6	7-9	6月	7月	8月	9月	10月	
コール・レート (無担保翌日物)	0.102	0.091	0.088 [0.098]	0.067 [0.093]	0.078 [0.093]	0.069 [0.095]	0.073 [0.094]	0.081 [0.095]	0.080 [0.091]	0.081 [0.091]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.516	0.356	0.336 [0.443]	0.332 [0.388]	0.330 [0.364]	0.332 [0.381]	0.332 [0.373]	0.329 [0.363]	0.329 [0.355]	0.329 [0.336]	
新発10年国債利回り (末値)	1.353	1.127	1.242 [1.337]	1.160 [1.208]	1.043 [0.987]	1.130 [1.085]	1.080 [1.055]	1.030 [0.975]	1.020 [0.930]	1.045 [0.920]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.449	1.357	1.357 (▲0.025)	1.349 (▲0.008)	1.315 (▲0.034)	1.349 (0.003)	1.338 (▲0.011)	1.337 (▲0.001)	1.315 (▲0.022)	1.317 (0.002)	
日経平均株価 (225種、末値)	11,090	9,755	9,755 [11,090]	9,816 [9,383]	8,700 [9,369]	9,816 [9,383]	9,833 [9,537]	8,955 [8,824]	8,700 [9,369]	8,988 [9,202]	
M2平残	(2.9)	(2.7)	(2.4)	(2.8)	(2.8)	(2.9)	(3.0)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	
広義流動性平残	(0.5)	(0.6)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.5)	(0.3)	(0.7)	(0.4)	(0.2)	(▲0.1)	
貸出資金吸収動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.8)	(▲1.9)	(▲1.8)	(▲0.8)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.3)	(0.0)
	銀行計	(0.8)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲0.8)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.3)	(0.1)
	都銀等	(▲0.4)	(▲4.2)	(▲4.6)	(▲2.8)	(▲2.6)	(▲2.7)	(▲2.7)	(▲2.6)	(▲2.3)	(▲1.6)
	地銀	(2.4)	(0.6)	(1.2)	(1.5)	(1.9)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.9)	(2.0)
	地銀Ⅱ	(1.3)	(▲0.4)	(▲0.0)	(0.9)	(1.2)	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
信金	(0.8)	(▲1.3)	(▲1.1)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.2)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.9)	(2.6)	(2.2)	(2.7)	(2.3)	(2.8)	(2.6)	(2.1)	(2.3)	(2.5)
	都銀	(3.0)	(2.6)	(1.8)	(2.3)	(1.0)	(2.2)	(1.5)	(0.6)	(0.9)	(1.2)
	地銀	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.9)	(3.7)	(4.0)	(3.8)	(4.0)	(4.1)
地銀Ⅱ	(1.8)	(0.6)	(0.9)	(2.0)	(2.8)	(2.2)	(2.6)	(2.7)	(2.9)	(3.2)	

(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、保証事業者協会等統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## Ⅱ. 米国 ～欧州債務問題が当面の成長を抑制～

### 1. 景気の現状

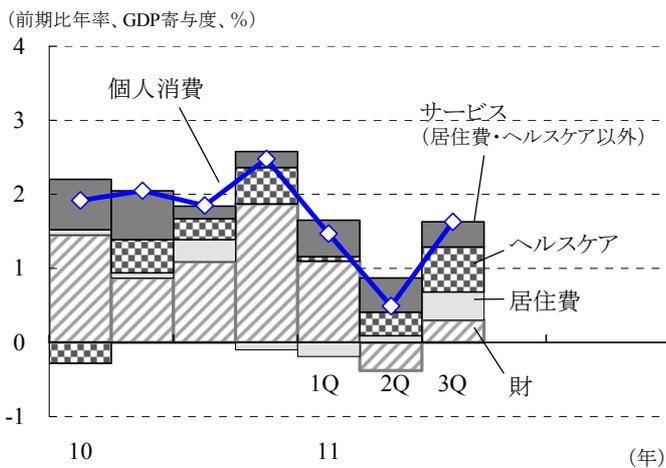
#### 足元では持ち直しの動き

米国景気は足元では持ち直しの動きが見られている。今年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.0% になり、3 四半期ぶりの高めの伸びとなった。東日本大震災に伴うサプライチェーン障害復旧や物価高一服が成長を後押ししたと見られる。内訳では、個人消費、設備投資が大きく寄与している。個人消費は、マインドが悪化する環境下ではあったが、ヘルスケアや居住費などを中心に底堅く推移した（第 1 図）。

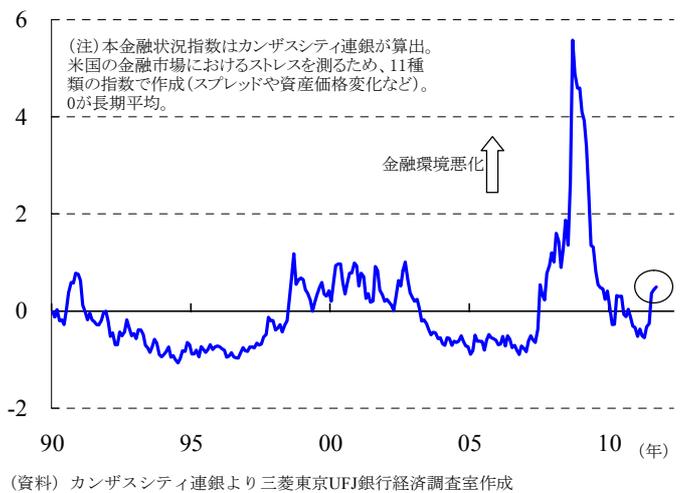
10 月以降の経済指標についても失業保険申請件数が減少傾向で推移するなど、雇用・所得環境を中心に改善が見られている。

そのようななか、欧州債務問題については、想定以上に問題が深刻化してきた印象であり、米国金融市場への影響も徐々に強まりつつある（第 2 図）。

第 1 図：個人消費の推移



第 2 図：金融ストレス指数



## 2. 今後の見通し

### <概要>

当面は低成長が継続

米国経済は当面、低成長が継続する見通しである。足元の経済指標には持ち直しが見られるものの、欧州債務問題の深刻化に伴い米国においても金融市場の悪化が進行中であり、成長を抑制しよう。その後、グローバルな製造業のモメンタムが循環的な回復局面に入るとみられることや、欧州債務問題が金融危機にまでは至らないことで市場の混乱にも一巡感が出てくることから、来年後半には成長の持ち直しが想定される。しかし、米国経済自体が構造調整を抱えるなか、回復のペースは2%台程度となり力強さには欠けるだろう（第3図）。

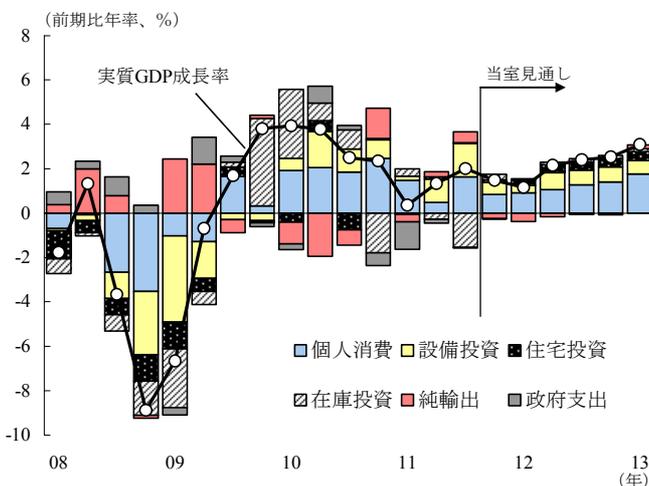
米国民間部門のバランスシート調整は、家計の債務残高（対可処分所得比）などでみると調整が進捗しており、消費者ローンなどには残高増加の兆しも見られる。しかし、家計債務の大部分は住宅ローンであり、住宅市場の状況に鑑みると家計向けの信用が全体として拡大するまでには距離がある（第4図）。

下振れリスクは欧州問題、米国財政協議

こうしたなか一段の景気下振れリスクとしては、①欧州債務問題の一段の深刻化、②米国債格下げや米国財政再建協議混迷に伴うマインドの悪化、③短期間で一段の緊縮財政の実施、④一次産品・原材料高による家計の実質購買力の低下、などが挙げられる（欧州債務問題の影響は3-6 ページにおいて後述）。

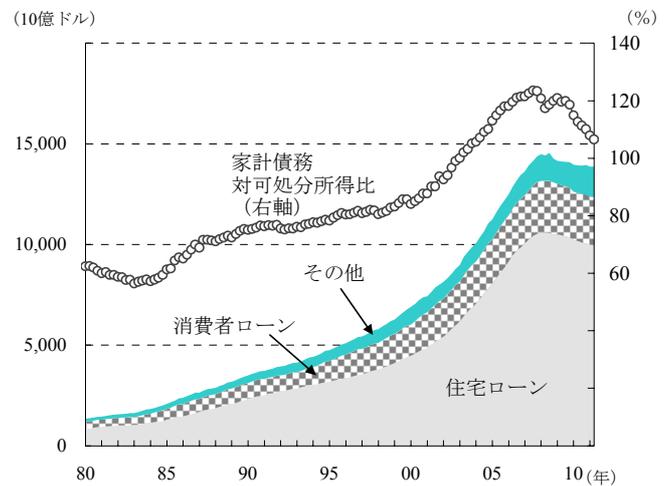
米国での財政再建協議は両党の溝が埋まらず、合意が難しい状況が続いている。財政再建を中長期で行うという点については両党の共通認識であることから、短期的に景気を大きく下押しする運営はなんとか避けられようが、オバマ大統領が提案したような大規模景気対策（雇用対策など）の実施は難しそうだ。

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：家計債務残高の推移



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## <欧州債務問題からの影響>

欧州債務問題とそれに伴う欧州経済減速は、欧州向け輸出減少や欧州からの米国企業収益減少の他、金融やマインドなど様々な経路を通じて米国経済に影響を与える<sup>1</sup>。

### 輸出に占める周辺国のウェイトは限定的

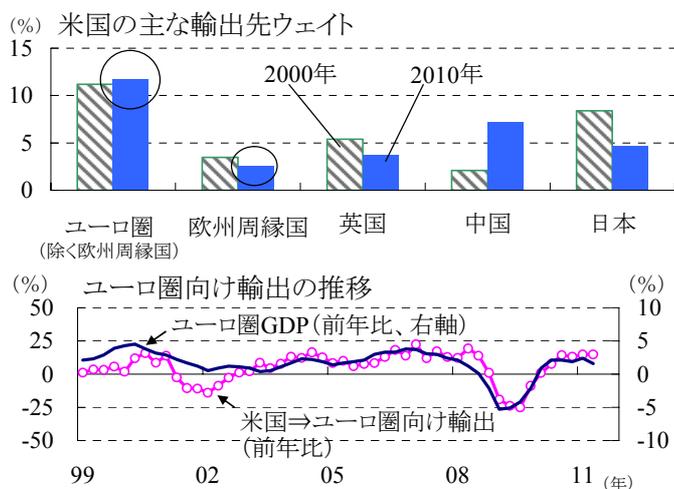
貿易面では、米国にとってユーロ圏は最大の輸出先であり 14%程度のウェイトである。ドイツ (4%)、オランダ (3%)、フランス (2%) のウェイトが高く、財政状況が深刻なユーロ圏周縁国 (GIIPS: ギリシャ、アイルランド、イタリア、ポルトガル、スペイン) 向けは3%弱に止まる (第5図)。なお、米国の輸入においてはユーロ圏が13%程度を占め、欧米間の貿易量は世界全体の約3割を占めている。

過去を見ると、ユーロ圏のGDPが1%減少すると、米国からユーロ圏への輸出は5%程度減少する傾向にある (第5図)。米国のGDPに占める輸出のウェイトは13%程度、前述の通り輸出に占めるユーロ圏のウェイトは14%程度であるため、ユーロ圏のGDPが1%減少すると米国のGDPは0.1%程度減少することになる。波及効果などを考慮する必要はあるものの、そもそも内需型経済の米国にとって、貿易の繋がりだけを通じて欧州債務問題から決定的な影響を受けることは無さそうだ。

### 直接投資は欧州との結びつきが強い

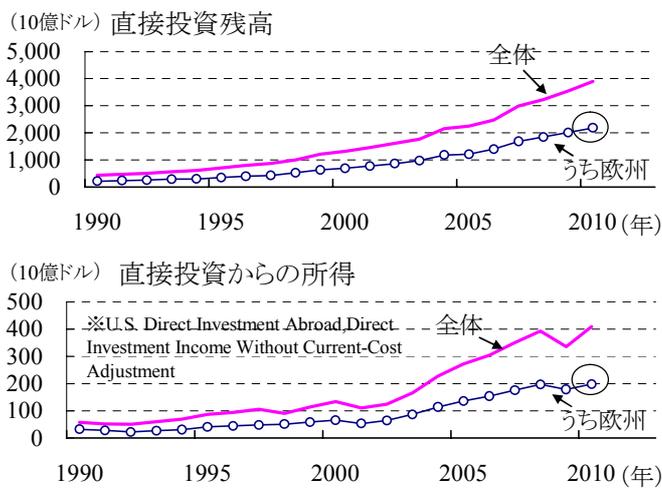
一方、米国の直接投資は半分が欧州向けであり、直接投資からの所得も半分を欧州が占めている (第6図)。直接投資の繋がりは輸出よりも深く、米国企業収益へ与える影響は軽視できない。

第5図：欧州との貿易取引



(資料) 米商務省、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：欧州への直接投資



(資料) BEAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>1</sup> サンフランシスコ連銀が、カンファレンスボードとOECDの先行指数をもとに算出した米国の景気後退確率では、(来年半ば頃までは) 国内要因よりも海外要因の影響を大きく受ける。

## 欧州銀行セクターの動向に注目

金融面について、米国への悪影響が一段と拡大するかどうかは、欧州銀行セクターの動向に拠るところが大きい。EUは10月26日の首脳会議において域内70行を対象に銀行資本増強を決定した（コアTier1比率で9%以上を要求）。資本規制強化は、バーゼルIIIに沿った対応（コアTier1比率を2015年までに4.5%、2019年までに7%、大手行には上乘せ有り）が進められる予定であったが、欧州においては大幅に前倒しされることとなった。イタリア、スペインなどではそもそも銀行セクターの資本が他国より薄かったところに（第7図）、国債の損失計上が必要となった。今回の銀行資本増強策は、市場の信頼回復のため避けて通れないが、その帰着には不透明感が強い。

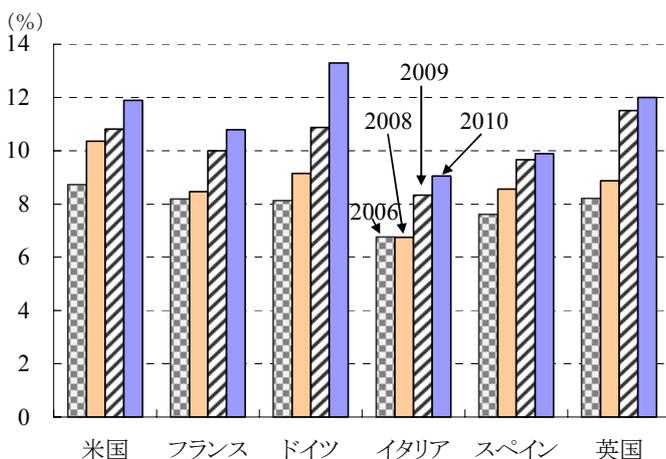
EBA（欧州銀行監督機構）によると、6月末時点のデータを元にした暫定資本不足額は37行で1,064億ユーロとなる。この影響を考えるうえで、2009年の米国における銀行資本強化を振り返っておきたい。

## 2009年の米国銀行に匹敵する資本不足

米国では2009年に大手19行を対象にストレステスト(SCAP)を行い、悲観シナリオの下でTier1比率6%、コアTier1比率4%を満たすことが条件とされた。資本不足額は計10行で746億ドルであったが、中小銀行も含め2,000億ドル程度と大規模な公的資本注入が行われた。

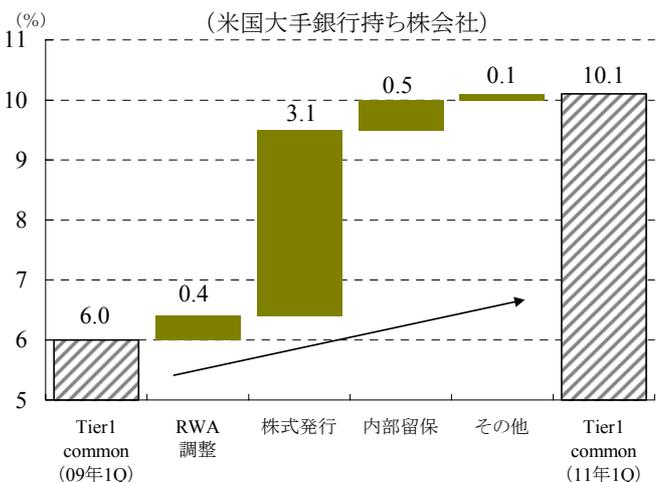
その後は役員報酬規制などを回避するため、大手行を中心に早期に公的資金を返済し民間調達への転換が図られたが、基本的にはリスク資産圧縮ではなく資本積み増しでの対応であったため<sup>2</sup>（第8図），“デレバレッジ”と呼ぶほどの状況は回避することができた。

第7図：銀行セクターのTier1比率の推移



(注)2010年末で総資産が1,000億ドル以上の銀行を集計。  
(資料)Bank of England「Financial Stability Report」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：Tier1普通株比率の変化



(資料)FSOC「Annual Report」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>2</sup> 2009年第1四半期から2011年第1四半期までの間に、普通株Tier1を3,330億ドル増加させ9,120億ドルとした（比率は4.1%上昇し10.1%に）。

## 自己資本調達の手 段は不透明

一方、現在の欧州は、株価低迷で市場からの資本調達が難しいだけでなく、これまでのところ各行とも、経営の自由度を狭めるおそれがある公的資金注入を申請しない旨を明言している。すなわち、資産圧縮に依存することになる。自己資本比率強化に伴う経済的影響の分析は、バーゼル III 導入を受け幅広く行われており、資本調達であれば経済的影響が限られる可能性はある<sup>3</sup>。しかし、資産圧縮によって行われるようだと、欧州以外で行われる可能性が高く、米国も含めてグローバルに直接・間接市場での経済的影響が不可避となろう。

## 米国銀行の直接的なエクスポージャーは限定的

なお、米国銀行からユーロ圏周縁国（GIIPS）向け与信は、今年6月末時点で1,800億ドル程度となっている<sup>4</sup>（第1表）。米国の商業銀行資産は12.5兆ドル程度のため、割合は1.4%程度である。また、米銀大手6行の周辺国向けグロスのエクスポージャーは749億ドル、ネットのエクスポージャーは534億ドルであり、ネットのエクスポージャーが総資産に占める割合は0.2～0.8%となっている（格付け会社Fitchによる集計）。米国保険会社の周辺国向けエクスポージャーも限定的であり、欧州への直接的なエクスポージャーだけを見ればそれほど大きいわけではない。

第1表：欧米間の銀行与信状況

（2011年6月末時点、10億ドル）

	米国→欧州						欧州→米国					
	アイルランド	スペイン	イタリア	ポルトガル	ギリシャ	周縁国計	フランス	ドイツ	イタリア	スイス	英国	欧州銀行
与信	54	67	47	5	8	181	593	559	44	777	1,124	3,783
公的部門	2	8	13	1	2	26	107	22	11	153	300	717
民間銀行部門	12	28	19	2	2	64	101	162	10	143	152	706
民間非銀行部門	40	31	15	2	4	91	385	376	23	425	672	2,303
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	56	0	57
潜在的なエクスポージャー	58	177	263	49	40	587	436	411	86	286	667	2,124
Derivatives contracts	8	19	19	2	1	50	135	106	4	124	305	757
Guarantees extended	46	149	238	47	38	518	133	180	14	68	272	718
Credit commitments	3	9	6	0	0	19	169	125	68	94	90	650

（資料）BISより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>3</sup> 分析は、BIS、IMF、OECD、欧州委員会に加え、業界団体のIIFなどが発表している。資本調達を用いた自己資本比率引き上げを前提とし、資本調達実施後もROEを低下させないために、預貸スプレッドを引き上げるという仮定が一般的。例えばOECDによれば、1%の自己資本比率引き上げは10-20bpの貸出金利引き上げにつながり、規制導入後5年間に於いて経済成長率（平均）を、米国であれば0.04%、ユーロ圏は0.06%、日本は0.02%引き下げるとしている。分析結果は、「ROEの仮定」や「銀行が資本増強したことによるその他の調達コストの変化」などにより異なっているが、総じて影響は限定的である。

IMF “Bank Behavior in Response to Basel III” (May.2011)

BIS “BASEL III: Long-term Impact on Economic Performance and Fluctuations” (Feb.2011)

OECD “Macroeconomic Impact of Basel III” (Feb.2011)

European Commission “Quarterly Report on the Euro Area” (I/2011)

IIF “Cumulative Impact of the Global Economy of Changes in the Financial Regulatory Framework”

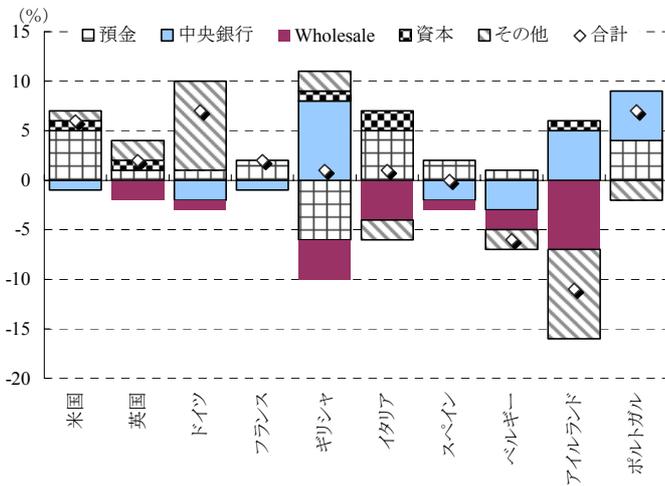
<sup>4</sup> “潜在的なエクスポージャー”は5,870億ドルと大きな金額だが、グロスで金額が表示されていることなどが影響している。

## 米国銀行の抵抗力は強まる

米国の銀行は2009年の金融危機以降、資本拡充とともに預金も増加させ（第9図）、ホールセール調達（レポ市場など）の依存度も低下させてきた（第10図）。加えて、米国金融セクター全体で見ると、市場型のウェイトが低下し銀行部門のウェイトが高まっている（第11図）。

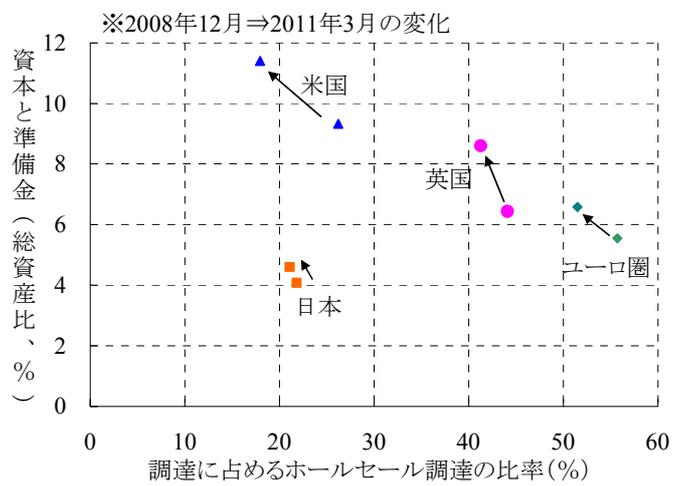
米国は時期尚早との批判もあるなかで、金融規制改革（ドッド・フランク法）を推し進めてきたことが功を奏していると言え、過去との比較や欧州銀行との比較では健全性が高い状況ではある。

第9図：銀行バランスシートの変化（2009年末以降）



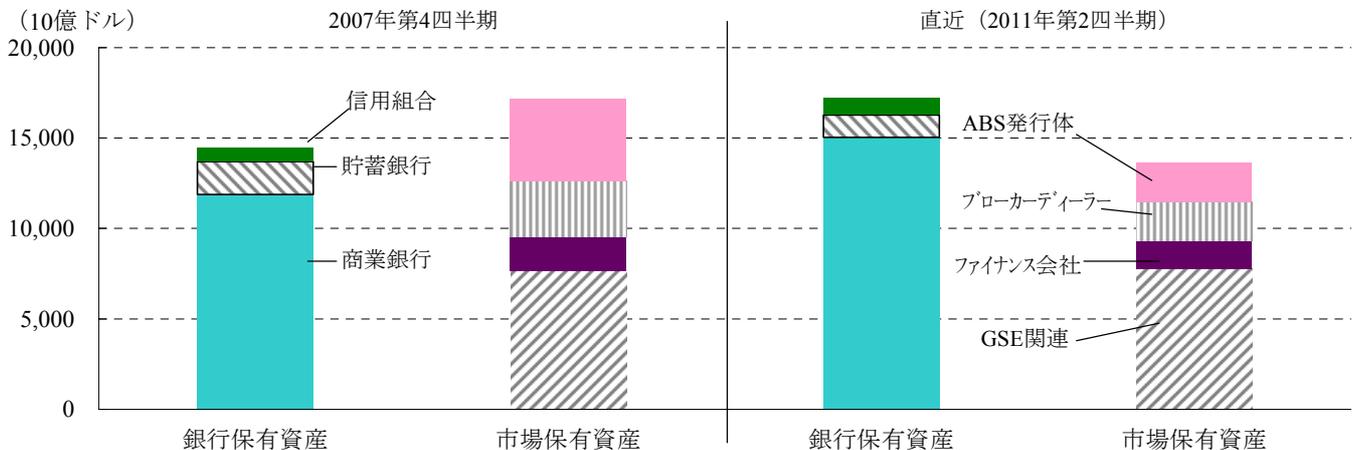
(資料) IMF 「Global Financial Stability Report」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：資本とホールセール調達への依存度



(資料) Bank of England 「Financial Stability Report」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：金融資産残高の比較（仲介機能別）



(資料) FRB 「Flow of Funds」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・消費は改善が続いているが、引き続き改善ペースは緩やかなものに止まっている。10月雇用統計における非農業部門雇用者数は前月比80千人増となった。民間部門は104千人増となり、景気後退局面で失われた雇用(9,000千人程度)のうち、1/3(3,000千人弱)を回復した状態である。政府部門は▲24千人となり、特に地方政府の教職員を中心に削減が続いている。失業率は9.0%となり小幅低下、失業期間は39.4週となり景気後退前の2倍に長期化している。

なお、求人率と失業率の関係(Beveridge Curve)などは、構造的失業がある程度増加していることを示唆しているが、このような(高失業率と失業期間長期化の)状態が長引けば、一段と構造的失業が増加する可能性が高い。このことは、米国の中長期的な潜在成長率にとって大きな下方リスクである(第12図)。

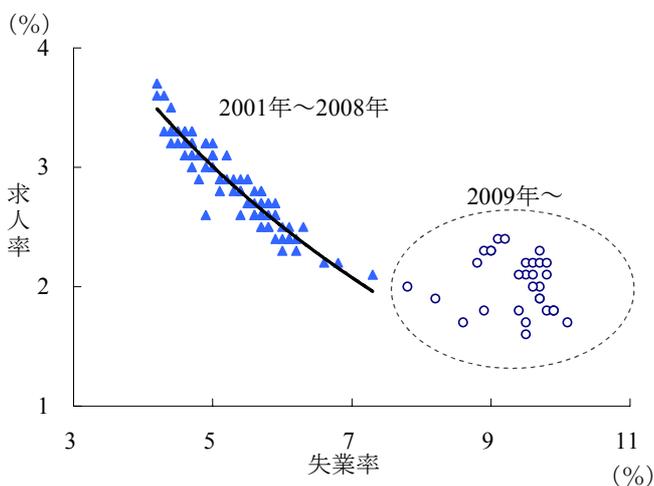
なお、緊急失業保険給付や給与税減税などは年末で期限を迎えるが、議会での党派対立が先鋭化しているなか、延長で合意できず打ち切られる可能性もあり注意が必要だ。

消費の持続性には  
疑問

個人消費は、夏場以降に欧米債務問題を受けマインドが大きく悪化したにも関わらず、底堅く推移してきた。しかし、所得の伸びが低調なか、貯蓄率を下げて(所得を上回る)消費をしてきた状態であり、いつまでも持続することは難しい(第13図)。

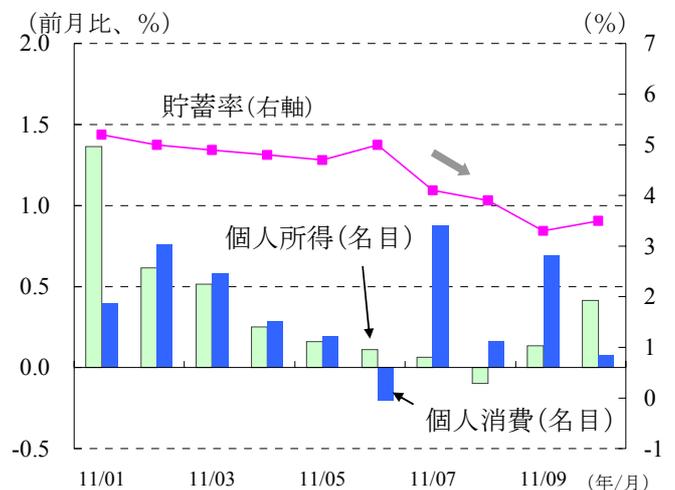
11月の消費者信頼感指数(ミシガン大学調査)は、株価持ち直しや雇用環境改善を受け64.1(←10月60.9)と改善したが、水準は極めて低く消費が腰折れするリスクは残存している。

第12図: Beveridge Curve



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図: 所得と消費の推移



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 企業部門

### 景況感はじりじりと悪化

企業景況感は、10月のISM製造業指数が50.8（←9月51.6）、ISM非製造業指数が52.9（←同53.0）となった。ユーロ圏などの景況感指数との比較では高めに位置しているものの、じりじりと分岐点である50に向けて低下している。

グローバルな製造業のモメンタムは今年の春以降低下傾向にあるが、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、先行きの改善を示しつつある。目先の景況感（生産活動）は一段と悪化する可能性が高いが、年明け以降は緩やかな生産活動の持ち直しが見込まれる。

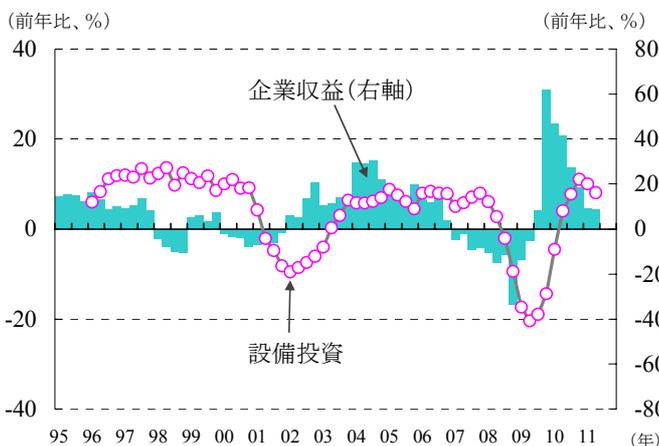
### 設備投資は減速へ

設備投資は、7-9月期GDPにおいては機械投資（除くIT関連）が牽引し、堅調な伸びとなった。現在の設備稼働率は、ハイテクなどで低下している一方、輸送機器などが上昇し、横ばい圏で推移している。設備稼働率の水準は過去に比べるとやや低く、差し迫って設備投資が必要な状況ではない。設備投資の短期動向は主に企業収益に左右されるが、企業収益は伸びが鈍化しており、設備投資も当面は減速する可能性が高い（第14図）。

### 資金需要は減少

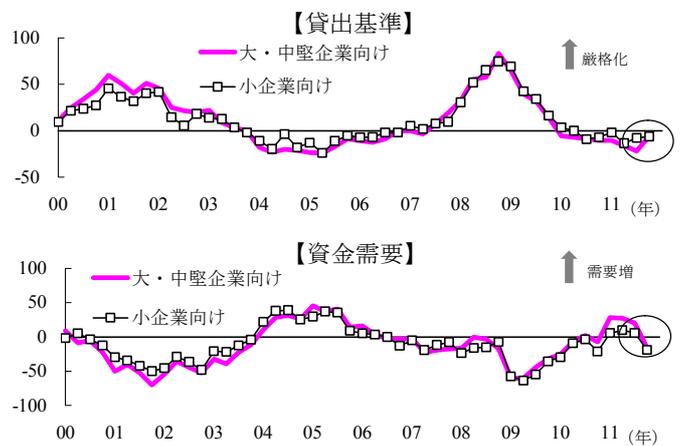
10月に実施された銀行貸出態度調査を見ると、貸出態度を「厳しくした」銀行の割合から「緩和した」銀行の割合を引いたネットの比率（大・中堅企業向けで3ヵ月前）は▲5.9%となり、「緩和超」が継続したものの、前回（▲21.8%）から超過幅は大きく縮小した（第15図）。昨今の金融環境を加味すると、次回調査で厳格化に転じる可能性もある。また、資金需要は、「需要が増加した」との回答から「減少した」を引いたネットの比率（大・中堅企業向けで3ヵ月前）は▲15.7%となり、1年ぶりにマイナスに転じている。

第14図：企業収益と設備投資の推移



(資料)米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：貸出基準・資金需要の推移(商工業ローン)



(資料)FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 住宅市場

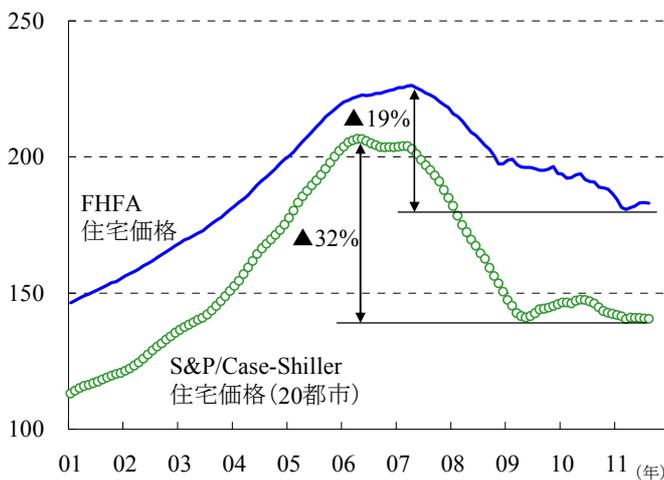
#### 底這いが続く

住宅市場は底這いが続いている。足元では販売が低迷する一方、着工はやや回復しつつある。住宅価格は、S&P ケースシラー指数で見ると2006年の高値から3割程度下落した状態にある（第16図）。住宅価格は、バリュエーション面からの割高感は解消されつつあるが、依然としてやや弱含みで推移している。これは、住宅在庫（主に中古住宅）が、差し押さえによる供給増を受け高止まりしており、緩和的な住宅需給環境が価格に下押し圧力をかけているためである。差し押さえは当面高水準が続く見通しだ<sup>5</sup>。

#### 抜本的な対策は困難

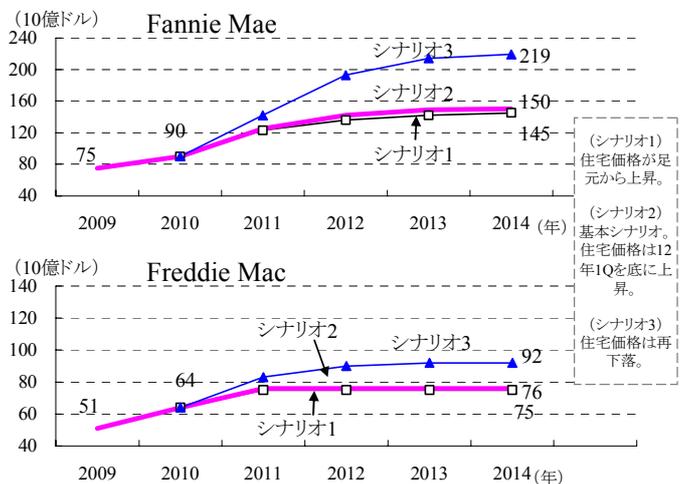
このようななか10月になり米連邦住宅金融局（FHFA）は、住宅ローン借り換え制度（HARP）の条件緩和を発表した。しかし、対象となる住宅ローンがファニーメイ・フレディマックなどの政府支援機関（GSE）保有分に限られることなどから、大幅な借り換え増加が見込まれる緩和策とはなっていない。政府の財政出動余地が限られており、GSEは引き続き政府から資本注入を受けていて<sup>6</sup>（第17図）、自社の財務健全化を優先している状況では、抜本的な住宅対策を打ち出すことは困難である。住宅市場は今後も時間をかけて調整を進めていくこととなる。

第16図：住宅価格の推移



(資料) FHFA (米連邦住宅金融局)、S&Pより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：GSE への公的資金投入見通し（配当無し）



(資料) FHFAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<sup>5</sup> 米国モーゲージ銀行協会（MBA）による第3四半期の延滞率は、7.99%（←第2四半期 8.44%）となり前期から低下したものの高水準となった。また、差し押さえ開始比率は1.08%（←同 0.96%）となり、一年ぶりに前期から上昇した。差し押さえは、「手続き不備問題」により滞っていたが、足元では正常化しつつあり、差し押さえ開始比率は目先、一段と上昇する可能性がある。

<sup>6</sup> FHFAは10月にGSEへの資本注入額の見通しを更新した。見通しは住宅価格想定に沿って3種類。基本シナリオでは、2014年末までの累積注入がファニーメイで1,500億ドル、フレディマックで760億ドル。配当を差し引いたネットではファニーメイで880億ドル、フレディマックで360億ドルとなっている。基本シナリオでは、S&P ケースシラー全米住宅価格がピークから35%下落すると想定している（2012年第1四半期に底をつけ、2014年末までに15%上昇）。

#### (4) 物価動向と金融政策

##### 高めの物価が続く

10月の消費者物価指数(CPI)は、「総合」で前年比3.5%、「コア」で前年比2.1%となり、成長ペースや需給ギャップに比し引き続き高めで推移している。物価上昇は景気との関係が薄い“医療”や“家賃”だけではなく、“衣服”や“宿泊”など広範に及んでいる。商品市況の落ち着きと合わせ、ISM 価格指数などは足元で低下しているため、目先の物価上昇率は現在よりは鈍化しよう(第18図)。しかし、グローバルにみて新興国の高成長が、エネルギー・食料価格の上方シフトや新興国における賃金上昇をもたらしていることを考えると、想定以上に物価が高止まりするリスクもある。

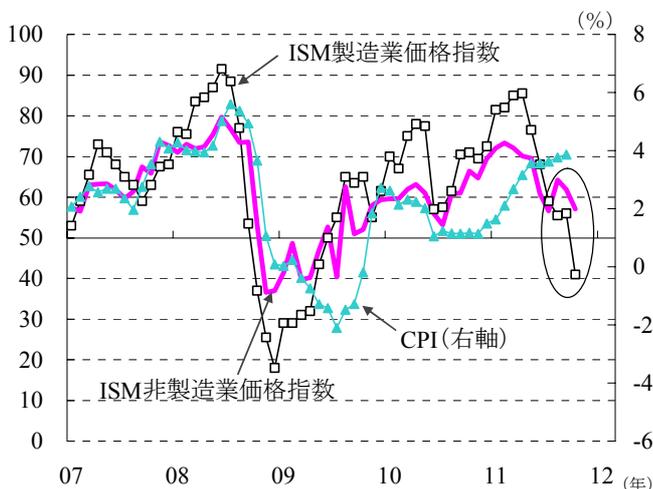
##### しばらくは緩和スタンスを継続

金融政策については、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、景気見通しを下方修正し現状維持を決定した。今後の政策に対するFOMC委員の見解は、従来以上にばらつきが見られている。そのようななか主要委員を中心にGSE保証付住宅ローン担保証券(エージェンシーMBS)買入れを支持する声が強まりつつあり、景況感が悪化する局面では実施が検討されよう。実施される際には、物価が高めであることや副作用への批判も根強いことから、過去の量的緩和政策(QE1、QE2)ほどの大規模な金額とはならないであろう。

なお、FOMCでは「少なくとも2013年央まで低金利を続ける」とした時間軸の明確化なども議論されている。しかし、FRBの政策目標である雇用とインフレに適切な数値目標を設定したとしても、現在の(インフレ率が高い)環境下では「金融引き締めが必要」と解釈されてしまう可能性があるため導入のハードルは高そうだ。

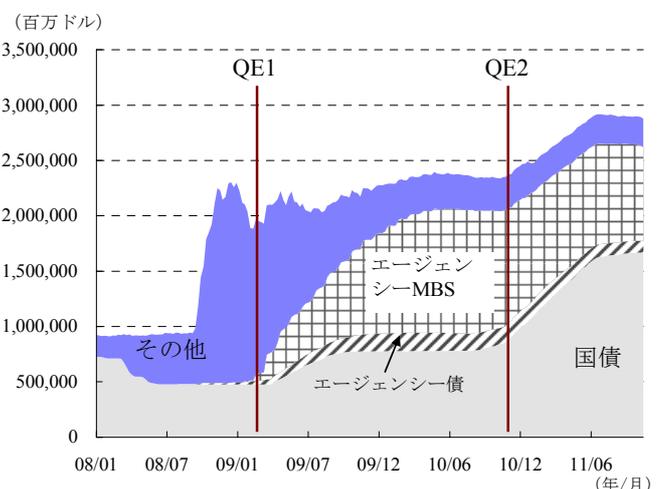
政策金利の引き上げについては、しばらくは想定されず2013年末以降となる。

第18図：CPIとISM価格指数の推移



(資料)米労働省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：FRBのバランスシートの推移



(資料)FRB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、米国経済指標に予想を上回るものが増えているものの、欧州債務問題の深刻化もあり、11月に入ってから2%近傍で揉み合っている（第20図）。市場環境が落ち着けば、質への逃避により低下していた部分は巻き戻されようが、FRBによる低金利の時間軸政策もあり、当面の長期金利上昇余地は限られよう。

第20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

見通し →

(単位：%、億ドル)

	2010				2011				見通し	2012				2013	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	1～3	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	4.0	4.6	2.8	2.8	3.8	4.1	4.3	4.9	4.2	3.9	3.5	
実質GDP	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	2.0	1.5	1.2	2.2	2.4	2.5	3.1	3.0	1.7	1.8	
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.7	2.3	1.2	1.3	1.5	1.8	2.0	2.5	2.0	2.2	1.5	
設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	10.3	14.8	5.0	3.0	7.0	6.0	6.0	5.5	4.4	8.7	6.5	
住宅投資	▲15.3	22.8	▲27.7	2.5	▲2.5	4.2	1.6	5.0	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	▲4.3	▲1.7	9.5	
在庫投資(2005年連鎖価格)	399	646	923	383	491	391	▲85	▲5	15	55	105	155	205	588	198	83	
(同、前期比年率寄与度)	(3.1)	(0.8)	(0.9)	(▲1.8)	(0.3)	(▲0.3)	(▲1.6)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(1.4)	(▲0.3)	(▲0.1)	
純輸出 (2005年連鎖価格)	▲3,768	▲4,374	▲4,587	▲4,142	▲4,244	▲4,164	▲4,007	▲4,090	▲4,218	▲4,270	▲4,289	▲4,318	▲4,263	▲4,218	▲4,126	▲4,274	
(同、前期比年率寄与度)	(▲1.0)	(▲1.9)	(▲0.7)	(1.4)	(▲0.3)	(0.2)	(0.5)	(▲0.2)	(▲0.4)	▲0	▲0	▲0	0	(▲0.5)	(0.1)	(▲0.1)	
政府支出	▲1.2	3.7	1.0	▲2.8	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲0.1	0.0	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	1.9	3.8	1.8	1.8	2.6	2.7	2.9	3.3	2.1	2.9	2.4	
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.8	0.6	5.2	▲0.8	▲1.4	0.9	1.2	1.6	2.9	5.3	3.7	0.6	
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	9.1	9.1	9.3	9.4	9.5	9.4	9.3	9.1	9.6	9.1	9.4	
生産者物価 (前年比)	4.8	4.4	3.8	3.8	4.9	6.9	6.9	5.8	3.3	2.0	2.2	2.5	2.7	4.2	6.1	2.5	
消費者物価 (前年比)	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	3.4	3.8	3.5	2.4	1.8	1.4	1.6	1.8	1.6	3.2	1.8	
2. 国際収支																	
貿易収支(財)	▲1,528	▲1,660	▲1,678	▲1,592	▲1,822	▲1,904	▲1,811	▲1,855	▲1,860	▲1,885	▲1,910	▲1,935	▲1,940	▲6,459	▲7,393	▲7,590	
経常収支	▲1,183	▲1,203	▲1,201	▲1,122	▲1,196	▲1,180	▲1,126	▲1,131	▲1,136	▲1,161	▲1,186	▲1,211	▲1,216	▲4,709	▲4,632	▲4,693	
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	0.4	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	2.4	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6	3.2	2.8	2.3	

(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

～ユーロ圏は債務問題拡大から緩やかな景気後退へ、英国は2012年にかけて低成長が続く～

#### 1. ユーロ圏

##### (1) 景気の現状

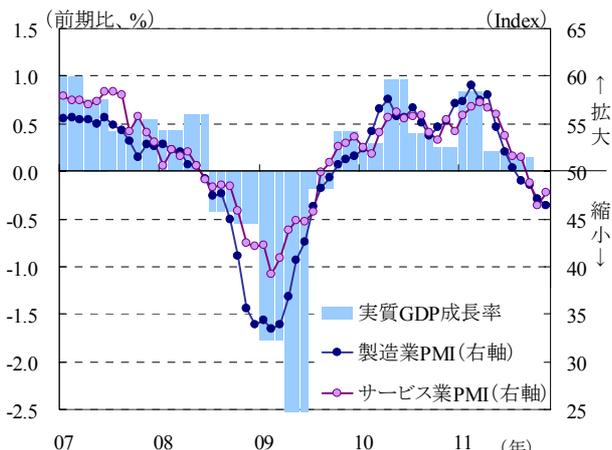
債務問題拡大を背景に夏前から景気失速

今春まで堅調だったユーロ圏景気は、債務問題の拡大を背景に夏前から失速し、足元でも低迷を続けている。第3四半期の実質GDP成長率は前期比0.2%と、前期(同0.2%)に続いて低調な伸びにとどまった。ドイツ(同0.5%)やフランス(同0.4%)が前期から一旦反発したものの、スペイン(同0.0%)やポルトガル(同▲0.4%)などの欧州周縁国が成長を押し下げた。製造業やサービス業の業況を表す購買担当者指数(PMI)は、ユーロ圏が第4四半期にも小幅なマイナス成長に陥ることを示唆している(第1図)。

足元まで対独ソブリンスプレッドは高止まり

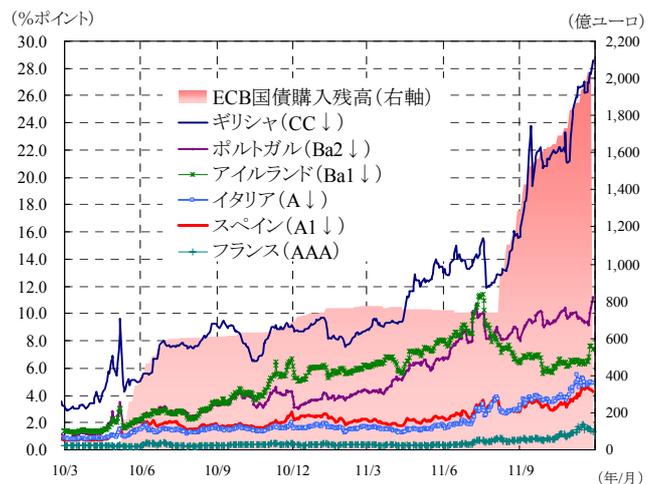
債務問題拡大を受けて、10月26日のEU/ユーロ圏首脳会議は「包括戦略」に合意し、11月に入るとイタリアとギリシャで経済政策に精通した専門家を首相とする新政権が誕生した。しかし、ユーロ圏各国の対独ソブリンスプレッド(国債10年物利回りの対独格差)は足元まで高止まりを続けており、金融市場の混乱は全く収まっていない(第2図)。

第1図：ユーロ圏実質GDP成長率とPMI



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

第2図：対独ソブリンスプレッド



(注) ( )内は格付け、大手3社の中で最も低いもの。矢印はネガティブ見通し。アイルランドのみ2011年10月12日以降、9年金利のスプレッド。

(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (1) 今後の見通し

### 債務問題拡大を背景に夏前から景気失速

今後のユーロ圏景気は、各国の大幅な財政緊縮やそれに伴う企業・消費者センチメントの悪化により一段と下押しされるとみられる。また、自己資本比率引き上げに向けた欧州銀行の資産圧縮が、さらなる下振れリスクとして懸念される。ユーロ圏景気は、2012 年前半にかけて緩やかな景気後退を余儀なくされよう。同年後半には輸出底打ちに伴い景気の下げ止まりが期待されるが、依然として下振れリスクの残る不安定な景気展開となろう。通年の実質 GDP 成長率は 2011 年の 1.6%から 2012 年は 0.1%まで落ち込むと予想される（第 3 図）。

### ① 各国の財政緊縮

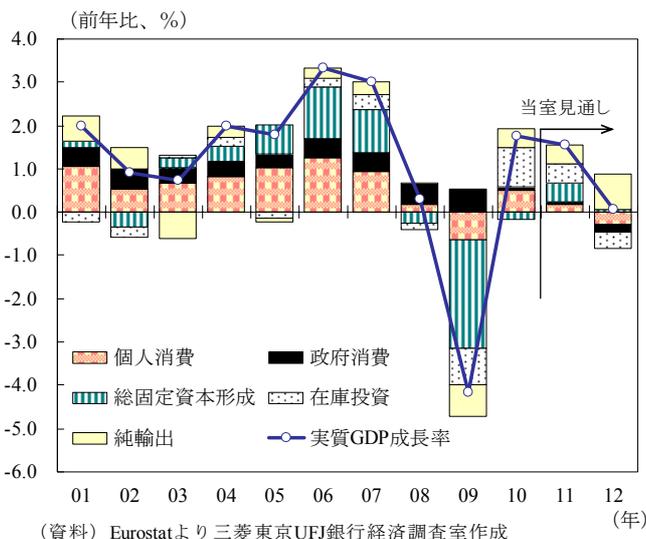
#### 夏場以降、各国の財政緊縮の動きに拍車

債務問題の拡大に伴い、夏場以降、各国で財政緊縮の動きに拍車がかかっている。イタリアは 8 月に閣議決定した 480 億ユーロの財政緊縮策を 9 月にかけて拡充し、最終的に 598 億ユーロ（2011 年～2014 年）とした。11 月 13 日に任命されたモンティ新首相（兼財務相）は、さらなる追加策の検討を表明している。また、フランスは、足元で対独ソブリンスプレッドがじわじわと拡大するなか、トリプル A の格付けを堅持することを主眼に、11 月 7 日に 646 億ユーロ（2011 年～2016 年）の財政緊縮策を発表した。

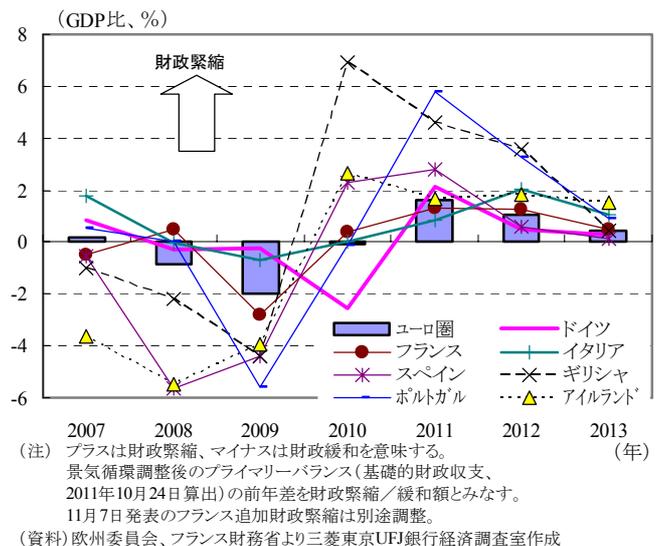
#### 2012 年の財政緊縮は GDP 比 1.1%

欧州委員会のデータベースによると、GDP 比でみた財政緊縮規模は、ユーロ圏全体で 2011 年は 2.0%、2012 年も 1.1%と見込まれている（第 4 図）。2012 年の個別国をみると、ギリシャとポルトガルが共に 3%を超え、イタリアとフランスもそれぞれ 2.0%、1.2%とかなりの規模である。

第 3 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率の見通し



第 4 図：ユーロ圏各国の財政緊縮（GDP 比）



## ② 欧州銀行の資本増強

欧州主要行の自己  
資本比率基準を引  
き上げへ

10月26日に発表されたEUの「包括戦略」では、欧州銀行の資本増強方針が示された。これは欧州主要70行について、保有国債の価格を再評価したうえで、狭義の中核的自己資本比率（コア Tier1 比率）の基準を5%から9%に引き上げるもので（期限は2012年6月末）、EBA（欧州銀行監督機構）の暫定的な試算では資本不足額は1,064億ユーロであった（第1表）。

各行はリスクアセ  
ット削減を予定

問題は、基準達成のために増資を表明したのがイタリアの1行にとどまり、他行が利益積み上げとリスクアセット削減のみを掲げていることだ。リスクアセット削減は主に部門売却や欧州域外の資産圧縮によるとみられるが、域内の新規貸出抑制のおそれもある。なお、自力で基準を達成できない場合は公的資金が注入される予定だが、その場合は株式希薄化に伴い銀行株下落が懸念される。

貸出姿勢の一層の  
厳格化の懸念も

欧州銀行の貸出姿勢は、すでに10月上旬時点から周縁国向け与信残高の大きい仏銀を中心に厳格化が始まっている（第5図）。背景には銀行の流動性ポジション悪化などがある。また、そもそもリーマンショック以降の不良債権処理は、米銀と邦銀で目処がついている一方、欧州銀行の進捗率は5割弱にとどまっている（当方試算）。欧州銀行のリスクアセット圧縮は、道半ばの不良債権処理とあいまって貸出姿勢の一層の厳格化につながり、生産や設備投資の下押し要因になると懸念される。

第1表：欧州銀行の自己資本不足額

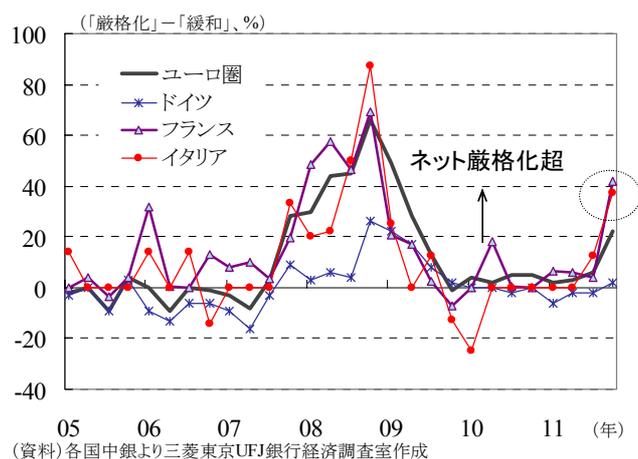
(単位:100万ユーロ)

国名	自己資本不足額	国債再評価に 起因	コアTier1比率の 引き上げに起因
ギリシャ(6行)	30,000	n.a.	n.a.
スペイン(5行)	26,161	6,290	19,871
イタリア(5行)	14,771	9,491	5,280
フランス(4行)	8,844	3,550	5,294
ポルトガル(4行)	7,804	4,432	3,372
ドイツ(13行)	5,184	7,687	-2,503
ベルギー(2行)	4,143	5,634	-1,491
キプロス(2行)	3,587	3,085	502
オーストリア(3行)	2,938	224	2,714
スウェーデン(4行)	1,359	4	1,355
ノルウェー(1行)	1,312	0	1,312
スロベニア(2行)	297	20	277
デンマーク(4行)	47	35	12
フィンランド(1行)	0	3	-3
英国(4行)	0	0	0
ハンガリー(1行)	0	43	-43
アイルランド(3行)	0	25	-25
ルクセンブルク(1行)	0	0	0
マルタ(1行)	0	0	0
オランダ(4行)	0	99	-99
合計(70行)	106,447	n.a.	n.a.

(注)ギリシャの数値は、現行のEU/IMFによるギリシャ支援計画における公的資金注入枠の金額。EBAによる自己資本不足額の試算値を超過している。

(資料)EBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：欧州銀行の貸出姿勢



### ③ 生産、設備投資

鉱工業生産は来年にかけて一段と減速へ

設備稼働率はピークアウト。設備投資は2012年にかけて落ち込む

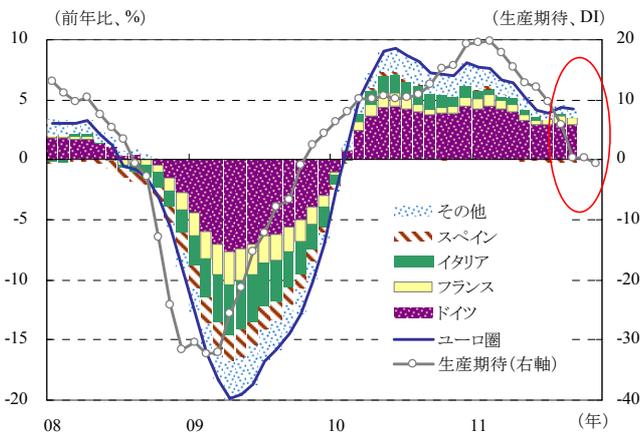
ユーロ圏の鉱工業生産は、2011年初め頃から緩やかに減速している。前年比伸び率の国別寄与度をみると、主力のドイツは足元まで比較的堅調に推移しているが、イタリアやその他（独仏伊スペイン以外の国々）の寄与度縮小がやや大きく、債務問題が影響していることが示唆されている（第6図）。

今後の鉱工業生産については、追加の財政緊縮や欧州銀行の貸出姿勢厳格化などに伴い、来年にかけて一段の減速が予想される。実際、欧州委員会の製造業サーベイにおける「先行きの生産期待 DI」をみると、夏場以降、足元にかけて急ピッチで悪化している。

設備投資にも期待できない。ユーロ圏全体や域内各国の設備稼働率は2011年第2四半期にピークを迎え、以降は低下傾向に転じている。足元の設備稼働率の水準は、ドイツでは依然として長期平均の水準を維持しているが、ユーロ圏全体では同水準をすでに割り込んだ。今後、追加財政緊縮や銀行貸出姿勢の厳格化により生産が減速することを勘案すると、2012年にかけて設備投資も落ち込むと見ざるを得ない。

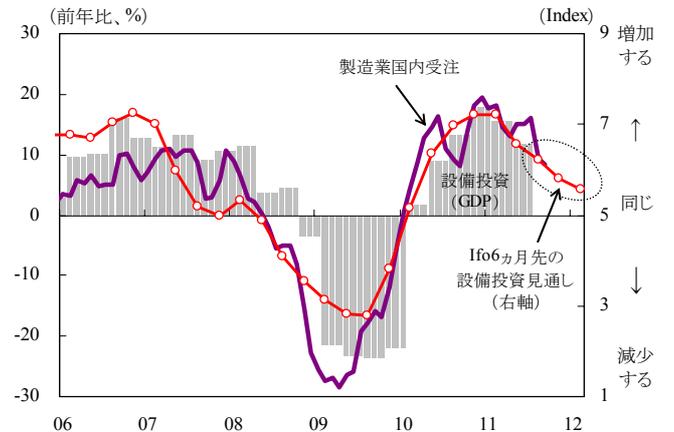
そうした傾向は、設備投資がこれまで好調に推移してきたドイツにもあてはまる。同国の設備投資と関連の高い製造業国内受注は、足元にかけて伸びが鈍化している（第7図）。また、IFO 経済研究所が発表している「6ヵ月先の設備投資見通し指数」（図中では6ヵ月間先行させた）をみても、少なくとも来年初めにかけて、ドイツの設備投資が減速基調をたどることが示唆されている。

第6図：ユーロ圏の鉱工業生産と先行き期待



(注) 鉱工業生産のデータは3ヵ月移動平均。生産期待はユーロ圏。  
(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：ドイツの設備投資動向



(注) 見通しは6ヵ月先に、増加する(9)、同じ(5)、減少する(1)との回答を指数化したもの。  
(資料) ドイツ連銀統計、Ifo経済研究所より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

#### ④ 個人消費

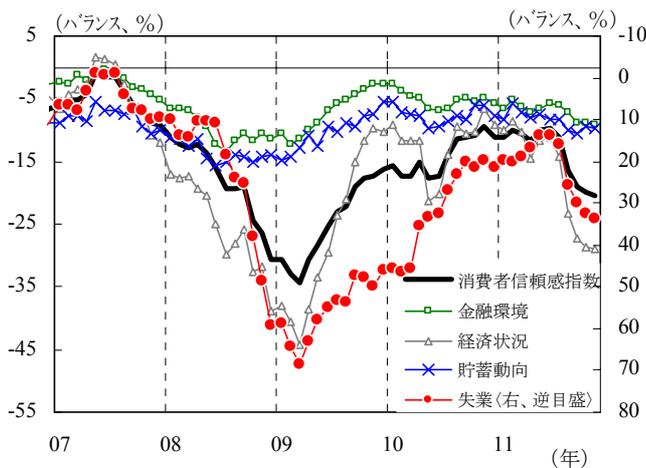
消費者マインドは  
財政緊縮への懸念  
を反映

ドイツ企業は雇用  
の絞り込みへ

個人消費も先行きは落ち込みが予想される。すでに、ユーロ圏の消費者マインドに、債務問題に伴う財政緊縮への懸念が色濃く表れているからだ。実際、今後12ヵ月間に関する消費者信頼感は、この夏場から落ち込みが続いている。内訳をみると、特に経済状況や雇用環境の見通しが悪化している（第8図）。

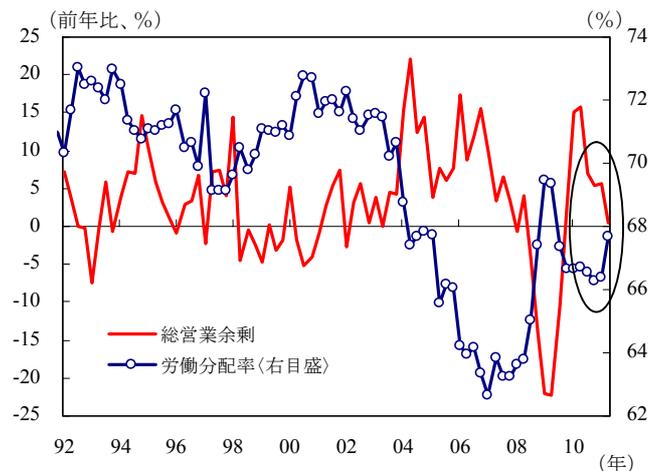
ユーロ圏各国の中でドイツは例外的に雇用の拡大傾向が続いており、いずれは個人消費に火が付くとの見方もあったが、それも期待外れに終わりそうだ。昨年からの企業収益（総営業余剰）の伸びが大きく鈍化するなかで、足元で労働分配率に上振れがみられ、今後、企業が雇用を絞り込むと予想されるからである（第9図）。実際、ドイツの失業率（国内基準）は、2011年9月に6.9%と東西ドイツ統一以来の最低水準を更新したが、10月には7.0%と約2年ぶりに悪化した。ドイツの労働市場の改善傾向にブレーキがかかり始めた兆しではないかとみられる。

第8図：ユーロ圏の消費者信頼感と内訳



(注)いずれも今後12ヵ月間の見通し  
(資料)欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：ドイツの労働分配率と企業収益



(資料)ドイツ連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### ⑤ 輸出

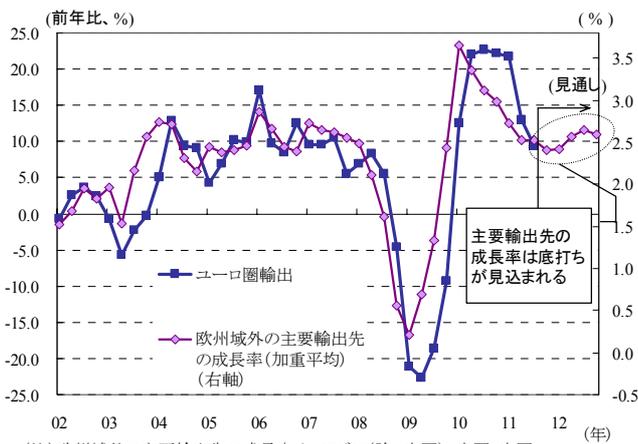
輸出の伸びは2012  
年後半に底打ちへ

以上のように、設備投資や個人消費といった内需については2012年に一段と厳しい状況を迎えるとみられるが、外需については、いくぶん状況が異なりそうだ。

ユーロ圏の輸出は、2010年半ば～2011年初めに前年比+20%超で拡大するなど非常に好調であった（第10図）。直近9月はベース効果の剥落もあり同+10%弱まで伸びが鈍化したが、ユーロの実質実効相場は2010年初めから安値圏での推移が続いており、依然として輸出に有利な為替環境にあるといえる（第11図）。

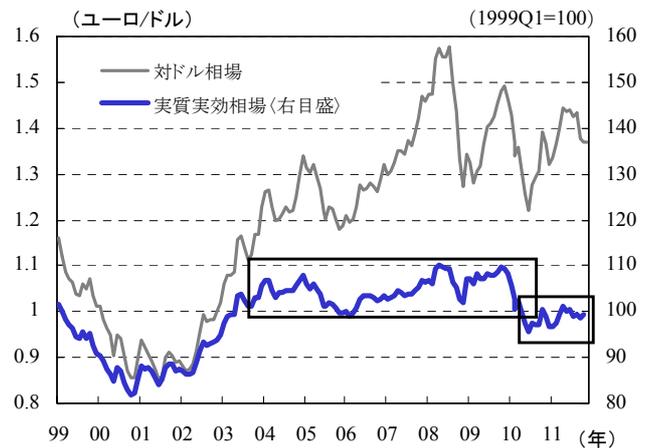
2012 年後半になると、米国や中国など主要輸出先の景気に底打ちが見込まれている。そうしたなかでユーロ圏の輸出も、為替安の効果もあいまって底打ちが見込めそうである。

第 10 図：ユーロ圏の輸出動向



(注) 欧州域外の主要輸出先の成長率は、アジア(除、中国)・中国・米国・日本の実質GDP成長率を輸出ウェイトによって加重平均したもの。  
(資料) Eurostat、各国統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：ユーロの実質実効相場



(注) 実質実効相場は、CPI基準、対41カ国ベース。  
(資料) ECB、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 欧州債務問題の諸断面

### ① 欧州発グローバル金融危機のリスク

欧州発グローバル金融危機は何とか回避

欧州債務問題は、今やユーロ圏のみならず世界経済の下振れ要因となっている。信用リスクを表すCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の5年物をみると、ギリシャは足元7,000bpを超えており、今後5年間にデフォルト(債務不履行)に至る可能性がほぼ織り込まれた形だ。現在最も懸念されているのは、ギリシャのデフォルトではなく、その影響が波及してイタリアやスペインまでもが債務危機に陥り、欧州発のグローバル金融危機が生じるリスクである。ただ、結論を先取りすると、そのリスクは何とか回避できるのではないかとみている

ユーロ圏首脳は10月26日に「包括戦略」に合意

まず、10月26日に開催されたEU/ユーロ圏首脳会議が「包括戦略」に合意し、(a)民間保有のギリシャ国債の減免率引き上げ、(b)欧州金融安定ファシリティ(ESFS)の実質的な規模拡大、(c)欧州銀行の資本増強、などを発表した。これらはそれぞれ、(a)はギリシャのデフォルト回避、(b)はイタリアやスペインの国債買い支え、(c)は国債相場急落時の銀行の耐久力向上、を目的としている。今後、11月末のユーロ圏とEUの財務大臣会議や12月9日のEU首脳会議などを経て、年内に具体化される方向である(第2表)。

ギリシャはデフォルト回避に向けて新政権が発足

ギリシャのデフォルトのイタリア等への波及は限定的

また、ギリシャは来年3月、5月、8月に大口の国債償還を控え（第12図）、デフォルト回避に向けたギリギリの努力を続けている。11月11日には欧州中銀（ECB）のパパデモス前副総裁が新首相に就任し、「包括戦略」に盛り込まれた財政緊縮策の履行を目的とした連立政権が発足した。

今後、「包括戦略」の施策(a)が不発に終わりギリシャがデフォルトに至る可能性は残っているが、仮にその場合でもイタリアやスペインへの波及は限定的であり、グローバル金融危機に発展することは避けられるのではないかとみている。「包括戦略」の施策(b)や(c)の実現が期待されることもあるが、何よりもイタリアやスペインは、基本的な経済・財政の安定性がギリシャよりもはるかに良好であるからである。

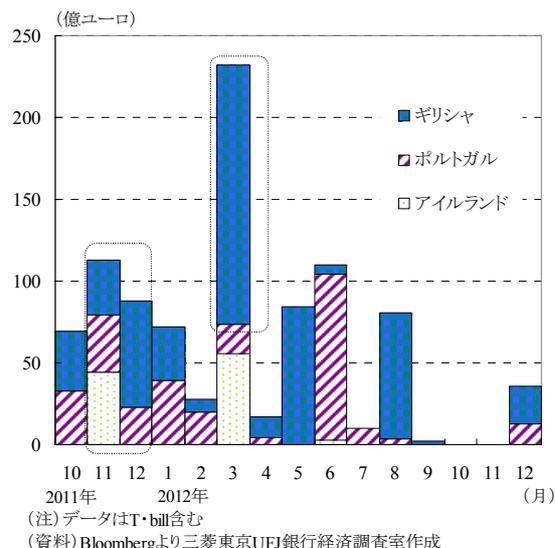
次項では、11月に入って国債が売り込まれ、10年債利回りが危険水域と言われる7%をたびたび上回り、スペインよりも危険とされるイタリアについて、その実情をギリシャと比較しつつまとめてみた。

第2表：欧州債務問題の主要日程

日程	予定	ポイント
11/29-30	ユーロ圏・EU財務大臣会議	「包括戦略」の具体策を協議
11月末～12月上旬	EBA(欧州銀行監督機構)	欧州銀行の必要増資額を発表
12/08	ECB理事会	四半期見直し発表。追加利下げの可能性も
12/09	EU首脳会議	「包括戦略」の具体策を協議
12月中	ギリシャ、月内に計65億ユーロの国債償還	
2012/1/12	ECB理事会	追加利下げの見直し
1/17	ムーディーズによるフランス国債格付け見直し期限	格付け見直しをネガティブに引き下げるリスクあり
3月中	ギリシャ、3月20日に144億ユーロの国債償還	第2次金融支援が必要。第1次金融支援の資金繰り表では、2012年1-3月期にギリシャが109億ユーロの長期国債を発行再開する予定だった

(資料) 欧州委員会、ECB、Bloomberg、報道資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：国債償還スケジュール



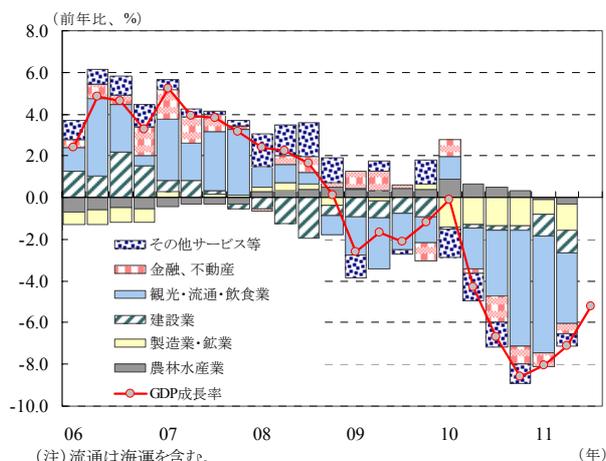
## ② ギリシャと大きく異なるイタリア経済・財政

イタリア経済は規模が大きく、懐が深い

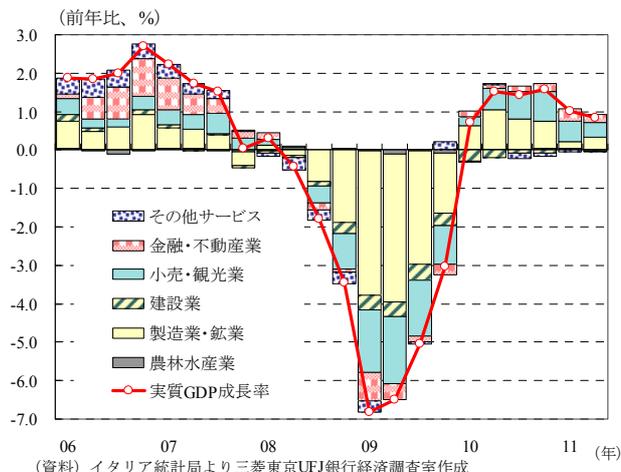
イタリアの経済規模はドイツ・フランスに次いでユーロ圏17カ国の第3位（シェア17%）である。他の欧州周縁国より産業に多様性があり“懐の深い”経済と言える。

例えば、ギリシャの場合、債務問題に伴うデモやストなどの混乱もあって主要産業である観光・流通・飲食業が大きく落ち込み、それが2010年からの大幅なマイナス成長の主因となっている（第13図）。一方、イタリアでは2008～09年のグローバル金融危機時を除くと、製造業や小売・観光業などが小幅ながら常にプラス成長に寄与している（第14図）。

第13図：ギリシャ産業別 GDP



第14図：イタリア産業別 GDP

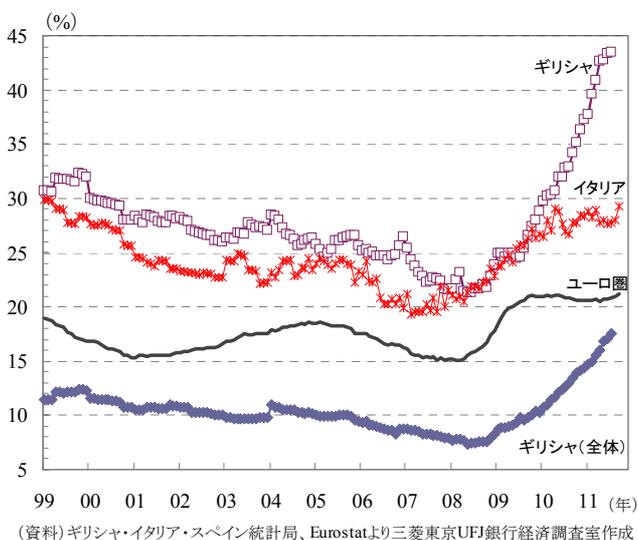


雇用環境や労働コストもイタリアはギリシャより良好

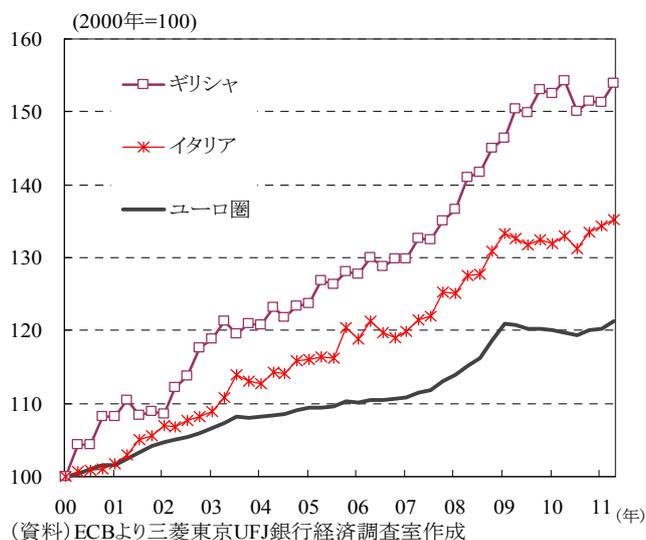
雇用環境や労働コストをみても、イタリアの状況はギリシャより良好である。ギリシャでは若年層（25歳未満）の失業率が2010年初めより急激に上昇し、足元では44%に達するなど深刻な問題になっている。一方のイタリアは足元29%と高めではあるが、ここ2年間はほぼ横ばい圏内で推移している（第15図）。ギリシャは雇用対策として職業訓練の強化やパートタイム制度の普及等を進めているが、効果が現れるまでには数年間かかるとみられる。

また、単位労働コストをみると、ギリシャは2000年初めから足元にかけて1.5倍強になったが、イタリアは1.3倍強にとどまっている。ユーロ圏平均（1.2倍）からみればイタリアは決して低くないが、ギリシャとの格差は明らかである（第16図）。

第15図：若年層（25歳未満）の失業率



第16図：単位労働コスト



イタリアの政府債務残高は大きいですが、近年の増加は小幅

プライマリーバランスは黒字基調

2013年の財政均衡達成が目標

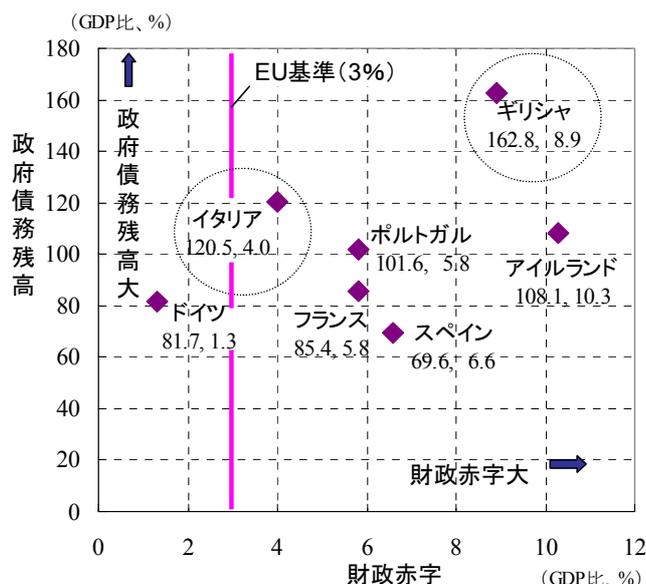
政府債務「発散」は回避可能な見込み

イタリアの財政面をみると、財政赤字(2011年見込み)はGDP比4.0%と、EUの共通基準である「3%以内」にかなり近い(第17図)。政府債務残高(同)はGDP比120%と高めであるが、リーマンショック以降の増加幅は約13%ポイントと、他の欧州周縁国(20~30%ポイント)よりも小幅にとどまった点が特筆できる(第18図)。その背景には、①グローバル金融危機時にサブプライム問題で深刻な打撃を受けた金融機関が少なかった、②プライマリーバランス(基礎的財政収支)がドイツと並んで黒字基調、などが挙げられる。加えて、政府債務の海外保有比率が43%と、独仏や他の欧州周縁国と比較して最も低いことも財政の安定要因として指摘できる(第19図)。

イタリアは前述のように、2011年~2014年に総額598億ユーロの財政緊縮を行う計画であり、2013年には(EU基準の3%以内でなく)財政均衡を達成することを目指している。選挙を経ずに新首相に任命されたモンティ氏については、政治的リーダーシップは未知数であるものの、次回選挙に当選するか否かが政策決定に影響しないため、痛みを伴う財政再建を断行可能と評価されている。

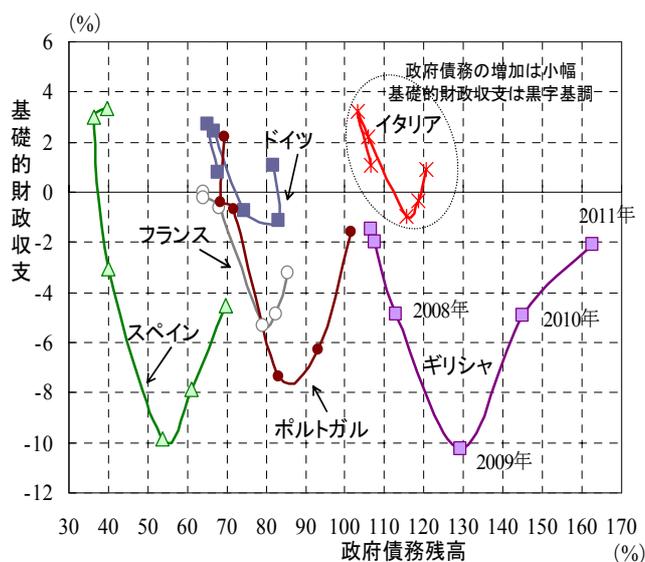
以上のように、イタリア財政は少なくともギリシャとは一線を画す。今後の政府債務残高については、財務省のベースライン・シナリオでは2014年にかけてGDP比112%台まで減少するとされている。イタリア中銀の試算によると、金利2.5%ポイント上昇(長期金利7~8%台)、成長率0%というリスクシナリオの場合でも、政府債務残高は同120%台で横這いとなり「発散」は免れる見込みである。

第17図：財政赤字と政府債務残高(2011年見込)



(資料) 欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

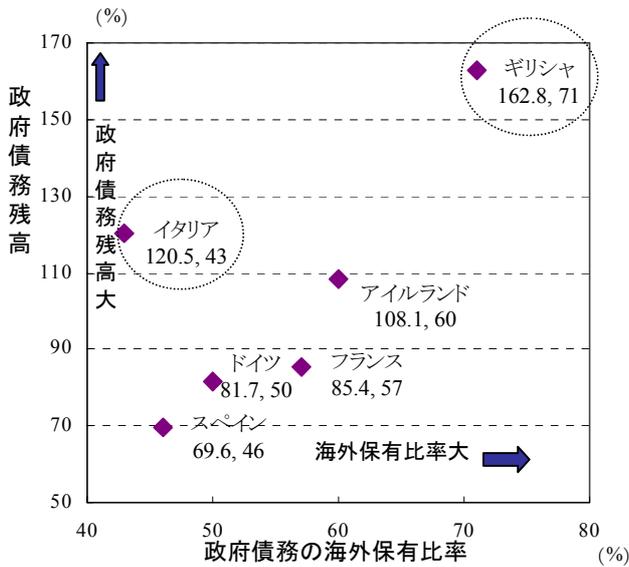
第18図：基礎的財政収支と政府債務残高の推移



(注) データは2006年~2011年。2011年は欧州委員会見通し。

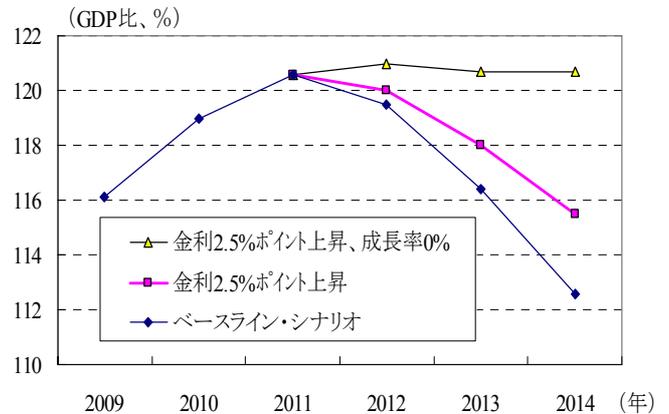
(資料) Eurostat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：政府債務の海外保有比率と政府債務残高



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 20 図：イタリアの政府債務残高の見通し



(注) ベースライン・シナリオの金利、成長率の想定は以下のとおり。

	2011	2012	2013	2014
長期金利(10年)	5.0%	5.3%	5.7%	6.0%
実質GDP成長率	0.7%	0.6%	0.9%	1.2%

(資料) イタリア財務相・中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 物価と金融政策

消費者物価は 2012 年後半に ECB 目標 (2%未満) 内に

直近 10 月のユーロ圏の消費者物価上昇率 (HICP) は前年比 3.0%と、ECB の目標である同 2%未満を大幅に上回った (第 21 図)。エネルギーや食料品価格の上振れが主因であり、2012 年前半にかけても 2%を上回る水準で推移するとみられる。ただし、同年後半には、エネルギーや食料品価格のベース効果が剥落するとみられるうえ、景気停滞に伴いデフレ圧力が強まることから、2%以下まで低下すると見込まれる。

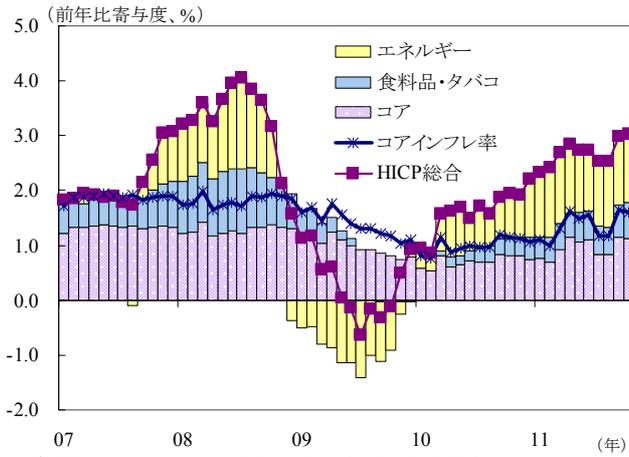
ECB は 11 月 3 日に利下げを決定、早期の追加利下げも

こうしたなか、ECB は 11 月 3 日の定例理事会において、景気の下振れリスクに配慮して政策金利 (レポ金利) を 25bp 引き下げ、1.25%とした。11 月初めに就任したばかりのドラギ新総裁の下での利下げ決定は、金融市場ではサプライズとなったものの、ユーロ圏景気の減速傾向が鮮明となるなか適切な判断であったと言える。今後も早期に追加利下げに踏み切る公算が大きい。

ECB が今後、周縁国の「最後の貸し手」となる可能性も

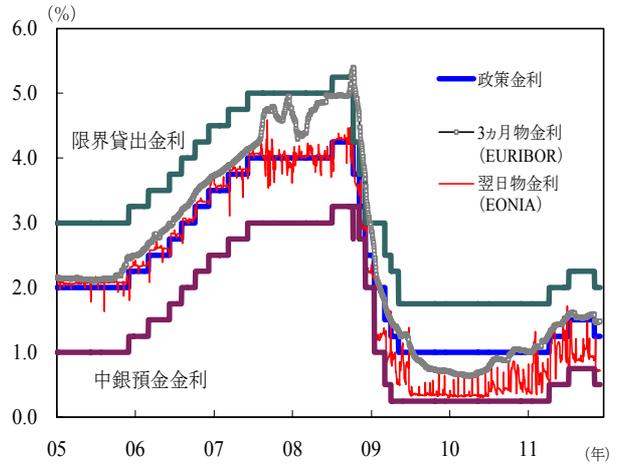
10 月 26 日の EU/ユーロ圏首脳会議で「包括戦略」に合意した後も、本稿冒頭でみたように周縁国国債利回りの高止まりが続くなかで、フランスやイタリアなどは ECB の積極的な関与を要望している。具体的には (2011 年 8 月に開始した) イタリア・スペイン国債購入のペースを引き上げたり、何らかの形で EFSF に融資したりすることで、周縁国の「最後の貸し手」になることが期待されている。これに対して ECB は難色を示しているが、国債利回りの不用意な上振れを回避するため、最終的には積極的な関与に踏み切らざるを得ないのではないかと予想される。

第 21 図：ユーロ圏消費者物価



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 22 図：主要金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

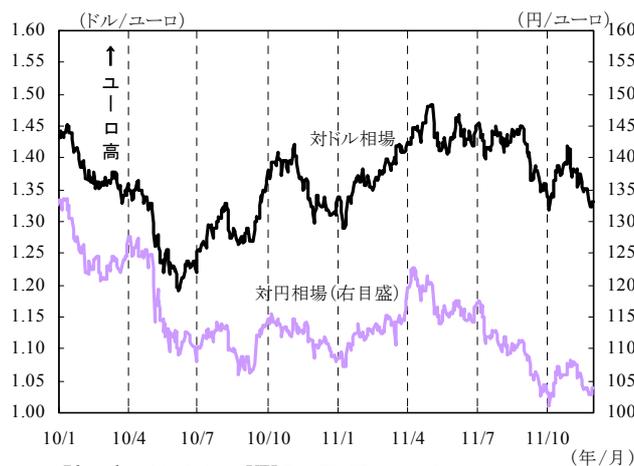
#### (4) 為替相場

景気悪化、ECB 追  
加利下げから、ユー  
ロは当面下落基調

ユーロ相場は、10月26日のEU/ユーロ圏首脳会議で欧州債務問題への対応が進むとの期待から、10月下旬に一時1ユーロ=1.41ドル台まで上昇した。しかし、11月に入り、ギリシャのパパンドレウ首相（当時）の国民投票方針を巡る混乱、ECBによる利下げ、イタリアのベルルスコーニ首相（当時）の辞任に伴う政局不安などを受けて、同1.35ドル前後まで下落した。

この先、上述のように、ユーロ圏の景気悪化が一段と鮮明になること、ECBの追加利下げが予想されることなどを踏まえると、ユーロは下落基調で推移する公算が大きい。

第 23 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3四半期の成長率は前期比0.5%だが、景気に勢いはない

英国経済は弱い動きを続けている。英国では、財政緊縮、バランスシート調整が景気回復の重しとなっている。今年7-9月期の実質GDP成長率は前期比+0.5%と4四半期ぶりの高い伸びを示した(第24図)。しかし、個人消費や総固定資本形成はマイナス成長となり、内需は低迷したままである。一方で、意図せざる在庫の積み上げが進み、在庫等が成長率を押し上げた。また、財サービス輸出も前期比マイナスの伸びとなり、欧州周縁国のソブリン債務問題の拡大に起因するユーロ圏景気減速の影響が英国の輸出にも影響を与え始めている。

### (2) 今後の見通し

財政緊縮は来年にかけて景気抑制

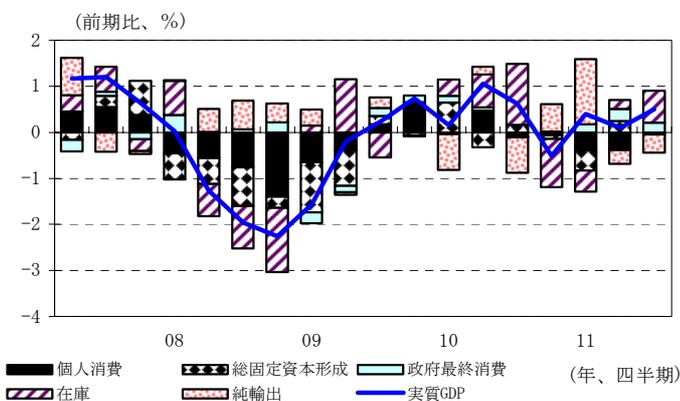
今後の英国経済の動向を見通す際に、考慮すべき要因の1つとして、財政緊縮があげられよう。英国政府は財政赤字の目標値を対GDP比で2011年7.5%、2012年5.5%としている(第25図)。英国の財政赤字の水準は2010年で対GDP比10.2%とドイツの3.3%、フランスの7.0%を上回っている。2014年に3%を下回ることを計画しているが、発射台が高い分、英国の2011年、2012年の財政赤字削減幅はドイツ、フランスよりも大きくなっており、実体経済に与える影響も大きくなると予想される。

昨年6月に策定された緊急予算では多くの緊縮策が2011年度から実施されたが、それが1年を通して影響を及ぼすのは2012年からであり、さらに投資控除の控除率引き下げなど2012年度から実施される施策もあることから、来年にかけて財政緊縮の動きは強まる見込みである。

家計のバランスシート調整は進行中

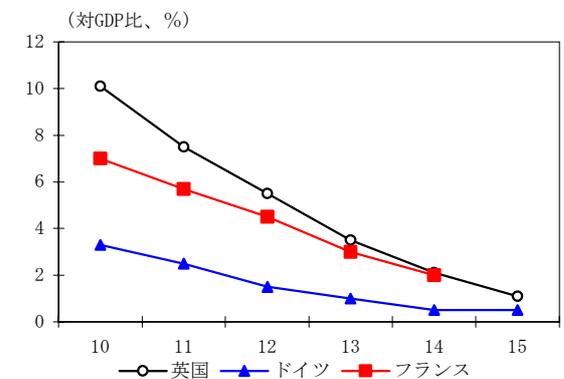
また、英国では2008年のグローバル金融危機前まで、住宅価格が大きく上昇し、合わせて家計の債務残高も急増した。住宅価格は現状2007年のピーク時から約20%低い水準で横ばい圏内の動きを続けている(第26

第24図：実質GDP成長率（前期比）



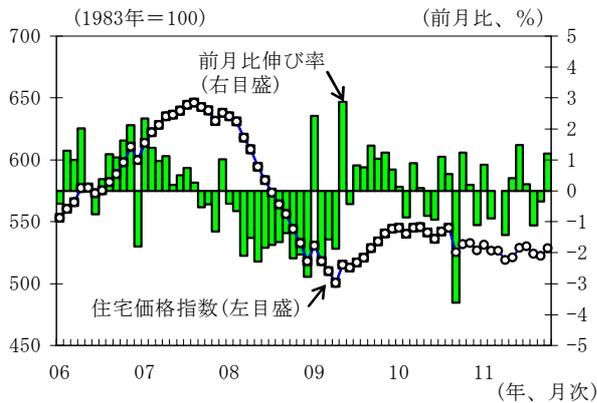
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：財政赤字の動向



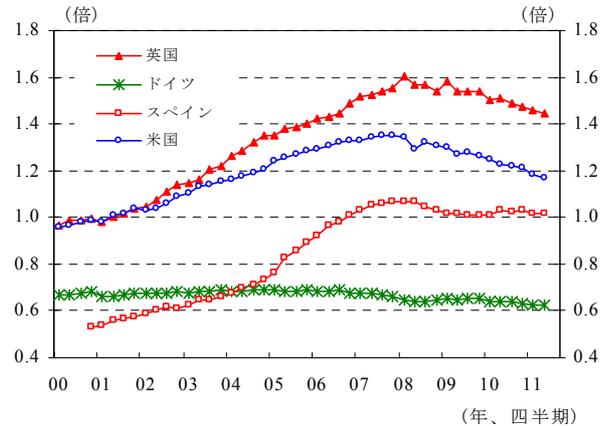
(資料)英国財務省、ECより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第26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27図：家計のバランスシート調整



(注)家計債務残高÷家計可処分所得

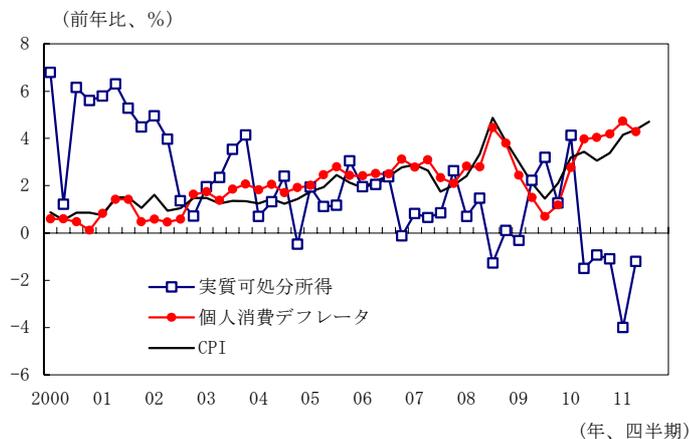
(資料)各国統計局より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図)。家計の可処分所得に対し債務残高が何倍あるかをみると、今年第2半期で1.45倍とピークの1.61倍から低下しているものの、同様に住宅バブルが高騰していたスペイン、米国と比べると高い水準にある(第27図)。今回の住宅高騰が本格的に始まる前の2002年以前は1.0倍程度であったことを踏まえると、家計のバランスシート調整は、当面続きそうである。

### インフレ率の低下はプラス材料

これら財政緊縮、家計のバランスシート調整は家計消費や企業の設備投資の抑制要因となるが、来年に入ると、インフレ率が低下し始め、実質可処分所得の上昇が見込めることはプラス材料である。インフレ率は足元、9月に前年比5.2%まで上昇している(第28図)。しかし、これは、前年よりも燃料価格が上昇したことや、電気ガス料金が大幅に引き上げられた影響が一時的に現れたものであり、来年になると、年末にかけてイングランド銀行がターゲットとする2%程度へと低下していく見込みである。そのため、消費者物価指数とほぼ平行に動く個人消費デフレーターも上昇率が低下し、2010年4-6月期以降、前年比マイナスの伸びが続く家計の実質可

第28図：インフレ率・実質可処分所得の動向



(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

処分所得もプラスの伸びに転じると思われる。これは個人消費を下支えするものと考えられる。

### ロンドン五輪も景気押し上げ

また、2012年7月下旬から8月中旬にかけて、ロンドンでオリンピックが開催される。それに伴う、インフラ整備や個人消費の増加を期待できる。オリンピック関連の経済効果は年間のGDPを0.1~0.2%ポイント押し上げるとの試算もあり、景気の押し上げに寄与することになる。

### 輸出は減少傾向、鉱工業生産は横ばい推移

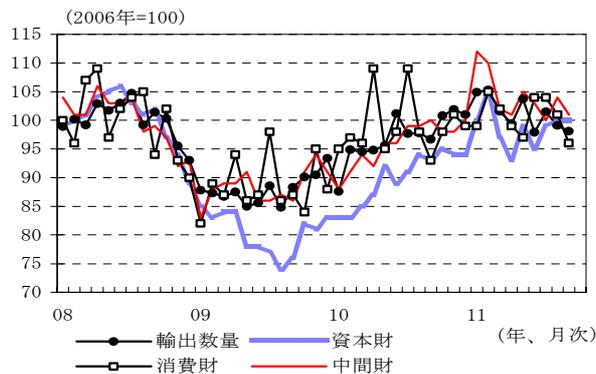
企業部門についてみると、輸出が頭打ちから減少傾向に転じ始めた(第29図)。最大の輸出先であるユーロ圏景気減速の影響が現れ始めたものといえよう。鉱工業生産はほぼ横ばい推移を続けている。資本財は緩やかな増加傾向を維持しているが、耐久消費財や非耐久消費財は減少し始めている(第30図)。国内消費が弱い影響もあろうが、ユーロ圏景気減速の影響も出てきたとみられる。来年にかけてユーロ圏景気の一層の減速が見込まれることから、輸出及び生産は、弱含みの展開になろう

### 2011年0.8%、2012年0.5%成長

これらを踏まえると、2011年の実質GDP成長率は前年比0.8%、2012年は0.5%と低い水準で推移するとみられる。

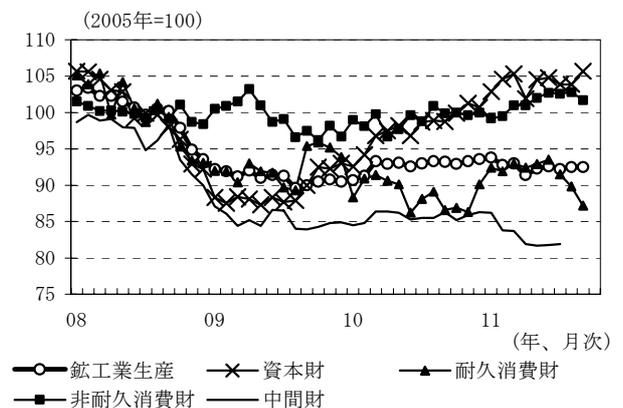
金融政策については、経済成長率が低いものにとどまることから来年末まで政策金利は現在の水準を維持するとみられる。しかし、景気が低迷し、銀行貸出に回復の兆しがみられない場合、もう一段の量的緩和が実施されるとみられる。

第29図：輸出数量指数の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第30図：鉱工業生産の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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	12,168	1.8	1.6	0.1	1.6	2.7	1.9	▲ 574	▲ 657	▲ 455
ドイツ	3,387	3.6	3.0	0.6	1.1	2.4	1.8	1,760	1,803	1,756
フランス	2,563	1.4	1.6	0.4	1.5	2.1	1.5	▲ 531	▲ 520	▲ 482
イタリア	2,055	1.3	0.7	▲ 0.2	1.5	2.5	1.8	▲ 720	▲ 895	▲ 726
英国	2,247	1.8	0.8	0.5	3.3	4.5	2.7	▲ 568	▲ 278	▲ 262

(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	2.0	4.5	3.4	2.5
実質GDP	1.8	1.6	0.1	1.8	0.8	0.5
<内需寄与度>	1.3	1.1	▲ 0.8	2.6	▲ 0.4	0.8
<外需寄与度>	0.5	0.5	0.8	▲ 0.8	1.2	▲ 0.2
個人消費	0.9	0.3	▲ 0.5	1.1	▲ 0.9	0.4
政府消費	0.4	0.3	▲ 0.8	1.5	1.7	▲ 0.1
総固定資本形成	▲ 0.9	2.4	0.3	2.6	▲ 1.3	1.7
在庫投資	596	947	637	32	27	77
純輸出	1,429	1,814	2,535	▲ 337	▲ 169	▲ 192

- (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）。