

内外経済の見通し

世界経済見通し概要

世界経済は構造調整圧力が強く残り、当面、低成長が続く展開
~ 但し、底流では、自律回復に向けた基礎固めが進む動きも

日 本

日本経済は足踏み状態を脱し、再び増勢を強めていく見通し

米 国

構造調整が一部で進展、緩やかな回復が続く

西 欧

欧州経済は低迷、ユーロ圏はマイナス成長に転落、英国も低成長

ア ジ ア

景気は一段と減速、各国中銀は金融緩和へ軸足をシフト

オーストラリア

2012 年の成長ペースは 3% 台半ばへ加速、中銀は金利を据え置き

中南米

政策対応などから緩慢ながらもプラス成長を維持

原油価格

原油価格は高値圏で推移する見込み

世界経済見通し概要

世界経済は構造調整圧力が強く残り、当面、低成長が続く展開 ～但し、底流では、自律回復に向けた基礎固めが進む動きも

世界経済は、引き続き構造調整圧力が強く残り、当面、低成長が続く展開を余儀なくされる見通しである。但し、そうした状況下でも、その底流では、自律回復に向けた基礎固めが徐々に進む動きもみられ始めている。こうした回復に向けた芽が今後どのように変化していくか、慎重な見極めが必要な局面といえよう。

米国経済は、最大の構造問題である住宅市場の需給バランス調整に今暫くの時間が必要な状況にあるほか、債務上限問題を背景に将来的な財政緊縮が不可避な状況にあるなど、構造的な景気下押し圧力が強く残る状況は依然不変である。しかし一方で、リーマン・ショック以降の景気回復の構造的な重石となり続けてきた要因のいくつかで調整が進んでいる様子も窺える。家計のバランスシート調整の進展を受け、消費者信用の利用に動意がみられ始めているほか、労働市場の調整が進捗し、雇用者の労働時間が金融危機前の水準を回復、労働投入量の増加が雇用者数の増加に直結する素地が整いつつある。

欧州経済は、欧州債務問題が抜本的解決策に決め手を欠く中この先もグズグズと長期化、財政支出の削減・欧州銀行の金融機能低下など様々な経路から景気を下押し展開が続くことが予想され、今後年単位の期間にわたり景気低迷が継続する虞が強い。ただ、そうした中でも、金融・債券市場が ECB による 3 年物資金供給オペの奏功もあり落ち着きを取り戻していることに加え、ドイツ経済が大幅なユーロ安による輸出下支えもあり景気底離れの兆しをみせるなど、昨年未までの一本調子の景気悪化からは幾分様相が異なり始めている。

アジア経済は、欧州経済失速の影響から成長の牽引役である輸出が大幅に減速、欧州銀行による資産圧縮の余波も徐々に顕在化するなか、成長率を鈍化させてきた。ただその一方で、もうひとつの成長の牽引役である内需が堅調な雇用環境を背景に底固く推移、昨年アジア 11 カ国・地域の実質 GDP 成長率は 7% 台を確保した。今後についても、中国・インド・インドネシアなどの人口大国を中心に旺盛な内需が景気を下支えし、大幅な減速は回避できる見込みである。

こうしたなか、わが国経済は昨年秋以降、一旦、欧州を中心とする海外景気減速や円高の定着、さらには火力発電用燃料の輸入増を主因とする外需の落ち込みを背景に、足踏み感が強まった。しかしながら、今後の展望に目を転じると、日本経済は早晩、こうした足踏み状態から脱出し、その成長ピッチを速めていく公算が大きい。昨年秋口以降ようやく顕在化し始めた官民の復興活動が、今後本格化していくと想定されるためである。産業連関表を用いた分析からは、東北地方で発生する復旧・復興需要は広く全国の生産活動を活性化させることが見込まれ、2012 年度の実質経済成長率は 2.5% まで高まる見通しである。

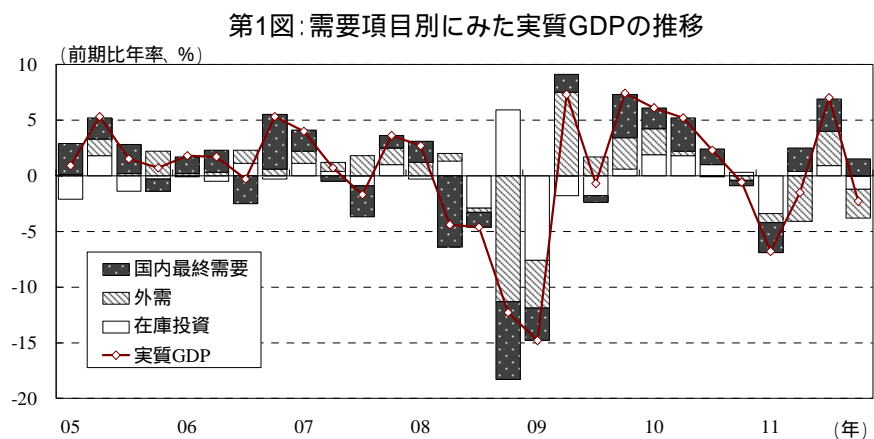
(経済調査室長 松宮 基夫)

～ 日本経済は足踏み状態を脱し、再び増勢を強めていく見通し～

1. 景気の現状

昨年 10-12 月期の実質 GDP は、外需の不振で再び減少

日本経済は、東日本大震災直後の混乱や夏場の電力問題を乗り越えて、着実に回復基調を強めていたが、昨秋以降には一旦、債務問題の深刻化に悩む欧州を中心とする海外景気の軟化や円高の定着といった「下押し圧力」が増し、足踏み感が強まった。実際、10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.3%と、再度マイナスに転じている（第 1 図）。最終需要項目別にみると、やはり輸出の減少が大きく、事故や停止に伴う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燃料などの輸入増加も重なって、外需全体で実質 GDP 成長率を同 2.6%も押し下げた格好だ。



(注) 1. 『国内最終需要』は、民間部門の個人消費、住宅投資、設備投資、および、政府の最終消費支出と公共投資。
2. 『在庫投資』は、民間と公的部門の合計。
(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

内需は底堅さを保ち、景気の腰折れ、総崩れを回避

一方で、内需は比較的、底堅く推移している（前掲第 1 図）。個人消費は前期比年率+1.2%と 3 四半期連続で増加し、設備投資も同+7.9%と 2010 年 4-6 月期以来の高い伸びを確保した。結果、10-12 月期の実質 GDP 全体のマイナス幅も、同+7.0%もの高成長を示した 7-9 月期からの反動減と言える範囲内に収まったようだ（2011 年後半では同+2.5%のプラス成長を達成し得た形となる）。また、月次の全産業活動指数でみれば、同期のマイナス成長は四半期のスタート地点（「期初のゲタ」）が下がっていたことも一因。こうした「期初のゲタ」を除いた「期中の上積み」はプラスとなる（10 月が前月比+0.9%、11 月が同 1.0%、12 月が同+1.3%）。付言するなら、景気に敏感な各種月次指標の動きを合成した景気動向指数中、CI 一致指数は昨年 8 月から 12 月まで前月比上昇と低下の繰り返しながら、直近 12 月には震災後で最大幅の上昇を記録している。総じて、景気の腰折れには至っていないようだ。

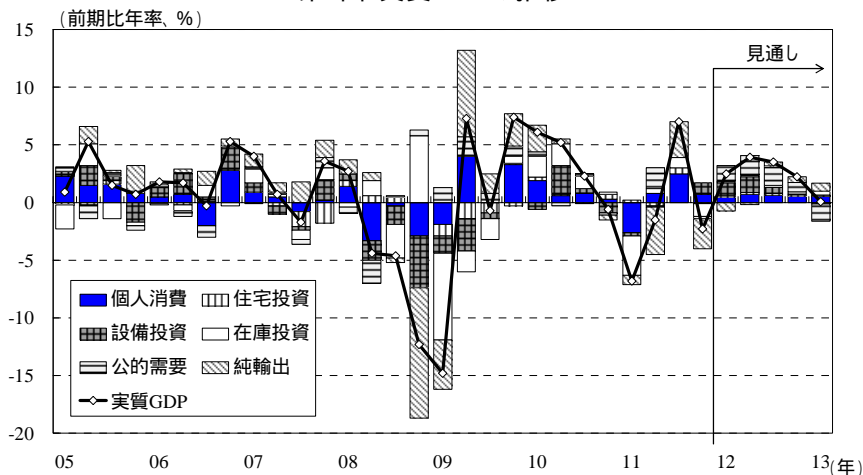
2. 今後の景気見通し

< 概要 >

今後、景気の増勢は次第に明瞭となる見通し

先行きを展望すると、日本経済は早晩、足踏み状態から脱出し、再びその成長ピッチを速めていく公算が大きい。昨年11月に成立した大型の3次補正予算に盛り込まれたものを含めて震災関連予算の執行が進むにつれ、公的・民間の両部門で震災復旧・復興活動が本格化すると想定されるためである。こうした「牽引力」によって足元の「下押し圧力」を凌ぎ、景気の増勢が強まるという展開が、我々の描くメインシナリオである。実質GDP成長率についても、10-12月期こそ前期比マイナスとなったが、1-3月期にはプラス転化を果たし、2012年一杯は高めのまま推移すると予想している(第2図)。2012年度では前年度比+2.5%の成長となる見通しである。

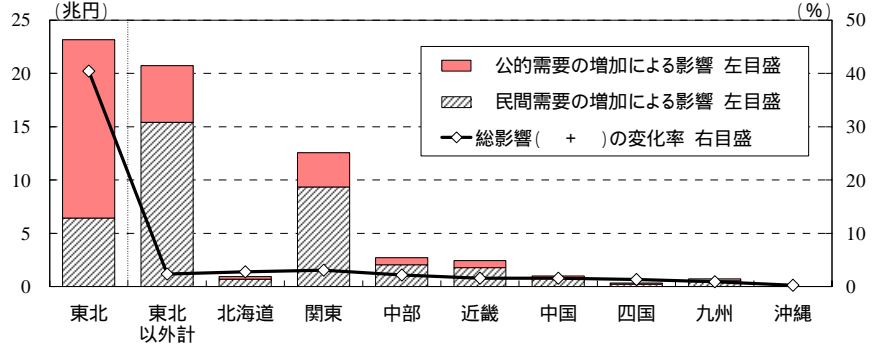
第2図: 実質GDPの推移



復旧・復興需要は、全国の生産活動を力強く後押し

簡単に規模感を確認しておくと、「牽引力」の元となる復旧・復興需要は、公的・民間部門あわせて20兆円以上に達することが見込まれる。最終需要の大半が東北地方で発生するのは当然として、それに伴う生産の増加は全国的に広がる可能性を秘める。2005年の地域間産業連関表を用いた試算では、23兆円(2005年生産者価格ベース、年額)の生産増を東北地域にもたらすと同時に、他地域へも概ね同程度の増産効果が及ぶとの結果(第3図)。全国分を足し上げると+4.6%の生産増となる計算だ。

第3図：地域別にみた東日本大震災に係わる復旧・復興需要
が及ぼす生産への影響試算



(注) 1. 2005年地域間産業連関表(12部門表、一部29部門表を当室にて12部門へ集約)に基づく試算値。
 2. 「影響」額は、2005年生産者価格ベース、年額。「変化率」は、2005年実績対比。
 3. 「公的需要」は政府消費支出と公的総固定資本形成、「民間需要」は民間総固定資本形成(企業設備投資および住宅投資)。
 (資料) 経済産業省統計、内閣府資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

下振れリスクの散在とデフレ継続が景気の回復実感を限定

一方の「下押し圧力」であるが、景気後退が欧州圏内に、円高の進行が現行レベルまでに止まれば、そのネガティブ・インパクトは「牽引力」未滿に収まり得るものと推察される。逆に、「下押し圧力」が「牽引力」を上回るとすれば、景気後退や円高の範囲が拡大して世界的・全面的なものとなる場合、金融危機を併発し悪影響が短期間に集中して掛かる場合(=「下押し圧力」が膨張)、復旧・復興需要が出遅れ、乃至は生産波及効果が途中段階で途切れるような場合(=「牽引力」が収縮)など。今夏の電力供給制約の大幅な拡大といった新たな「下押し圧力」が急浮上してくるリスクも含めて、注視が怠れないところだ。前述した通り、成長率自体は高めとなる見通しながら、そうした不安材料が数多く存在すること、デフレギャップが根強く残り、物価下落と名目成長率の伸び悩みが引き続き予想されることなどから、実感を伴う景気回復とはなり難そうである。

< 詳細 >

(1) 企業部門

輸出・生産

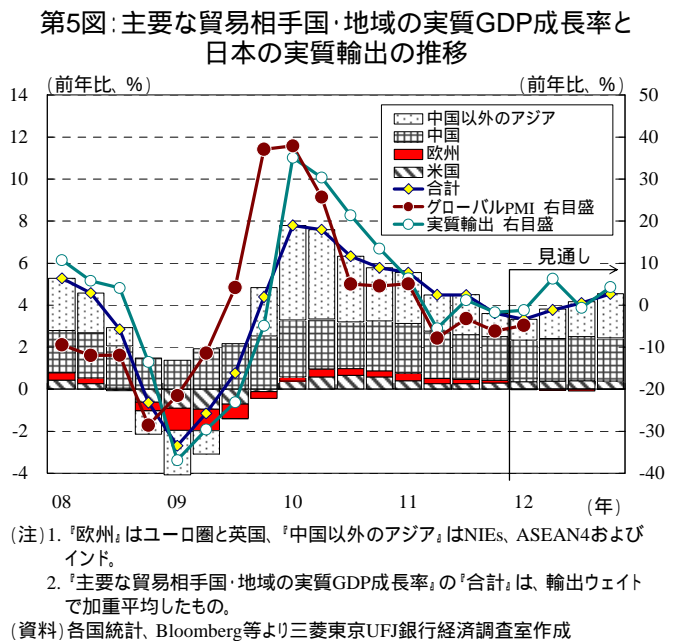
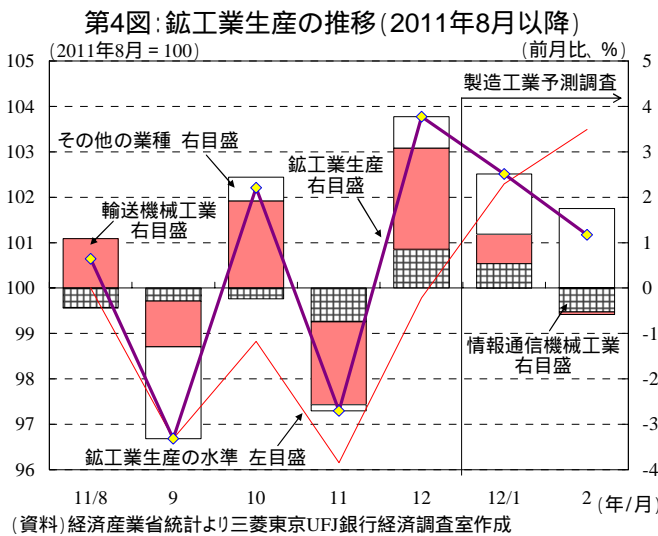
輸出は欧州向けを中心に減少傾向、生産はタイ大洪水の影響を概ね克服

輸出数量は、昨年10月、11月に続けて減少した。EU向けに加えて、米国やアジア向けでも落ち込みがみられ、債務問題が深刻化する欧州発の悪影響の拡散が懸念されたところ。12月には一旦、米国、アジア向け輸出が持ち直し、全体でも3ヵ月ぶりの増加となった。ただ、直近1月は、EU向けが4ヵ月ぶりに増加するも、米国とアジア向け、全体が再び減少に転じるなど、引き続き厳しい情勢にあることは変わらないようだ。こうした中、鉱工業生産は昨夏以降、一進一退の動きを続け、直近12月の水準は8月と同程度に止まっている(第4図)。11月には、タイで発生した大洪水により、輸送機械工業や情報通信機械工業などが供給制約

に起因する減産を余儀なくされた。ただし、12月にはいずれもが急反発し、製造工業予測調査によると1月も増産継続の見込み。鉱工業全体でも2月まで増産が見込まれるなど、タイ大洪水が日本経済へ与える影響は、ほぼ払拭されたものと推察される。

輸出と生産は回復に向かう見通しも、輸入の高止まりによって貿易赤字は継続

一方、先行きの輸出動向に係わる主要貿易相手国・地域の実質GDP成長率は足元まで低下し続けているが、今後はアジアや米国を中心として緩やかながらも加速していく見通しである(第5図)。昨年11月以降、グローバルPMI(輸出に1四半期程度先行)が3ヵ月連続で上昇していることも、こうした見通しをサポートする。結果として、日本からの輸出は早晚、回復方向となり、生産に関してもエコカー補助金等の政策効果による自動車生産の押し上げが期待されること等とあわせ、増勢に弾みがつくものと予想される。また、2011年の貿易収支(通関ベース)は2.5兆円と1980年以来の赤字に転落した。東日本大震災やタイの大洪水、海外景気の減速、円高といった厳しい環境下での輸出減少は勿論であるが、それ以上に、LNG(液化天然ガス)など代替燃料の輸入数量増加と価格の急上昇が影響したようだ。こうした輸入の増大圧力は少なくとも2012年度中は残存するとみられ、輸出が回復する中でも、貿易赤字は続いていく公算が大きい。



企業収益・設備投資

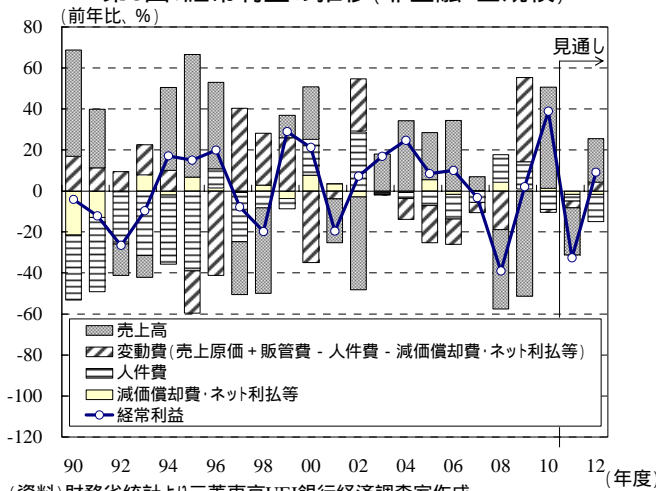
震災・タイ大洪水の影響は解消するも、外需の回復力が鈍く増益は小幅に

企業収益は2011年度、東日本大震災やタイ大洪水被害の影響などから再び減少することとなりそう(第6図)。特に製造業では、外需減速や円高も加わって、減益幅が拡大する見込みである。12年度に関しては、そうした震災ショックやタイ大洪水の影響等が概ね払拭され、むしろ復旧・復興需要の本格化で国内要因はプラスに作用する見通しである。一

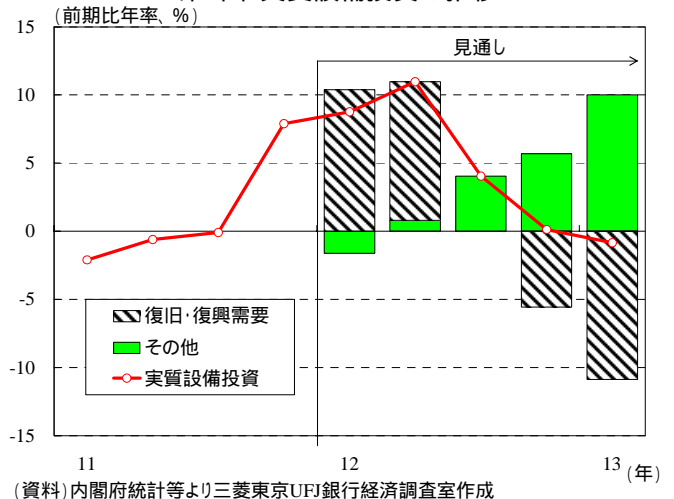
方で、根強く残りそうなのが、海外景気の軟化と円高からの悪影響。主要な貿易相手国・地域の成長率は加速するにせよ、以前と比べれば限定的に止まろうし、円相場も対ドル 70 円台後半、対ユーロ 100 円前後の推移となる見通しで、引き続き収益を押し下げる要因として働く公算が大きい。結果として、売上の回復力は鈍くならざるを得ず、2012 年度の増益幅は小幅に止まるものと予想される。

設備投資については、震災復旧・復興需要の本格化で堅調な推移となることが見込まれる。昨年 10-12 月期には、GDP ベースの設備投資が前期比+1.9%（年率+7.9%）と 5 四半期ぶりの増加、2010 年 4-6 月期以来の高い伸びを示した。このほか、民間非住宅着工床面積は、震災被害の集中した岩手、宮城、福島の 3 県を中心に大幅増。国内向け投資財出荷や民間非居住用建築出来高なども、一定の伸びを確保している。この先、復興関連予算の本格執行を契機に、民間の復興関連投資も一段と勢いを増してくる公算が大きい（第 7 図）。また、輸出が持ち直しに転じ、製造業を中心に企業収益が緩やかに回復すると見込まれる 2012 年度半ばまでは、ベースの投資需要も徐々に強まっていくものと想定される。このため、復旧・復興需要が剥落した後にも、設備投資は底堅く推移する見通しである。

第6図：経常利益の推移（非金融・全規模）



第7図：実質設備投資の推移



（2）家計部門

雇用・所得

雇用関連指標が緩やかな改善を示す一方、賃金関連指標は引き続き弱め

雇用関連指標は、総じて改善方向にある。昨年 10-12 月期の完全失業率は 4.5%と前期比上昇・悪化したものの、その幅は限定的で、水準的にも震災前（1 月が 4.9%、2 月が 4.6%）より引き続き低位であった（第 1 表）。また、雇用者数の増加、有効求人倍率や新規求人倍率の上昇なども、雇用環境の改善を指し示している。一方、賃金は依然として低調。現金給与総額でみると、震災後に 2 四半期続けて前年比減少し、直近 10-12 月期

も同横這いに止まった。ただし、特に所定外の部分では労働時間の増加にあわせて給与が3四半期ぶりの前年比プラスに転じるなど、前向きな変化も窺われたところである。

第1表：雇用・賃金関連指標の推移

	2011年									
	7-9月期	7月	8月	9月	10-12月期	10月	11月	12月		
完全失業率(%)	4.5	4.4	4.7	4.3	4.1	4.5	4.5	4.5	4.6	
雇用者数 (前年・期・月比、万人)	+13	▲6	▲44	▲12	+37	+5	▲7	+23	▲2	
有効求人倍率(倍)	0.65	0.66	0.64	0.66	0.67	0.69	0.67	0.69	0.71	
新規求人倍率(倍)	1.08	1.08	1.07	1.05	1.11	1.18	1.13	1.18	1.22	
現金給与総額 (前年比、%)	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.4	▲0.4	0.0	0.0	▲0.2	0.1	
所定内給与	▲0.4	▲0.3	▲0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.4	▲0.4	▲0.3	▲0.3	
所定外給与	0.9	▲0.4	0.3	▲1.6	0.1	2.2	2.9	2.2	1.7	
特別給与	0.7	▲0.2	0.1	▲0.1	▲6.5	0.4	7.4	▲1.8	0.4	

(注)1. 2011年7月から9月までの「完全失業率」と「雇用者数」は、岩手、宮城、福島を除外するベース。

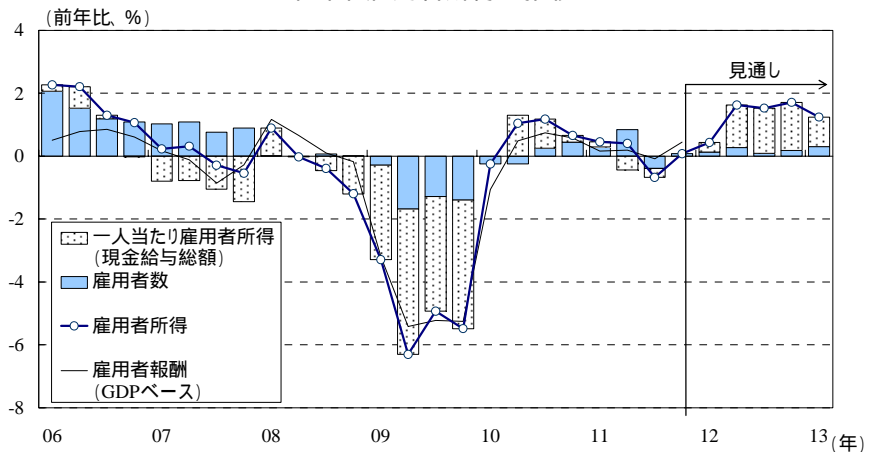
2. 「現金給与総額」は、事業所規模5人以上、調査産業計。

(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

雇用水準が保たれるうちに、労働時間の再増加に伴って雇用者所得は回復

先行きでは、前述した通り生産の拡大が想定されることから、雇用水準は維持され、賃金も所定外の部分を中心に、労働時間の伸びにあわせて増加する見込みである。この点、所定外労働時間の水準は過去数年間の平均よりも低位に止まっており、生産拡大の影響が雇用面（雇用者数の増加）ではなく労働時間面（所定外労働時間の増加）に偏って表われてくる可能性もあるが、いずれにしても、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ものと予想できる（第8図）。GDPベースの雇用者報酬は昨年10-12月期に増加に転じているが、1-3月期以降も着実に伸びを高める公算が大きい。

第8図：雇用者所得の推移



(注)2011年3月以降の「雇用者数」は、当室にて推計した岩手、宮城、福島を除外するベース。

(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

個人消費

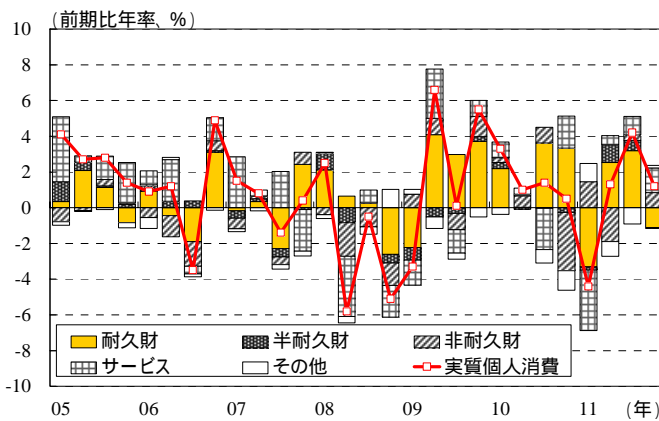
個人消費は震災以降、底堅く推移

昨年 10-12 月期の実質個人消費は前期比年率+1.2%と、高い伸びを確保した 7-9 月期に続いて増加した（第 9 図）。これで、震災発生以降 3 四半期連続で増加したこととなる。財別には、非耐久財（同+3.8%）とサービス（同+2.6%）が増伸。自動車のほか家庭用冷暖房器具などを含む耐久財の反動減（同 -7.5%、7-9 月期は同+25.0%と急増）をカバーした。

先行き個人消費は、所得とマインドの両面から、いっそう安定化の見通し

一方、消費者マインドは着実に上向いている。消費者態度指数に着目すると、10-12 月期には前期比+2.7%と 7-9 月期に続いて上昇。1 月（前月比+2.8%）にも、こうした良好な流れが継続している（第 10 図）。特に、今後の良化が想定される「雇用環境」への評価が切り上がっていることが目立つ。前述した通り、所得面でも生産・労働時間の拡大などにあわせた雇用者所得・報酬の緩やかな増加が見込まれ、マインド面とともに、今後の個人消費をよりいっそう安定化させるものと予想される。

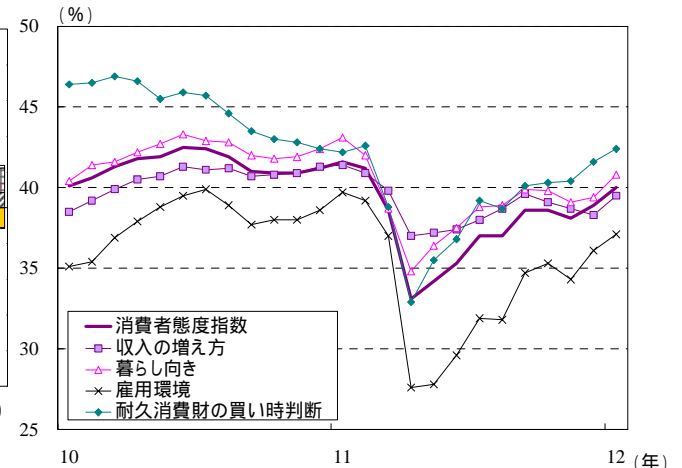
第9図：財別にみた実質個人消費の推移



(注)「その他」は、「居住者家計の海外での直接購入」と「非居住者家計の国内での直接購入(控除)」。

(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：消費者態度指数の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

住宅投資

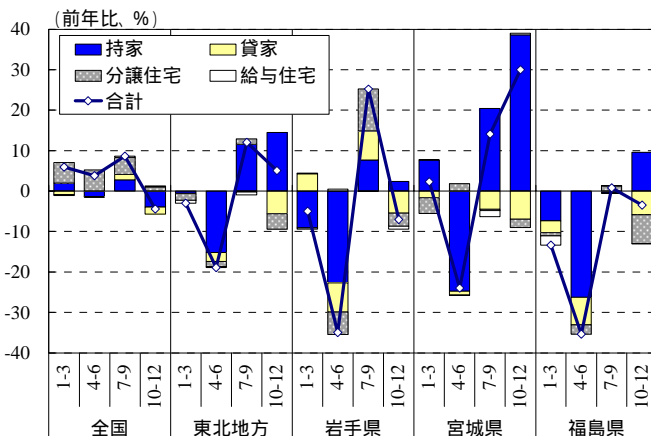
住宅投資・着工は減少するも、事前に予想された反動の範囲内

昨年 10-12 月期には、GDP ベースの実質住宅投資が前期比年率 3.1%、住宅着工床面積が同 29.5%と減少した。しかしながら、7-9 月期には各種住宅取得支援策の期限到来を前にした駆け込み需要が発生、例えば GDP ベースでは同+19.0%もの急増を示していたところ。反動減が生じるのは当然に予想されたことであり、且つ、減少幅も十分に想定範囲内に収まったと評価できる。こうした中で、東北地方の住宅着工床面積は、特に震災被害の集中した岩手・宮城・福島 の 3 県において、持家を中心に増加基調が継続（第 11 図）。今震災では他に比べて持家の被害戸数が多かったものとみられ、復旧・復興の動きが着実に出てきている様子が窺われる。

先行きの住宅投資は、復旧・復興需要の本格化で増加を続ける見通し

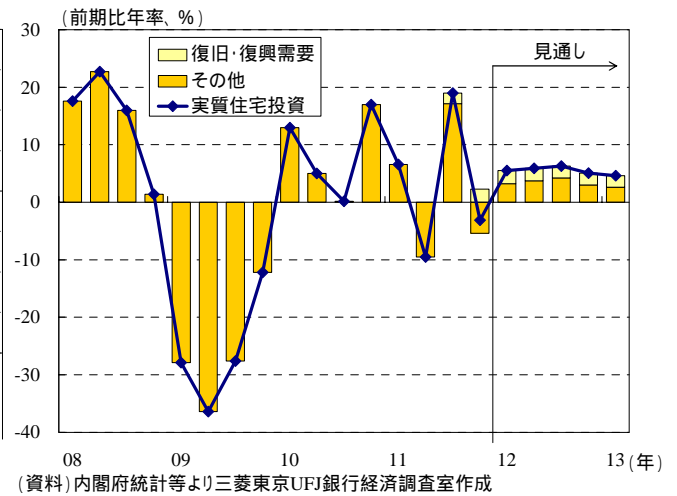
今後当面、被災地域における住宅の再建活動は継続するものと想定される。加えて、昨年11月に成立した3次補正予算で規定済みの「フラット3Sエコ」（適用金利の引き下げ幅拡大）や「復興支援・住宅エコポイント」のほか、現在審議中の来年度税制改正にも各種優遇税制の延長・拡大が盛り込まれている。こうした一連の支援策は、低金利環境の継続や雇用者所得の増加などとも相俟って、住宅取得を後押しする公算が大きい。住宅投資に関しては、10-12月期に反動で減少したが、この先は着実な伸びが見込める状況だといえる（第12図）。

第11図：新設住宅着工床面積の推移



(注)それぞれ、左から2011年1-3月期、4-6月期、7-9月期、10-12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

(3) 政府部門

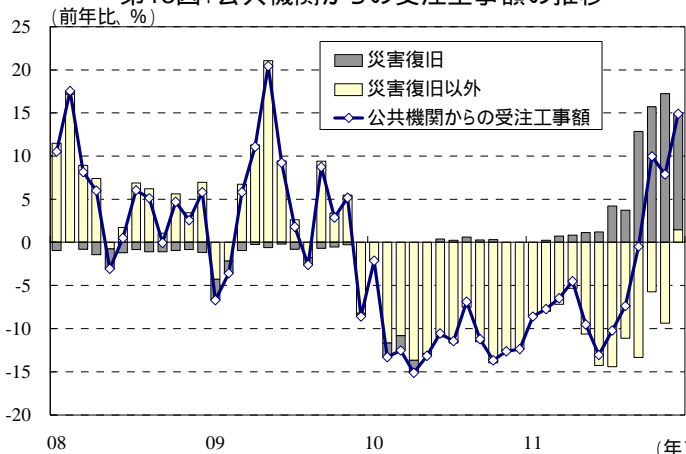
公的需要は東北地方で大幅増も、全国ベースでは減少

昨年10-12月期のGDPベースの実質公的需要は前期比年率0.9%と、2四半期連続で減少した。公的固定資本形成（公共投資）は、震災からの復旧・復興事業が行われている東北地域では大幅に増加しているが、他の地域では全般的に減少しており、公的需要全体を押し下げる結果となった。ただし、公共工事の先行指標である受注工事額（建設工事受注動態統計ベース）をみると、昨年10月以降、災害復旧工事の大幅な増加がその他の工事のマイナスを相殺するようになっている（第13図）。また、12月には災害復旧以外のところも増加に転じており、今後、公共投資が全国ベースでも力強さを増してくることを示唆する動きと解釈される。

復興事業は合計でGDPを3%強押し上げ

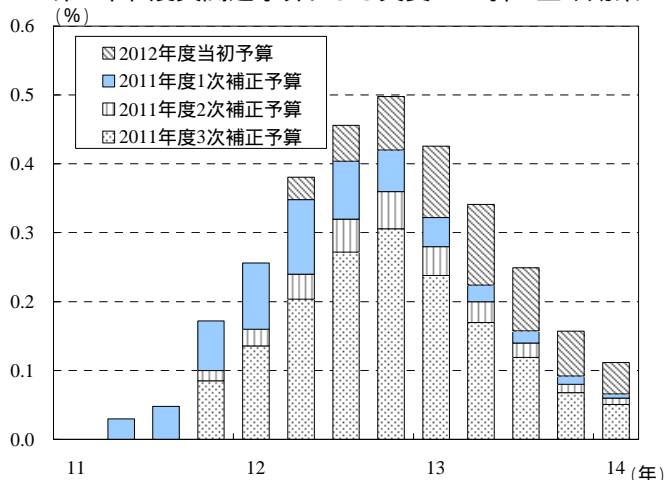
2011年度1~3次補正予算と2012年度当初予算に計上された震災関係経費はおよそ18兆円となり、GDP押し上げ効果は3.2%程度と想定される。過去を振り返ると、経済対策等による追加的需要は4~5四半期かけて顕在化しており、押し上げ効果のピークは2012年末頃になると予想する（第14図）。

第13図：公共機関からの受注工事額の推移



(注)公共機関から受注した請負契約額500万円以上の工事を集計したもの。
 (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14図：震災関連予算による実質GDP押し上げ効果



(資料)財務省、内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

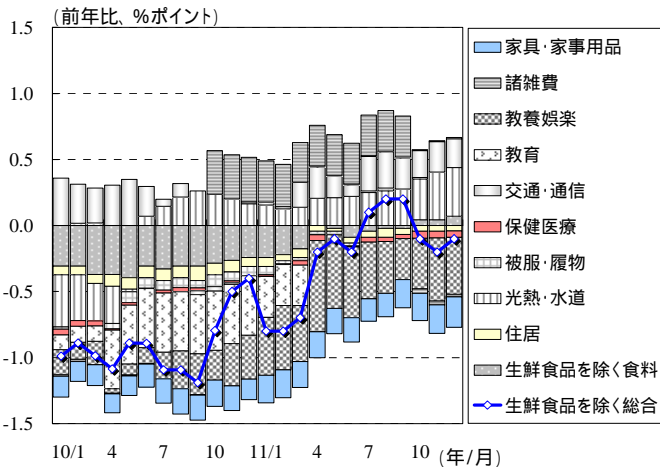
コア消費者物価は再びマイナス転化

消費者物価は、生鮮食品を除くコアベースで、たばこや傷害保険料による押し上げ分が消滅した昨年10月以降、3ヵ月続けて前年比マイナス圏での推移となっている(10月：前年比0.1%、11月：同0.2%、12月：同0.1%。第15図)。また、四半期平均でも前年比0.1%と、11四半期ぶりにプラスとなった7-9月期から、再びマイナスに転じた格好。費目別にみると、「電気」、「ガス」、「灯油」を含む『光熱・水道』や、「ガソリン」を含む『交通』などエネルギー関連価格の上昇が引き続き顕著であり、足元では『食料』価格も小幅ながら上昇している。一方で、テレビなどを含む『教養娯楽』、冷蔵庫や洗濯機などの家庭用耐久財を含む『家事・家具用品』は価格の下落が継続し、全体を押し下げる形となっている。元より、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は、2009年1月以降、一貫して前年比マイナスの推移。デフレ基調が継続していることは疑いない。

デフレギャップは暫く残存、消費者物価は見通し期間を通じてマイナス推移

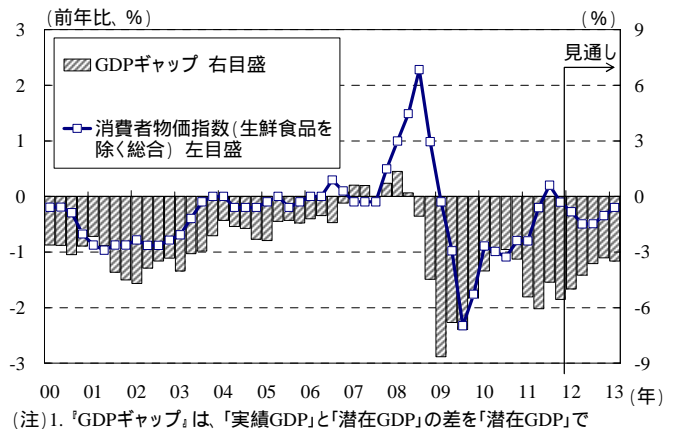
今後については、前年のエネルギー高の反動から、年央にかけてコア消費者物価の下落幅が拡大する公算が大きい。その後についても、見通し期間中は、デフレギャップが残存し続ける見込みであり、コアベース、コアコアベースともに、マイナス圏での推移が予想される(第16図)。さらに、川上段階にある企業の『先行き販売価格判断』をみると、製造業、非製造業ともに低下傾向にあり、これが先々、川下の消費者物価に波及、追加的な押し下げ圧力となる可能性も考えられる。一方で、コモディティ市場への投機資金の流入、世界的な需給逼迫傾向などを背景に、エネルギー関連や食料価格には上昇圧力がかかりやすい状態が続くものと予想される。

第15図：10大費目別にみた消費者物価の推移



(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作

第16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。
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2月の決定会合で「中長期的な物価安定の目途」の提示と追加緩和を決定

日銀は、2月13-14日に開催された金融政策決定会合において、「中長期的な物価安定の目途」の提示を決定した(第2表)。これによって「当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して(中略)強力に金融緩和を推進していく」(2月会合後の公表文)ことが明確となり、従来の「中長期的な物価安定の理解」よりも踏み込んだ表現となった。また、同日の決定会合では、資産買入等基金の増額も決定され、長期国債買い入れ枠が9兆円程度から19兆円程度に引き上げられた。

実質ゼロ金利政策は当面維持される公算大

先行きを展望すると、日銀は、現在の実質ゼロ金利政策を当面継続する可能性が高い。「展望レポート」の中間評価(1月)における消費者物価(除く生鮮食品)の見通しは、2013年度でも「中長期的な物価安定の目途」である同1.0%を下回っており(第3表)、金融緩和の解除までには相当の時間を要することが示唆されている。

第2表：「中長期的な物価安定の目途」の概要

<ul style="list-style-type: none"> 日本銀行として、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的と判断する物価上昇率を示したもの 消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域にあると判断しており、当面は1%を目途とする 「当面は1%を目途」として、金融政策運営において目指す物価上昇率を明確にした 「中長期的な物価安定の目途」は、今後も原則としてほぼ1年ごとに点検していくこととする <p>(参考)従来の「物価安定の理解」</p> <ul style="list-style-type: none"> 金融政策運営に当たり、各政策委員が、中長期的にみて物価が安定していると理解する物価上昇率 消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている
--

(資料)日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表：日銀政策委員の大勢見通し(1月時点)

	(前年度比、%)		
	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数(除く生鮮食品)
2011年度	-0.4 ~ -0.3	+1.8 ~ +1.9	-0.1 ~ 0.0
10月時点の見通し	-0.4 +0.2 ~ +0.4 +0.3	+1.8 +1.7 ~ +2.0 +1.8	-0.1 0.0 ~ 0.0 0.0
2012年度	+1.8 ~ +2.1	-0.1 ~ +0.2	0.0 ~ +0.2
10月時点の見通し	+2.0 +2.1 ~ +2.4 +2.2	+0.1 +0.1 ~ +0.3 +0.2	+0.1 0.0 ~ +0.2 +0.1
2013年度	+1.4 ~ +1.7	+0.6 ~ +1.0	+0.4 ~ +0.5
10月時点の見通し	+1.6 +1.3 ~ +1.6 +1.5	+0.8 +0.7 ~ +0.9 +0.8	+0.5 +0.4 ~ +0.6 +0.5

(注)各数字下段のカッコ内は、政策委員見通しの中央値。
(資料)日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

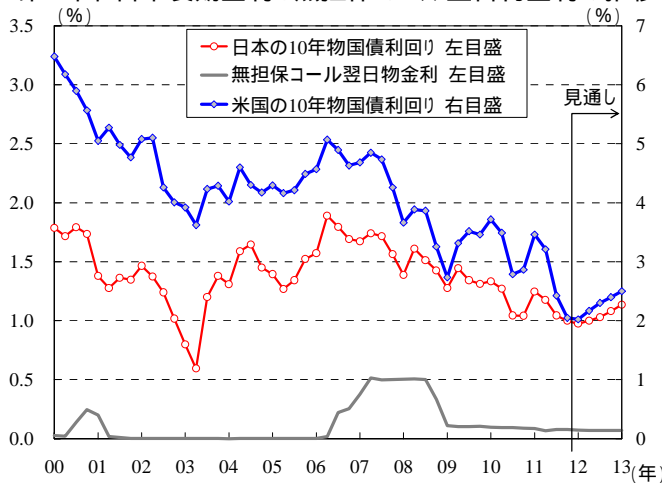
(2) 長期金利

長期金利は当面、足元並みのレンジで推移する見通し

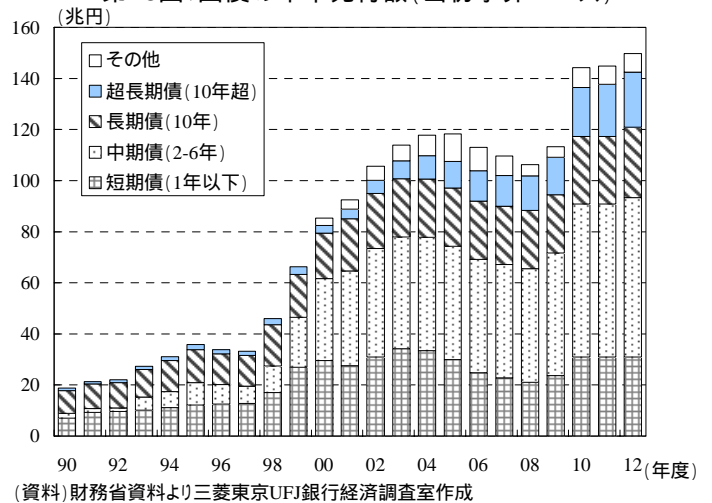
新発 10 年物国債利回りは、米 FRB の金融緩和長期化観測の高まりや日銀の 2 月の追加金融緩和等を受けて、1%前後の低水準で推移している(第 17 図)。先行きも、内外景気の下振れ懸念や日銀の実質ゼロ金利政策を背景に、当面は足元並みのレンジで推移する公算が大きい。2012 年の秋以降については、米国景気が底堅さを取り戻し始め、米長期金利が上昇することにより、日本の長期金利も若干の上昇が予想される。

なお、2012 年度の国債の市中発行額が 149.7 兆円と 3 年連続で過去最大を更新するなど(第 18 図)、財政懸念から潜在的な長期金利上昇リスクが高まっている点に留意しておく必要がある。長期金利は基調としては低水準で推移しつつも、短期的には上振れする局面も想定される。

第17図: 日米長期金利と無担保コール翌日物金利の推移



第18図: 国債の市中発行額(当初予算ベース)



(3) 為替

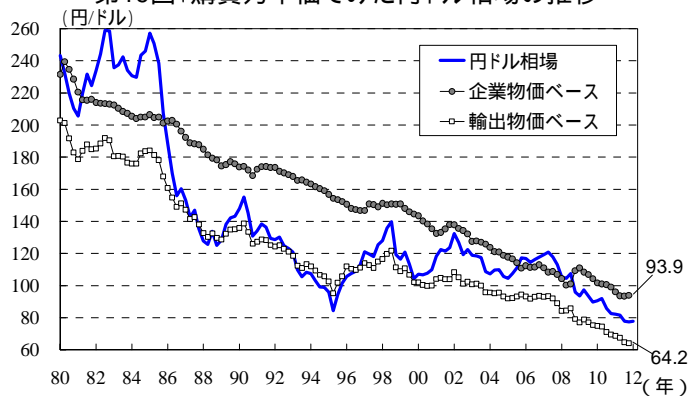
円高・ドル安圧力にやや緩和の動き

足元では、米国景気に底堅さがみられることや日銀の追加金融緩和などを受けて、円高・ドル安圧力に緩和の動きが出ている。もっとも、米 FRB が 2014 年終盤まで異例の低金利政策を継続するとの見解を示しており、日米金利の接近した状態は長期化する可能性が高く、また、欧州債務問題にも収束の兆しがみえない。こうしたことを踏まえると、円高トレンドが反転したと判断するのは、時期尚早だと考えられる。

今後も日米金利の接近や欧州債務問題を背景に円高トレンドが継続する見通し

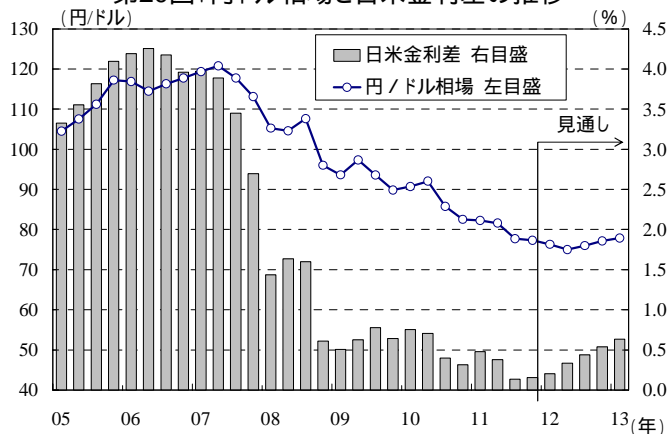
購買力平価から円ドル相場をみると、物価指標によって水準に違いはあるものの、方向としては円高に進んでおり、近年は実際の円ドル相場も概ねこれに沿った動きとなっている(第 19 図)。確かに日米金利差が大きく開いた 2000 年代半ばにはやや乖離がみられたが、当面はそうした状況が再来するとは想定し難い。2012 年度の円ドル相場は、年度末には米国の景況感改善により円高圧力が若干緩和するものと予想されるが、基調としては円高トレンドの範囲内となろう(第 20 図)。

第19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、米労働省、米商務省統計、Bloombergより
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20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

(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24年(2012年)2月27日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室
(単位: %、10億円)

	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	6.1	5.2	2.3	▲0.6	▲6.8	▲1.5	7.0	▲2.3	2.5	3.9	3.5	2.2	0.1	3.1	▲0.5	2.5
個人消費	3.3	1.0	1.4	0.5	▲4.4	1.3	4.2	1.2	0.8	1.2	1.1	1.0	0.9	1.5	0.6	1.2
住宅投資	13.0	5.0	0.2	17.0	6.6	▲9.5	19.0	▲3.1	5.5	5.9	6.3	5.1	4.7	2.3	4.0	5.3
設備投資	▲4.7	21.4	3.1	▲6.4	▲2.1	▲0.6	▲0.1	7.9	8.8	11.0	4.0	0.1	▲0.9	3.5	0.5	5.9
民間在庫(寄与度)	1.8	1.9	1.1	0.2	▲3.4	0.4	0.9	▲1.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.8	▲0.4	0.0
公的需要	1.5	▲1.2	0.6	▲0.7	▲0.2	7.4	▲0.1	▲0.9	5.9	7.3	7.2	3.5	▲6.1	0.5	2.0	4.2
公共投資	13.8	▲25.4	0.3	▲12.1	▲9.5	28.9	▲6.2	▲9.5	12.6	19.3	18.3	8.2	▲15.1	▲6.8	1.6	8.8
純輸出(寄与度)	2.3	0.4	▲0.1	▲0.4	▲0.8	▲4.1	3.1	▲2.6	▲0.7	▲0.2	0.3	0.5	0.7	0.8	▲1.0	▲0.1
財貨・サービスの輸出	27.5	25.5	5.1	▲1.2	▲1.2	▲22.7	39.0	▲11.9	0.8	3.5	6.2	6.8	7.4	17.2	▲1.8	3.9
財貨・サービスの輸入	9.8	26.3	6.9	1.4	4.2	1.3	14.2	4.1	6.3	5.3	4.7	4.3	3.5	12.0	5.3	5.5
名目GDP	5.8	2.5	0.2	▲3.0	▲7.5	▲5.7	6.1	▲3.1	1.4	3.6	3.3	1.5	▲0.9	1.1	▲2.4	1.9
GDPデフレーター(前年比)	▲2.4	▲2.1	▲2.0	▲1.9	▲1.9	▲2.3	▲2.1	▲1.6	▲1.6	▲0.8	▲0.7	▲0.7	▲0.4	▲1.9	▲1.9	▲0.7
鉱工業生産(前期比)	7.3	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲4.0	4.3	▲0.4	2.9	2.3	2.4	2.0	1.3	8.9	▲2.2	8.7
国内企業物価(前年比)	▲1.6	0.2	▲0.1	1.0	1.8	2.5	2.6	1.5	1.2	0.5	0.8	0.8	0.9	0.7	1.9	0.8
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	▲0.1	▲0.3	▲0.5	▲0.5	▲0.4	▲0.2	▲0.9	▲0.1	▲0.4
2. 国際収支																
貿易収支	2,380	1,811	1,967	1,778	910	▲1,249	▲126	▲1,118	▲1,416	▲1,054	▲440	▲792	▲1,012	6,496	▲3,909	▲3,298
経常収支	4,531	3,904	4,405	4,321	3,260	1,899	2,708	1,751	1,571	1,990	2,661	2,365	2,203	16,126	7,929	9,219
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	78	86	78	77

見通し

(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)
2012年2月27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				2012年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 2.1	3.1	▲ 1.5 (▲ 1.7)	7.0 (▲ 0.5)	▲ 2.3 (▲ 1)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.2	2.0	▲ 0.4 (▲ 1.7)	2.0 (▲ 0.4)	0.0 ▲ 0.5	▲ 0.8 (▲ 0.7)	0.9 (0.2)	▲ 1.0 (▲ 1.1)	1.3 (▲ 0.5)	
鉱工業生産指数	▲ 8.8	8.9	▲ 4.0 (▲ 6.8)	4.3 (▲ 2.1)	▲ 0.4 (▲ 3)	▲ 3.3 (▲ 3.3)	2.2 (0.1)	▲ 2.7 (▲ 4.2)	3.8 (▲ 4.3)	
鉱工業出荷指数	▲ 8.3	9.3	▲ 5.9 (▲ 8.4)	6.6 (▲ 2.0)	▲ 0.6 (▲ 3)	▲ 2.0 (▲ 2.9)	0.2 (▲ 0.3)	▲ 1.6 (▲ 4.6)	4.6 (▲ 3.0)	
製品在庫指数	▲ 6.1	3.5	3.2 (4.0)	1.9 (5.5)	▲ 2.6 (3.4)	▲ 0.1 (5.5)	0.9 (7.0)	▲ 0.6 (8.2)	▲ 2.9 (3.4)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	120.4	108.2	119.1 [106.5]	116.8 [108.7]	115.4 [111.0]	119.2 [109.1]	118.1 [117.0]	116.2 [108.0]	111.9 [108.0]	[107.9]
国内企業物価指数	▲ 5.2	0.7	1.2 (2.5)	▲ 0.1 (2.6)	▲ 0.9 (1.45)	▲ 0.1 (2.5)	▲ 0.8 (1.6)	0.0 (1.6)	0.0 (1.2)	▲ 0.1 (0.5)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 1.6	▲ 0.8	0.5 (▲ 0.3)	▲ 0.1 (0.2)	▲ 0.2 (▲ 0.1)	▲ 0.1 (0.2)	▲ 0.1 (▲ 0.1)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.1)	
稼働率指数 (2005年=100)	80.0	88.0	80.4 [89.8]	87.2 [88.4]	88.5 [88.4]	85.8 [88.1]	89.3 [86.7]	86.7 [88.2]	89.4 [90.2]	[91.1]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 20.4	9.1	2.5 (9.8)	1.5 (5.8)	▲ 2.6 (4.1)	▲ 8.2 (9.8)	▲ 6.9 (1.5)	14.8 (12.5)	▲ 7.1 (6.3)	
製造業	▲ 27.9	18.3	▲ 0.2 (17.2)	2.5 (4.4)	▲ 2.8 (4.1)	▲ 17.5 (4.8)	5.5 (2.4)	4.7 (7.1)	▲ 7.1 (3.0)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 14.7	2.7	5.0 (4.2)	5.0 (7.2)	▲ 2.3 (8.6)	8.5 (13.2)	▲ 7.3 (1.0)	6.2 (16.0)	▲ 6.0 (9.0)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 24.2	21.3	6.1 (9.0)	▲ 0.1 (4.1)	▲ 0.7 (2.3)	▲ 6.0 (▲ 1.3)	3.5 (1.0)	0.7 (3.1)	1.7 (2.7)	
建設受注	▲ 14.2	▲ 5.2	(18.0)	(▲ 0.6)	(13.1)	(▲ 9.3)	(24.3)	(21.0)	(1.5)	
民需	▲ 15.3	▲ 2.6	(20.1)	(▲ 2.1)	(9.7)	(▲ 14.0)	(7.1)	(18.0)	(5.8)	
官公庁	▲ 11.1	▲ 12.1	(15.1)	(21.7)	(19.6)	(31.1)	(115.8)	(▲ 10.7)	(▲ 0.6)	
公共工事請負金額	4.9	▲ 8.8	(▲ 9.3)	(▲ 3.4)	(3.6)	(3.3)	(3.2)	(6.8)	(0.6)	(8.5)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	77.5 (▲ 25.4)	81.8 (5.6)	82.4 (4.1)	88.3 (7.9)	79.6 (▲ 4.5)	74.9 (▲ 10.8)	78.1 (▲ 5.8)	82.4 (▲ 0.3)	78.3 (▲ 7.3)	
新設住宅床面積	(▲ 21.5)	(9.0)	(3.8)	(8.6)	(▲ 4.4)	(▲ 10.3)	(▲ 5.8)	(▲ 0.1)	(▲ 7.3)	
小売業販売額	▲ 0.4	0.8	(▲ 1.7)	(▲ 1.0)	(0.8)	(▲ 1.1)	(1.9)	(▲ 2.2)	(2.5)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.0	▲ 0.9	0.4 (▲ 2.1)	0.9 (▲ 2.8)	0.5 (▲ 1.0)	0.9 (▲ 1.9)	0.3 (▲ 0.4)	▲ 1.3 (▲ 3.2)	▲ 1.0 (0.5)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.7	73.4	74.1 [72.4]	73.0 [75.2]	74.7 [74.5]	74.3 [75.1]	71.8 [70.8]	73.7 [75.6]	74.0 [74.1]	[74.1]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 8.5	6.8	▲ 2.6 (▲ 2.0)	1.3 (▲ 0.6)	1.1 (0.9)	1.1 (1.0)	▲ 0.1 (1.0)	0.0 (0.0)	2.3 (1.8)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 3.3	0.6	(▲ 0.4)	(▲ 0.3)	(0.0)	(▲ 0.4)	(0.0)	(▲ 0.2)	(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	28,033 10,188	27,711 21,464	25,350 28,038	24,538 24,836	21,493 28,054	28,986 28,971	25,572 27,087	32,797
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.45	0.56	0.62 [0.50]	0.66 [0.54]	0.69 [0.57]	0.67 [0.55]	0.67 [0.56]	0.69 [0.57]	0.71 [0.58]	[0.61]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.2	5.0	4.7	4.4	4.5	4.1	4.5	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	38.0 [48.33]	48.4 [45.37]	46.0 [42.97]	45.3 [41.20]	45.9 [40.20]	45.0 [43.60]	47.0 [45.10]	44.1 [44.30]
企業倒産件数 (実数、件数)	14,732 (▲ 8.7)	13,065 (▲ 11.3)	3,312 (▲ 0.3)	3,108 (▲ 3.8)	3,103 (▲ 5.9)	1,001 (▲ 9.1)	976 (▲ 14.0)	1,095 (3.2)	1,032 (▲ 6.3)	985 (▲ 5.3)

(注) 完全失業率は、2011年3月から8月まで岩手、宮城、福島を除いたベース。

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	2011年			2011年				2012年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
通関輸出	▲17.1	14.9	(▲8.1)	(0.5)	▲5.5	(2.3)	(▲3.8)	(▲4.5)	(▲8.0)	(▲9.3)
価格	▲7.0	0.2	(0.2)	(1.6)	(▲0.5)	(0.9)	(0.2)	(▲0.1)	(▲1.5)	(0.5)
数量	▲9.9	14.6	(▲8.3)	(▲1.1)	(▲5.0)	(1.5)	(▲3.9)	(▲4.4)	(▲6.6)	(▲9.7)
通関輸入(円建)	▲25.2	16.0	(10.4)	(13.8)	(12.3)	(12.2)	(17.9)	(11.4)	(8.1)	(9.9)
価格	▲18.4	3.3	(7.4)	(12.1)	(10.9)	(11.1)	(11.3)	(12.6)	(8.8)	(6.5)
数量	▲7.3	12.4	(2.8)	(1.5)	(1.3)	(1.0)	(6.0)	(▲1.0)	(▲0.6)	(3.1)
経常収支(億円)	157,817	161,255	15,372	31,007	10,044	16,107	5,624	1,385	3,035	
貿易収支(億円)	65,996	64,955	▲10,534	▲1,762	▲9,370	3,723	▲2,061	▲5,851	▲1,458	
サービス収支(億円)	▲18,185	▲12,730	▲5,040	▲5,146	▲5,449	▲904	▲2,754	▲1,151	▲1,544	
資本収支	▲123,113	▲97,221	8,947	4,590	80,739	▲19,171	▲5,277	77,048	8,968	
外貨準備高(百万ドル)	1,042,715	1,116,025	1,137,809	1,200,593	1,295,841	1,200,593	1,209,882	1,304,763	1,295,841	1,306,668
対ドル円レート(期中平均)	92.80	85.69	81.70	77.84	77.39	76.84	76.77	77.54	77.85	76.97

3. 金融

	2009年度	2010年度	2011年			2011年				2012年	
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月	
コール・レート (無担保翌日物)	0.102	0.091	0.067 [0.093]	0.078 [0.093]	0.079 [0.090]	0.080 [0.091]	0.081 [0.091]	0.077 [0.091]	0.078 [0.087]	0.080 [0.085]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.516	0.356	0.332 [0.388]	0.330 [0.364]	0.329 [0.336]	0.329 [0.355]	0.329 [0.336]	0.329 [0.335]	0.329 [0.335]	0.331 [0.335]	
新発10年国債利回り (未値)	1.353	1.127	1.160 [1.208]	1.043 [0.987]	1.030 [1.072]	1.020 [0.930]	1.045 [0.920]	1.065 [1.185]	0.980 [1.110]	0.965 [1.215]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.449	1.357	1.349 (▲0.008)	1.315 (▲0.034)	1.265 (▲0.050)	1.315 (▲0.022)	1.317 (0.002)	1.313 (▲0.004)	1.265 (▲0.048)		
日経平均株価 (225種、未値)	11,090	9,755	9,816 [9,383]	8,700 [9,369]	8,455 [10,229]	8,700 [9,369]	8,988 [9,202]	8,435 [9,937]	8,455 [10,229]	8,803 [10,238]	
M2平残	(2.9)	(2.7)	(2.8)	(2.8)	(3.0)	(2.7)	(2.8)	(3.0)	(3.2)	(3.0)	
広義流動性平残	(0.5)	(0.6)	(▲0.0)	(0.5)	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	
貸出資金吸収動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.8)	(▲1.9)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.2)	(0.4)	(0.6)
	銀行計	(0.8)	(▲2.0)	(▲0.8)	(▲0.5)	(0.3)	(▲0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(0.7)
	都銀等	(▲0.4)	(▲4.2)	(▲2.8)	(▲2.6)	(▲1.3)	(▲2.3)	(▲1.6)	(▲1.4)	(▲1.0)	(▲0.6)
	地銀	(2.4)	(0.6)	(1.5)	(1.9)	(2.1)	(1.9)	(2.0)	(2.1)	(2.2)	(2.3)
	地銀	(1.3)	(▲0.4)	(0.9)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)
信金	(0.8)	(▲1.3)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.3)	(3.0)	(2.3)	(2.5)	(3.0)	(3.3)	(3.3)
	都銀	(3.0)	(2.6)	(2.3)	(1.0)	(2.1)	(0.9)	(1.2)	(2.2)	(3.0)	(2.9)
	地銀	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.1)	(4.0)	(3.8)	(3.8)
地銀	(1.8)	(0.6)	(2.0)	(2.8)	(3.1)	(2.9)	(3.2)	(3.1)	(3.1)	(3.3)	

(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、保証事業会社協会統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

・米国

～ 構造調整が一部で進展、緩やかな回復が続く～

1. 景気の現状

持ち直しの動きが
継続

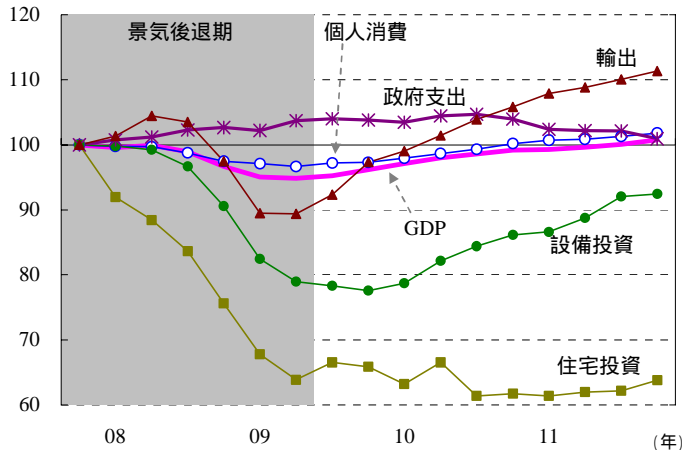
米国景気は持ち直しの動きが継続している。欧州債務問題は、金融面から米国経済を大きく下押しするまでには至らず、昨年第4四半期の実質GDP（国内総生産）成長率は前期比年率2.8%と、6四半期ぶりの高めの伸びとなった。

GDP項目別に最近の動きをみると、政府支出は減少が続き、輸出や設備投資も伸び率が鈍化傾向にある一方で、個人消費は堅調に推移し、住宅投資もプラス寄与に転じている（第1図）。

1月以降も、新規失業保険申請件数や小売売上高などは、雇用・消費を中心に良好な状態が持続していることを示している。持ち直しの要因は、昨年初から続いてきた低成長の反動といったことだけではなく、家計債務や住宅市場などで構造調整の一部が進展している点もある。

第1図：GDPの項目別推移

(2007年10-12月期 = 100)



(資料)米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

< 概要 >

成長率は徐々に高まるもトレンドは当面下回る

米国経済は緩やかな回復が続く見通しだ。昨年第4四半期の成長率(2.8%)には、在庫投資や温暖な気候など一時的要因も影響しており、3%程度の成長は現在の米国経済にとって持続可能ではない。向こう1年程度にかけては2-2.5%を中心とした成長になろう(第2図)。

金融危機以降、住宅市場・家計部門、労働市場などで構造的に景気回復の重石として働いていた要因は、各々の一部で調整が進捗しつつあり、成長率は徐々に高まっていく見通しである。しかし、依然として特に住宅市場での構造調整圧力が残ることから、当面の成長はトレンド成長率を下回ろう。

家計のバランスシート調整は一部に進展

家計のバランスシート調整は、家計負債比率(対名目GDP、対可処分所得)が過去からのトレンド線に近付きつつあるなか(第3図上段)、消費者信用などでは調整が進展し残高に持ち直しがみられている(第3図下段)。家計負債の大半を占める住宅ローンに絞ると今しばらくの調整が必要な状況ではあるが、重石は徐々に軽減される見込みだ。

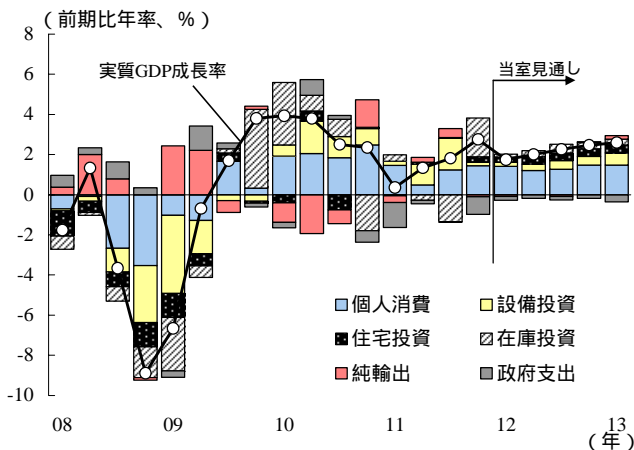
下振れリスクは緊縮財政

景気の下振れリスクとしては、短期間で一段の緊縮財政の実施、欧州債務問題の一段の深刻化、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(緊縮財政のリスクについては後述)。

当面の高成長は期待薄

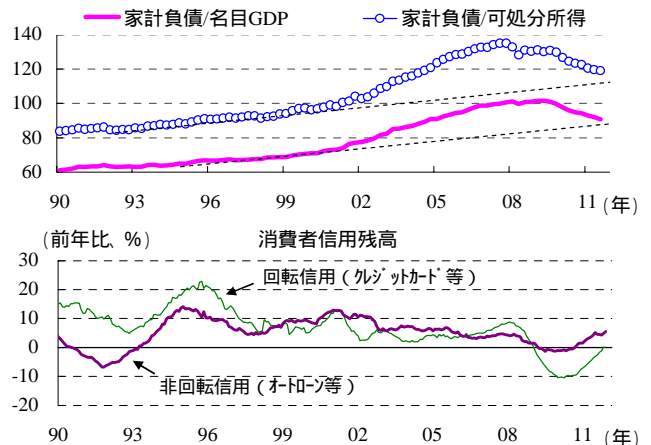
一方、目ぼしい上振れリスクは見当たらない。金融危機に伴うペントアップ需要などが依然としてしばしば指摘されるが、金融危機前の耐久財消費の水準なども住宅同様に過剰であった可能性が高く、それほど存在しないであろう。リスクは引き続き下方向が大きい状況にある。

第2図：実質GDP成長率の推移



(資料)米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：バランスシート調整の進捗



(資料)FRB、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

< 緊縮財政のリスク >

財政再建策の策定は道半ば

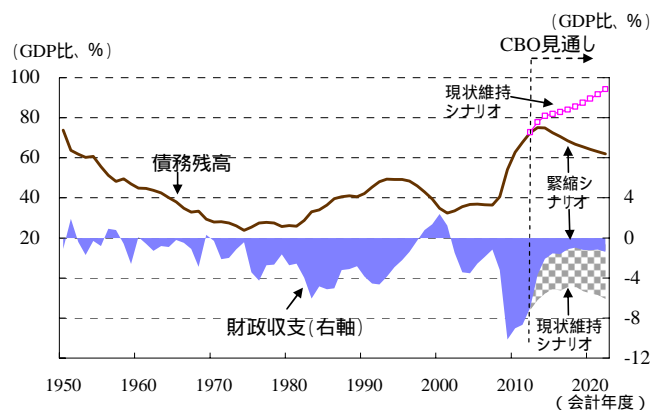
財政引き締め の程度には大きな不確実性

この先の米国景気にとって、財政運営は大きな(下方)リスク要因である。金融危機に伴う政策対応の結果、米国の債務残高(対GDP比)は戦後最大の水準まで上昇しており(第4図)、財政再建は主要政策課題となっている。昨年、「連邦債務上限引き上げ」を巡る議会交渉を経て、中長期の財政再建策(2011年財政管理法)が成立した。しかし、財政管理法は、裁量支出抑制策が中心で高齢化対応や税制改革など抜本策を含んでおらず、規模としても十分ではない。

このように、財政再建のペースや手法が部分的にしか定まっていないため、当面の政策決定(財政運営の引き締め度合い)については幅を持ってみる必要があり、特に年末に期限を迎える大型減税(所謂ブッシュ減税)の取り扱いなどが注目される(第5図)¹。

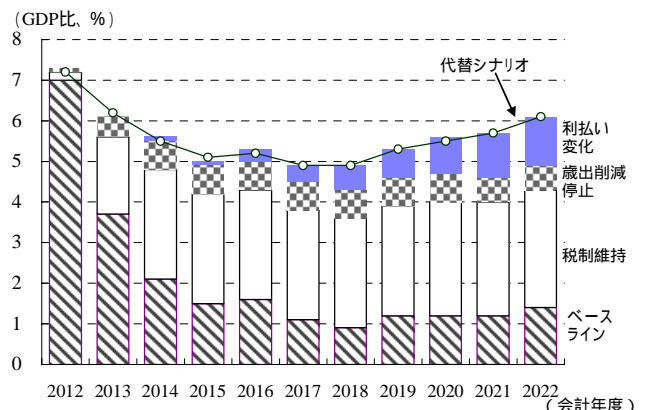
景気回復は道半ばで依然高失業率であること、財政への信認は保たれており短期間で再建が必要な状況ではないこと、などから大幅な緊縮財政による景気への下押し(例えば、ブッシュ減税の全額打ち切り)は、見通し期間中については避けられよう。しかし、党派対立がかつてなく大きいとも言われるなか、妥協点が見出されず、ブッシュ減税が十分に延長されないまま期限切れを迎えてしまうなど、大幅な緊縮財政となってしまうリスクも残されている。

第4図：財政収支と公的債務残高



(注) 現状維持シナリオはCBO見通しにおける代替シナリオ。減税など既存政策の延長を想定。
緊縮シナリオはCBO見通しにおけるベースライン。現行の法律と政策は期限通りに終了。
(資料) 米財務省、CBO(議会予算局)より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：CBO 財政赤字見通しの変化要因



(注) 「歳出削減停止」はメディケア診療報酬の現状維持と財政管理法による削減を停止。
「税制維持」はブッシュ減税延長とAMTインフレ連動維持。給与減税の延長は含まず。
(資料) CBOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ 議会予算局(CBO)の財政見通しによると、例えば2014会計年度における財政赤字は「ベースラインシナリオ」でGDP比2%、「代替シナリオ」でGDP比5.5%と、3.5%もの違いがある。今年末で期限を迎えるブッシュ減税や、「2011年財政管理法」の取り扱いなどが流動的であるため。なお、CBOの「ベースラインシナリオ」は、現行の一時的な景気刺激策を構成する法律と政策が期限通りに終了するという極端な想定をしており、かなりドラスティックな緊縮財政シナリオとも捉えられる。一方、「代替シナリオ」は主要減税の延長などを想定した、より現実的なシナリオ(現状維持のシナリオ)である。

<詳細>

(1) 雇用・消費

雇用は改善のモメンタムがやや強まる

雇用は改善のモメンタムがやや強まっている。雇用統計における非農業部門雇用者数は12月・1月と2ヵ月続けて20万人超の増加となった。民間の幅広い業種で改善がみられ、削減が続いてきた政府部門でも、税収の回復を受け、州地方政府による雇用削減圧力が緩和している。

背景には、暖冬などによる一時的な嵩上げの部分もあるが、労働市場における回復局面の変化も指摘できる。既存労働力での生産性の伸び悩みや、労働時間が過去平均まで回復したことなどにより(第6図上段)雇用者数は増加し易い環境に変わりつつある。足元までの景気回復過程において、雇用者数と労働時間は労働投入量へ対してほぼ同程度に寄与してきたが(第6図下段)、今後は雇用者数の寄与が高まろう。

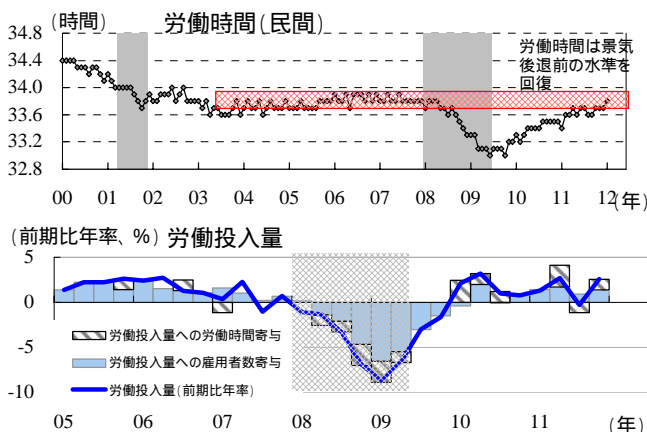
消費は底堅く推移する見通し

個人消費は、昨年夏場から秋口に貯蓄率を引き下げてやや過大な消費を行なってきたことの反動から、昨年末にはモメンタムが鈍化したものの、均してみれば堅調に推移している。

消費者信頼感については、昨年央の債務上限問題・政治不信による低下を回復した状態にある(第7図)。党派対立は依然として深刻で、財政再建に向けた動きは途上であるが、政府機関の支払い停止など不測の事態の可能性が遠退いたことに加え、財政管理法により歳出拡大に歯止めがかかったことも、大きな政府を嫌う米国民には好影響を与えたと理解できる。

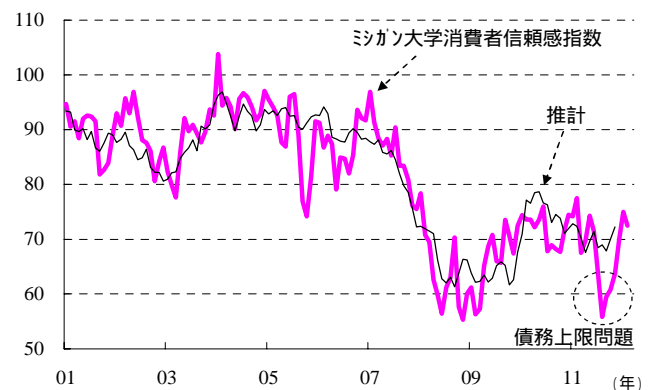
当面の個人消費は、ガソリン高や住宅価格低迷が抑制要因として働くも、雇用回復を受け底堅い推移が見込まれる。

第6図：労働時間と労働投入量の推移



(注)シャドーは景気後退期
(資料)米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：消費者信頼感指数の推移



(注)推計は01年～10年。推計式は、 $-2.5 \times (\text{失業率}) + 0.7 \times (\text{ケースシラー住宅価格前年比}) + 0.2 \times (\text{S\&P500株価前年比}) + (-0.2) \times (\text{ガソリン価格前年比}) + 96.3$
(資料)ミシガン大学、米労働省、S\&P、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 企業部門

景況感は特に中小企業で改善

企業景況感は、昨年秋以降持ち直しつつあり、相対的な内需の良好さを反映し、大企業よりも中小企業で改善が顕著である。

在庫投資について、循環を ISM 製造業景況感指数の内訳で確認すると、少なくとも目先数ヶ月は上昇局面とみられる。在庫投資は昨年第 4 四半期に大きく拡大したため、第 1 四半期は在庫積み増しペースが鈍り GDP へマイナス寄与となる可能性はある。しかし、在庫水準自体は低位であり、生産活動を大きく下押しする局面ではない。

設備投資は減速傾向で推移

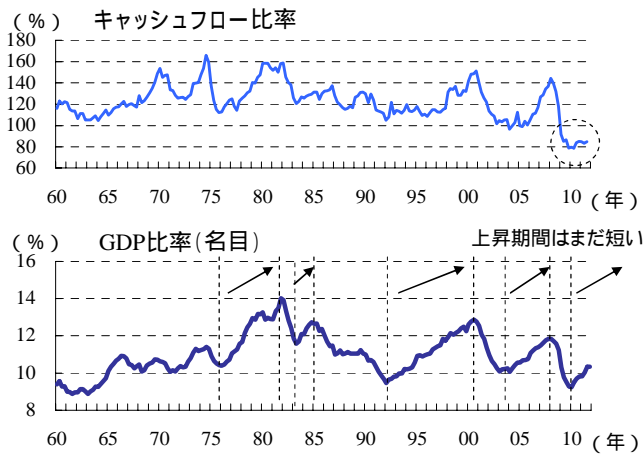
設備投資は、2 四半期好調であった反動もあり、第 4 四半期は伸び率が低下した。減価償却を 100% まで認めていた優遇税制が昨年末で期限切れとなったことや、先行する企業収益の伸び率が鈍化していることから当面は減速が見込まれ、企業へのアンケート調査もそのような傾向を示している。一方、設備投資は中長期的な拡大局面の道半ばに位置していることが下支え要因となり、大きく失速することもなさそうだ(第 8 図)。

輸出は、ユーロ圏向けを中心に伸び率が鈍化している。景況感指標などによる示唆と同程度の落ち込みとなっている。ユーロ圏は米国にとって最大の輸出先であり、引き続き欧州債務問題の帰趨が注目される。

銀行貸出は増加が続く

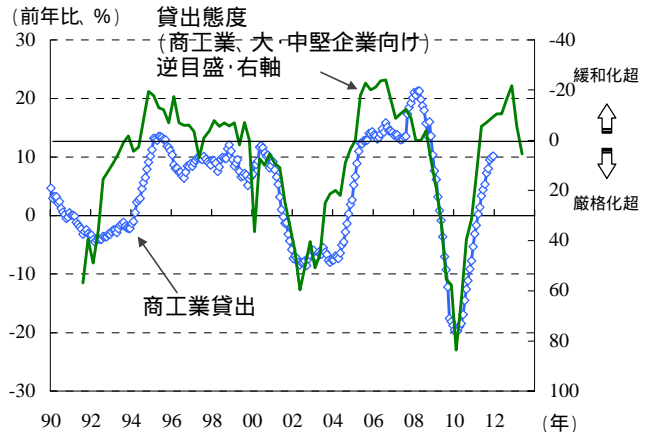
また、足元の企業活動全般の下支え要因として、これまでの銀行貸出態度緩和の影響により、商工業向け貸出が増加基調にあることも挙げられよう(第 9 図)。直近の米連邦制度準備理事会(FRB)による銀行貸出態度調査では、欧州債務問題を受け大企業向けの貸出基準が 2 年ぶりに厳格化超に転じたが、貸出の伸び率を大きく抑制する水準ではなく、影響が出るまでには時間がかかる。

第 8 図：設備投資の長期トレンド



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 9 図：商工業向け貸出の推移



(注) 貸出態度を5四半期先行
(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 住宅市場

住宅市場では一部
に持ち直しの兆し

住宅市場では、一部で持ち直しの兆しが出てきたが、依然として調整には時間が必要である。これまでの住宅市場低迷による経済全体への下押しは、住宅投資・関連支出の抑制、住宅価格低迷による逆資産効果、の2つに大別でき、いずれも過剰在庫による需給バランスの悪化が背景にある。

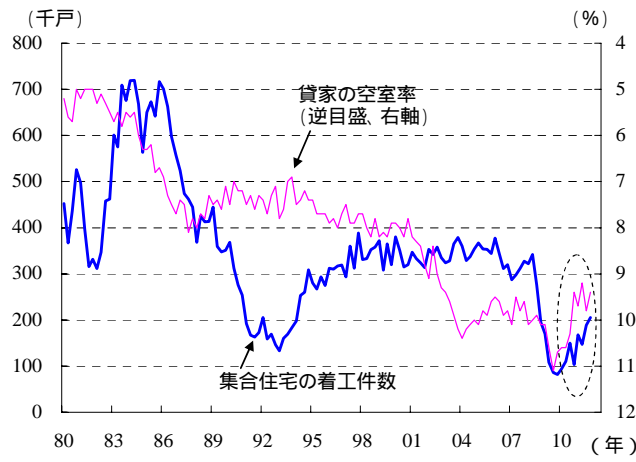
住宅投資はプラス
寄与に

時間の経過とともに、既存在庫によるニーズ対応が難しくなってきたことで、による下押しは軽減されつつある。集合住宅の着工が賃貸需要の強まりなどから緩やかに増加するなか(第10図)、第4四半期GDPにおける住宅投資は、前期比年率+10.9%と3四半期連続でのプラス寄与となった。

需給バランスの正
常化までには依然
として時間が必要

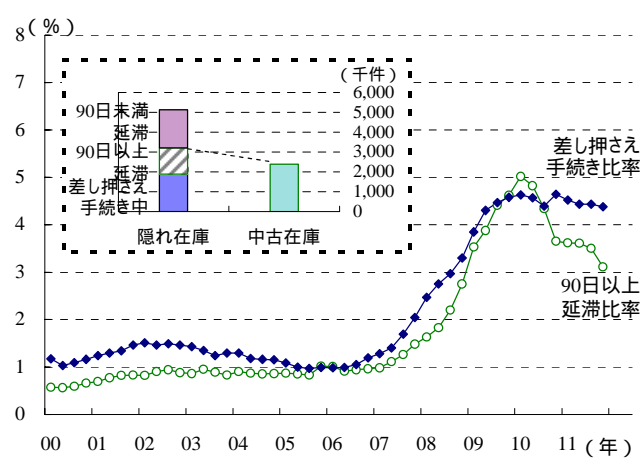
一方、の解消には需給バランスの正常化が必要になる。中古住宅の在庫率がここ数ヶ月で急速に低下し、足元の在庫率は既に先行きの住宅価格上昇を示唆する状態となっているが、少なくとも目先は在庫率が悪化する可能性が高い。米国では一昨年秋の不正差し押さえ(所謂ロボサイナー問題)を受け、差し押さえがある程度手控えられてきたが、今月の州政府と大手5金融機関による和解成立を受け、今後は差し押さえ手続きの正常化が見込まれる。住宅ローンの長期延滞率は低下傾向にあるが、差し押さえ手続き中の物件を含めた「隠れ住宅在庫」は依然として少なくない(第11図)。和解に盛り込まれた住宅市場支援策は多少のプラス要因に止まり、差し押さえ正常化を受け中古住宅在庫は一定の増加を余儀なくされよう。住宅価格が上昇し景気を牽引するようになるまでには、もうしばらく時間が必要である。

第10図：集合住宅の着工件数と貸家の空室率



(資料)米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：住宅ローン延滞・差し押さえ比率と件数



(資料)MBA, NAR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

物価は安定した動きに

物価は、12月のPCE(個人消費支出)価格指数をみると、総合指数はエネルギー価格の寄与低下から伸び率が鈍化している一方、コア指数は前年比+1.9%と伸び率が高まっている。なお、PCE総合指数はFRBのインフレ目標に正式に採用された。今後のコア指数は、失業率の緩やかな改善、資源価格高止まりによる高めのインフレ期待継続、既往の住宅価格下落、などを受け1.5~2.0%程度での落ち着いた推移が見込まれる(第12図)。

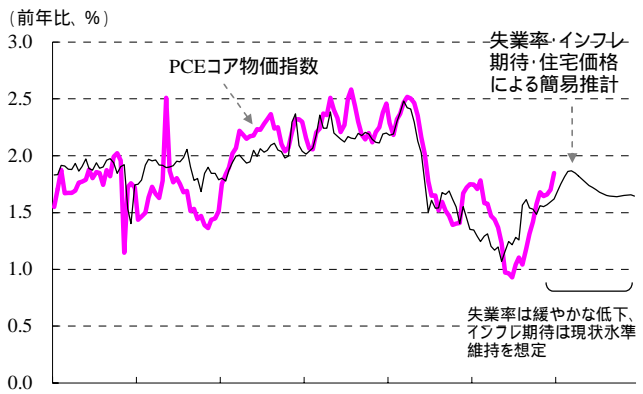
FRBは低金利維持の見通しを延長

金融政策では、FRBは1月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、参加者による政策金利見通しの公表を開始するとともに、「2013年央まで」としていた“異例な低金利”維持の見通しを「2014年終盤まで」と大幅に延長した。しかし、バーナンキFRB議長は会見で、“異例な低金利”の定義は、(これまで広く認識されていた)現行政策金利の0-0.25%ではなく1%未満であるとし、それゆえ参加者による見通しとも整合的であると述べている(2014年末で0.25%の予想は6名のみ。第13図上段)。本当に延長したと言えるのか定かではない。

ただし前倒しとなる可能性も

「2014年終盤まで」とは、あくまでFRBの現時点での“見通し”である。このようなコミュニケーション政策は、見通しを長期化することで追加緩和効果を誘発し、その結果として早期の正常化を狙うものと理解される。無条件のコミットではなく、経済環境・見通しが変化すればFRBも見通しを機動的に修正してこよう。なお、FRBの経済見通しを民間コンセンサスと比較すると、依然として成長率は高め、また失業率低下幅はやや大きめである(第13図下段)。政策金利の引き上げはしばらく想定されないものの、FRBの現行見通しより前倒しとなる可能性も十分にある。

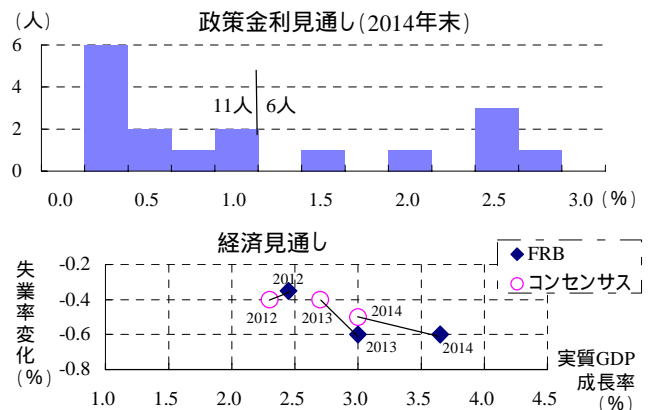
第12図：PCEコア物価指数の推移



(注) 推計は00年~11年。推計式は、 $0.2 \times (\text{住宅価格前年比2年先行}) + 0.8 \times (\text{失業率前年差}) + 0.23 \times (\text{シカゴ大インフレ期待1年}) + 1.01$

(資料) 米商務省、労働省、シカゴ大学、S&Pより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：FRBの見通し



(注) FRBの見通しは、GDPが4Qの前年比、失業率が4Q平均の変化。コンセンサスは、フィラデルフィア連銀による直近2月の四半期エコノミスト調査を使用しており、GDPは暦年の前年比、失業率は年平均の変化。

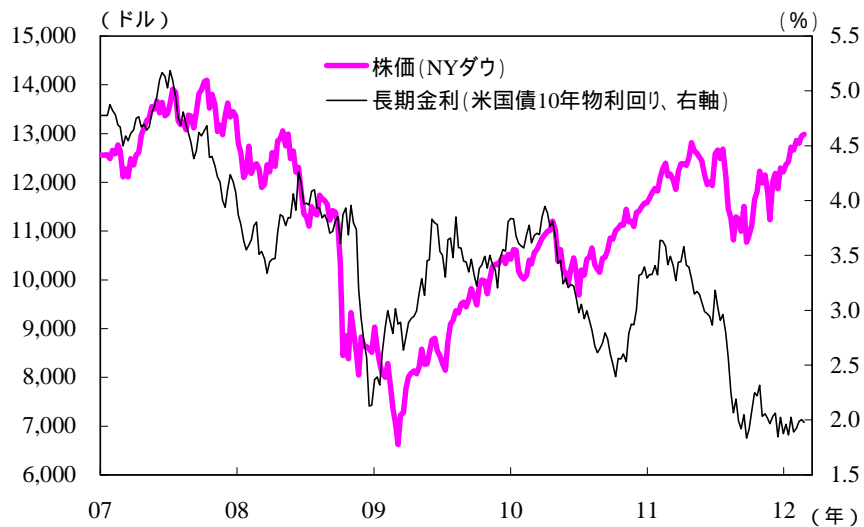
(資料) FRB、フィラデルフィア連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 長期金利

長期金利は緩やかに上昇へ

長期金利は、米国経済指標の持ち直しにも拘わらず、欧州債務問題に伴う質への逃避や、FRBによる低金利の時間軸政策もあり、上昇には至らず2%近傍で揉み合っている(第14図)。欧州債務問題が一段と落ち着けば、質への逃避により低下していた部分は巻き戻され、足元の低水準からは緩やかに上昇する展開となろう。

第14図：長期金利、株価の推移



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(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				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	実績	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	4.4	3.2	3.3	3.6	4.0	4.2	4.4	4.2	3.9	3.7
実質GDP	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.8	2.8	1.7	2.0	2.3	2.5	2.6	3.0	1.7	2.1
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.7	1.7	2.0	2.0	1.7	1.8	2.1	2.1	2.0	2.2	1.8
設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	10.3	15.7	1.7	2.0	3.0	4.0	4.0	5.5	4.4	8.6	4.6
住宅投資	▲15.3	22.8	▲27.7	2.5	▲2.5	4.2	1.2	10.9	10.0	15.0	15.0	15.0	15.0	▲4.3	▲1.4	10.6
在庫投資(2005年連鎖価格)	399	646	923	383	491	391	▲20	560	610	710	860	960	1,060	588	356	785
(同、前期比年率寄与度)	(3.1)	(0.8)	(0.9)	(▲1.8)	(0.3)	(▲0.3)	(▲1.4)	(1.9)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(1.4)	(▲0.2)	(0.3)
純輸出 (2005年連鎖価格)	▲3,768	▲4,374	▲4,587	▲4,142	▲4,244	▲4,164	▲4,028	▲4,058	▲4,089	▲4,087	▲4,117	▲4,103	▲4,043	▲4,218	▲4,124	▲4,099
(同、前期比年率寄与度)	(▲1.0)	(▲1.9)	(▲0.7)	(1.4)	(▲0.3)	(0.2)	(0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)	0	▲0	0	0	(▲0.5)	(0.1)	(0.0)
政府支出	▲1.2	3.7	1.0	▲2.8	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲4.6	▲1.0	▲1.0	▲1.0	▲1.0	▲2.0	0.7	▲2.1	▲1.6
最終需要(国内民間)	2.5	5.2	2.6	4.2	1.9	1.9	3.4	2.2	2.2	2.3	2.5	2.7	2.9	2.1	2.8	2.4
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.8	0.7	6.3	3.1	0.5	1.3	1.9	2.4	2.8	5.3	4.1	2.2
失業率	9.8	9.6	9.5	9.6	9.0	9.0	9.1	8.7	8.5	8.3	8.2	8.1	8.0	9.6	9.0	8.3
生産者物価 (前年比)	4.8	4.4	3.8	3.8	4.9	6.9	6.8	5.4	3.1	1.8	2.1	2.5	2.7	4.2	6.0	2.4
消費者物価 (前年比)	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	3.4	3.8	3.3	2.4	1.8	1.6	1.8	1.9	1.6	3.2	1.9
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,528	▲1,660	▲1,678	▲1,592	▲1,822	▲1,906	▲1,818	▲1,855	▲1,860	▲1,885	▲1,910	▲1,935	▲1,940	▲6,459	▲7,400	▲7,590
経常収支	▲1,183	▲1,203	▲1,201	▲1,122	▲1,196	▲1,247	▲1,103	▲1,140	▲1,145	▲1,170	▲1,195	▲1,220	▲1,225	▲4,709	▲4,686	▲4,731
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	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	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	2.0	2.0	2.2	2.3	2.4	2.5	3.2	2.8	2.2

(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。

．西欧

～ 欧州経済は低迷、ユーロ圏はマイナス成長に転落、英国も低成長～

1. 総論

(1) 景気の現状

欧州経済は昨年後半に失速

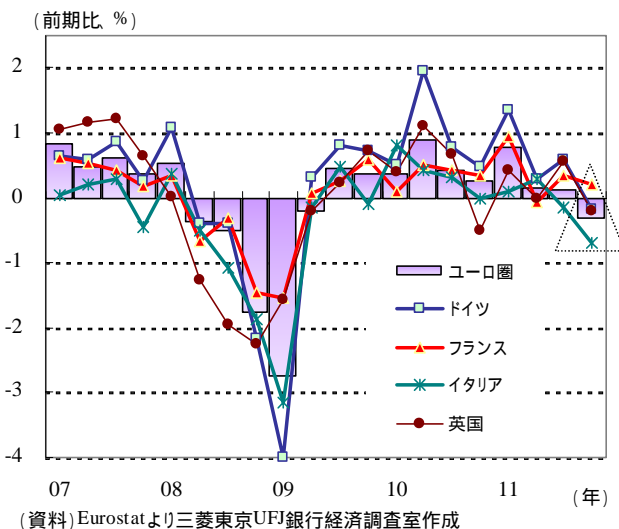
昨年第4四半期に軒並みマイナス成長

ECBは長期資金供給オペで危機対応

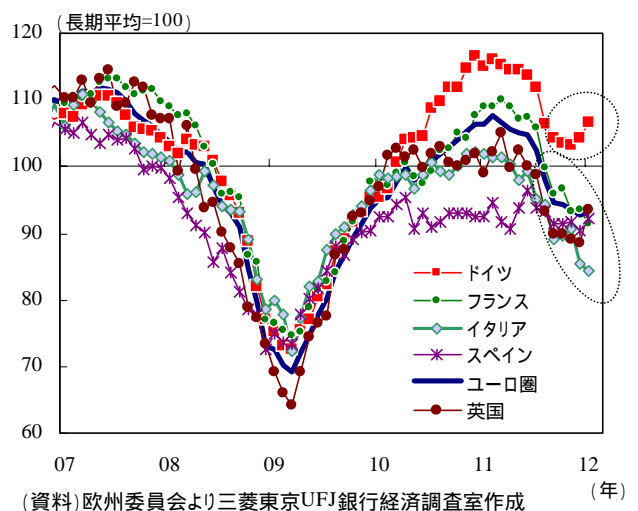
欧州経済は昨年後半に失速した。ユーロ圏の債務問題の拡大に伴い、企業や消費者のマインドが悪化し、設備投資や個人消費が落ち込んだことが主因である。昨年第4四半期には、ユーロ参加国の多くや英国が軒並みマイナス成長に陥った（第1図）。ただし、足元の企業景況感をみると、各国で悪化が続くなかドイツは上向きつつあり（第2図）、堅調なドイツとドイツ以外の諸国という新しい欧州の域内格差が現れ始めている。

債務問題に対応するため、欧州中央銀行（ECB）は昨年12月に3年物の無制限資金供給オペを実施。欧州銀行の資金繰り懸念が緩和され、7%超の危機的水準にあったイタリアの国債10年物利回りは5%台まで低下した。ECBはさらに、フランスやイタリアなど7カ国に対して、オペ時に受け入れる担保の基準を緩和しており、2月末に実施される2回目の同オペにも旺盛な需要が見込まれている。

第1図：欧州の実質GDP成長率



第2図：欧州企業の景況感



(2) 今後の見通し

フランス・イタリアなどの追加財政緊縮がさらに景気を下押し

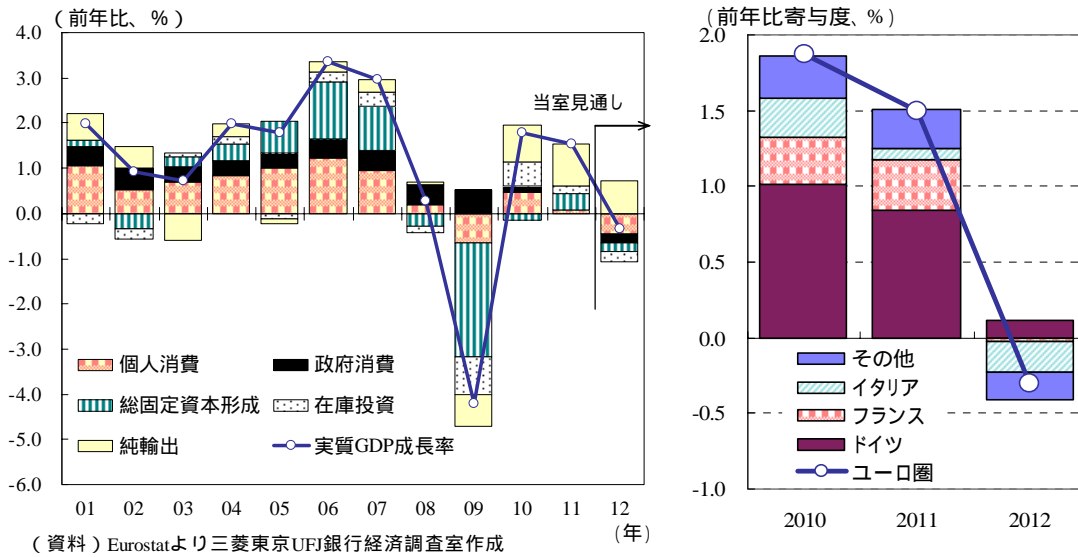
ユーロ圏はマイナス成長に

ECB は追加利下げを当面見送る公算

欧州経済は、今後も総じて低迷を続けよう。フランス・イタリア・スペインなどにおいて追加で導入される財政緊縮策が、消費や投資などを中心に、景気をさらに下押しすると見込まれる。ユーロ圏向けの輸出が大きい英国の景気も伸び悩もう。唯一ドイツでは、内需の堅調が続き、ユーロ安が輸出に追い風となるが、その牽引力も欧州全体を引き上げるまでの強さはない。2012年の欧州は、ユーロ圏の実質GDP成長率が2011年の1.5%から小幅マイナスの▲0.3%に転落し(第3図)、英国も前年比ほぼ横ばい(0.2%)にとどまる見通しである。

政策金利については、ECBは潤沢な流動性供給や依然緩和的な実質政策金利を背景に、既往最低の1.00%からの追加利下げは当面見送る公算が大きい。一方で英国中銀(BOE)は、国債購入枠の拡大などの量的緩和で対応しており、政策金利は現在の0.50%が下限と示唆している。

第3図: ユーロ圏の実質GDP成長率と国別の見通し



2. ユーロ圏

(1) 見通し

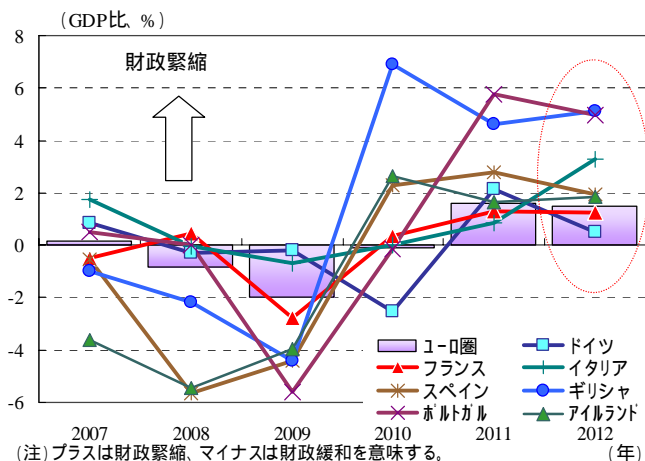
各国の財政緊縮と落ち込む内需

ユーロ圏の財政緊縮は GDP 比 1.5%

消費者信頼感や失業率が悪化

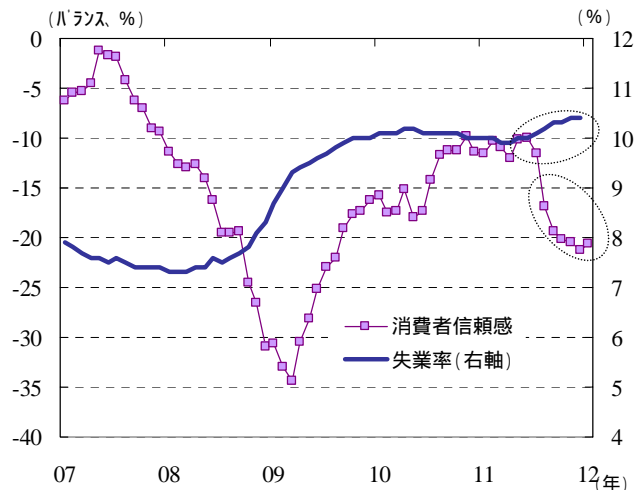
昨年を振り返ると、ギリシャとスペインが財政赤字目標を達成できず、追加の緊縮策導入を発表した。一方でフランスやイタリアは目標達成の見込みながらも、追加策の導入を決定済みである。各国財政緊縮策の今年分を総計すると、ユーロ圏全体で GDP 比 1.5%と昨年（同 1.6%）並みに上る（第 4 図）。こうした状況を受けて、消費者の信頼感は急激に悪化している。失業率もユーロ圏全体で足元 10.4%と、昨年の第 2 四半期以降、緩やかな上昇傾向を続けている（第 5 図）。

第 4 図：ユーロ圏各国の財政緊縮（GDP 比）



(注) プラスは財政緊縮、マイナスは財政緩和を意味する。
景気循環調整後のプライマリーバランス(基礎的財政収支、2011年10月24日算出)の前年差を財政緊縮/緩和額とみなす。
11~1月発表のフランス、イタリア、スペイン、ギリシャ、ポルトガルの追加財政緊縮も別途算入。
(資料) 欧州委員会、IMF、各国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 5 図：ユーロ圏失業率と消費者信頼感



(資料) Eurostat、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

引き締められる銀行貸出

欧州銀行の貸出姿勢は厳格化

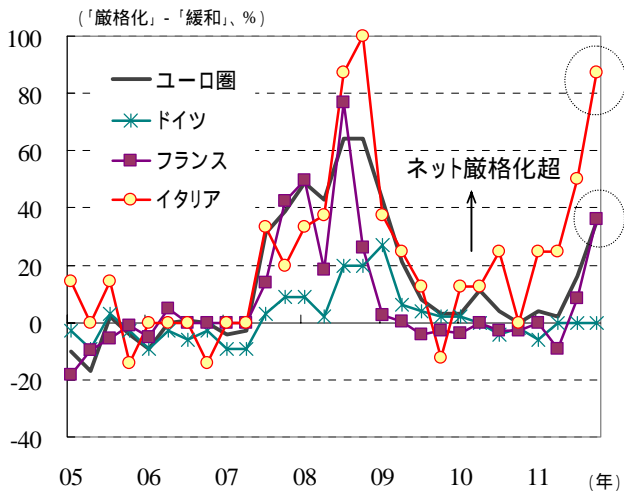
民間向け銀行貸出は伸びが鈍化

欧州銀行の資産圧縮の影響がこれから現れるおそれもある

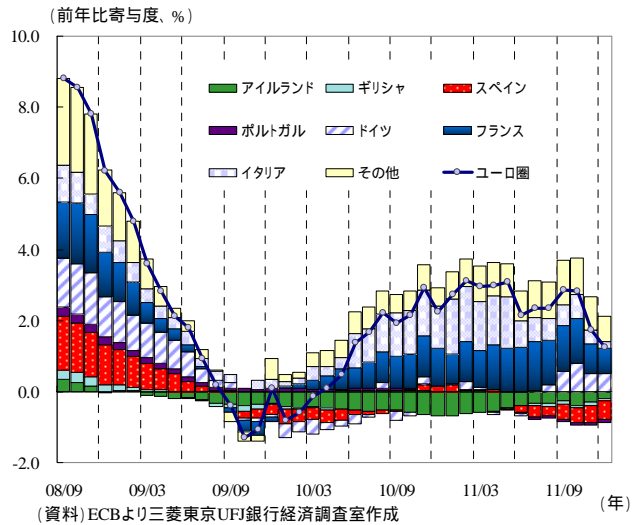
ECBの銀行貸出態度調査によると、ユーロ圏の銀行は昨年第4四半期に貸出姿勢を一段と厳格化した（第 6 図）。国別には特にイタリアの厳格化姿勢が目立っている。同調査から背景を探ると、債務問題の深刻化に伴う景気見通しの悪化に加え、「資金調達へのアクセス」や「流動性ポジション」などが顕著に悪化している。ECB 総裁が指摘しているように、調査期間の関係上、昨年 12 月実施の ECB3 年物オペの効果は調査に完全には反映されていない可能性もあるが、懸念の残る結果となった。

ハードデータをもみても、ユーロ圏の民間向け銀行貸出は 12 月も伸びが鈍化している。フランスやイタリアで減速が続いているほか、スペインやポルトガルなどはマイナスに陥っている（第 7 図）。自己資本不足解消(コア Tier1 比率の引き上げ)に伴う欧州銀行の資産圧縮の影響が、これから本格的に現れるおそれも残っている。

第6図：欧州銀行の貸出姿勢（実績）



第7図：ユーロ圏民間向け銀行貸出



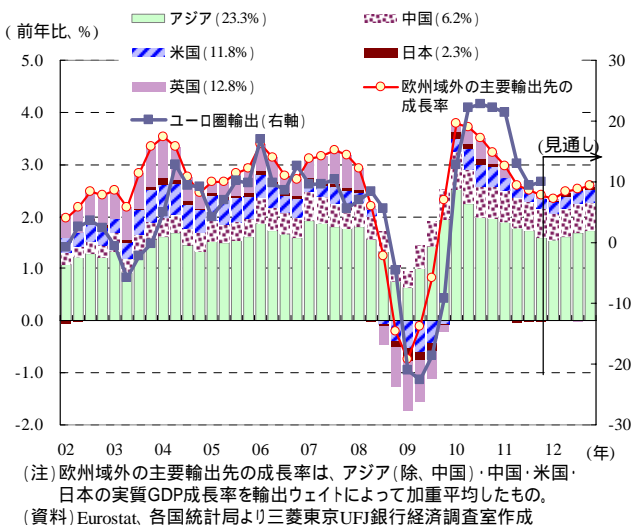
景気下支えとなるユーロ安

ユーロ安による輸出への追い風が数少ない下支え材料

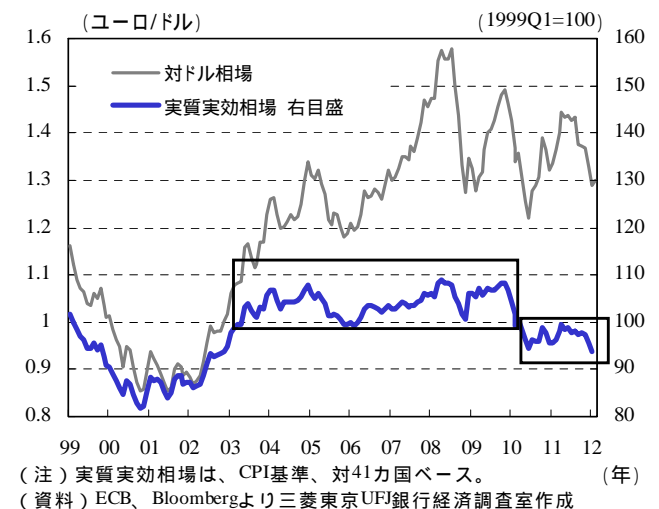
弱い内需に期待ができないなか、2012年のユーロ圏景気にとって、ユーロ安が唯一の下支え材料となる見通しである。足元の輸出は米国やアジア向けを中心に、急激な減速からは幾分落ち着きをみせ始めている。一方で、輸入は低迷する内需を反映して足元でも伸びが一段と鈍化している。今後も財政緊縮の影響で内需は引き続き弱含むと想定されるため、純輸出はプラスの寄与を確保できる見通しである。

海外需要をみると、2012年の後半には緩やかに持ち直すとみられる（第8図）。これに伴いユーロ圏の輸出も底打ちへ向かおう。さらに、債務問題の深刻化に伴い進行するユーロ安（第9図）は、ユーロ圏の輸出にとって追い風となる。

第8図：ユーロ圏輸出と外需見通し



第9図：ユーロの実質実効相場

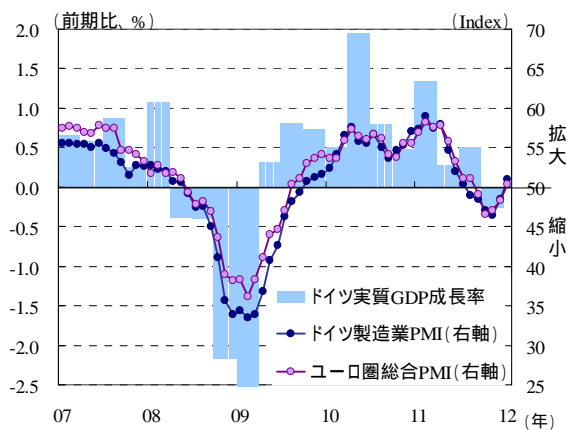


(2) ドイツ対ドイツ以外の新しい欧州域内格差 マインドに回復の兆しが見え始めたドイツ

ドイツでは昨年の第4四半期こそマイナス成長となったものの、1月の雇用が安定し追加緊縮の必要がないドイツは景況感が安定

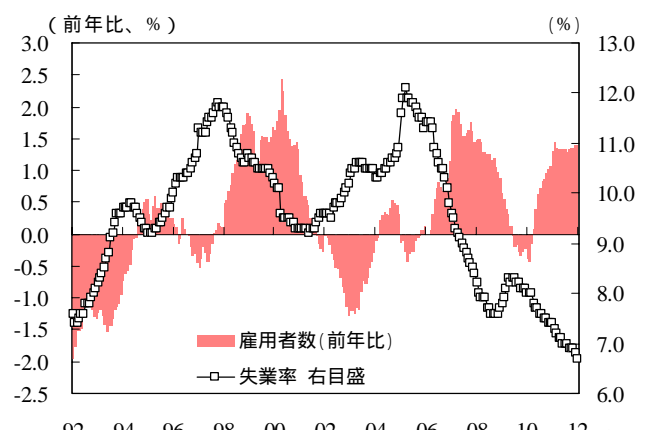
ドイツでは昨年の第4四半期こそマイナス成長となったものの、1月の購買担当者指数（PMI）が景気拡大の境目である50を再び上回るなど、欧州債務問題の影響が懸念されていたほど表面化していない（第10図）。その背景には、雇用情勢が非常に安定していることと、他国のように追加の財政緊縮策を導入する必要がないことが挙げられる。ドイツの失業率は東西統一以来の最低水準まで改善が続いている（第11図）。昨年の夏場に高まった失業懸念も、足元では後退している。

第10図：ドイツのGDPとPMI



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

第11図：ドイツの雇用環境

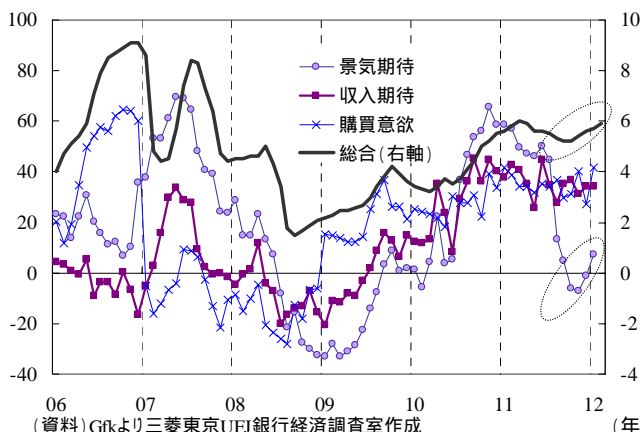


(資料) ドイツ連邦銀行より三菱東京UFJ銀行調査室作成

当面の雇用環境は底堅く推移する見通し

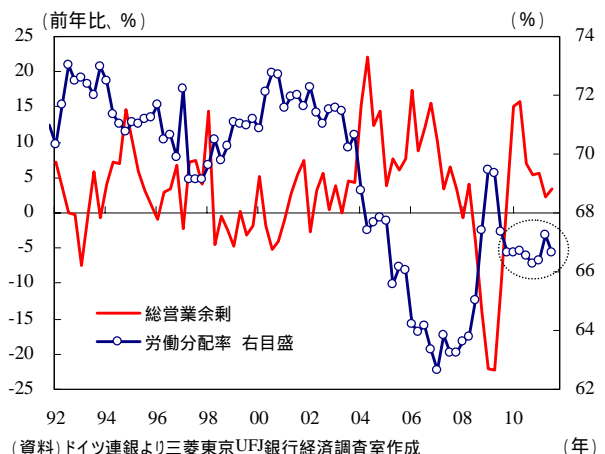
こうした良好な雇用環境が消費者信頼感の改善につながっている。収入期待や購入意欲にとどまらず、景気全般に対するマインドも上向きなことが、他国ではみられない特徴である（第12図）。加えて、労働分配率は足元では総じて安定した推移を示しており、企業の雇用負担の増大に伴いリスラ圧力が高まるような状況にはない（第13図）。当面の雇用環境は底堅く推移すると想定され、これがドイツ経済を支えよう。

第12図：ドイツのGfK消費者信頼感



(資料) GfKより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13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

追加緊縮策と大統領選挙を控え、不透明感が強いフランス

フランスの企業・消費者マインドは悪化傾向

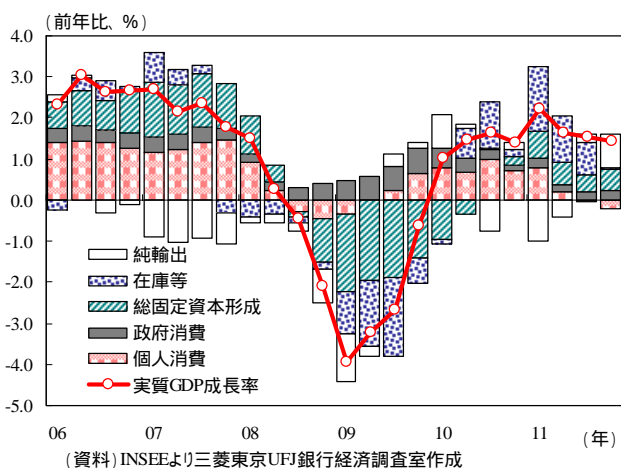
個人消費が弱い

大統領選挙も不安材料

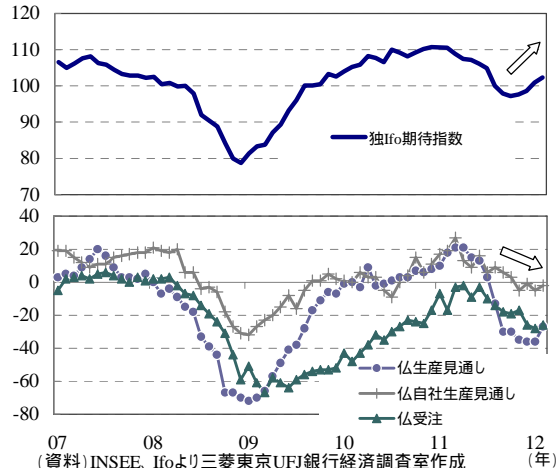
フランスの状況はドイツとは異なる。追加の財政緊縮と大統領選挙を控え、不透明感が強く、今年はプラス成長を確保することは難しい。企業の景況感をみると、ドイツでは上向き始めているのに対し、フランスの生産期待指数は総じて低下基調が続いている(第15図)。家計部門をみても、消費者信頼感は悪化している。失業率も足元で上昇傾向にあるなど、雇用環境には改善の兆しが現れていない(第16図)。フランスの成長は個人消費が支えてきた面が強いが、その個人消費は昨年第4四半期に前年比マイナスに転じた。今年も財政緊縮と先行き不透明感に押され、牽引役とならない可能性が高い。

4-5月に控える大統領選挙は、世論調査の結果をみると今のところ現職のサルコジ大統領が劣勢(第17図)。選挙までの2ヵ月間は国民に不人気の公約は掲げにくい上、野党が勝利した場合は発表済みの財政緊縮策などが仕切り直しとなる可能性もある。新政権が落ち着くまでは、経済改革と債務危機対策の双方が停滞することが懸念される。

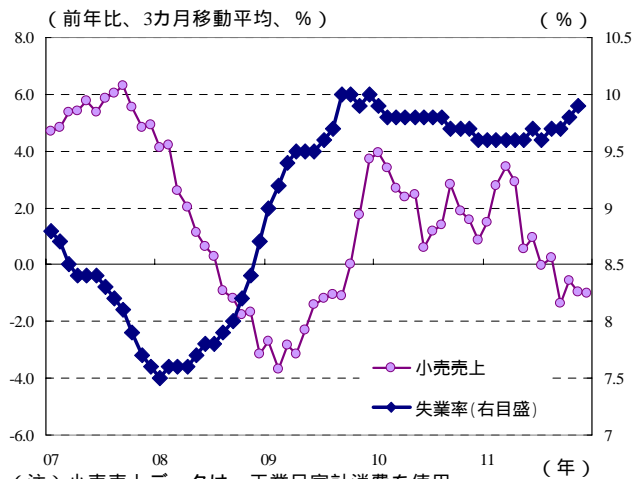
第14図：フランスの實質 GDP 成長率



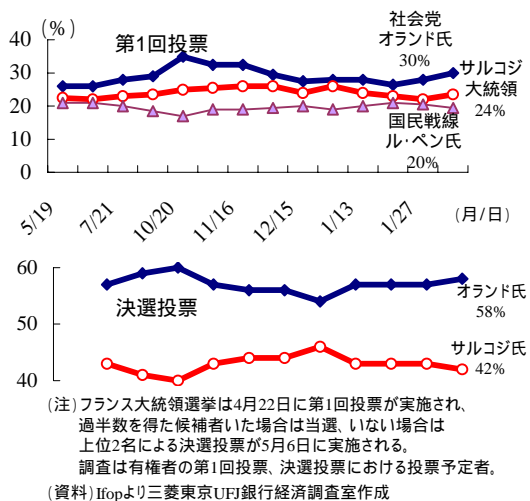
第15図：フランスとドイツ企業の景況感



第16図：フランスの小売売上と失業率



第17図：フランス大統領選挙の世論調査



イタリアの内需は低迷、ただし財政緊縮努力もあり政府債務は改善方向へ

イタリアは景気後退

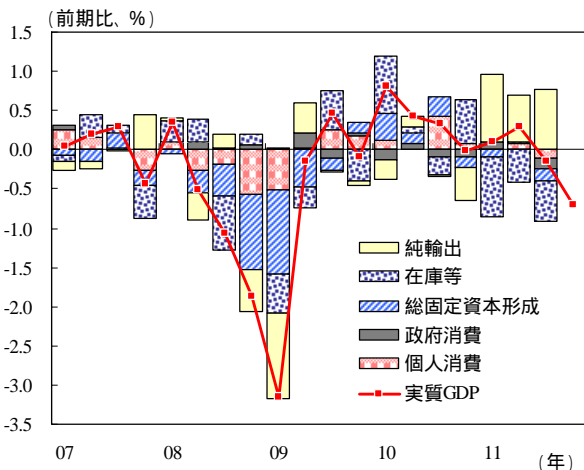
内需の低迷から2012年は▲1%超のマイナスに

景気下振れリスクが残るも、財政緊縮により政府債務は当面改善方向へ

イタリアでは昨年第3四半期以降、景気後退が続いている。ドイツ向け輸出が底堅く推移し、純輸出は成長に寄与しているが、個人消費や政府支出、設備投資はいずれも減少した(第18図)。雇用情勢の悪化や増税の影響から可処分所得が減少基調にあるほか(第19図)、企業の投資意欲も著しく後退している。昨年未発表のGDP比1.2%相当の財政削減策も加わり、内需は今後も低迷すると見込まれ、今年は▲1%を超えるマイナス成長が予想される。さらに、国民に痛みを強いる構造改革が目先、景気下振れリスクとなる可能性もある。

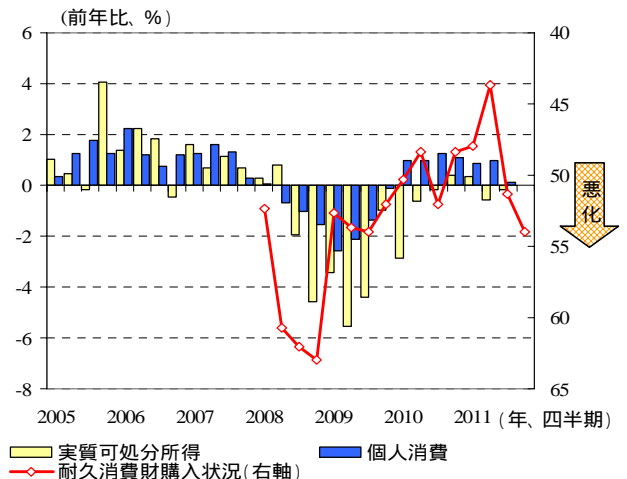
ただし、財政緊縮により政府債務は当面改善方向に進む見込みだ。イタリア中銀の試算に基づくと、成長率1%前後、長期金利5-6%の場合、政府債務はGDP比110%近くに縮小する。仮に成長率が今年▲1.5%、以降0%となり、さらに長期金利が中銀試算対比2.5%程度上昇しても、政府債務は横ばいを維持できる見込みである(第21図)。

第18図：イタリアの実質GDP成長率



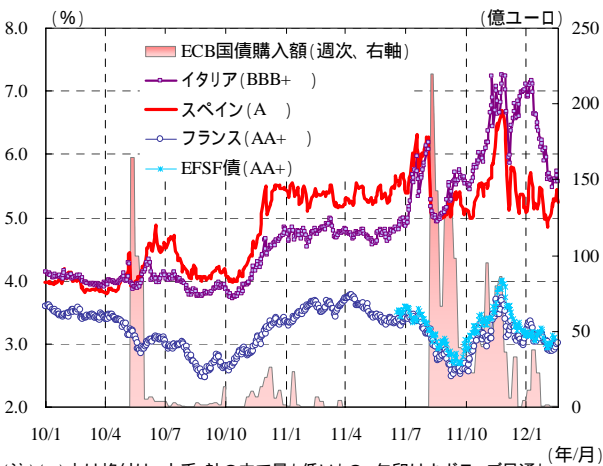
(資料)Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第19図：実質可処分所得と実質個人消費



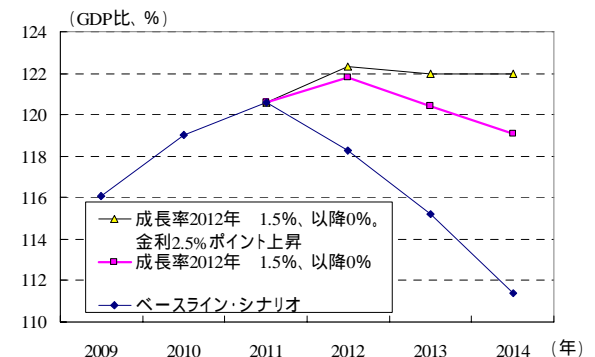
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第20図：資金調達環境



(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。
(資料)ECB、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図：イタリアの政府債務残高の見通し



(注)イタリア中銀の試算(2011年11月)に、12月成立の追加財政緊縮(2012年200億ユーロ)を加味、ベースライン・シナリオの金利と成長率の想定は以下。

	2012年	13年	2014年
長期金利(10年)	5.3%	5.7%	6.0%
実質GDP成長率	0.6%	0.9%	1.2%

(資料)イタリア財務省・中銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

足元は内需低迷も、成長の土台作りに取り組むスペイン

スペインも 2 年ぶりのマイナス成長

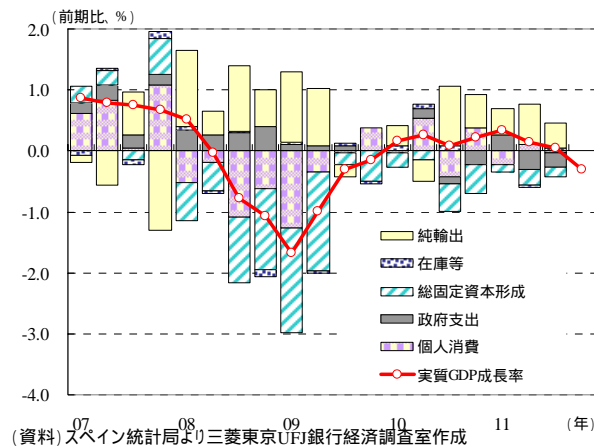
消費や投資の落ち込みを中心に景気低迷が続く

ただし、労働コストの低下にユーロ安が加わり競争力は若干改善

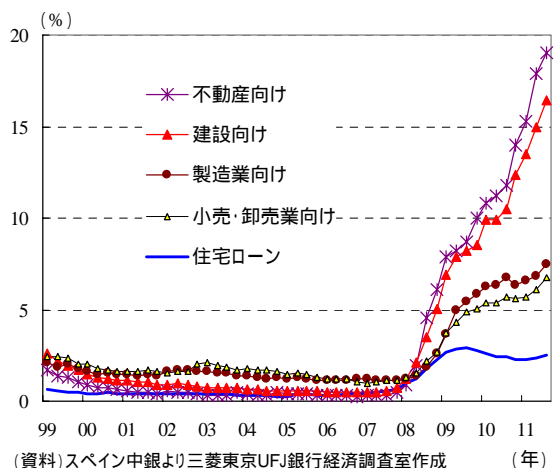
スペインでも昨年第 4 四半期の実質 GDP 成長率が前期比 ▲0.3% と 2 年ぶりのマイナス成長となった(第 22 図)。厳しい雇用情勢、貸出の厳格化に伴う投資縮小、財政緊縮策の実施から内需の勢いが弱まった。スペインでは不動産バブルの崩壊後に不動産・建設部門の縮小が続く、銀行が抱える不良債権比率は上昇傾向にある(第 23 図)。今後は、追加的な財政緊縮もあり、消費や投資の落ち込みを中心に景気低迷が続くと予想される。

ただし、スペインでは単位当たり労働コストが過去 2 年間低下基調にあり、ユーロ安も加わって、競争力は若干改善している(第 24 図)。また、政府債務残高は依然として他の周縁国や独仏より低く、債務の持続可能性に関する懸念は相対的に小さい(第 25 図)。財政赤字は大きめだが、他のユーロ圏諸国に比して低めの付加価値税(VAT)率(18%)には引き上げ余地もある。さらに、今年 2 月、政府は不動産関連の引当強化を全銀行に義務付けると共に、長年の懸案だった労働市場改革も発表した。スペインでは成長の土台が整いつつあるといえよう。

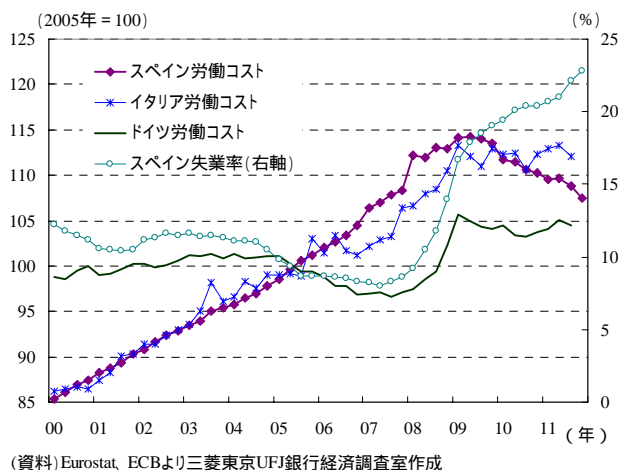
第 22 図：スペインの実質 GDP 成長率



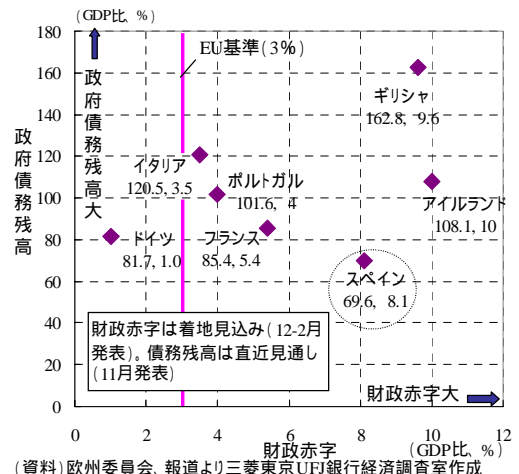
第 23 図：スペイン商業銀行の不良債権比率



第 24 図：スペインの失業率と単位当たり労働コスト



第 25 図：財政赤字と政府債務残高



景気回復の兆しがみえないギリシャ

ギリシャにおいては、3月20日の国債大量償還を前に、第2次金融支援を巡るEU側との交渉が2月21日に決着した。民間保有国債の減免については、民間債権者の参加募集が近日中に開始される見込みである。

ギリシャは3年連続のマイナス成長

ギリシャの実体経済をみると、2009年以降3年連続のマイナス成長に陥っている。昨年第4四半期は前年比▲7%と、前期(同▲5%)からマイナス幅が拡大した(第26図)。財政緊縮やそれに反対する国内のデモやストライキを受けて、個人消費や設備投資など内需の低迷が著しい。純輸出のみ足元でプラスに寄与しているが、内需の低迷を受けて輸入が激減しているためであり、ギリシャの輸出に牽引力は無い。EU/IMF/ECB調査団は、昨年12月に公表した四半期報告では来年からプラス成長に回復するシナリオを想定していたが、その実現はかなり困難である。

2013年のプラス成長回復も困難に

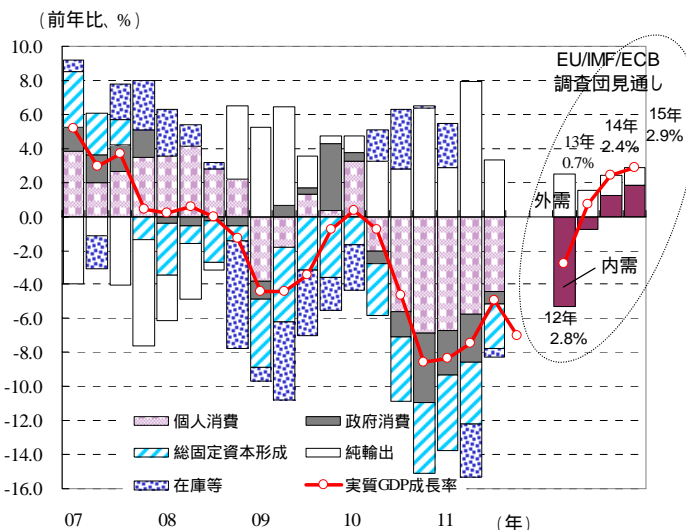
雇用環境、生産、マインドのいずれも改善の兆しなし

実際、月次の統計等を確認すると、まずギリシャの失業率は11月に20%を超え、ユーロ圏平均の10.4%を大幅に上回っている(第27図)。また特に若年層の失業率は約50%とスペインと並ぶ水準にある。現状、ギリシャ国内で職に就くことは非常に困難な状況にある。ギリシャの労働者はドイツなどに流出している模様であり、実際、2011年にドイツに移民した海外労働者の8割以上がギリシャ出身と公表されている。

一段の財政赤字削減は難易度が増す

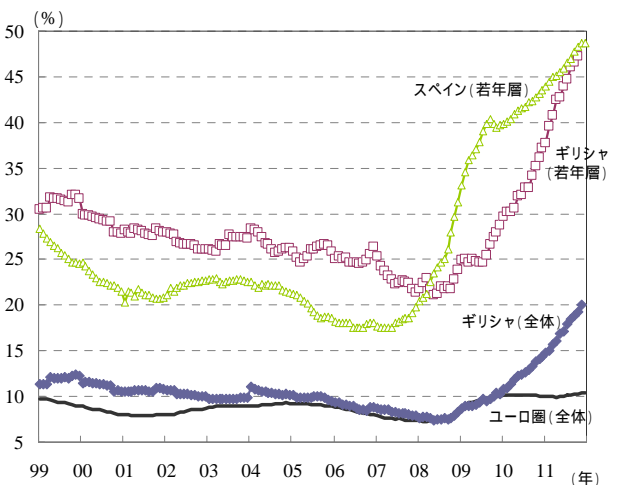
こうしたなか、ギリシャの鉱工業生産は2008年以降前年比マイナスが続くほか、マインドは企業・消費者ともに悪化がとまらず、景気回復の兆しは全く窺えない(第28、29図)。深刻な景気後退により歳入が伸び悩むなか、すでに大幅な歳出削減を行っており、今後の一段の財政赤字削減は難易度が増している。

第26図：ギリシャの実質GDP成長率と見通し



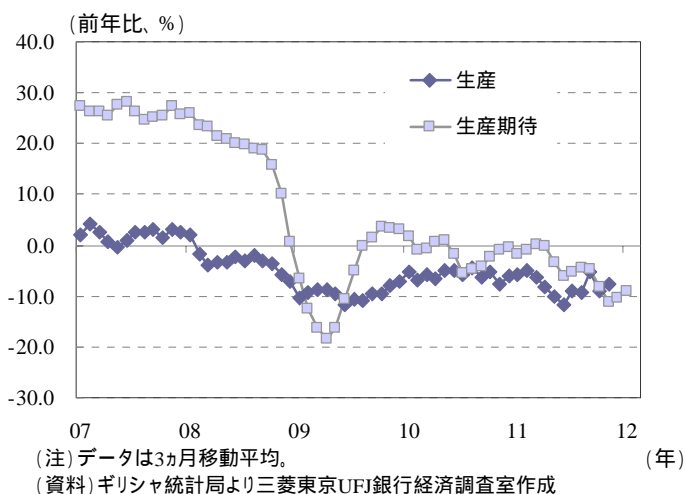
(資料)ギリシャ統計局、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：ギリシャの失業率

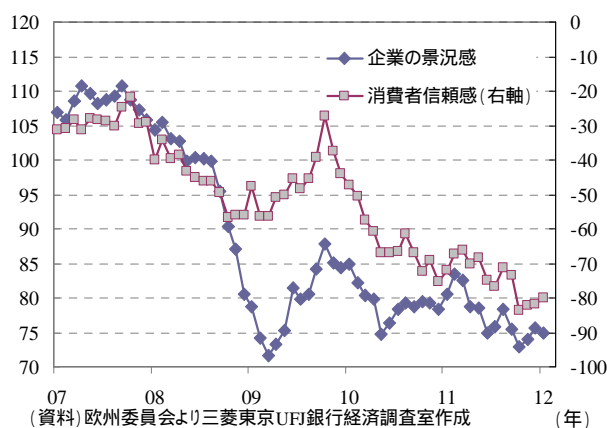


(資料)ギリシャ・スペイン統計局、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 28 図：ギリシャの鉱工業生産と生産期待



第 29 図：ギリシャの景況感



(3) 債務問題の展望

ギリシャは第 2 次支援の合意後、5 月と 8 月の国債償還が次の焦点

ギリシャは EU/IMF の第 2 次支援の合意に伴い、3 月 20 日の国債償還資金を確保できる見込みとなった。ただし、5 月と 8 月の償還時には第 2 次支援の第 2 弾・3 弾融資が必要となり、ギリシャの財政赤字削減が着実に進捗する展望が描けない状況下、その受け取りが次の焦点となろう。一方、ギリシャ支援と並ぶ喫緊の課題である欧州金融安定ファシリティー (EFSF) や欧州安定メカニズム (ESM) を中心としたセーフティーネット(周縁国向け金融支援枠)の拡充は、道半ばにある。現状は期待される金額 9,000 億ユーロに対して大きく不足しているほか、EU 域外国の IMF 融資(欧州周縁国への転貸目的)は、規模が依然不透明である。

さらに、長期的には問題の抜本解決のために、周縁国の経済力底上げが大きな課題である。そのためには、構造改革の断行と財政支援が不可欠であり、財政規律の強化を前提にしてユーロ圏共同債の発行、財政統合などの仕組み作りが必要になる。

ポルトガルの第 2 次支援申請はほぼ不可避

EU/IMF から金融支援を受けている他の国をみると、ポルトガルについては、昨年の財政赤字が一時的要因(民間銀行の年金基金の国への移管)を除くと GDP 比 7.5%以上と、目標(同 5.9%)を超過した。今年は大規模の財政緊縮(同約 5%)に踏み切るも、景気後退が深刻化するなか、赤字目標(同 4.5%)の達成は不透明である。

現行プログラムは来年の中長期国債の発行再開を予定しているが、長期金利が高止まりするなかで実現は難しく、EU/IMF への第 2 次支援申請はほぼ不可避な情勢である。支援の規模は 14 年末までの 2 年間の国債償還額に相当する 240 億ユーロ程度と想定され、この程度の金額であれば、既存の EFSF や IMF の資金枠で吸収可能とみられる。また、EU/IMF はポルトガルの構造改革

姿勢を評価していることから、申請した場合は比較的スムーズに受理されるものと予想される。なお、ポルトガルの政府債務は GDP 比 100% 強にとどまっており、同 160% 超のギリシャを大きく下回る。

アイルランド景気は
輸出主導で堅調

一方、アイルランドについては、昨年の財政赤字は GDP 比約 10% と目標内(同 10.6%) に収まった見込みである。景気は輸出主導で堅調に推移しており、EU/IMF はアイルランドの財政緊縮と構造改革(金融セクターの再編、賃金決定方式の柔軟化、等)の姿勢を高く評価している。国債利回りは順調に低下

国債利回りは順調
に低下

(4) 金融政策

ECB は政策金利の
据え置きを決定

ECB は 2 月 9 日の定例理事会において、政策金利を過去最低の 1.00% に据え置くことを決定した。据え置きは 2 カ月連続である。ドラギ総裁は記者会見で「利下げは議論していない」と述べると共に、経済の下振れリスクは依然として残るものの「直近の経済データには低水準ながら安定化の兆候がある」として、景気悪化を警戒するトーンを和らげた。

景気悪化の警戒ト
ーンは和らぐ

市場においては、早ければ 3 月に追加利下げを実施するとみる向きもある。確かにコア Tier1 比率の引き上げに向けた欧州銀行の資産圧縮など、さらなる景気下振れリスクが懸念されるなか、利下げはユーロ安を通じて景気の下支え役である輸出にプラスといえる。

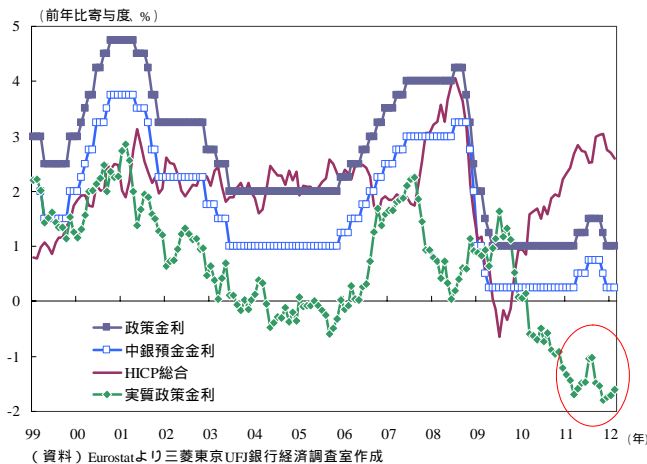
潤沢な流動性供給
や緩和的な実質政
策金利を背景に、政
策金利は当面据え
置き

しかし、当面 ECB は政策金利(リファイナンス金利)を据え置く公算が大きい。まず、ECB は債務危機に対応して、昨年 12 月に 3 年物の無制限資金供給オペを実施するなど、すでに潤沢な流動性供給を実施しており、その結果イタリアやスペインの国債利回りも低位で安定している。今月末に実施される 2 回目の同オペに向けて、フランスやイタリアなど 7 カ国の受け入れ担保基準の緩和も決定しており、欧州銀行の資金繰り懸念は大きく払拭されている。また、実質政策金利は 1~2% で推移しているが、これはリーマンショック直後を含めて ECB 発足以来の最低水準であり、現状でも緩和的なスタンスにあると言えよう(第 30 図)。

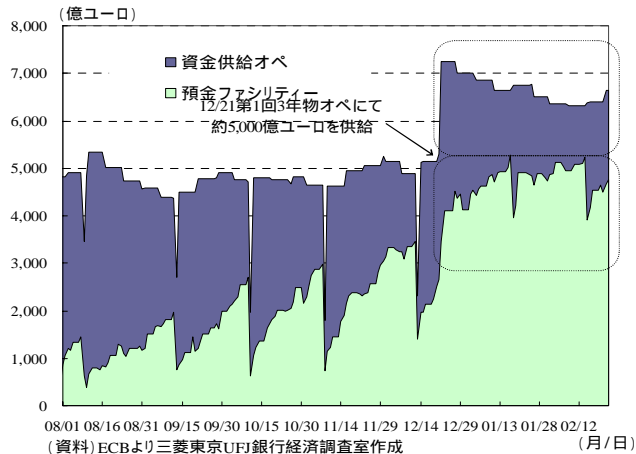
なお、現在、中銀預金の金利は 0.25% と、すでに過去最低水準にある。リーマンショック直後、ECB はリファイナンス金利を引き下げて預金金利とのスプレッドを 50bp に縮小したが、欧州銀行の資金が中銀預金に過剰に滞留し、短期金融市場が機能不全に陥った。市場機能を残し、かつゼロ金利も避けるには、リファイナンス金利と預金金利のスプレッドが現状の 75bp 以上あることが望ましいとみられる。

このように、低迷するユーロ圏経済にとって利下げはプラスに働く面もあるが、潤沢な流動性の供給、そして緩和的な実質政策金利を勘案すると、ECB は現状の政策金利を維持すると予想する。

第30図：消費者物価指数と実質政策金利



第31図：ECB 翌日物預金と資金供給オベの残高



(5) 為替相場

ユーロ相場は一時97円台に突入するも、その後に反発

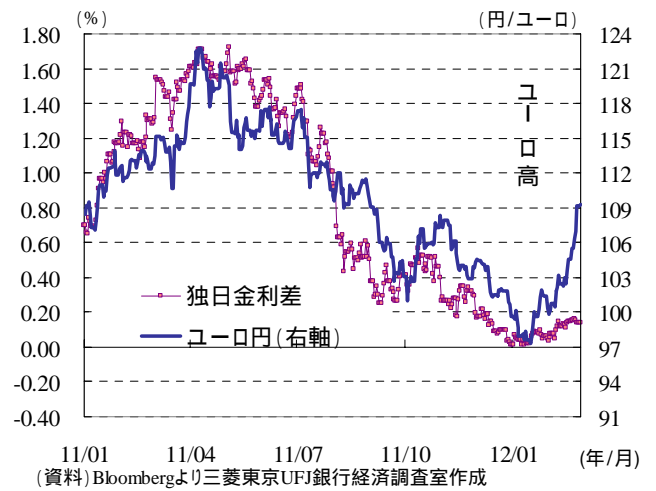
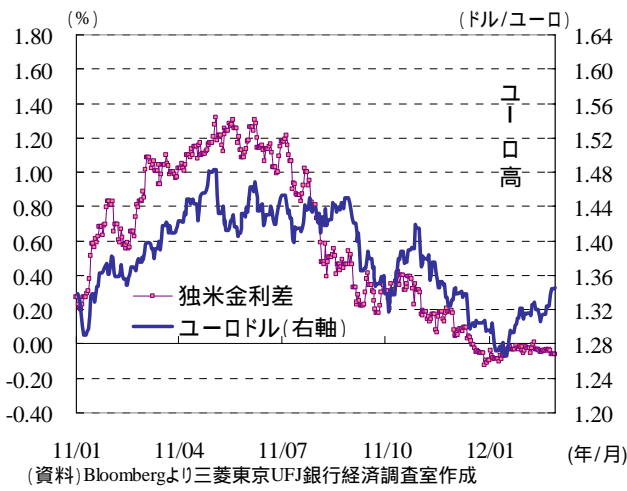
ユーロ相場は、欧州債務問題を受けて、昨夏から下落基調が続いてきた。1月中旬のフランスやEFSFの格下げ直後は一時、対円で11年ぶりとなる97円台に突入した。ただし、その後、ユーロ圏国債の堅調な入札や市場予想比で上振れるドイツの経済指標、そしてギリシャ向け第2次金融支援への期待などから、ユーロ相場は一旦反発しており、足元では対ドルでは1.34ドル前後、対円では109円前後で推移している。

欧州の債務問題が今後も引き続き重しに

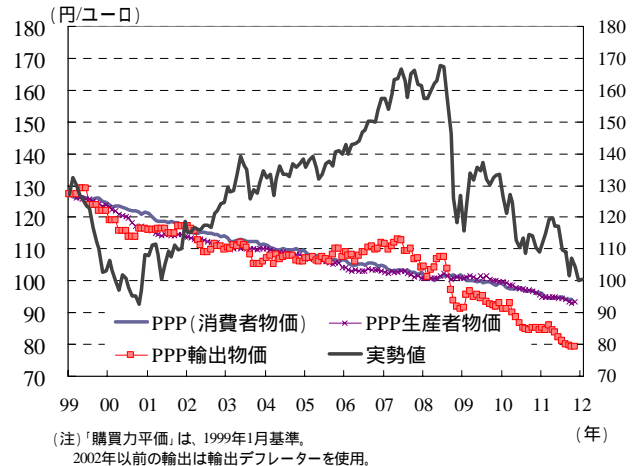
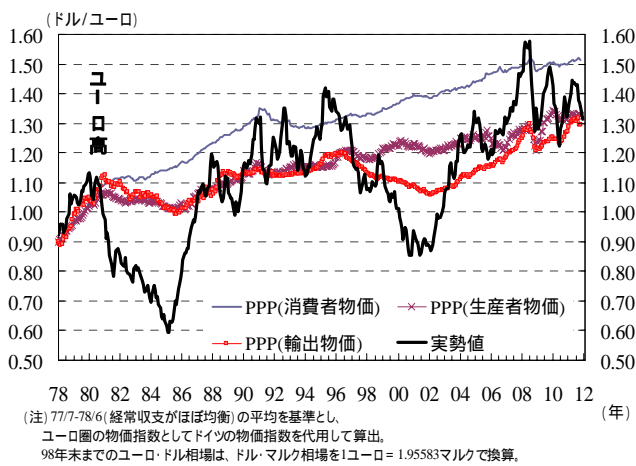
日米独の2年金利をみると、足元で独米・独日の金利差はおおむね横這いの推移が続いており、この面からはユーロ高・ユーロ安圧力がかかりにくい状況にある(第32図)。今後も引き続き、ユーロ圏の財政緊縮や信用収縮、マインドの悪化など、欧州の債務問題がユーロの重しとなる。

なお、ユーロ相場の購買力平価をみると(第33図)、まず対ドルについては、消費者物価ベースでは1.51ドル、生産者物価ベースでは1.33ドル、輸出物価ベースでは1.29ドル程度である。実勢相場は足元、生産者物価ベースの購買力平価とほぼ同じ水準である。一方、対円については、日本でデフレ基調が続いていることもあり、消費者物価・生産者物価ベースの購買力平価は93-94円、輸出物価ベースは80円弱である。足元の実勢相場と比べて、いずれも円高に位置している点には留意しておく必要がある。

第 32 図：日米独 2 年債金利差とユーロ為替相場



第 33 図：購買力平価でみたユーロの対ドル・円相場の推移



(大幸 雅代)

3. 英国

(1) 景気の現状

第4四半期の成長率は前期比▲0.2%

英国経済は引き続き弱い動きを続けている。確かに景況感指標の中には先行きに楽観的な見方を示すものも出てきた。しかし、住宅価格の下落及び家計のバランスシート調整が当面続く見込みであるほか、財政緊縮も継続されることから、このまま、景気が回復に向かうとみるのは早計である。実際に昨年第4四半期の実質GDP成長率は、前期比▲0.2%と4四半期ぶりのマイナス成長となった(第34図)。個人消費がセール期間が通常より長かったことから底堅く推移したほか、輸出がEU域外向けを中心に加速した一方で、総固定資本形成や在庫が大幅に減少した。

英国景気が本格的に回復局面に入るには、個人消費の増加が不可欠だが、住宅価格の下落傾向が続き、バランスシート調整が進行中であることなどから、個人消費に本格的な回復の動きはみられない

(2) 今後の見通し

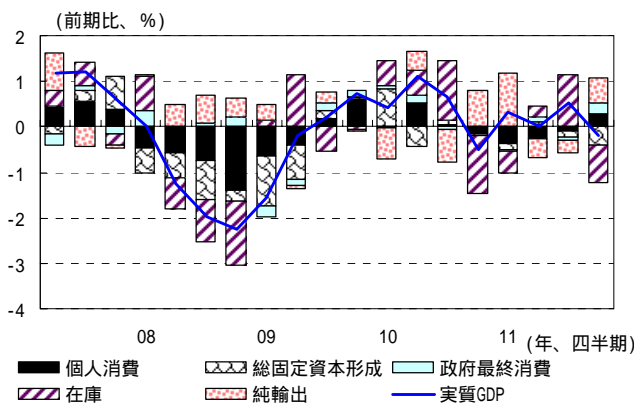
住宅価格は当面下落、家計のバランスシート調整も継続

住宅価格は緩やかな下落傾向

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、住宅価格の動向があげられよう。ハリファックス住宅価格指数をみると、緩やかな下落傾向にある(第35図)。実際に不動産会社への照会については、売り手からの照会が増えたとする割合が上昇する一方、買い手からの照会については変化がほとんどない(第36図)。売り手の方に動きがみられることから足元でも売り圧力が強いといえ、これは当面、住宅価格が弱含みで推移することを示唆している。

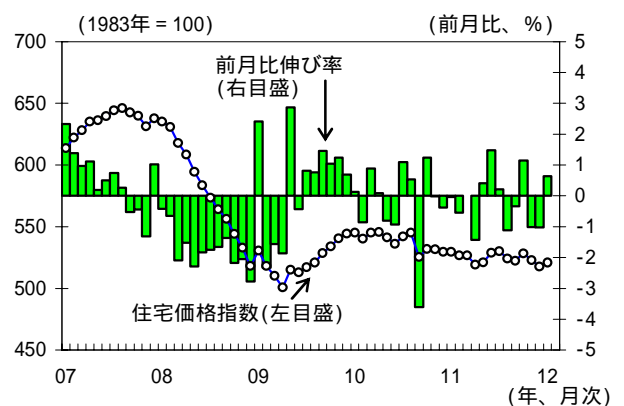
また、住宅価格の年収倍率をみると、直近のピークが2007年4月の5.82倍であり、2011年12月には4.33倍まで下落している(第37図)。そこで、足元の下落傾向が始まった2010年8月~2011年12月の住宅価格の

第34図：実質GDP成長率（前期比）



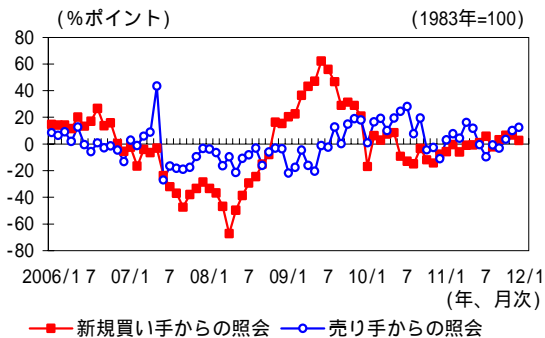
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第35図：住宅価格の動向



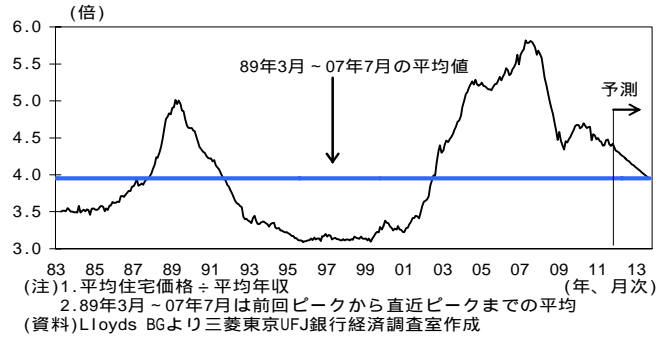
(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第36図：不動産会社への照会動向



(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37図：住宅価格の年収倍率



(注) 1. 平均住宅価格÷平均年収
2. 89年3月～07年7月は前回ピークから直近ピークまでの平均
(資料) Lloyds BGより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

当面、住宅価格の下落は続く。年収倍率がトレンド水準まで低下するのは2013年第3四半期

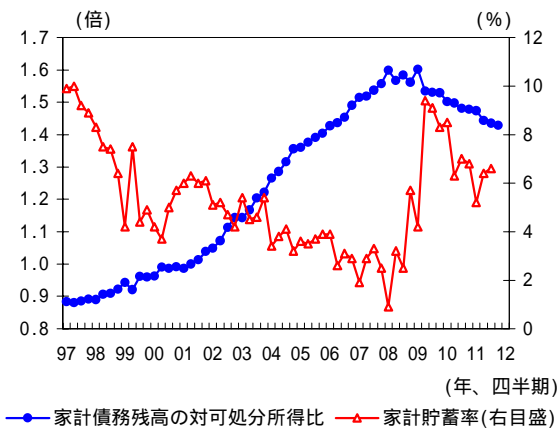
平均下落率、及び、平均年収については同期間の平均上昇率が今後もそのまま続くと仮定して今後の年収倍率の動向を試算した。直近のピークからその前のピークまでの期間（1989年3月～2007年4月）の平均値は3.95倍であり、試算では、3.95倍になるのは、2013年の第3四半期となった。さらに同期間におけるボトムである3.1倍まで低下するとした場合、2018年の第1四半期まで住宅価格の下落が続くという結果になった。その場合、住宅価格はピークから38%程度下落することになる。これらは、英国の住宅価格がいつまで、どのくらい下落するかを示す1つの試算であるが、はっきりといえるのは、英国における住宅価格の調整が終わるには、まだ、数年かかるということである。

家計のバランスシート調整は継続

アイルランドでは、住宅価格がピークの半分以下の水準になったことからすると、30～40%程度の調整では不十分とみられるかもしれないが、英国では住宅建築に関する規制が厳しく、もともと供給制約があることからすると、この程度の調整になることは十分に考えられよう。

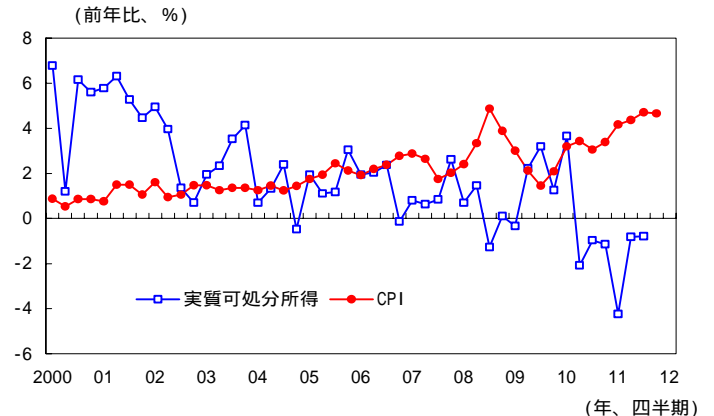
住宅価格の下落が続く間は、担保価値と比べて借り過ぎている家計のバランスシート調整が進むことになる（第38図）。その間、貯蓄率も高めの水準となることから、個人消費に関しては、当面、本格的に回復する

第38図：家計債務残高・貯蓄率の動向



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第39図：家計の実質可処分所得と消費者物価上昇率



(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ことは難しいといえよう。

消費者物価上昇率
低下に伴う実質可
処分所得の押し上
げはプラス材料

ただし、消費者物価上昇率が昨年の付加価値税率引き上げや原油価格高騰等の影響剥落により低下しているため、今後、実質可処分所得が押し上げられ、個人消費の下支えになることが期待される。実際に消費者物価上昇率が原油価格高騰などにより加速した2010年以降、家計の実質可処分所得の伸び率はマイナスが続いている（第39図）。

財政緊縮も継続

英国の格付見通し
はネガティブ

2012年度も101
億ポンドの財政緊
縮

また、財政緊縮も継続される。英国政府は2014年に財政赤字の対GDP比を3%以下にすべく財政緊縮を進めている。しかし、2月14日に大手格付会社の1つが最上位にある英国格付の見通しをネガティブにした。経済成長率見通しが弱く、今後の財政緊縮ペースの不確実性が高まったこと等を理由にしている。市場では、経済成長のために財政支出拡大を求める声もみられるが、英国政府は財政緊縮路線を維持するであろう。2011年度予算策定時の2012年度の緊縮措置は前年度より62億ポンド多い101億ポンド程度（対GDP比0.7%）であったが（第1表）、3月21日に発表予定の2012年度予算では、さらなる財政緊縮措置が含まれるとみられる。

2012年の実質GDP成長率は減速、もう一段の量的緩和も視野に

景気下押し要因多
く、2012年の実質
GDP成長率は前
年比0.2%

住宅価格の下落及び家計のバランスシート調整の継続、財政緊縮以外にも、英国最大の輸出先であるユーロ圏景気の減速もあり、2012年の英国経済は低成長にとどまりそうである。2012年の実質GDP成長率は前年比0.2%にとどまるであろう。

イングランド銀行（BOE）は2月9日の金融政策委員会で資産買取枠を500億ポンド拡大した。足元の景況感指数が改善していることから、BOEの量的緩和はこれで打ち止めという見方も出ている。しかし、今年上半年中は景気が後退する見込みであるうえ、銀行貸出は低迷している

第1表：2012年度以降の財政緊縮動向

（百万ポンド）

	2012	2013	2014	2015
2011年度予算（2011年3月）	▲265	25	▲115	335
中期歳出計画（2010年10月）	3,710	8,635	10,300	9,460
緊急予算（2010年6月）	▲5,130	▲755	770	4,140
それ以前に措置された施策	11,825	15,155	16,040	17,230
合計	10,140	23,060	26,995	31,165

（注）各財政措置に盛り込まれた2012～15年度の財政赤字削減要因、同拡大要因を示した。

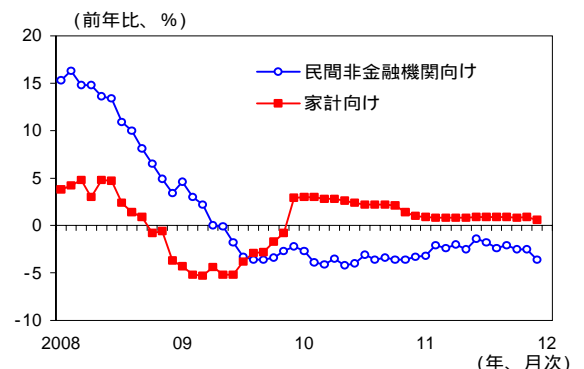
+は財政赤字削減（歳入増、歳出減）、-は同拡大（歳入減、歳出増）を意味する。

「2011年度予算」には2012～15年度に影響するものが含まれている。

「緊急予算（2010年6月）」は、2013年度までの景気対策（財政赤字拡大）と2014年度以降の財源措置（財政赤字削減）を組み合わせられた形で発表された。

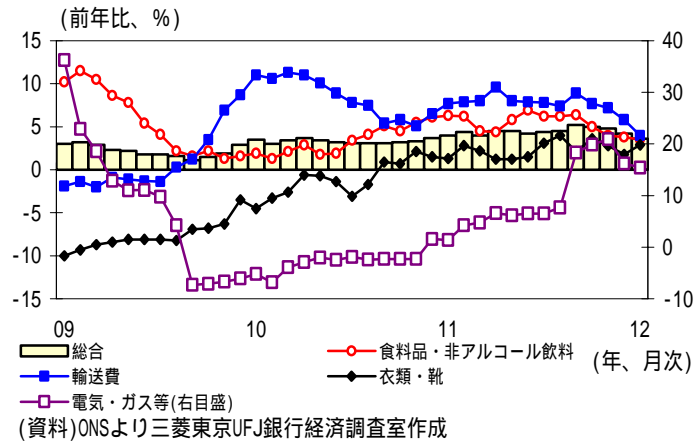
（資料）英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第40図：銀行貸出の動向



（資料）Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 41 図：消費者物価上昇率の動向



(第 40 図)。また、消費者物価上昇率は、2011 年 1 月から実施された付加価値税率の引き上げ効果が剥落するほか、原油価格高騰等の影響も弱まることから、今後、低下していくと予想される(第 41 図)。BOE は 2 月 15 日発表したインフレーションレポートで、今年末までに消費者物価上昇率は 2%へと低下し、2 年後には 1.8%まで低下するとしている。弱含みの展開になると、BOE は予測しているわけである。こうした環境下では、もう一段の資金買取枠拡大も視野に入れておく必要がある。

(ロンドン駐在 本多 克幸)

表：西欧経済の見通し

(1) 総括表

	GDP規模 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 (実績)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)
ユーロ圏	12,168	1.8	1.5	▲ 0.3	1.6	2.7	2.0	▲ 574	▲ 69	▲ 455
ドイツ	3,387	3.7	3.0	0.4	1.2	2.5	1.8	1,760	1,880	1,712
フランス	2,563	1.5	1.6	▲ 0.1	1.7	2.3	1.9	▲ 531	▲ 620	▲ 553
イタリア	2,055	1.5	0.4	▲ 1.2	1.6	2.9	2.3	▲ 720	▲ 769	▲ 525
英国	2,247	2.1	0.8	0.2	3.3	4.5	2.5	▲ 751	▲ 564	▲ 261

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2010年 (実績)	2011年 (見込み)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見込み)	2012年 (見通し)
名目GDP	2.6	3.0	1.7	4.6	3.1	1.6
実質GDP	1.8	1.5	▲ 0.3	2.1	0.8	0.2
<内需寄与度>	1.0	0.6	▲ 1.1	2.6	▲ 0.4	0.3
<外需寄与度>	0.8	0.9	0.7	▲ 0.5	1.2	▲ 0.1
個人消費	0.8	0.1	▲ 0.8	1.2	▲ 0.8	0.4
政府消費	0.6	0.1	▲ 0.9	1.5	0.3	0.0
総固定資本形成	▲ 0.7	1.9	▲ 1.1	3.1	▲ 1.7	1.3
在庫投資	288	418	230	11	93	66
純輸出	1,695	2,477	3,093	▲ 293	▲ 124	▲ 203

- (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)。