

内外経済の見通し

世界経済の潮流

繰り返される円高デフレ、問われる日本企業の創業力

日 本

来年初にかけて景気の減速感が強まるなか一段の円高進行は腰折れリスクに

米 国

景気減速懸念が強まるも、企業部門の堅調もあり緩やかな回復基調を維持

西 欧

ユーロ圏経済は域内格差が鮮明、英国経済は 2011 年まで低成長が持続

ア ジ ア

景気は堅調な回復が持続、安定成長に向け金利正常化を推進

オーストラリア

景気は拡大基調が持続、物価は安定するなか RBA は金利を据え置き

原油価格

原油価格は緩やかな上昇基調を辿るが、上値は重い見込み



「世界経済の潮流」

繰り返される円高デフレ、問われる日本企業の創業力

減速局面に入った世界経済

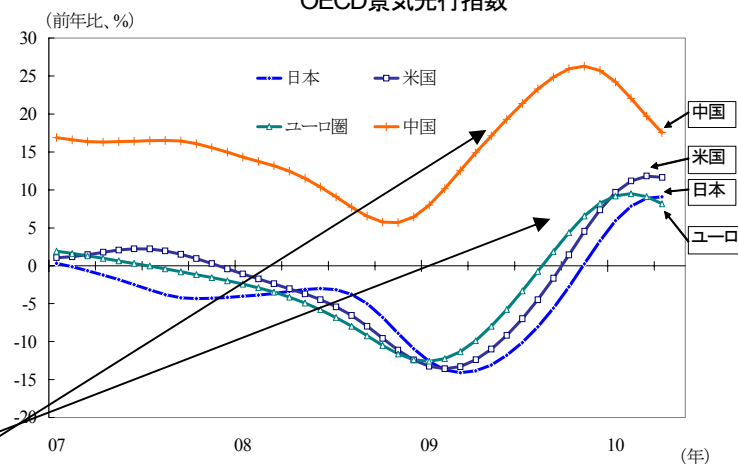
世界経済は、減速局面に入った。主要国の第2四半期実質GDPをみると、米国が前期比年率2.4%、日本が同0.4%とそれぞれ前期から大きく減速した。中国は実質GDPこそ同10.3%と3四半期連続の二桁成長を示したが、7月の購買担当者指数(PMI)が51.2と3ヶ月連続の低下を示すなど、製造業で減速感が強まっている。

昨春以降、フル稼働した大規模な財政出動の効果が剥落し始めている。米国では住宅減税が今年4月で打ち切れ、新築一戸建て住宅販売が統計開始以来の最低水準に落ち込んだ。欧州では自動車購入の奨励金制度が終了し、自動車販売が急減速した。日本では、エコポイント制度の薄型TV基準厳格化を受けて3月に大幅な駆け込み需要が現出したが、その反動が第2四半期に現れている。中国は、4兆元対策が残存しているが、不動産融資抑制や量的引き締めなどの出口戦略が投資抑制に効き始めた。政策効果が剥落し始めるタイミングで、欧州信用不安が現出したため、経済の先行き不透明感が増幅され、消費マインドが萎縮した面もある。

世界各国の財政による経済対策規模

(2008-2010年)	(GDP比%)	(bil.U\$)
フランス	0.6	17.2
ドイツ	3.0	110.0
アイスランド	9.4	1.6
アイルランド	4.4	12.0
スペイン	3.5	56.4
英国	1.4	37.4
米国	5.6	798.8
チェコ	3.0	6.5
ハンガリー	4.4	6.9
オーストラリア	4.6	46.5
日本	5.0	246.2
韓国	7.4	70.1
中国	13.0	572.2
マレーシア	9.0	20.0
インドネシア	1.4	7.2
タイ	6.0	16.4
シンガポール	8.4	15.3
上記17カ国合計	5.3	2,040.8

OECD景気先行指数



(資料) OECD「Composite Leading Indicators」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

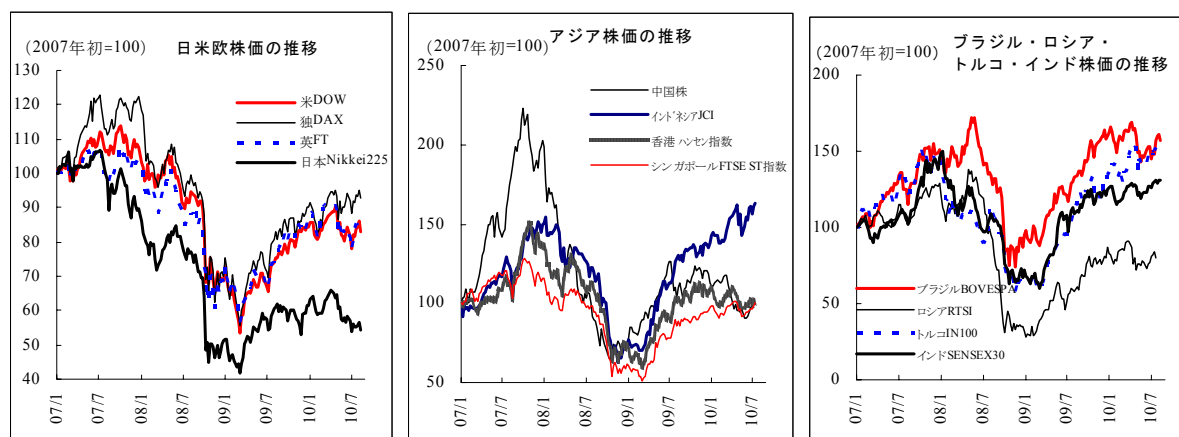
世界経済の二番底リスクは小さい

もっとも、世界経済の回復基調が途切れた訳ではない。構造問題に喘いでいる先進国経済を尻目に、新興国経済は自律的な成長ステージを駆け上がっており、世界経済全体でみれば、年率4%程度の成長を続けている。中国を除くアジア主要国の第2半期の実質GDPをみると、シンガポールが前年比18.8%と過去最高の伸び率を示したほか、インドネシア(同6.2%)、ベトナム(同6.4%)が前期から加速、韓国(同7.2%)、香港(同6.5%)も高成長を示した。

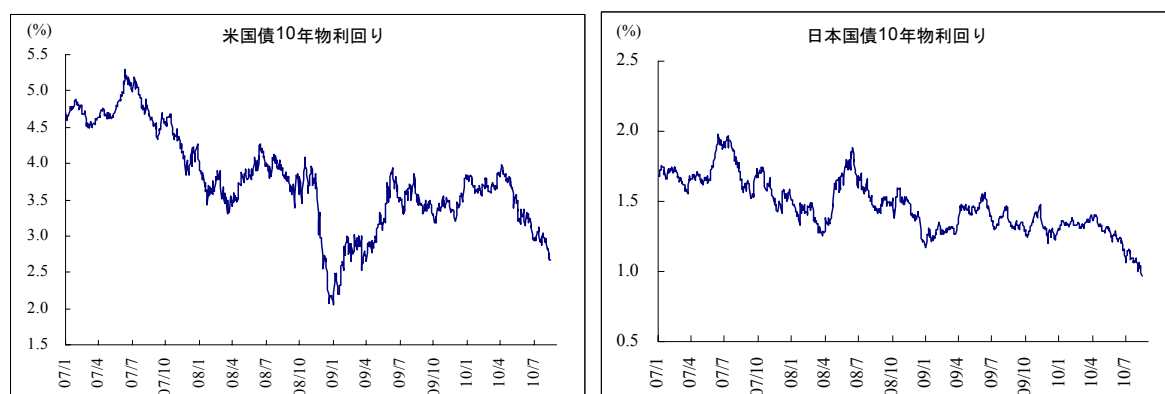
世界の株式市場も、日本株を除けば、概ね2009年初を底とした上昇トレンドを維持している。ブラジルやインドネシア、トルコなどNEXT11と呼ばれるポストBRICs

の新たな旗手は、既にリーマン危機前の高値を更新している。新興国経済に成長戦略のターゲットを絞ったグローバル企業の業績は総じて堅調である。

過去の株価急落の季節パターンである「夏場の懸念～秋口の急落」は念頭に置く必要がある。しかし、リーマン危機時と違って、現在は金融の血流が止まって世界経済が急収縮を余儀なくされている状況ではない。また、新興国経済の牽引というクッション効果もあるため、株式相場が底割れするリスクは小さいとみられる。



となると、世界経済の減速懸念を強めているのは何か。長期金利の低下である。日米の10年物国債利回りをみると、各々、節目とされる3%、1%の大台を割り込んだ。歴史的にみても異常な低水準である。ファンダメンタルズから乖離した長期金利の低下が現出していると言えよう。



米国で広がる日本型デフレ均衡論

米国で長期金利が急低下している背景に、日本型デフレ懸念がある。トリガーとなったのが、セントルイス連銀のジェームス・ブラード総裁が、7月29日に公表した「Seven Faces of The Peril」という論文である。同論文のハイライトとなっている「意図せざる均衡」とは、テイラールール曲線とフィッシャー方程式から導き出される。具体的には、下図に示される。

縦軸に名目金利、横軸にインフレ率をとった座標軸に日米の均衡点をプロットする。

ここでテイラールールに基づく金利とインフレ率の関係を示す曲線（黒実線）を近似的に非線形で示し、実質金利が 0.5%の時のフィッシャー方程式を直線（赤点線）で示すと、2箇所で交差する。右上の交差点（インフレ率 2.3%、名目金利 2.8%）が米国のインフレ均衡点、左下の交差点（インフレ率▲0.5%、名目金利 0.001%）が日本のデフレ均衡点である。日本は意図せずして、「ゼロ金利、デフレ」状態で均衡しているが、それは名目金利を人為的にゼロに長期間固定したためとしている。そして、この意図せざるデフレ均衡を回避するためには、期待インフレ率を引き上げるべきだとして、国債購入による量的緩和を主張している。

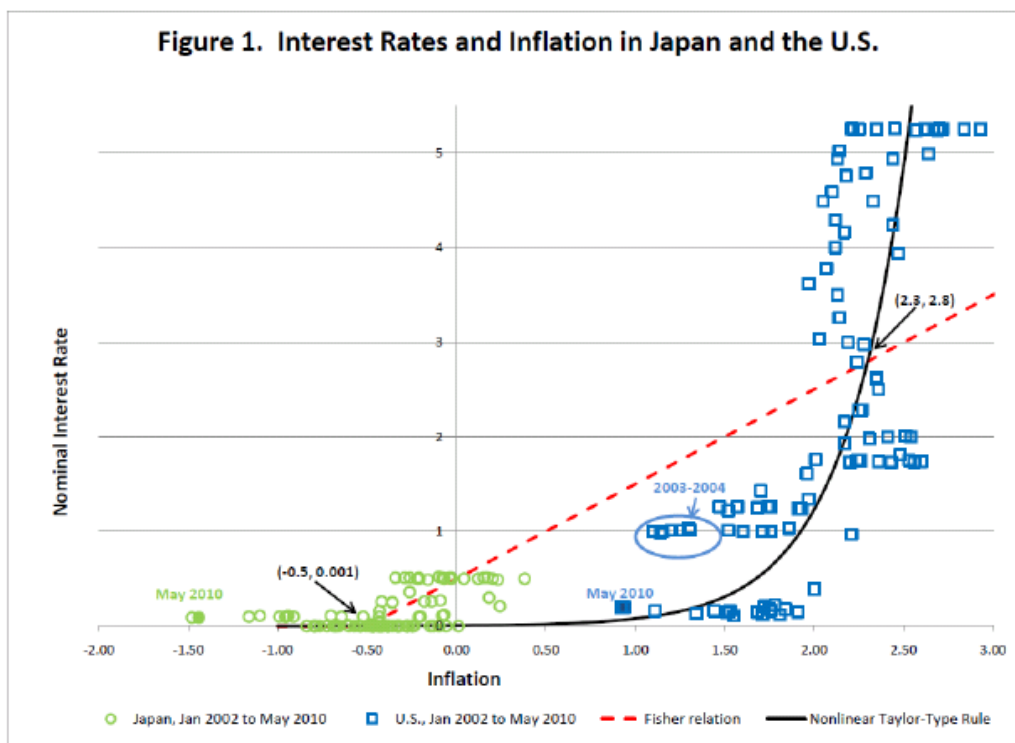


Figure 1: Short-term nominal interest rates and core inflation rates in Japan and the U.S., 2002-2010. OECD data.

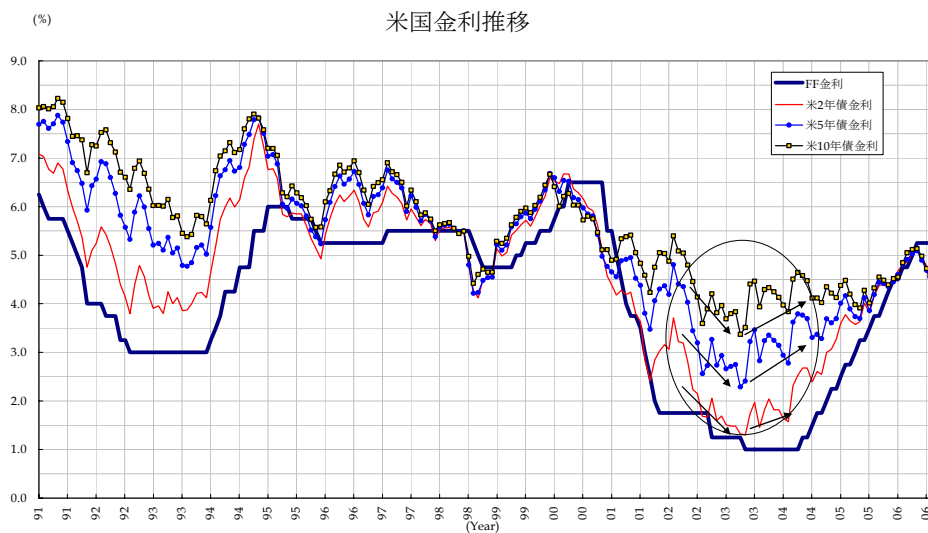
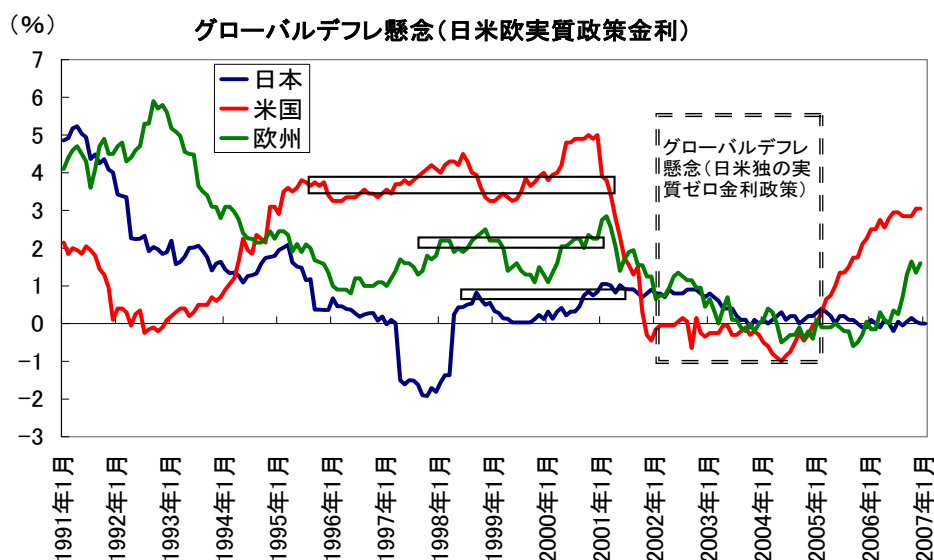
（出所） *Seven Faces of The Peril* by Mr. James Bullard,

Federal Reserve Bank of St. Louis Review September-October Issue

その後、8月10日に開催されたFRBの連邦公開市場委員会（FOMC）でMBS等の償還金を米国債に再投資していくことが新たに決定された。金融当局のデフレ懸念が、超低金利政策の長期化観測や国債購入による量的緩和期待を強め、債券市場では、リアルマネーや年金基金・MBS投資家のヘッジ買いなど売り手不在の需給相場につながった。

こうした状況は、グローバルデフレ懸念が強まった2003年に似ている。当時は、米国のコアインフレ率が一時的にゼロ%近辺まで低下し、グリーンズパンFRB議長がデフレに陥る可能性に言及した。米国長期金利の低下を増幅させたのは、MBS絡みのヘッジの大量国債買いという需給要因であった。

最終的に低金利政策は約2年にわたり継続されることになったが、長期金利は追加緩和観測が後退すると、わずか2ヶ月あまりに1%超も急騰する事態となった。当時は政策金利1%で、2年債1.5%、10年債3.5%が節目であったが、同様の長短スプレッドを現在の局面にあてはめると、政策金利0.25%は2年債0.75%、10年債2.75%が需給相場入りの臨界点になり、現状は、その水準を割り込んでいる。もとより、米国のデフレ懸念は行き過ぎであり、長期金利の反動リスクも高い。

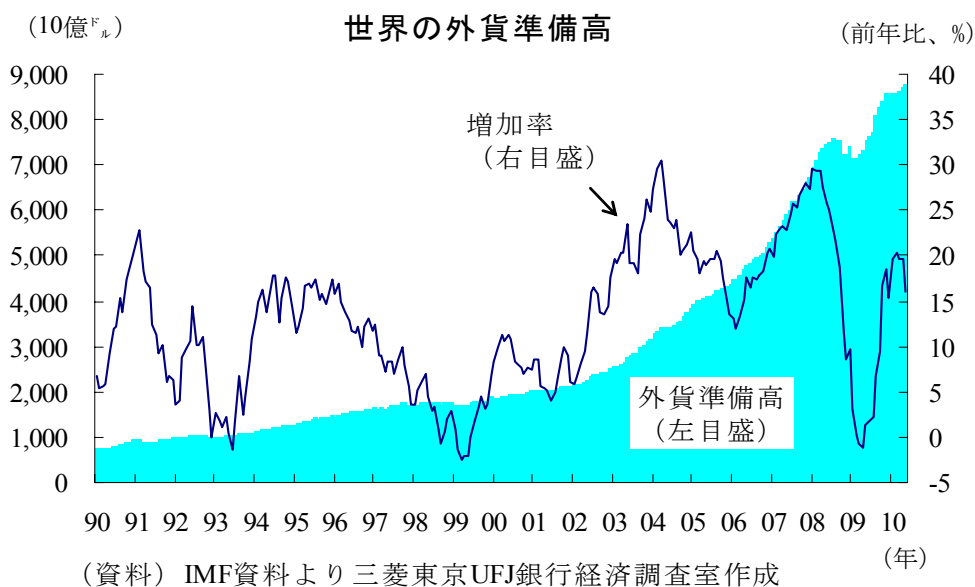
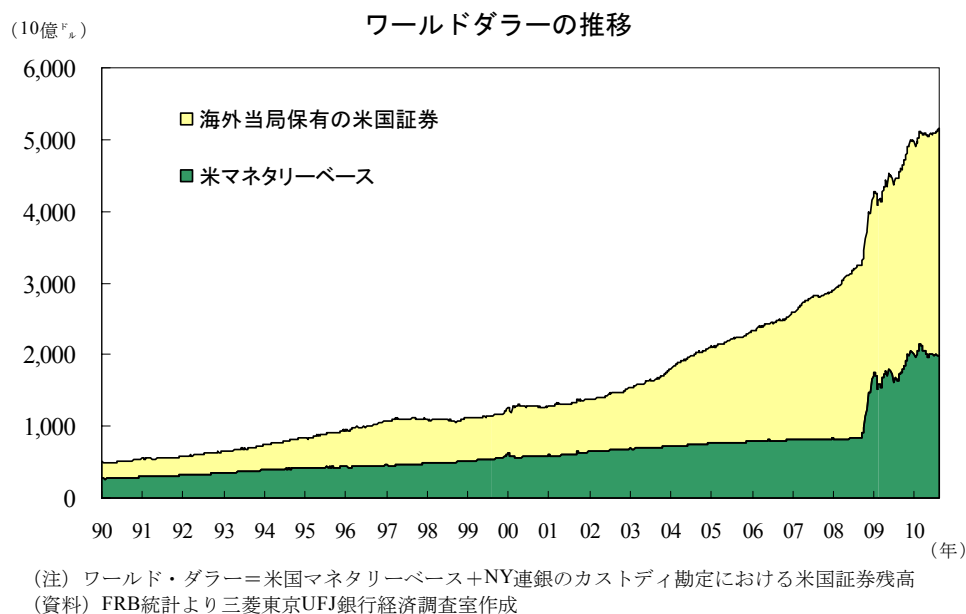


ドル過剰流動性の増大(外貨準備高急増)

ドル過剰流動性の増大も米国長期金利に低下圧力を高めている要因だと考えられる。ワールドダラーの推移をみると、リーマン危機後に実施されたFRBによる量的信用緩和を背景に米国マネタリーベースが増加し、ワールドダラーは一気に増大した。これに加えて、ドル安・自国通貨高を回避すべく、新興国中心にドル買い介入を実施

する国が増加し、外貨準備高も急増している。このような米国の量的信用緩和を起点とした世界的な過剰流動性が国債市場に流れ込んでいる面もあると思われる（例えば、海外中銀による国債買い）。

米国にとっては、量的緩和によるドル過剰流動性の創出が、近隣窮乏化政策とシニョレッジ効果双方のメリットを享受できる効率的な政策である。しかし、逆説的に言えば、この劇薬政策の副作用（ドル信認低下）や反動（米債急落）リスクも大きい。

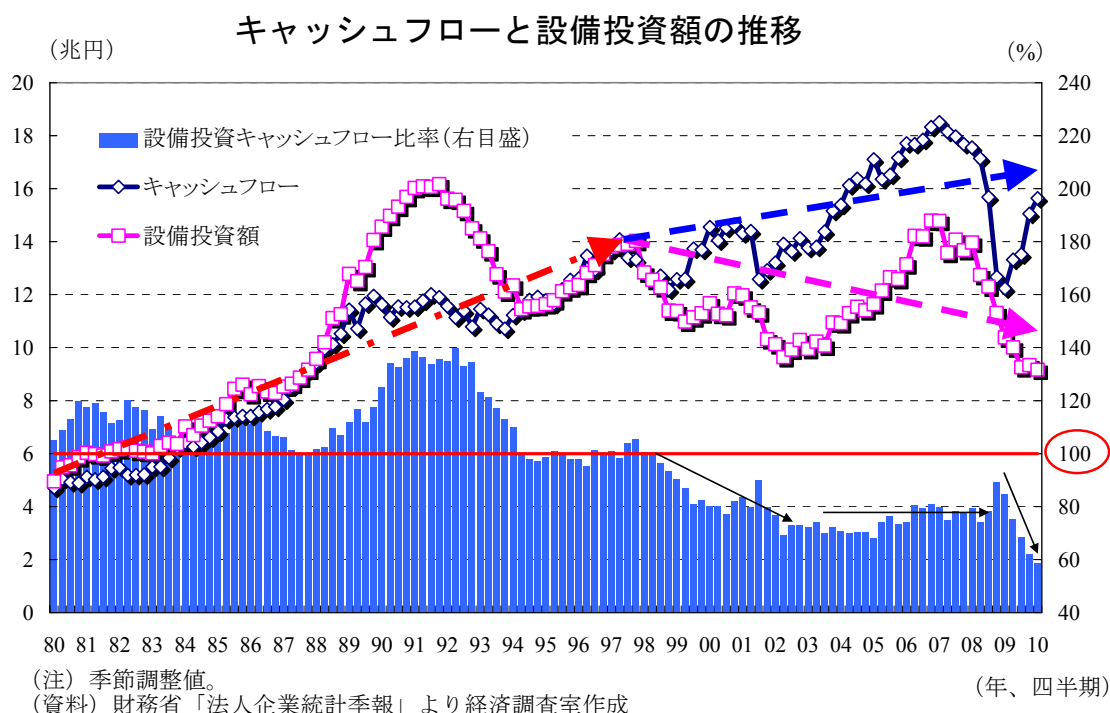


「世界経済減速、円高、デフレ」の三重苦と日本の資本ストック低下

米国長期金利低下の余波を最も受けるのが、いつもながら日本である。日米金利差の縮小により、円高が加速し、円高デフレ懸念が蘇る。世界経済減速、円高、デフレ

の三重苦が日本経済に押し掛かる。「米国長期金利の低下⇒日米金利差縮小⇒円高進行⇒日銀の金融緩和（資金供給オペ拡大）⇒政府の緊急経済対策」パターンが、過去10数年来続いている。

問題は、繰り返される円高デフレ構造の下で、日本国内の設備投資意欲が減退している点である。その結果、資本ストックや生産性が低下し、潜在成長率が一段と低下するリスクが高まっている。実際、その状況は設備投資キャッシュフロー比率の趨勢的な低下に表れている。



設備投資キャッシュフロー比率は、企業の投資行動を測る一つの尺度である。例えば、設備投資がキャッシュフローを上回る状態（100%超）は、投資超過分は銀行借入等でファイナンスをする必要があるが、新規分野への設備投資や能力増強投資を通じて売上高を拡大させ、営業利益を増加させることができる。1998年以前は、設備投資キャッシュフロー比率が100%を超えており、設備投資増加と営業利益拡大に好循環が生まれていた。

ところが、1998年以降は、設備投資キャッシュフロー比率が100%を割り込む。当初は過剰債務の調整や不良債権問題といった構造要因もあったが、本質的には円高デフレの恒常化に伴う投資採算の悪化や海外投資シフトが投資抑制の主因である。慎重な投資スタンスが続いた結果、営業利益の増益力も弱体化した。

それでもリーマン危機前までは、設備投資キャッシュフロー比率は80%前後の水準は維持されていたが、リーマン危機後は、設備投資キャッシュフロー比率は60%程度に低下した。景気回復局面の初期段階では、キャッシュフローの改善が先行するため、今後、設備投資が遅行する形で増加局面に入っていくとみられるが、それでも日銀短観の設備投資計画や法人企業統計をみると、急速な設備投資の増加は期待できない。

設備投資の趨勢的な減少は日本経済全体にとって、生産性や潜在成長率の低下につながる忌々しき事態である。

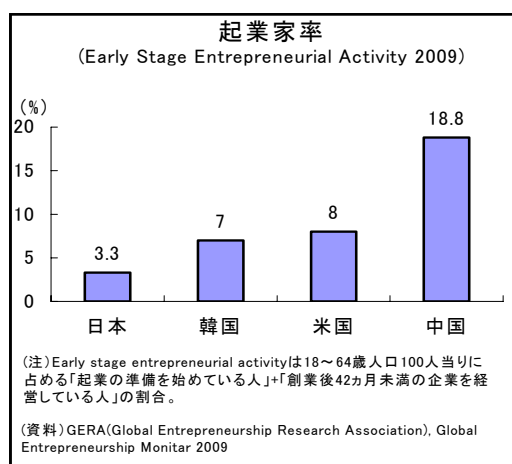
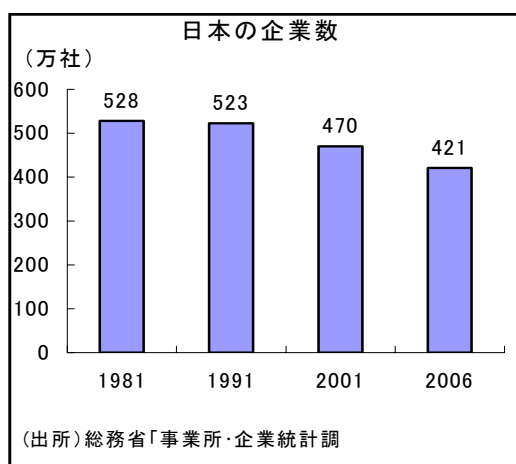
減少する日本企業数～新陳代謝ではなく、衰退リスク

設備投資減少を超えた事態も発生している。日本国内の企業数減少である。日本の企業数（事業所ベース）は1991年の523万社から2006年には421万社と15年間に20%も減少した。少子高齢化や成熟化経済といった国内要因もあろうが、円高デフレが常態化するなかで、大企業が海外シフトを強め、大企業搾り合わせ型の中小企業が事業縮小、事業継承、事業撤退を余儀なくされている面も少なくない。

世界経済が本格的なグローバル競争に突入するなかで、競争の激しい業界の垂直統合や企業の多国籍化は日本の国際競争力を維持するために不可欠であり、ある程度の業界調整が進むのはやむを得まい。しかし、その場合は、新しい分野でベンチャー企業（新興企業）が勃興し、新陳代謝が進展することが必要である。ところが、日本は、ベンチャーの起業率が世界で最低水準にある。

GERA(Global Entrepreneurship Research Association)のグローバル・アントレプレナーモニター調査（2009）によると、生産年齢人口100人における起業家比率は、調査対象54カ国中、日本が3.3%と最下位である。他の主要国では、中国が18.8%、米国が8.0%、韓国が7.0%、日本と同じグループ（Innovation-Driven Economy）の平均は6.3%だった。企業の廃業や事業縮小は増えていくが、新たな企業が生まれてこない。これでは、日本経済の新陳代謝どころか、衰退に向かってしまう。

政府は、新成長戦略としてアジア経済戦略を強化する方針を打ち出しているが、ベンチャー企業の勃興・育成に本格的に取り組まないと、国内経済の活性化につながらない。



わが国ベンチャービジネスの構造的問題

ベンチャー企業の成長は、起業リスクを社会が負担する仕組みや風土を創り上げ、さらに海外を含めて内外からリスクマネーや人材が集める環境作りが重要である。そして、成功体験を将来の有望ベンチャーの勃興・育成につなげていくビジネス・モデ

ル、事業プラットフォームを確立してかなければならない。

しかし、①日本は大企業志向が強く、革新的な起業に踏み切る風土が生まれてこない（一度失敗すると再度のチャレンジが難しい）、②ベンチャー起業家自身の金銭的負担が大きく、個人破産のリスクがある、③米国のように年金基金がベンチャーキャピタルファンドへ出資、投資する法律的枠組みがない、④ベンチャー企業の出口戦略が株式上場（IPO）に依存し過ぎているため、市場環境が悪化すると投資回収が進まず、新規のベンチャー投資が困難になる、⑤ベンチャー企業経営者が大企業による被買収を好まない等の問題点が指摘されている。

ベンチャーキャピタル（VC）の課題も多い。日本のベンチャーキャピタルは経営関与（ハンズオン）するケースが少なく、リミテッドパートナーシップ（LP）が中心でゼネラルパートナーシップ（GP）での関与はほとんどない。リミテッドパートナーシップも 4-5 社によるシンジケート方式である。本格的なベンチャーキャピタリストの育成も重要な課題である。投資対象のマーケティングとマーキング（ポジショニング）のスキルを高め、事業専門キャピタリスト、財務専門キャピタリストの役割を明確に分担した上で、GP 方式でハンズオンしていく人材の育成が急務である。

没落する米国を救った IT ベンチャー

米国では、既に成功した事業経営者がエンジェル投資家になり、GP としてハンズオンするケースが一般的である。事業専門のキャピタリストによるブティック型 VC（事業専門特化型）が多いのも特徴的である。もっとも、今でこそ、世界最強のベンチャー企業を有する米国も、かつて 1970 年代は大企業病が蔓延し、技術力向上の著しい日本やドイツに世界市場シェアを奪われていた。没落する米国を救ったのが IT ベンチャー企業（Apple、Microsoft、Sun、Cisco 等）である。米国は産業競争力を抜本的に立て直すために、1981 年に ERISA（従業員退職年金保障法）による年金基金の運用規制緩和（ベンチャーキャピタルファンドへの投資解禁）、1985 年にヤングレポート（米国産業競争力に関する提言報告書）の策定、1991 年に中小企業技術革新制度（SBIR: Small Business Innovation Research）の制定（ベンチャー企業に新技術に関する研究開発のための補助金・委託費等を交付、外注委託研究開発費の一定割合振り分け、SBIR 受託の開発商品の買上げ等）などベンチャー企業を発展させる基盤作りを着実に進めた。最近では、ベンチャー企業が一定の資金調達に成功すれば、グリーンカードを付与するスタートアップ法案が策定され、世界中から優秀なエンジニアを集めるための公的支援制度を強化している。

ベンチャー企業育成に向けた抜本的な基盤強化策が急務

ある意味、わが国の現状は、1980 年代の米国に類似しているとも言える。米国同様、産業競争力を立て直すためにベンチャー企業育成のための抜本的な基盤強化策を講じる必要がある。米国を救ったのが IT ベンチャー企業だとすれば、日本を救うのはさしずめ環境技術（クリーンテック）となろう。環境ビジネスのフィールドを広げる

ために、公的支援制度の充実に加えて、思い切った規制緩和や税制優遇が重要である。

例えば、環境エネルギーのベンチャー企業は、スタートアップ・アーリー段階で多額の資金を必要とすることから、一定の技術要件等を満たしたベンチャー企業への税制面の優遇措置、さらに事業参入の緩和、預託金・保証金の減免を付与し、さらに環境エネルギー特化ファンドを新設する。

一方で、米国同様、一定部分の年金基金がベンチャー企業に注入される仕組みを構築し、日本の年金が日本経済の成長に結びつくような制度を設計することも重要である。その場合、年金基金の投資判断をサポートするために、ベンチャーキャピタル投資のトラックレコードを整備することが必要となつてこよう。官製ファンドの産業革新機構の支援基準弾力化や中小企業基盤整備機構によるベンチャーキャピタルファンドの拡大も検討すべきである。いずれにせよ、今ほど日本企業の創業力が問われている時はない。

(経済調査室長 内田 和人)

I. 日 本

～来年初にかけて景気の減速感が強まるなか、一段の円高進行は腰折れリスクに～

1. 景気の現状

4-6 月 期 の 実 質
GDP 成長率は大幅
に鈍化

わが国の景気は持ち直し局面にあるものの、持ち直しのペースは減速を始めている。2009 年 4-6 月期からの回復の初期段階では、リーマンショック以降の落ち込みの反動や経済対策の実施により、急ピッチの回復が続いたが、そうした動きは一巡した可能性が高い。4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.4%と、1-3 月期(同+4.4%)から大きく低下した(第1表)。1-3 月期については、薄型テレビのエコポイント対象機種が4月以降削減されることを受け、3月末にかけての駆け込み購入が耐久財消費の押し上げ要因となり、4-6 月期はその反動が押し下げ要因となったという面はある。しかし、純輸出(輸出－輸入)の寄与度縮小(1-3 月期:同2.3%pt→4-6 月期:同1.3%pt)や公共投資の減少幅拡大(1-3 月期:同▲4.7%→4-6 月期:同▲12.9%)なども4-6 月期の成長率減速の要因であり、単なる反動による鈍化とはいえない。

第1表：主要経済指標の推移

(前期(月)比、%)

		2009/10-12	2010/1-3	4-6	2010/4	5	6	7
全 体	名目GDP成長率(前期比年率)	1.6	5.6	▲3.7	-	-	-	-
	実質GDP成長率(同)	4.1	4.4	0.4	-	-	-	-
	景気動向指数(一致)	94.7	99.7	101.3	101.3	101.2	101.3	
	景気動向指数(先行)	91.4	99.0	99.7	101.7	98.6	98.9	
企 業	鉱工業生産	5.9	7.0	1.5	1.3	0.1	▲1.1	
	機械受注(船舶・電力を除く民需)	1.1	2.9	0.3	4.0	▲9.1	1.6	
	資本財出荷(除く輸送機械)	4.9	14.3	7.4	4.4	▲5.0	7.3	
家 計	雇用者数(非農林業)	▲1.6	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.4	▲0.2	
	現金給与総額(5人以上)	▲4.1	0.0	1.2	1.6	0.1	1.5	
	雇用者所得	▲5.7	▲0.3	0.9	1.4	▲0.3	1.3	
	失業率	5.2	4.9	5.2	5.1	5.2	5.3	
	消費総合指数(実質、季調値)	0.9	1.1	▲0.1	▲0.6	▲1.0	0.1	
	消費者態度指数(全国・一般世帯、前期差)	0.7	1.4	0.6	1.1	0.8	0.7	▲0.2
外 需	輸出(数量ベース)	7.5	5.9	6.7	5.2	▲0.2	▲1.3	
	輸入(数量ベース)	3.0	4.0	3.5	5.3	2.3	1.3	
物価	消費者物価(除く生鮮食品)	▲1.8	▲1.2	▲1.2	▲1.5	▲1.2	▲1.0	

(注) 1.雇用者数・現金給与総額・雇用者所得・消費者物価は前年比変化率。

2.景気動向指数の四半期値は平均値。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「機械受注統計」、「消費動向調査」、経済産業省「鉱工業生産」、財務省「貿易統計」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、厚生労働省「毎月勤労統計」、等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、6月の鉱工業生産が4ヵ月ぶりに前月水準を下回ったことや、雇用環境の改善にもこのところ足踏み感がみられることなど、その他の経済指標も景気持ち直しペースの減速を示唆する動きとなっている。

2. 今後の見通し

<概 要>

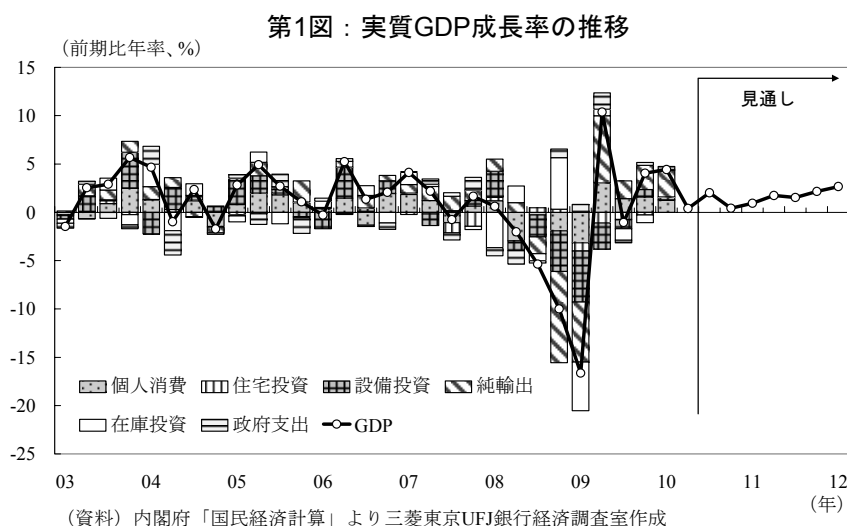
来年初にかけて景
気の持ち直しペー
スは一旦減速と予
想

景気は引き続き持ち直し傾向を辿るものの、来年初にかけて内外の要因からペースは減速基調を辿ると予想する。米中の製造業の景況感低下などが示唆するように、足元、グローバルに在庫復元の動きが一巡しつつあり、わが国の輸出も先行き減速傾向を辿る可能性が大きい。加えて国内でも、経済対策効果の剥落進行が見込まれる。既に公共投資が減少に転じていることに加え、9月にはエコカー補助金制度が終了を迎える。

秋口から来年初にかけては一旦ゼロ成長近傍まで減速し、踊り場色が強まる公算が大きい。政府は円高に対応して追加経済対策の検討に入ったが、施策の中心は就職支援や中小企業の資金繰り対策になるとみられており、需要創出効果は限定的であろう。また、経済対策の一環としてエコポイント制度の終了期限が当初の今年12月から延長される可能性が出てきたが、薄型テレビの販売は既に頭打ち感が出てきており、今後一段の伸びは期待しにくい。

2011 年度は緩やか
に自律的回復へ移
行するとみる

2011 年度については、海外の成長率の再加速に加え、国内でも雇用・設備の調整が一巡することにより、緩やかにではあるが自律的回復に移行するとみる。実質 GDP 成長率は 2010 年度が前年比 1.9%、2011 年度が同 1.5%と予想する（第1図）。



円高は景気の大き
な下振れリスク

なお、一時1ドル=84円台と1995年以来の水準まで進行した円高は景気の大きな下振れリスクである。物価要因を加味した実質実効レートで見れば、1995年ほどの円高水準ではないものの、主要企業が想定レートを1ドル=90円前後とするなか、企業収益等に与える影響は小さくない。先行き、米国経済の減速を背景に、米FRBの追加金融緩和観測が高まれば、円買い圧力が一段と強まろう。その場合、株安等とも相まって景気の腰折れリスクが増大することが懸念される。

<詳細>

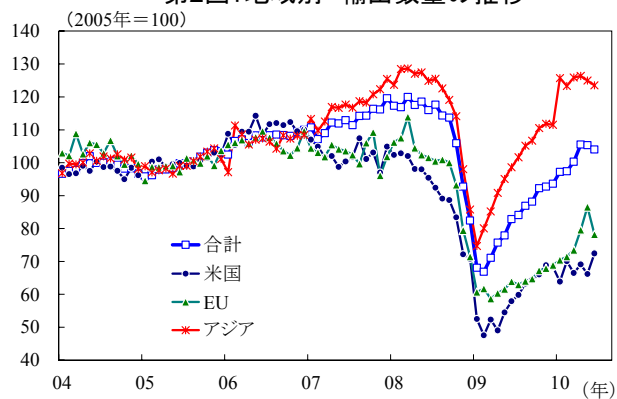
(1) 企業部門

①輸出

輸出は足元で減速の動き

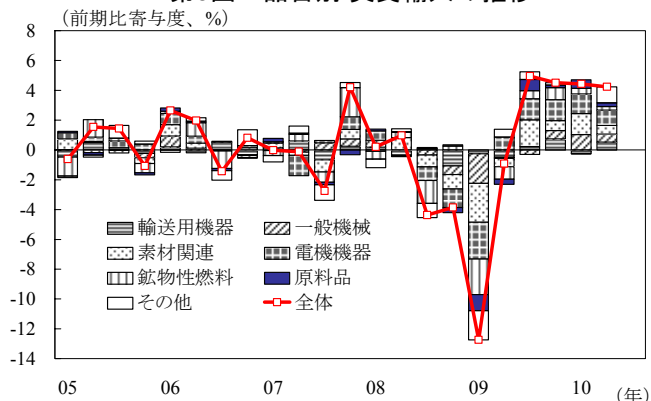
輸出は4-6月期に前期比年率+23.3%（実質GDPベース）と5四半期連続で大幅な増加となったが、月次でみると足元で減速の動きが出ている。これまで牽引役となってきたアジア向け輸出の伸びが鈍化してきたことが主因である（第2図）。一方、輸入も前期比+27.8%と高い伸びが続いた。内訳をみると、電気機器を中心に幅広い品目で増加しており、輸出や個人消費の持ち直しに伴い中間財や消費財の需要拡大が輸入の増加に寄与したとみられる（第3図）。

第2図：地域別 輸出数量の推移



(資料) 内閣府「輸出数量指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：品目別 実質輸入の推移



(注) 当室にて季節調整。実質輸入=輸入金額÷輸入価格。
素材関連=化学製品+鉄鋼+非鉄金属+金属製品

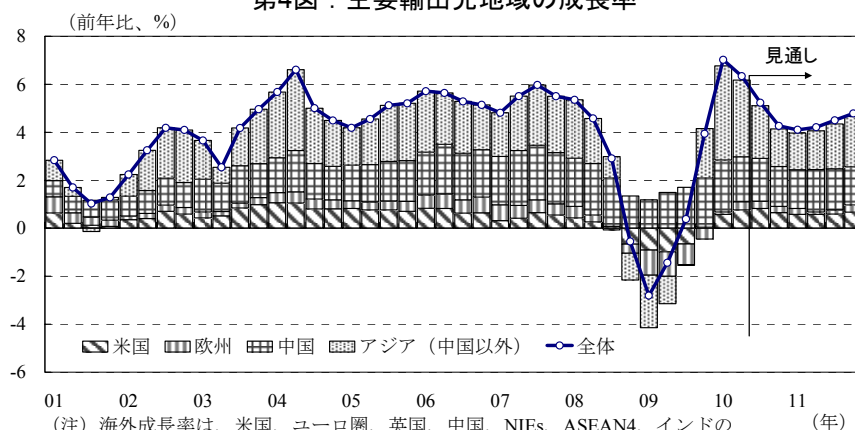
+繊維製品+非金属鉱物製品+木製品。
(資料) 財務省「貿易統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出は減速するも回復基調は持続する見込み

先行きを展望すると、目先については中国の投資抑制策や米国の在庫復元の一巡などを背景に海外経済の年末にかけて回復ペースが鈍化するため、わが国の輸出は減速する公算が大きい。もっとも、米国経済の二番底リスクは小さいとみられる一方^(注1)、アジア等の新興国が高成長を続けるなかでの一時的な減速に止まるため、輸出の回復基調自体は持続すると予想する（第4図）。

(注1) 詳細は「米国経済の見通し」ご参照。

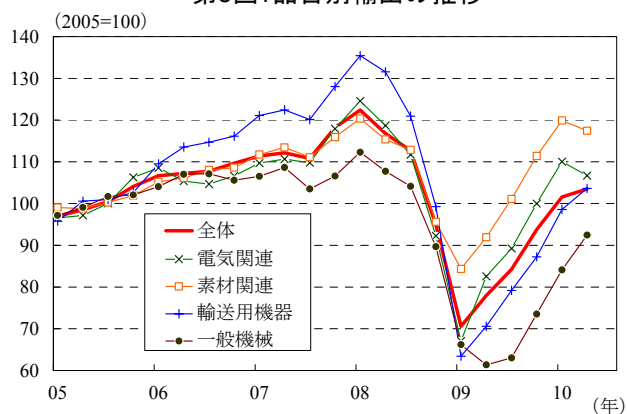
第4図：主要輸出先地域の成長率



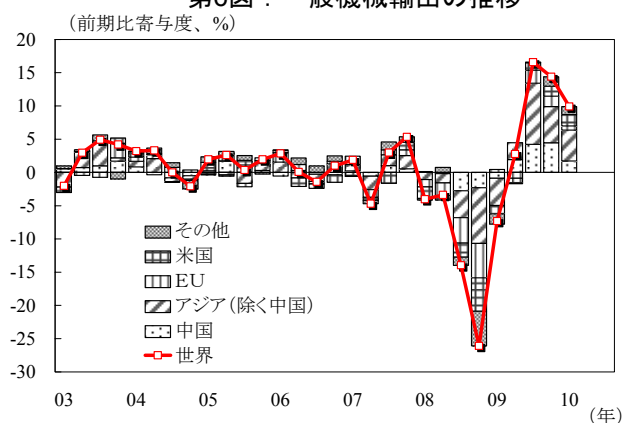
一般機械が輸出の下
支え役として期待で
きる

品目別にみると、アジア向けが中心である電気・素材関連はすでにピークアウトしてきている（第5図）。また輸送用機器はこれまで順調に回復してきたものの、主要輸出先である米国の個人消費が勢いに欠けることから、今後の持ち直しは緩やかなペースに止まるとみる。一方、遅れて持ち直しに転じた一般機械は、アジアを中心に設備投資の拡大が引き続き見込まれるため、減速する輸出の下支え役として期待できよう（第6図）。

第5図：品目別輸出の推移

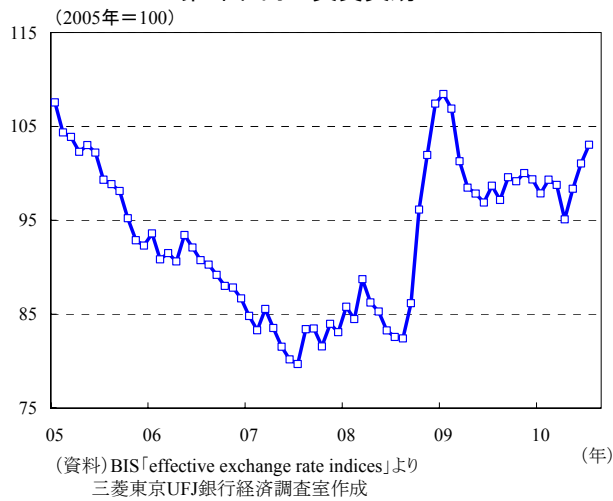


第6図：一般機械輸出の推移



一方、足元の円高は輸出の下押し材料として懸念される（次頁第7図）。仮に1ドル=85円で1年間推移した場合、輸出を前年比▲1.3%押し下げると試算され、GDP全体としては同▲0.4%下振れる見込みである（第2表）。当面、円高地合いが継続するとみられるなか、さらに円高が進行する可能性もあり、国内景気の大きな下振れリスクとして注意する必要がある。

第7図：円の実質実効レート



第2表：円高の影響の試算

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

(注) 1ドル=90円のケースからの下振れ幅(%)として試算。

②生産

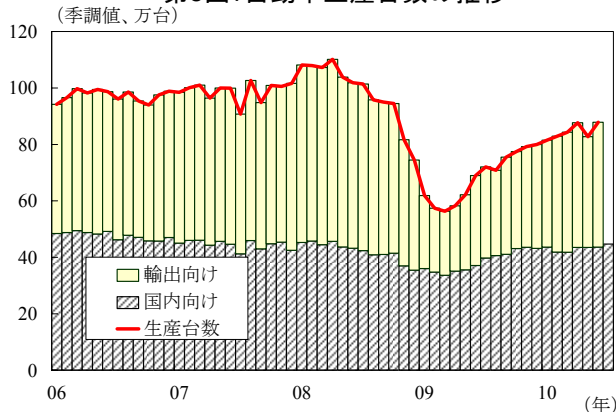
輸出・耐久財消費の減速から、増産ペースは鈍化

生産は持ち直し基調を辿りながらも、足元では減速の動きが目立っている。4-6月期の生産は前期比年率1.4%と前期(同+7.0%)から伸びが大幅に鈍化した。輸出が減速してきていることや耐久財消費が頭打ちとなっていることが主な要因である。

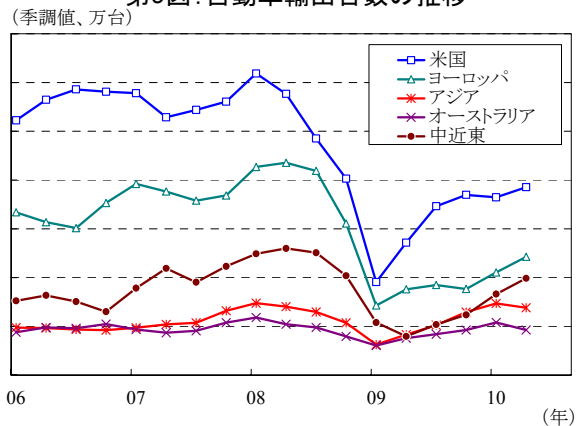
エコカー補助金終了で、自動車は大幅減産が見込まれる

今後の生産の動向をみる上では、エコカー補助金の終了がポイントになろう。国内の自動車販売はエコカー補助金等によって危機前の水準を回復したが、補助金終了に伴い反動減が予想される(詳細は後述「個人消費」ご参照)。国内生産の半分に当たる輸出向けは、新興国を中心に底堅く推移するとみられるが、輸出台数の半分以上を占める欧米向けの回復力が乏しいことから、国内向けの落ち込みを全て補うことは難しいと考えられる(第8、9図)。大手自動車メーカーが10月に1~2割減産する計画を出しているように、10-12月期にかけて自動車関連業種では生産調整が生じる見込みである。

第8図：自動車生産台数の推移

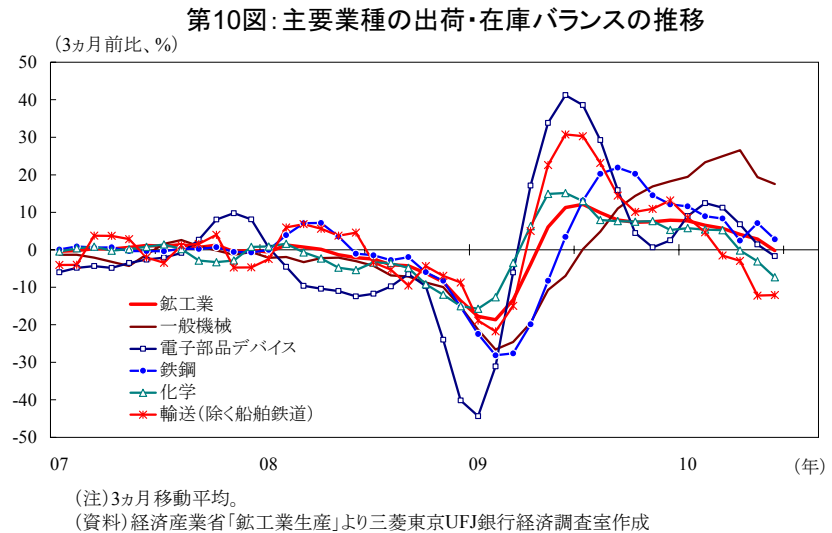


第9図：自動車輸出台数の推移



生産は 10-12 月期
に一時的に失速す
るも、回復基調は
持続

一方、その他の業種をみると、出荷・在庫バランスが悪化してきており、今後、大幅な伸びは期待し難い状況となっている（第 10 図）。このため、鉱工業生産の約 15%を占める自動車関連業種が減産することで、10-12 月期には生産が失速する懸念が強い。ただし、輸出の大幅な落ち込みは回避されるため、生産の失速も一時的なものに止まり回復基調自体は崩れないとみる。2011 年以降は、設備投資など内需の回復も追い風となり、増産基調が継続すると予想する。

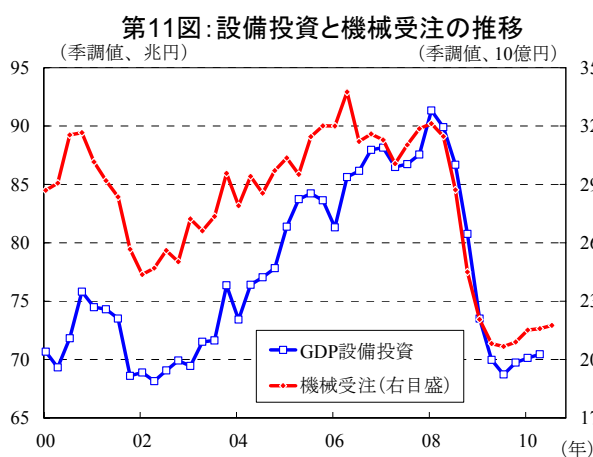


②設備投資

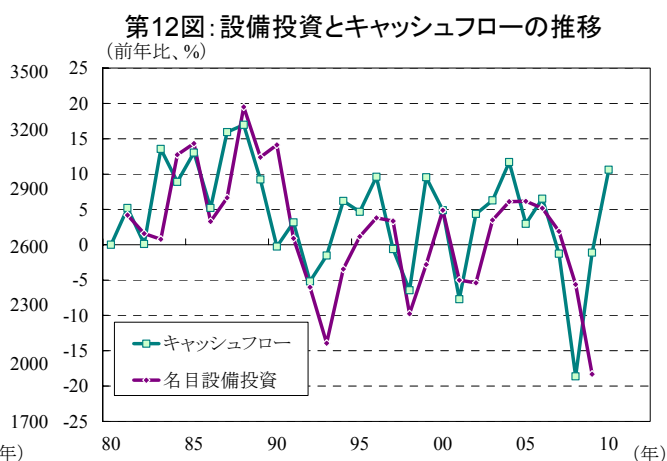
設備投資は回復力の
鈍さが目立つ

設備投資は持ち直し傾向にあるものの、足元では回復力の鈍さが目立っている。4-6 月期の設備投資（GDP ベース）は前期比年率+1.9%と 3 四半期連続で増加したものの、小幅な伸びとなった（第 11 図）。また、設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力除く民需）の 7-9 月期見通しは前期比+0.8%と緩やかな増加に止まる見込みである。

設備投資の源泉となる企業収益は回復が続いており、2010 年 1-3 月期の業績水準から横這いとしても、2010 年度のキャッシュフローは約 10%の増加が見込まれる（第 12 図）。足元の輸出や生産の減速のほか、円高・株安による景気の先行き不透明感の高まりを受けて、企業の設備投資に対する慎重スタンスが鮮明になっているといえよう。



(注) 機械受注は船舶・電力を除く民需。7-9月期は見通しベース。
(資料) 内閣府「機械受注統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

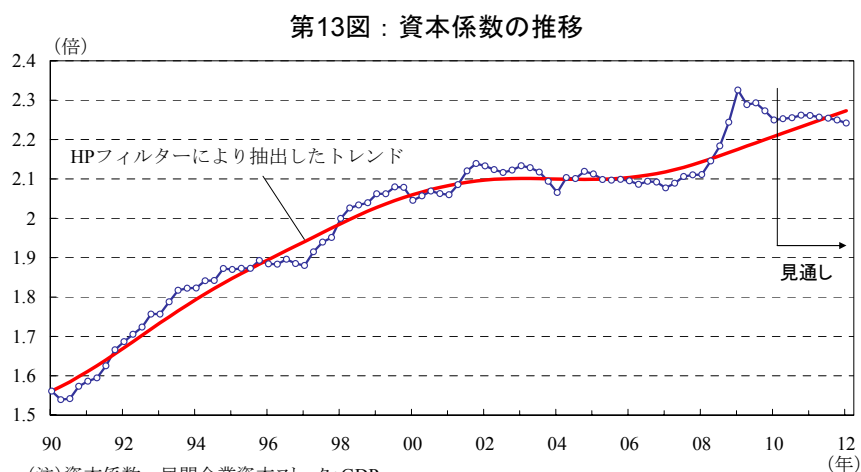


(注) CF＝経常利益/2+減価償却費。
2010年度のCFは2010年1-3月期の経常利益、減価償却費を横置きとしたもの。
(資料) 財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2011 年度以降、徐々に持ち直しの勢いが増す見込み

一方で、過剰設備の調整は徐々にだが進展してきている。資本係数（資本ストック÷GDP）は低下傾向にあり、資本ストックの調整が確認できる（第13図）。足元のストック調整ペースが継続した場合、2010 年度末にかけて資本ストックの余剰はほぼ解消される計算となる。

先行きを見通すと、目先については生産減速による設備稼働率の伸び悩みが重石になることから、設備投資の持ち直しは緩やかなペースに止まるとみるが、輸出・生産が再び回復に向かいストック調整が一巡する2011 年度以降は徐々に持ち直しの勢いが増す展開となろう。

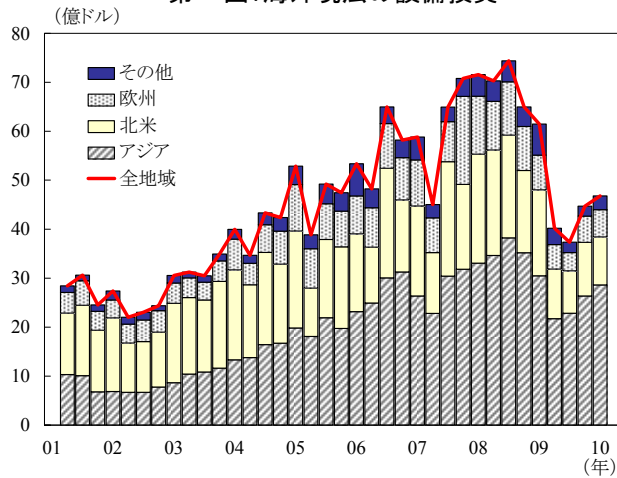


(注) 資本係数＝民間企業資本ストック÷GDP。
GDPは当室見通し。民間企業資本ストックは直近3期の平均増加率で延長。
(資料) 内閣府「民間企業資本ストック」、「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国内とは対照的に、海外の設備投資は持ち直しが明確

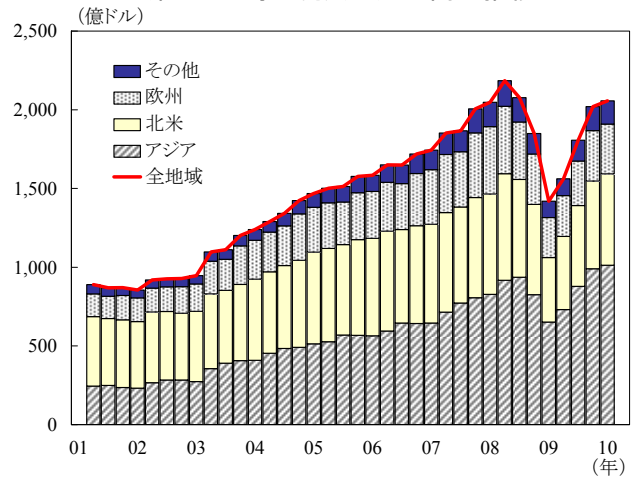
なお、設備投資の先行きをみる上で、海外への設備投資の流出が懸念される。これまで日系企業の海外現法における設備投資は、長期的に増加基調を辿ってきた（第14図）。アジアなどの海外需要を取り込むべく企業が海外へ進出し、現地の生産能力を増強してきたことが背景にある（第15図）。グローバル金融危機後、海外の設備投資は落ち込んだものの、足元では国内と対照的に持ち直しの動きが明確である。

第14図：海外現法の設備投資



(資料) 経産省「海外現地法人四半期調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：海外現法の売上高の推移

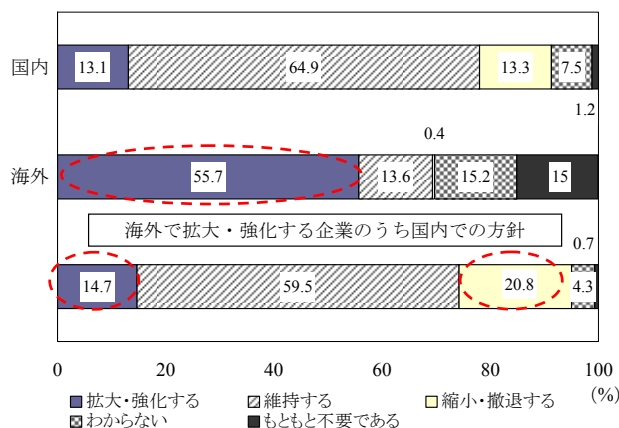


(資料) 経産省「海外現地法人四半期調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国内で積極的な事業展開を計画する企業は少数 製造業の中期的な事業展開の方針をみると、海外で「拡大・強化する」企業が半分以上を占めており、今後も海外の設備投資は増加基調が継続するとみられる（第16図）。一方、海外で「拡大・強化する」とした企業の国内での方針をみると「維持する」が59.5%と過半を占めるものの、「縮小・撤退する」が20.8%と「拡大・強化する」の14.7%よりも多く、国内における製造業の設備投資の拡大は見込み難くなってきている。

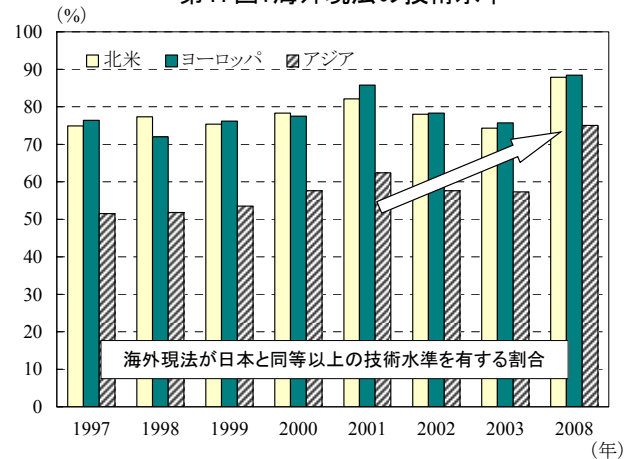
国内で企業の競争力を高める施策が必要 また、海外現法の技術水準はアジアを中心にここ数年で大きく向上しているため（第17図）、国内生産の拠り所であったハイエンド商品に関しても、国内に生産を留める必要は低下してきている。また内需の構造的な弱さや円高といった要素を鑑みれば、これまで以上に企業の海外シフトは進み易く、相対的に国内の設備投資の下押し要因となる懸念は強まっている。為替の安定や法人税率引き下げなど企業の国際競争力を高め、海外逃避による産業の空洞化を防ぐ施策が遅れれば、設備投資の下振れリスクが高まろう。

第16図：製造業の事業展開の中長期方針



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：海外現法の技術水準



(資料) 経産省「海外事業活動基本調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 家計部門

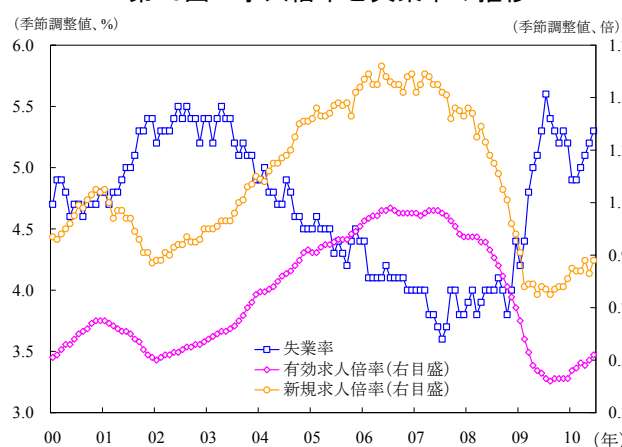
①雇用・所得

雇用・所得環境は改善がみられる部分もあるが、足元では一進一退の動き

足元の雇用環境の改善は足踏み状態となっている。求人倍率は緩やかながら改善を続けており雇用の先行きに明るさも見られるが、完全失業率は4ヵ月連続で悪化するなど、一進一退の動きが続いている(第18図)。

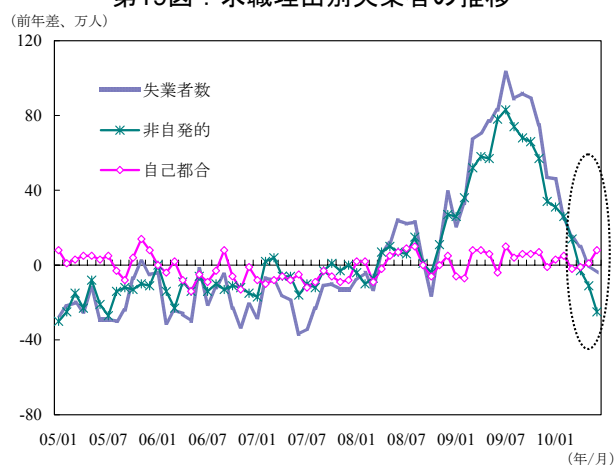
ただし、このところの失業率の上昇は、景気回復局面で新たに職を探す人が出始めていることによる面もある。実際、求職理由別の失業者数の推移をみると、勤め先都合などの非自発的な理由による失業者が減少を続けている一方、自己都合による離職者は幾分増加している(第19図)。

第18図：求人倍率と失業率の推移



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

第19図：求職理由別失業者の推移



(資料) 総務省「労働力調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用環境は緩やかながら改善を続ける見込み

先行き、雇用は医療・福祉などの人手不足となっている分野を中心に緩やかながら改善すると見込む。企業の雇用人員の先行き判断も改善を続けており、雇用環境の回復を下支えしよう。ただし、製造業などでは依然として労働力の過剰感が強く新規雇用に慎重な企業が多いことや、今後、業績の回復から雇用調整助成金の対象外となる企業が増加する虞もあり、今しばらくは雇用の改善は足踏み状態となろう。失業率は、目先、生産の減速をうけて高止まりが続く公算が大きい。来年度以降は生産の再加速をうけて、再び緩やかな低下局面に入ると予想する。

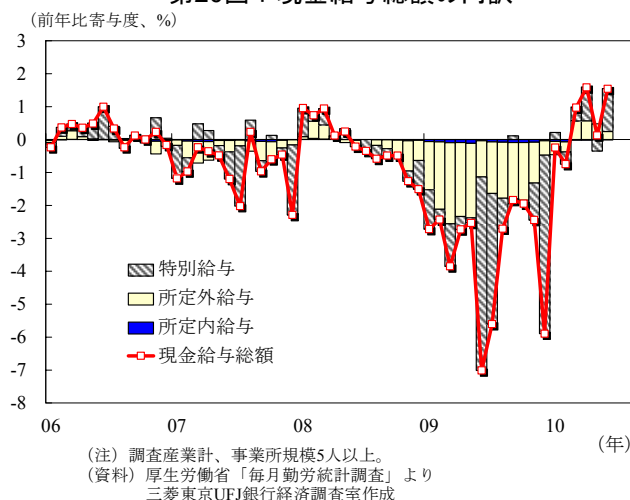
賃金は、企業の生産回復にともなって所定外労働時間が増加したことにより、残業代などの所定外給与の増加を中心に回復してきた。6月の現金給与は4ヵ月連続で前年水準を上回り、改善基調を維持している(第20図)。また、企業業績の回復によって製造業を中心に夏のボーナスも前年を上回る業種が多く、ボーナスの支給額も底を打ったと言えよう。

賃金の伸びは年末にかけて一旦頭打ちとなるが、来年以降は緩やかに改善

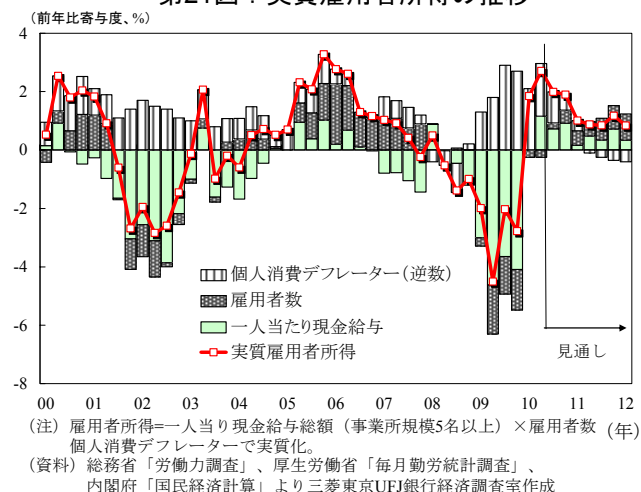
先行き、企業業績の回復にともなって賃金も回復を続けると予想する。足元で企業の生産の伸びが鈍化し始めており、これまで給与の改善の背景にあった所定外労働時間・給与の伸びも鈍化することが見込まれるため、賃金の伸びは一旦頭打ちとなることが予想される。しかしながら、来年以降は生産が再び持ち直し基調に復する見込みであり、賃金も徐々に増加す

ると見込む。ただし、失業率の低下ピッチは緩やかとみられるほか、相対的に賃金の低いパートタイム労働者の比率が高まっていることから所定内給与の回復力が弱いため、雇用者所得の伸びは緩やかなものに止まろう（第21図）。

第20図：現金給与総額の内訳



第21図：実質雇用者所得の推移

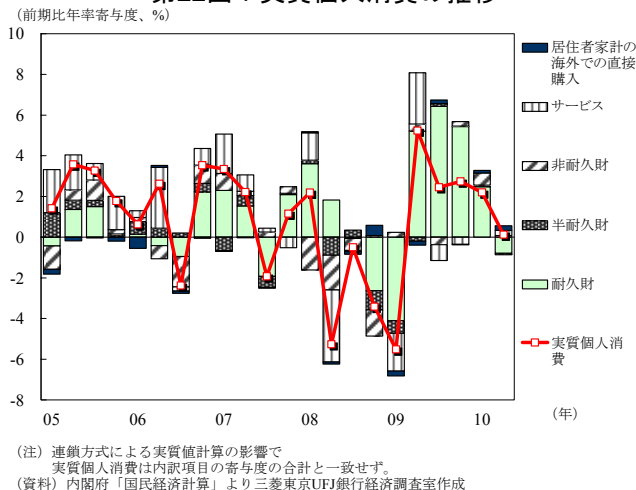


②個人消費

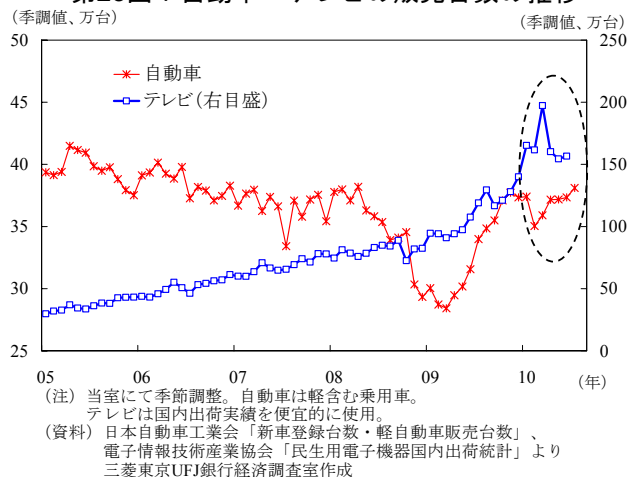
政策効果の剥落から、個人消費は減速

4-6 月期の実質個人消費は前期比年率+0.1%とかわろうじてプラスを維持したものの、伸び幅を大幅に縮小させた（第22図）。これまで個人消費の回復を牽引してきた耐久財の消費が同▲4.9%と大きく減少したことが全体を押し下げた形となった。4月以降エコポイントの対象機種が削減されたことから薄型テレビの販売が鈍化したことや、自動車の販売も昨年末から頭打ちとなっていることが影響した（第23図）。

第22図：実質個人消費の推移



第23図：自動車・テレビの販売台数の推移

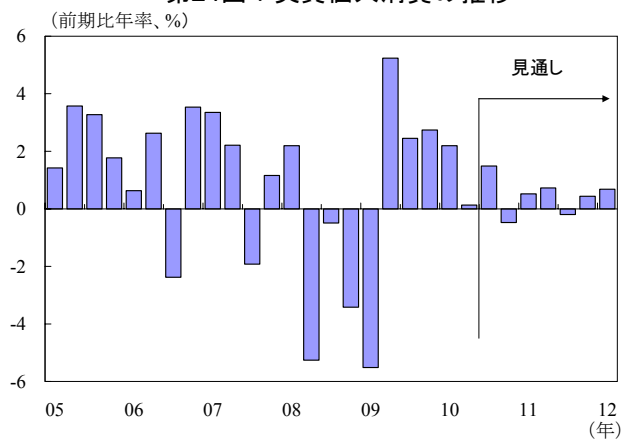


雇用・所得環境の改善に伴い、10-12月期を除けば個人消費は改善基調を維持する

先行き、個人消費は7、8月の猛暑効果や9月末に向けた自動車購入の駆け込みもあり、7-9月期は底堅く推移するとみるが、10月以降は駆け込みの反動から一旦落ち込むと予想する（第24図）。自動車販売は、エコカー補助金が9月末で終了することが決定されたこともあり、足元では駆け込みが見られるが（前掲第23図）、補助金制度終了後には駆け込み需要の反動から販売が落ち込む可能性が高い。自動車メーカーの中には10月に2割程度の減産を計画している企業もあり、仮に10-12月期の販売が15%程度落ち込むとすると、個人消費は前期比で▲0.1%pt程度（前期比年率▲0.39%pt）押し下げられる。また、エコポイント延長の可能性や地デジ移行が2011年7月であることから、今後も薄型テレビの購入などによる消費の下支えが期待されるが、足元のテレビ販売は横這いで推移していることに加え（前掲第23図）、3月末時点での地デジ普及率が83.8%と高水準に達していることを鑑みると、制度延長による消費の一層の押し上げ効果は見込み難い。

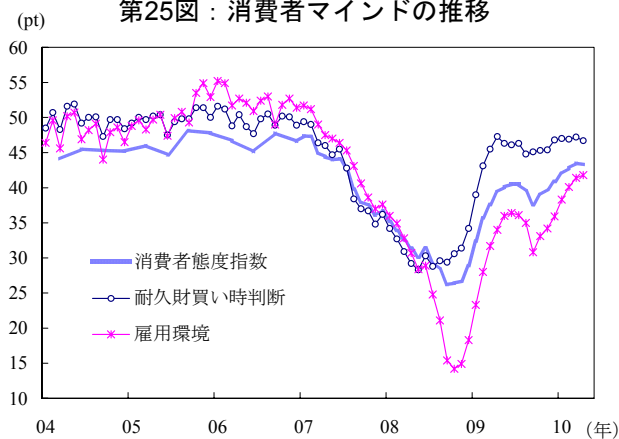
一方、今後も引き続き企業業績が回復することにともない、消費のベースとなる雇用・所得環境の改善基調が途切れることはないとみられ、個人消費は10-12月期の落ち込みを除けば、力強さには欠けるものの改善基調を維持すると予想する。エコカー補助金の終了決定や円高・株安などをうけ消費マインドは足元でやや低下したものの、水準としては2007年10月を上回るレベルまで回復していることも消費の回復を下支えしよう（第25図）。

第24図：実質個人消費の推移



(資料) 内閣府「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第25図：消費者マインドの推移



(注) 2007年3月までは四半期の季節調整値、4月以降は月次の原数値。
(資料) 内閣府「消費動向調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、6月から支給開始となった子ども手当は家計の所得を増加させることから、引き続き今年度の個人消費の下支えとなることが期待される（第3表）。ただし、来年1月以降、15歳以下の扶養親族に対する扶養控除や16～18歳の特定扶養親族に対する扶養控除の上乗せ部分が廃止される為、2011年度の支給額によっては可処分所得の下押し要因となる可能性もあり注意を要する。

第3表：子ども手当の個人消費に与える影響

◆2011年度以降も月額13,000円支給となり、配偶者控除は維持、扶養控除の年少分・特定扶養控除が廃止になった場合
(兆円)

	2010年度	2011年度
子ども手当	2.3	2.7
児童手当廃止	▲1.0	▲1.0
扶養控除(年少分)廃止(所得税)	▲0.1	▲0.5
特定扶養控除(所得税)	-	▲0.1
農家戸別補償	0.6	0.8
高校授業料実質無償化	0.4	0.4
家計所得の増加額	2.2	2.3
個人消費の増加額	1.2	1.3
個人消費の押し上げ効果	0.4%	0.4%
GDPの押し上げ効果	0.3%	0.3%

(注) 個人消費の増加額=家計所得の増加×30-49歳世帯の平均消費性向(55.0%)
個人消費の押し上げ効果=個人消費の増加額/名目個人消費(見通し)
GDP押し上げ効果=消費押し上げ効果/名目GDP(見通し)

(資料) 民主党マニフェスト、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(注)

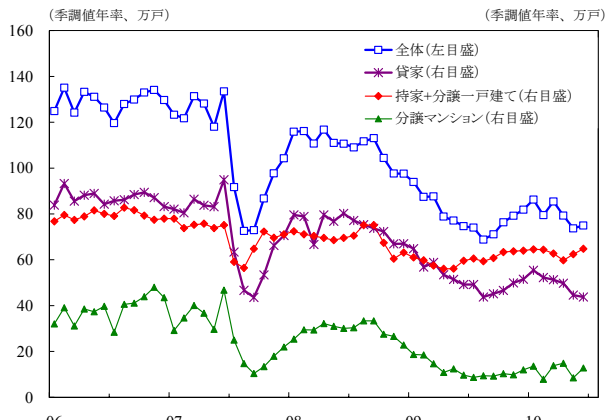
- ・2010年度の子ども手当(月額13,000円)の支給は時限立法であるため、2011年度以降の支給には新たな法案の成立が必要となる。
- ・2011年度以降の支給額に関しては、政権公約で掲げた月額26,000円の満額支給は難しく、財源を確保しつつ増額幅が決定される見込み。
- ・子ども手当の支給や高校授業料の無償化開始にともない2011年1月から15歳以下の年少扶養親族に対する扶養控除(38万円)や16~18歳までの特定扶養親族に対する扶養控除の上乗せ部分(25万円)が廃止される。
- ・個人住民税に関しても、2012年6月から15歳以下の年少扶養親族に対する控除(33万円)及び、16~18歳までの特定扶養親族に対する扶養控除の上乗せ部分(12万円)が廃止される。

③住宅投資

4-6 月期の住宅投資は着工の落ち込みから減少

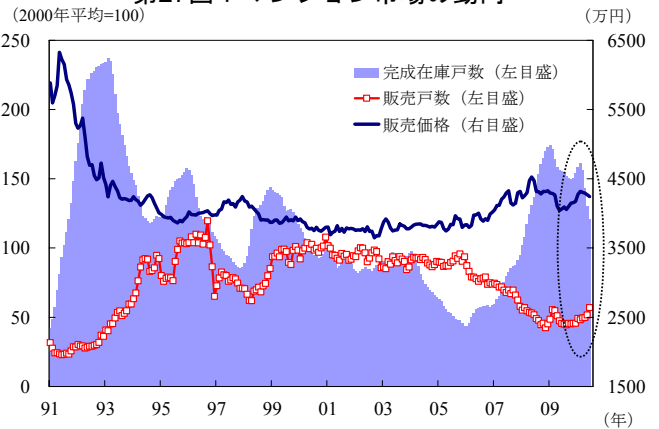
4-6 月期の住宅投資は前期比年率▲5.0%と減少し、再びマイナスに転じた。雇用・所得環境の改善が緩やかであったことや税制優遇などの政策効果の逡巡から、住宅着工戸数が落ち込んだことが主因となった。住宅着工を利用関係別にみると、持家+分譲一戸建ては4月に落ち込んだものの、5月以降は住宅エコポイントなど新たな政策の効果もあり、持ち直しをみせた。一方で、分譲マンションは在庫率が依然として高水準であることや、販売価格が高止まりしていることから着工が抑制され、底這いでの推移となっている(第26、27図)。

第26図：利用関係別 新設住宅着工戸数の推移



(注) 分譲マンション・分譲一戸建ては当室にて季節調整。
(資料) 国土交通省「建築着工統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第27図：マンション市場の動向



(注) データは3ヵ月平均値。
販売価格は、首都圏・近畿圏の新規マンション販売価格をそれぞれ販売戸数で加重平均したもの。完成在庫・総販売戸数は、首都圏・近畿圏の単純合算。
(資料) (株)長谷工コーポレーション「CRI」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成。

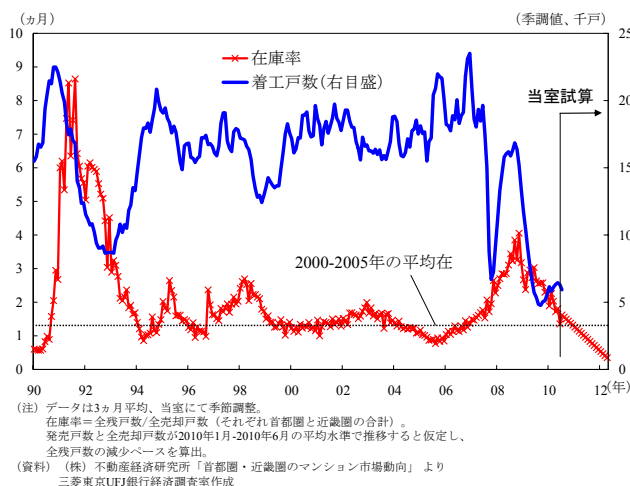
住宅投資は着工の持ち直しから緩やかに改善する見込み

先行き、住宅投資は雇用・所得環境の改善や住宅エコポイントなどの政策に下支えされ緩やかながら改善すると予想する。これまで在庫調整から着工が抑制されてきたマンションは都心部を中心に販売が好調に推移しており、在庫調整も加速しつつある。現状のペースで調整が進めば、在庫率は年内にも2000~2005年の平均水準まで低下することになり、2011年以降は着工が持ち直し始めると予想する(第28図)。ただし、住宅一次取得者層である30代後半から40代前半の層の持家率は既に高水

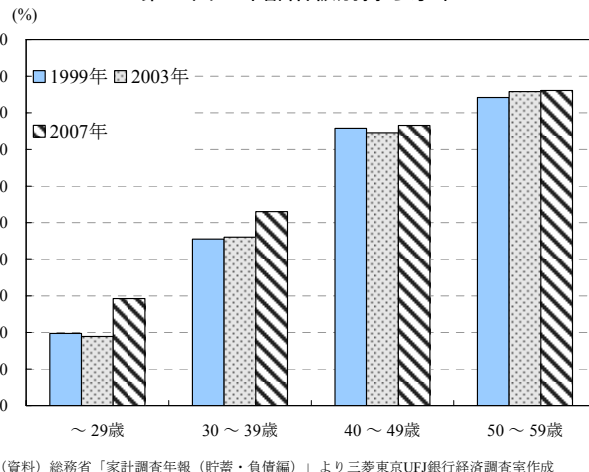
コアCPIは2011年
前半に上昇に転じ
る見込み

準に達していることや（第29図）、雇用・所得環境の改善スピードが緩慢であること、2011年以降住宅ローンの減税枠や住宅取得目的の贈与税の非課税枠が縮小されることもあり、住宅投資の改善は緩やかなものに止まろう。

第28図：マンション在庫率と着工戸数の推移



第29図：年齢階級別持ち家率

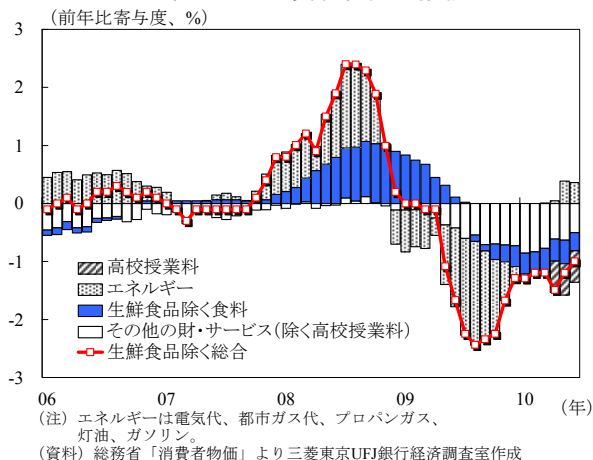


(3) 物価

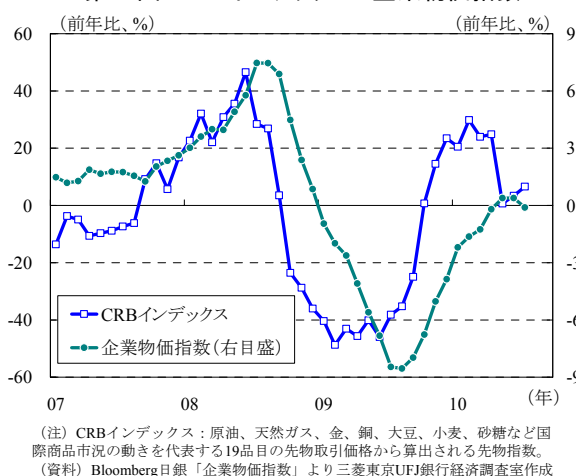
デフレ圧力は徐々
に緩和しつつある

物価は下落基調が続いているものの、徐々にではあるがデフレ圧力が緩和する動きが伺える。消費者物価（生鮮食品除く総合、コアCPI）は、4月に高校授業料無償化の影響から一旦マイナス幅が拡大したが、その後は2ヵ月連続でマイナス幅が縮小した（第30図）。他方、国際商品市況を表すCRBインデックスが前年比一桁の伸びに止まるなか、7月の企業物価指数は3ヵ月ぶりに下落に転じた（第31図）。資源価格が落ち着いていることで、川上物価の上昇圧力は限定的となっている。

第30図：消費者物価の推移

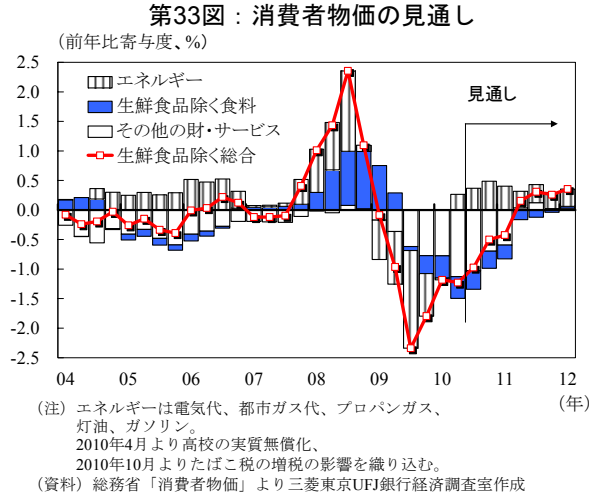
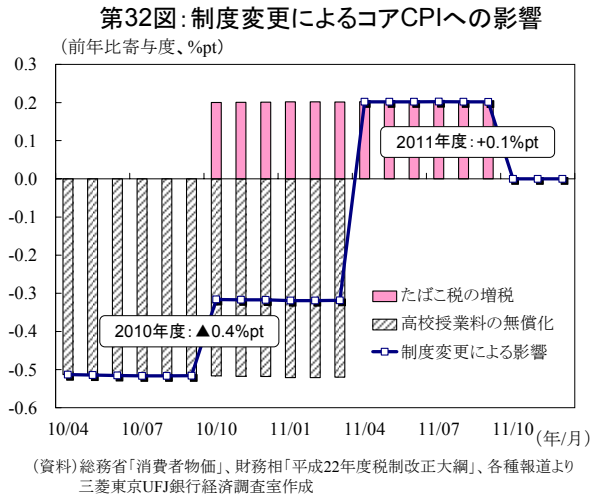


第31図：CRBインデックスと企業物価指数



物価の先行きをみる上では、需給バランスに基づく物価のトレンドとは別に、制度変更が物価の変動要因となることに留意が必要である。4月から始まった高校授業料無償化や10月からのたばこ税の増税によってコアCPIは2010年度に▲0.4%pt、2011年度に+0.1%pt変動する見込みであ

る（第 32 図）。今後の基調としては、デフレギャップがごく緩やかながらも縮小していくことで、物価の下落圧力は徐々に弱まっていく展開を予想する。ただし、コア CPI は上述の制度変更の影響もあり当面は下落基調が継続するとみられ、上昇に転じるのは 2011 年前半となろう（第 33 図）。



3. 金融

(1) 金融政策、短期金利

日銀は金融緩和を
継続

日銀はデフレ脱却に向けた取り組みとして、政策金利を 0.10% と極めて低い水準に据え置いている。また、昨年から導入した固定金利方式共担オペ等を通じた積極的な流動性供給（広義の量的緩和）のほか、成長分野への低利の資金供給を促す措置にも着手した。もともと、円高を背景に与野党の一部からは日銀に対し、一段の金融緩和を求める声が上がっている。日銀は、円高による下振れリスクを警戒しつつも、今のところ日本経済は緩やかに回復しつつあるとの判断に基づき、8 月の金融政策決定会合では金融政策の現状維持を決定した。

追加緩和の可能性
が高まる

ただし、円高圧力が高まりやすい環境が当面続くと予想されるなか、政府は追加経済対策の策定に着手しており、今後、日銀も追加緩和に踏み切る可能性は高まっている。2008 年以降で日銀が金融緩和に動いたタイミングを振り返ると、金融市場が大きく動いた時期や政府が経済対策を取りまとめた局面が多い（第 4 表）。

第4表：日銀が金融緩和を行った局面での金融市場と政府の動向

	金融市場	政府	金融政策
2008年10月	1ドル=92円台まで円高進行。 日経平均8,000円割れ。	経済対策閣議決定	政策金利を0.50%から0.30%に引き下げ
2008年12月	1ドル=87円台まで円高進行。 日経平均が再び8,000円割れ。	経済対策閣議決定	政策金利を0.30%から0.10%に引き下げ 企業金融支援特別オペ導入
2009年12月	11月末に1ドル=84.82円まで円高進行。 日経平均は11月に2ヵ月半ぶりの安値更新。	経済対策閣議決定	固定金利型共担オペ導入
2010年3月	1ドル=88円台と約3ヵ月ぶりの円高。 日経平均は2月に約2ヵ月ぶりに10,000円割れ。		固定金利型共担オペ増額
2010年8月	1ドル=84.73円まで円高進行。 日経平均は年初来最安値を更新。	経済対策策定に着手	

(資料) 日銀資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

短期金利は日銀の金融緩和を背景に低下傾向を辿っている。ユーロ円Tibor3 ヲ月物は足元 0.37%台と 2006 年以來の水準まで低下しており、先行きも金融緩和の継続を背景に緩やかに低下を続けると予想する。

(2) 長期金利

長期金利は約 7 年ぶりに 1%を割り込む

米国の長期金利低下やそれに伴う円高・株安を背景に、長期金利は一段と低下し、足元の新発 10 年国債利回りは約 7 年ぶりに 1%を割り込んでいる(第 34 図)。先行き、米国のデフレ懸念や欧州のソブリン問題等の不安材料がくすぶり続ける中、日銀に対する追加緩和期待もあり、長期金利は低水準で推移する公算が大きい、振れも大きくなろう。

第34図：新発10年国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

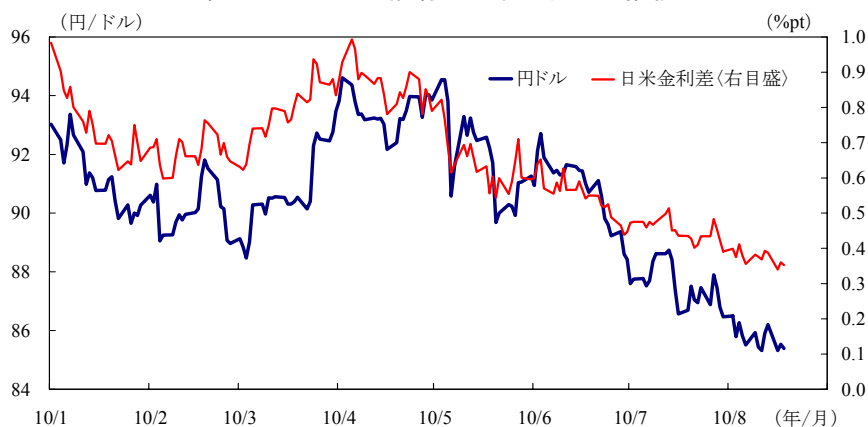
(3) 為替

日米金利差の縮小から円高が進行

為替相場では円高ドル安傾向が続いており、8月11日には一時1ドル=84.73円と1995年以來の水準まで上昇した(第35図)。足元の円高進行の要因は、米国の金融緩和長期化観測の高まりによる日米金利差の縮小である。米FRBが8月10日のFOMCで、保有する不動産担保証券(MBS)のうち満期が到来した分の長期国債への再投資を決定したこと(注)、

金融市場では出口戦略が後退したとの見方が強まり、金利低下圧力が増大した。とくに金融政策の影響を受けやすい、米2年物国債利回りは0.5%を下回り、過去最低を更新した。

第35図：円ドル相場と日米金利差の推移



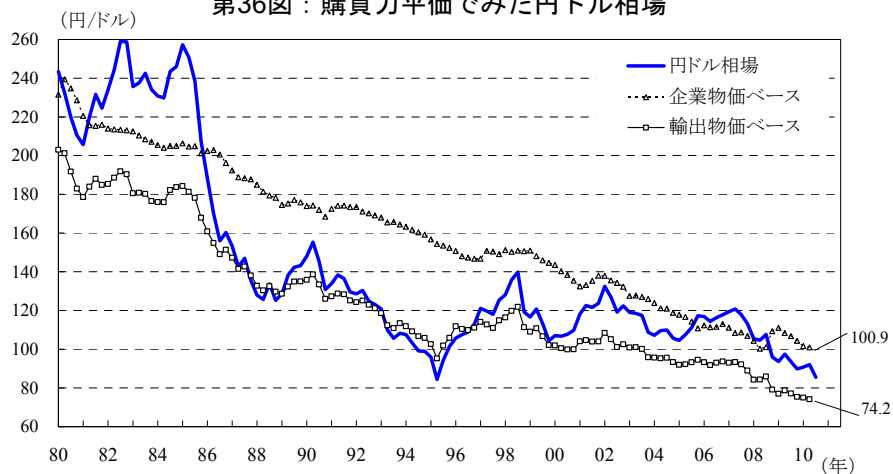
(注) 日米金利差＝米2年物国債利回り－日2年物国債利回り
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(注) 当初の方針では、満期到来分の再投資は行わず、米FRBのバランスシートを縮小させていくことが予定されていた。

一段の円高進行の可能性も否定できず

先行き、米国景気の回復テンポ鈍化が予想されるなか、円高圧力が高まりやすい地合が継続する公算が大きい。1980年代後半以降、円高の上限を画してきた輸出物価ベースの円ドルの購買力平価は、足元1ドル＝70円台の半ばにあるため（第36図）、一段の円高進行の余地が存在することは否定できない。今後、米FRBによる追加緩和観測が浮上したり、欧州ソブリン問題の再燃など世界経済の先行き不透明感を高める何らかのショックが発生した場合には、円の一段高を警戒する必要があるだろう。

第36図：購買力平価でみた円ドル相場



(注) 購買力平価＝基準年次の為替相場(73年平均1ドル＝¥271.40)

× (日本の物価指数/米国の物価指数)

輸出物価は、企業物価ベースとGDPデフレーターベースの単純平均

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

(岩岡 聰樹、高山 真、石丸 伸二、西村 実季子)

日本経済金融見通し

平成22年（2010年）8月20日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室
（単位：％、10億円）

見通し

	2009				2010				2011				2012	2009年度	2010年度	2011年度
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	▲16.6	2.3	▲2.4	1.6	5.6	▲3.2	1.3	▲0.1	0.8	2.0	1.9	2.6	3.0	▲3.6	0.5	1.6
実質GDP	▲16.6	10.4	▲1.0	4.1	4.4	0.4	2.1	0.3	0.9	1.8	1.6	2.3	2.7	▲1.9	1.9	1.5
GDPデフレーター														▲1.7	▲1.4	0.1
個人消費	▲5.5	5.2	2.5	2.7	2.2	0.1	1.5	▲0.5	0.5	0.7	▲0.2	0.4	0.7	0.7	1.2	0.4
住宅投資	▲25.9	▲33.2	▲25.8	▲10.9	1.2	▲5.0	0.4	0.8	0.2	2.0	2.8	3.0	3.2	▲18.5	▲4.0	1.8
設備投資	▲31.4	▲17.9	▲7.0	6.1	2.2	1.9	2.6	3.0	4.1	5.7	6.6	7.4	7.8	▲15.3	2.4	5.5
民間在庫(10億円)	369	1,245	▲357	▲1,397	▲1,223	▲2,031	▲1,400	▲1,300	▲1,000	▲700	▲350	50	450	▲349	▲1,444	▲149
政府支出	3.9	7.6	▲1.1	1.4	1.2	▲1.8	0.1	▲2.0	▲1.9	▲0.5	0.5	0.7	0.7	3.0	▲0.6	▲0.4
公共投資	13.4	43.9	▲7.1	▲5.2	▲4.7	▲12.9	▲13.3	▲15.1	▲13.3	▲7.8	▲3.9	▲1.2	▲1.2	9.3	▲10.7	▲7.8
財貨・サービスの輸出	▲68.1	48.6	38.4	24.8	31.0	25.9	3.6	3.2	5.0	5.7	6.1	7.0	8.2	▲9.5	18.1	5.5
財貨・サービスの輸入	▲53.8	▲18.5	27.7	6.2	12.7	18.2	1.4	0.2	4.5	4.5	4.9	5.7	5.5	▲11.8	9.6	4.0
（<>は外需の寄与度）														<▲0.1>	<1.5>	<0.5>
最終需要（国内民間）	▲9.2	1.1	▲1.9	2.8	1.7	▲0.5	1.7	0.2	1.1	1.7	1.1	1.8	2.1	▲2.6	0.9	1.3
鉱工業生産（前期比）	▲20.1	6.6	5.3	5.9	7.0	1.4	0.3	▲0.5	0.5	0.7	0.9	0.9	1.0	▲8.9	11.0	2.3
国内企業物価（前年比）	(▲1.9)	(▲5.5)	(▲8.3)	(▲5.2)	(▲1.7)	(0.2)	(0.2)	(1.0)	(1.2)	(1.0)	(1.2)	(1.5)	(1.2)	(▲5.3)	(0.7)	(1.2)
消費者物価<除く生鮮食品>（前年比）	(▲0.1)	(▲1.0)	(▲2.3)	(▲1.8)	(▲1.2)	(▲1.2)	(▲0.9)	(▲0.5)	(▲0.4)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(▲1.6)	(▲0.8)	(0.3)
2. 国際収支																
貿易収支	▲288	1,042	1,352	1,906	2,370	1,781	2,529	2,618	2,707	2,660	2,924	2,975	3,039	6,670	9,635	11,597
経常収支	2,181	3,516	3,626	3,966	4,654	3,647	4,481	4,632	4,782	4,795	5,120	5,232	5,357	15,762	17,541	20,504
3. 金融																
無担保コール翌日物	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.30	0.30	0.50	0.50	0.10	0.10	0.50
ユーロ円TIBOR（3ヵ月物）	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4	0.6
新発10年国債利回り	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.2	1.4	1.7	1.6	1.7	1.7	1.4	1.2	1.7
円相場（円／ドル）	94	97	94	90	92	92	86	86	89	89	92	93	94	93	88	92

（注）1.無担保コール翌日物は期末値。ユーロ円TIBOR、新発10年国債利回り、円相場は期中平均値。国内企業物価、消費者物価は基準改定後のベース。

主要経済金融指標(日本)
2010年8月20日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

[特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績]

	2008年度	2009年度	2009年		2010年		2010年				
			7-9	10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 3.7	▲ 1.9	▲ 1.0 (▲ 5.2)	4.1 (▲ 1.0)	4.4 (4.70)	0.4 (2.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.5		1.1 (▲ 7.0)	0.1 (▲ 3.7)	1.4 (3.7)	0.8	▲ 0.6 (5.0)	1.9 (4.0)	0.1 (3.3)	0.1 (3.0)	
鉱工業生産指数	▲ 12.7	▲ 8.9	5.3 (▲ 19.4)	5.9 (▲ 4.3)	7.0 (27.45)	1.5 (21.0)	1.2 (31.8)	1.3 (25.9)	0.1 (20.4)	▲ 1.1 (17.3)	
鉱工業出荷指数	▲ 12.6	▲ 8.4	5.8 (▲ 18.8)	5.9 (▲ 3.3)	7.2 (26.49)	1.6 (21.8)	2.0 (29.9)	1.4 (27.1)	▲ 1.7 (21.0)	0.2 (18.1)	
製品在庫指数	▲ 5.2	▲ 6.0	▲ 1.8 (▲ 12.1)	▲ 1.5 (▲ 14.6)	1.1 (▲ 6.0)	3.4 (1.2)	▲ 1.6 (▲ 6.0)	0.6 (▲ 3.4)	2.0 (▲ 0.8)	0.7 (1.2)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	121.9	120.4	124.3 [107.3]	114.7 [123.4]	106.2 [149.6]	106.2 [136.4]	102.3 [145.2]	103.5 [140.3]	108.5 [140.3]	106.7 [128.5]	[127.0]
国内企業物価指数	3.1	▲ 5.3	0.0 (▲ 8.3)	▲ 0.7 (▲ 5.2)	0.3 (▲ 1.7)	0.6 (0.19)	0.2 (▲ 1.3)	0.4 (▲ 0.2)	0.2 (0.39)	▲ 0.4 (0.39)	▲ 0.1 (▲ 0.1)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	1.2	▲ 1.6	▲ 0.4 (▲ 2.3)	▲ 0.2 (▲ 1.8)	▲ 0.6 (▲ 1.2)	0.0 (▲ 1.2)	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.5 (▲ 1.5)	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.1 (▲ 1.0)	
稼働率指数 (2005年=100)	88.7	80.0	77.0 [100.4]	81.8 [87.1]	90.3 [65.4]	90.4 [71.8]	90.6 [63.1]	90.6 [68.8]	91.3 [72.8]	89.4 [73.7]	[75.9]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 14.1	▲ 20.6	▲ 0.7 (▲ 27.3)	1.1 (▲ 14.0)	2.9 (▲ 1.8)	0.3 (3.3)	5.4 (1.2)	4.0 (9.4)	▲ 9.1 (4.3)	1.6 (▲ 2.2)	
製造業	▲ 22.4	▲ 27.8	▲ 6.6 (▲ 45.7)	16.2 (▲ 17.3)	13.6 (28.96)		2.7 (22.1)	▲ 5.5 (27.0)	▲ 13.5 (9.3)	9.9 (6.9)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 6.8	▲ 15.8	3.7 (▲ 12.0)	▲ 7.0 (▲ 10.8)	▲ 3.4 (▲ 15.1)		11.1 (▲ 8.0)	5.3 (0.8)	▲ 6.0 (1.5)	▲ 3.9 (▲ 7.7)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 17.6	▲ 24.3	0.6 (▲ 34.4)	4.9 (▲ 21.4)	14.3 (5.84)	7.4 (29.62)	0.1 (10.99)	4.4 (30.00)	▲ 5.0 (24.2)	7.3 (34.1)	
建設受注	▲ 12.3	▲ 14.2	(▲ 25.4)	(▲ 18.4)	(18.7)	(▲ 9.9)	(42.3)	(▲ 25.0)	(9.2)	(▲ 10.2)	
民需	▲ 19.0	▲ 15.3	(▲ 27.2)	(▲ 20.4)	(29.9)	(▲ 8.0)	(75.3)	(▲ 31.3)	(10.2)	(▲ 0.4)	
官公庁	23.5	▲ 11.1	(3.1)	(▲ 21.4)	(▲ 10.5)	(▲ 13.3)	(▲ 14.3)	(▲ 18.9)	(▲ 13.5)	(▲ 10.6)	
公共工事請負金額	0.1	4.9	(11.2)	(6.3)	(▲ 11.8)	(▲ 3.5)	(▲ 16.0)	(▲ 0.1)	(▲ 5.9)	(▲ 5.8)	(▲ 8.8)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	103.4 (0.3)	77.8 (▲ 25.4)	71.3 (▲ 35.8)	79.1 (▲ 20.9)	83.7 (▲ 6.6)	76.0 (▲ 1.1)	85.4 (▲ 2.4)	79.3 (0.6)	73.7 (▲ 4.6)	75.0 (0.6)	
新設住宅床面積	(▲ 2.3)	(▲ 21.5)	(▲ 31.7)	(▲ 15.1)	(▲ 3.4)	(3.9)	(1.0)	(5.7)	(0.5)	(5.5)	
小売業販売額	▲ 1.1	▲ 0.4	(▲ 1.9)	(▲ 0.7)	(3.8)	(3.7)	(4.7)	(4.9)	(2.9)	(3.3)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 2.8	1.0	0.0 (▲ 2.3)	0.5 (▲ 3.2)	0.0 (▲ 3.2)	▲ 1.6 (▲ 0.2)	5.9 (4.4)	▲ 6.3 (▲ 0.7)	0.7 (▲ 0.7)	2.9 (0.5)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.3	74.7	74.0 [74.3]	74.5 [71.9]	74.4 [74.0]	71.9 [74.8]	78.1 [75.0]	72.7 [74.9]	72.8 [72.1]	71.0 [75.6]	[74.8]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 7.0	▲ 8.5	1.9 (▲ 14.9)	2.8 (▲ 7.7)	5.0 (10.0)	0.9 (10.8)	0.9 (14.5)	1.1 (11.9)	▲ 1.2 (10.4)	▲ 0.2 (10.2)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 1.1	▲ 3.3	(▲ 3.6)	(▲ 4.1)	(0.0)	(1.3)	(1.0)	(1.6)	(0.1)	(1.8)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	29076.0	▲ 77894.3	▲ 106546.5 [65,668.3]	▲ 109742.7 [49,422.3]	1682.9 [▲ 71,698.8]	10188.4 [▲ 96,970.8]	6084.6 [▲ 79,386.1]	3912.2 [▲ 82,890.6]	15832.6 [▲ 104,334.8]	10820.5 [▲ 103,687.1]	[▲ 105,644.4]
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.78	0.45	0.43 [0.86]	0.43 [0.74]	0.47 [0.59]	0.50 [0.46]	0.49 [0.53]	0.48 [0.48]	0.50 [0.46]	0.52 [0.45]	[0.43]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.1	5.2	5.4 [4.0]	5.2 [4.1]	4.9 [4.5]	5.2 [5.1]	5.0 [4.8]	5.2 [5.0]	5.2 [5.1]	5.3 [5.3]	[5.6]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	25.6	39.9	42.4 [28.5]	36.7 [19.8]	42.8 [21.6]	48.3 [37.7]	47.4 [28.4]	49.8 [34.2]	47.7 [36.7]	47.5 [42.2]	49.8 [42.4]
企業倒産件数 (実数、件数)	16,146 (12.3)	14,732 (▲ 8.7)	3,782 (▲ 6.2)	3,529 (▲ 13.2)	3,467 (▲ 17.7)	3,323 (▲ 15.9)	1,314 (▲ 14.5)	1,154 (▲ 13.1)	1,021 (▲ 15.1)	1,148 (▲ 19.2)	1,066 (▲ 23.0)

2. 国際収支

[特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績]

	2008年度	2009年度	2009年		2010年		2010年				
			7-9	10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月
通関輸出	▲16.4	▲17.1	(▲34.4)	(▲8.0)	(43.3)	(33.2)	(43.5)	(40.4)	(32.1)	(27.7)	
価格	▲3.3	▲7.0	(▲12.6)	(▲6.5)	(▲0.3)	(0.3)	(▲0.3)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	
数量	▲14.3	▲9.9	(▲24.9)	(▲1.2)	(43.8)	(32.8)	(43.9)	(39.5)	(31.9)	(27.5)	
通関輸入 (円建)	▲4.1	▲25.2	(▲39.5)	(▲20.9)	(18.9)	(27.8)	(20.6)	(24.3)	(33.6)	(26.1)	
価格	0.6	▲18.5	(▲30.8)	(▲16.4)	(5.0)	(7.2)	(3.2)	(5.7)	(9.3)	(6.8)	
数量	▲5.7	▲7.3	(▲12.6)	(▲5.0)	(13.1)	(19.2)	(16.9)	(17.6)	(22.3)	(18.1)	
経常収支 (億円)	123,362	157,817	40,888	34,099	50,316	34,945	25,564	12,421	12,053	10,471	
貿易収支 (億円)	11,589	65,996	13,431	20,477	20,410	20,191	10,890	8,591	3,910	7,690	
サービス収支 (億円)	▲20,469	▲18,185	▲4,278	▲4,797	▲2,184	▲5,795	105	▲4,255	▲438	▲1,102	
資本収支	▲173,053	▲123,113	▲28,076	▲17,250	▲57,057	▲16,726	▲36,945	493	▲12,834	▲4,385	
外貨準備高 (百万ドル)	1,018,549	1,042,715	1,052,598	1,049,397	1,042,715	1,050,235	1,042,715	1,046,873	1,041,318	1,050,235	1,063,513
対ドル円レート (期中平均)	100.46	92.80	93.61	89.68	90.65	92.01	90.52	93.38	91.74	90.92	87.72

3. 金融

		2008年度	2009年度	2009年		2010年		2010年				
				7-9	10-12	1-3	4-6	3月	4月	5月	6月	7月
コール・レート (無担保翌日物)		0.363	0.102	0.103 [0.501]	0.104 [0.333]	0.098 [0.110]	0.093 [0.103]	0.097 [0.100]	0.093 [0.104]	0.091 [0.102]	0.095 [0.104]	0.094 [0.102]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)		0.805	0.516	0.543 [0.854]	0.498 [0.831]	0.443 [0.693]	0.388 [0.579]	0.434 [0.649]	0.396 [0.602]	0.388 [0.572]	0.381 [0.565]	0.373 [0.549]
新発10年国債利回り (末値)		1.438	1.353	1.338 [1.472]	1.317 [1.347]	1.337 [1.293]	1.208 [1.420]	1.395 [1.340]	1.280 [1.430]	1.260 [1.480]	1.085 [1.350]	1.055 [1.415]
都銀貸出約定平均金利 (前期・月比増減)		1.619	1.449	1.510 (▲0.013)	1.478 (▲0.032)	1.449 (▲0.029)	1.420 (▲0.029)	1.449 (▲0.012)	1.442 (▲0.007)	1.437 (▲0.005)	1.420 (▲0.017)	
日経平均株価 (225種・末値)		8,110	11,090	10,133 [11,260]	10,546 [8,860]	11,090 [8,110]	9,383 [9,958]	11,090 [8,110]	11,057 [8,828]	9,769 [9,523]	9,383 [9,958]	9,537 [10,357]
M2平残		(2.1)	(2.9)	(2.8)	(3.3)	(2.8)	(3.0)	(2.7)	(2.9)	(3.1)	(2.9)	(2.7)
広義流動性平残		(0.1)	(0.8)	(0.5)	(1.4)	(1.2)	(1.6)	(1.0)	(1.5)	(1.9)	(1.5)	(1.3)
貸出資金吸収動向												
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(0.8)	(1.8)	(0.2)	(▲1.6)	(▲1.9)	(▲1.9)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲2.0)	(▲1.8)
	銀行計	(2.7)	(0.8)	(1.9)	(0.1)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲2.1)	(▲2.1)	(▲1.9)
	都銀等	(1.9)	(▲0.4)	(0.8)	(▲1.3)	(▲3.5)	(▲3.8)	(▲3.7)	(▲3.4)	(▲3.9)	(▲4.1)	(▲3.7)
	地銀	(3.9)	(2.4)	(3.4)	(1.8)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.2)	(0.2)
	地銀Ⅱ	(2.4)	(1.3)	(1.7)	(1.3)	(0.3)	(▲0.4)	(▲0.6)	(▲0.2)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.7)
	信金	(0.9)	(0.8)	(1.4)	(0.6)	(▲0.7)	(▲1.4)	(▲1.0)	(▲1.3)	(▲1.5)	(▲1.4)	(▲1.2)
実質預金 ＋C D (平残)	3業態計	(1.7)	(2.9)	(3.2)	(3.1)	(2.7)	(2.8)	(2.4)	(2.7)	(3.0)	(2.6)	(2.3)
	都銀	(1.7)	(3.0)	(3.9)	(2.7)	(2.5)	(2.7)	(2.0)	(2.5)	(3.2)	(2.4)	(2.0)
	地銀	(1.9)	(3.1)	(2.8)	(3.7)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.3)	(3.1)
	地銀Ⅱ	(1.3)	(1.8)	(1.4)	(2.7)	(2.0)	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(1.0)	(0.9)	(0.8)

(注) 金利は期中平均値

(資料) 内閣府「国民経済計算」、「機械受注統計」、経済産業省「第三次産業活動指数」、「鉱工業生産」、「商業販売統計」、財務省「通関統計」、「国際収支統計」、総務省「消費者物価指数」、「家計調査」、「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」、国土交通省「建築着工統計」、日本銀行「金融経済月報」、「企業物価指数」、東京商工リサーチ「全国企業倒産状況」、保証事業会社協会「公共工事前払金保証統計」等

Ⅱ. 米国

～景気減速懸念が強まるも、企業部門の堅調もあり緩やかな回復基調を維持～

1. 景気の現状

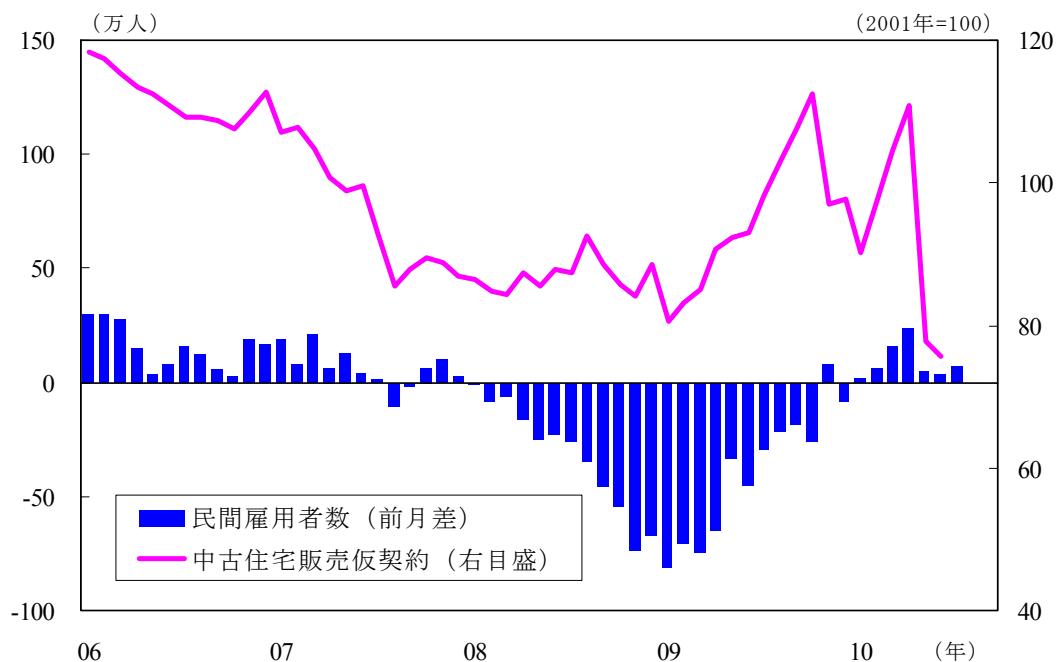
景気は緩やかな回復が継続

米国景気は緩やかな回復基調は変わらないものの、回復ペースは鈍化しており、先行き減速懸念が強まっている。

但し、回復ペースは鈍化

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 2.4%と 1-3 月期の同 3.7%から減速した。需要項目別にみると、欧州ソブリン問題を背景とした株安などで個人消費が減速。その後、欧州の信用不安は後退したが、民間雇用の増勢が鈍化するなど雇用の回復の鈍さから消費マインドは弱含んだままである。住宅投資は減税終了前の駆け込みにより急増したが、その反動で足元の販売は大きく落ち込んでおり、今後は反落が予想される（第 1 図）。また、在庫復元の動き一巡から在庫投資の増勢が鈍化。外需の寄与度も、輸出は引き続き堅調ながら輸入の急増で低下した。一方、企業収益の好調を背景に企業部門は堅調を維持しており、設備投資は機械投資を中心に約 4 年振りの高い伸びを記録した。

第 1 図：民間雇用者数と中古住宅販売



(資料) 米労働省、米不動産業協会 (NAR) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

<概要>

年内～景気の回復
ペースは緩慢

2011 年～自律回復
力が徐々に高まる
が、対策効果剥落も
あり、成長率は過去
の回復期を下回る

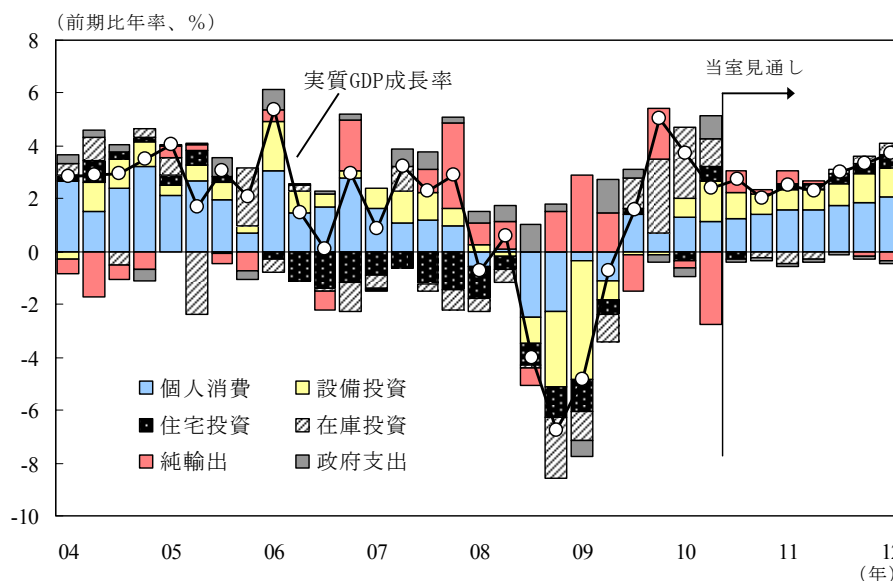
リスクは①世界的
な財政緊縮、②過度
の規制強化による
マインド萎縮など

年内については、景気回復が続くものの、回復ペースは緩慢なものに止まろう。2010 年の成長率は 2.9% となる見通しである。消費マインドの冷え込みから個人消費は低調が見込まれる。住宅投資は減税終了の影響で落ち込んだ後、底這いが続こう。設備投資は堅調を維持するが、ペントアップ・ディマンド（景気後退中に先送りしていた需要）による押し上げが一服し、伸び率は足元の高水準からスローダウンが見込まれる。また、在庫復元が一巡し、生産の伸びも鈍化が予想される。失業率は高止まりが続き、金融政策はしばらく追加緩和観測がくすぶろう。

2011 年は、構造調整圧力が限界的に弱まり、民需の自律回復力が徐々に高まるが、景気対策効果の剥落もあり回復ペースは過去の回復期を下回ろう。2011 年の成長率は 2.5% と予想される。個人消費は雇用情勢の改善とともに回復色が強まるが、バランスシート調整継続などが回復ペースを抑えよう。住宅投資も過剰在庫の解消に時間がかかり緩やかな回復に止まろう。一方、設備投資は建設投資の底入れから増勢が徐々に強まるとみられる。年前半は緩やかな在庫調整から成長率が伸び悩むが、後半は在庫調整終了、民需の自律回復力の強まりから、徐々に加速することが見込まれる。インフレ率は緩やかに上向くが、大幅なデフレギャップを背景に低水準を維持する見込みである。

なお、①世界的な財政緊縮強化、②過度の規制強化による金融収縮がもたらす家計・企業のマインド萎縮などにより、民需の回復が下振れる可能性がある点には注意を要しよう。

第 2 図：実質 GDP 成長率の推移



（資料）米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<詳細>

(1) 景気は緩やかな回復が継続

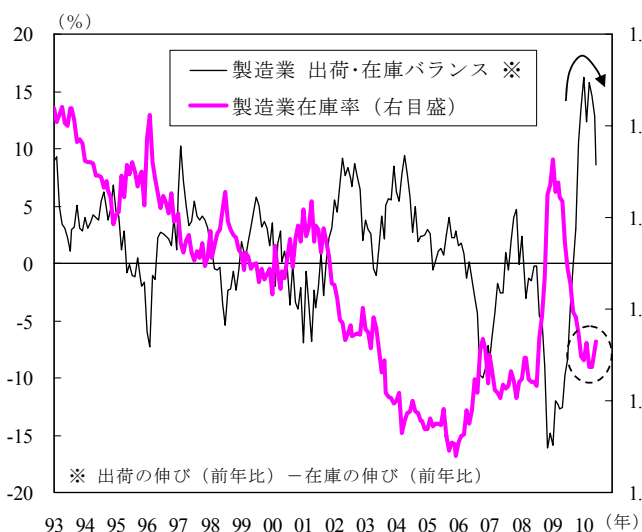
景気は足元で減速
懸念が強まるが、企
業部門の堅調もあり、回復基調維持

足元で景気減速懸念が強まっている。背景には、①住宅販売の急減、②欧州ソブリン問題、③雇用回復の遅れ、④製造業の減速、などがある。また、連邦準備制度理事会（FRB）の慎重姿勢が景気不安を煽っている面もある。しかし、景気は緩やかな回復が続く見込みである。

まず、減税終了で住宅販売が落ち込んでいるが、減少はあくまでも一時的で数ヵ月後には再び緩やかな回復軌道に戻ると予想される。目先は住宅投資の減少が避けられないが、既にピークの4割の水準まで落ち込んでいるため、景気へのインパクトは限られよう。次に、欧州の信用不安は足元では沈静化しつつある。FRBは、金融情勢が景気を支える力が低下したとして、リスクスプレッド拡大、株安、ドル高を例示したが、リスクスプレッドは既に縮小に転じ、株価も底値から反発し1万ドル台を維持。ドルの実効レートもソブリン問題前の水準近くに帰っている。また、雇用も回復ペースは鈍いが、労働分配率が低く雇用調整圧力が小さいことから、増加基調が崩れる懸念は小さい。製造業も、在庫復元が一巡して出荷在庫バランスはピークアウトしたが、在庫率の大幅な上昇は見られない（第3図）。新興国を中心とした外需の下支えもあり、調整は軽微に止まる見込みである。

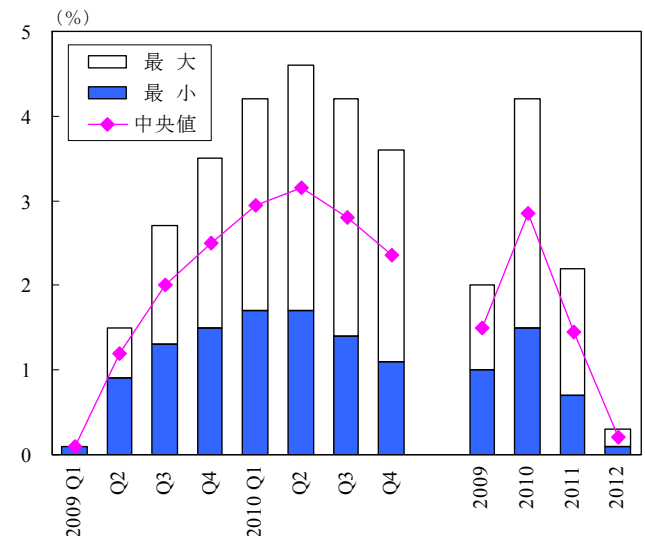
議会予算局（CBO）の試算では、昨年2月の大型景気対策の効果剥落により2011年の成長率が1.4%（中央値）押し下げられるとしているが、企業部門が堅調なことから景気は底割れを回避し、緩やかな回復基調を維持するとみられる（第4図）。

第3図：製造業出荷在庫バランスと在庫率



（資料）米商務省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：景気対策による実質GDP押し上げ効果



(2) 中間選挙と景気への影響

中間選挙では民主党の苦戦が予想される

今年 11 月 2 日投票の中間選挙では、上院の 36 議席、下院の全議席、37 州の知事が改選される予定である（第 1 表）。①中間選挙では政権党が議席を減らす傾向があること、②オバマ大統領の支持率が低迷していること、③景気（雇用）回復の遅れや巨額の財政赤字に対する有権者の不満が強いこと、④今回の選挙では共和党支持層の投票意欲が民主党支持層を大きく上回っていることなどから、民主党の苦戦が予想されている。1994 年（クリントン政権 1 期目）以来の歴史的な大敗となる可能性もある。

反現職ムードが強く、予備選で有力現職議員が次々と敗退

今回の選挙では「反現職」、「反ワシントン」ムードが一段と強く、中間選挙に向けて全米各地で実施されている予備選挙では民主、共和党ともに有力現職議員が次々と敗退している。各種世論調査では、最優先で取り組むべき政策課題として、景気・雇用対策、財政赤字削減、メキシコ湾原油流出、アフガン戦争、医療保険改革などをあげる有権者が多く、女性候補や、民主・共和党どちらにも属さない独立系の新人候補を有権者が好む傾向がみられる（第 2 表）。

オバマ政権の政策遂行力低下で景気にはマイナス要因

選挙結果については、下院で共和党が過半数を奪い返すことが有力視されており、一部には上院でも過半数を獲得するとの予想もある。選挙後はオバマ政権の政策遂行力が低下することは避けられない情勢である。これは、景気にはマイナス要因で、景気が下振れた場合の追加景気対策発動が遅れるなど、景気の振幅を大きくする可能性がある。また、オバマ大統領は 2001、2003 年に実施されたブッシュ減税（現行法では今年末で期限切れ）を中所得層以下にだけ延長する方針だが、議会審議の難航から全て打ち切りとなり、景気を圧迫するリスクもある（第 3 表）。

第 1 表：米議会、州知事の現有勢力と改選議席数

	下院	上院		州知事	
			改選		改選
民主党	255	57	18	26	19
共和党	178	41	18	24	18
独立系		2	0		
空席	2				
合計	435	100	36	50	37

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

第 2 表：政府が取り組むべき政策と支持する議員の特性

雇用創出と経済成長		議員の特性	
メキシコ湾原油流出	33%	財政赤字削減を支持している	46%
財政赤字	22%	女性である	40%
安全保障、テロ	15%	ウォール街の金融改革に熱心	24%
イラク・アフガン戦争	9%	独立系候補である	23%
医療保険	9%	新人候補である	22%

（資料）Wall Street Journal/NBC News Poll より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 3 表：個人所得税、配当・キャピタルゲイン課税の税率

課税所得 (夫婦合算、2010年)	ブッシュ 減税前	現行法		予算教書 (2011年)
		現在	2011年	
Over \$373,650	39.6	35	39.6	39.6
\$209,250 - \$373,650	36	33	36	36
\$137,300 - \$209,250	31	28	31	28*
\$68,000 - \$137,300	28	25	28	25
\$16,750 - \$68,000	15	15	15	15
\$0 - \$16,750	—	10	—	10
配当課税**	39.6	15	39.6	20
キャピタルゲイン課税**	20	15	20	20

（注）* オバマ政権はこの課税所得帯を拡大の意向

** 最高税率

（資料）米議会資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 住宅市場

住宅販売は目先、低迷が続く

販売の基調は過去と比べると著しく弱い

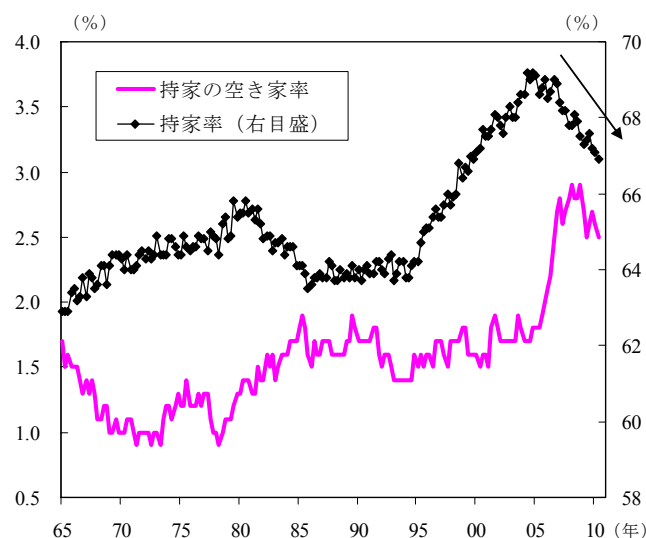
住宅価格には引き続き下振れリスク

住宅販売は住宅減税の終了により、今後2～3ヵ月は低迷が予想される。しかし、駆け込みの反動の影響が収まれば、再び回復基調に戻るとみられる。

もっとも、住宅販売の基調は、過去の回復局面と比べると著しく弱い。住宅ローンの借り手の約4分の1が、住宅価格がローン残高を下回る「ネガティブエクイティ」の状態にあるとされ、住宅の買い換えが難しくなっているためである。金融機関の貸出態度が引き続き厳しいこともこれに拍車をかけている。これに対して、住宅の初回購入者にとってはローン金利が歴史的水準に下がるなど購買環境は良好である。しかし、雇用情勢が引き続き厳しいことに加えて、昨年からの住宅減税により既に相当の需要を先食いしていることなどから、当面、急速な回復は見込みにくい。販売の低迷で過剰在庫の処理が遅れることにより、住宅着工もしばらく底這いの動きが続く見通しである。

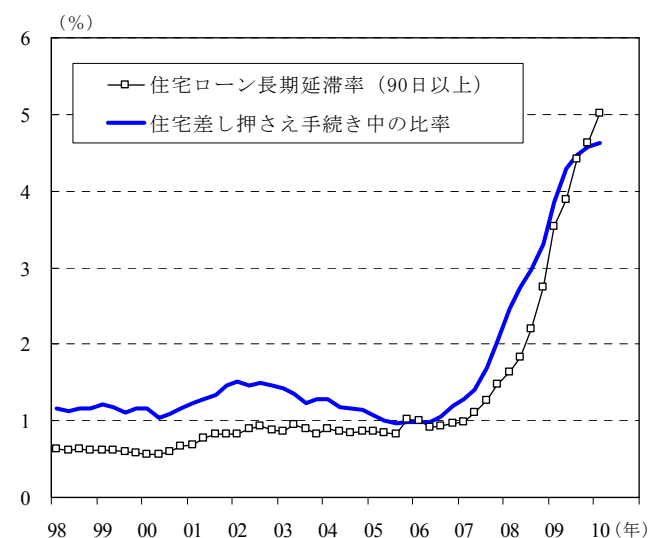
住宅価格は当分、低迷が続く可能性が高い。持家の空き家率は高止まりしており、過剰在庫は依然、高水準である（第5図）。また、住宅ローンの長期延滞率の上昇が続いていることから、住宅差し押さえも高水準が続く見通しである（第6図）。このため、抵当物件の売却による供給圧力が弱まることは当分期待できない。一方、需要の弱さを反映して持家率の低下には下げ止まりの兆しが見られない（第5図）。このため、住宅需給の改善ペースは今後もきわめて緩慢なものとなることが予想される。住宅価格には引き続き下押し圧力がかかると予想され、しばらく下振れリスクが大きい状況が続こう。

第5図：持家の空き家率と持家率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：住宅ローン延滞率と差し押さえ手続き中比率



(資料) 米抵当銀行協会 (MBA) より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 家計部門

個人消費は目先、弱含み

個人消費は、消費マインドの冷え込みから当面、弱含みに推移しよう。雇用・所得の回復ペースが鈍いことから、その後の回復ペースも緩慢となることが予想される。

年内は雇用の回復ペースは緩慢

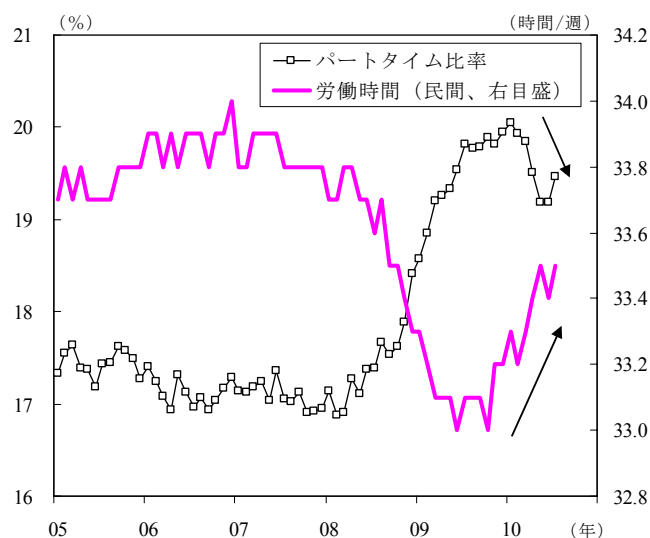
各種調査によれば、企業（特に大企業）は収益の見通しには徐々に楽観的になっているが、雇用を増やすことには引き続き慎重である。景気回復ペースが鈍化し、当面、労働需要の回復が緩やかなことや、労働需要の高まりに対しては、労働時間の増加や、パートタイマーからフルタイマーへの振替で対応していることもあり、年内は雇用の増加ペースが抑制される見込みである（第7図）。

バランスシート調整が継続

緩やかな雇用・所得の回復に加えて、バランスシート調整の継続により個人消費の伸びは過去の回復期を下回ると予想される。家計の債務残高は今年3月末時点でピークの2008年から約4%減少したが、削減の動きはなお続いている。住宅バブル崩壊で住宅価格の上昇神話が崩れたことから、家計の行動にも大きな変化がみられる。例えば、住宅ローンの借換え状況をみると、住宅バブル期には住宅担保価値の上昇を利用して、残債を上回る金額で住宅ローンを借り換える（Cash-Out）比率が上昇し、これが個人消費の押し上げに貢献した（第8図）。バブル崩壊後はこうした動きが後退。現在では逆に債務の返済を優先し、ローン借換え時に残債を下回る金額で借り換える（Cash-In）比率が上昇している。こうした動きを反映して、貯蓄率も緩やかな上昇傾向が続いており、4-6月期には6.2%と、減税の影響で急上昇した昨年4-6月期を除くと1990年代前半以来の水準に上昇している。

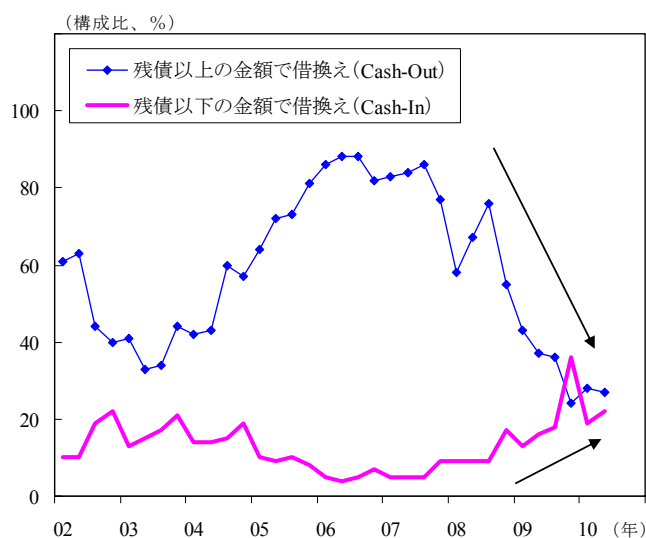
家計は債務削減を優先

第7図：パートタイム比率と労働時間



（資料）米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：住宅ローンの借換え状況



（資料）Freddie Mac より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 企業部門

企業部門は堅調

大胆なコスト削減 で収益力が強化

但し、先行き不透明 感から雇用や設備 投資増加に慎重

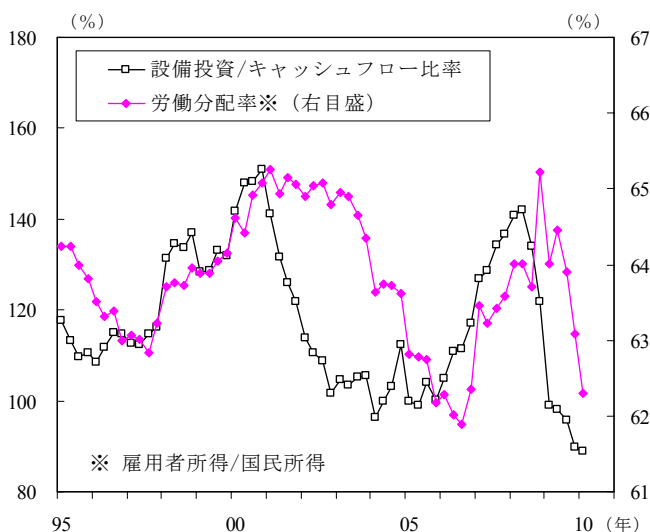
設備投資は緩やか な増加基調を維持

企業部門は堅調を維持する見通しである。もともと、過剰な債務や設備ストックなどの大きな不均衡がないことに加えて、景気後退中に人件費などのコスト削減を大胆に進めたことから、収益力が大幅に強化された。そこへ新興国需要の高まりなどから売上が回復したために企業収益の急回復につながった。その結果、労働分配率や設備投資／キャッシュフロー比率は歴史的水準に低下した（第9図）。企業体力の面からは、雇用や設備投資を増やす余力は十分にある。

しかし、米経済の先行き不透明感から企業は雇用や設備投資の増加に引き続き慎重である。企業に慎重姿勢をとらせているのは景気の不透明感だけでなく、税制や規制など政策面での不透明感もある。米商工会議所や大企業経営者の集まりである Business Roundtable では、企業活動を妨げている要因として、税制（多国籍企業への課税強化、ブッシュ減税延長）、貿易（コロンビア、パナマ、韓国との FTA 締結）などのほか、金融規制改革や医療保険改革をあげ、今後、どの程度企業負担が高まり規制が強化されるのかが不透明なことが雇用や設備投資の回復を遅らせているとして、政府に取り組みを求めている（第4表）。

足元の設備投資は、機械投資を中心に好調だが、FRB によれば景気後退中に先送りしていた投資が押し上げている面もあり、今後は安定的な増加ペースに鈍化すると予想される。一方、建設投資は、商業不動産市場の底入れで2年振りに前期比プラスに転じた。設備投資全体では、堅調な企業収益を背景に、緩やかな増加基調が続く見通しである。

第9図：労働分配率と設備投資／キャッシュフロー比率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4表：米国経済の不透明性を高めている要因

- 税制
 - ・多国籍企業への課税強化
 - ・ブッシュ減税の延長
- 金融規制改革
 - ・金融規制改革法による新たな規制
- 貿易
 - ・コロンビア、パナマ、韓国とのFTA締結
- 労働
 - ・労働紛争への政府介入を強める立法
- エネルギー、環境
 - ・EPA（米環境保護庁）による環境規制強化
- 医療
 - ・医療保険改革法による負担増や複雑な規制

(資料) 米商工会議所、Business Roundtable より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 物価動向

インフレ率は当面、底這いの後、緩やかに底打ち

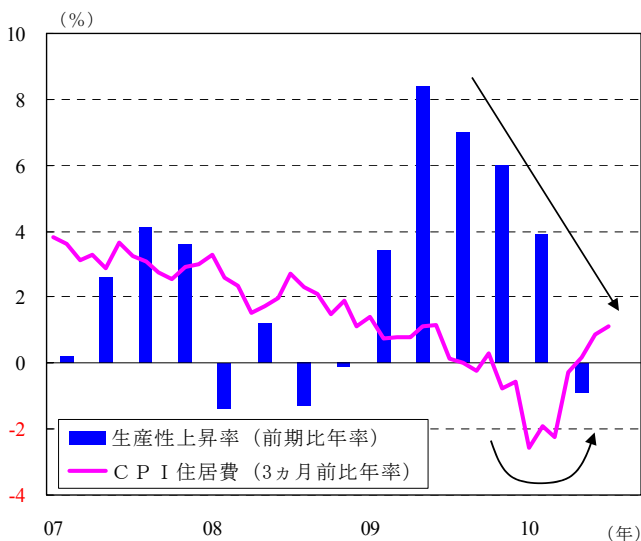
生産性鈍化と賃金上昇率の下げ止まりで単位労働コストが上昇

米国が日本型のデフレに陥るリスクは小

物価上昇率は当面、底這いの状態が続いた後、2011 年にかけて緩やかに上向く見通しである。足元の（食料・エネルギーを除く）コア消費者物価は 44 年振りの前年比 1%割れとなっている。これには住居費（家賃）の下落の影響が大きい。ここにきて住居費に下げ止まりの兆しが出てきた（第 10 図）。また、コア物価の安定をもたらしている単位労働コスト（＝賃金／生産性）も 4-6 月期は前期比年率+0.2%と 1 年振りに上昇に転じた。主因は、景気の立ち上がり時期にみられる高い生産性の上昇が一服（4-6 月期は同▲0.9%と 1 年半振りに低下）したことである（第 10 図）。今後は緩やかな労働市場の回復が続く下、賃金上昇率の低下にも徐々に歯止めがかかることから、コア・インフレ率は緩やかに底打ちする見通しである。

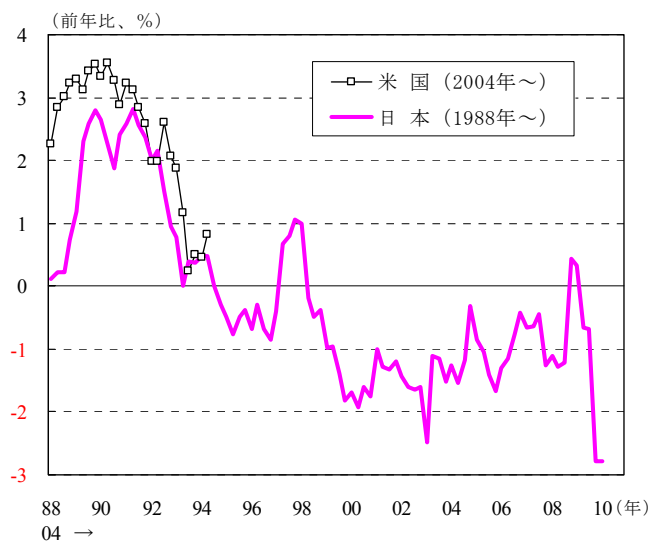
なお、歴史的な低インフレ率と景気回復の遅れから、米国経済も日本型のデフレに陥るのではないかと不安がくすぶっている（第 11 図）。しかし、企業家精神旺盛な国民性、世界中から優秀な人材を集める力、徹底した競争原理と高い労働市場の流動性を背景に新規産業を開拓し、産業構造を転換する力など、米国経済の強みは依然として健在である。このため、米国経済の長期的な成長力が大きく低下したとは思われない。しばらくは金融危機の後遺症（過度の規制強化による家計・企業のマインド萎縮など）や、家計のバランスシート調整などの構造調整圧力が成長率を抑制することで賃金・物価の下振れが続き、一時的にデフレ的な状況に陥るリスクは否定できないが、政策対応の誤りがなければ米国経済が長期にわたりデフレから脱却できなくなる可能性は低いとみられる。

第 10 図：生産性上昇率と消費者物価（住居費）



（資料）米商務省、労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：GDPデフレーター



（資料）米商務省、内閣府より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(7) 金融政策

8 月 FOMC は保有証券の償還資金の再投資を決定

景気次第では追加緩和の可能性も

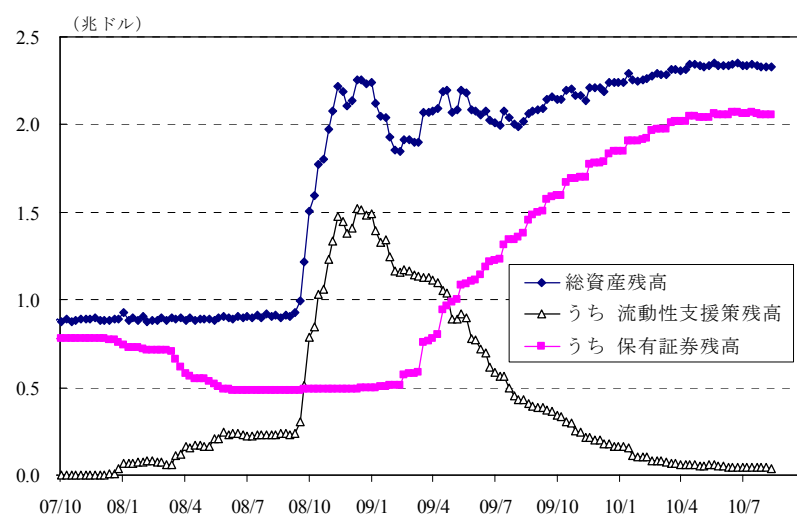
超低金利政策の長期化リスクが高まる

8 月 10 日の連邦公開市場委員会（FOMC）では政策金利の誘導目標を据え置く一方、住宅ローン担保证券やエージェンシー債の償還資金を米国債に再投資し、保有証券の残高を 8 月 4 日時点の 2 兆 540 億ドルで維持することが決定された。背景には、足元の景気回復ペースの鈍さに対する FRB の危機感がある。声明文では「生産や雇用の回復ペースが鈍化した」として、前回の「景気回復が進展し、労働市場は緩やかに改善している」から景気の現状判断の記述が弱められた。また、見通しについての記述も、景気回復が続くとの見方に変更はないが「当面は見込んでいたよりも回復ペースが緩慢になりそうだ」として下方修正されている。

今回の措置は、バランスシート縮小による引き締め効果の発現を回避し、金融緩和効果を維持すると言わば消極的なものであるが、米国経済がさらに下振れし、FRB が経済見通しの大幅な修正を余儀なくされるような場合には、米国債の大幅な買い増しなど、より積極的な緩和策がとられる可能性がある。

米景気は回復基調を維持し、FRB が大規模な量的緩和策をとる可能性は低いとみるが、年内は回復ペースの鈍化が予想されることから、しばらく追加緩和観測がくすぶる可能性が高い。FRB はこれまで将来の利上げに備えて流動性吸収策の拡充や試験取引実施など、出口に向けた環境整備を進めてきた。しかし、今回の措置により出口戦略の本格発動は当面難しい情勢である。FRB が今後数年、インフレ率は低水準に止まるとの見方を強めていることもあり、超低金利政策が長期化するリスクが高まっている。

第 12 図：FRB のバランスシート



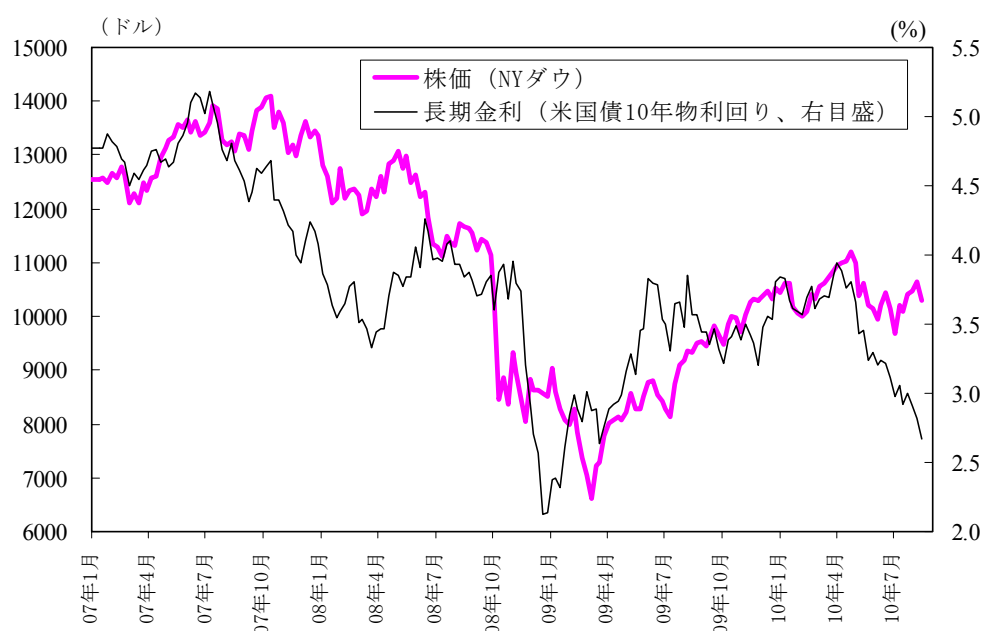
(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(8) 長期金利

物価安定や資金需
給緩和が上昇幅を
抑制

長期金利は、景気減速感の高まりやデフレ懸念、FRB の慎重な政策スタンスなどにより、足元は 2% 台半ばで推移している。当面は追加緩和への思惑などから低水準での推移が見込まれるが、2011 年に入り雇用の回復ペースが上がれば、利上げの織り込みから金利には徐々に上昇圧力がかかる見通しである。但し、①景気回復が緩やか、②欧州の財政再建等で世界的に資金需給の逼迫は見込みにくい、③低インフレが続く、などから、長期金利の上昇幅は抑えられよう。中期的には米国の財政健全化の遅れが金利の高止まりを招くリスクがあるが、2011 年中に顕在化する可能性は低いとみられる。

第 13 図：長期金利、株価の推移



(資料) Bloomberg より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(山中 崇)

(円ドル相場動向については、「日本経済の見通し」に記載しております。)

米国経済金融見通し

平成22年（2010年）8月20日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

見通し

（単位：％、億ドル）

	2009				2010				2011				2012	2009	2010	2011
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	実績	見通し	見通し
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	▲3.9	▲0.4	2.3	4.7	4.8	4.3	4.1	3.6	4.3	4.4	5.1	5.4	5.8	▲1.7	3.9	4.3
実質GDP	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	2.4	2.7	2.0	2.5	2.3	3.0	3.4	3.7	▲2.6	2.9	2.5
個人消費	▲0.5	▲1.6	2.0	0.9	1.9	1.6	1.8	2.0	2.3	2.3	2.5	2.7	3.0	▲1.2	1.4	2.2
設備投資	▲35.2	▲7.5	▲1.7	▲1.4	7.8	17.0	10.0	8.0	7.0	7.0	8.0	10.0	10.0	▲17.1	5.7	8.4
住宅投資	▲36.2	▲19.7	10.6	▲0.8	▲12.3	27.8	▲10.0	0.0	10.0	10.0	15.0	15.0	20.0	▲22.9	▲0.3	7.3
在庫投資(2005年連鎖価格)	▲1258	▲1618	▲1282	▲367	441	757	757	677	527	427	477	577	727	▲1,131	658	502
（同、前期比年率寄与度）	(▲2.4)	(▲1.4)	(0.7)	(3.9)	(2.6)	(1.1)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(▲0.7)	(1.4)	(▲0.1)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲3,892	▲3,420	▲3,908	▲3,301	▲3,384	▲4,259	▲3,989	▲3,937	▲3,780	▲3,743	▲3,755	▲3,819	▲3,937	▲3,630	▲3,892	▲3,774
（同、前期比年率寄与度）	(2.9)	(1.5)	(▲1.4)	(1.9)	(▲0.3)	(▲2.8)	(0.8)	(0.2)	(0.5)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.2)	(▲0.3)	(1.1)	(▲0.2)	(0.1)
政府支出	▲3.0	6.2	1.6	▲1.4	▲1.6	4.4	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	▲0.5	1.6	▲0.2
最終需要(国内民間)	▲7.2	▲3.0	1.8	0.6	2.1	4.1	2.4	2.7	3.1	3.1	3.6	4.0	4.5	▲4.2	1.9	3.1
鉱工業生産	▲17.6	▲10.3	8.3	7.0	7.0	6.6	6.0	4.0	3.0	2.0	3.0	5.0	7.0	▲9.3	5.6	3.7
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.7	9.5	9.3	9.1	9.1	8.9	8.7	9.3	9.7	9.1
生産者物価（前年比）	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.4	4.9	4.5	3.6	2.6	0.6	1.1	1.7	2.0	2.9	▲2.6	3.9	1.4
消費者物価（前年比）	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	1.8	1.2	1.0	0.9	1.3	1.3	1.4	1.6	▲0.4	1.6	1.3
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,212	▲1,135	▲1,321	▲1,401	▲1,513	▲1,590	▲1,640	▲1,680	▲1,710	▲1,750	▲1,790	▲1,840	▲1,900	▲5,069	▲6,423	▲7,090
経常収支	▲956	▲844	▲975	▲1,009	▲1,090	▲1,167	▲1,217	▲1,257	▲1,287	▲1,327	▲1,367	▲1,417	▲1,477	▲3,784	▲4,732	▲5,399
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	0.75	1.25	1.75	2.00	2.25	0.13	0.13	2.00
ユーロドル（3ヵ月物）	1.7	1.3	0.7	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	0.9	1.4	1.8	2.2	2.6	1.0	0.5	1.6
国債流通利回り（10年物）	2.7	3.3	3.5	3.5	3.7	3.5	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	3.9	4.0	3.3	3.3	3.7

（注）・在庫投資と純輸出は年率換算した実績。

・FFレート誘導目標は期末値。

・その他の金利は期中平均値。ユーロドル金利はLIBORレート。

照会先：経済調査室（次長 佐久間）TEL:03-3240-3204 E-mail: koji_sakuma@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいませう、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページ <http://www.bk.mufg.jp/> でもご覧いただけます。

Ⅲ. 西欧

～ユーロ圏経済は域内格差が鮮明、英国経済は 2011 年まで低成長が持続～

1. ユーロ圏

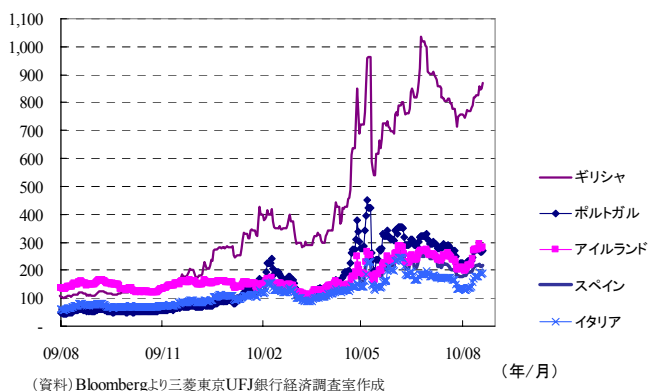
(1) 景気の現状

ユーロ圏第 2 四半期 GDP 成長率は前期比 1.0%と加速

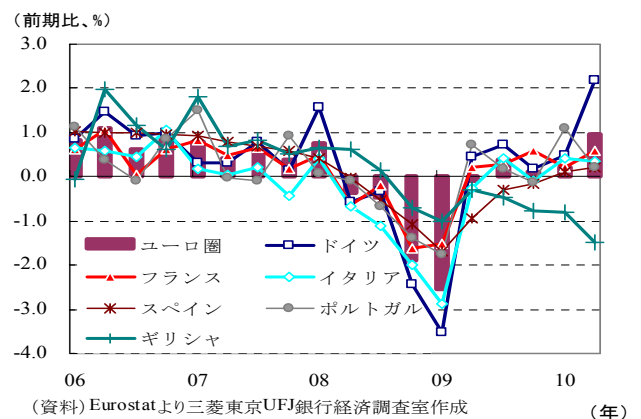
ユーロ圏経済は、5 月にギリシャのソブリン危機を発端に金融市場において急速に緊張が高まったが、その後、2010 年第 2 四半期の月次指標が、輸出や生産・受注などの企業部門を中心に強い数字を示したこともあり、CDS など総じて落ち着いた動きとなっていた。しかしながら、8 月入り後は、ギリシャの財政赤字削減ペースの減速や、アイルランドのアングロ・アイリッシュ・バンクへの追加支援など、懸念要因が再出し、周縁国の CDS や対独ソブリンスプレッドも上昇・拡大している(第 1 図)。

こうしたなか、2010 年第 2 四半期の実質 GDP 成長率(速報値)は、前期比 1.0%と、前期の同 0.2%から伸びが大きく加速した。ドイツが同 2.2%と東西統一以来最大の伸びを記録し、ユーロ圏全体を押し上げた。ドイツでは、輸出や設備投資の増加が大きくプラスに寄与したほか、家計や政府支出も伸び、外需・内需ともに好調だった模様。ユーロ圏全体の需要項目別の内訳は 9 月 2 日に発表される予定だが、ユーロ安を追い風に輸出の回復や、生産・受注などの企業部門が好調だった一方で、対策効果の剥落などにより個人消費の低調が続いたものと推測される。

第 1 図：ユーロ圏周縁国の CDS



第 2 図：ユーロ圏実質 GDP 成長率



ドイツ・フランスなどの主要国の伸びが加速するなか、ギリシャはマイナスが目立つ

一方、国別にみると、ユーロ圏内での経済情勢の格差が広がっているのが目を引く（第2図）。すなわち、2010年第2四半期の実質GDP成長率は、①ドイツ（前期比2.2%）が記録的な伸び、②フランス（同0.6%）、イタリア（同0.4%）や、スペイン（同0.2%）は引き続き小幅プラスで推移、③ギリシャ（同▲1.5%）は7四半期連続のマイナス成長を余儀なくされ、マイナス幅も前期の同▲1.0%から拡大、と大きく3つのグループに分かれる形となった。

ユーロ圏内の格差が鮮明

GDPの内訳が公表されていない国もあるため、各国の主要統計ともあわせてこの背景を分析すると（第1表）、足元では、いずれの国も個人消費を中心に内需は低調だが、輸出の勢いと財政緊縮のマイナスインパクトの度合いに大きな違いが生じている点がわかる。すなわち、ドイツでは第2四半期の輸出が前年比+33.1%もの伸びを記録した一方、フランス・イタリア・スペインの輸出の勢いはドイツに及ばず、ギリシャにいたっては同▲5.7%の減少を余儀なくされている。さらに、輸出と並び、格差の原因となっている政府支出をみると、他国がゼロ近傍で推移するなか、ギリシャでは▲9.5と大幅な減少を記録し、景気の足を引っ張っている。こうした経済情勢の下、景況感指数にも各国間で大きな格差があらわれている。

第1表: ユーロ圏足元の経済指標動向

		2010年第2四半期 実質GDP成長率 (前期比)	2010年第2四半期における経済指標の動き(%)			
			国内需要(前期比)		外需(前年比)	景況感 指数
			小売売上高	政府支出(GDP)	輸出金額	
①	ドイツ	2.2%	0.3%	1.1%	33.1%	105.5
②	フランス	0.6%	0.4%	0.3%	16.4%	99.8
	イタリア	0.4%	▲0.3%	▲0.5%	18.2%	97.6
	スペイン	0.2%	▲0.2%	1.4%	23.7%	90.7
③	ギリシャ	▲1.5%	▲5.3%	▲9.5%	▲5.7%	64.9

(注) 政府支出のみ、第1四半期の数値。

(資料) Eurostat、ECB、各国統計局資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

<概 要>

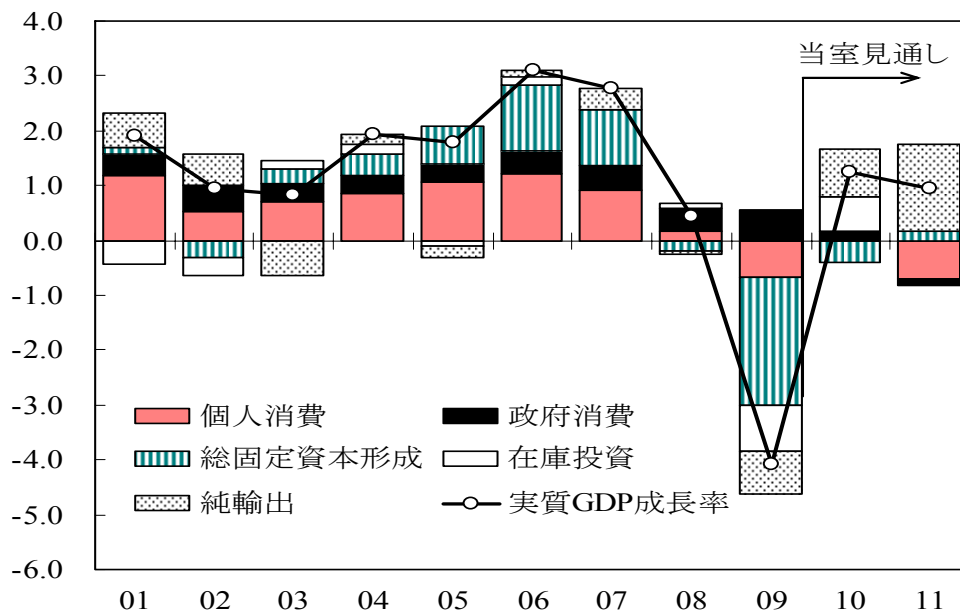
2010 年、11 年も他
地域に比べ低成長
が続く見込み

今後のユーロ圏経済は、安値圏で推移するユーロ相場を背景とした輸出の回復により、小幅ながらプラス成長を維持する見込みである。緊縮財政による増税や社会保障の削減の影響がこれから来年にかけて一段と強く消費の低迷などに出てくると予想され、引き続き景気の下振れリスクは根強いとみられる。足元の成長率上振れを反映して、2010 年の実質 GDP 成長率は前年比 1.2%、2011 年が同 0.9%と 2010 年の見通しを前回比上方修正した。日本や米国などが 2~3%前後の成長を続けるなか、ユーロ圏は引き続き 1%近辺の低調な景気展開となるだろう（第 3 図）。

また、足元で鮮明化しているユーロ圏域内の経済成長格差については、ユーロ安の恩恵を受け、引き続き輸出の牽引力を期待できるドイツ経済が相対的に強めの成長を続けるとみられる一方、ギリシャでは今後も厳しい財政緊縮策が実施されるなど、引き続き域内格差を抱えた形での緩やかな景気回復が続くこととなるだろう。

第 3 図：ユーロ圏の実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度

(前年比、%)



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(年)

<詳 細>

① ギリシャ財政危機と欧州ソブリン問題の今後

周縁国も財政緊縮策を発表するも、目先の景気下押し要因に

欧州ソブリン問題の発端となったギリシャでは、財政緊縮を遂行している。7月末から8月頭にかけて行われた欧州委員会側のギリシャの財政状況の四半期調査では、同国の財政再建状況は概ね順調に進捗中であると評価され、EU や IMF などによる協調融資の第2弾は、予定通り9月に実施される見込みとなった。ただし、一連のストライキなどによる混乱から、ギリシャのGDPの約2割を占める観光業の落ち込みや、小売売上などへの影響を今後の課題と指摘している。

また、ギリシャ財務省が8月10日に発表した2010年1-7月期の財政報告によると、2010年1-7月期の財政赤字は約120億ユーロと、前年同期の約200億ユーロに対し、▲39.7%の削減となった。これは年間目標である同▲39.5%を上回ってはいるものの、6月までは同▲46.0%のペースで削減が進んでいたため、減速感が目立つ。また、7月単月で比較してみると、当月は歳出が前年の7月より上回っており、結果、財政赤字も拡大した(第2表)。詳細は未公表だが、同国財務省関係者は、一部徴税の遅れや、利払いの増加など一時的な要因と説明している。単月での財政赤字拡大は、ギリシャのソブリン危機の緊張が高まって以来始めてであり、10月に予定されている欧州委員会による2回目の四半期調査と合わせ、今後の進捗動向に注意を要する。

第2表：ギリシャ2010年第1-7月期財政報告の概要

(単位：10億ユーロ)

	2009年 1-7月	2010年 1-7月	前年同期比	2009年 年間実績	2010年 予算	2010年 予測	前年比
	(A)	(B)	(C=B/A)	(D)	(E)	(F)	(G=F/D)
歳入	28.532	29.975	5.1%	50.509	57.56	58.382	15.6%
純収入	27.5	28.7	4.1%	48.5	53.7	55.1	13.7%
資本収入	1.0	1.3	23.5%	2.0	3.9	3.3	69.6%
歳出	48.624	42.038	▲13.5%	79.888	80.096	76.828	▲3.5%
一般歳出	33.1	28.9	▲12.6%	58.0	56.8	54.6	▲5.8%
利払い	8.9	8.9	▲0.2%	12.3	13.0	13.0	5.6%
資本支出	6.6	4.2	▲36.3%	9.6	10.3	9.2	▲4.0%
財政赤字	20.05	12.097	▲39.7%	30.882	22.536	18.691	▲39.5%

単月比較 (単位：10億ユーロ)

	2009年7月	2010年7月
歳入	5.701	5.795
歳出	7.927	8.214
財政赤字	2.184	2.452

(資料) ギリシャ財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

周縁国も財政緊縮策を発表するも、目の景気下押し要因に

ギリシャ以外のユーロ圏各国も、周縁国のみならずドイツなどの主要国も追加の赤字削減策を発表している（第3表）。その中身をみると、付加価値税（VAT）の引き上げや、公務員の給与・賞与・年金の凍結または減額など、国民が直接負担を負う内容となっている。各国の財政緊縮規模を各年毎に概算し、GDP へのマイナスインパクトを試算すると、2010 年の▲0.3%のあと、2011 年が▲0.8%、2011 年が▲0.7%と、特にドイツ・フランス・イタリアの財政緊縮がスタートする 2011 年以降に大きな負担がのしかかると見込まれる。もちろんユーロ圏全体でこのような思い切った財政再建に取り組むことは、ユーロの信認回復には大きく貢献するが、短期的には景気の下押し要因となり、注意を要する。

第3表：ユーロ圏各国の財政緊縮策の概要

国	目標 (財政赤字の対GDP比)	規模	内訳(概算)			主な削減策
			2010年	2011年	(2012年)	
ドイツ	2013年までに3%以下	4年間で約800億ユーロ	-	110億	190億	・減税公約の撤回 ・失業者向け手当の削減 ・低所得者向けの支援見直し ・子育て支援の見直し ・企業向け補助金の撤廃 ・国防費の削減
フランス	2013年までに3.0%	2年間で400億ユーロ	-	200億	200億	・年金給開始年齢の引き上げ ・補助金や社会保障費のカット ・政府保有の土地・建物の売却
イタリア	2012年までに2.7%	2年間で約250億ユーロ	-	125億	125億	・地方、県、市の安定成長協定遵守や合理化 ・公務員給与の自動増加分を4年間凍結 ・年金給開始年齢の引き上げ
スペイン	2011年までに6.0%	2年間で約150億ユーロ	75億	75億		・VAT引き上げ ・年金引き上げの凍結 ・公共投資費削減 ・誕生祝金の廃止
ギリシャ	2014年までに2.6%	4年間で約250億ユーロ	58億	91.5億	55.8億	・VATを21%→23%(標準税率)、10%→11%(軽減税率)へ引き上げ ・給与支払いにおいて13・14ヵ月目のボーナス削減 ・年金受給額の実質引き下げ ・公共投資削減 ・違法ビルに対する課税
ポルトガル	2011年までに4.6%	2010年は20億ユーロ	20億			・VAT、所得税、収益税の引き上げ ・シニア公務員、政治家の給与5%削減
アイルランド	2014年までに2.9%	2010年は40億ユーロ	40億			・公務員給与引き下げ ・増税
GDPへのマイナスインパクト			▲0.3%	▲0.8%	▲0.7%	

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

② 消費と雇用

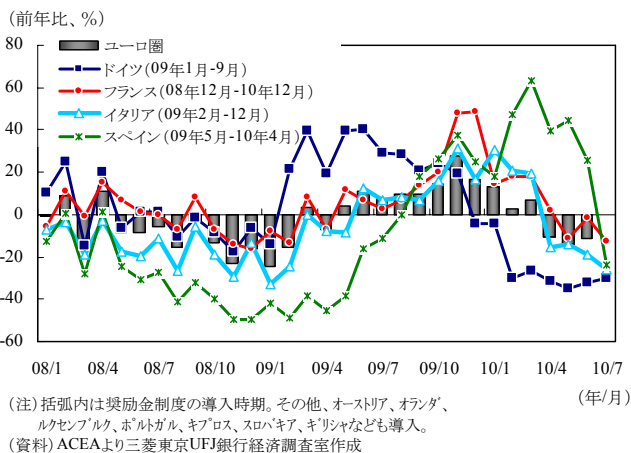
自動車販売は対策効果剥落を受けてマイナスが続く

ユーロ圏各国の7月の自動車販売台数は、対策効果が一巡し、ドイツ・フランス・イタリアなどで軒並み二桁のマイナスとなっており、4月まで販売促進策を実施していたスペインでも、同様に二桁のマイナスに転じている（第4、5図）。このため、ユーロ圏全体でも、約1年ぶりの減少に転じた4月から4ヵ月連続でのマイナスとなったとみられ、昨年のような消費の牽引力は期待できない。また、各国での付加価値税引き上げなどの財政緊縮策の影響も加わるため、個人消費の低迷は長期化する見込みである。

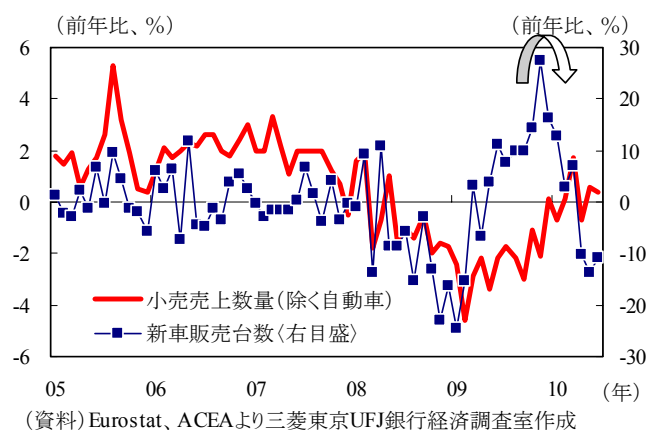
雇用回復の遅れも個人消費を抑制

また、消費の源泉である雇用の回復は遅れている。失業率は、ドイツこそ7.0%と全体を大きく下回るが、ユーロ圏全体では10.0%と約12年ぶりの高水準に達している。その他の国でも、フランスが10.0%まで上昇し、住宅バブルの崩壊したスペインでは20%に達し、アイルランドも同様に13.7%となり上昇が続いている（第7図）。雇用・所得環境の回復の遅れは、雇用者所得の低迷だけでなく、家計貯蓄率の上昇を通じて、今後も個人消費を抑制する見通しである。

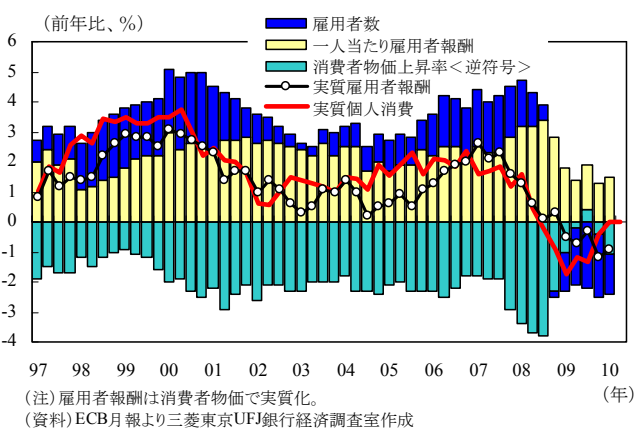
第4図：ユーロ圏各国の自動車販売台数の推移



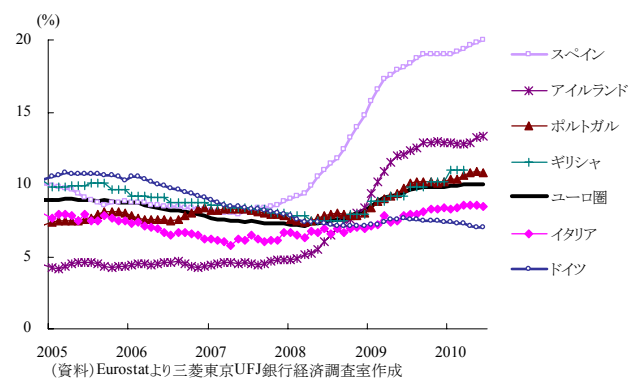
第5図：ユーロ圏新車販売と小売売上



第6図：ユーロ圏の実質個人消費と雇用者所得



第7図：ユーロ圏の失業率



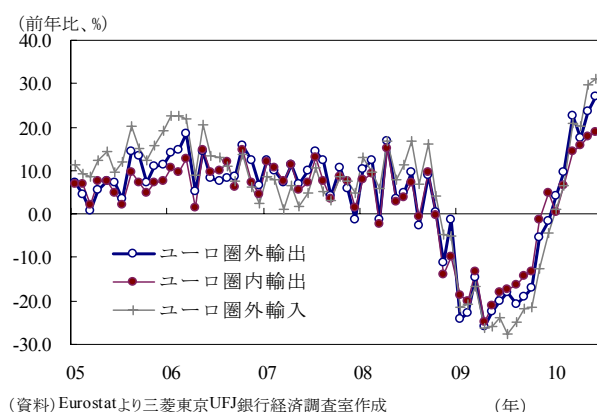
③ 輸出と生産・受注

ユーロ安を背景に、
今後の輸出は底堅く推移

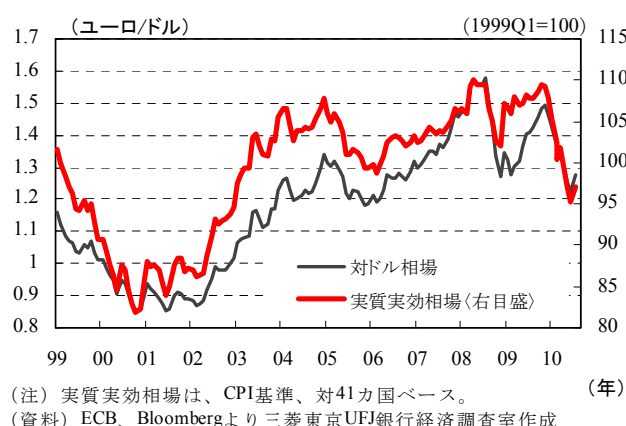
一方で企業部門をみると、輸出が底堅く推移している。とくに足元では、ユーロ圏内に比べて圏外向けの輸出が勢いを増し、直近6月には前年比+30%もの増加率に達している（第8図）。ユーロ安効果に加えてアジア経済の高成長が後押しした格好である。ユーロ圏の実質実効為替相場をみると、足元こそ幾分ユーロ高に揺り戻してはいるものの、歴史的にみれば、まだまだかなりのユーロ安値圏で推移しており、良好な輸出環境が続いていると考えられる（第9図）。

こうした輸出動向を受けて、生産も堅調に推移している。さすがにこれまでの強めの数字の反動もあり、直近6月には耐久消費財や中間財、非耐久消費財など幅広い品目で前月比減少を記録したが、先行指標であるドイツの製造業受注をみると、海外受注に牽引される形で総じて堅調に推移しており、当面は回復基調を辿るとみられる（第10、11図）。

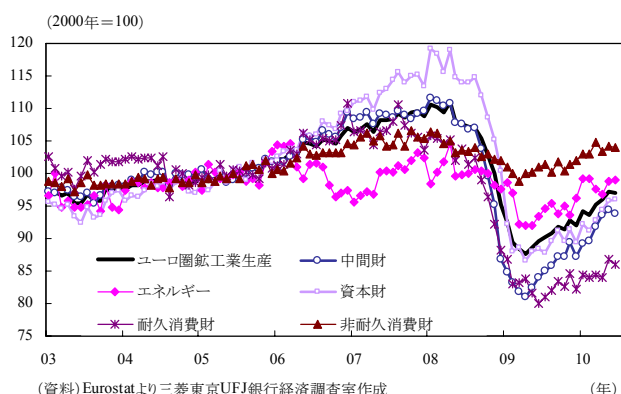
第8図：ユーロ圏域外向け輸出金額の推移



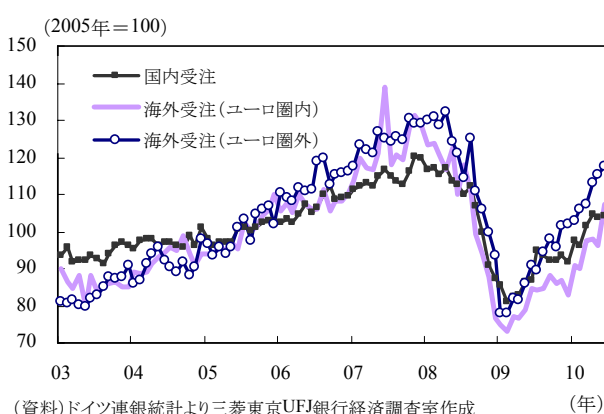
第9図：実質実効為替相場



第10図：ユーロ圏鉱工業生産



第11図：ドイツの製造業受注



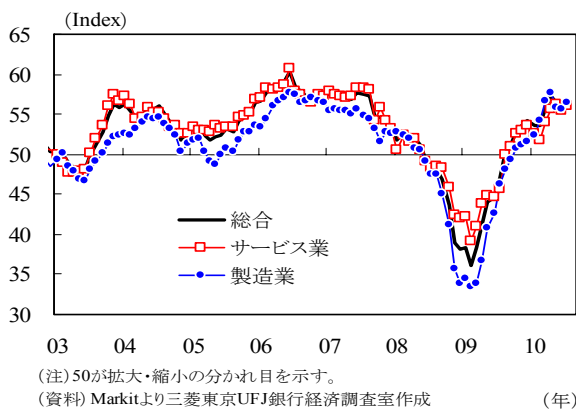
④ 景況感

景況感は一時低下したがドイツなどの主要国中心に再び回復基調

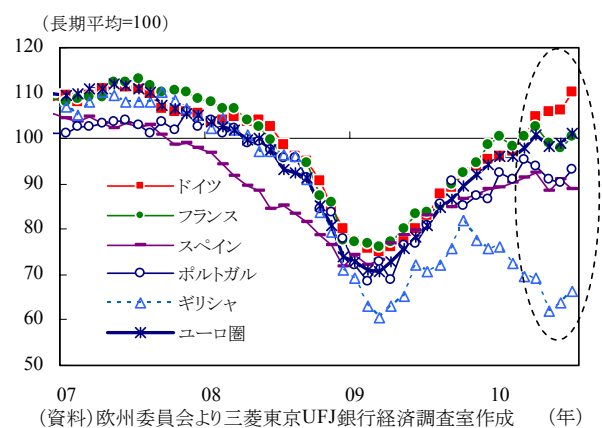
ユーロ安に伴う輸出の好調を背景に、製造業の景況感も底堅さをみせている。7月のユーロ圏 PMI は製造業、サービス業ともに上昇した（第12図）。特に、7月のドイツの ifo 景況感指数は、製造業のみならず、建設、卸・小売業などでも大幅に改善し、一段と好調な結果となった。

また、5-6月にかけて欧州ソブリン問題の緊張から一時的に低下していた総合景況感指数も、ユーロ圏全体、ドイツ・フランスなどは足元100を上回り再び回復基調。ギリシャも、2ヵ月連続で改善するなど、ようやく底打ちの兆しが見えている（第13図）。

第12図：ユーロ圏 PMI



第13図：ユーロ圏総合景況感指数



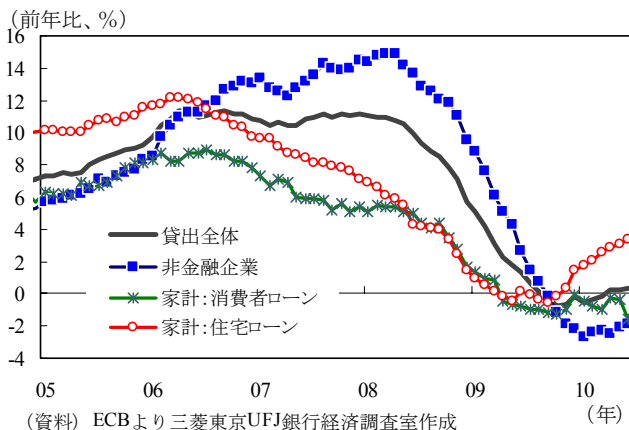
⑤ 銀行セクターの状況

家計向け貸出は増加の一方、非金融企業向けは減少続く

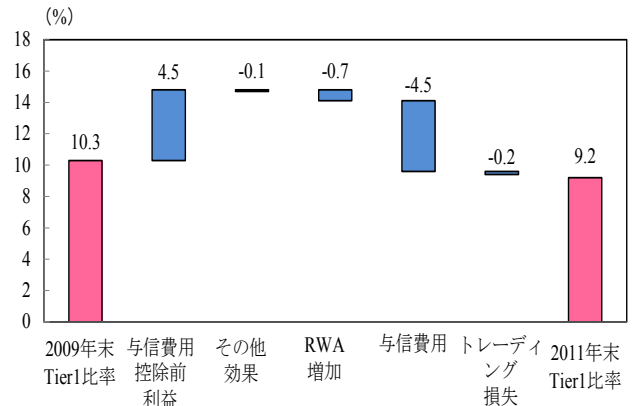
銀行貸出の動向をみると、家計向けの住宅ローン貸出（前年比+3.4%）は増加傾向が続くが、非金融企業向け（同▲1.6%）は減少に歯止めがかからず、年間の伸び率はマイナス圏で推移している（第14図）。この主因は、企業の設備投資が低調なことだと考えられる。

7月23日に公表された欧州ストレステストでは、基準のTier1比率6%を満たさなかった銀行はドイツのヒポレアルエステート、ギリシャ農業銀行、スペインのカハと呼ばれる貯蓄銀行5行の計7行にとどまった。市場では、テストの厳格性が疑問視されたこともあったが、発表以降ユーロ相場は上昇傾向が続き、株式市場もネガティブな反応はみられなかった。いずれにしても、今回のストレステストにより、以前に比べれば金融機関の透明性が増したことで、悪材料の出尽くし感が醸成されたという点はプラスであった。

第 14 図：ユーロ圏民間向け銀行貸出



第 15 図：欧州ストレステストの結果



(資料) CEBS公表資料をもとに経済調査室作成

⑥ 物価と金融政策

インフレ率は加速するも、エネルギー・食料品を除くコアでは小幅な伸び

ユーロ圏の消費者物価上昇率（HICP、前年比）は、7 月は 1.7%と、6 月の 1.4%から加速した。エネルギーや食料品価格の上昇が主因であり、これらを除くコアインフレ率は 1.0%と、小幅な上昇にとどまった。今後については、景気の回復ペースが引き続き緩やかなものになると予想されるなか、コアインフレ率は小幅のプラスで推移するとみられるため、総合インフレ率も ECB の掲げる 2%を超えず 2%に近い水準での安定した動きを続けるものと予想される。

政策金利は 15 ヶ月連続で据え置き

ECB は、8 月の定例理事会で、「現在の政策金利は引き続き適切」として 15 ヶ月連続で過去最低の 1.0%での据え置きを決定した。また、中期的なインフレ見通しに対するリスクは全般的に均衡しているとの見方を維持し、トリシェ総裁は記者会見にて、「ユーロ圏景気は想定以上に回復している」と評価した。また、環境に対して 6 月には「異常に高い不透明感」と大きく懸念を示していたが、7 月は「高い不透明感」と表現が和らいだ後、今月は「不透明感」のみとなり、「勝利宣言ではない」とは述べたものの、全体的に強気な発言が目立った。しかしながら、2011 年にかけて景気回復の勢いは鈍く、欧州ソブリン問題への懸念が完全に払拭されることは期待しにくいため、政策金利はこの先 2011 年末まで据え置きとなる見込み。

⑦ ユーロ為替相場

ユーロ相場は安値圏での推移が続く

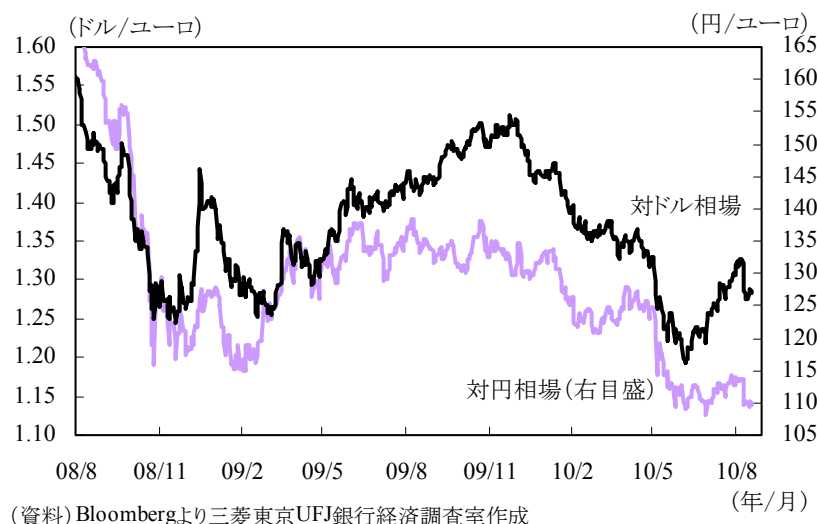
ユーロ為替相場は、4月以降はギリシャ支援を巡り、支援策の発表やその実効性懸念から上昇と下落を繰り返す神経質な展開となり、投資家の不安心理を反映した動きとなった。6月上旬に1ユーロ=1.20ドルを割り込んだが、7月入り後は徐々に上昇し、8月上旬は同1.30ドルを上回り、約3ヵ月ぶりの水準まで上昇した。背景にはストレステストが無難に終わったことや、欧州大手行の好調な決算など、欧州側の要因もあるが、主には米国の景気鈍化など市場の注目が他地域に移りつつあることによるドル安である。

ただし足元では、一部月次指標でのマイナスや、周縁国でのやや懸念を覚えるニュースなどからユーロが売られ、再び同1.30ドルを下回る水準で推移している。

先行きも軟調に推移する見込み

先行きを展望すると、当面は材料の少ないなか現状水準でのみみあいが続くものの、①2011年入り後、米国の利上げ観測が高まり欧米金利差が意識されることと、②欧州では財政懸念が燻り続けるなか、米国の景気回復が徐々に鮮明になり、欧米成長率の格差が意識されることなどから、次第にユーロが軟調となる展開を予想する。

第16図：ユーロ為替相場の推移



(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状

第2四半期の実質 GDP 成長率は加 速

英国の第2四半期の実質 GDP 成長率は、前期比 1.1%と前期の同 0.3%から加速した（第 17 図）。需要項目別の内訳が公表されていないため、詳細は不明だが、在庫投資の削減幅の縮小のほか、個人消費も成長率の押し上げに寄与したとみられる。しかし、これをもって英国景気が力強い回復に向かうとみるのは早計だろう。以下にみるように、本来なら景気の牽引役となるべき家計部門の回復が弱いなど、今後の景気動向については不透明感が拭えない。

①家計部門

7 月の失業率は前 月比横ばい

家計部門についてみると、失業保険申請者ベースの失業率は7月に4.5%と前月と同水準にとどまった（第 18 図）。5 ヶ月続いた失業率の低下も一服した。これまで減少していたフルタイムの雇用者が増加に転じたことは好材料であるが、必ずしも今後の雇用情勢については楽観できない。消費者も失業に対する不安を増している。消費者信頼感指数をみると、3 月以降、7 月まで 5 ヶ月連続して低下しているが、一般経済情勢の見方のほか、失業に対する不安の増加が指数を押し下げている（第 19 図）。

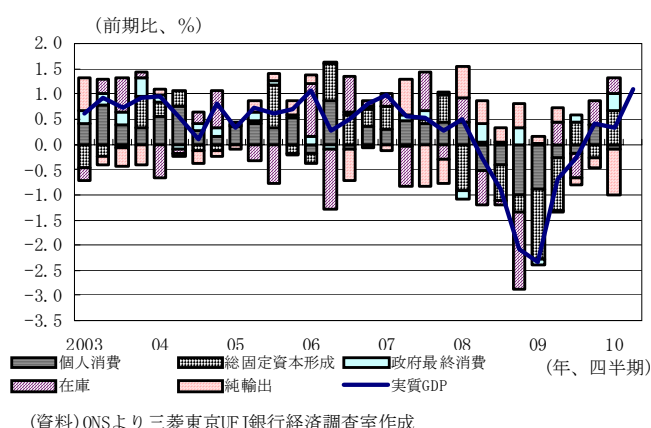
消費者信頼感指数 は悪化

実質小売上をみても、7 月は前年比+1.3%と弾みがつかない状況にある（第 20 図）。景気および雇用の先行きに対する不安感が個人消費を抑制しているといえよう。

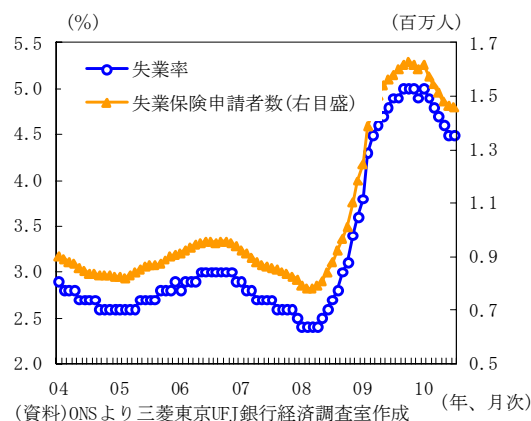
7 月の住宅価格は 前月比+0.6%

住宅価格についてみると、ハリファックス住宅価格指数は、7 月に前月比+0.6%と 4 ヶ月ぶりにプラスの伸びに転じた（第 21 図）。2009 年 4 月を底に、英国の住宅価格は上昇傾向にあった。その背景としては、ピーク時から 22%下落した後、割安感の出た物件について需要が出てきた一方、売り物件が少ないという需給の不均衡があげられる。最近になり、ようや

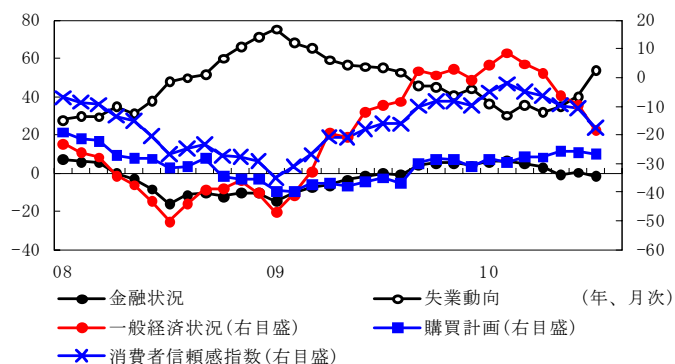
第 17 図：実質 GDP 成長率（前期比）



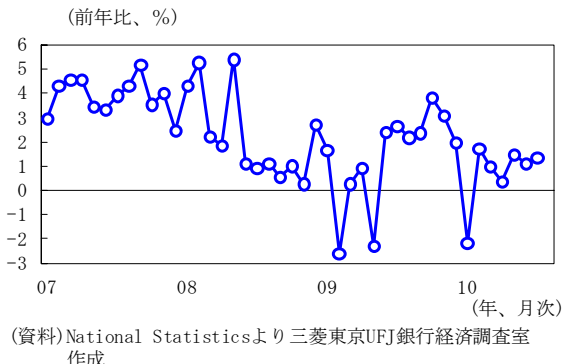
第 18 図：失業率の動向



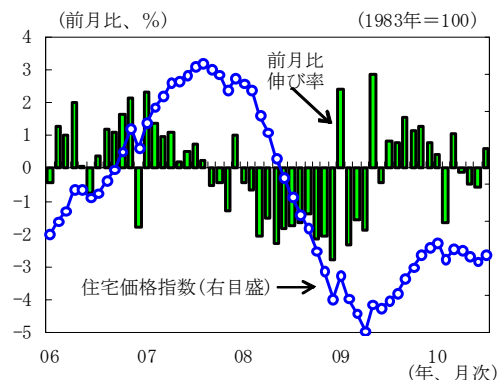
第 19 図：消費者信頼感指数



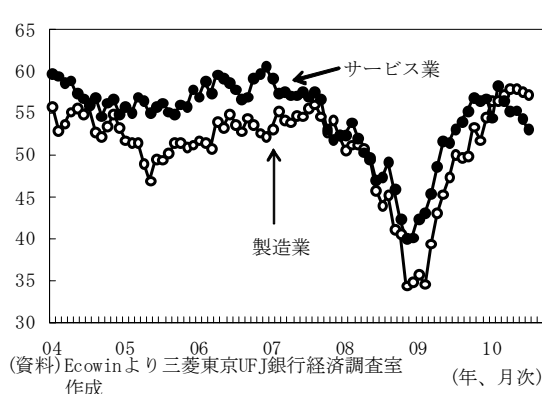
第 20 図：実質小売売上



第 21 図：ハリファックス住宅価格指数



第 22 図：購買担当者指数の動向



住宅価格は、横ばい圏内の動き

く売り物件が増えてきたことから、需給の不均衡は解消されつつあり、その結果、住宅価格はやや下落傾向にある。また、住宅ローン承認件数は、足元、頭打ちとなっており、前年比伸び率は 14 ヶ月ぶりにマイナスとなるなど、勢いは弱い。これらを踏まえれば、住宅価格は当面横ばい圏内の動きが続くと考えられる。

②企業部門の動向

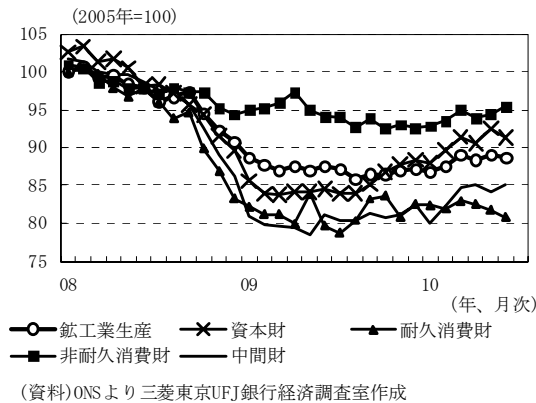
景況感はやや悪化

英国企業の景況感は足元、やや悪化している。購買担当者指数は、製造業、サービス業、いずれも 6、7 月と 2 ヶ月連続で低下した（第 22 図）。確かに、水準は 50 以上であり、景気の拡大を示しているが、ここに来て、ピークアウトした感がある。

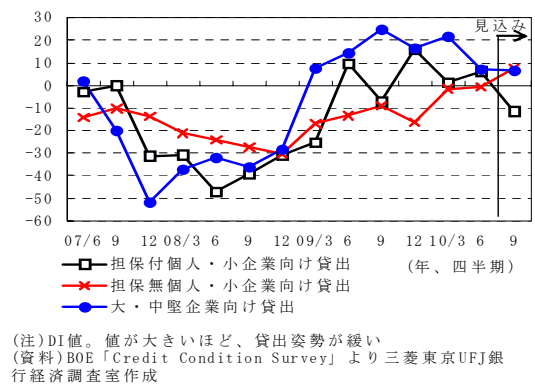
生産は緩やかな回復傾向

鉱工業生産は、6 月には前月比▲0.4%と 2 ヶ月ぶりにマイナスの伸びを示したものの、緩やかな回復が続いている（第 23 図）。一方で、2008 年秋の金融危機以前と比べて、水準的にはまだ 10%低い。その結果、設備稼働率の水準も低く、設備投資が盛り上がる状況にはない。

第 23 図：鉱工業生産指数



第 24 図：銀行の貸出姿勢



③銀行貸出の動向

銀行の貸出姿勢は
緩和気味

銀行の貸出姿勢は引き続き緩和気味であるが、足元、緩和度合いは弱まりつつある。イングランド銀行（BOE）による6月の貸出状況調査によれば、個人及び小企業向け担保付及び担保無の貸出姿勢は3月調査よりやや緩和されたが、大企業、中堅企業向けの貸出姿勢は、やや厳しくなっている（第24図）。

貸出残高の伸びは
低迷

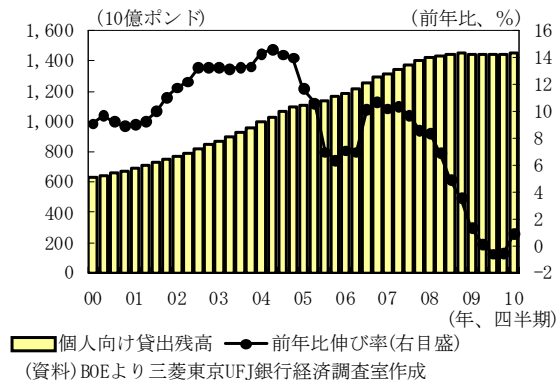
貸出残高の動向をみると、個人向けは、今年1-3月期に、3期ぶりに前年水準を上回ったものの、伸び率は前年比1.0%と低いものにとどまっている（第25図）。一方、企業向けは、2期連続で前年比マイナスの伸びとなっている（第26図）。まだ、国内需要も本格的に回復しておらず、資金需要が弱いことなどにより、貸出が低迷していると考えられる。

(2) 緊縮財政の影響

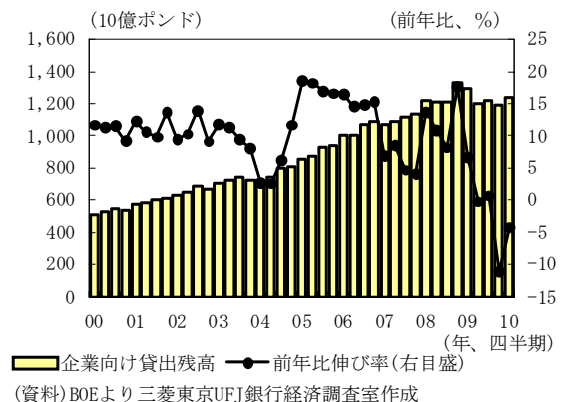
英国政府は財政赤字
削減に着手

英国政府は6月22日に緊急予算を発表し、2009年度に対GDP比11.0%まで増加した財政赤字の削減に、本格的に着手した。財政赤字の削減規模は2014年度までの5年間の合計額で対GDP比8.3%に達する（第27図）。

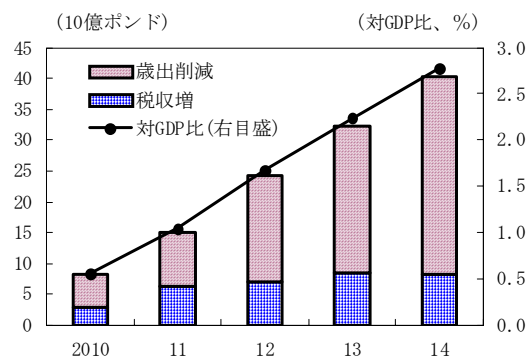
第 25 図：個人向け貸出の動向



第 26 図：企業向け貸出の動向

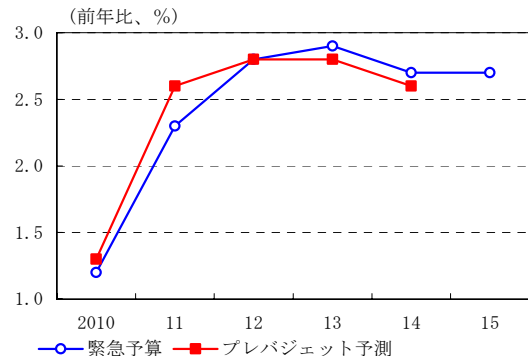


第 27 図：財政赤字削減幅



(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 28 図：緊縮予算の実体経済への影響



(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 4 表：緊急予算の主な内容

(単位：百万ポンド)

項目	変更内容	開始時期	2010	2011	2012	2013	2014
VAT 税率	17.5→20%	2011年1月4日	2,850	12,100	12,500	12,950	13,450
増収	CPI連動へ移行	2011年度から	0	1,170	2,240	3,900	5,840
銀行課税	新規	2011年01月	0	1,150	2,320	2,500	2,400
措置	資本控除	2012年度から	0	0	1,000	1,900	1,800
住宅関連ベネフィット	支給制限などを強化	2011年度から	0	220	600	1,640	1,765
キャピタルゲイン課税	18→28%、同時に創業者の所得控除額を500万ポンドに引き上げ	2010年6月23日	0	725	825	850	925
減収	所得税	基礎控除額の引き上げ等	0	73,490	73,700	73,770	73,910
国民健康保険料	雇用主が払う保険料の賦課最低限を引き上げ	2011年度から	0	73,130	73,150	73,510	73,720
措置	法人税	2011-14年度にかけて毎年税率を1%引き下げ	710	7400	71,200	72,100	72,700
中小企業向け法人税	税率引き下げ	2011年度から	0	7100	71,000	71,300	71,400
カウンスル税	2011年度は2010年度と同額に凍結	2011年度	0	7625	7630	7635	7640

(注) 政府の増収をプラス、減収を▲(マイナス)で表示

(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2011 年度は 0.3%
ポイント成長率を
押し下げ

VAT 税率を引上げ

年度毎にみると、2010 年度の財政赤字削減幅は、対 GDP 比 0.6%にとどまるものの、財政赤字削減策の実施が本格化する 2011 年度は同 1.0%、その後上昇していき、2014 年度には同 2.8%に達する見込みである。実体経済に与える影響については、今回の緊急予算の実施により、2010 年度の実質 GDP 成長率が 0.1%ポイント、2011 年度は 0.3%ポイント押し下げられる見込みである（第 28 図）。

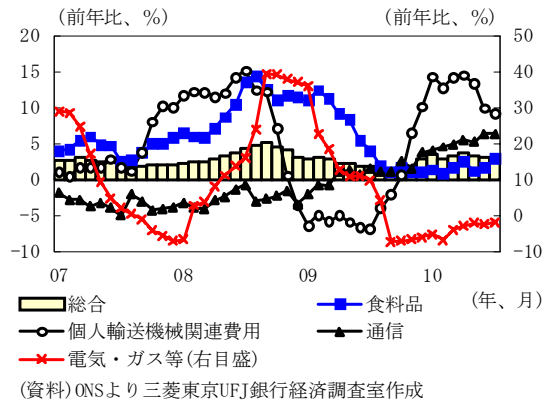
具体的な施策についてみると、歳出削減策が中心となっている（第 4 表）。各種手当や公的年金支給額を小売物価連動性から消費者物価連動性にする事や住宅関連のベネフィットを削減することなどが含まれている。また、来年 1 月からの付加価値税率の引き上げや銀行課税等の増税策も含まれている。

(3) インフレ率及び金融政策の動向

7 月のインフレ率
は前年比 3.1%

7 月の消費者物価上昇率は前年比 3.1%と前月より 0.1%ポイント低下した（第 29 図）。ガソリン価格を含む燃料費の上昇率低下が全体の消費者物価上昇率を押し下げた。原油価格のベース効果が徐々に剥落しつつある。

第 29 図：消費者物価上昇率



BOE の予測では、
2012 年のインフ
レ率は 1%台半ば

BOE が 8 月 11 日に公表したインフレーションレポートでは、付加価値
税率の引き上げなどの影響で 2011 年のインフレ率の見通しを 5 月時点より
引き上げるとともに、2012 年のインフレ率は 5 月時点とほぼ同じ、1%台
半ばまで下がるとしている。

こうした状況下では、出口政策の実施は難しく、8 月の金融政策委員会
でも現状の政策維持が決定された。

(4) 今後の見通し

実質 GDP 成長率
は 2010 年 1.2%、
2011 年 1.4%の見
込み。

第 2 四半期の実質 GDP 成長率は前期比 1.1%と高い伸びを示したが、足
元の景気状況を踏まえると、その反動等により、年後半は横ばい程度の伸
びにとどまろう。その結果、2010 年の実質 GDP 成長率は、前年比 1.2%と
なろう。

2011 年については、財政緊縮策の影響が本格化することなどから、国内
需要の回復も限定的なものにとどまる。実質 GDP 成長率は前年比 1.4%と
緩やかな回復を見込んでいる。

金融政策については、BOE がインフレーションレポートにおいて、2012
年のインフレ率をターゲットとする 2%以下になるとの予測を明らかにし
たことから、早期に量的緩和の出口政策に転じる可能性は小さい。キング
総裁が「適切と感じれば、量的緩和、資産買入を拡大する可能性がある」
と述べていることから、BOE は、目先、引き締めよりもさらなる緩和を視
野に入れていると考えられるが、当面、BOE は現在の金融政策を維持しよ
う。

(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	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
	2009	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年	2009年	2010年	2011年
	(10億ドル)	(実績)	(見通し)	(見通し)	(実績)	(見通し)	(見通し)	(実績)	(見通し)	(見通し)
ユーロ圏16カ国	12,517	▲ 4.0	1.2	0.9	0.3	1.4	1.3	▲ 783	▲ 72	15
ドイツ	3,353	▲ 4.9	3.0	1.8	0.2	1.1	1.0	1,606	1,765	1,830
フランス	2,676	▲ 2.2	1.4	1.3	0.1	1.6	1.5	▲ 591	▲ 534	▲ 520
イタリア	2,118	▲ 4.8	0.6	0.5	0.8	1.7	1.5	▲ 713	▲ 585	▲ 563
英 国	2,184	▲ 4.9	1.2	1.4	2.2	3.0	1.8	▲ 244	▲ 396	▲ 423

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏16カ国			英国		
	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見通し)	2011年 (見通し)
名目GDP	▲ 3.0	2.3	1.9	▲ 3.6	3.6	3.0
実質GDP	▲ 4.0	1.2	0.9	▲ 4.9	1.2	1.4
<内需寄与度>	▲ 3.3	0.4	▲ 0.4	▲ 5.7	2.2	1.7
<外需寄与度>	▲ 0.8	0.8	1.6	0.8	▲ 1.0	▲ 0.2
個人消費	▲ 1.0	0.0	▲ 1.0	▲ 3.3	0.5	1.0
政府消費	2.3	0.7	▲ 0.3	1.2	2.3	0.8
総固定資本形成	▲ 10.8	▲ 2.0	0.8	▲ 15.0	2.4	2.6
在庫投資	▲ 426	44	60	▲ 164	▲ 31	30
純輸出	552	1,160	2,349	▲ 275	▲ 410	▲ 443

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタが参加し15カ国、2009年にスロバキアが参加し16カ国。
2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
3. 在庫投資、純輸出は実質値（ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2003年価格：億ポンド）。
経常収支は名目値（億ドル）。
4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率（HICP）。