

内外経済の見通し

世界経済の潮流

世界経済は拡大局面入り、日本は財政再建と通商戦略に決断と行動を！

日 本

景気は早期に踊り場を脱却し、持ち直し基調に回帰の公算

米 国

減税効果、構造調整の進展から景気は堅調

西 欧

ユーロ圏は今年減速、ソブリン問題がリスク要因
英国は、第 1 四半期の高成長で今年は加速

ア ジ ア

景気は堅調持続、政府はインフレ抑制スタンスを強化

オーストラリア

年後半、内需回復と洪水復興需要で景気は再加速へ、RBA は当面様子見の姿勢

原油価格

中東情勢緊迫化による供給懸念が当面続く見込み

世界経済は拡大局面入り、日本は財政再建と通商戦略に決断と行動を！

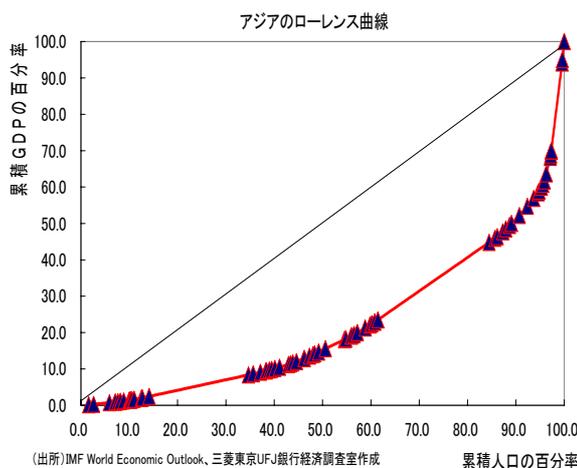
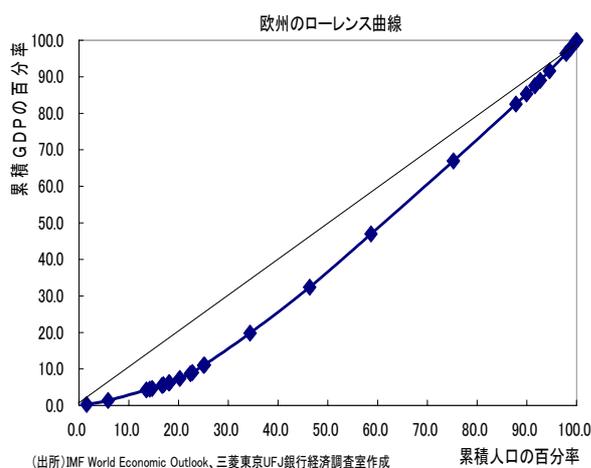
世界経済は「回復」から「拡大へ」、新たな問題に直面

世界経済は、景気回復から景気拡大局面に入った。もっとも、先進国経済は雇用低迷・財政デフレなどの構造要因を抱える一方、新興国経済は景気過熱やインフレ圧力に直面するなど経済成長の姿は一様ではない。また、北アフリカのチュニジアとエジプトで起きた政治混乱にみるように経済成長の副作用が貧富格差や資源・食料品価格の高騰を生み出し、社会問題に発展する新たな課題も出始めている。

経済のグローバル化や世界市場のフラット化は、新興国経済に急速な経済発展をもたらし、先進国との経済シェア格差（南北格差）を縮小させる効果がある。先進国にとっても、高齢化の進行によって内需の潜在成長力低下が避けられない状況下、新興国経済の発展は、①輸出主導型経済への転換、②貴重な年金運用の投資先確保という観点で、非常に重要な意味を持つ。

しかし、その一方で、急速な経済成長は必然的に富の集中化や独占をもたらす。下図は富の集中や所得の不平等を論ずる上でよく使われるローレンツ曲線（M. O. Lorenz 1905年）を、先進国（欧州）と新興国（アジア）についてみたものである。ローレンス曲線は、縦軸に所得の累積百分率を、横軸に人口の累積百分率をとり、対角線（均等分布線）との乖離幅から所得の不平等度を測るものである。対角線で囲まれた面積の割合を2倍すると、いわゆるジニ係数となる。

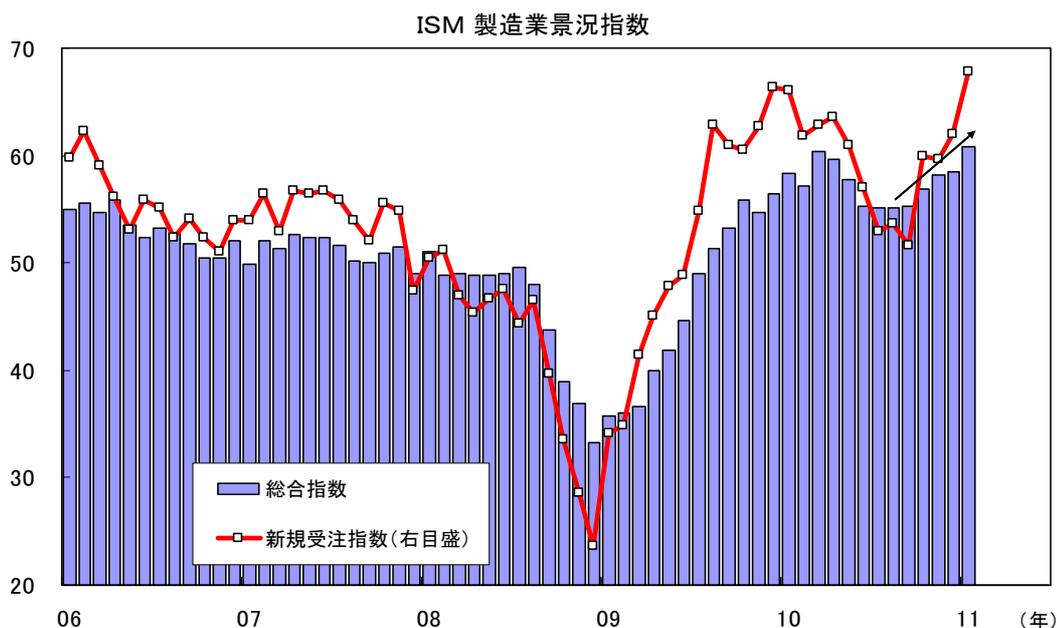
これをみると、先進国（欧州）のローレンス曲線はほぼ対角線に近く、所得の不平等格差が小さい。一方、新興国（アジア）のローレンス曲線は、明らかに弓なりの弧を描いており、不平等格差が大きい状況を示している。特に累積人口分布の百分率が90を過ぎたあたりから急傾斜しており、富の集中度合いが顕著であるといえる。



近年における新興国の成長神話は、労働力人口の源となる若年層の多さがベースにある。すなわち、若年齢層が厚い人口動態を有する新興国はライフサイクルに基づく消費需要を背景に潜在的な経済成長力が高まるといった考え（人口ボーナス論）である。しかし、現実的に北アフリカを中心に発展途上国で起きているのは、巨大な若年齢層を抱えるリスクである。生産年齢人口（特に若年齢層）に十分な雇用機会や所得水準の向上が実現されない場合、政治・経済体制が不安定化する危険性が高まる。特に経済成長が加速する地域においては一般物価の上昇ペースが速くなるため、取り残された貧民層が増加する。実際、今回、民主化革命が起きたエジプトでは1日2米ドル以下で暮らす国民の比率が約19%、チュニジアでも13%に達している。他方、インフレ率はエジプトで前年比二桁を超える水準にあり、国民の不満が社会問題化しやすい素地があった。世界経済の発展には、多人口構造を持つ新興国経済の成長が不可欠であるが、一方で新興国や発展途上国の資源・食糧問題の解決に向けて、世界全体がどう取り組むかが今年の国際社会における最大のテーマとなろう。

息を吹き返した米国製造業、年前半は4%成長

米国では、製造業が急速な回復を示している。米国の製造業は昨年秋以降、世界経済の減速を受けてやや勢いを失っていたが、新興国向け輸出需要を梃子に受注・生産が息を吹き返し、業績がV字型に回復している。生産拡大が設備稼働率を上昇させ、雇用の増加につながる好循環もみられ、2010年の製造業雇用者数は、1997年以来の増加幅を記録した。設備投資については、稼働率が生産能力増強を必要とする水準まで上昇していないため、緩やかな回復に止まっているが、潤沢な手元流動性や米銀の貸出姿勢積極化を背景に先行き増勢を強める可能性が高い。製造業の業況感を示すISM指数（2011年1月）は60.8ポイントと直近最高レベルまで上昇しており、この水準は実質経済成長率に相関させると、4%の成長ペースとなる。



一方、オバマ大統領が昨年暮れに総額 8,580 億ドルの大型景気・雇用対策”Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010.”を決定したことも、個人消費や設備投資を刺激し、今年の実GDP成長率は 0.5%から最大 1.0%程度押し上げるとみられる。特に減税効果が集中する年前半には 4%超の高成長となろう。

米国内の構造問題（住宅、雇用）の調整にはなお時間を要する

もっとも、米国内に目を転ずると心許ない状況が続いている。住宅市場はネガティブエクイティ問題や差し押さえ物件増加を背景に引き続き低迷しており、住宅価格も弱含みで推移している。中期的にはベビーブーマーの高齢化から住宅需給の大幅な改善は見込みづらい。雇用に関しても、雇用吸収力の大きい建設・住宅部門の回復が遅れていることから増加ペースは依然として鈍い。1月の雇用統計では家計調査ベースの失業率が 9%へ大幅に低下したが、労働参加率の低下（労働力人口の減少）が背景にある。米国失業率の適正水準は NAIRU（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment、インフレを生じさせない自然失業率）の 5%程度（米議会予算局）とみられており（FRB の長期失業率見通しは 5.0-6.0%）、雇用正常化への道は程遠い。情報通信技術の発展やグローバル化の進展に伴う業種、職種、技能における雇用のミスマッチ構造、ネガティブエクイティ問題による移転制約など労働者サイドのモチベーションやモビリティも問題視されている。こうした構造的な調整要因を抱えるなかでは、今回の大型景気対策も V 字型ロケット回復の起爆剤になるには至らず、年後半には 3%程度の成長ペースへ減速すると予想する。

バーナンキ FRB 議長は、議会証言で雇用・住宅など国内の資源利用度が低い状況下ではデフレリスクが残存することを指摘し、金融緩和継続の正当性を主張している。市場では短期的な景気回復循環を重視し、利上げ前倒しを織り込みつつあるが、FRB が金融引き締めスタンスに転換するには、デフレリスクの緩和が実際の経済統計で確認することが必要であり、「コアインフレ率の 1%台半ば、失業率の 7%台への低下」辺りが必要最低条件になろう。第 2 弾の量的緩和政策（QE2）は今年 6 月で終了する可能性が大きいですが、そこから利上げ転換まではある程度のインターバルがあるとみられる。

欧州ソブリン問題は金融安定ファシリティの強化が最大の焦点

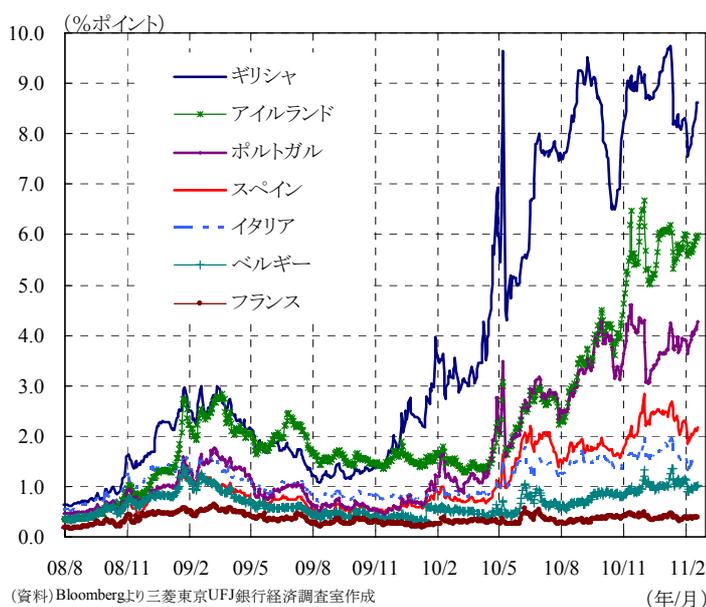
欧州では、1月中旬以降、南欧周辺国の信用リスクプレミアムが低下した。これは①ECB による周縁国の国債購入再開、②中国による周縁国の国債買い増し、③投資家のショート/アンダーウエイトのショートカバー、④欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の規模拡大や機能拡充への期待等が背景にある。

このうち、目下、最大の焦点となっているのが、欧州金融安定ファシリティの強化である。具体的には、①融資規模の拡大（実質 2,550 億ユーロの融資可能額を最大 4,400 億ユーロへ引き上げ、融資可能額自体の大幅拡大）、②融資金利の引き下げ（現状比 1%強の引き下げ）、③弾力的信用枠の設定（IMF の弾力的信用ファシリティ制度に類似したもの）、④自国の国債購入を目的とした融資認可、⑤欧州金融安定ファシリティ

による直接的な国債購入などの項目が遡上にあがっており、特に欧州金融安定ファシリティが融資した資金を活用して、加盟国が自国の国債を市場から買い上げるフレキシビリティが認められるか否かに市場の注目が集っている。

これが認められれば、ギリシャやアイルランドが自国の国債を買い入れ、償却することによって債務負担を実質的に軽減させることができるほか、現在 ECB が買い支えている周縁国の国債購入の役割が欧州金融安定ファシリティに移転されることで ECB の金融政策の自由度が増すことになる。欧州債務危機の抜本的な打開策として期待が高まる。

欧州周縁国の対ドイツソブリンスプレッド



しかし、融資金利の引き下げ以外は各国の利害調整が複雑に絡み合うことからハードルも高いといわれている。例えば、融資規模の拡大は当然ドイツへの負担が高まる。欧州金融安定ファシリティの総保証枠 4,400 億ユーロのうち、ドイツの負担 (1,193 億ユーロ) は 27.1%であるが、欧州金融安定ファシリティの信用力を AAA 格とした場合、厳密には融資能力の裏付けとなる保証担保先は当然 AAA 格を有するべきというロジックになる。この考え方に基づけば「(AAA 格を裏付けとした) 欧州金融安定ファシリティの本質的な融資可能額は、総保証枠 (4,400 億ユーロ) に AAA の割合を乗じたものとなり (4,400 億ユーロ×約 58%=2,550 億ユーロ)、その場合、ドイツの信用保証枠は全体の 46.7%に拡大する。実質的な保証負担が高まるなかで、ドイツは昨年 5 月に可決した欧州安定化メカニズムに関する法案 (StabMechG : 保証上限 1,230 億ユーロ) を改正しなければならず、高度な政治調整能力を強いられることになる (因みに同法案はドイツ憲法裁判所で係争中)。

他方、国債購入や弾力的な信用枠設定などの機能拡充は、当該国の信用リスクを緩和させる特効薬であるが、一方で出資国の資金が当該国の財政赤字ファイナンスをより直接的に行う形となり、EU 条約の「No bailout」条項の理念に反する (モラルハザ

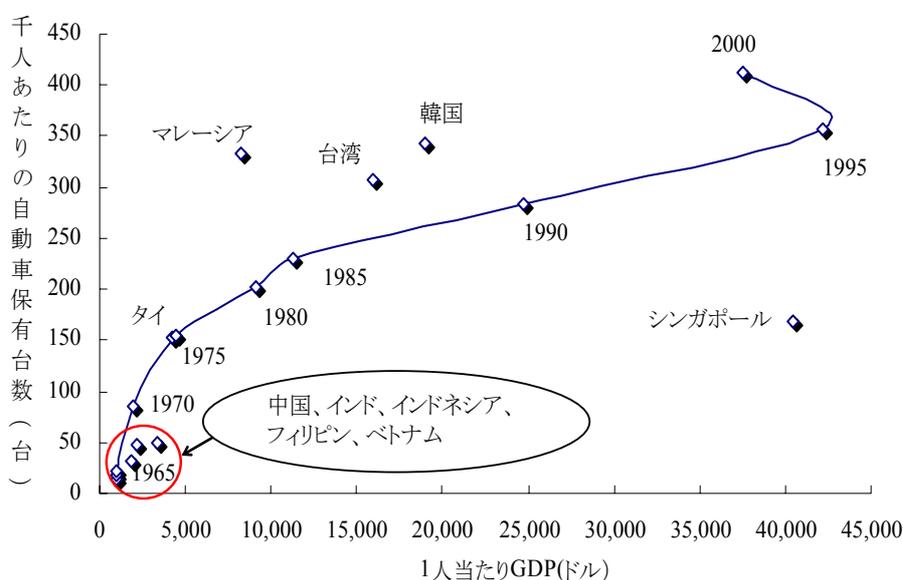
ードリスク)。

むろん、EUサミット(3月24日-25日開催予定)に向けて、周辺国債務問題の包括的救済策に対する市場の期待は高まっている。ドイツもユーロ維持に向けた責務を強く意識しており、妥協点を見出し、何らかの具体的な決定事項が採択されることになろう。しかし、欧州周縁国の底流にある構造問題(財政デフレ、不良債権問題、政治的緊張等)は払拭されず、欧州ソブリンリスクは引き続き神経質な展開が続くとみられる。

アジアはモータリゼーションが加速、今後も飛躍的な自動車普及率上昇へ

アジア経済は、内外需ともに引き続き好調を維持している。昨年第4四半期は世界経済が減速局面にあったにもかかわらず、アジア主要国の経済成長はほとんど減速せず、一部の国(インドネシア、シンガポール等)では経済成長が加速した。2010年のアジア11カ国・地域の実質GDP成長率は9.2%となり、グローバル金融危機前の平均(2003~07年平均9.0%)を上回る勢いを示した。

こうした背景には自由貿易協定(FTA)の進展を背景とした域内貿易取引拡大もあるが、やはり、個人消費の堅調とりわけ自動車販売の勢いが特筆される。アジアでは中間層の拡大により、本格的なモータリゼーション(自動車普及率の上昇)の発展期に入っており、昨年の国内向け自動車販売台数は中国(1,806.2万台)、インド(304.0万台)、タイ(80.0万台)、インドネシア(76.5万台)、マレーシア(60.5万台)、フィリピン(16.8万台)が過去最高を更新した。なかでも、中国は2年連続で新車販売・自動車生産の世界ナンバーワンの実績を示し、世界最大の自動車王国に踊り出た。



(注)年表示は日本。アジア各国の1人当たりGDPおよび自動車保有台数は2008年時点。
(資料)国連統計などより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

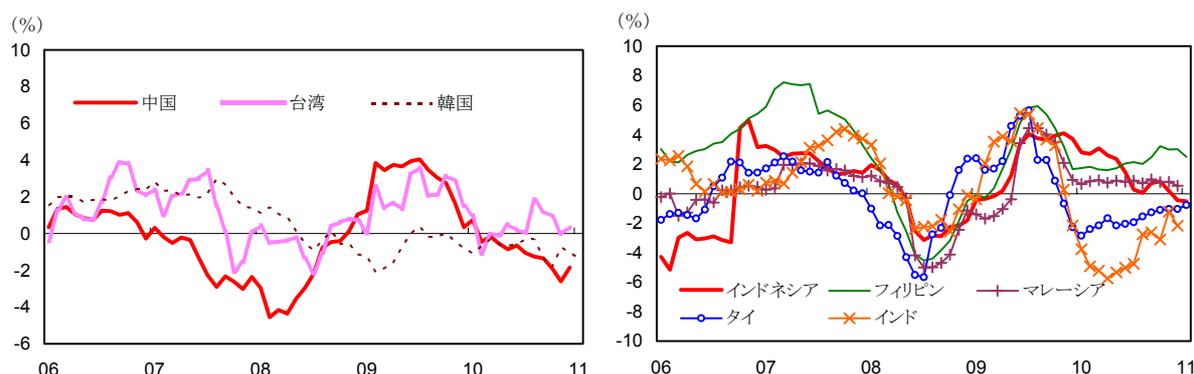
モータリゼーションは、一人当たり GDP が 3,000 ドルから 7,000 ドルへの中所得水準の移行期が最も加速しやすい。日本のモータリゼーション進行期になぞらせてみると、昭和 40 年から同 50 年がその時期に当たるが、わずか 10 年間に自動車普及率は 3% 程度から 15% 近辺へ急上昇した。中国、インド、インドネシア、フィリピン、ベトナム等は、日本の昭和 40 年近辺の所得水準にあり、今後 10 年間に所得水準の向上とともに自動車普及率が飛躍的に上昇することが見込まれる。

実際、所得水準の向上は着実に進んでいる。2010 年に中国、タイ、インドネシア、ベトナムで最低賃金が約 6~30% 引き上げられたほか、ほぼ完全雇用に近い雇用状態を背景に全体の名目賃金も二桁近い伸びを維持している。また、インドネシア、マレーシア、タイなどでは穀物価格の上昇を受けて農業収入が拡大しており、都市部のみならず農村部の購買力が向上している。タイでは農業収入の増加が自動車販売の約半数を占めるピックアップトラックの販売増につながったケースもみられる。

アジアリスク（インフレ、資金流入バブル）が顕現化、株式から土地シフトも

アジア経済のリスクはインフレ進行と資本流入加速に伴う資産バブルである。前者は、2008 年の原油急騰時のようにインフレ率が急進する事態には至っていないが、消費者物価上昇率は着実な上昇を示しており、各国とも食品や燃料、公共料金等への価格統制や金融引き締めなどの対策を強化している。しかし、先進国との金利差拡大がネックとなり、緩やかな金融引き締めペースに止まっているため、各国の実質政策金利は概ねマイナス乃至はゼロ近傍にある。これまで金利上昇は海外マネーの流入を誘引するため、利上げを逡巡していたインドネシアもついに金融引き締め強化に踏み切った。他のアジア諸国も金融引き締めスタンスを一段と強化する公算が大きい。インフレ抑制のソフトランディングが可能か否かを見極める局面に入ってきたと言える。

アジア主要国の実質政策金利

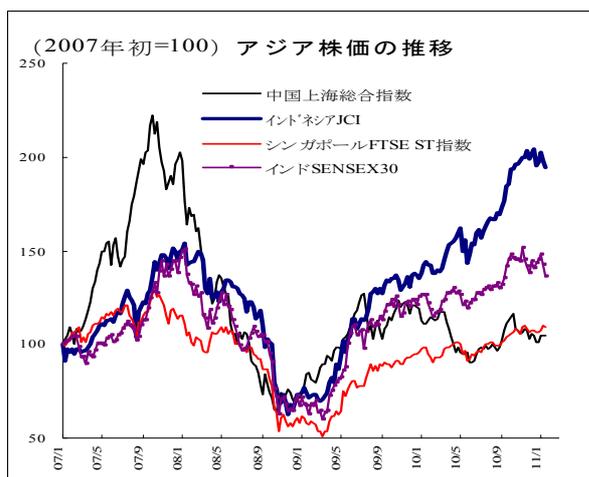


(注) 実質金利 = 政策金利 - 消費者物価上昇率
 (資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

こうしたインフレ懸念と金融引き締め強化を受けて、アジア株価は調整局面に入っている。特に昨年 40% 前後の大幅な急騰を示したインドネシア、フィリピン、タイなどの株式は、成長期待に伴う資金流入加速が顕著であり、通貨高・株高・債券高のトリプル高を続けてきたが、その反動的修正が起きている。もっとも、投機マネー流入

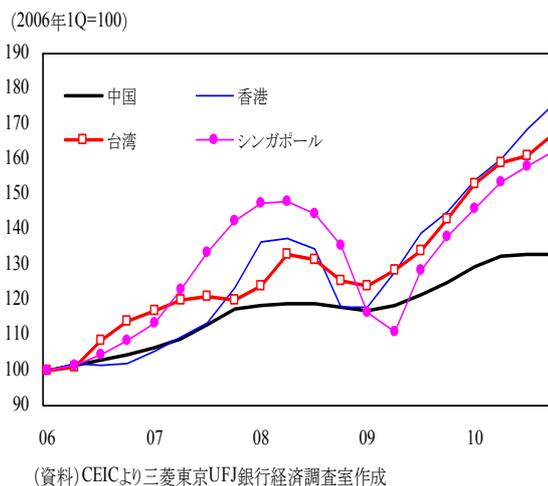
が主体であったアジア危機の時と異なり、現在はインフラプロジェクトやビジネス拠点シフトを背景とした長期投資資金（直接投資）が根底にあり、アジア域内から先進国へのリパトリエーションの動き（資金逃避）はそれほど大きくない。むしろ、インフレリスクへの対応として投機マネーが株式から土地へシフトしている面もあり、不動産バブル懸念は引き続き燃えている。

アジア主要国株価の推移



(出所) ブルームバーグ、三菱東京UFJ銀行経済調査室

アジア主要国の不動産価格の推移

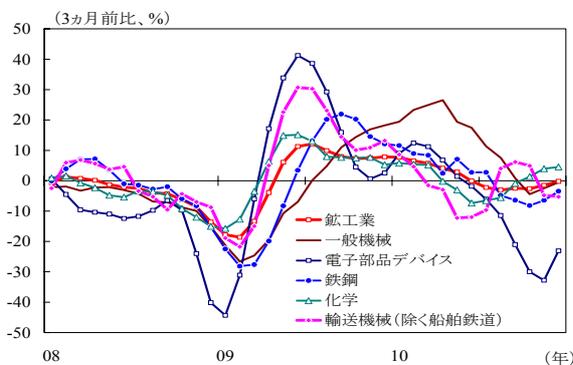


日本経済は景気踊り場脱却、輸出・生産主導の回復局面へ

日本経済はエコカー減税の反動や輸出停滞を背景に昨秋から景気踊り場局面に入った。昨年10-12月期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%（前期比年率▲1.1%）と5四半期振りにマイナスへ転じた。しかし、世界経済の再加速を背景に輸出・生産が昨年12月から急回復しており、景気の踊り場を既に脱却しつつある。

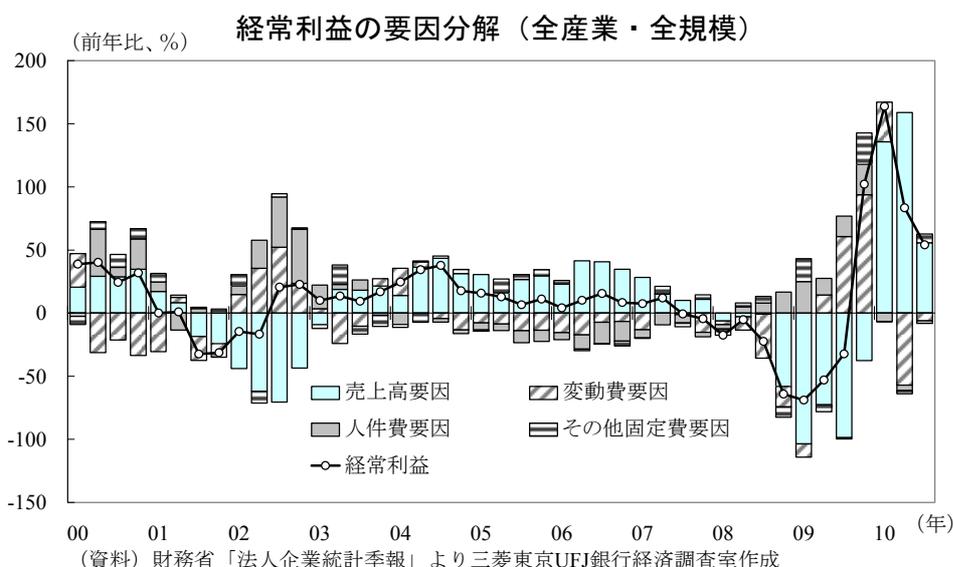
輸出回復は、前述したアジアのモータリゼーションの影響もあるが、半導体・電子部品関連の輸出が下げ止まり、回復局面に入ってきたことが大きい。その背景には「新情報端末革命」と呼ばれるスマートフォンやタブレット型PCの登場がある。

主要業種の出荷・在庫バランスの推移



これらは、従来型パソコンと携帯電話の隙間を埋める新たなデバイス文化を生み出すと期待されており、電子情報技術産業協会（JEITA）によると、今後5年間にスマートフォン市場は約4倍、タブレット型PC市場は約5.5倍の規模へ急拡大することが見込まれている。電子部品デバイスは、昨年秋まで在庫調整を強いられていたが、底入れから先行き本格回復が展望できる状況になってきた。

企業収益も急回復している。日銀短観（2010年12月調査）に基づく経常利益（全産業・全規模）は、2010年度上期実績で前年度比+75.2%、2010年度計画では同+28.2%であるが、上場企業の2010年4月—12月期の連結決算をみると、前年同期比+81%、2010年度通期見通しが同+53%と当初計画から収益上振れが示されている（いずれも日経新聞調べ）。当初懸念された円高の影響は、企業の経費削減努力やアジア新興国向け増収効果で吸収された形である。2011年度も、経常利益ベースで15%程度の増益（上場企業ベース）が予想されている。利益水準全体としては、リーマン危機前のレベルには到達しないが、景気踊り場から脱却もあり、2011年度は新規事業投資やアジア企業を対象としたM&A戦略など攻めの経営姿勢への転換が拡がるとみられる。



通商政策が日本悲観神話から脱却するブレークスルーの本丸

本邦企業の攻めの経営にはグローバル戦略が欠かせない。鍵を握るのは自由貿易協定（FTA）や経済連携（EPA）など通商戦略であり、TPP（環太平洋戦略的経済連携協定）への参加が焦点となる。現在、日本が経済連携を締結している国はASEAN、メキシコ、チリ、スイスの13カ国だが、TPP参加によって関税メリットを享受できる対象国が21カ国へ増加する。対象となる市場規模では、3兆ドル強から約25兆ドルへ実に8倍も急拡大することになる。貿易取引の急拡大によって輸出依存度を現在の18%から欧州連合平均並みの40%まで高めることができれば、過去10年間のグローバル化の遅れを一気に取り戻し、さらに日本への対内直接投資が大幅に増加することも期待できる。同時に国内の産業・事業再編の側面支援、法人税引き下げ、規制緩和強化を進めれば、日本企業の競争力の弱点だった「国内消耗戦」、「事業コスト高」、「非

効率・硬直性経営」が解消され、本邦企業の収益力が増していく。一方、日本が TPP に参加せず、韓国が米国や中国と FTA を締結した場合、日本製品シェアは大幅に低下し、雇用が約 80 万人減少するという試算（経済産業省）もある。

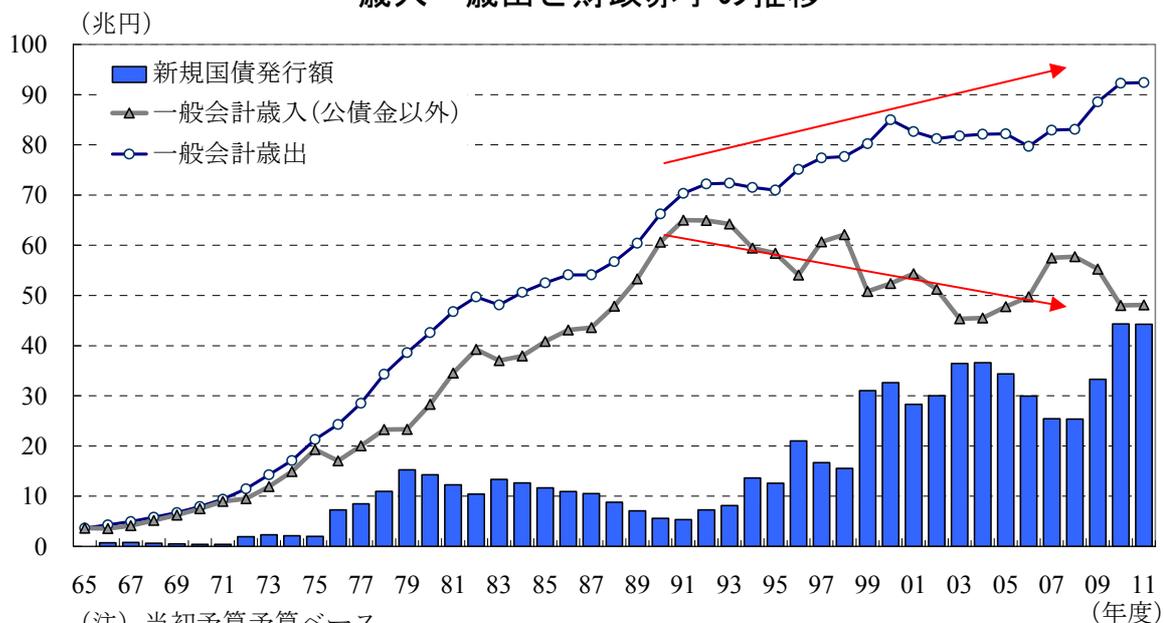
筆者は、本邦企業と新興国企業との競争力格差は個々の企業の技術力、サービス力の差異ではなく、日本と新興国における通商政策（含む為替政策）や事業コストによるところが大きいと考えている。TPP を軸とした通商政策は、まさに日本経済が悲観神話から脱却するブレークスルーの本丸であり、農業改革や税財政の抜本改革の具体的方向性を明確に打ち出し、対外公約の期日である今年 6 月に参加表明することを大いに期待する。

迫る日本財政リスク、日本国債のホームバイアス神話に限界

国際格付機関 S&P 社が日本国債（自国通貨建て・外貨建て）の長期格付けを AA（最上位から 3 番目）から AA-（同 4 番目）に引き下げた。今回の格下げは①既に昨年 1 月時点で同社が格付け見通しの引き下げを公表していた、②格下げの引き下げが 1 ノッチに止まった、③格下げ後の見通しは「安定的」に変更された等から、市場への影響は軽微に止まった。しかし、日本の財政リスクへの対外的な見方が一段と厳しくなっている証左である。

日本の構造的な財政悪化は、バブル崩壊後の 1990 年から始まった。下図は、わが国財政の歳出入と新規財減債発行額の推移をみたものである。歳出入は 1970 年代まで均衡しており、1970 年代後半以降になって、石油危機等による経済対策（建設国債発行）を受けて、歳出が歳入を上回る傾向が顕著になったが、単年度の財政収支の赤字は抑制気味に推移していた。

歳入・歳出と財政赤字の推移



それが大きく変化したのが、バブルが崩壊した 1990 年以降である。歳出は引き続き増加傾向を辿る一方、歳入はデフレ進行により漸減傾向が続くようになり、財政収支の赤字構造が定着した。

歳出入の中身をみると、歳出面では社会保障関係費、国債費、地方交付税交付金の三大項目が突出している。特に足下で急増しているのが、社会保障関係費である。高齢化により年金・医療費の自然増加額は、2010 年度に初めて 1 兆円を突破したが、今後も増加ペースの拡大加速が見込まれている。裁量的歳出項目である公共事業関係費は既に防衛費と同額のレベルまで減少しており、公的需要を生み出す力をほとんど失っている状況にある。一方、歳入は根幹をなす租税・印紙収入（一般会計ベース）が 1990 年の 60 兆円をピークに漸減傾向にあり、2000 年以降は（リーマン危機時を除いて）概ね 50 兆円近辺で推移している。人口減少や企業の海外シフトを勘案すると租税収入の減少傾向が強まる虞もある。歳出が 90 兆円～100 兆円規模、歳入が 50 兆円規模の状況が常態化しており、毎年 50 兆円の赤字が垂れ流されているのは異常であると言わざるを得ない。因みに、こうした歳出入トレンドの構造的な乖離は「ワニの口」と呼ばれるが、もはや口が開く状態は通り越して、「ワニの顎」が外れかかっている緊急事態に陥っているように思われる。

筆者は、こうした財政赤字の垂れ流しが看過された要因として財政法の問題を指摘する。日本の財政法では、世界でも特異な 60 年償還ルールが規定されている。これは当初、建設国債に適用されていたのだが、財政状況が厳しくなるにつれ、1980 年代半ばには赤字国債にも適用されることになった。無論、赤字国債の発行に関しては、特例公債法が存在し、当該年度毎に国会の承認を得る必要があるが、一旦発行が承認されると、国債残高全体のブラックボックスの中に埋もれてしまう。実際、過去 10 年間の国債発行残高の内訳をみると、2001 年度に建設国債が 216 兆円、赤字国債が 152 兆円だったのが、2010 年度（見込み）には、建設国債が 244 兆円、赤字国債が 367 兆円と、建設国債が 28 兆円しか増加していないのに対して、赤字国債は 215 兆円と建設国債の約 10 倍に膨れ上がっている。抜本的な社会保障改革や税財政改革を行わない限り、赤字国債の累増によって日本の政府債務は雪だるま式に増えていくことになる。

わが国の財政リスクは一般的に認識されているものの、なかなか目前に迫る現実的な危機として意識されていない。それは、財政危機がもたらす通貨急落やハイパーインフレ、長期金利の急騰など国民生活を脅かす現象が未だ起きていないからである。しかし、過去、財政危機が勃発した中南米、南欧諸国では通貨危機やハイパーインフレが例外なく起きた。無論、これら国々は外資依存型の経済発展を志向する発展途上国であり、対外債務依存度が高い。ソブリンリスクによって自国通貨が下落すると債務負担が急増し、それが本格的な通貨危機、債務危機を引き起こすというリスクを抱えている。これに対して、日本の場合は、恒常的な経常収支黒字国であることから対外純資産を潤沢に保有しており、財政危機コール通貨危機といった単純な図式にはならない。

それでは、赤字垂れ流しの放漫財政であっても、経常黒字国である限り、わが国で

は財政危機が生じないのであろうか。マクロバランスの論理に基づけば、いくら財政赤字や政府債務残高が急増しても、それを上回る民間貯蓄超過や民間金融資産超過が日本に存在していれば、財政リスクは自国内で吸収され、通貨下落や長期金利上昇は顕現化しないことになる。

マクロバランス

経常収支（黒字）＝民間貯蓄投資バランス（黒字）＋公的貯蓄投資バランス（赤字）

* 民間貯蓄投資バランス（黒字）＞政府貯蓄投資バランス（赤字）

対外資産・負債バランス（純資産）＝民間資産・負債バランス（資産超過）＋
公的資産・負債バランス（負債超過）

* 民間資産・負債バランス（資産超過）＞政府資産・負債バランス（負債超過）

これが、財政の危機的な状況が明白であるにも係らず、危機的な兆候（為替急落、長期金利急騰など）がないことから「日本の財政危機に至るまで未だ時間猶予がある」と考える所以であり、他国と違う財政悪化の進行パターンでもある。

しかし、そうした稀有な状態がいつまでも続くことはない。例えば、国際収支のプロダクトサイクル説に基づけば、既に日本は貿易で稼ぐ「未成熟の債権国」から年金生活の「成熟した債権国」に移行している。国際収支の黒字国ではあるが、中身は貿易収支黒字主体ではなく、対外純資産から生ずる所得収支黒字が黒字の主な構成要素になっている。先行き本邦企業の海外シフトや高齢化に伴う貯蓄減少が顕現化すれば、貿易収支の赤字化と対外純資産の取り崩しが同時に始まり、「資本取り崩し国（経常赤字国）」のステージに移行することになる。

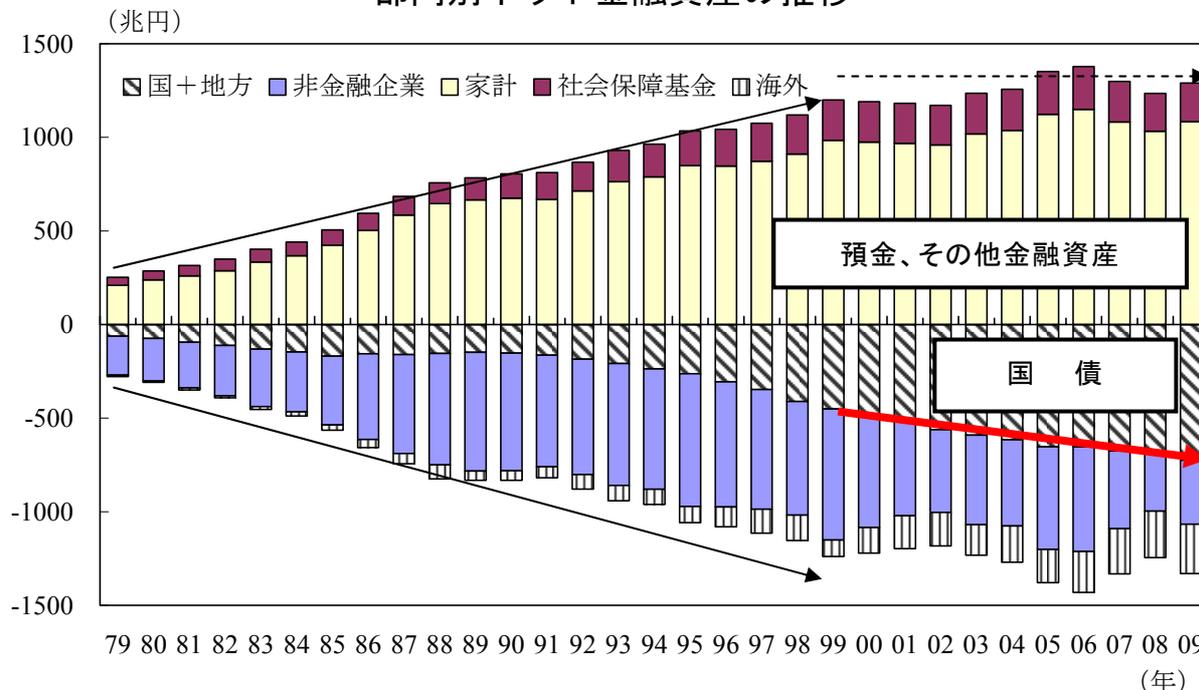
国際収支のプロダクトサイクル

	財サービス収支	投資収益収支	経常収支	長期資本収支
I. 未成熟の債務国	－	－	－	＋
II. 成熟した債務国	＋	－－	－	＋
III. 債務返済国	＋＋	－	＋	－
IV. 未成熟の債権国	＋	＋	＋＋	－－
V. 成熟した債権国	－	＋＋	＋	－
VI. 債権取り崩し国	－－	＋	－	＋

金融資産・負債バランスも、民間部門の資産超過がピークアウトする兆候が出始めている。高齢化の進行によって家計金融資産の拡大ペースが止まってきたためである。下図は、わが国の金融資産・負債残高の推移を家計、企業、公的（国＋地方、社会保障基金）、海外の各部門別に分けてネットベース（金融資産－金融負債）で示したものである。これをみると、2000年近辺までは家計の金融資産が累積的に増加し、企業、公的、海外の金融負債を支えてきた。しかし、その後は家計の金融資産はほぼ横ばい

推移に転じ、一方、負債サイドで企業部門の負債減少（借入減少）、公的部門の負債増加（国債増加）、海外部門の負債増加（海外向け融資・投資の拡大）など構造変化が生じている。

部門別ネット金融資産の推移



このマネーストックの変化は重要な意味を持つ。まず、なぜ家計の金融資産の拡大が止まったかである。これは家計の貯蓄率の低下、貯蓄額の減少に起因する。わが国の家計貯蓄率は、1975年の23.1%をピークに低下基調を辿り、現在は3%近辺で推移している。他方、家計の貯蓄額は、1970年代後半から2000年まで概ね年間30兆円程度の増加で安定的に推移していた。ところが、2000年以降は急速に減少し、足下では年間10兆円にも満たない水準まで落ち込んでいる。この背景には可処分所得の減少と高齢化の進行がある。前者は賃金の上昇カーブがフラット化もしくは逡減傾向を辿るなかで、40歳代以降の現役世帯を中心に貯蓄余力が大幅に低下した。後者に関しては、高齢化の進行により、60歳以上世帯の全世帯に占める割合は、1980年の22%程度から2010年には42%へ上昇し、貯蓄率に対して下押し圧力を掛けている。ここ数年は団塊世代の退職本格化に伴う退職金の受け取り（企業から家計への所得移転）が一時的な貯蓄押し上げ要因として働いたため、高齢化による貯蓄押し上げ圧力は顕著な現象として捉えられなかった。しかし、団塊世代の退職金受け取りは一巡しつつあり、同世代が年金受給年齢に達する2015年以降は貯蓄率の下押し圧力が一段と強まることが予想される。その結果、2016年以降は戦後始めて、家計の貯蓄率がマイナスに転ずる可能性が高まってくる。家計の貯蓄率がマイナスに転ずると、家計の金融資産残高は資産運用価値の増加分（株価上昇等）を除けば、頭打ち乃至は減少に転ずることになる。

負債サイドでは、企業部門の負債減少（借入抑制）が限界レベルに達しつつある。企業部門のネット負債は既に 100 兆円とピークの 5 分の 1 まで縮小している。仮に同負債がゼロまで減少を続けたとしても、公的部門の負債増加分を相殺できるのは、2015 年辺りまでである。もっとも、現実的には日本の企業部門のネット金融資産・負債がゼロになることは考えにくい。仮に、そうなった場合には、邦銀のバランスシートは資産サイドがほとんど国債になってしまうため、日本の金融機関は海外への融資姿勢を強め、結果的には海外部門のネット負債が増えていくことになるだろう。

貯蓄率のマイナス転換前に財政再建と通商戦略に決断と行動が必要

以上を整理すると、このまま日本の財政悪化が続き、政府債務残高が累増していくと、2015 年辺りから日本国債の国内ファイナンスが限界に達し、海外へのファイナンス依存度が上昇し始めることになる。その場合、海外の投資家は、海外の同格付国債と同じリスクプレミアムを日本国債に要求することから、日本の国債利回りには上昇圧力がかかる（日本国債ホームバイアス・プレミアムの剥落）。日本国債の利回りが上昇すると、利払い費（国債費）が増加し、財政赤字の拡大ペースが加速する。そうなれば、日本国債の再格下げとともに、日本は大幅な歳出削減や大增税など強烈に痛みを伴う政策を敢行しなければならない。年金支給の実質的減額や増税インフレが現出すれば、日本の高齢化社会にとって大打撃となる。日本の貯蓄率マイナス転換に残された数年間のうちに、抜本的な行政改革、社会保障改革、税制改革を敢行し、財政再建の道筋を立てるとともに、通商政策を梃子として日本経済の競争力を建て直す決断と実行が求められている。

（経済調査室長 内田 和人）

I. 日本

～景気は早期に踊り場を脱却し、持ち直し基調に回帰の公算～

1. 景気の現状

10-12 月期の実質 GDP は 5 四半期ぶりのマイナス成長

わが国の景気は、昨秋頃から短期間の踊り場局面に入った。10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲1.1%と、5 四半期振りにマイナス成長となった。海外景気の減速や電子部品のグローバルな在庫調整を受けて、輸出が減少に転じたことや、タバコの値上げやエコカー補助金終了による個人消費の下振れが成長率の押し下げ要因となった。また、経済対策一巡による公共工事の大幅減も影響した。

もっとも足元では、踊り場局面を抜け出す動きがはっきりとしてきている。11 月以降、輸出が底打ちし、生産も持ち直しに転じた。また、1 月の消費者態度指数が 7 ヶ月振りに上昇に転じるなど、家計マインドにも明るい兆しがみられ始めている。

第1表：主要経済指標の推移

(前期(月)比、%)

	2010/4-6	7-9	10-12	2010/10	11	12	2011/1
全 体	名目GDP成長率(前期比年率)	▲2.4	2.3	▲2.5	-	-	-
	実質GDP成長率(同)	2.1	3.3	▲1.1	-	-	-
	景気動向指数(一致)	102.1	102.7	102.1	100.7	102.4	103.1
	景気動向指数(先行)	100.6	99.5	99.9	97.7	100.6	101.4
企 業	鉱工業生産	1.5	▲1.8	▲1.6	▲2.0	1.0	3.3
	機械受注(船舶・電力を除く民需)	0.3	9.6	▲6.9	▲1.4	▲3.0	1.7
	資本財出荷(除く輸送機械)	7.4	1.8	1.2	2.8	▲1.4	▲0.7
家 計	雇用者数(非農林業)	▲0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.2
	現金給与総額(5人以上)	1.3	0.9	0.2	0.5	0.2	0.1
	雇用者所得	1.0	1.2	0.5	1.1	0.3	0.2
	失業率	5.2	5.1	5.0	5.1	5.1	4.9
	消費総合指数(実質、季調値)	0.1	1.1	▲1.2	▲1.9	1.8	▲0.8
消費者態度指数(全国・一般世帯、前期差)	▲0.4	▲0.8	0.7	▲0.3	▲0.5	▲0.3	1.0
外 需	輸出(数量ベース)	6.7	▲2.6	▲1.7	▲2.6	1.5	3.3
	輸入(数量ベース)	3.5	2.6	▲0.9	▲2.4	4.9	▲3.0
物価	消費者物価(除く生鮮食品)	▲1.2	▲1.0	▲0.5	▲0.6	▲0.5	▲0.4

(注) 1.雇用者数・現金給与総額・雇用者所得・消費者物価は前年比変化率。

2.景気動向指数の四半期値は平均値。

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

2. 今後の見通し

<概要>

2011 年度後半には、緩やかながらも自律回復へ移行

景気は早期に踊り場を脱却し、再び持ち直し基調を辿る公算が大きい。自動車やタバコ販売の反動減も一巡しつつあり、1-3 月期以降、実質 GDP はプラス成長に転じよう。2011 年度に入ってから、輸出・生産の回復持続を追い風に、雇用・設備の過剰感も徐々に後退し、年度後半には緩やかながらも自律的な回復局面に移行していくとみる。実質 GDP 成長率は 2010 年度が前年比 3.0%、2011 年度が同 1.5%と予想する（第 1 図）。



デフレ脱却は 2012 年度以降と予想

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

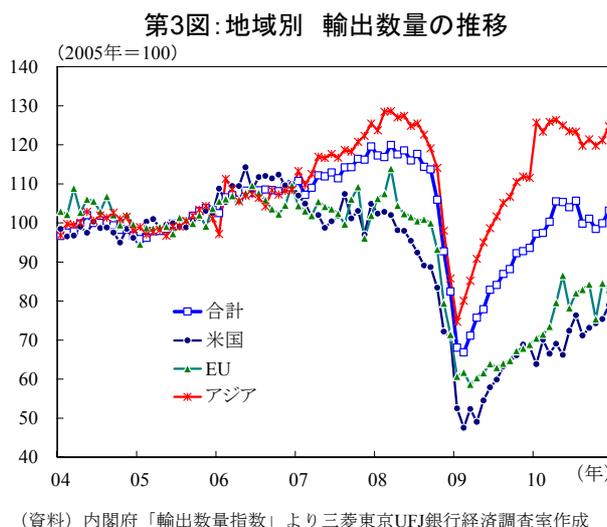
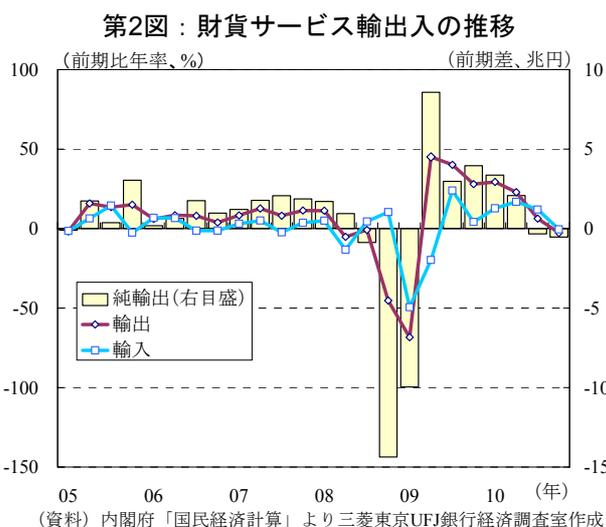
<詳細>

(1) 企業部門

①輸出・生産

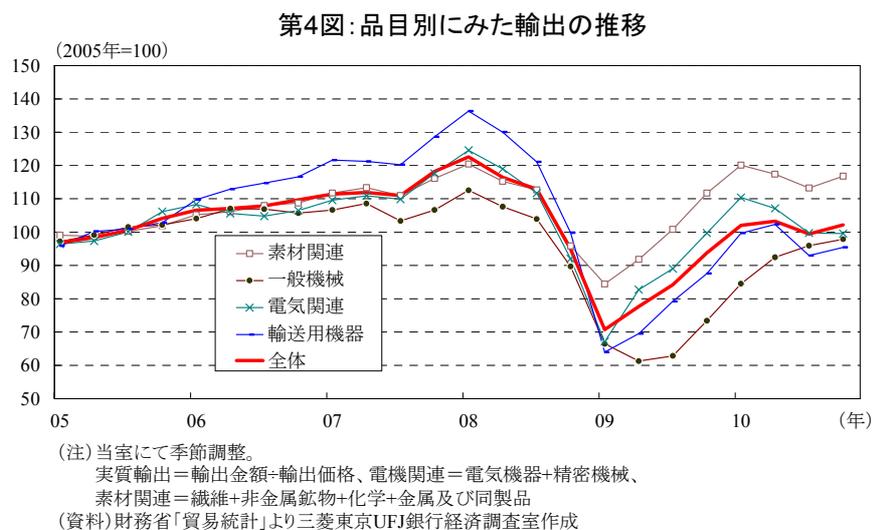
10-12 月期の輸出減少は一過性の落ち込み

10-12 月期の輸出（実質 GDP ベース）は、前期比年率▲2.8%と 7-9 月期（同+6.3%）から 7 四半期ぶりに減少に転じた（第 2 図）。主要地域別では、アジア地域向け、米国向けは緩やかに持ち直したものの、ソブリン問題が燻り続ける 10 月の EU 向けの輸出が低調に推移したことが、全体を押し下げた（第 3 図）。ただし、月次で見ると 12 月にかけて持ち直しの動きがはっきりとしてきている。



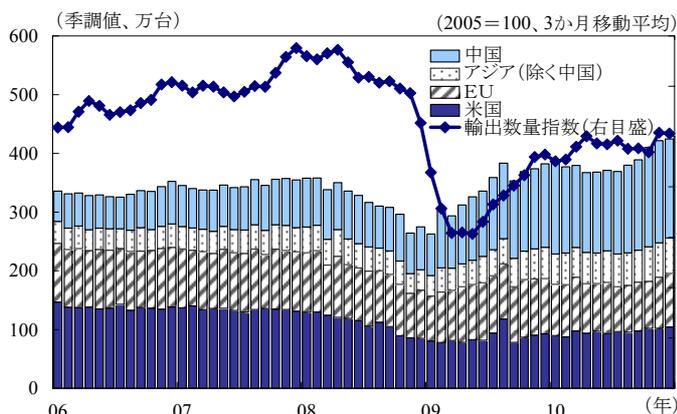
品目別にも持ち直しの動きが強まる

財務省「貿易統計」によると品目別輸出は、減少傾向にあった素材関連、輸送機器、電機関連が持ち直した（第4図）。続伸している一般機械と素材関連はアジア向け経済の持ち直しに下支えされ、プラスチック製品や原動機の輸出が増加した。



輸送機器輸出は、米国の自動車販売台数の回復に牽引されて増加した。主要輸出先の販売台数を見ると、米国が堅調に持ち直したほか、アジア圏も増加しており（第5図）、このことが、輸送機器輸出を押し上げた。自動車販売台数の増加ペースに比べると、輸出の回復が緩やかであるのは、モータリゼーションの進む中国などのアジア圏での日本車シェアが、米国の日本車シェアより低いことが要因とみられる（第2表）。現状輸送機器輸出においては、米国の自動車市況の回復がより寄与する構造となっているといえよう。

第5図：主要輸出先 自動車販売台数の推移



(注) 当室にて季節調整。アジアは韓国・台湾・インド・インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・ベトナム

(資料) Bloomberg、CEIC、財務省「貿易統計」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

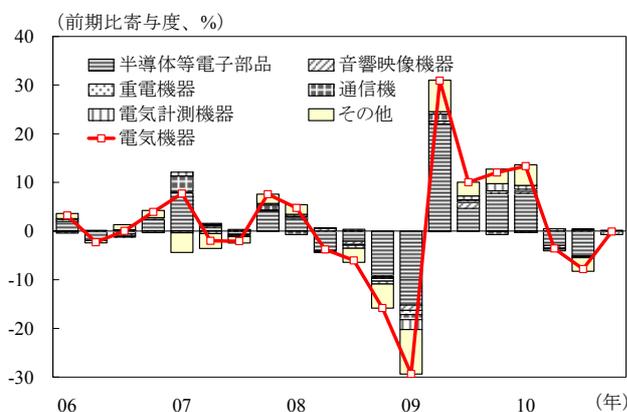
第2表：米中自動車市場における日系シェア

(万台、%)		
2010年	米国市場	中国市場
日系メーカー	448	268
同シェア	(38.8)	(19.5)
欧州系メーカー	98.5	236.5
同シェア	(8.5)	(17.2)
国産	520	628
同シェア	(45.0)	(45.7)

(資料) 各種報道等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

電機関連は、中国を中心としたアジア地域向けの電子部品輸出が増加に転じたことから、底打ちの様相を示した(第6図)。日本の電子部品輸出に大きな影響を与えるシリコンサイクルについては、韓国・台湾のIT関連機器の出荷在庫バランス改善が示唆するように、底打ちから持ち直しに転じつつある。シリコンサイクルが上向き局面に入ること、2011年度後半にかけて、わが国の輸出の追い風となろう(第7図)。

第6図：アジア電気機器実質輸出の推移

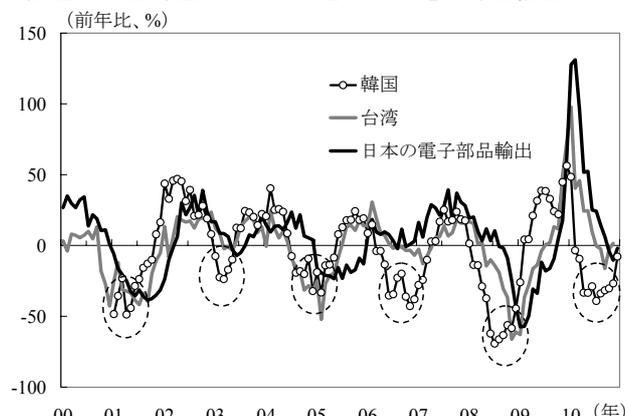


(注) 当室にて季節調整。

実質輸出=輸出金額÷輸出価格

(資料) 財務省「貿易統計」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：IT出荷在庫バランスと日本の電子部品輸出



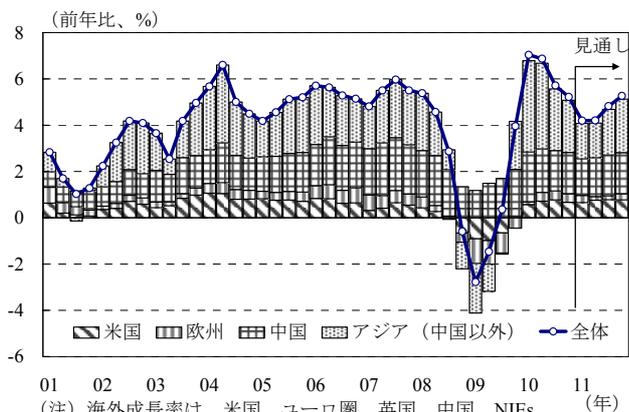
(注) 韓国は情報通信関連、台湾はコンピューター、通信機器、AV機器、電子部品。

(資料) CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

輸出は、海外経済の持ち直しなどから再加速へ

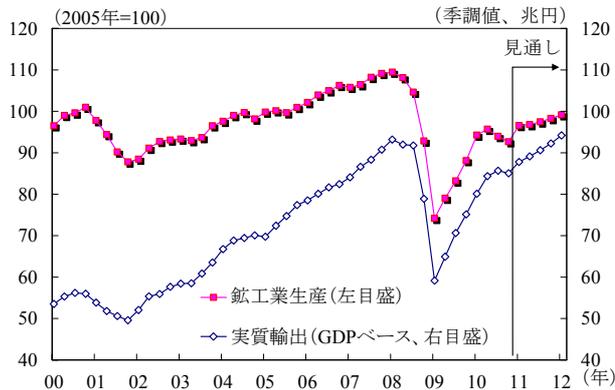
加えて、主要輸出先の経済は再加速を見込んでいる(第8図)。特にアジア圏が先進国比高い成長率を維持することが見込まれることから、中国を中心としたアジア向け輸出の増勢が維持されよう。また、米国の消費持ち直しも、輸出増に寄与するとみる。欧州については、ソブリン問題から緊縮財政に転じる可能性が高く、引続き注意を要する。先行きとしては、アジア・アメリカを中心とした輸出主要国の経済が回復することにより、輸出も持ち直しに転じよう(第9図)。

第8図：主要輸出先地域の成長率



(注) 海外成長率は、米国、ユーロ圏、英国、中国、NIEs、ASEAN4、インドの輸出ウェイトによる加重平均。
 (資料) 財務省「貿易統計」、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：鉱工業生産と実質輸出

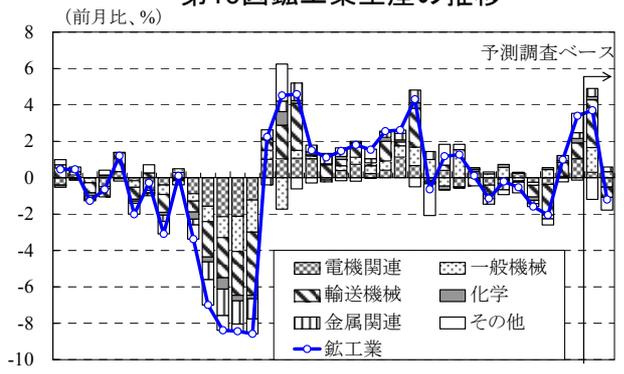


(資料) 内閣府「国民経済計算」、経済産業省「鉱工業生産指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

足元生産は回復局面入り

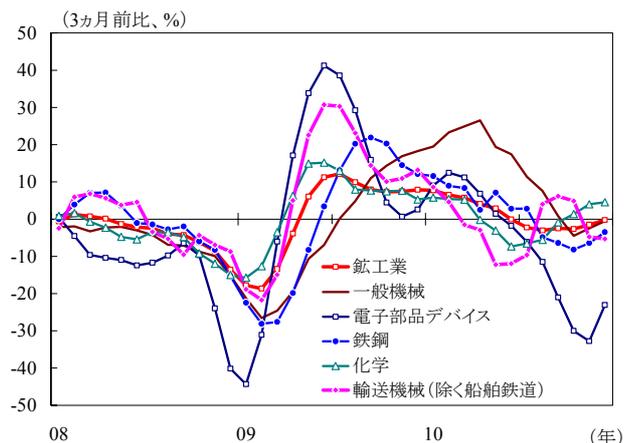
生産は、堅調な外需に牽引されて、回復局面に入った(第10図)。10-12月期の四半期ベースの生産は、前期比▲1.6%となったが、10月に減産した輸送機器や電機関連が持ち直したことから、11-12月は増産となった。出荷在庫バランスをみると、重石となっていた電子部品・デバイスや輸送機器の在庫調整が進展している(第11図)。自動車に関しては、エコカー補助金効果が剥落したことによる在庫積み上がり懸念もあったが、事前の生産・在庫調整や、外需の持ち直しにより回避された。加えて、アジアにおけるモータリゼーションの進展や、米国におけるリコール問題が一段落したことなどから、外需に牽引された生産増が継続することが見込まれる。

第10図 鉱工業生産の推移



(注) 電気関連は、電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイス。金属関連は、鉄鋼、非鉄、金属製品。
 (資料) 経済産業省「鉱工業生産」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：主要業種の出荷・在庫バランスの推移



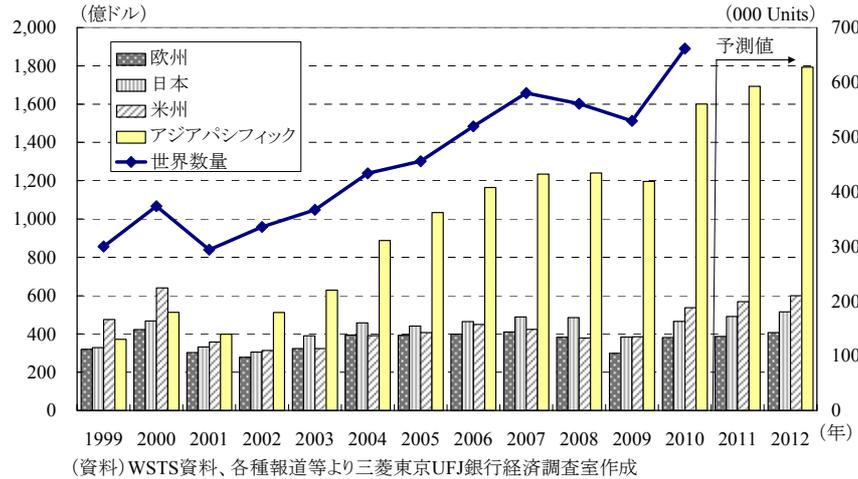
(注) 3ヵ月移動平均。
 (資料) 経済産業省「鉱工業生産」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

生産は輸出を牽引役として、回復基調に入る見込み

一方、電子部品・デバイスの在庫バランスについては、世界的な半導体需要減から出荷が落ち込んだことにより在庫水準が高いまま推移していた。しかし、12月は世界的に半導体需要が戻ったことから(第12図)、出荷在庫バランスは改善しており、今後は積み上がり在庫も解消に向か

うと見込まれる。もっとも、半導体に牽引される電子部品・デバイスの生産が持ち直すまでには、在庫解消までしばらく時間を要するであろう。今後電子部品・デバイスは、スマートフォンの普及なども半導体需要を増加させることから、増産となる蓋然性が高い。以上をまとめると、先行きは輸送機器や半導体を中心とした輸出の持ち直しによる回復に牽引され、生産は緩やかな回復基調を辿ることが見込まれる。

第12図：地域別 半導体売上高の推移と見通し

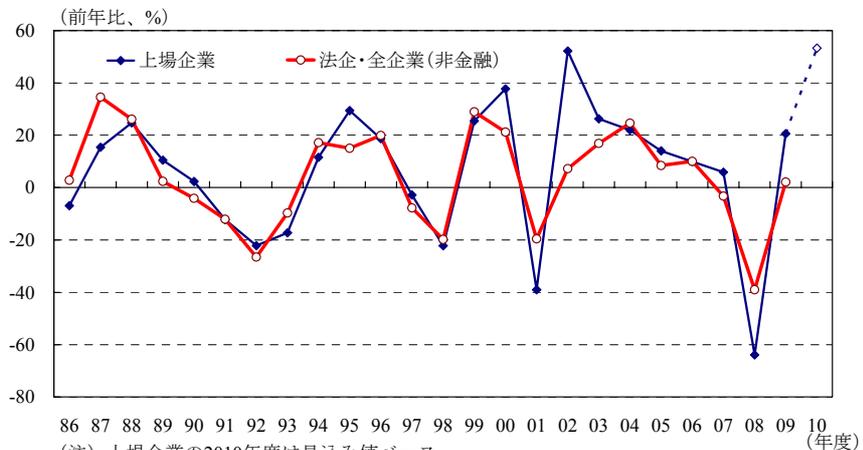


②設備投資

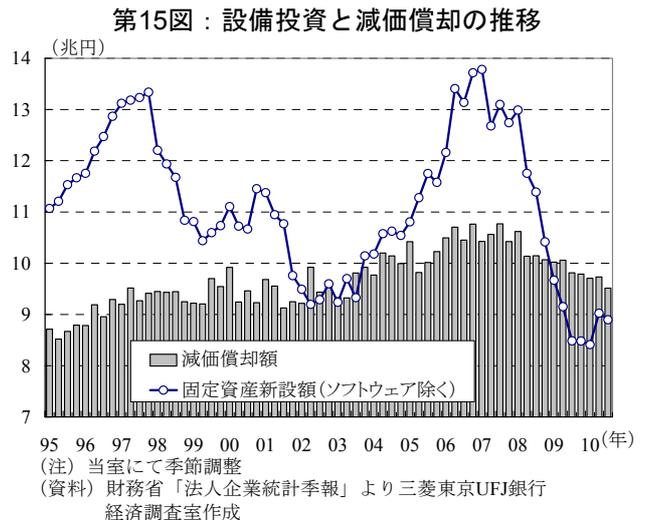
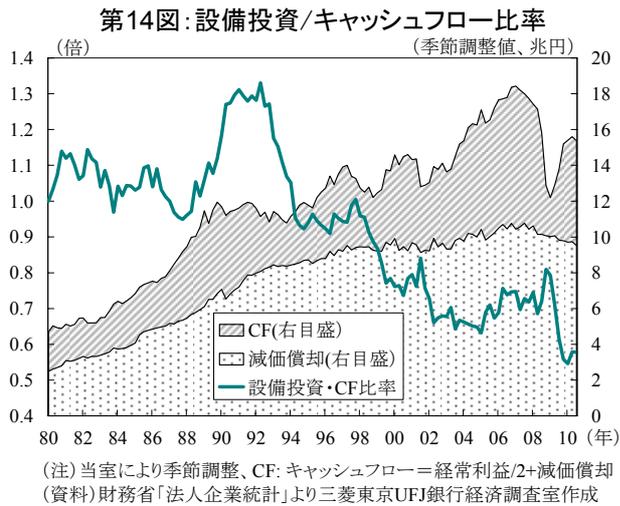
企業業績は回復しているが、設備投資は減速が続く

10-12月期の設備投資（GDPベース）は前期比年率+3.7%とプラス成長しながら、7-9月期（同+6.0%）からは減速した。原資となる企業収益は、売上の増加やコストの低減により大幅に回復している。上場企業の4-12月期の経常利益は前年同期比約8割増となっており、2011年3月期通年でも同5割程度の増益となることが予想されている。法人企業全体についても、4-9月期が同68.8%増と堅調に推移しており、通年でも大幅な増益となる見込みである（第13図）。

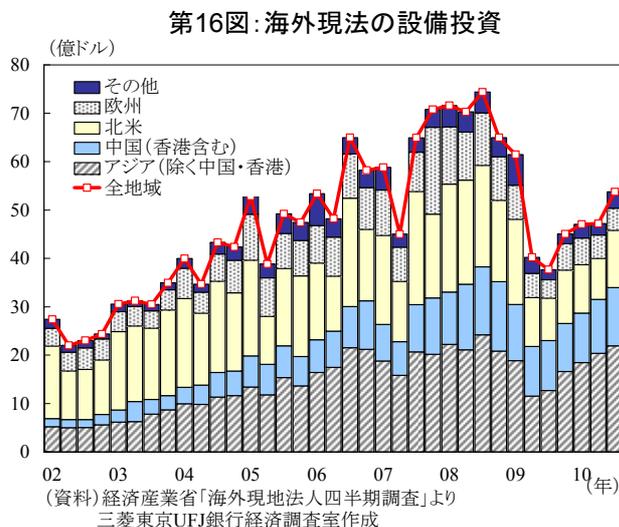
第13図：経常利益の推移



経常利益増によりキャッシュフローも回復しつつあるが、キャッシュフローがどの程度設備投資に充てられているかを示す設備投資キャッシュフロー比率をみると、減少傾向が続いている（第14図）。これは、企業が設備投資を手控え、現預金の蓄積や、有利子負債の返済に充当した状況を示している。加えて、設備投資の水準は減価償却を割り込んでおり、更新投資も抑制されている状態がうかがえる（第15図）。現状設備投資は増加にこそ転じてはいるものの、依然として低調の域にある。



先行きしばらくは、一方、GDP ベースの設備投資に計上されない海外設備投資は、増勢が一進一退の動きが続く。強まっている。海外現法の設備投資を地域別にみると、中国やASEANを中心としたアジア圏で増加している（第16図）。先行きは、2011年前半は設備過剰感が乏しいこと（第17図）などから国内の設備投資は緩慢な動きとなるが、2011年半ば頃からは、生産の回復による設備稼働率の高まりやキャッシュフローの蓄積を背景に、徐々に伸びが高まってくると予測する。

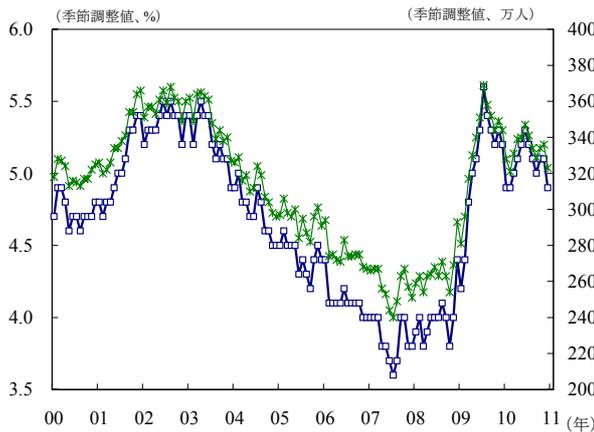


(2) 家計部門

①雇用・所得

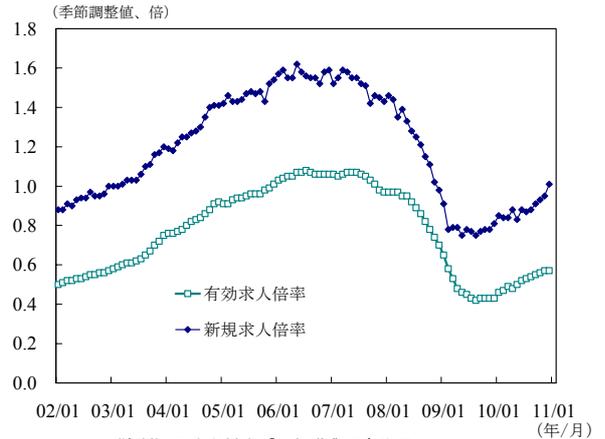
雇用環境は改善足 完全失業率の高どまりなど、このところ改善の足踏み感が強かった雇
 踏み状態から抜け 用環境だが、求人倍率は上昇傾向にあり、また12月の失業率（4.9%、前
 出す兆し 月比▲0.2%pt）が10ヵ月ぶりに5%を下回るなど、明るい動きが増え始め
 ている（第18、19図）。

第18図：失業率と失業者数の推移



(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

第19図：求人倍率の推移



(資料) 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

雇用者数に関しても、製造業や建設業では依然として厳しい状態が続
 いているものの、昨年後半以降は医療・福祉分野や教育・学習支援サー
 ビス業などの増加に下支えされ、底堅さを増してきている（第3表）。

第3表：雇用者数の推移

	2010/01	2010/02	2010/03	2010/04	2010/05	2010/06	2010/07	2010/08	2010/09	2010/10	2010/11	2010/12
全体（非農林業）												
前年比（%）	▲0.7	▲0.6	0.4	▲0.2	▲0.4	▲0.2	0.1	0.0	0.7	0.6	0.0	0.2
前年差（万人）	▲37.0	▲30.0	19.0	▲12.0	▲22.0	▲11.0	5.0	1.0	37.0	35.0	1.0	9.0
建設												
前年差（万人）	4.0	▲13.0	▲29.0	▲11.0	▲20.0	▲21.0	▲15.0	▲28.0	▲8.0	▲19.0	▲30.0	▲21.0
製造												
前年差（万人）	▲61.0	▲42.0	▲25.0	▲25.0	▲24.0	▲8.0	▲8.0	▲6.0	6.0	6.0	▲12.0	▲29.0
情報・通信												
前年差（万人）	1.0	▲5.0	▲3.0	6.0	16.0	16.0	3.0	1.0	10.0	5.0	▲3.0	▲9.0
運輸・郵便												
前年差（万人）	2.0	▲5.0	▲19.0	▲12.0	8.0	9.0	▲4.0	3.0	▲1.0	2.0	24.0	22.0
卸・小売												
前年差（万人）	3.0	4.0	19.0	18.0	1.0	▲16.0	▲10.0	▲5.0	3.0	15.0	28.0	24.0
金融・保険												
前年差（万人）	▲6.0	▲5.0	▲9.0	▲11.0	▲4.0	▲3.0	7.0	13.0	2.0	▲6.0	▲5.0	▲9.0
不動産												
前年差（万人）	▲3.0	1.0	2.0	2.0	▲3.0	▲11.0	▲5.0	3.0	6.0	1.0	2.0	6.0
学術研究、専門技術サービス												
前年差（万人）	2.0	9.0	12.0	6.0	▲4.0	4.0	13.0	▲2.0	▲8.0	2.0	8.0	13.0
宿泊・飲食												
前年差（万人）	1.0	13.0	21.0	0.0	10.0	9.0	5.0	4.0	10.0	13.0	▲1.0	12.0
生活関連サービス、娯楽業												
前年差（万人）	5.0	0.0	5.0	▲1.0	▲4.0	▲1.0	▲1.0	▲2.0	0.0	▲12.0	▲6.0	7.0
教育・学習支援サービス												
前年差（万人）	▲6.0	▲14.0	▲6.0	▲8.0	▲15.0	▲5.0	3.0	13.0	6.0	3.0	11.0	16.0
医療・福祉												
前年差（万人）	33.0	43.0	52.0	31.0	40.0	24.0	11.0	23.0	38.0	41.0	33.0	11.0

(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

**雇用環境は政策の
支援や雇用調整の
進行から緩やかな
改善**

雇用環境は目先、足踏み感が残るものの、2011年度後半には改善基調が明確になってくるとみる。政府による雇用支援策の整備、拡充による下支えや（第4表）、引き続き医療・福祉分野などが堅調に推移する見込みであることに加え、今後は製造業における人員調整の一巡も雇用環境の改善に寄与すると予想する。

第4表：雇用対策

【新卒者・若年者支援】

施策	施策内容・予算	実施状況
① 新卒者就職実現プロジェクト	<ul style="list-style-type: none"> 3年以内既卒者新卒扱い採用拡大奨励金（157億円） 3年以内既卒者トライアル雇用奨励金（225億円） 既卒者育成支援奨励金（113億円） 	<ul style="list-style-type: none"> 2011/1/9時点 <ul style="list-style-type: none"> -正規雇用458人 -トライアル雇用5,442人 2011/1/17時点 <ul style="list-style-type: none"> -1,839人配置済み -2010/9-12月で1,5892人就職決定
② ジョブ・サポーター増員	<ul style="list-style-type: none"> 928人→2,003人へ増員（22.5億円） 2011年度予算（110億円）2,003人を維持 	
③ 新卒者就職応援本部&ハローワークによる支援	<ul style="list-style-type: none"> 全都道府県に新卒応援本部設置（2.6億円） 新卒ハローワーク全都道府県56ヵ所設置（3.8億円） 	
④ 中小企業によるインターンシップ	<ul style="list-style-type: none"> 98億円 	<ul style="list-style-type: none"> 2010/10以降1,289人のインターンシップ成立 2011年度にかけて10,000人の実施計画

【雇用下支え・生活支援】

施策	施策内容・予算	実施状況
① 派遣労働者直接雇用の推進	<ul style="list-style-type: none"> 2010年度当初予算48億円→予算を57億円に拡充 2011年度予算で116億円追加し、加えて4.2億円の関連予算 	
② パーソナル・サポート・モデル事業	<ul style="list-style-type: none"> モデル事業（パーソナルサポーター配置など）の実施（29億円） 	<ul style="list-style-type: none"> 5ヵ所の第1次モデル事業開始 第2次モデル事業14ヵ所選定

【雇用創造・人材育成】

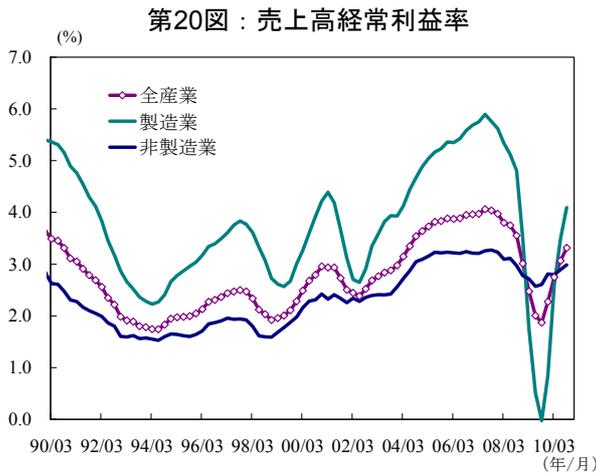
施策	施策内容・予算	実施状況
① 重点分野雇用創造	<ul style="list-style-type: none"> 2010年度1,500億円 更に2,000億円追加し、対象分野に教育・研究等を追加 2009年度補正予算により緊急人材育成支援事業創設 	<ul style="list-style-type: none"> 46都道府県に924.1億円 18道県に423.7億円
② 雇用保険未加入者への無料職業訓練・生活支援給付	<ul style="list-style-type: none"> 2011年9月末まで制度延長（1,000億円追加） 2011年度に求職者支援制度創設 	
③ 成長分野等企業における職業訓練支援	<ul style="list-style-type: none"> 2010/11から成長分野等人材育成支援事業創設（500億円） 	

（資料）内閣府、厚生労働省、経済産業省、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

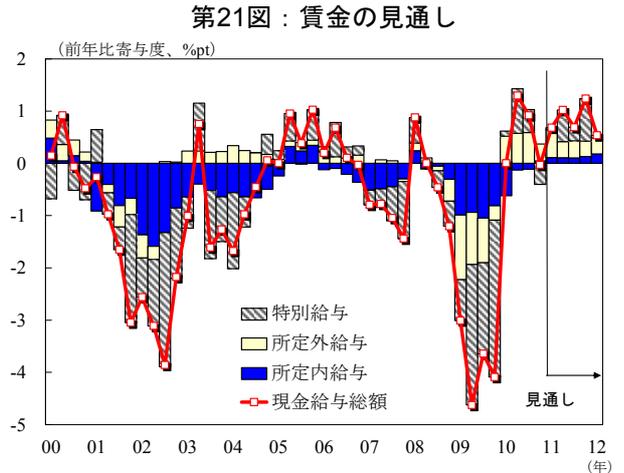
**賃金は、先行き所定
外給与を中心に緩
やかな改善を続け
る公算**

賃金は、これまで回復を牽引してきた所定外給与の伸び率が輸出の失速や減産により鈍化したことに伴い、足元では上昇ペースが減速している。10-12月期の現金給与総額は前年同期比ほぼ横ばいまで伸び率が縮小した。

しかしながら、先行きに関しては、世界景気の再加速を背景に輸出や生産が再び増加に転じており、所定外労働時間・給与も再び増加することが見込まれる。また、企業業績が順調に回復してきていることや（第20図）、これまで回復が遅れていた所定内給与が前年を上回る水準まで回復してきていることから賃金は底堅い推移となろう（第21図）。



(注) データは4四半期移動平均。
 (資料) 財務省「法人企業統計季報」より三菱東京UFJ銀行経済調査室

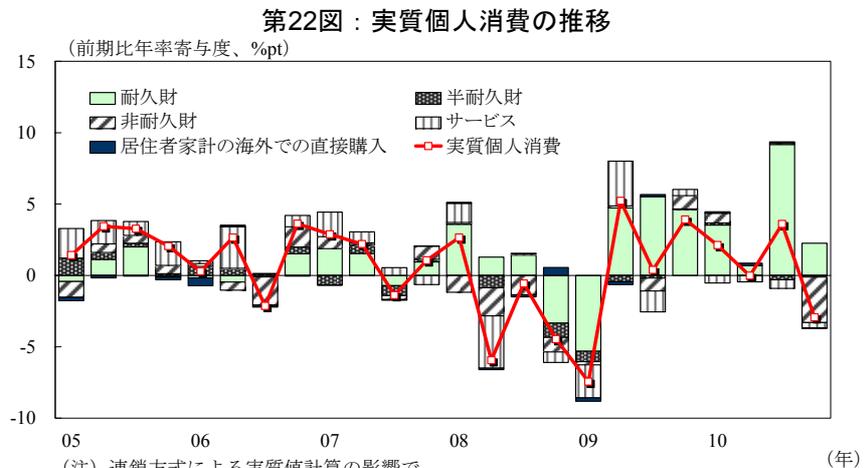


(注) 調査産業計、事業所規模5人以上。
 (資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②個人消費

政策効果の剥落や、
 政策縮小の影響か
 ら 10-12 月期の個
 人消費は減少

10-12 月期の実質個人消費は前期比年率▲2.9%と、エコカー補助金終了後の自動車販売の落ち込みやたばこ増税による買い控えなどが主因となり7四半期ぶりにマイナスに転じた(第22図)。



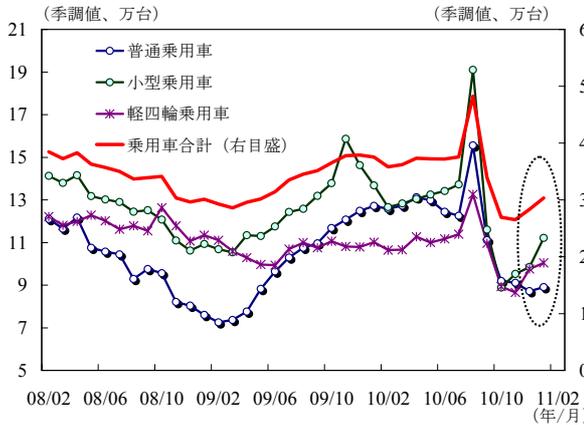
(注) 連鎖方式による実質値計算の影響で
 実質個人消費は内訳項目の寄与度の合計と一致せず。
 (資料) 内閣府「国民経済計算」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

しかしながら、足元の自動車販売は小型乗用車や軽四輪乗用車を中心に持ち直し始めており、駆け込み購入の反動が一巡しつつある可能性が高い(第23図)。

12月から付与ポイントが半減されたエコポイントに関しては、11月に対象商品の駆け込み購入がみられた。これまで他商品に比べ制度による押し上げ効果が薄かった冷蔵庫も、11月に販売が急増し、その後反動による落ち込みが顕著となっている(第24図)。また、薄型テレビについても、家計調査によれば12月の100世帯あたりの購入台数は2.3台と駆け

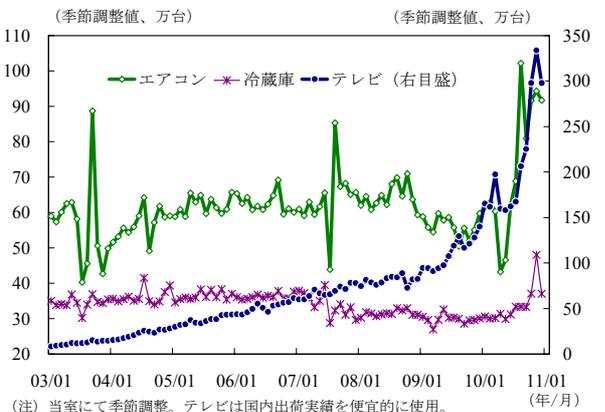
け込みのあった11月(7.8台)から大幅に減少した。ただし、薄型テレビは、地デジ移行が今年7月であることを加味すると、3月のエコポイント終了間際及び地デジ移行完了間際には再び駆け込み購入が予想される。

第23図：乗用車販売台数の推移



(資料) 日本自動車工業会「新車登録台数・軽自動車販売台数」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第24図：エコポイント対象家電の販売状況



(注) 当室にて季節調整。テレビは国内出荷実績を便宜的に使用。
(資料) 電子情報技術産業協会「民生用電子機器国内出荷統計」、
日本冷凍空調工業会「エアコンとヒートポンプ給湯機の
国内出荷実績」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また、世帯あたりのテレビ保有台数と普及率から今年4月のエコポイント終了以降のテレビの潜在需要を簡単に試算すると、依然として4,000万台程度の買い替え需要がある計算となる(第5表)。この点からも、エコポイント終了または地デジ移行完了後についても反動一巡後は、緩やかな持ち直しが期待される。

第5表：薄型テレビの潜在需要

◆2010年の世帯数 5,029 (万世帯)	◆世帯あたり薄型テレビ保有台数 (2010/03時点) 1.08 (台)	◆薄型テレビ販売台数累計 (2010年4月～12月の平均販売台数を年率換算) 2,722 (万台) …③
◆世帯あたりテレビ保有台数 (2010/03時点) 2.43 (台)	◆全国の薄型テレビ保有総数 (2010/03時点) 5,456 (万台) …②	◆2011年4月以降の薄型テレビ潜在需要 4,041 (万台) …①-②-③
◆全国のテレビ保有総数 (2010/03時点) 12,220 (万台) …①		

(注) エコポイント終了までは買い替えが相応に進むと仮定し、制度終了後の潜在需要を試算。
2010年4月以降2011年3月末までの薄型テレビの販売台数は2010年4月～12月の月次平均を年率換算したものを使用。
(資料) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数推計」、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

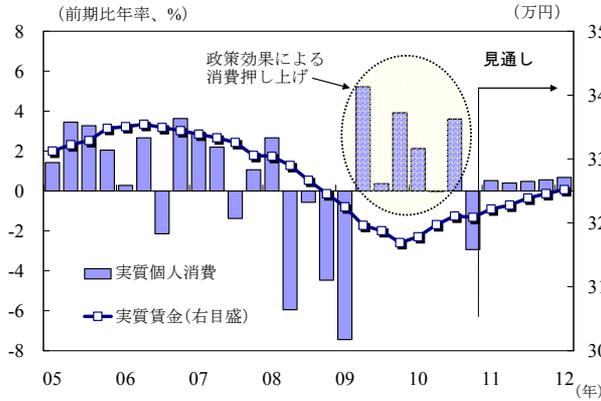
個人消費は政策効果の剥落・反動一巡後、雇用・所得環境の改善に伴い持ち直す見込み

先行きの個人消費は、たばこの買い控えや自動車販売の低迷が一巡し始めていることなどから、消費のベースとなる雇用・所得環境の改善に伴って、再び持ち直しに転じると予想する(第25図)。ただし目先は、政策効果によって押し上げられていた耐久財消費の減少が不可避であることから、個人消費はしばらくの間力強さを欠いた状態となろう。またこのところの商品市況の高騰をうけ、今後一次製品の価格上昇が家計を圧迫し消費を下押しするリスクとして懸念される。

しかし、マインド面では政策終了によって消費者の「耐久財の買い時判断」が弱含む一方、足元では「収入の増え方」や「暮らし向き」、「雇用環境」

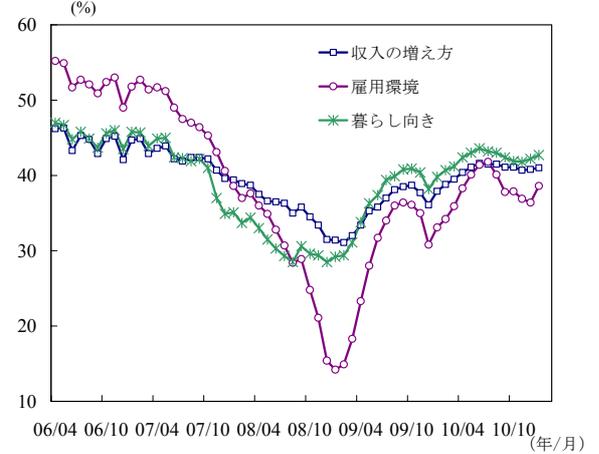
に対する判断が上昇に転じており、今後の消費全体の回復を下支えする一因となろう（第26図）。

第25図：実質個人消費の推移



(注) 実質賃金は4四半期移動平均。
 実質賃金は厚生労働省「毎月勤労統計」の実質賃金指数を用いて実質化。
 (資料) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」より
 三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第26図：消費者態度指数の推移



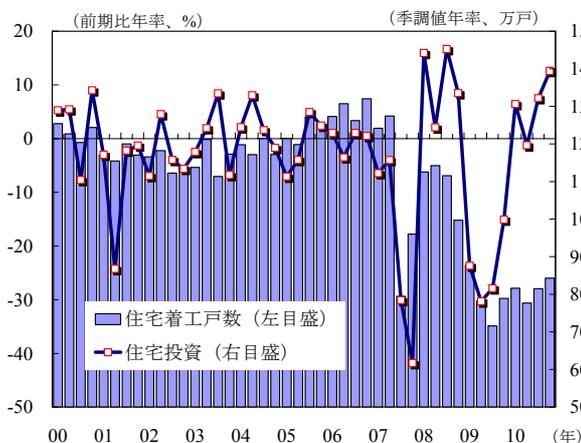
(資料) 内閣府「消費動向調査」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③住宅投資

住宅投資は改善基調

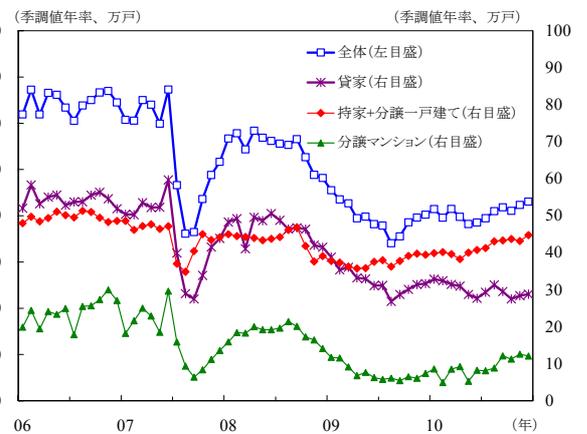
10-12月期の住宅投資は前期比年率+12.6%と大幅に改善し、7-9月期に引き続き底堅い推移となった（第27図）。足元の住宅着工は4ヵ月連続で年率80万戸を超える水準で推移しており、ようやく持ち直し局面に入ったといえよう。利用関係別の着工をみると、低金利や住宅取得支援策による下支えから持家や分譲一戸建てが底堅く推移している。また、分譲マンションも首都圏や近畿圏を中心に販売が好転したことから、在庫調整が進捗し、着工も底を打った。ただし、貸家に関しては、空室率の高どまりや、不動産投資市場が依然として冷え込んでいることなどから、底ばいの状態が続いている（第28図）。

第27図：住宅投資と着工戸数の推移



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

第28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

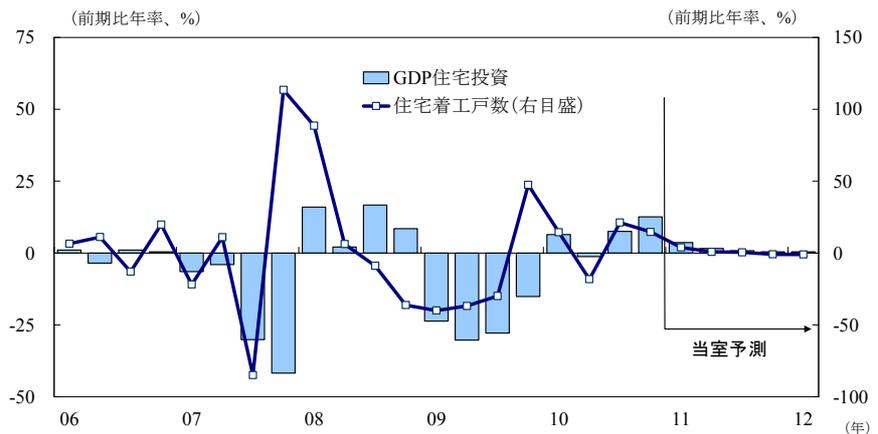
住宅投資は、税制優遇などから改善基調を維持する見込み

雇用・所得環境が改善するとともに、住宅投資は今後も持ち直しを続けると見込む（第29図）。今年以降、住宅ローン減税の最大控除額が段階的に縮小するが、低金利やその他の優遇税制が下支え要因となり、持家、分譲一戸建てやマンションを中心に住宅投資は底堅い推移が続こう。また、平成23年度の税制改正では、住宅取得に関する贈与税や相続税の優遇措置の拡充・拡大が予定されており、若年世帯の住宅取得促進に寄与することが期待される（第6表）。

若年世帯の減少、持家率の上昇など、中長期的には住宅需要は減少するリスク

ただし、住宅一次取得者となる40歳代以下の世帯数は先行き減少局面入りする見通しであることや既にわが国の住宅環境は供給過剰となっていることなどを加味すると、目先の住宅投資は改善基調を辿るものの、長い目でみると新築住宅の需要は減少すると考えられる。また、住宅ローン減税や低金利などを背景に、このところの若年層世帯の持ち家率は他世代に比べても伸び幅が大きく、様々な住宅支援策によって需要が先食いされている可能性が懸念される。

第29図：住宅投資と住宅着工戸数の推移



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

第6表：住宅取得に関する税制の概要

住宅ローン減税の控除額

居住年	借入金等の年末残高の限度額	控除率	最高	合計最高控除額
2009年	5,000万円	1.0%	50万円	500万円
2010年	5,000万円	1.0%	50万円	500万円
2011年	4,000万円	1.0%	40万円	400万円
2012年	3,000万円	1.0%	30万円	300万円
2013年	2,000万円	1.0%	20万円	200万円

(注) 一般住宅の場合。

相続税・贈与税の拡充

現行

【相続時精算課税制度】
 ・受贈者は推定相続人のみ
 ・贈与者は60歳以上

【住宅取得資金等の贈与】
 ・贈与税の非課税措置の対象は住宅のみ（土地は含まない）

改定・拡充点

【相続時精算課税制度】
 ・受贈者の範囲に20歳以上の孫を追加
 ・贈与者を60歳以上に引き下げ

【住宅取得資金等の贈与】
 ・贈与税の非課税措置の対象に住宅の新築等に先行して敷地の用に供される土地等の取得費用を追加

(注) 住宅の新築は贈与を受けた翌年3月15日までに終わるものに限られる。今回の改正は2011年1月1日以降に贈与により取得する住宅取得資金に関する贈与税について適用される。

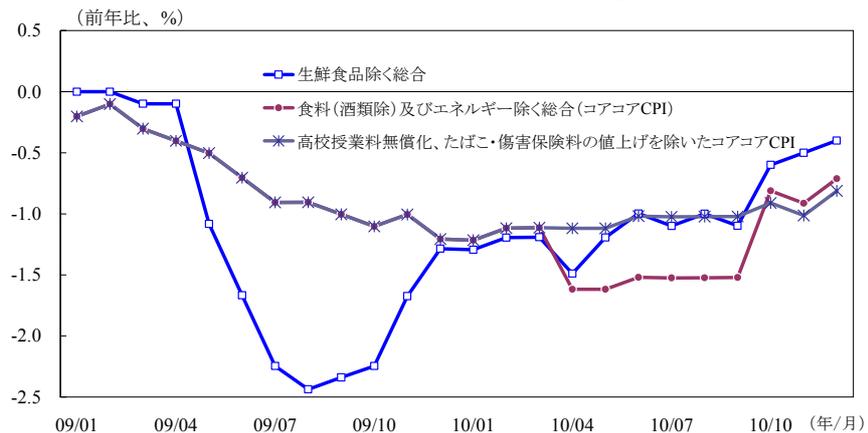
(資料) 財務省「住宅ローン減税制度の概要」、内閣府「平成23年度税制改正大綱」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 物価

デフレ圧力は緩和しつつあるも、物価下落幅の縮小ペースは極めて緩慢

消費者物価（生鮮食品を除く総合、いわゆるコア CPI）は、このところ原油価格上昇を背景としたエネルギー価格の上昇が主因となり 3 ヶ月連続で下落幅が縮小している。また、エネルギー価格を除いたコアコア CPI をみても、生鮮食品を除く食料品や耐久財の価格に下げ止まりの兆しがみられ始めたことなどから下落幅が縮小している（第 30 図）。

第30図：消費者物価指数の推移



(注) 2010年4月から高校授業料無償化。2010年10月からたばこ・傷害保険料の値上げ。
(資料) 総務省「消費者物価指数」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

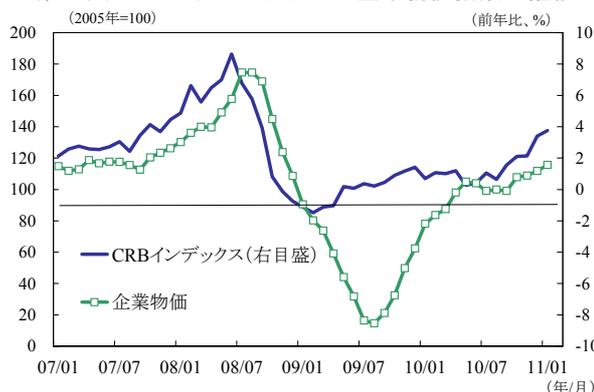
一方、円高が一服する状況下、世界的な天候不良や食料需給の逼迫などを背景に国際商品市況が上昇していることを受け、企業物価は上昇が続いている（第 31 図）。

コア CPI のプラス転化は2012年度以降となる見込み

先行き、デフレ圧力は極めて緩やかながら緩和されていくことが見込まれる。新興国を中心に食料需給の逼迫が続くことが予想され、企業物価には上昇圧力がかかり続ける公算が大きい。ただし、わが国の景気回復のスピードが緩慢であることを加味すると、企業物価の上昇が消費者物価へと波及していく可能性は今のところ限定的であり、コア CPI がプラスに転じるのは 2012 年度以降にならう（第 32 図）。

また、今年 8 月には消費者物価指数の基準改定が行われる。今回の改定では、エコポイントやエコカー補助金などで消費が大幅増となった耐久財や高校授業料の無償化など政策による影響が不可避となり、相応の下方改定となることを見込まれている。統計作成上の技術的な要因により、デフレ脱却時期が後ずれする可能性にも留意する必要がある。

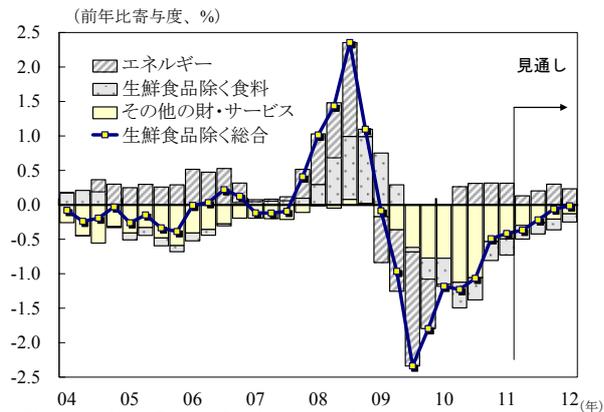
第31図：CRBインデックスと企業物価指数の推移



(注) CRBインデックス：原油、天然ガス、金、銅、大豆、小麦、砂糖など国際商品市況の動きを代表する19品目の先物取引価格から算出される先物指数。

(資料) Bloomberg、日銀「企業物価指数」より
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第32図：消費者物価の見通し



(注) エネルギーは電気代、都市ガス代、プロパンガス、灯油、ガソリン。2010年4月より高校の実質無償化、2010年10月よりたばこ税の増税、2011年4月より自賠責保険の値上げの影響を織り込む。

(資料) 総務省「消費者物価」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融

(1) 金融政策、短期金利

実質ゼロ金利政策
は相当の長期間継続の公算

日銀は、昨年10月に決定した「包括的な金融緩和政策（以下、包括緩和）」等に基づき、緩和的な金融政策運営を継続している（第7表）。包括緩和の一環として導入された「資産買入等の基金（総額35兆円）」による資金供給は1月末時点で27.2兆円に達し（第8表）、足元の日銀当座預金残高は18兆円程度（前年比約2割増）に増加している。日銀は、消費者物価の上昇率が前年比1%程度まで高まることが展望できるようになるまで、実質ゼロ金利政策を継続する方針を明示しており、政策金利の誘導目標は相当の長期間、現在の0~0.1%に据え置かれる可能性が高い。

第7表：「包括的な金融緩和政策」の内容

<ul style="list-style-type: none"> ・無担保コール翌日物の誘導目標を「0.1%前後」から「0~0.1%程度」に変更 ・「中長期的な物価安定の理解」に基づく、実質ゼロ金利政策継続の時間軸の明確化 ・資産買入等の基金(35兆円)の創設 ～固定金利型共担オペ(30兆円) 長期国債買入(1.5兆円) 国庫短期証券買入(2兆円) CP・ABCP買入(5,000億円) 社債買入(5,000億円) ETF買入(4,500億円) J-REIT買入(500億円) (補足)長期国債、社債の買入対象は残存期間1~2年程度 本基金による長期国債買入は日銀券ルールの対象外
--

(資料) 日銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8表：日銀の資産買入等基金

(億円)

買入対象資産	買入枠①	1月時点残高②	
		①-②	
国債	15,000	4,518	10,482
国庫短期証券	20,000	8,998	11,002
CP等	5,000	1,166	3,834
社債等	5,000	1,027	3,973
ETF	4,500	431	4,069
J-REIT	500	22	478
共担オペ	300,000	256,304	43,696
合計	350,000	272,466	77,534

(資料) 日銀資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国際商品価格の上
昇が金融政策に与
える影響は限定的

なお、このところの国際商品価格の上昇が金融政策に与える影響については、価格転嫁の拡がりやそれを受けた賃金上昇といった二次的効果の発生の有無がポイントとなる。現状のように、マクロの需給バランス

が供給超過の状態にあり、また労働需給も緩和的な環境下においては、二次的効果が発生する可能性は小さい。一次産品価格の上昇はむしろ、企業収益の悪化や家計の圧迫を通じてデフレ圧力を高める方向に作用しよう。したがって、少なくとも2011年度中については、国際商品価格の上昇が緩和的な金融政策の転換要因となる可能性は限定的とみる。

短期金利は低下が続くも、ペースは鈍化

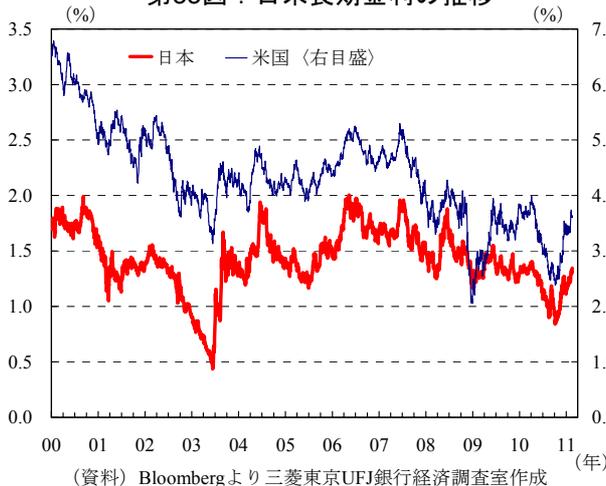
短期金利は低下傾向を辿っており、足元のユーロ円 Tibor3 カ月物は0.33%台と2006年以來の水準まで低下している。ただし昨年末以降、短期金利の低下ペースは鈍化しており、低下余地が少なくなってきた可能性が考えられる。

(2) 長期金利

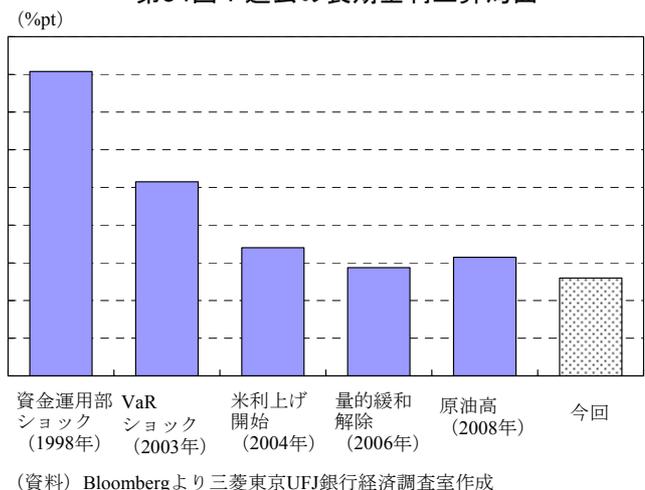
長期金利は足元1.3%台まで上昇

新発10年国債利回りは、昨年10月上旬に0.8%台前半まで低下した後、株価の反発や米長期金利の上昇を背景に大幅に水準を切り上げ、2月16日には一時1.36%と昨年4月以來の水準まで上昇した(第33図)。1990年代末以降の長期金利の大幅上昇局面を振り返ると、資金運用部ショック(1998年)やVaRショック(2003年)といった極端な例を除けば、0.6%pt前後の上昇となったケースが多く(第34図)、今回については1.4%台まで上昇する可能性がある。ただし、急上昇の後には反落も大きくなるケースが多く、長期金利は目先、振幅の大きい展開を辿ることが見込まれる。こうした振幅を除いたトレンドとしては、長期金利は景気持ち直しやインフレ率のマイナス幅縮小などを背景に緩やかに上昇傾向を辿ると予想する。

第33図：日米長期金利の推移



第34図：過去の長期金利上昇局面



公債特例法の審議難航は波乱要因

なお、ねじれ国会による予算関連法案の審議難航は、長期金利の波乱要因として注意しておく必要がある。赤字国債の発行根拠法案である公債特例法案^(注1)の成立目処が立たなくなった場合、予算執行に支障が生じ、最悪の事態としては国債の利払い・償還が滞るケースも想定される。

国会審議の動向によっては、投資家の警戒感が強まり、国債価格が下落（長期金利は上昇）する可能性は否定できない。

（注 1）正式には「平成二十三年度における財政運営のための公債の発行の特例等に関する法律案」。

（3）為替

円高圧力は後退

為替市場では昨年末以降、円高圧力が後退し、足元の円ドル相場は 1ドル=81~84 円のレンジ内での推移が続いている（第 35 図）。先行きを展望すると、2011 年度前半までは引き続き 80 円前半での推移が続く可能性が高いとみる。米国金利の上昇による日米金利差の拡大が円安材料となる一方、欧州ソブリン問題等に起因するリスク回避の円買い圧力も継続が予想されるため、円高・円安いずれの方向にもトレンドを形成しにくい状況が続こう。2011 年度後半については、米国景気の自律的回復力が高まり、米 FRB の出口戦略が意識され始めることで、徐々に円安傾向に転じると予想する。



(高山 真、西村 実季子、前原 佑香)

日本経済金融見通し

平成23年(2011年)2月18日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室
(単位: %、10億円)

	2009				2010				2011				2012	2009年度	2010年度	2011年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済 (前期比年率)																
名目GDP	▲19.2	4.0	▲3.1	3.4	6.8	▲2.4	2.3	▲2.1	1.3	0.9	1.5	1.9	2.4	▲3.7	1.0	1.1
実質GDP	▲20.1	10.8	▲1.9	7.3	6.0	2.1	3.3	▲1.1	2.1	1.4	1.8	2.0	2.4	▲2.4	3.0	1.5
GDPデフレーター														▲1.3	▲1.9	▲0.5
個人消費	▲7.4	5.2	0.4	3.9	2.1	▲0.0	3.6	▲2.9	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7	▲0.0	1.2	0.2
住宅投資	▲23.7	▲30.3	▲27.9	▲15.1	6.5	▲1.2	7.6	12.6	3.6	1.6	0.8	0.4	0.4	▲18.2	▲0.1	3.2
設備投資	▲23.5	▲18.1	▲8.1	5.9	2.8	12.2	6.0	3.7	1.6	3.0	4.1	4.5	5.3	▲13.6	5.4	3.6
民間在庫(10億円)	▲3,481	▲3,399	▲5,754	▲5,556	▲2,306	▲2,852	▲1,477	▲211	▲300	▲150	50	350	650	▲4,208	▲1,229	206
政府支出	5.3	11.7	2.4	4.8	▲1.8	0.4	▲0.9	▲3.0	0.0	▲0.1	0.4	0.7	0.7	5.2	▲0.2	▲0.1
公共投資	14.0	56.4	▲5.5	8.7	▲5.5	▲15.4	▲8.0	▲21.1	▲7.0	▲5.9	▲3.9	▲1.2	▲1.2	14.2	▲9.6	▲6.6
財貨・サービスの輸出	▲68.4	45.1	40.1	28.0	29.3	22.9	6.3	▲2.8	13.4	6.1	7.0	7.4	8.7	▲9.6	18.0	6.8
財貨・サービスの輸入	▲49.4	▲19.7	24.0	4.1	12.7	16.8	12.0	▲0.5	4.1	3.6	4.1	4.7	4.9	▲11.0	10.8	4.0
(< > は外需の寄与度)														< ▲0.2 >	< 1.4 >	< 0.6 >
最終需要 (国内民間)	▲9.7	1.2	▲3.8	3.8	1.8	1.2	3.7	▲1.3	0.8	0.9	1.2	1.3	1.6	▲3.0	1.5	0.9
鉱工業生産 (前期比)	▲20.1	6.6	5.3	5.9	7.0	1.5	▲1.8	▲1.4	4.2	0.2	0.7	0.8	0.9	▲8.9	9.7	3.7
国内企業物価 (前年比)	(▲1.9)	(▲5.5)	(▲8.2)	(▲5.2)	(▲1.7)	(0.2)	(▲0.1)	(1.0)	(0.7)	(0.3)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(▲5.2)	(0.4)	(0.6)
消費者物価<除く生鮮食品> (前年比)	(▲0.1)	(▲1.0)	(▲2.3)	(▲1.8)	(▲1.2)	(▲1.2)	(▲1.0)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.2)	(0.0)	(0.0)	(▲1.6)	(▲0.8)	(▲0.2)
2. 国際収支																
貿易収支	▲288	1,042	1,352	1,906	2,370	1,798	2,046	1,738	1,318	1,434	2,087	1,895	1,680	6,670	6,901	7,096
経常収支	2,181	3,516	3,626	3,966	4,654	3,777	4,423	4,164	3,790	3,966	4,678	4,547	4,391	15,762	16,153	17,582
3. 金融																
無担保コール翌日物	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0.10	0-0.1	0-0.1
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
新発10年国債利回り	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.1	1.3
円相場 (円/ドル)	94	97	94	90	92	92	86	83	83	83	83	84	86	93	86	84

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)
2011年2月18日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

[特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、 []内は前年実績]

	2008年度	2009年度	2010年			2010年				2011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)	▲ 4.1	▲ 2.4	2.1 (3.10)	3.3 (4.90)	▲ 1.1 (2.2)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	▲ 4.5		0.8 (3.41)	0.7 (3.1)		▲ 0.8 (2.7)	▲ 0.3 (1.3)	▲ 0.1 (2.4)		
鉱工業生産指数	▲ 12.7	▲ 8.9	1.5 (21.0)	▲ 1.8 (13.5)	▲ 1.6 (4.9)	▲ 1.6 (11.5)	▲ 2.0 (4.3)	1.0 (5.8)	3.3 (4.9)	
鉱工業出荷指数	▲ 12.6	▲ 8.4	1.6 (21.8)	▲ 1.2 (14.3)	▲ 1.6 (5.8)	▲ 0.5 (12.6)	▲ 3.0 (4.1)	2.6 (8.1)	1.2 (5.4)	
製品在庫指数	▲ 5.2	▲ 6.0	3.4 (1.2)	0.4 (3.4)	▲ 1.2 (3.7)	0.1 (3.4)	▲ 1.0 (3.8)	▲ 1.8 (1.9)	1.6 (3.7)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	121.9	120.4	106.2 [136.4]	108.1 [124.3]	111.5 [114.7]	108.8 [120.9]	117.9 [118.7]	108.1 [115.5]	108.5 [110.0]	[108.0]
国内企業物価指数	3.1	▲ 5.2	0.6 (0.19)	▲ 0.2 (▲ 0)	0.3 (0.98)	0.0 (▲ 0)	0.1 (0.78)	0.1 (0.9)	0.4 (1.2)	0.5 (1.6)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	1.2	▲ 1.6	0.0 (▲ 1.2)	▲ 0.2 (▲ 1.0)	0.3 (▲ 0.5)	▲ 0.1 (▲ 1.1)	0.4 (▲ 0.6)	0.2 (▲ 0.5)	0.2 (▲ 0.4)	
稼働率指数 (2005年=100)	88.7	80.0	90.4 [71.8]	88.2 [77.0]	87.1 [81.8]	87.3 [78.0]	85.3 [79.4]	86.7 [81.9]	89.3 [84.1]	[90.1]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 14.1	▲ 20.6	0.3 (3.3)	9.6 (13.0)	▲ 6.9 (4.9)	▲ 10.3 (4.2)	▲ 1.4 (7.0)	▲ 3.0 (11.6)	1.7 (▲ 1.6)	
製造業	▲ 22.4	▲ 27.8	▲ 8.6 (13.2)	12.2 (34.32)	▲ 4.4 (11.6)	▲ 20.7 (19.6)	1.4 (4.2)	10.6 (25.0)	▲ 1.9 (8.3)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 6.8	▲ 15.8	5.8 (▲ 2.4)	9.9 (2.3)	▲ 10.1 (▲ 0.3)	3.0 (▲ 3.3)	▲ 8.7 (6.2)	▲ 10.5 (3.9)	3.9 (▲ 7.9)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 17.6	▲ 24.3	7.4 (29.6)	1.8 (31.4)	1.2 (26.1)	0.2 (28.7)	2.8 (29.9)	▲ 1.4 (27.0)	▲ 0.7 (22.6)	
建設受注	▲ 12.3	▲ 14.2	(▲ 9.9)	(▲ 8.0)	(2.0)	(▲ 15.0)	(▲ 5.6)	(▲ 5.3)	(13.1)	
民需	▲ 19.0	▲ 15.3	(▲ 8.0)	(▲ 9.4)	(4.8)	(▲ 20.5)	(8.9)	(▲ 2.4)	(7.7)	
官公庁	23.5	▲ 11.1	(▲ 13.3)	(▲ 6.2)	(▲ 3.6)	(2.3)	(▲ 44.1)	(10.4)	(26.0)	
公共工事請負金額	0.1	4.9	(▲ 3.5)	(▲ 12.6)	(▲ 14.8)	(▲ 18.8)	(▲ 18.1)	(▲ 6.3)	(▲ 18.1)	(▲ 9.9)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	103.3 (0.3)	77.6 (▲ 25.4)	77.6 (▲ 1.1)	81.5 (13.8)	84.3 (6.9)	83.6 (17.7)	82.1 (6.4)	84.7 (6.8)	86.1 (7.5)	
新設住宅床面積	(▲ 2.3)	(▲ 21.5)	(3.9)	(15.1)	(11.0)	(20.3)	(10.1)	(10.2)	(12.8)	
小売業販売額	▲ 1.1	▲ 0.4	(3.7)	(3.2)	(▲ 0.4)	(1.4)	(▲ 0.2)	(1.5)	(▲ 2.2)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 2.8	1.0	▲ 1.6 (▲ 0.2)	2.1 (0.6)	(2.0)	▲ 0.4 (0.0)	▲ 0.9 (▲ 0.4)	1.0 (▲ 0.4)	▲ 3.3 (▲ 3.3)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.3	74.7	71.9 [74.8]	75.8 [74.7]	0.57 [74.5]	74.9 [74.0]	70.2 [73.2]	75.7 [73.9]	74.3 [75.6]	[73.5]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 7.0	▲ 8.5	0.9 (10.8)	0.6 (9.6)	▲ 0.8 (5.7)	▲ 2.1 (7.6)	0.0 (6.2)	0.5 (6.1)	0.6 (5.1)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 1.1	▲ 3.3	(1.3)	(0.9)	(0.0)	(0.9)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	29076.0	▲ 77894.3	10188.4 [▲ 96,970.8]	21463.6 [▲ 106,546.5]	28037.5 [▲ 109,742.7]	24835.5 [▲ 107,288.1]	28054.1 [▲ 107,821.4]	28971.3 [▲ 110,971.6]	27087.2 [▲ 110,435.1]	[▲ 6,870.6]
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.78	0.45	0.50 [0.46]	0.54 [0.43]	0.57 [0.43]	0.55 [0.43]	0.56 [0.43]	0.57 [0.43]	0.57 [0.43]	[0.46]
完全失業率 (実数、季調済、%)	4.1	5.2	5.2 [5.1]	5.1 [5.4]	5.0 [5.2]	5.0 [5.3]	5.1 [5.2]	5.1 [5.3]	4.9 [5.2]	[5.0]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	25.6	39.9	48.3 [37.7]	45.4 [42.4]	43.0 [36.7]	41.2 [43.1]	40.2 [40.9]	43.6 [33.9]	45.1 [35.4]	44.3 [38.8]
企業倒産件数 (実数、件数)	16,146 (12.3)	14,732 (▲ 8.7)	3,323 (▲ 15.9)	3,232 (▲ 14.5)	3,299 (▲ 6.5)	1,102 (▲ 4.5)	1,136 (▲ 9.9)	1,061 (▲ 6.2)	1,102 (▲ 2.9)	1,041 (▲ 2.0)

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	2010年			2010年				2011年
			4-6	7-9	10-12	9月	10月	11月	12月	1月
通関輸出	▲16.4	▲17.1	(33.2)	(17.8)	(10.0)	(14.3)	(7.8)	(9.1)	(13.0)	
価格	▲3.3	▲7.0	(0.3)	(▲0.7)	(1.2)	(▲1.5)	(2.4)	(▲0.1)	(1.4)	
数量	▲14.3	▲9.9	(32.8)	(18.6)	(8.6)	(16.1)	(5.3)	(9.2)	(11.4)	
通関輸入 (円建)	▲4.1	▲25.2	(27.9)	(14.5)	(11.2)	(10.0)	(8.8)	(14.2)	(10.6)	
価格	0.6	▲18.5	(7.3)	(0.1)	(1.5)	(▲0.5)	(2.9)	(▲1.1)	(2.7)	
数量	▲5.7	▲7.3	(19.3)	(14.4)	(9.6)	(10.5)	(5.8)	(15.5)	(7.8)	
経常収支 (億円)	123,362	157,817	36,116	48,791	35,577	20,175	14,362	9,262	11,953	
貿易収支 (億円)	11,589	65,996	20,358	19,787	19,414	9,110	9,129	2,597	7,688	
サービス収支 (億円)	▲20,469	▲18,185	▲5,219	▲2,756	▲4,609	▲495	▲2,745	▲993	▲871	
資本収支	▲173,053	▲123,113	▲16,465	▲36,631	▲18,433	▲2,513	▲4,433	▲5,187	▲8,813	
外貨準備高 (百万ドル)	1,018,549	1,042,715	1,050,235	1,109,591	1,096,185	1,109,591	1,118,121	1,101,031	1,096,185	1,092,980
対ドル円レート (期中平均)	100.46	92.80	92.01	85.86	82.59	84.38	81.87	82.48	83.41	82.63

3. 金融

	2008年度	2009年度	2010年			2010年				2011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)	0.363	0.102	0.093 [0.103]	0.093 [0.103]	0.090 [0.104]	0.091 [0.102]	0.091 [0.106]	0.091 [0.105]	0.087 [0.101]	0.085 [0.096]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.805	0.516	0.388 [0.579]	0.364 [0.543]	0.336 [0.498]	0.355 [0.537]	0.336 [0.525]	0.335 [0.508]	0.335 [0.462]	0.335 [0.452]
新発10年国債利回り (未値)	1.438	1.353	1.208 [1.420]	0.987 [1.338]	1.072 [1.317]	0.930 [1.295]	0.920 [1.405]	1.185 [1.260]	1.110 [1.285]	1.215 [1.315]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.619	1.449	1.420 (▲0.029)	1.392 (▲0.028)	1.382 (▲0.010)	1.392 (▲0.020)	1.398 (0.006)	1.401 (0.003)	1.382 (▲0.019)	
日経平均株価 (225種、未値)	8,110	11,090	9,383 [9,958]	9,369 [10,133]	10,229 [10,546]	9,369 [10,133]	9,202 [10,035]	9,937 [9,346]	10,229 [10,546]	10,238 [10,198]
M2平残	(2.1)	(2.9)	(3.0)	(2.8)	(2.6)	(2.8)	(2.8)	(2.6)	(2.3)	(2.3)
広義流動性平残	(0.1)	(0.8)	(1.5)	(0.5)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(▲0.0)	(▲0.1)
貸出資金吸収動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(2.4)	(0.8)	(▲1.9)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲2.0)	(▲1.8)
	銀行計	(2.7)	(0.8)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲2.1)	(▲1.8)	(▲2.1)	(▲2.1)	(▲1.9)
	都銀等	(1.9)	(▲0.4)	(▲3.8)	(▲3.8)	(▲4.6)	(▲3.9)	(▲4.4)	(▲4.7)	(▲4.5)
	地銀	(3.9)	(2.4)	(0.0)	(0.4)	(0.9)	(0.6)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
	地銀Ⅱ	(2.4)	(1.3)	(▲0.4)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.6)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.4)
信金	(0.9)	(0.8)	(▲1.4)	(▲1.4)	(▲1.3)	(▲1.4)	(▲1.3)	(▲1.3)	(▲1.3)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(1.7)	(2.9)	(2.8)	(2.7)	(2.7)	(3.1)	(3.1)	(2.7)	(2.0)
	都銀	(1.7)	(3.0)	(2.7)	(2.9)	(3.0)	(3.7)	(3.7)	(3.2)	(1.5)
	地銀	(1.9)	(3.1)	(3.3)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.2)	(2.9)	(3.1)
	地銀Ⅱ	(1.3)	(1.8)	(1.0)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.0)	(0.2)

(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」、保証事業者協会「公共工事前払金保証統計」等

Ⅱ. 米国

～減税効果、構造調整の進展から景気は堅調～

1. 景気の現状

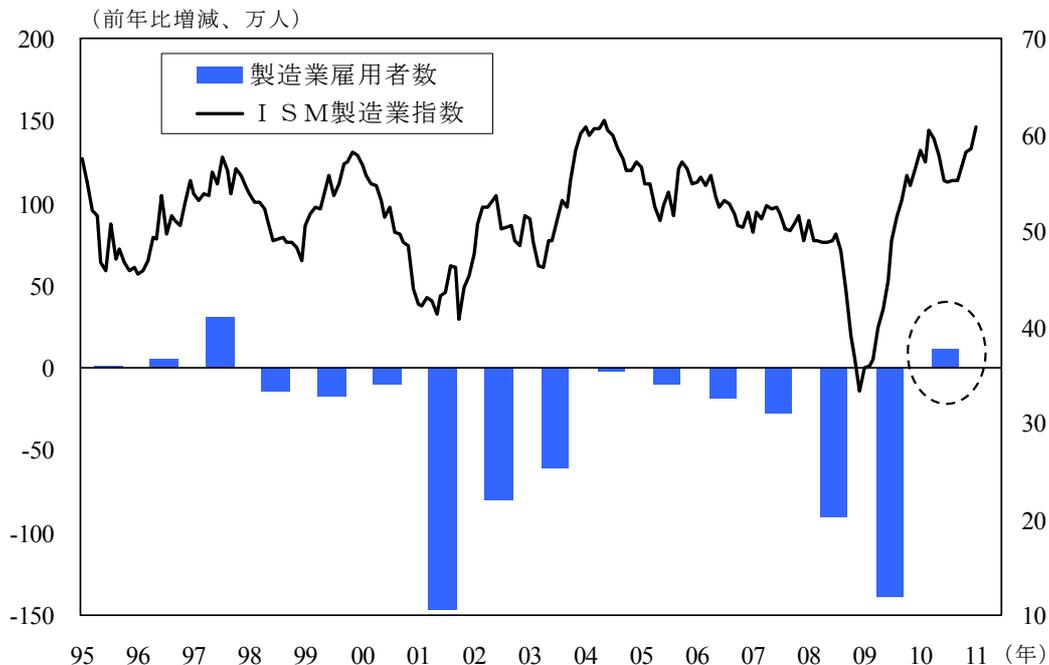
景気は回復色が強まる

米国景気は回復色が強まっている。追加金融緩和等を背景とした株高で個人消費が回復。昨年 10-12 月期の実質成長率は、個人消費を牽引役に前期比年率 3.2%と 7-9 月期の同 2.6%から加速した。この結果、実質 GDP の水準は直近ピークである 2007 年 10-12 月期の水準をようやく上回った（景気後退前の水準を取り戻すのに戦後最長の 3 年を要した）。

自動車など耐久財消費の急増に加え、新興国を中心とした輸出需要にも支えられて製造業が好調。全米供給管理協会（ISM）製造業指数は 2004 年以来の水準に上昇している。減少が続いていた製造業の雇用者数も 2010 年は 11.2 万人増と 13 年振りに増加に転じた（第 1 図）。

昨年末に、ブッシュ減税の延長などを含む 8580 億ドルの景気対策が成立したのをきっかけに景況感は好転。失業率が 2 ヶ月連続で大きく改善したことも景気回復ムードを強めている。

第 1 図：製造業雇用者数と ISM 製造業指数



(資料) 米労働省、ISM より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 今後の見通し

<概要>

2011 年前半～減税効果から個人消費を中心に堅調

後半～減税効果剥落で減速するが、自律回復力の高まりから回復基調維持

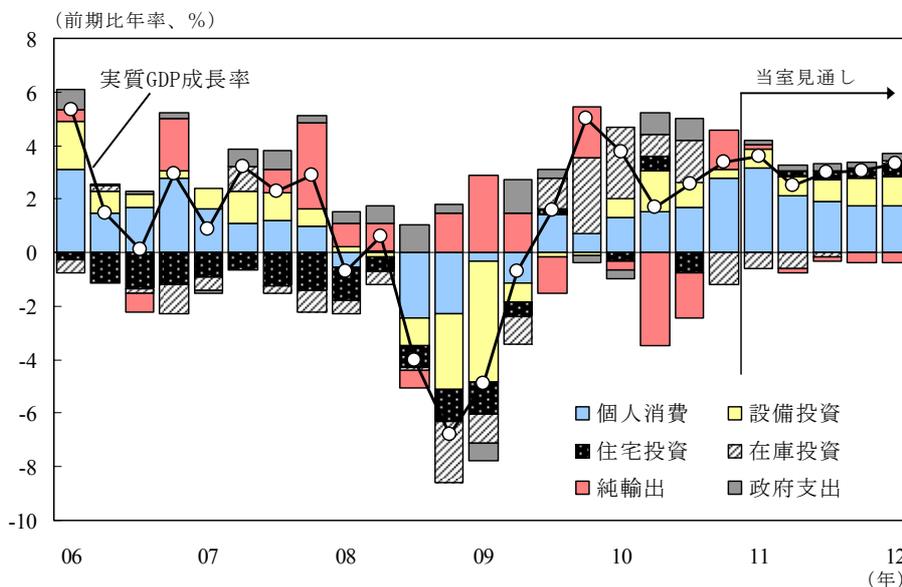
リスクは①地方財政危機、②一次産品高の長期化など

2011 年前半は、個人消費を中心に景気は堅調に推移する見込みである。雇用の回復ペースは当面、鈍いものの、昨年末に決定された減税が家計所得を支えることに加えて、株高等による消費マインドの回復もあり、個人消費は底堅く推移しよう。住宅投資は悪天候の影響や過剰在庫の調整の遅れなどから低調が見込まれるが、設備投資は良好な企業収益や資金調達環境の改善を背景に増勢を強めるとみられる。一方、物価は一次産品高などで川上の上昇圧力は強いが、賃金コストの低下を主因に（エネルギー・食料を除いた）コアは底這いが続くと思われ。

年後半も、構造調整の進展で民需の自律回復力が徐々に高まることから景気は堅調を維持するが、減税による消費の押し上げ効果が限界的に剥落すること、住宅投資の回復が鈍いことなどから、成長率は3%程度に鈍化する見通しである（2011 年通年の成長率は3.1%）。企業部門は新興国需要にも支えられて好調持続が見込まれる。生産拡大により稼働率が上昇し、能力増投資が徐々に回復。それに伴い雇用の増加ペースも高まろう。コア物価は緩やかに底入れするが、デフレギャップを背景に連邦準備制度理事会（FRB）が安定とみなすレンジを下回ろう。

2012 年には減税が期限切れとなるが、家計のバランスシート調整がほぼ終了し民需の自律回復力が高まることから、景気回復基調は維持され、金融緩和を解除する環境が徐々に整うとみられる。リスクは、①財政事情が厳しい地方が大幅な増税や歳出削減により景気を圧迫、②一次産品・原材料高の長期化が内需を下押しするとともにインフレ期待を高める、などである。

第2図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

<詳細>

(1) 家計部門

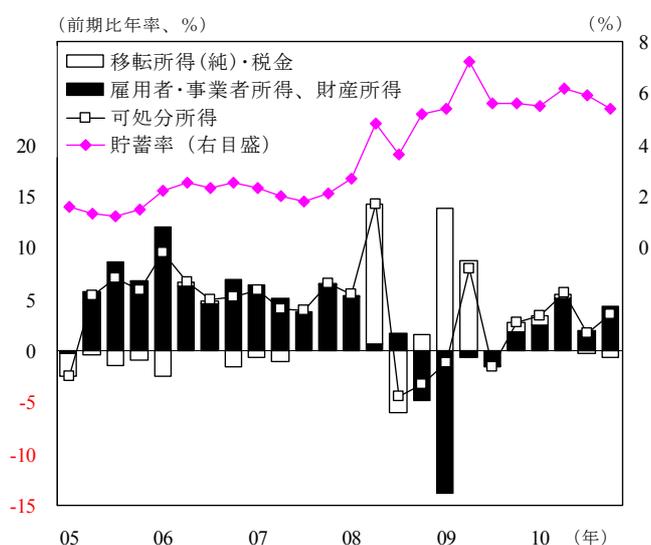
減税が当面の消費を下支え

個人消費は減税効果もあって当面、堅調に推移するとみられる。昨年12月に決定された個人向け減税（給与税 payroll tax の税率を2011年に限り2%引き下げ）は家計所得を1100億ドル強（可処分所得の約1%）押し上げるとされている。個人向け減税は2009年初めにも実施されたが、当時はリーマンショック後の急激な景気落ち込みによる雇用者・事業者所得の大幅減少と貯蓄率の急上昇で減税効果が減殺されて個人消費を支えることができなかった。しかし、今回は所得が増加基調に転じ貯蓄率も安定していることに加えて、株高等で消費マインドが持ち直していることから、前回よりも消費の押し上げ効果が見込めそうだ（第3図）。

バランスシート調整は終息へ

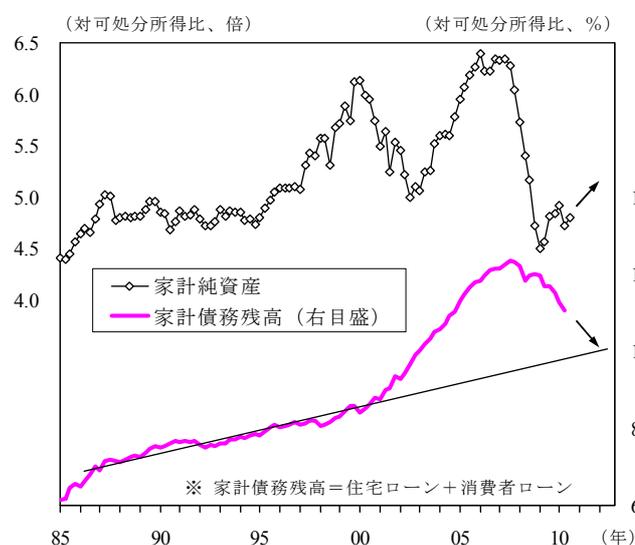
年後半には、減税の消費押し上げ効果が限界的に剥落し消費の伸びは鈍化するが、雇用の回復ペースが加速し家計所得の伸びが高まること、バランスシート調整進展で消費の下押し圧力も次第に緩和することから消費は底堅さを維持するとみられる。家計の債務残高は2008年後半以降、減少が続き、足元では過去のトレンド線にかなり近づいてきた。2012年にはトレンド線上に戻り、バランスシート調整はほぼ終息すると予想される。さらに、家計の資産も持ち直しの方向にある。家計純資産の可処分所得比は2006年初めにピーク（6.4倍）をつけた後、2009年初めには4.5倍まで低下。その後やや持ち直し、足元は株高により上向き方向にある。水準的には1990年台半ばに逆戻りし住宅価格も足元は軟調となっているため、住宅バブル時のような大きな資産効果は望めないが、家計の資産状況の改善は消費マインドの回復に寄与するとみられる（第4図）。

第3図：家計の可処分所得と貯蓄率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：家計純資産と債務残高



(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 企業部門

輸出の支えもあり
生産活動は好調

新興国を中心とした輸出需要に支えられて生産活動は好調を維持している。今後は、個人消費など内需も一段と底堅さを増すとみられることから、生産は順調に拡大を続けることが見込まれる。生産の拡大により設備稼働率も上昇が続いている。もっとも、1月の製造業設備稼働率は73.7%と長期平均（1972-2010年の平均、79.1%）を依然、大きく下回っており、正常化にはまだ時間がかかる見通しである。

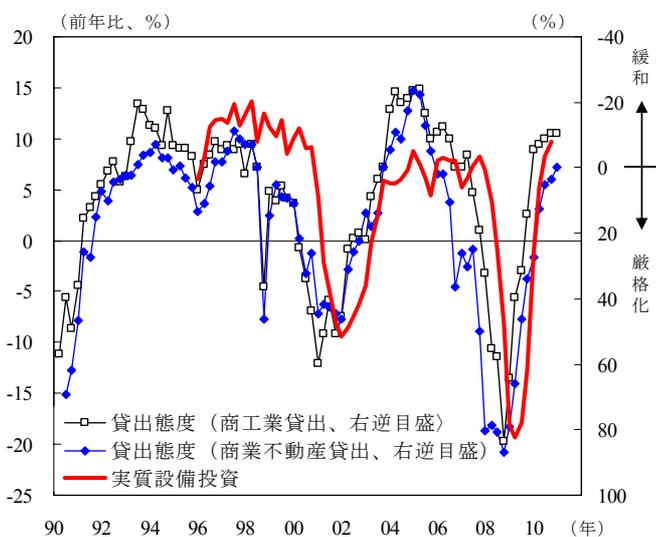
資金調達環境の改善等をうけ設備投資も拡大

設備投資は、良好な企業収益や設備稼働率の上昇、さらには資金調達環境の好転などをうけて徐々に増勢を強めると予想される。米銀の貸出態度をみると、商工業貸出で貸出基準の緩和が進んでいることに加えて、商業不動産貸出も貸出基準の厳格化に歯止めがかかった。資金調達環境の改善は資金需要の回復につながっており、現状ではM&A関連などが中心ではあるものの、景気回復の継続に伴い、設備資金需要も次第に高まってくるとみられる（第5図）。また、中期的には輸出拡大のための生産能力増強投資も見込まれる。

輸出は政府の主導もあり中期的に堅調

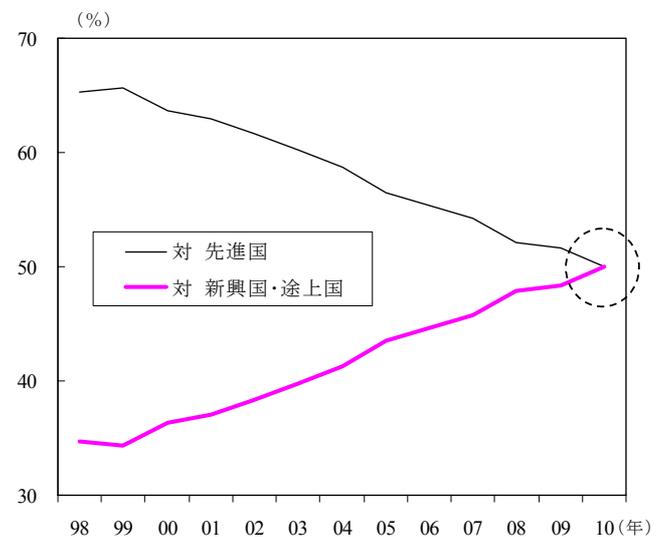
輸出は高水準の伸びを続けている。昨年10-12月期の財・サービスの輸出は前年比14.6%増加した。オバマ大統領は昨年的一般教書演説で「輸出を5年間で倍増させる」構想を打ち出したが、足元の輸出はこれにほぼ見合ったペースで伸びている。米国の貿易は新興国への依存度を急速に高めており、昨年は輸出入の合計でみると先進国と新興国・途上国のシェアがほぼ拮抗（第6図）。輸出だけでみても新興国・途上国向けのシェアは43%強に達している。輸出は、堅調な新興国需要や政府の主導もあり、中期的に堅調を維持すると見込まれる。

第5図：米銀の貸出態度と設備投資



(資料) 米商務省、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：米国貿易（輸出入）の地域別構成比



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 住宅市場

世帯数の増勢鈍化で住宅の基礎需要が低下

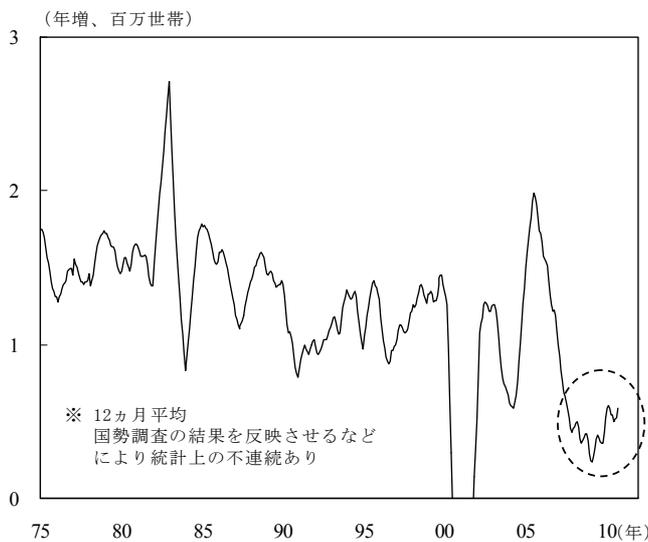
住宅販売はこのところ新築、中古ともにやや強含んでいるが、依然、歴史的な低水準に止まっている。販売不振は、①ローン債務者の2割がネガティブエクイティ（住宅価値が住宅ローン残高を下回る）で買換え困難、②雇用回復の遅れ、③価格先安感、などによるものだが、世帯数の増勢鈍化で基礎需要が低下している影響もある。米国の人口増加率があまり変化していないのに対して、世帯数の増加ペースは住宅バブル崩壊後、大きく低下している（第7図）。厳しい雇用情勢の下、若者の世帯形成が遅れていることや、住宅が差し押さえられ親・親戚等と同居する人が増えていることなどが背景である。雇用情勢は当面、厳しく、住宅差し押さえもしばらく高止まりが見込まれるため、世帯数の増勢回復には時間がかかり、住宅販売の回復も緩慢になると予想される。

過剰在庫の調整には時間

一方、供給サイドでは、住宅着工が既に過去最低水準に減少している。ただし、住宅の基礎需要が大きく低下していることから、現在の低い着工水準でも過剰在庫の解消にはかなりの時間を要するとみられる。現在、持家の在庫（空き家）は約200万戸で、住宅バブル前から倍増している（第8図）。約100万戸が過剰在庫とみられ、これを解消するには数年かかる見通しである。過剰在庫の存在により、住宅価格は2012年にかけて弱含みで推移するとみられる。ケース・シラー住宅価格指数の先物相場も、住宅価格が2012年前半にかけて下落し、その後、緩やかに底打ちすることを織り込んでいる。住宅需給の改善には数年を要することから、住宅価格は中期的にも伸び悩みが予想される。

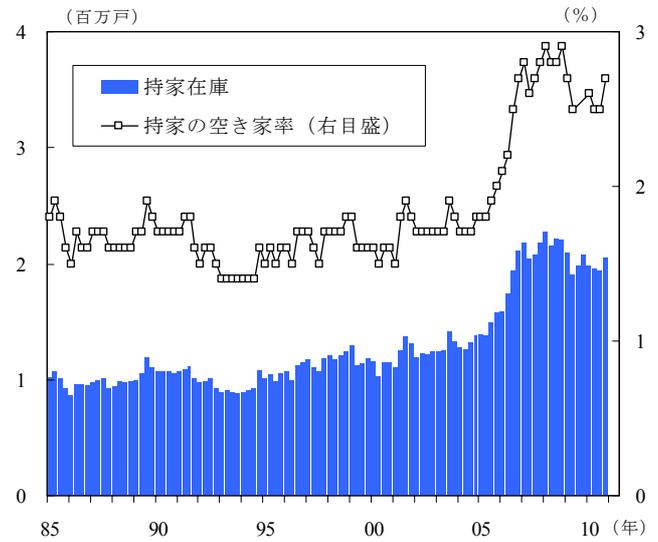
住宅価格は中期的に伸び悩み

第7図：米国の世帯数



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：持家在庫と持家の空き家率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価動向

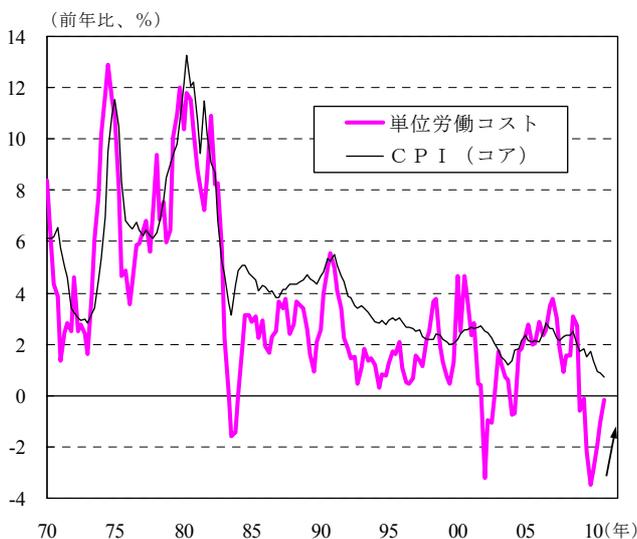
賃金コストの落ち
着きからコア物価
は安定維持

一次産品・原材料
高の長期化がリス
ク要因

コア物価は安定を維持する見通しである。生産性上昇率の鈍化で単位労働コストの低下に歯止めがかかりつつあり、コアインフレ率は今後、底入れが見込まれる（第9図）。ただし、厳しい雇用情勢を背景とした賃金コストの安定が単位労働コストの上昇を緩やかなものに止めよう。失業率は依然、歴史的な高水準にある。議会予算局（CBO）では足元のNAIRU（インフレ率を加速させない失業率の下限）を5.2%と試算している（第10図）。これに対しては、①失業保険の給付期間延長、②労働移動の制約（住宅価格下落で住宅を売却できず、雇用情勢が良い地域へ転居できない）などによりNAIRUが7%近くまで上昇しているとの見方もあるが、足元の失業率はこれを大きく上回っている。労働需給逼迫で賃金コストの安定が崩れることはしばらく見込みにくい。

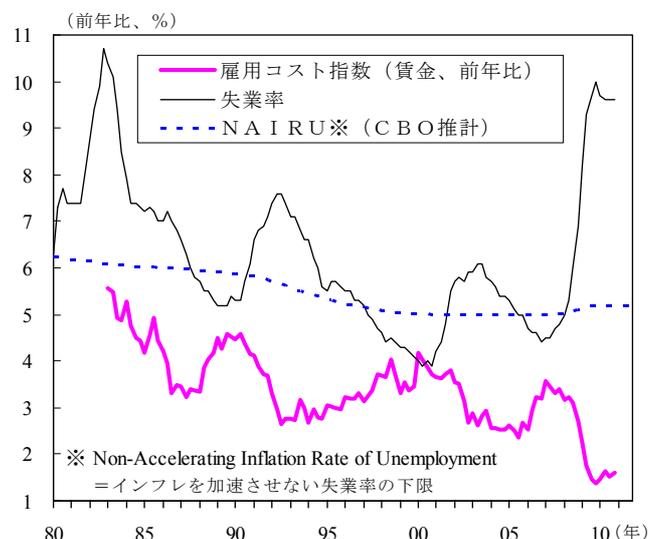
一方、一次産品・原材料価格の上昇により、川上では物価上昇圧力が高まっている。天候不順など供給ショックに伴う上昇圧力については、今後、緩和が予想されるが、新興国の（趨勢的な）需要増や投機資金の流入を背景に一次産品・原材料価格がしばらく高止まりするリスクもある。現状では、大きなデフレギャップが残っていること、賃金コスト低下により拡大したマージンでコスト増を吸収する余地があることなどから、川上の物価上昇が川下に波及するリスクは限定的とみられる。しかし、一次産品・原材料高が長期化すれば、景気回復による需給改善を背景に川下への価格転嫁が進んだり、インフレ期待の安定が崩れたりするリスクが高まろう。なお、一次産品高は、交易条件の悪化を通して景気にマイナスの影響を及ぼすことにも注意が必要である。

第9図：単位労働コストとコア消費者物価



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：失業率と賃金コスト



(資料) 米労働省、議会予算局（CBO）より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) リスク要因（地方財政）

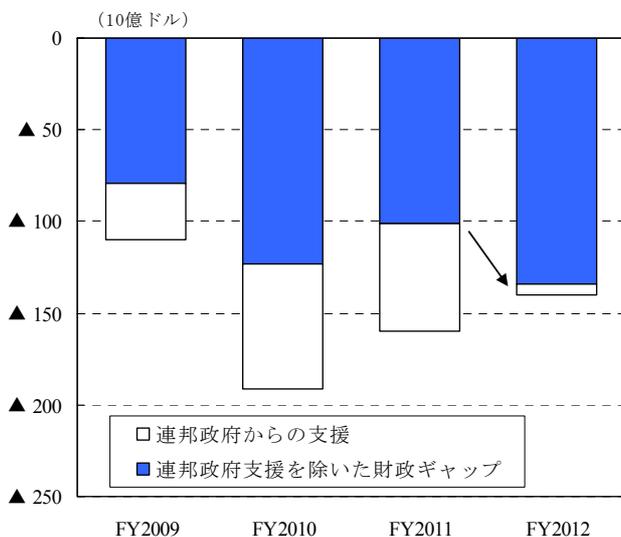
2012年度の州政府の歳入不足は実態的には過去最大

州・地方政府の財政は厳しい状況が続いている。景気回復により税収が底打ちし、限界的には改善の方向にあるが、改善のペースは緩慢で正常化には数年を要するとみられる。米国のシンクタンク Center on Budget and Policy Priorities によれば、2012会計年度（ほとんどの州では2011年7月～2012年6月）も全米50州のうち44州が財政ギャップ（歳入不足）を見込んでいる。2009年に成立した大型景気対策（米国経済再生・再投資法）は州政府に対する財政支援を盛り込んでいたが、2011年度でこれがほぼ終了する見込みである（第11図）。この結果、2012年度の財政ギャップは、連邦政府からの支援を除いた実質的なベースでみると過去最悪となる見通しである。

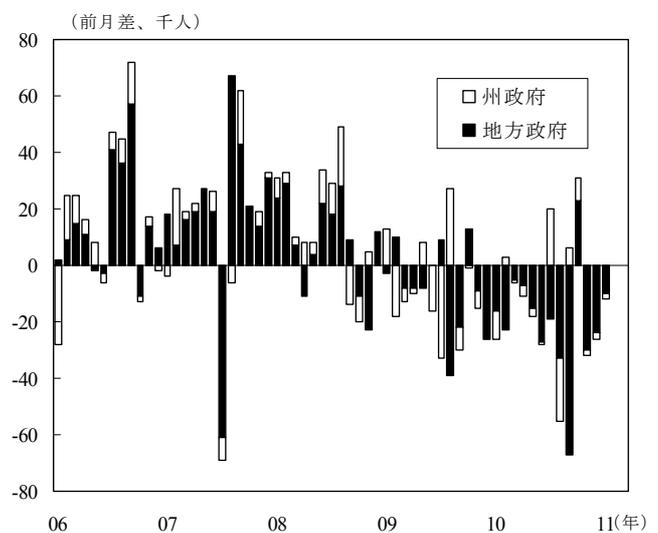
州・地方政府による増税、歳出削減が景気回復ペースを抑制するリスクも

連邦政府と異なり、地方財政は原則、均衡財政主義である。すなわち、歳入不足は、増税などの増収策や歳出削減策、また、財政悪化に備えて積み立てている基金を取り崩すなどにより埋めなければならない。ところが、戦後最悪の景気後退の下、財政悪化の長期化で基金の取り崩しは限界に近づいている。このため、今後は増税や歳出削減が財政収支改善策の中心とならざるを得ない。この結果、財政事情の厳しい地方で景気が圧迫される懸念がある。ちなみに、上記の Center on Budget and Policy Priorities によれば、2012年度の財政ギャップはGDP比0.85%に達し、これを埋めるための増税や歳出削減により85万人の雇用減少につながる可能性があるとしている。足元、州・地方政府の雇用者数は既に減少が続いているが、今後、雇用の減少基調が一段と強まり、景気の回復ペースを抑制するリスクがある（第12図）。

第11図：州政府の財政ギャップ



第12図：州・地方政府の雇用者数



(資料) Center on Budget and Policy Priorities より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 金融政策

QE2 は完全実施の 公算大

FRB は昨年 11 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) で今年 6 月末までに 6000 億ドルの米国債を購入すること (QE2) を決定した。購入ペースや購入総額については毎回の FOMC で見直されることになっているが、現時点では QE2 は計画通り完全実施される可能性が高いとみられる。1 月の FOMC では、声明文の景気判断が小幅上方修正された。同会合に提出された FOMC 委員による最新の経済見通しでも、2011 年の成長率が上げられたが、労働市場の著しい改善をもたらすには不十分として政策の据え置きが決定された (第 1 表)。バーナンキ FRB 議長は 2 月 3 日の講演で、「より強い雇用の創出が一定期間続くことを見るまでは、回復が本当に確立されたとはみなせない」と発言。1 月の失業率が 2 ヶ月連続で大きく改善したのを見た後の 2 月 9 日の議会証言でも発言のトーンは変わらなかった。QE2 見直しのハードルは相当に高いとみられる。

出口政策の本格化 は 2012 年に入っ てから

一方、景気の回復色が強まっていることや、FOMC の中に QE2 の効果を懐疑的に見ている委員が複数いることなどから、QE2 終了後に追加緩和 (QE3) が実施される可能性は低い。FRB は、年内については保有証券の償還分を米国債に再投資することによりバランスシートの水準を維持し、景気が十分に自律回復力を高めているかを慎重に確認しよう。出口政策を本格化させるのは 2012 年に入ってからとみられる。まず、リバースレポや TDF (準備預金に創設した定期預金制度) により流動性の吸収を始め、利上げの環境を整えた上で、2012 年夏に利上げを開始しよう。なお、いったん利上げが開始されると、政策金利である FF 金利は、リーマン・ショック直前、すなわち金融危機対応がとられる前の水準である 2% を目指して引き上げられると予想する。

第 1 表 : FOMC 委員の米国経済見通し (2011 年 1 月)

	実績	見通し			
	2010年	2011年	2012年	2013年	長期
(4Q前年比)					
実質GDP	2.8	3.4~3.9 (3.0~3.6)	3.5~4.4 (3.6~4.5)	3.7~4.6 (3.5~4.6)	2.5~2.8 (2.5~2.8)
PCEデフレーター (ヘッドライン)	1.2	1.3~1.7 (1.1~1.7)	1.0~1.9 (1.1~1.8)	1.2~2.0 (1.2~2.0)	1.6~2.0 (1.6~2.0)
PCEデフレーター (コア)	0.8	1.0~1.3 (0.9~1.6)	1.0~1.5 (1.0~1.6)	1.2~2.0 (1.1~2.0)	
(4Q平均)					
失業率	9.6	8.8~9.0 (8.9~9.1)	7.6~8.1 (7.7~8.2)	6.8~7.2 (6.9~7.4)	5.0~6.0 (5.0~6.0)

※ 下段()内は前回(11月)見通し

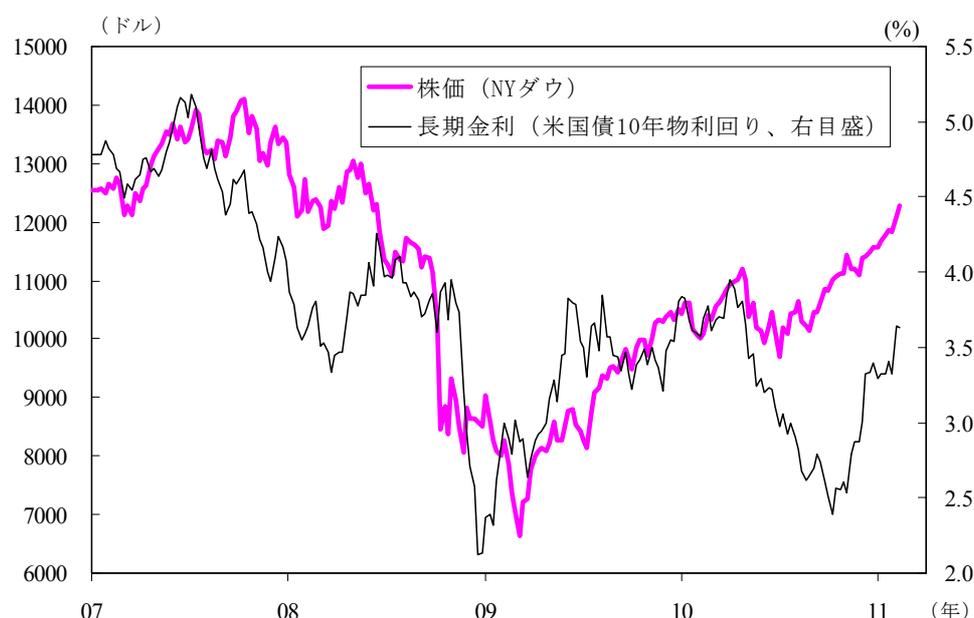
(資料) FRB より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(7) 長期金利

長期金利は今秋頃から本格上昇の見通し

昨年のQE2実施以降、長期金利には上昇圧力がかかっている。年明け後、金利はいったん落ち着いたが、足元では強い経済指標の発表等による景気上振れ観測などを背景に再び上昇圧力が強まっている(第13図)。もっとも、FRBは金融緩和の早期解除に慎重な姿勢を崩しておらず、上昇余地は限られよう。長期金利が本格的に上昇するのは、市場が利上げを織り込み始める2011年秋以降になると予想される。当面は、物価安定が見込まれること、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こと、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から長期金利の大幅な上昇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23年（2011年）2月18日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2009				2010				2011				2012	2009	2010	2011
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	実績	実績	見通し
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	▲3.9	▲0.4	2.3	4.7	4.8	3.7	4.6	3.4	5.4	5.1	4.7	4.9	4.8	▲1.7	3.8	4.7
実質GDP	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.6	3.2	3.5	3.4	2.9	3.0	2.9	▲2.6	2.9	3.1
個人消費	▲0.5	▲1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.4	4.4	4.0	3.0	2.5	2.5	2.0	▲1.2	1.8	3.3
設備投資	▲35.2	▲7.5	▲1.7	▲1.4	7.8	17.2	10.0	4.4	6.0	6.0	8.0	10.0	10.0	▲17.1	5.5	7.3
住宅投資	▲36.2	▲19.7	10.6	▲0.8	▲12.3	25.6	▲27.3	3.4	▲5.0	5.0	10.0	20.0	20.0	▲22.9	▲3.0	0.0
在庫投資(2005年連鎖価格)	▲1258	▲1618	▲1282	▲367	441	688	1214	72	372	572	622	572	572	▲1,131	604	535
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.1)	(▲1.0)	(1.1)	(2.8)	(2.6)	(0.8)	(1.6)	(▲3.7)	(0.9)	(0.6)	(0.1)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.7)	(1.3)	(▲0.1)
純輸出（2005年連鎖価格）	▲3,892	▲3,420	▲3,908	▲3,301	▲3,384	▲4,490	▲5,050	▲3,922	▲4,146	▲4,175	▲4,204	▲4,233	▲4,261	▲3,630	▲4,212	▲4,189
（同、前期比年率寄与度）	(2.9)	(1.5)	(▲1.4)	(1.9)	(▲0.3)	(▲3.5)	(▲1.7)	(3.4)	(▲0.7)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(1.1)	(▲0.5)	(0.0)
政府支出	▲3.0	6.2	1.6	▲1.4	▲1.6	3.9	3.9	▲0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	1.1	0.6
最終需要(国内民間)	▲7.2	▲3.0	1.8	0.6	2.1	4.6	2.2	4.4	4.0	3.4	3.4	3.9	3.5	▲4.2	2.1	3.7
鉱工業生産	▲17.6	▲10.3	8.3	7.0	7.1	7.2	6.2	3.2	4.0	4.5	4.0	4.0	4.5	▲9.3	5.7	4.4
失業率	8.2	9.3	9.7	10.0	9.7	9.6	9.6	9.6	9.2	9.2	9.0	8.8	8.5	9.3	9.6	9.1
生産者物価（前年比）	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.4	4.8	4.4	3.8	3.9	3.3	3.3	3.7	2.5	1.9	▲2.6	4.2	3.2
消費者物価（前年比）	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	1.8	1.2	1.3	1.6	2.0	2.2	1.9	1.7	▲0.4	1.6	1.9
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,212	▲1,135	▲1,321	▲1,401	▲1,509	▲1,691	▲1,707	▲1,558	▲1,750	▲1,845	▲1,850	▲1,855	▲1,860	▲5,069	▲6,465	▲7,300
経常収支	▲956	▲844	▲975	▲1,009	▲1,092	▲1,232	▲1,272	▲1,123	▲1,315	▲1,410	▲1,415	▲1,420	▲1,425	▲3,784	▲4,719	▲5,560
3. 金融																
FFレート誘導目標	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
ユーロドル（3カ月物）	1.7	1.4	0.8	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.1	0.5	0.4
国債流通利回り（10年物）	2.7	3.3	3.5	3.5	3.7	3.5	2.8	2.9	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.3	3.2	3.6

(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。

III. 西欧

～ユーロ圏は今年減速、ソブリン問題がリスク要因 英国は、第1四半期の高成長で今年は加速～

1. ユーロ圏

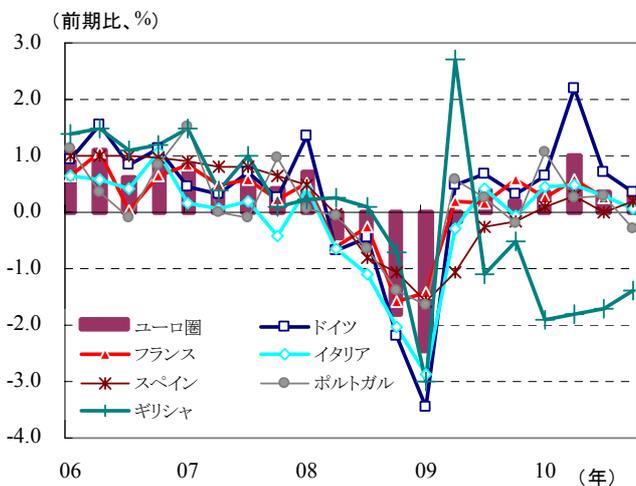
(1) 景気の現状

ユーロ圏2010年は
1.7%の成長

域内格差は続く

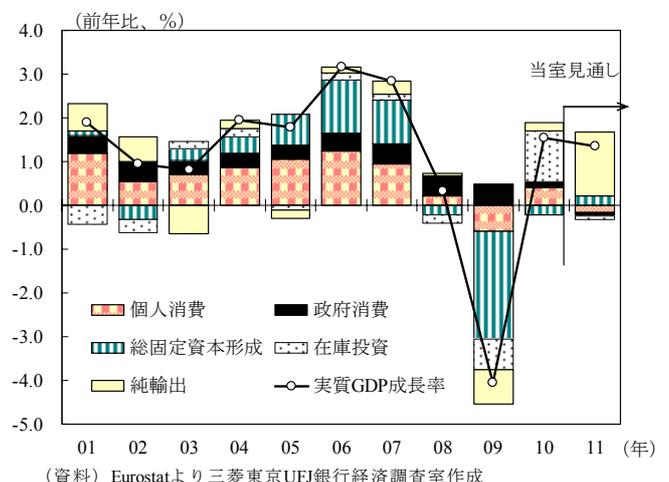
ユーロ圏経済は、全体ではドイツに牽引されて概ね堅調に成長しているが、ギリシャやアイルランドなどの周縁国との格差が続いている。ユーロ圏の2010年第4四半期の実質GDP成長率は、前期比0.3%と第3四半期から伸びは横ばいだった。2010年年間では前年比1.7%と2009年の同▲4.0%からプラスに転じた。国別にみると、第4四半期はドイツが前期比0.4%と引き続きユーロ圏全体を牽引し、フランスは同0.3%とユーロ圏平均並みの成長を遂げた。スペインは同0.2%と、第3四半期の横ばいからプラス成長に転じた一方で、ポルトガルは▲0.3%と2009年の第4四半期以来1年ぶりのマイナスを記録し、ギリシャも▲1.4%と大幅なマイナスが続いている（第1図）。

第1図：ユーロ圏実質GDP成長率



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：需要項目別実質GDP成長率と見通し



(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 今後の見通し

2011年は財政緊縮
により一旦成長減
速の見込み

2011年も、ユーロ圏経済は内外需ともに堅調なドイツなどに牽引されるとみられるが、各国で財政緊縮策が本格化するため、実質GDP成長率は前年比1.3%と、2010年の同1.7%からは一旦減速が見込まれる。その後、2012年にかけてはやや成長率が高まるが、緩やかな成長にとどまる見通しである。ギリシャやアイルランドではマイナス成長が続くと予想される。

ソブリン問題の行方は今年もリスク要因

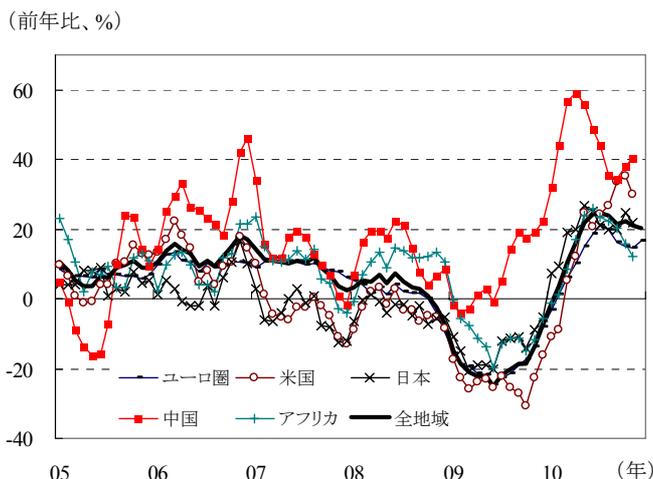
ユーロ圏経済のリスク要因は今年も周縁国のソブリン問題である。現在は、国債の順調な入札が続いていることや、欧州金融安定ファシリテーター (EFSF) の拡充期待などから CDS などにみられる各国の信用リスクはさらなる悪化は避けられている。ただし、今後も財政懸念や政治リスクが続くことや、重要州選挙を受けたドイツの周縁国支援スタンス、EFSF 拡充議論の行方が注目され、予断を許さない状況が続く。

① 輸出

輸出はアジア向け中心に順調な伸び続く

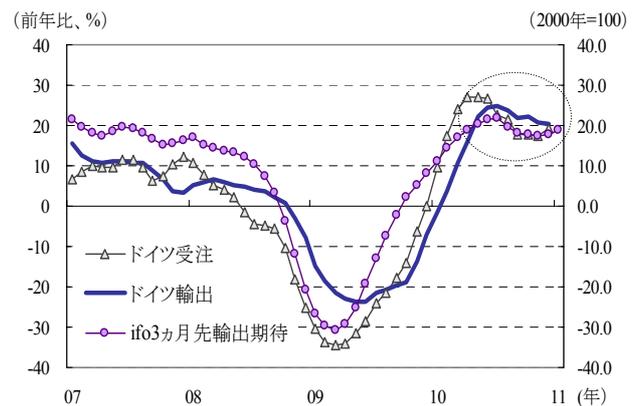
足元の月次指標をみると、輸出はドイツを中心に順調で、これまでのところ前年比+20%のペースで増加している (第3図)。ドイツ以外にも、フランスやイタリアでも中国などのアジア向けを中心に伸びており、今後の輸出も主要国がユーロ圏全体を牽引する見込みである。また、ドイツの受注動向や、Ifo 輸出期待指数にも示唆されるように、先行きも堅調に推移するとみられる (第4図)。

第3図：ドイツ地域別輸出



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

第4図：ドイツ輸出動向の現状と先行き



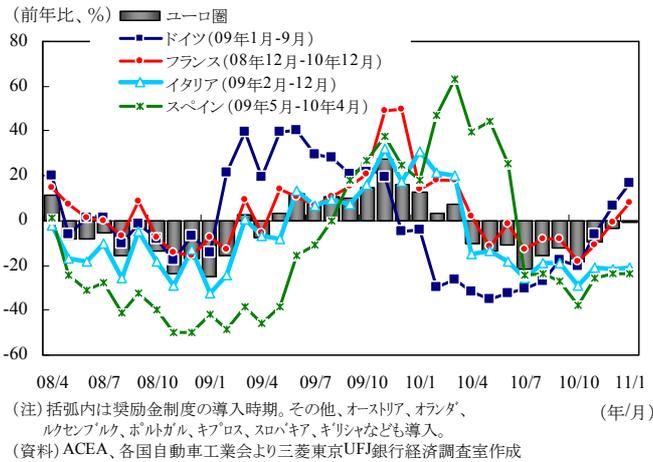
(注) データは3ヵ月平均。
Ifo3ヵ月先輸出期待は、ドイツの約7,000企業が3ヵ月先の動向を現状より「良くなる」、「同じ」、「悪くなる」のいずれかで評価。指数は「良くなる」-「悪くなる」のバランス。
(資料) ドイツ連銀、ドイツ連邦統計局、Ifo経済研究所より経済調査室作成

② 個人消費

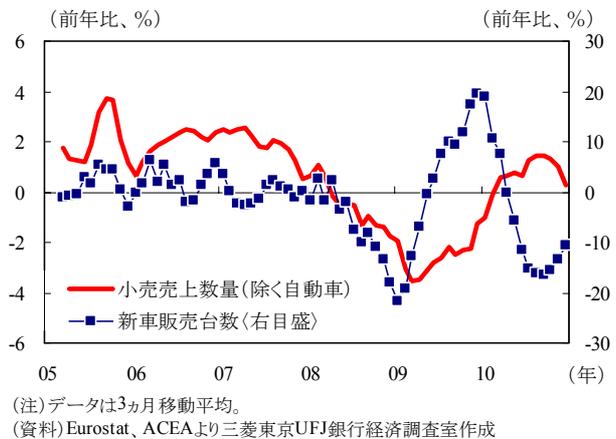
自動車は対策効果剥落一巡も、小売全体の回復は期待しにくい

自動車販売は、対策効果の剥落が一巡し回復に向いつつある。足元ではドイツとフランスで約1年ぶりに前年比プラスに転じ、その他の国でもイタリアやスペインでマイナス幅が縮小しつつある (第5図)。しかし、自動車を除く小売業は伸びが頭打ちとなっている (第6図)。また、今年から本格化する各国の財政緊縮の影響により、今後の個人消費に顕著な回復は期待しにくい。

第5図：ユーロ圏の自動車販売



第6図：ユーロ圏の新車販売と小売売上

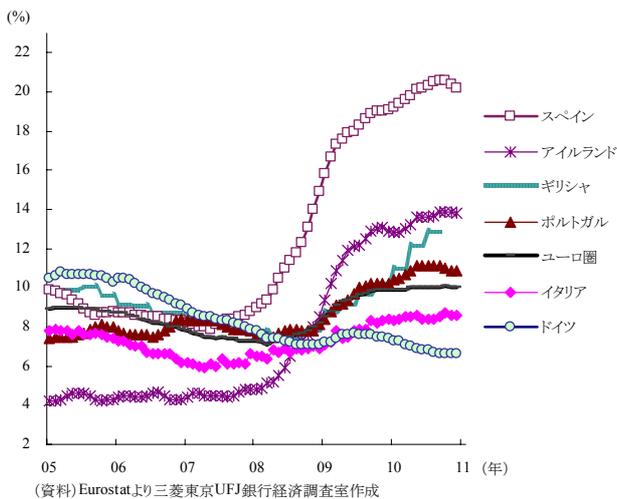


③ 雇用・所得環境

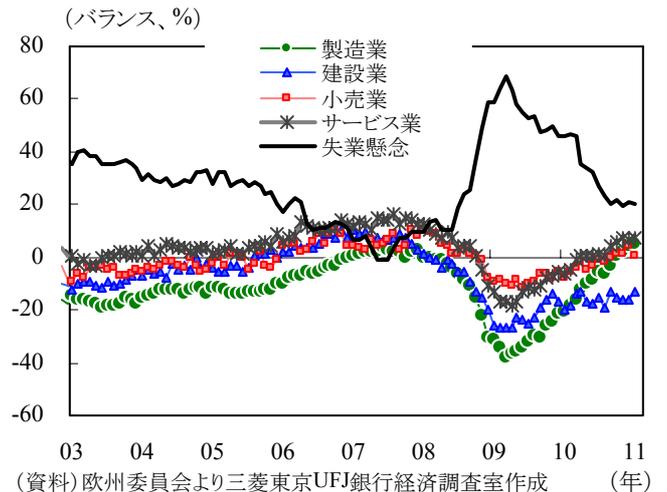
失業率は上昇一服の兆し

雇用環境はようやく悪化傾向に歯止めがかかってきた。ユーロ圏の失業率は昨年10月の10.1%がピークとなり、足元では10.0%に小幅ながら低下した(第7図)。住宅バブルの崩壊により上昇が続いていたスペイン、アイルランドも足元では低下しており、背景には住宅市場の調整の漸進もあるとみられる。企業の雇用見通しも製造業やサービス業を中心に改善しており、また、消費者の失業懸念も低下傾向が続いている(第8図)。

第7図：ユーロ圏各国の失業率



第8図：ユーロ圏雇用期待(業種別)と失業懸念

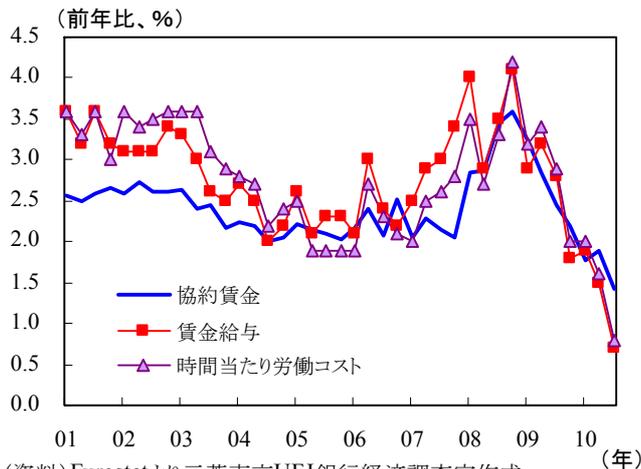


賃金の伸びは弱い

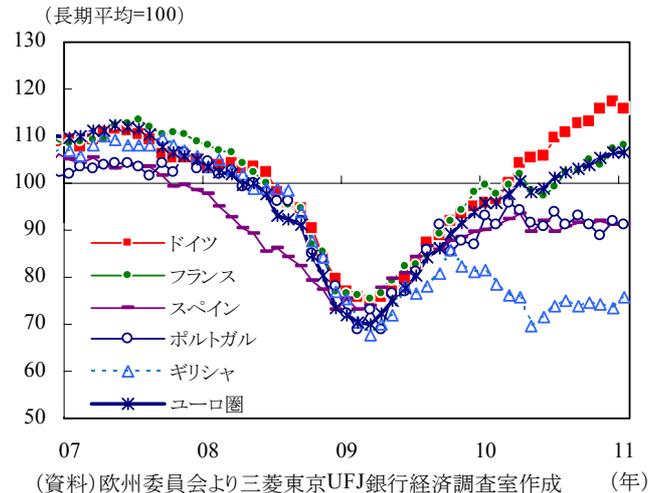
雇用はようやく悪化傾向に歯止めがかかってきたものの、賃金の伸びは引き続き弱い。ユーロ圏の賃金は足元まで上昇率の鈍化傾向が続いている。時間当たり労働コストがすでに調整したことをふまえると、この先、雇用・所得環境が一段と悪化するおそれは小さい（第9図）。ただし、各国で実施される財政緊縮には、公務員の昇給凍結やボーナス削減等が含まれるため、今後の賃金上昇の足かせになることが懸念される。欧州委員会の総合景況感指数も、財政緊縮を視野に足元ではドイツを含めて頭打ちの兆しがあり、今後のマインド悪化が示唆されている（第10図）。

このように、雇用・所得環境についても、さらなる悪化のおそれは小さいものの本格的な回復は期待しにくく、個人消費の回復は限定的とみられる。

第9図：ユーロ圏の賃金と労働コスト



第10図：欧州委員会景況感指数

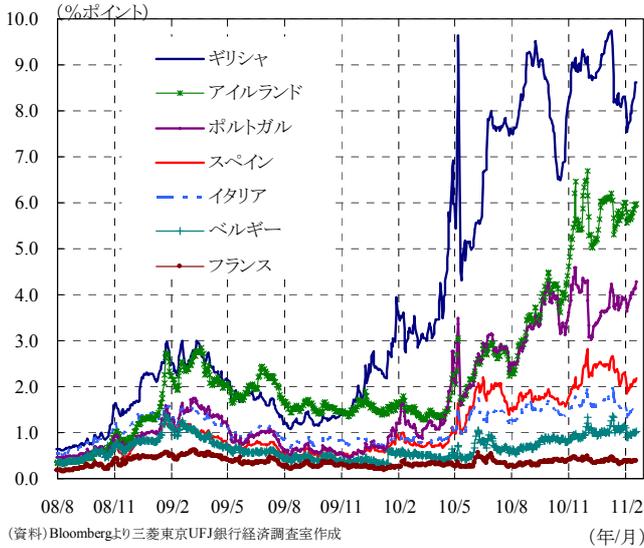


(3) 欧州ソブリン問題

国債リファイナンス懸念や政治リスク続く

欧州ソブリン問題は今後もユーロ圏経済のリスク要因となろう。周縁国の対ドイツのソブリンスプレッド(10年物国債利回りの差)をみると、1月は国債入札が順調に進んだことや、EFSF 拡充を期待する動きなどから縮小したが、2月に入ると再び拡大しており（第11図）、ポルトガルの利回りは7%台と過去最高を更新した。2月4日のEUサミットで「包括的」救済措置に関して具体的な決定が行われなかったことなどが背景とみられる。今後、国債リファイナンス懸念が高まること（第12図）や政治リスクが意識されるとみられるため、欧州の信用不安が和らぐには時間がかかろう。

第 11 図：周縁国の対ドイツソブリンブレッド

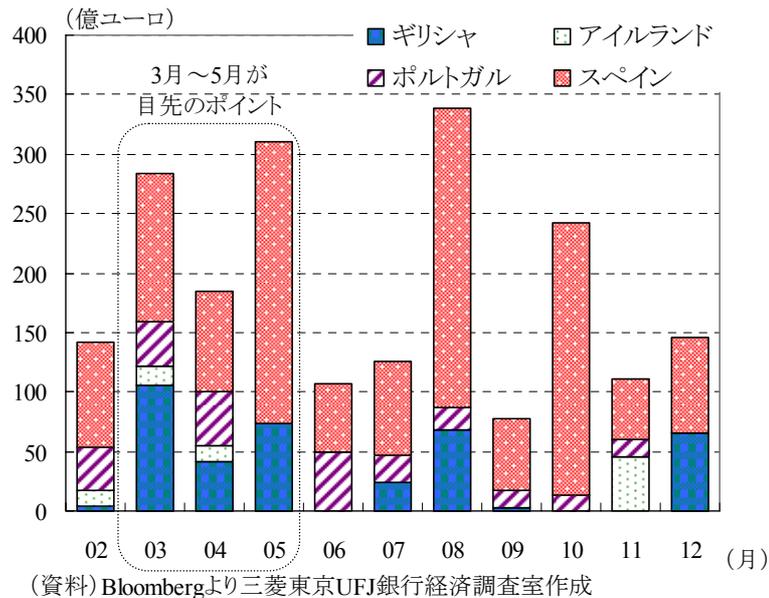


第 1 表：周縁国のソブリン格付け

	S&P	ムーディーズ	フィッチ
スペイン	AA ↓ (4/28)	Aa1 ↓ (12/15)	AA+ (5/28)
アイルランド	A- ↓ (2/2)	Baa1 ↓ (12/17)	BBB+ (12/9)
ポルトガル	A- ↓ (11/30)	A1 ↓ (12/21)	A+ ↓ (12/23)
イタリア	A+	Aa2	AA-
ギリシャ	BB+ ↓ (12/2)	Ba1 ↓ (12/16)	BB+ ↓ (1/14)
ベルギー	AA+ ↓ (12/14)	Aa1	AA+

(注) 矢印は見通し。括弧内の日付は格付け効力発生日。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：2011 年の国債償還スケジュール



信用不安の要因は
各国で異なる

引き続き厳しいが、
信認回復に向けて
やや前進感も

各国の信用不安の要因は、ギリシャでは財政再建の困難性、アイルランドでは金融セクターの再建コストなどと、国毎に異なる。それぞれの問題は現状も解決には至ってはいないが、例えばギリシャでは国債の買い戻し案が浮上したほか、スペインではストレステストと貯蓄銀行（カハ）への資本注入実施を予定して市場の信認回復を目指すなど、やや前進感もある。一方で、アイルランドでは政情不安から政府は2月25日に解散総選挙を実施する。政権交代が予想され、欧州ソブリン問題により現政権が退陣に追い込まれる初のケースとなる可能性が高い（第2表）。

第2表:各国の問題点と現状

国	問題点	現状	金融支援要請
ギリシャ	財政再建の困難性	引き続き厳しい。国債買戻し案も浮上。	○ (2010年5月)
アイルランド	銀行リスク、政情不安	EFSFの金利コスト引き下げ案あるが…。 2月25日に解散総選挙実施へ。	○ (2010年11月)
ポルトガル	政局混乱、構造的な低成長	国債利回りは7%台の過去最高。 支援要請の可能性有るが、影響は限定的。	可能性有り
スペイン	不動産バブル崩壊、不良債権問題	ストレステストとカハへの資本注入実施へ。 ⇒市場信認回復を目指す。	—
イタリア	政治混迷	引き続き混迷。不信任案再提出も。	—
ベルギー	財政懸念、政局不安	新政権発足の見通しは未だ不透明。	—

ユーロ安定化に向けた EFSF 拡充議論は 3 月末にかけて進展

ドイツの周縁国支援スタンスに注目

こうした各国の信用不安が続く一方で、ユーロの安定に向けた動きもある。ユーロ圏各国では、欧州金融安定ファシリティー (EFSF) の融資枠の引き上げや、ギリシャなどに国債買戻し資金を融資できるように EFSF の支援目的を拡大するなど、「包括的」救済措置の決定に向けて議論が進みつつある。ただし、ドイツで 2 月後半から 3 月末にかけて重要な州選挙が予定されているため、メルケル首相はそれらが無事終了するまでは、有権者に不人気な上記措置は支持しにくいとみられる。

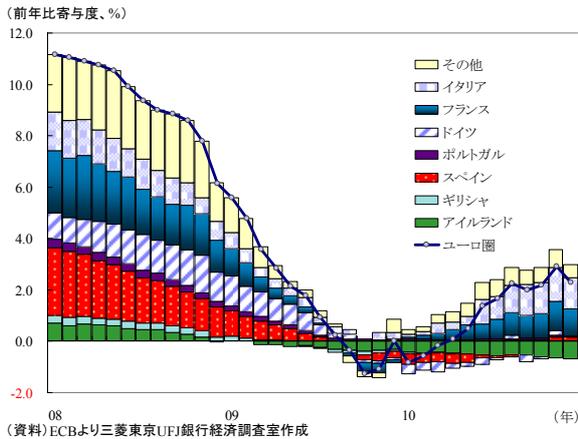
そうしたなかでも、3 月 24-25 日の EU サミットでは何らかの具体的な決定が行われることが期待される。ドイツはユーロ維持に向けた自国の責務を自覚しており、財政規律の強化策や構造改革による競争力強化を条件としつつ、交渉を進めよう。

なお、「包括的」救済措置の具体的な決定は短期的には市場インパクトがあると見込まれるが、中長期的に重要なのは、財政再建が着実に進捗することである。

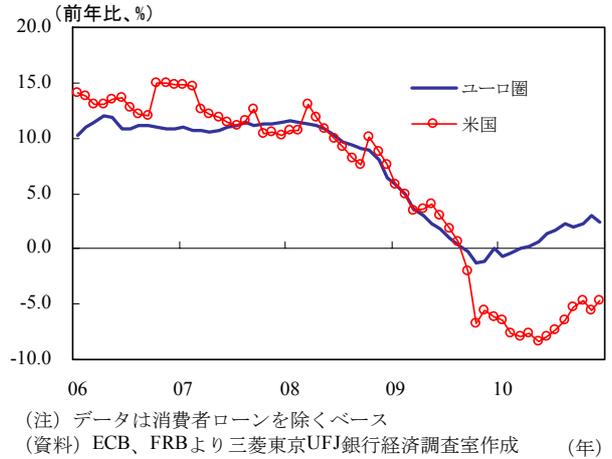
(4) 銀行セクター
貸出動向は底打ち

ユーロ圏の銀行セクターに目を転じると、貸出動向は底打ちしたようにみえる。1 月末発表の銀行貸出調査では、企業向け融資基準の厳格化傾向が前回より弱まり、資金需要は引き続き拡大した。ユーロ圏の民間向け銀行貸出は足元で前年比約 2% のペースで増加している。国別にはアイルランドで大幅なマイナスが続いており状況は深刻であるが、フランス、イタリアなどでは貸出が回復している (第 13、14 図)。また、これが ECB の金融政策スタンスが米国に比べて強気である背景の一つと考えられる。

第 13 図：ユーロ圏民間向け貸出の国別寄与度



第 14 図：民間向け銀行貸出の欧米比較



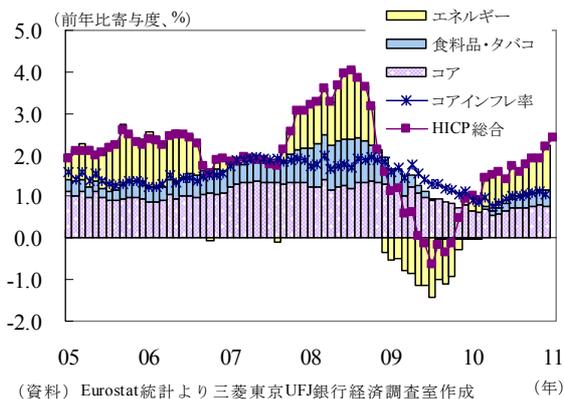
(5) 物価と金融政策

ユーロ圏の1月の消費者物価上昇率は前年比2.4%と、昨年12月の同2.2%から加速し、2ヵ月連続でECBの掲げる2%未満の目標を超えた。エネルギーや食料品などの商品価格の上昇が背景にあり、これらを除くコアインフレ率は同1%強で安定しているとみられる(第15図)。今後の総合インフレ率は、年内はECBの目標を超えて上昇する可能性が高いが、年末前後にかけて目標圏内へ

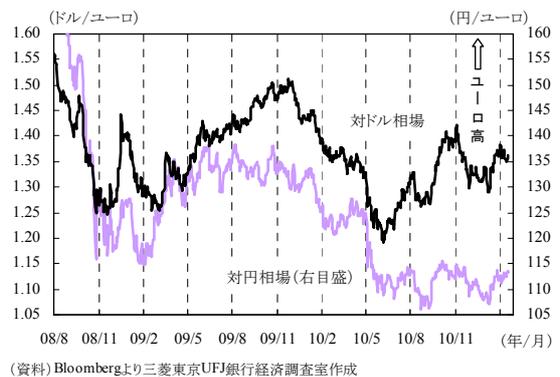
ECBは物価上ぶれリスクに注視し始めるも、政策金利は年内据え置きへ

総合インフレ率の上昇を背景に、市場では早期の利上げ観測が浮上した。ECBは2月3日の定例政策理事会で、「現在の政策金利は引き続き適切」と判断して21ヵ月連続で過去最低の1.0%に据え置いた。利上げについて現在の材料を整理すると、①インフレ圧力は今のところ商品価格にとどまる、②2011年は財政緊縮により一旦成長減速が見込まれる、③この先財政緊縮により賃金にデフレ圧力がかかる、④FRBより早いタイミングでの利上げはユーロ高圧力がかかる、などがあげられる。ECBとしては物価の上ぶれリスクに注視し始めたとみられるが、①～④などを背景に、ユーロ圏の政策金利は年内も据え置かれる公算が大きい。

第 15 図：ユーロ圏消費者物価



第 16 図：ユーロ為替相場



(6) ユーロ為替相場

ユーロは方向感の
定まりにくい展開
に

ユーロ為替相場は 2011 年入り後、欧州の財政懸念から 1 ユーロ=1.30 ドルを割った。しかし、1 月中に周縁国各国が国債入札を無難に乗り切ったことや、初回の EFSF 債起債が順調であったこと、金利先高感が台頭したことなどを受けて、2 月初には同 1.38 ドルまで上昇した。その後は、エジプトの混乱を背景にした地政学リスクや、欧州の財政不安に再び注目が集まり始め、現在は同 1.35 ドル近辺に低下している。今年は EU サミット、ドイツの州選挙、各国の国債入札等に伴い乱高下し、方向感の定まりにくい展開が予想される。

(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気の現状

第4四半期の成長率は前期比▲0.5%

悪天候が影響

英国の第4四半期の実質GDP成長率は、前期比▲0.5%と前期の同0.7%からマイナス成長に転じた（第17図）。11月から12月にかけての大雪や低温といった悪天候が経済活動に影響を与えた。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、前期の高い伸びの牽引役となった建設投資や、個人消費が減少したとみられる。1月4日からは付加価値税率（VAT税率）が17.5%から20%に引き上げられたが、引き上げ前の駆け込み需要は不発に終わっている。

昨年第4四半期の実質GDPは天候要因という特殊要因により前期比マイナスとなったため、今年第1四半期の実質GDPは、前回見通し時のレベルと比べて伸び率は高くなるとみられる。

①家計部門

消費者信頼感は悪化

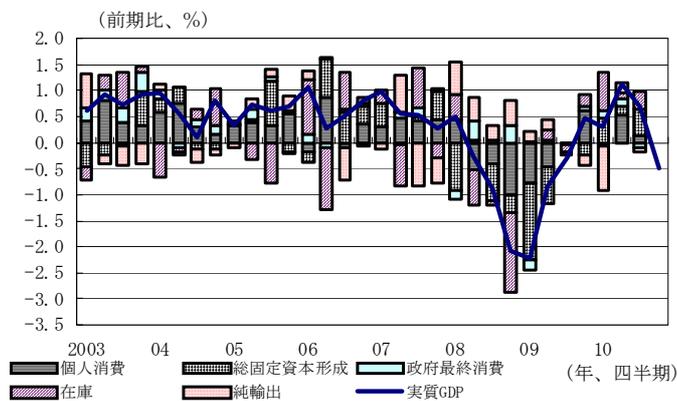
雇用改善の動きはストップ

家計部門についてみると、消費者信頼感が悪化している（第18図）。1月には2009年5月以来の水準まで低下した。一般経済状況の見方や資金繰りを表す金融状況、購買計画が悪化したほか、失業に対する不安もじりじりと悪化している。雇用情勢については、改善の動きが止まったままである。失業保険申請者ベースの失業率は1月まで8ヵ月連続して4.5%にとどまった（第19図）。失業保険申請者数は1月に増加に転じた。フルタイムの常用雇用者数は11月に再び減少に転じる一方、増加しているのは一時雇用者とパートタイム雇用者であり、安定した雇用を得るのが難しい状況にある。

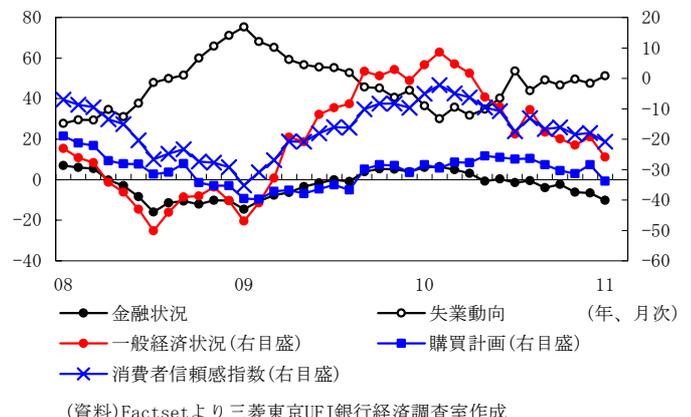
12月の実質小売売上は減速

実質小売売上は12月に前年比横ばいへと減速した（第20図）。大雪や低温が消費者の外出を控えさせ、消費の低迷につながった。しかし、クリスマス後のセールでは、若干勢いを戻したようである。

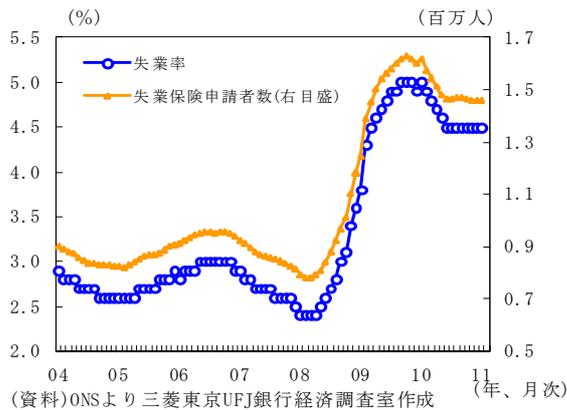
第17図：実質GDP成長率（前期比）



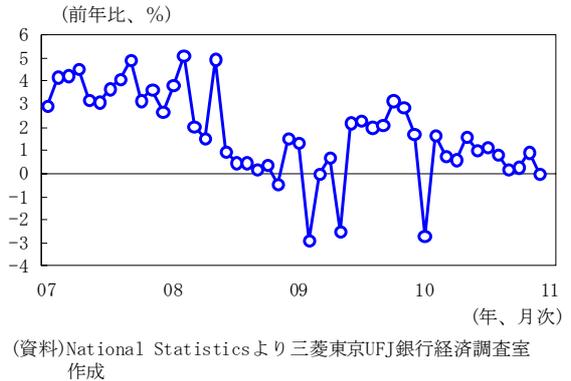
第18図：消費者信頼感の動向



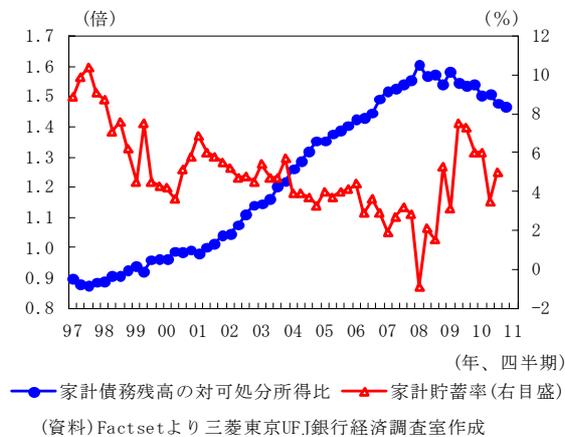
第 19 図：失業率の推移



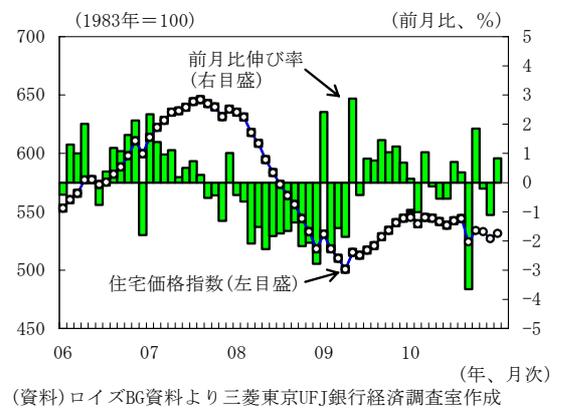
第 20 図：実質小売売上



第 21 図：家計のバランスシート調整と貯蓄率



第 22 図：住宅価格の動向



家計のバランスシート調整は進行中

家計のバランスシート調整はゆっくりと進行している。家計債務残高の可処分所得に対する倍率をみると、至近時点のピークであった 2008 年第 1 四半期の 1.61 倍から昨年第 4 四半期には 1.46 倍まで低下した(第 21 図)。

貯蓄率も高め

しかし、水準としては依然高い。一方、家計の貯蓄率は、足元低下傾向にあったものの、昨年第 3 四半期で 5.0%と比較的高めの水準にある。家計のバランスシート調整が進行し、貯蓄率が高めの状況では、個人消費の本格回復を期待するのは難しい状況にある。

住宅価格は弱含み

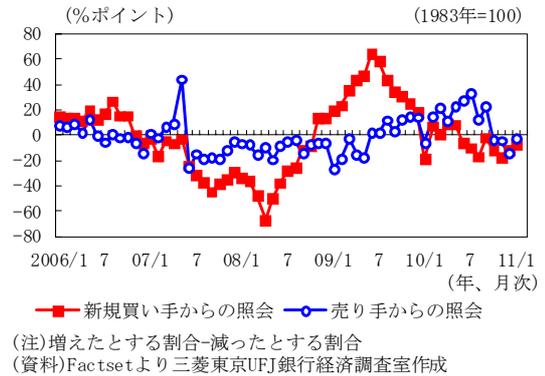
住宅価格は 1 月に前月比+0.8%と 3 ヶ月ぶりに上昇に転じたものの、依然弱含みである(第 22 図)。まず、需要が弱いままである。在庫戸数に対する販売戸数の比率をみると、今年 1 月で 21.3%と過去 30 年超の推移においても低い水準にある(第 23 図)。現在の需要がそれだけ弱いことを示している。また、住宅の新規買い手及び売り手からの照会件数の動向をみると、今年 1 月にはいずれも上昇したものの、水準はマイナスとなっており、需要だけでなく、供給サイドの動きも鈍い(第 24 図)。住宅市場では需給両サイドのマインドが冷え込んでおり、当面弱含みの展開となろう。

需給両サイドの動きが鈍い

第 23 図：住宅販売／在庫比率



第 24 図：住宅売買の引き合い



②企業部門の動向

景況感は改善

企業の景況感は、1月に大きく改善した。購買担当者指数をみると、1月には、製造業が前月より3.3ポイント、サービス業が4.8ポイント上昇した(第25図)。製造業は生産が緩やかに増加していること、サービス業は12月に大雪、低温の影響で大きく低下した反動から上昇している。

生産は緩やかな回復傾向

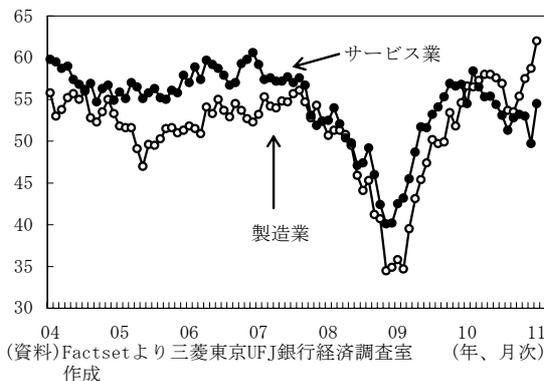
生産は引き続き底堅く推移している。12月の鉱工業生産は前月比+0.6%と2ヵ月連続で前月比プラスの伸びとなったほか、2008年12月以来の水準に達した(第26図)。資本財、中間財は前月比マイナスとなったが、耐久消費財が前月比+5.2%と全体の伸び率を押し上げた。

③銀行貸出の動向

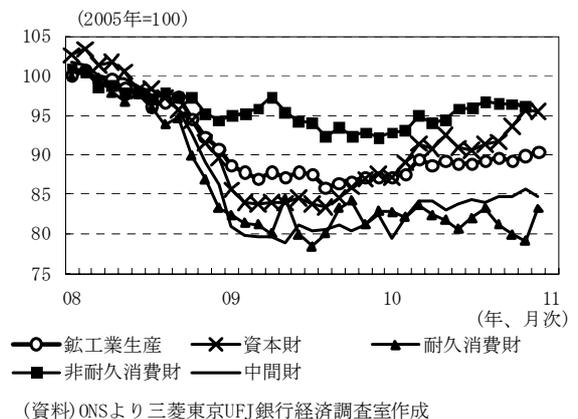
銀行の貸出姿勢は緩和気味

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12月の貸出状況調査によれば、個人及び小企業向け担保付貸出や大企業及び中堅企業向けの貸出姿勢は9月調査からやや引き締められたものの、依然、緩和したとする割合が多い(第27図)。しかし、個人及び小企業向け無担保貸出については、12

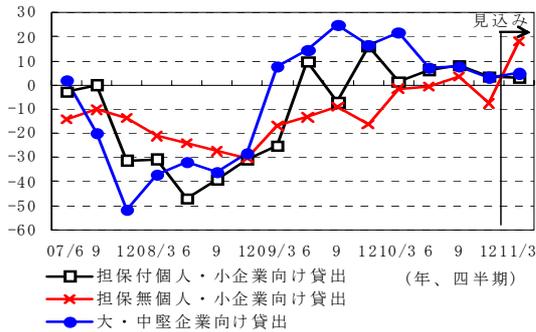
第 25 図：購買担当者指数



第 26 図：鉱工業生産

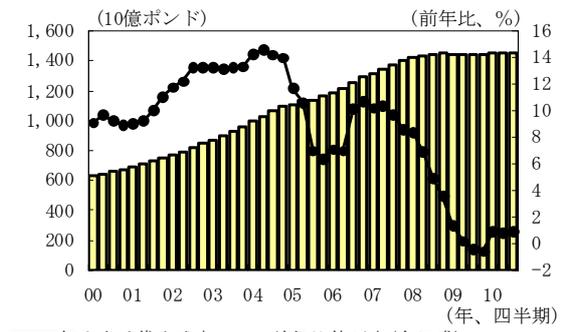


第27図：銀行の貸出姿勢



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

第28図：個人向けの貸出動向



(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

月に貸出姿勢を引き締めたという割合が上回った。銀行の貸出姿勢はやや引き締め方向に向かい始めている。

個人、企業、いずれも資金需要は弱い

個人向け貸出の回復は遅れている。昨年第3四半期の伸び率は、前年比1.0%にとどまった(第28図)。バランスシート調整が進行中であり、個人の借入意欲が弱いことも影響していよう。

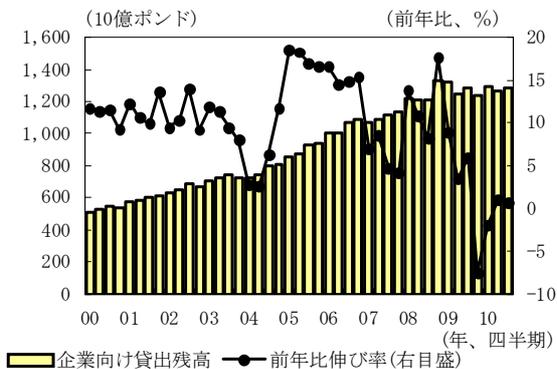
一方で、企業向け貸出も低迷している。昨年第3四半期の伸び率は前年比0.6%となった(第29図)。生産水準が2008年秋の金融危機以前の水準に戻っていないほか、個人消費の伸びも弱いことから、設備投資などの資金需要が回復していない。

(2) 緊縮財政の影響

英国政府は財政赤字削減を本格化

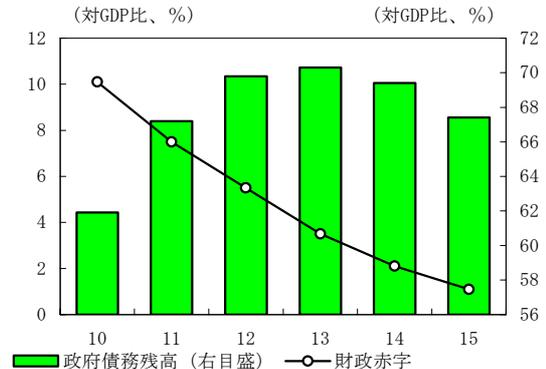
2011年より英国でも財政赤字の削減が本格化する。2010年で対GDP比10.1%に達する財政赤字を2014年には2.1%まで引き下げる計画となっている(第30図)。政府債務残高の対GDP比は2013年に70.3%とピークを迎え、2014年から低下し始める。財政赤字の削減は、主に歳出の削減によってなされる予定である(第31図)。そのため、歳出削減が実際に実行されるか疑問を持つ声もある。しかし、計画通りの財政赤字削減

第29図：企業向け貸出残高の動向



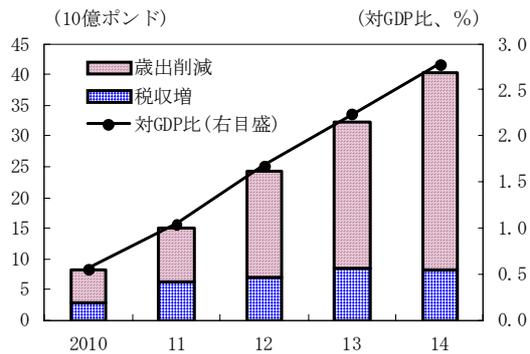
(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第30図：財政赤字削減計画



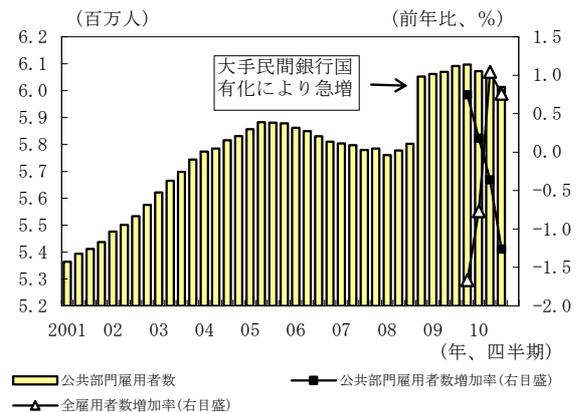
(資料)英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 31 図：財政赤字削減は本格化



(資料)英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 32 図：公共部門の雇用動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

減を行えなかった場合のリスクは、市場の評価等を考えれば大きく、着実に財政赤字が実行されていくものとみられる。

今後、財政赤字削減に伴う歳出削減、増税の影響は実体経済の下押し圧力となろう。政府は2011~14年の間に約49万人の公務員を削減する計画である。公共部門の雇用者数は、既に2010年第2四半期より前年比減少しており、今後、さらに減少幅は拡大していくであろう(第32図)。消費者信頼感指数を構成する失業動向の指数が改善しない一因は、今後の公務員削減に対する不安があると考えられる。公務員削減に伴う失業に対する不安は、消費者マインドを悪化させ、個人消費の本格回復を遅らせることになろう。

公務員は 2014 年
までに約 49 万人
削減

(3) インフレ率及び金融政策の動向

1 月のインフレ率
は 4.0%

1月の消費者物価上昇率は前年比4.0%へ上昇した(第33図)。ガソリン価格を含む燃料費や食料品価格の上昇のほか、1月4日より付加価値税率(VAT税率)が17.5%から20.0%へ上昇したことが主因である。英国統計局によれば、4.0%の物価上昇のうち、VAT税率引き上げの影響は、1.6%であり、その影響を除けば、2.4%であったとしている。そのため、需要の

第 33 図：インフレ率の動向



(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

増加に伴う供給能力の逼迫といったダイヤモンド型の物価上昇とは様相が異なる。VAT 税率引き上げの影響は、来年には確実に剥落するほか、原油価格も、さらに 150 ドルを目指して上昇するという環境にはないことから、今年後半からは徐々に、インフレ率は減速し始め、2012 年中には、イングランド銀行 (BOE) がターゲットとする 2.0%へと収束していくと考えられる。

市場では 5 月の利
上げ期待が高まる

16日に発表された BOE のインフレーションレポートでは、11 月時点と比べて、実質 GDP 成長率の見通しが下方修正される一方、インフレ率の見通しは上方修正された。市場では 5 月の利上げ期待が高まる結果となった。

(4) 今後の見通し

今年の実質 GDP
成長率は 1.8%

2011 年の実質 GDP 成長率は、回復傾向を持続するが、財政緊縮が本格化する分、抑制されたものになろう。ただし、今年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は昨年第 4 四半期の成長率が天候要因で落ち込んだ分の反動により高めの伸びが期待できる。これは、2011 年の実質 GDP 成長率の押し上げ要因となろう。その結果、2011 年の成長率は前年比 1.8%と 2010 年の同 1.4%から加速するであろう。

第 3 四半期に利上
げ

金融政策については、インフレ率が 4%に達したことや、インフレレポートの発表を受けて早期の利上げ期待が高まってきた。本稿では、景気回復は依然緩慢ながら、インフレリスクが強まったことを勘案し、これまでの見通しを修正、今年第 3 四半期に BOE が利上げするとみる。市場では、前述したように 5 月の利上げが織り込まれているが、实体经济の状況を踏まえると、5 月の利上げは難しいと考える。その後の利上げペースも従来の利上げ局面と比べて緩やかなものとなろう。

(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 2009 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見込み)	2011年 (見通し)
ユーロ圏	12,517	▲ 4.0	1.7	1.3	0.3	1.6	2.2	▲ 784	▲ 71	▲ 12
ドイツ	3,353	▲ 4.9	3.5	2.2	0.2	1.1	1.8	1,633	1,727	1,830
フランス	2,676	▲ 2.2	1.5	1.5	0.1	1.7	2.3	▲ 513	▲ 541	▲ 495
イタリア	2,118	▲ 4.8	1.1	0.9	0.8	1.6	2.2	▲ 672	▲ 657	▲ 571
英国	2,184	▲ 4.9	1.4	1.8	2.1	3.3	3.6	▲ 373	▲ 475	▲ 473

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2009年 (実績)	2010年 (見込み)	2011年 (見通し)	2009年 (実績)	2010年 (見込み)	2011年 (見通し)
名目GDP	▲ 3.1	3.6	2.9	▲ 3.6	4.3	4.9
実質GDP	▲ 4.0	1.7	1.3	▲ 4.9	1.4	1.8
<内需寄与度>	▲ 3.3	1.5	▲ 0.1	▲ 5.7	2.3	1.9
<外需寄与度>	▲ 0.8	0.2	1.5	0.9	▲ 0.9	▲ 0.1
個人消費	▲ 1.0	0.7	▲ 0.3	▲ 3.2	1.0	1.3
政府消費	2.4	0.6	▲ 0.5	1.0	1.3	0.3
総固定資本形成	▲ 11.3	▲ 1.1	1.1	▲ 15.4	3.0	2.5
在庫投資	▲ 420	456	402	▲ 161	▲ 45	34
純輸出	529	657	1,757	▲ 274	▲ 390	▲ 407

- (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。
 2010年の需要項目別内訳は未発表のため、見込み値。
 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）。