

内外経済の見通し

見通しの視点

世界経済は構造問題を抱えつつ堅調持続、
日本は復興需要から年後半より回復へ

日 本

日本経済は震災の影響で一旦落ち込むが、年後半から回復の見通し

米 国

雇用改善が強まり、景気は底堅く推移

西 欧

ユーロ圏は格差を抱えつつ成長、英国は 2012 年にかけて緩やかな回復が続く

ア ジ ア

成長ペースはやや鈍化するも堅調持続、
政府・中銀はインフレ抑制スタンスを継続

オーストラリア

成長率は年後半にかけ加速、RBA は利上げ再開に含み

中南米

景気は減速しつつも安定的に推移

ロシア・中東欧

回復基調にあるロシア中東欧経済、内需回復の差が鮮明に

原油価格

原油価格は高値圏でほぼ横這い推移の見込み

見通しの視点

世界経済は構造問題を抱えつつ堅調持続、日本は復興需要から年後半より回復へ

今回見通しのポイントは、先ずわが国経済については、3月11日に発生した東日本大震災による景気へのネガティブ・インパクトと、今後本格化が期待される震災復旧・復興需要の成長押し上げ力の2点を、どう見極めるかに集約されよう。

震災による景気落ち込みの深刻さを予測するにあたっては、震災による企業の生産設備や家計の生活基盤への直接被害に起因する景気下押し圧力の大きさに加え、震災被害の結果生じたサプライチェーンの寸断や電力供給の制約に起因する影響の大きさを、どの程度と見積もるかが焦点となる。また、復旧・復興需要の強さ・持続性の予測にあたっては、今回震災で得られた教訓を活かして、わが国がどのように新しいまちづくり、グローバル生産体制・サプライチェーンの再構築、エネルギー政策の転換等を進めていくのかを見通す視座が欠かせない。さらに、目線を将来に進め、復旧・復興需要を背景に回復の緒に就いた日本経済が、その先持続的な拡大局面にスムーズに移行できるかを考えるうえで重要な鍵を握るのは、外需の強さ、すなわち世界経済の成長力の強さであろう。高度成長期の輸出主導型経済からは既に一定の変化を遂げているとはいえ、わが国経済も他の先進諸国同様、特に景気回復初期の成長牽引役として外需の果たす役割は格別の重みがある。

世界経済を見通すポイントは、各国経済がそれぞれに抱える構造問題やリスクの制約を乗り越えて、足元の堅調な拡大を今後も持続できるか、という点になる。先ず先進国経済では、米国がサブプライム・ショック以降の住宅市場調整・家計バランスシート調整から依然抜け出せずにいるほか、欧州ではギリシャ・アイルランド・ポルトガルなどの周縁国問題がなお燻ぶり続けている。一方、新興国では、景気過熱や資産バブルに、原油をはじめとする1次産品価格の上昇も加わりインフレが昂進しており、緩やかながらも利上げ等の景気抑制策が採られている。欧米を中心に足元弱めの経済指標も散見される状況下、こうした構造問題・リスクの制約を打ち返すだけの底力が世界経済に果たしてあるのか、この見極めが重要となる。

こうしたポイントに力点を置いて分析を重ねた結果導き出された結論が、表題に記載した「世界経済は構造問題を抱えつつ堅調を継続」、「日本経済は復興需要から年後半より回復へ」という見通しの絵姿である。以下の章で、こうした見通しの視点をどのように分析・検討し、この結論に至ったのかを、日米欧アジアといった経済圏毎に順に詳述していきたい。

(経済調査室長 松宮 基夫)

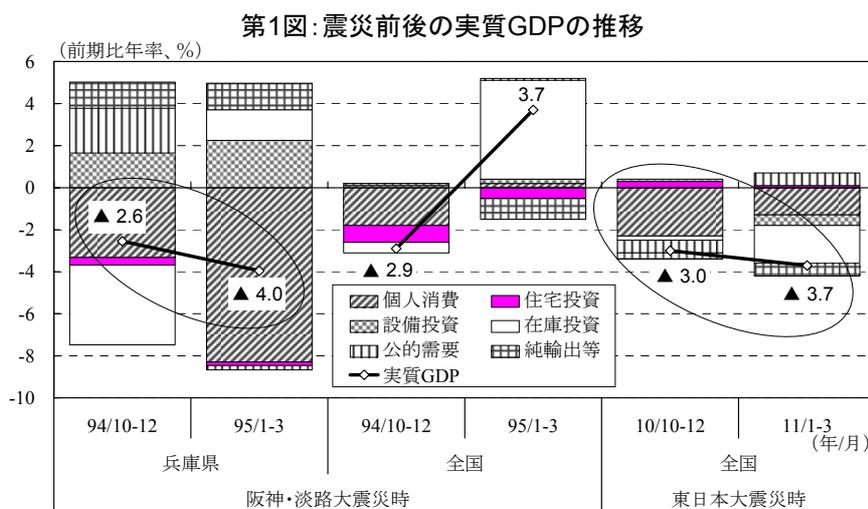
I. 日本

～日本経済は震災の影響で一旦落ち込むが、年後半から回復の見通し～

1. 景気の現状

1-3 月期は、震災の影響により 2 四半期連続のマイナス成長

日本経済は、3 月 11 日に発生した東日本大震災を受けて、厳しい局面にある。実際、1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率▲3.7%と、昨年 10-12 月期 (同▲3.0%) に続くマイナスに終わっている (第 1 図)。且つ、その幅はリーマン・ショック後の 2009 年 1-3 月期 (同▲18.3%) 以来の大きさ。阪神・淡路大震災時を振り返ると、兵庫県内の実質 GDP は震災発生時の 95 年 1-3 月期に同▲4.0%も減少したが、全国では同+3.7%のプラス成長を確保するなど、落ち込みは被災地に限定されていた。一方、大津波や原子力発電所事故も併発し、甚大な人的、社会的被害を出している今回、経済的な悪影響も全国規模に及んでいる模様だ。



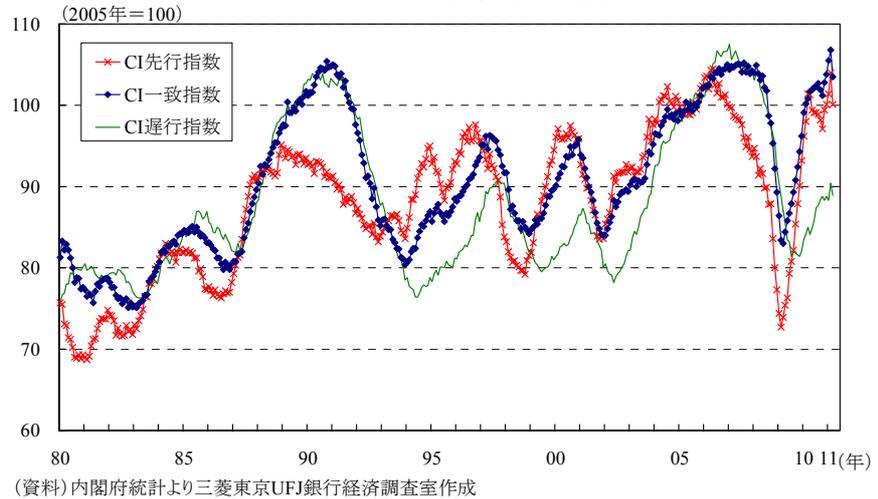
(資料) 兵庫県、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3 月の景気一致 CI は統計開始以来の大幅低下

加えて、景気に敏感な各種の月次指標の動きを合成した景気動向指数は、3 月、先行、一致、遅行系列そろっての急低下となった (第 2 図)。順に、CI 先行指数は前月比▲3.9 ポイントと、リーマン・ショック直後の 2008 年 10 月 (同▲4.3 ポイント) 以来の大幅低下。CI 一致指数は同▲3.3 ポイントと、1980 年の統計開始以降で最大幅の低下。CI 遅行指数も同▲1.5 ポイントと、一昨年 7 月 (同▲1.8 ポイント) 以来の低下幅を記録している。また、一致指数の内訳では、大口電力使用量や、鉱工業生産財出荷指数、鉱工業生産指数、製造業の所定外労働時間指数などがマイナスに寄与しており、生産活動の停滞が足を引っ張ったことが如実に表れ

ている。先にみた 1-3 月期の実質 GDP の需要項目中でも在庫投資が最大のマイナス寄与を示しており（前掲第 1 図）、今のところ、生産の落ち込みが需要の減少に先行する「生産ショック」の典型的な形になっていると言える。

第2図：景気動向指数の推移



2. 今後の見通し

<概要>

震災の影響が残る
暫くの間は、厳しい
状況が続く公算

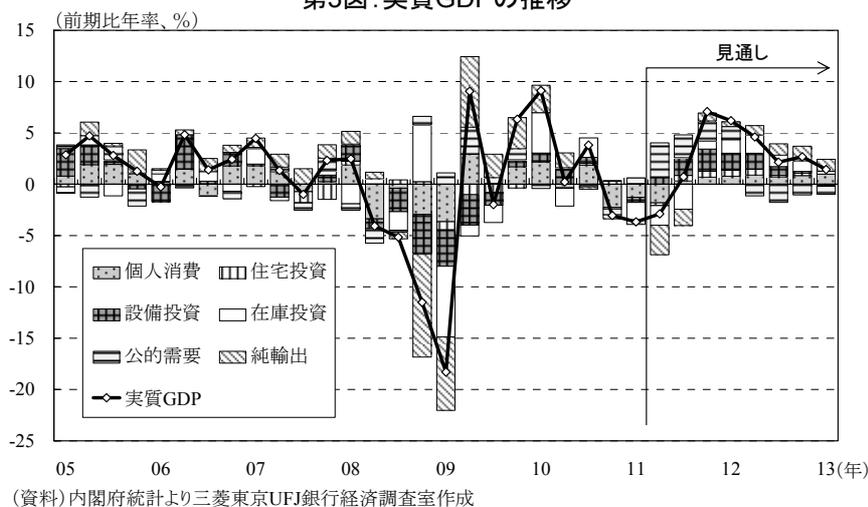
先行きを展望すると、当面、被災地域を中心として景気の落ち込みが相当に厳しいものとなることが予想される。復旧・復興需要が設備投資や公共投資といった項目から徐々に現れてくることを見込まれるものの、個人消費の低迷に加え、生産能力の低下、供給制約によって在庫投資や輸出にも相当な減少圧力が掛かると想定されるためである。

一方、海外経済が拡大基調を維持している限り、外需面での下支えを期待できる。同時に、今回の震災では、被害が甚大であった分だけ、潜在的な復旧・復興需要も大きいと推測される。政府の迅速な対策を前提すれば、民間セクターの需要拡大の基盤も整うことになり、景気が回復していく姿を展望できる。

7-9 月期から回復が
始まる見込み

四半期単位で言えば、4-6 月期にも昨年 10-12 月期や 1-3 月期と同程度の前期比マイナス成長となるものの、以降はプラスに転じて行く予想する（第 3 図）。また、年度ベースでは、2011 年度に前年度比▲0.2%と小幅なマイナスに陥るものの、12 年度には同+4.0%まで上振れする公算が高いとみている。同時に、原発事故が長引き、電力供給への懸念や先行き不透明感が残り続けることで、景気回復の勢いが削がれるリスク等には、引き続き十分な警戒が必要だと思われる。

第3図：実質GDPの推移



物価下落幅は縮小するが、デフレ脱却までには時間がかかると予想

物価については、エネルギー価格の変動や統計上の要因によるブレがいくつか年内に生じる可能性こそ高いが、下落幅の縮小傾向は変わらないものと予想する。震災の影響という点では、景気の落ち込みが想定される当面はデフレギャップの拡大を通じて物価を押し下げるが、以後の回復過程では逆方向の作用となる見込みである。いずれにせよ、消費者物価が生鮮食品を除くコアベースや、食料（酒類を除く）及びエネルギーを除くコアコアベースでみて安定的な上昇基調に入り、デフレ脱却が明らかとなるまでには、相当の時間を要しそうだ。

< 詳細 >

(1) 企業部門

①生産

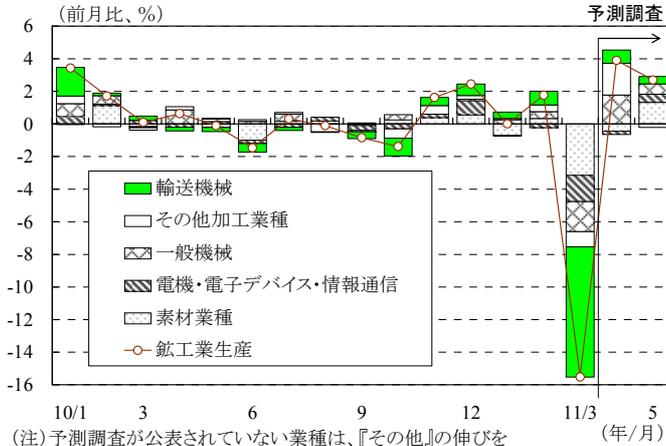
震災後、3月の生産は輸送機械を中心に統計開始以来の大幅減

震災が発生した3月の鉱工業生産は前月比▲15.5%と、リーマン・ショック後の2009年2月に記録した同▲8.6%を大幅に上回る1953年統計開始以降で最大の減産となった(第4図)。とりわけ、マイコンなどの主要部品の被災地依存が高いとされる輸送機械では減産幅が同▲46.7%と突出。3月の鉱工業生産の落ち込みの半分はこの輸送機械の減産によるものであった。

一方、足元の生産は毀損した設備の復旧、被災工場の稼働再開や部品の代替調達などにより小幅に持ち直しているとみられる。製造工業予測調査によると、4月は前月比+3.9%、5月は同+2.7%の小幅増産が予想されているものの、サプライチェーン、部品などの供給網の完全復旧には至らず、生産水準は5月時点でも震災前の9割程度にとどまる(第5図)。また、主要業種別にみると、震災の影響が相対的に軽微であった一般機械では5月時点で震災前の生産水準を取り戻すが、サプライチェーンの

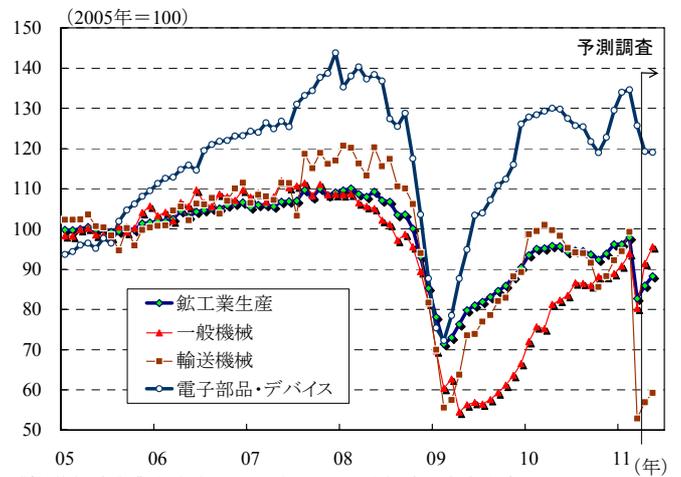
混乱が深刻な輸送機械では震災前の6割程度にとどまるなど、バラつきが鮮明となりそうだ。

第4図：鉱工業生産の推移



(注) 予測調査が公表されていない業種は、『その他』の伸びを当てはめて計算。
(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：鉱工業生産の推移



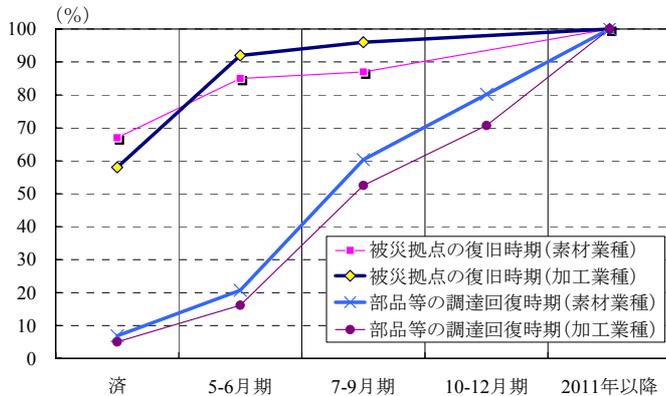
(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

暫くは減産が続き、生産に弾みがつくのは年度後半から

経済産業省が実施したアンケート調査によると、稼動が停止していた被災地の工場は比較的早期の復旧を見込んでいる一方、部品などの調達網、サプライチェーンの回復にはなおも時間を要するとの見通しが示されている（第6図）。実際、年度前半中に十分な部品・原材料が調達できると回答した企業は全体の5~6割程度、年内まで広げても7~8割程度にとどまる。長引くサプライチェーンの混乱に加え、夏場にかけて深刻化するとみられる電力問題も生産の重石となろう。

ただし、こうした制約が小さくなってくれば、底堅い成長を続ける外需に牽引されるかたちで、生産は需要に応じたレベルまで回帰していく見込みである（第7図）。結果として、2011年前半は減産を余儀なくされるものの、10-12月期以降は増加基調に復する見通しである。そして、四半期平均でみた生産水準が震災前のレベルまで回復するのは、2012年7-9月期頃となろう。

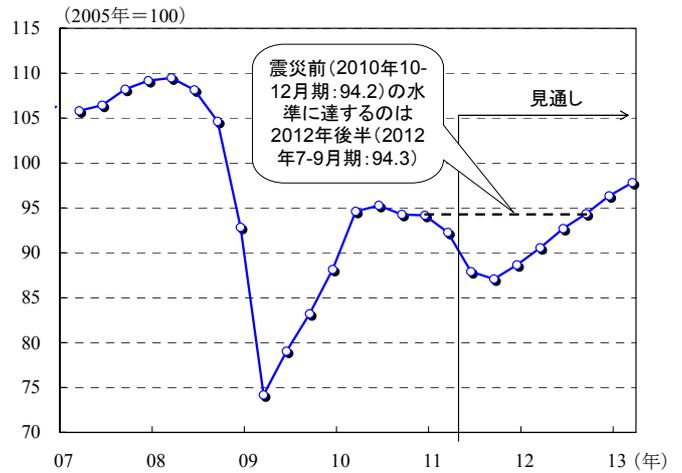
第6図：被災拠点の復旧時期、部品等の調達回復時期の見通し



- (注) 1. 調査時期は4/8～4/15。
 2. 『被災拠点の復旧時期』(回答数70社)、および『部品等の調達回復時期』(回答数30社)の見込み。
 3. 『部品等の調達回復時期』については、同一企業からの回答でも部品の種類によって時期が異なることから複数回答した企業あり。したがって、合計が100%とならないが、分母を100として置き換え、累積表示したものの。
 4. 「時期不明」との回答は、『2011年以降』に含めている。

(資料) 経済産業省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図：鉱工業生産の推移



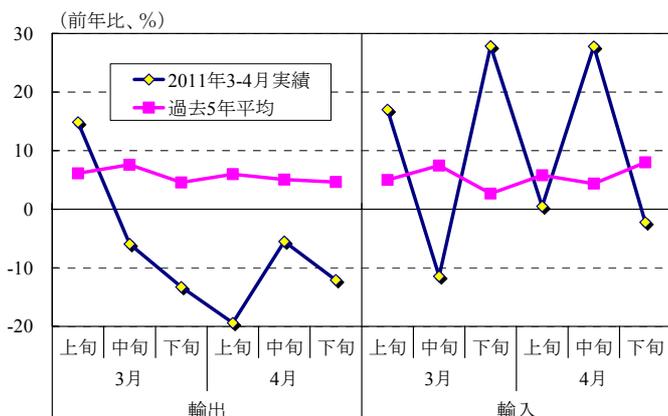
(資料) 経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②輸出・外需

輸出は、震災による供給制約から3月中旬以降急減

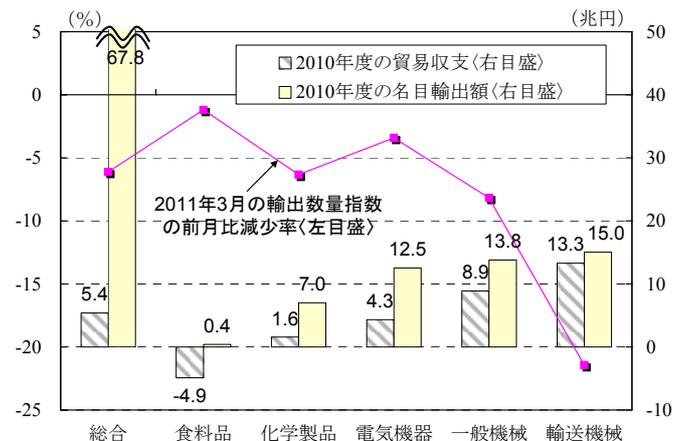
3月上旬までの輸出は、グローバルな在庫調整の一巡や海外経済の再加速によって回復傾向が強まりつつあった。しかしながら、震災による企業設備の毀損やサプライチェーンの寸断など供給能力が落ち込んだことで3月中旬以降の輸出は急減に転じた(第8図)。名目輸出額は、3月上旬の前年比+14.8%の後、中旬、下旬にかけて、同▲5.9%、同▲13.3%と減少ペースが加速。4月に入っても減少基調が継続するなど、震災の影響が着実に表れている模様だ。なかでも、被災地における企業設備の毀損、それに伴う部材供給途絶の影響が深刻であった輸送機械や電子部品・デバイスなどの主要業種で、輸出減が顕著となっている(第9図)。また、これらの業種は日本の輸出や貿易黒字に占める割合が大きいことから、輸出や貿易黒字に与える悪影響が懸念される。

第8図：旬別にみた名目輸出入額の推移



(注)『過去5年平均』は、過去5年間の同一期間における名目輸出入額の前年比伸び率を単純平均した値。
 (資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

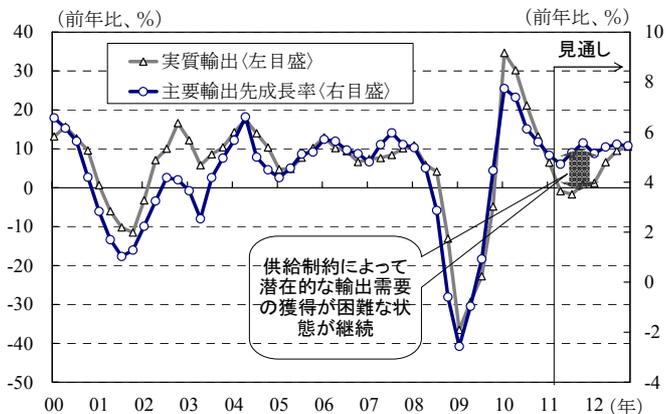
第9図：業種別にみた3月の輸出数量



(注)『輸出数量指数』は、当室にて季節調整。
 (資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

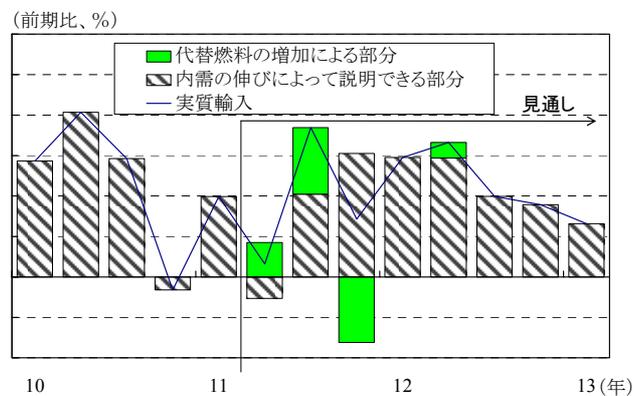
先行きについては、生産と同様に、国内の供給制約が小さくなるにつれて、輸出も次第に回復基調が強まると予想している（第10図）。GDPベースの実質輸出で言えば、2011年7-9月期には増加に転じ、輸出先国・地域の成長率から求められる輸出需要見合いの伸びに向けて徐々に回復していく公算が大きい。

第10図：実質輸出と主要輸出先成長率の推移



(注)『主要輸出先成長率』は、米国、ユーロ圏、英国、中国、NIEs、ASEAN4、インドの実質GDP成長率を輸出ウェイトによって加重平均したもの。
 (資料)内閣府、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第11図：実質輸入の推移



(注)『代替燃料の増加による部分』は、2012年度までLNG、原油の代替輸入が継続した場合の『実質輸入』の伸び。
 (資料)内閣府統計、エネルギー経済研究所資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

同時に輸入も増加し、外需の牽引は限定

一方、輸入サイドでは、福島第一原発や浜岡原発の停止などを受けて火力発電用の燃料（原油、LNG など）調達が増加し、輸入全体を膨らませることが予想される。停止した原発の再稼動には安全性の確保や地元住民・自治体との交渉など、高いハードルが存在している。2012年度まで、こうした状況が継続する場合、輸入には年間7,000～9,000億円程度の拡大圧力がかかると試算される（第11図）。加えて、7-9月期からは国内需要の回復に伴う輸入の増加も想定される。

以上を踏まえると、輸出の持ち直しが輸入の増加に相殺されることと

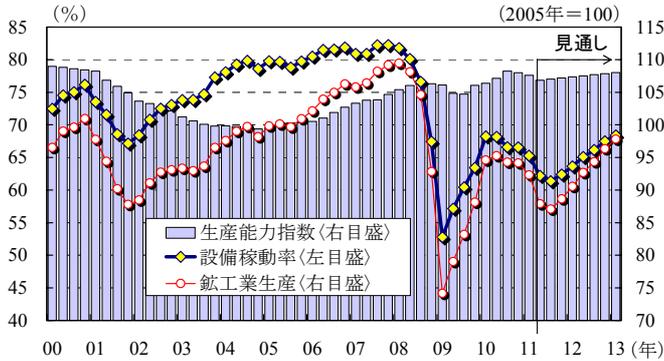
なり、外需による景気牽引力は見通し期間を通じて限定される見通しである。

③企業収益

生産減と稼働率の低下が、企業の収益を圧迫

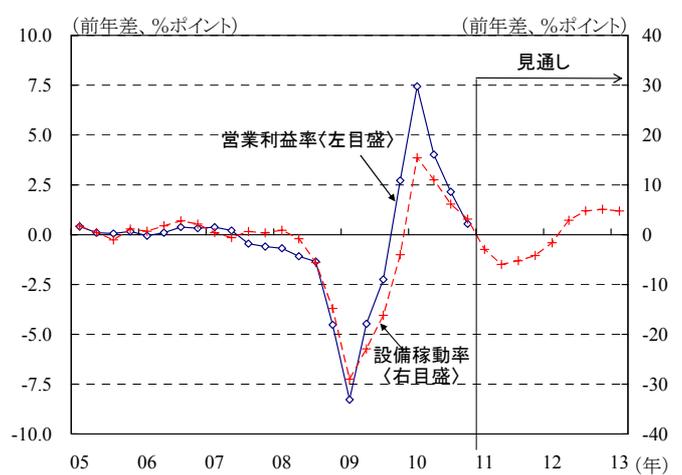
震災を受けた生産の減少など企業活動の落ち込みは、設備稼働率の低下による固定費負担の増加を通じて、足元の企業収益を大きく圧迫している模様である。先行きに関しても、生産水準の回復度合いや震災後の生産設備の復元ペースに一定の仮定を置いた上で試算すると、稼働率の持ち直しペースは緩慢となる見込み（第12図）。そして、過去の製造工業の設備稼働率と営業利益率の間に高い相関関係がみられることを踏まえると、少なくとも今年度中は、企業の収益環境が厳しいものとなることが想定される（第13図）。

第12図：製造工業の設備稼働率の推移



(注) 1. 『設備稼働率』は、2005年の平均を79.5%とした値。
 2. 『設備稼働率』の先行きは、『鉱工業生産』から当室にて試算した『稼働設備』を『生産能力指数』で除して求めた値。
 3. 『生産能力指数』の先行きは、震災でストック比1.25%分が毀損、その後2013年1-3月期までに毀損分を復元すると仮定。ストック対比1.25%は内閣府試算の民間企業設備毀損額の最大値。
 (資料) 経済産業省統計、内閣府資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：製造工業の設備稼働率と営業利益率の推移

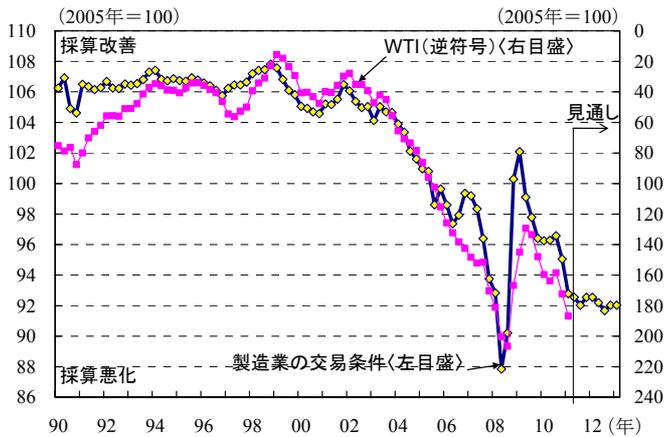


(注) 先行きの『設備稼働率』は、生産や設備ストックから当室にて試算した値。
 (資料) 経済産業省、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

資源高による交易条件の悪化も収益の圧迫材料

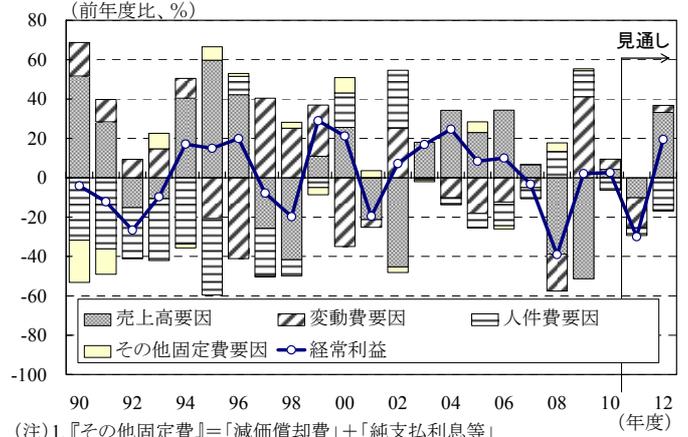
加えて、収益の圧迫材料となるのが、2007～2008年時と同様、資源価格の高騰を背景とした交易条件の悪化である（第14図）。資源価格上昇により川上段階の物価が上昇する一方、個人消費を中心に内需は暫く弱い動きが想定され、販売価格への転嫁は困難な状態が続くためだ。以上を踏まえると、2011年度の経常利益（非金融・全規模）は前年度比3割減を余儀なくされ、売上の回復が期待できる2012年度に入ってようやく反転、増加に転じる見込みである（第15図）。

第14図：製造業の交易条件と原油価格の推移



(注)『交易条件』は、「産出物価」を「投入物価」で除したものである。
 (資料)日本銀行統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：経常利益の推移(非金融・全規模)



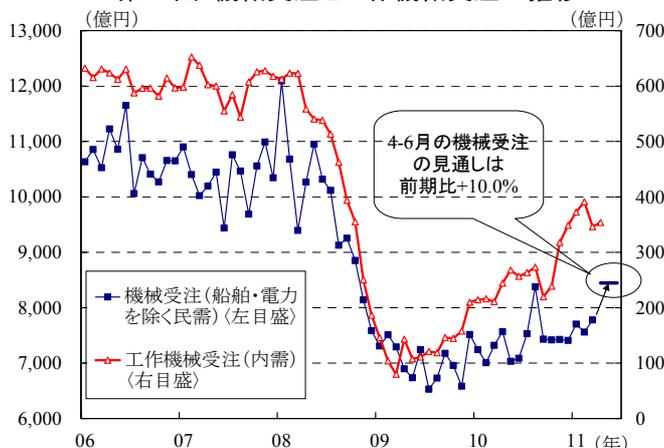
(注)1.『その他固定費』=「減価償却費」+「純支払利息等」
 2.『変動費』=「売上原価」+「販管費」-「人件費」-「その他固定費」
 (資料)財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

④設備投資

予想外に強かった
 4-6月期の機械受注
 見通しだが、先行き
 下振れの可能性

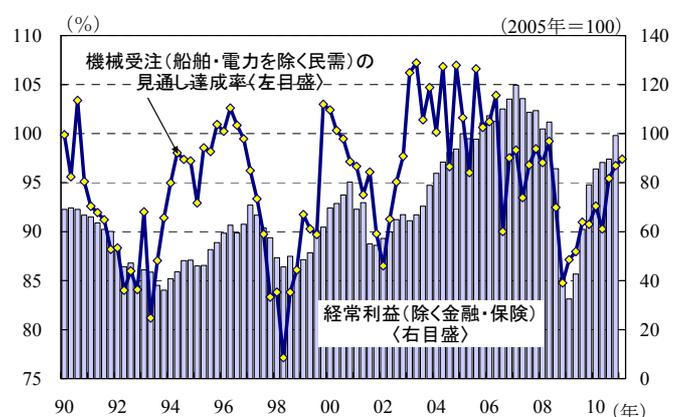
設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）は、震災後の3月末に前月比+2.9%と予想外の増加を示した（第16図）。さらに、4-6月期の見通しも前期比+10.0%と強く、少なくとも現段階までの数字上は企業の投資マインドに極端な冷え込みはみられていない。とは言え、震災を受けて、先行きの需要や経済環境に不透明感が漂うなか、3月中に投資計画の見直しに至らなかった可能性も考えられる。この場合、既に発注した設備のキャンセルが今後本格化することも十分にありえよう。過去の動きをみると、収益環境が急変する際、機械受注の見通し実現率は相当に低くなる傾向があるようだ。目先の機械受注は下振れする可能性を秘めていると考えられる（第17図）。

第16図：機械受注と工作機械受注の推移



(注)『工作機械受注(内需)』は、当室にて季節調整。
 (資料)内閣府、日本工作機械工業会統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

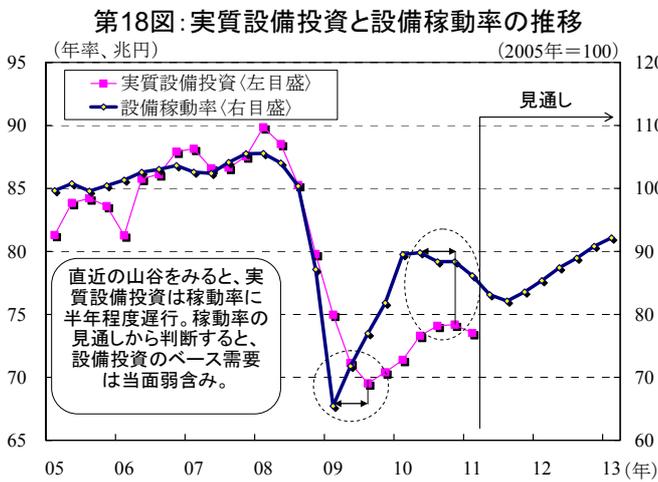
第17図：機械受注の見通し達成率と企業収益の推移



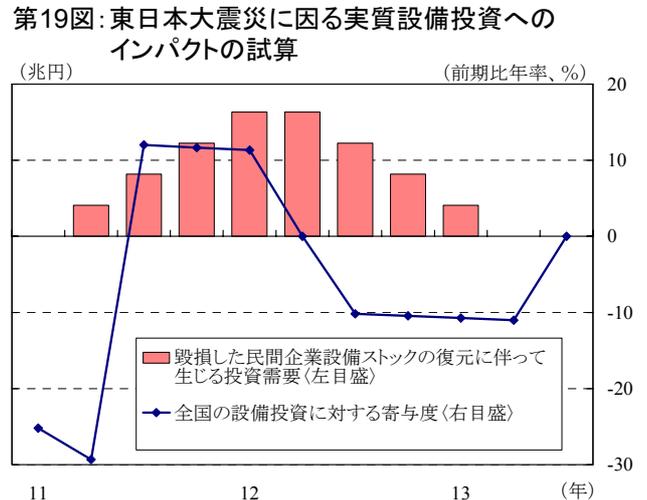
(注)1.『見通し達成率』は、「機械受注額の実績」を「同見通し」で除したものである。
 2.『経常利益』は、季節調整済前期比増加率より試算。
 (資料)内閣府、財務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ファンダメンタルズが示唆する投資の弱含みを補って余りある震災からの復興需要

先行きについても、企業収益や稼働率など、設備投資を取り巻くファンダメンタルズから判断すると、設備投資のベース需要は弱いものと考えられる（第18図）。一方で、震災によって毀損した企業設備ストックの復旧需要は、大きな押し上げ要因となる見込みだ。今回の震災で失われた企業設備ストックは、8.2兆円程度（被災13道県の合計）と試算される。また、阪神・淡路大震災時、設備投資の復元は住宅投資などと比較して早期に進んだ経験を踏まえると、今回も4-6月期から復旧需要が顕在化し、設備投資を大きく押し上げると想定される（第19図）。前期比で見ると、そのピークは2012年初頭となり、2012年度以降ピークアウトする格好となる。ただし、この頃には、企業収益の改善基調が鮮明化してくることから、設備投資は概ね見通し期間を通じて増加を維持し得ると予想する。



(注)『設備稼働率』は、「製造工業」のもの。
(資料)内閣府、経済産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料)経済産業省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

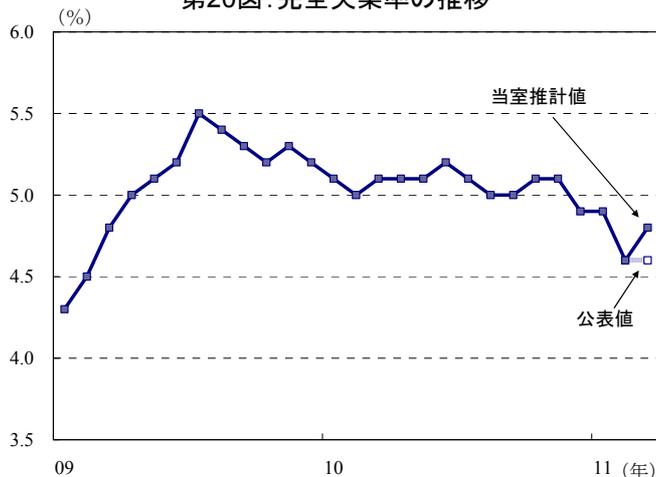
(2) 家計部門

① 雇用・所得

雇用環境は改善しつつあったが、震災影響で、再度足踏み

3月の完全失業率は4.6%と、震災発生前の2月から不変にとどまった（第20図）。ただし、これは、調査の実施が困難であった岩手、宮城、福島県を除いての結果である。別途、この3県分を加味した推計を行なったところ、3月の全国の失業率は前月比+0.2%ポイントの上昇・悪化という結果になった。また、有効求人倍率も3月に0.63倍と、前月から0.01ポイントの上昇・改善を示している（第21図）。一方で、雇用の先行指標とされる新規求人数同▲7.1%も大きく減少した。今震災の影響は雇用面でも決して小さくない模様で、震災前にみられ始めていた雇用環境の改善は一旦、先送りとなる公算が高い。

第20図: 完全失業率の推移



(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第21図: 有効求人倍率と新規求人数の推移



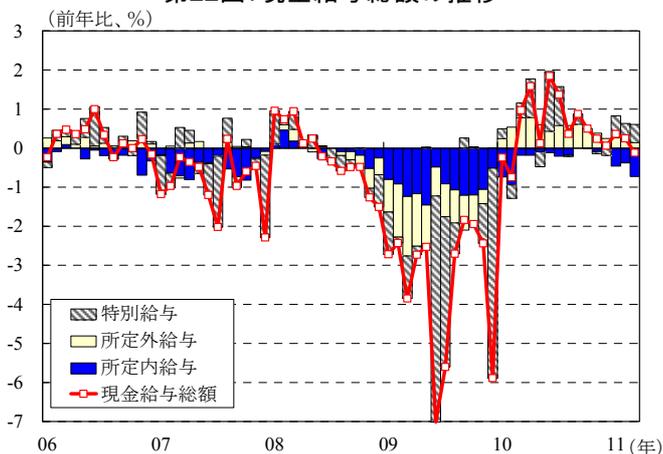
(注) 網掛け部分は、景気後退期間。

(資料)厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

賃金面への影響も、
労働時間の縮減な
どを通じて徐々に
顕在化

賃金については、現金給与総額（事業所規模5人以上）でみた場合、震災後の3月に前年比▲0.1%と13ヵ月ぶりに減少した（第22図）。内訳では、所定内給与（同▲0.8%）の減少幅が拡大したほか、これまで高かった所定外給与（同+1.7%）の伸びも2月の同+4.4%から急激に鈍化している。同時に、3月は労働時間も減っており、これは特に所定外労働時間のところで顕著である（第23図）。賃金面では、震災の影響が先ず、労働時間の縮減を通じて表れてきているようだ。

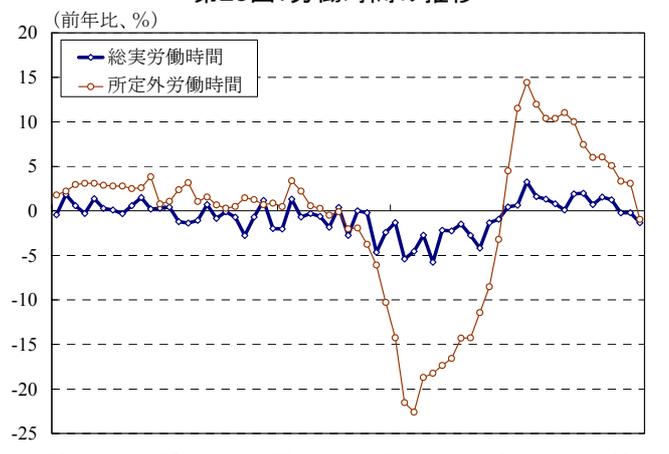
第22図: 現金給与総額の推移



(注) 調査産業計、事業所規模5人以上。

(資料)厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第23図: 労働時間の推移



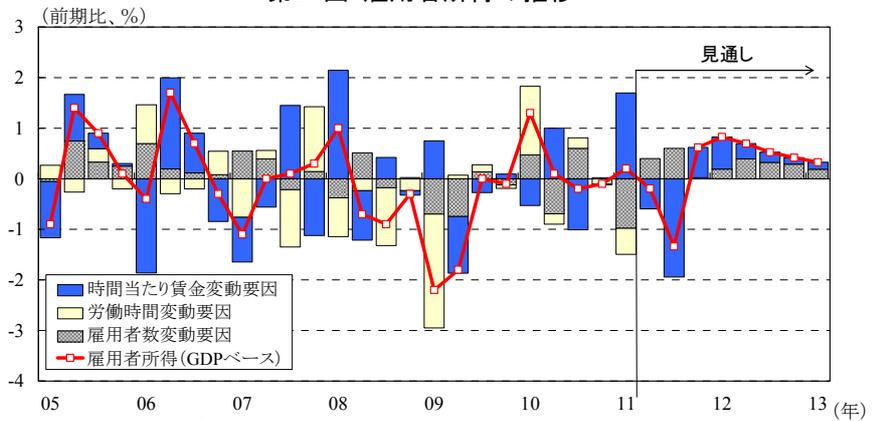
(資料)厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

雇用者所得は当面
減少が続いた後に、
持ち直し

先行きの雇用者所得に関し、雇用者数の変動と賃金の変動に分けて考えてみると、雇用者数は震災の影響で減少するも、雇用調整助成金の支給要件緩和などによって維持される部分も小さくないと想定される。また、生産活動の回復に伴う雇用増加も見込まれ、今後は緩やかながら雇用者所得を押し上げる方向に作用する公算が高い（第24図）。一方、賃金であるが、節電対策による残業規制や就業時間の減少が予想される夏

場に加え、企業収益悪化の煽りなども受けて、下押し圧力が掛かることになろう。結果、雇用者所得は、賃金の下押し圧力が優勢となるであろう7-9月期まで減少が続いた後、徐々に持ち直していく展開となりそうだ。

第24図：雇用者所得の推移



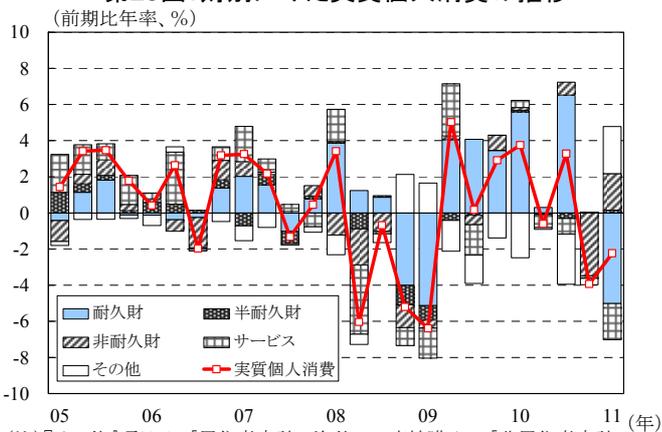
(注)1. 『雇用者所得』と『時間当たり賃金変動要因』は、名目ベース。
2. 『見通し』期間以降は、『時間当たり賃金変動要因』に『労働時間変動要因』を含めている。
(資料)総務省、厚生労働省、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②個人消費

震災による消費者マインドの悪化で、個人消費は一気にマイナスへ

1-3月期の実質個人消費は前期比年率▲2.2%と、2四半期連続のマイナスとなった。ただし、中身的には、自動車など耐久財消費の急減が目立った(第25図)。加えて、催事の自粛などを反映してか、サービス消費も減少幅を拡げている。また、消費総合指数で月次の動きを辿ると、1月に前月比+0.5%、2月に同+1.0%の伸びを確保していたが、震災発生後の3月に同▲3.2%と大きく低下(第26図)。震災直後、3月の消費者態度指数の大幅悪化に表れているように、消費者マインドは急速に冷え込み、個人消費の減退につながったものと推測される。

第25図：財別にみた実質個人消費の推移



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

第26図：消費総合指数と消費者態度指数の推移

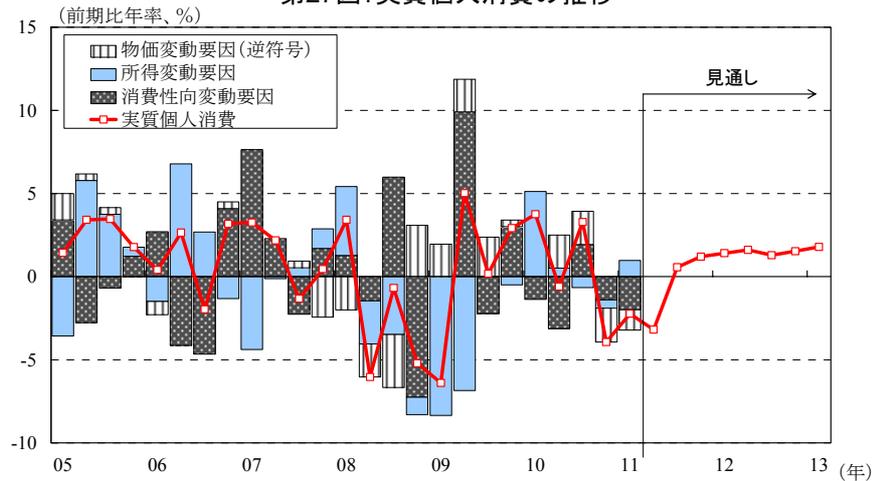


(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

個人消費は減少を続けた後、緩やかに回復の見込み

4-6月期に関しても、個人消費は引き続き減少となることが予想される（第27図）。且つ、その減少幅も、前述した雇用者所得の減少や消費者マインドの悪化が期中を通じて残ることで、1-3月期よりも拡がる公算が高い。一方、経済・社会情勢が全般に常態を取り戻し、不透明感が和らぐと見込まれる7-9月期には、個人消費も小幅ながら増加に転じ、それ以降には雇用者所得の回復も加わることで、個人消費の伸びが徐々に高まっていくものと想定される。

第27図: 実質個人消費の推移



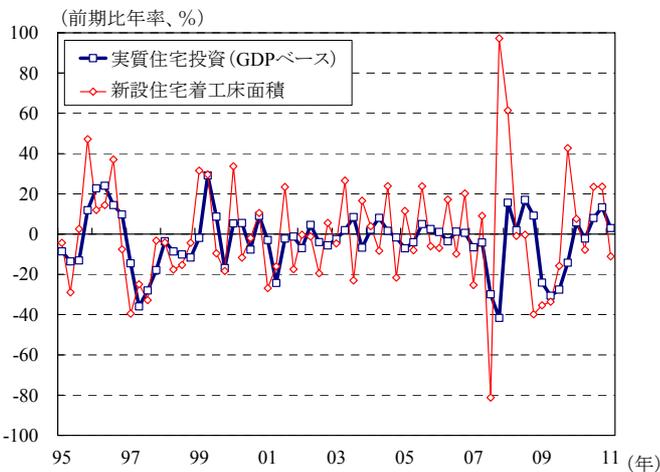
(資料)内閣府、総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③住宅投資

震災影響で、持ち直しの動きが頓挫

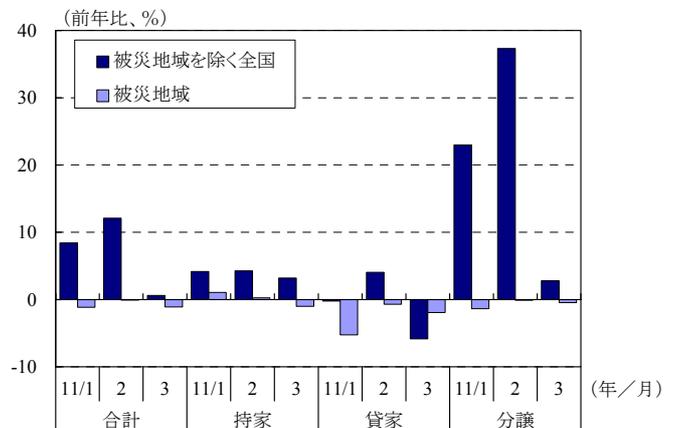
住宅投資は、低金利環境の継続や優遇税制などの政策効果に支えられて持ち直していたが、1-3月期には実質ベースで前期比年率+2.9%と昨年10-12月期の同+13.3%から大きく鈍化した（第28図）。一方、GDPベースの実質住宅投資と比較的高い相関を有する新設住宅着工床面積をみると、3月に前月比▲7.7%もの急減を記録している。また、利用関係別には、被災地域を含めて全国的に貸家の減少が目立った（第29図）。

第28図: 実質住宅投資と新設住宅着工床面積の推移



(資料)内閣府、国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第29図: 利用関係別にみた新設住宅着工床面積の推移

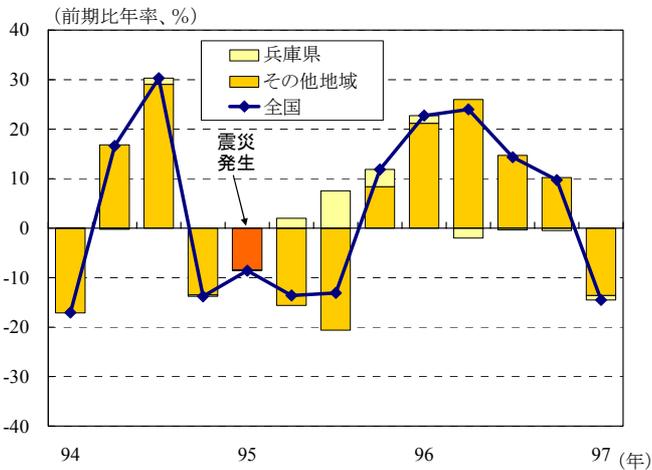


(注)『被災地域』は、岩手、宮城、福島、千葉、茨城、栃木の6県。
(資料)国土交通省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

住宅投資は、復旧需要の本格化を待つて回復の見込み

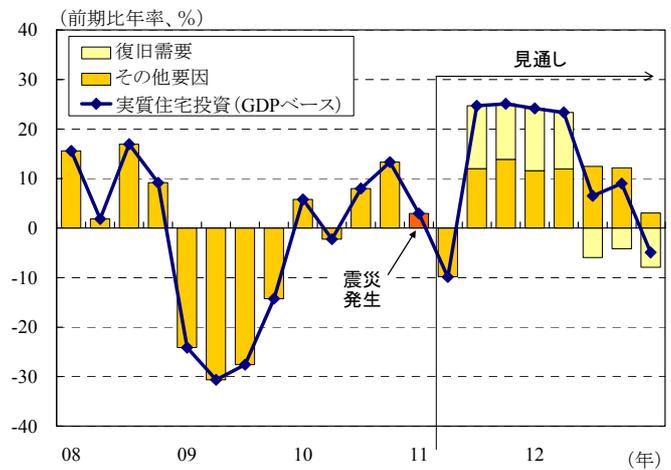
今後の住宅投資は当面、マインドの低迷に伴う需要の萎縮に、建設資材不足などの供給制約も重なって、減少を余儀なくされる公算が高い。一方、7-9月期からは復旧需要の顕在化が期待される。阪神・淡路大震災時、兵庫県内の実質住宅投資は震災発生の95年1-3月期こそ前期比年率▲3.3%と落ち込んだものの、翌期以降は4四半期続けて前期比増加を記録し、且つ、その全てが前期比年率で二桁超の増加ペースとなった(第30図)。今震災では、復旧が本格化するタイミングはやや遅れ気味となるにせよ、民間住宅ストックの毀損が大きいいため、復旧需要の盛り上がりは当時を上回ると予想し得る。結果、7-9月以後の住宅投資は、被災地域を中心に、高い伸びを示すことが見込まれる(第31図)。

第30図: 阪神・淡路大震災前後の実質住宅投資の推移



(資料)内閣府、兵庫県統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第31図: 実質住宅投資の推移



(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 政府部門

2011年度1次補正予算が5月2日に成立

政府は、東日本大震災からの復旧・復興に取り組んでおり、5月2日には4兆153億円の震災関係経費を盛り込んだ、2011年度1次補正予算が成立した(第1表)。1次補正予算の財源は、主に既存の予算の組み替えで捻出されたため、歳出総額の増加は3,051億円に止まる。ただし、GDPに計上されない形態(年金特別会計への繰入等)から、計上される形態(公共投資等)へ変更された部分もあり、GDP上の公的需要を押し上げる一定の効果がある(次頁第32図)。補正前の歳出項目では、GDPに計上されるのは大きく見積もっても予備費の8,100億円が限度だったが、補正後は約2兆8,000億円が計上される。ただし、補正による、子ども手当の減額、高速道路の無料化・割引一部中止が個人消費の押し下げ要因となる可能性がある点には留意が必要である。

第1表: 2011年度1次補正予算の東日本大震災関係経費と財源

経費		財源	
災害対応公共事業関係費 (インフラ復旧等)	1兆2,019億円	基礎年金国庫負担の 年金特別会計へ 繰入の減額等 (年金財源の転用)	2兆4,897億円
施設費災害復旧費等 (学校・病院復旧等)	4,160億円		
災害救助等関係経費 (仮設住宅設置等)	4,829億円		
災害廃棄物処理事業費 (がれき処理等)	3,519億円		
災害関連融資関係経費	6,407億円	予備費	8,100億円
地方交付税交付金	1,200億円		
その他 (自衛隊・消防・警察・ 海上保安庁活動経費等)	8,018億円		
高速道路土日割引中止			2,500億円
高速道路の無料化実験凍結			1,000億円
子ども手当の減額			2,083億円
政府開発援助等の減額			501億円
エネルギー特会への繰入減額			500億円
議員歳費の減額			22億円
公共事業地方負担分			551億円
合計	4兆153億円	合計	4兆153億円

(資料) 財務省資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第32図: 2011年度1次補正予算による公的需要 (GDPベース) への影響



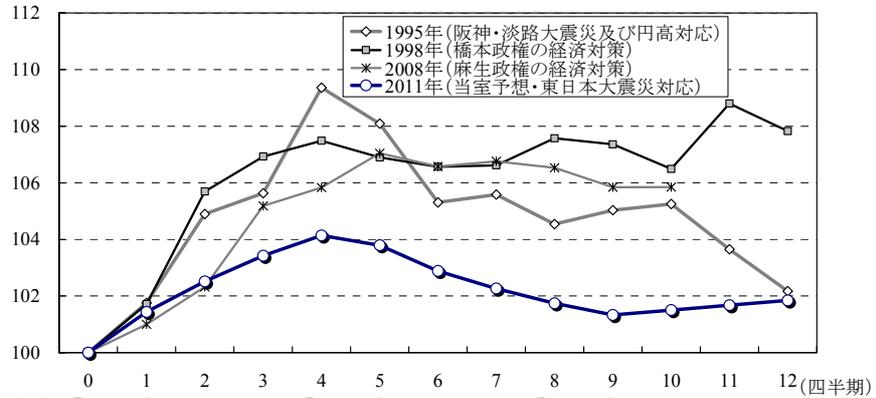
(資料) 財務省資料、内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今震災対応予算は
総額 20 兆円近くと
の見方が有力

政府・与党は、今年度の追加補正予算や来年度予算等で震災対応予算を積み増す方針を掲げており、報道等では総額が 20 兆円近くに上るとの見方が有力である。予算の総額が 18 兆円、そのうち GDP の押し上げに寄与する部分が 75%との前提を置いた場合、公的需要へのインパクトは 13.5 兆円 (名目 GDP 比 2.9%) と試算される。また、阪神・淡路大震災後

や過去の大型経済対策実施後の公的需要の推移をみると、4～5 四半期にわたって増加基調を辿る傾向がみられる（第 33 図）。今回についても、2012 年前半にかけて、公的需要の増加基調が続くと予想する。

第33図：公的需要(GDPベース)の推移



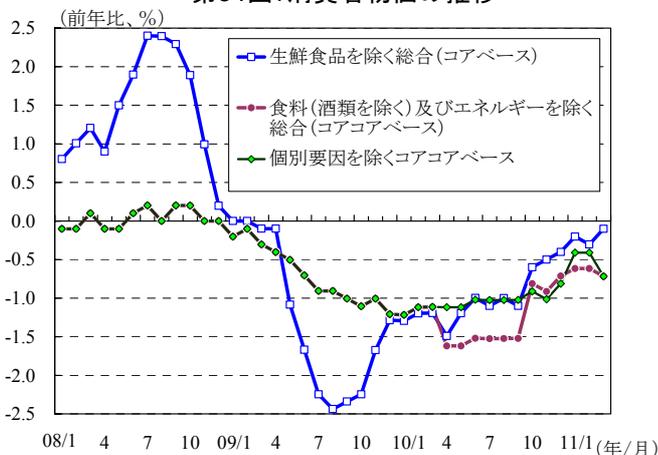
(注) 1. 『1995年』は1995年1-3月期、『1998年』は1998年4-6月期、『2008年』は2008年7-9月期、『2011年』は2011年1-3月期が100、0四半期。
2. 『1998年』は、1999年以降の小渕政権による経済対策実施により、長期間高水準で推移。
(資料) 内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 物価

エネルギー要因を除くと消費者物価の基調は依然マイナス

消費者物価はマイナス幅の縮小傾向が続いており、3月の消費者物価（生鮮食品を除く総合、コア CPI）は前年比▲0.1%となった（第 34 図）。ただし、これはエネルギー価格上昇による影響が大きく、食品（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合（コアコア CPI）では同▲0.7%である。また、4月以降は昨年4月から的高校授業料無償化の影響が剥落することで CPI は押し上げられるが、10月以降にはたばこ傷害保険料の値上がりの影響剥落によってかなりの部分が相殺されよう（第 35 図）。加えて、8月の CPI 基準改定で0.5%ポイント程度の下方修正が見込まれる。結果、コアコア CPI が早期にプラス基調に転じる可能性は小さいと考えられる。

第34図：消費者物価の推移



(注) 『個別要因』は、高校授業料、たばこ、診療報酬、傷害保険料。
(資料) 総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

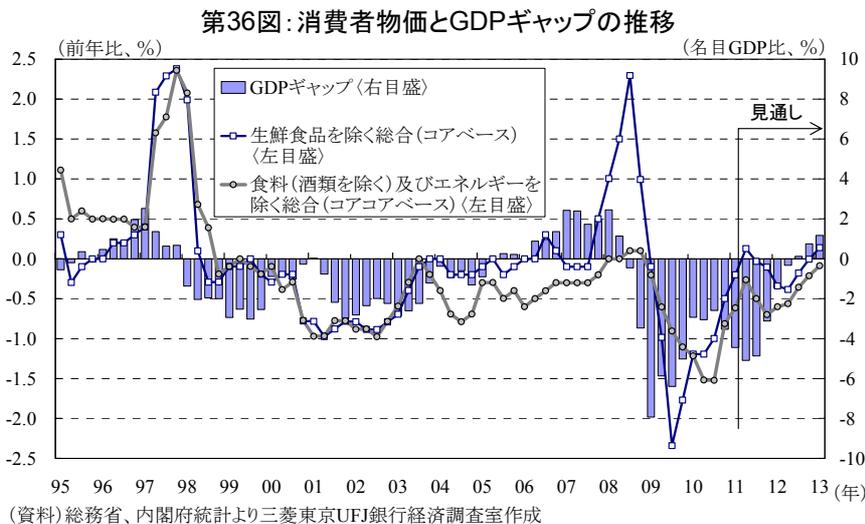
第35図：個別要因による消費者物価（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く総合、コアコアCPI）への影響



(資料) 総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

消費者物価の下落幅は引き続き縮小傾向を辿ると予想

先行きのマクロの需給バランスについては、目先は震災による景気落ち込みからデフレギャップが拡大するが、その後は復旧・復興の進展に伴い、ギャップは縮小していくとみる（第36図）。この結果、コアコアCPIは、マイナス圏ながら2012年度末にかけて下落幅が縮小傾向を辿ると予想する。また、コアCPIは、エネルギー価格上昇の影響から下げ止まりが明確になる可能性が大きい。なお、電力料金は、原子力から火力への電源シフトによるコスト増、燃料費上昇、賠償費用の負担等を受けて引き上げられる可能性がある。仮に10%の引き上げの場合、コアCPIを0.31%押し上げると試算される（第2表）。



第2表：電力料金引き上げによる消費者物価への影響試算

電気料金引き上げ率 (2011年3月水準比)	5	10	15	20
消費者物価 (生鮮食品を除く総合、コアベース)の 押し上げ幅	0.15	0.31	0.46	0.62

(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 金融

(1) 金融政策、短期金利

日銀は震災による金融の機能低下の防止に注力

日銀は、東日本大震災発生以降、主な措置として①短期金融市場への資金供給強化、②資産買入等基金の増額、③被災地金融機関向けの資金供給オペレーションの導入、という3つを打ち出し、震災による金融の機能低下とその結果生じうる实体经济への一段の悪影響の抑制に注力している（第3表）。

第3表: 東日本大震災発生後の日銀による金融政策

3月14日～	①短期金融市場への資金供給強化 即日供給オペを含む大規模オペを実施 日銀当座預金残高は震災前の17～18兆円から一時40兆円超まで拡大 無担保コール翌日物金利は0.06%台前半に低下 (足元の日銀当座預金残高は29兆円前後、無担保コール翌日物金利は0.07%近辺で推移)
3月14日 決定会合	②「資産買入等基金」の増額(35兆円→40兆円) 買入枠:長期国債(1.5兆円→2兆円)、短期国債(2兆円→3兆円)、CP等(0.5兆円→2兆円)、社債等(0.5兆円→2兆円)、ETF(4,500億円→9,000億円)、J-REIT(500億円→1,000億円) 固定金利型共担オペ:30兆円で不変
4月6-7日 決定会合	③「被災地金融機関を支援するための資金供給オペレーション」の骨子案取りまとめ 資金供給方式:共担オペ方式、貸付期間:1年、貸付利率:0.1%、貸付総額:1兆円 対象先:被災地に営業所を有する金融機関で、共担オペ対象先のうち希望する先 対象先毎の貸付限度額・貸付受付期間:対象先の被災地での貸出状況等を踏まえて決定 →4月28日に導入を正式決定。5月17日に第1回オファー実施。

(資料) 日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**追加緩和の可能性
は引き続き存在**

日銀は、引き続き金融政策面から経済の下支えを行っていく方針を示しており、情勢次第で追加緩和を実施する可能性が存在している。これまで日銀が金融緩和に踏み切ったタイミングを振り返ると、円高の進行時や政府の経済対策策定に歩調を合わせたケースが多い(第4表)。夏場までに国会提出が予想される今年度2次補正予算案の編成開始の時期や、円が急伸する局面では、追加緩和実施の可能性が高まろう。また、その場合の緩和策の具体的な内容としては、資産買入等基金のさらなる増額が有力な候補とみる。

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=83円台まで円高進行 日経平均は年初来最安値を更新	経済対策策定に着手	固定金利型共担オペ増額、期間延長
2010年10月	9月に1ドル=82円台と約15年ぶりの円高 日経平均は8月にリーマンショック以来の9,000円割れ	経済対策閣議決定 9月15日に為替介入	包括緩和導入
2011年3月	3月14-15日の2日間で日経平均は1,600円超下落 3月17日に1ドル=76.25円と最高値更新	震災対応予算編成に着手	資産買入等基金増額

(資料) 日本銀行資料等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 長期金利

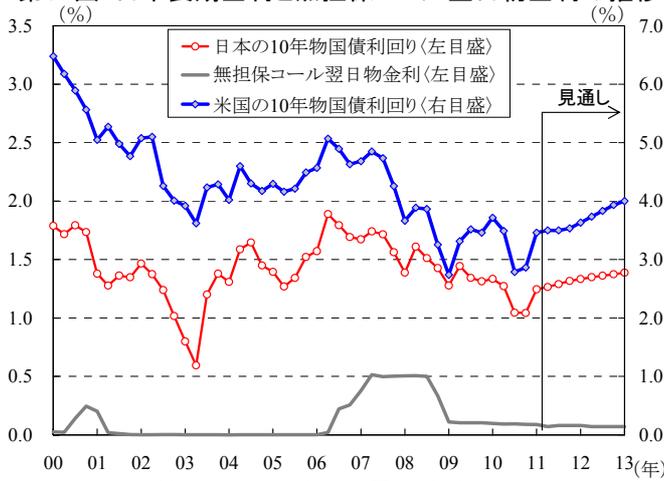
長期金利は緩やかな上昇トレンドを辿ると予想

足元の新発10年物国債利回りは、株価軟調や米国の早期利上げ観測の剥落などから1.1～1.2%を中心とする低めのレンジで推移している。日本の長期金利には、①日銀の金融政策と②米国の長期金利の動向の2つが大きな影響を与えるが、このうち①については、包括緩和による金融政策の時間軸の明確化(インフレ率1%が展望されるまで実質ゼロ金利を維持)により、上昇抑制要因となると予想する。一方、②は徐々に上昇が

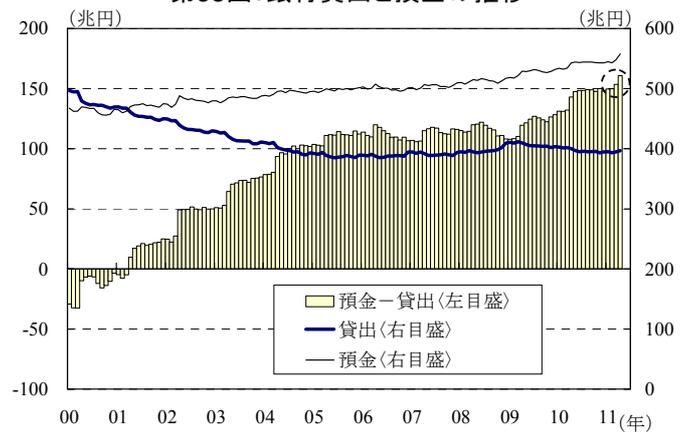
予想され、押し上げ要因となろう。これらを踏まえると日本の長期金利は、短期的な振幅はあるにせよ、トレンドとしては緩やかなペースで上昇していく公算が大きいとみる（第37図）。

なお、日本国債の格下げ等を受け、改めて財政不安が意識されているが、足元の預金量増加が示唆するように、民間の資金余剰感は強い（第38図）。少なくとも目先については、民間の余剰資金が国債市場に流入し、国債消化が円滑に行われる環境が維持されるとみる。

第37図：日米長期金利と無担保コール翌日物金利の推移



第38図：銀行貸出と預金の推移



(3) 為替

足元の円ドル相場はレンジ内推移が継続

円ドル相場は、4月下旬以降、1ドル=80~82円を中心とする比較的狭いレンジで推移している。米国の早期利上げ観測の後退が円買い材料となる一方、5月初めにかけて進行したドル全面安の巻き戻しや震災を受けた日本のマクロ経済指標の悪化等が円売り材料となっており、相場は方向感が形成されにくい状況にある。

今後も当面、円高圧力が高まりやすい環境は続く公算

先行きについては、日本の経常収支の黒字幅縮小や日銀の追加緩和観測などの円安要因はあるものの、欧州ソブリン問題や中東・北アフリカ情勢の緊迫等を受けたリスク回避の動きがより大きな影響力を持つとみられ、円高圧力が高まりやすい環境は当面残るものと予想される。

2011年度の円ドル相場は、1ドル=80~84円を中心とするレンジで推移し、一時的には1ドル=80円を割り込んで円高が進む局面も想定される。2012年度については、日銀の金融緩和政策が継続する一方、米FRBの出口戦略が意識されることで、日米金利差の拡大観測を背景に緩やかに円安方向へ向かうと予想する（第39図）。

第39図：円ドル相場と日米金利差の推移



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

(石丸 康宏、高山 真、中村 逸人、前原 佑香)

日本経済金融見通し

平成23年(2011年)5月27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	2010年度	2011年度	2012年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済(前期比年率)																
名目GDP	▲17.8	2.9	▲3.4	2.9	9.2	▲3.8	2.4	▲4.1	▲5.2	▲3.7	▲1.1	6.3	5.2	0.4	▲1.3	2.8
実質GDP	▲18.3	9.1	▲2.0	6.3	9.1	0.2	3.8	▲3.0	▲3.7	▲2.9	0.7	7.1	6.2	2.3	▲0.2	4.0
GDPデフレーター														▲1.9	▲1.1	▲1.2
個人消費	▲6.4	5.0	0.2	2.9	3.8	▲0.6	3.3	▲3.9	▲2.2	▲3.2	0.6	1.2	1.4	0.8	▲1.2	1.4
住宅投資	▲24.1	▲30.6	▲27.6	▲14.2	5.8	▲2.2	8.0	13.3	2.9	▲9.9	24.7	25.1	24.2	▲0.2	8.8	16.5
設備投資	▲22.0	▲18.9	▲8.8	5.2	5.7	11.2	4.4	0.5	▲3.5	4.8	12.9	15.8	11.7	4.5	6.1	8.4
民間在庫(10億円)	▲2,475	▲3,810	▲6,017	▲6,011	▲899	▲3,250	▲726	▲941	▲3,270	▲5,850	▲9,120	▲8,090	▲6,305	▲2,028	▲7,322	▲1,895
政府支出	5.2	11.9	2.4	4.6	▲1.8	0.8	▲1.1	▲2.5	2.5	15.4	9.5	8.2	5.3	0.1	7.2	▲1.1
公共投資	15.8	55.5	▲6.2	7.9	▲2.7	▲16.7	▲9.6	▲21.9	▲5.2	36.8	21.7	17.4	11.8	▲10.0	11.5	▲7.7
財貨・サービスの輸出	▲68.4	45.4	40.6	27.4	29.5	22.4	6.6	▲3.3	2.8	▲16.2	0.5	9.7	12.4	17.0	▲1.9	12.8
財貨・サービスの輸入	▲49.8	▲19.4	24.6	4.0	12.0	17.3	12.2	▲1.3	8.2	1.3	15.6	5.8	12.3	10.9	6.8	10.2
(<>は外需の寄与度)														<0.9>	<▲1.0>	<0.8>
最終需要(国内民間)	▲8.3	0.6	▲4.1	2.9	3.7	0.5	3.3	▲2.7	▲2.9	▲1.9	3.6	4.7	4.2	0.8	0.2	3.4
鉱工業生産(前期比)	▲20.1	6.6	5.3	5.9	7.3	0.7	▲1.0	▲0.1	▲2.0	▲4.7	▲0.9	1.8	2.1	8.5	▲5.3	7.6
国内企業物価(前年比)	(▲1.9)	(▲5.5)	(▲8.2)	(▲5.2)	(▲1.6)	(0.2)	(▲0.2)	(1.0)	(1.7)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(0.7)	(0.9)	(1.1)
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)	(▲0.2)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.3)	(▲0.8)	(▲0.1)	(▲0.1)
2. 国際収支																
貿易収支	▲275	1,046	1,289	1,964	2,380	1,811	1,967	1,778	811	947	915	174	▲531	6,367	1,506	4,358
経常収支	2,090	3,607	3,614	4,005	4,531	3,904	4,405	4,321	3,417	3,618	3,649	2,973	2,332	16,046	12,572	16,453
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	0-0.1	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	0.4	0.3	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	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
円相場(円/ドル)	94	97	94	90	92	92	86	83	82	82	82	83	84	86	83	91

(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5月27日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

[特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績]

	2009年度	2010年度	2010年		2011年	2010年	2011年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
実質GDP成長率(前期比年率)	▲ 2.4	2.3	3.8 (5.0)	▲ 3.0 (2.2)	▲ 3.7 (▲ 1.0)	***	***	***	***	***
全産業活動指数			0.7 (3.2)	▲ 0.2 (2.1)	▲ 2.0 (▲ 0.6)	0.1 (2.1)	▲ 0.5 (1.4)	0.7 (1.8)	▲ 6.3 (▲ 4.5)	
鉱工業生産指数	▲ 8.8	8.9	▲ 1.0 (14.0)	▲ 0.1 (5.9)	▲ 2.0 (▲ 2.5)	2.4 (5.9)	0.0 (4.6)	1.8 (2.9)	▲ 15.5 (▲ 13.1)	
鉱工業出荷指数	▲ 8.3	9.3	▲ 0.8 (14.4)	▲ 0.3 (6.4)	▲ 1.9 (▲ 2.6)	1.3 (5.9)	▲ 0.8 (3.2)	3.3 (3.6)	▲ 14.6 (▲ 12.1)	
製品在庫指数	▲ 6.1	3.5	0.4 (3.5)	▲ 0.6 (3.8)	1.0 (3.5)	1.6 (3.8)	3.9 (7.0)	1.5 (6.9)	▲ 4.2 (3.5)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	120.4	108.2	108.7 [124.3]	111.0 [114.7]	106.9 [106.3]	108.0 [110.0]	107.9 [108.0]	104.3 [107.4]	108.6 [103.4]	[105.0]
国内企業物価指数	▲ 5.2	0.7	▲ 0.3 (▲ 0.2)	0.4 (0.98)	1.1 (1.7)	0.4 (1.2)	0.5 (1.5)	0.2 (1.7)	0.6 (2.0)	0.9 (2.5)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.2 (▲ 1.0)	0.3 (▲ 0.5)	▲ 0.3 (▲ 0.2)	0.2 (▲ 0.4)	0.0 (▲ 0.2)	0.0 (▲ 0.3)	0.2 (▲ 0.1)	0.2 (0.6)
稼働率指数 (2005年=100)	80.0	88.0	88.4 [77.0]	88.4 [81.8]	86.1 [89.5]	90.2 [84.1]	91.1 [88.7]	93.7 [89.7]	73.6 [90.1]	[90.0]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	▲ 20.6	7.0	7.6 (13.0)	▲ 4.6 (4.9)	3.5 (6.8)	▲ 0.2 (▲ 1.6)	3.9 (5.9)	▲ 1.9 (7.6)	2.9 (6.8)	
製造業	▲ 27.8		11.9 (34.3)	▲ 3.8 (11.6)	16.0 (16.3)	▲ 2.9 (8.3)	7.9 (11.0)	8.3 (18.0)	▲ 0.4 (18.5)	
非製造業 (除く船舶、電力)	▲ 15.8		4.9 (2.3)	▲ 4.9 (▲ 0.3)	▲ 3.1 (0.7)	1.4 (▲ 7.9)	▲ 1.5 (2.1)	▲ 3.6 (0.9)	7.1 (▲ 0.1)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	▲ 24.2	21.3	4.1 (30.8)	1.2 (23.9)	▲ 2.4 (6.6)	0.8 (20.7)	▲ 3.0 (16.4)	8.2 (12.9)	▲ 13.9 (▲ 3)	
建設受注	▲ 14.2	▲ 5.2	(▲ 8.0)	(2.0)	(▲ 4.9)	(13.1)	(▲ 10.7)	(19.5)	(▲ 11.0)	
民需	▲ 15.3	▲ 2.6	(▲ 9.4)	(4.8)	(1.5)	(7.7)	(▲ 10.2)	(21.8)	(▲ 1.4)	
官公庁	▲ 11.1	▲ 12.1	(▲ 6.2)	(▲ 3.6)	(▲ 20.1)	(26.0)	(▲ 12.5)	(▲ 4.7)	(▲ 28.2)	
公共工事請負金額	4.9	▲ 8.8	(▲ 12.6)	(▲ 14.8)	(▲ 3.2)	(▲ 18.1)	(▲ 9.9)	(4.2)	(▲ 3.5)	(▲ 11.2)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	77.6 (▲ 25.4)	81.9 (5.6)	81.5 (13.8)	84.3 (6.9)	84.2 (3.2)	86.1 (7.5)	84.7 (2.7)	87.2 (10.1)	80.7 (▲ 2.4)	
新設住宅床面積	(▲ 21.5)	(9.0)	(15.1)	(11.0)	(6.0)	(12.8)	(7.3)	(12.0)	(▲ 0.5)	
小売業販売額	▲ 0.4	0.8	(3.2)	(▲ 0.4)	(▲ 3.0)	(▲ 2.2)	(0.1)	(0.1)	(▲ 8.3)	
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	1.0	▲ 1.0	1.2 (0.6)	▲ 1.5 (2.0)	▲ 2.4 (2.0)	▲ 2.4 (▲ 3.3)	1.0 (▲ 1.0)	▲ 0.2 (▲ 0.2)	▲ 2.3 (▲ 8.5)	
平均消費性向 (実数、季調済、%)	74.7		75.2 [74.2]	74.5 [74.8]	71.8 [74.1]	74.1 [75.3]	74.1 [72.6]	71.5 [72.9]	72.3 [78.0]	[72.7]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	▲ 8.5	6.8	0.2 (9.6)	▲ 0.6 (5.7)	1.2 (1.7)	0.5 (5.1)	1.3 (3.2)	0.6 (3.0)	▲ 3.4 (▲ 1.0)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	▲ 3.3	0.6	(0.9)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.3)	(▲ 0.1)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	▲ 77894.3	23384.5	21463.6 [▲ 106,546.5]	28037.5 [▲ 109,742.7]	33848.2 [1,682.9]	27087.2 [▲ 110,435.1]	32797.3 [▲ 6,870.6]	32772.3 [5,834.7]	35975.0 [6,084.6]	[3,912.2]
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.45	0.56	0.54 [0.43]	0.57 [0.44]	0.62 [0.47]	0.58 [0.44]	0.61 [0.46]	0.62 [0.47]	0.63 [0.48]	[0.48]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.2	5.0	5.0 [5.4]	5.0 [5.3]	4.7 [5.0]	4.9 [5.2]	4.9 [5.1]	4.6 [5.0]	4.6 [5.1]	[5.1]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	39.9	44.2	45.4 [42.4]	43.0 [36.7]	40.1 [42.8]	45.1 [35.4]	44.3 [38.8]	48.4 [42.1]	27.7 [47.4]	28.3 [49.8]
企業倒産件数 (実数、件数)	14,732 (▲ 8.7)	13,065 (▲ 11.3)	3,232 (▲ 14.5)	3,299 (▲ 6.5)	3,211 (▲ 7.3)	1,102 (▲ 2.9)	1,041 (▲ 2.0)	987 (▲ 9.4)	1,183 (▲ 9.9)	1,076 (▲ 6.7)

2. 国際収支

[特記なき限り前期(月)比、()内は前年比%、[]内は前年実績]

	2009年度	2010年度	2010年		2011年	2011年				
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
通関輸出	▲17.1	14.9	(17.8)	(10.0)	(2.5)	(12.9)	(1.4)	(9.0)	(▲2.3)	(▲12.5)
価格	▲7.0	0.2	(▲0.7)	(1.2)	(▲0.0)	(1.4)	(▲0.9)	(▲0.2)	(1.0)	(▲1.0)
数量	▲9.9	14.6	(18.6)	(8.6)	(2.4)	(11.4)	(2.3)	(9.2)	(▲3.3)	(▲11.6)
通関輸入(円建)	▲25.2	16.0	(14.9)	(11.3)	(11.4)	(10.8)	(12.2)	(10.0)	(11.9)	(8.9)
価格	▲18.4	3.3	(0.4)	(1.6)	(4.0)	(2.8)	(0.9)	(4.9)	(6.1)	(7.5)
数量	▲7.3	12.4	(14.5)	(9.6)	(7.2)	(7.8)	(11.2)	(4.9)	(5.5)	(1.3)
経常収支(億円)	157,817	159,209	48,791	36,482	37,820	11,979	4,619	16,410	16,791	
貿易収支(億円)	65,996	65,069	19,787	19,233	5,691	7,635	▲3,945	7,233	2,403	
サービス収支(億円)	▲18,185	▲12,678	▲2,756	▲3,984	▲719	▲752	▲893	▲369	543	
資本収支	▲123,113	▲100,277	▲36,631	▲10,192	▲37,357	▲1,783	▲16,930	▲10,113	▲10,314	
外貨準備高(百万ドル)	1,042,715	1,116,025	1,109,591	1,096,185	1,116,025	1,096,185	1,092,980	1,091,485	1,116,025	1,135,549
対ドル円レート(期中平均)	92.80	85.69	85.86	82.59	82.32	83.41	82.63	82.53	81.79	83.35

3. 金融

	2009年度	2010年度	2010年		2011年	2011年					
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月	
コール・レート (無担保翌日物)	0.102	0.091	0.093 [0.103]	0.090 [0.104]	0.088 [0.098]	0.087 [0.101]	0.085 [0.096]	0.093 [0.101]	0.085 [0.097]	0.062 [0.093]	
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.516	0.356	0.364 [0.543]	0.336 [0.498]	0.336 [0.443]	0.335 [0.462]	0.335 [0.452]	0.335 [0.442]	0.336 [0.434]	0.333 [0.396]	
新発10年国債利回り (末値)	1.353	1.127	0.987 [1.338]	1.072 [1.317]	1.242 [1.337]	1.110 [1.285]	1.215 [1.315]	1.255 [1.300]	1.255 [1.395]	1.200 [1.280]	
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.449	1.357	1.392 (▲0.028)	1.382 (▲0.010)	1.357 (▲0.025)	1.382 (▲0.019)	1.377 (▲0.005)	1.371 (▲0.006)	1.357 (▲0.014)		
日経平均株価 (225種、末値)	11,090	9,755	9,369 [10,133]	10,229 [10,546]	9,755 [11,090]	10,229 [10,546]	10,238 [10,198]	10,624 [10,126]	9,755 [11,090]	9,850 [11,057]	
M2平残	(2.9)	(2.7)	(2.8)	(2.6)	(2.4)	(2.3)	(2.3)	(2.4)	(2.6)	(2.7)	
広義流動性平残	(0.8)	(0.5)	(0.5)	(0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.3)	
貸出資金吸収動向											
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(0.8)	(▲1.9)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲1.8)	(▲2.0)	(▲1.8)	(▲1.9)	(▲1.7)	(▲0.9)
	銀行計	(0.8)	(▲2.0)	(▲1.9)	(▲2.1)	(▲1.9)	(▲2.1)	(▲1.9)	(▲2.0)	(▲1.8)	(▲1.0)
	都銀等	(▲0.4)	(▲4.2)	(▲3.8)	(▲4.6)	(▲4.6)	(▲4.7)	(▲4.5)	(▲4.6)	(▲4.6)	(▲3.1)
	地銀	(2.4)	(0.6)	(0.4)	(0.9)	(1.2)	(1.1)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.4)
	地銀Ⅱ	(1.3)	(▲0.4)	(▲0.7)	(▲0.5)	(▲0.0)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.5)	(0.8)	(0.8)
信金	(0.8)	(▲1.3)	(▲1.4)	(▲1.3)	(▲1.0)	(▲1.3)	(▲1.1)	(▲1.1)	(▲0.8)	(▲0.6)	
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.9)	(2.6)	(2.7)	(2.7)	(2.2)	(2.1)	(2.0)	(2.0)	(2.6)	(2.7)
	都銀	(3.0)	(2.6)	(2.9)	(3.0)	(1.8)	(2.0)	(1.5)	(1.4)	(2.6)	(2.5)
	地銀	(3.1)	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(2.9)	(3.1)	(3.3)	(2.9)	(3.0)
	地銀Ⅱ	(1.8)	(0.6)	(0.4)	(0.1)	(0.9)	(0.1)	(0.2)	(0.5)	(1.9)	(1.9)

(注)金利は期中平均値

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

Ⅱ. 米国

～雇用改善が強まり、景気は底堅く推移～

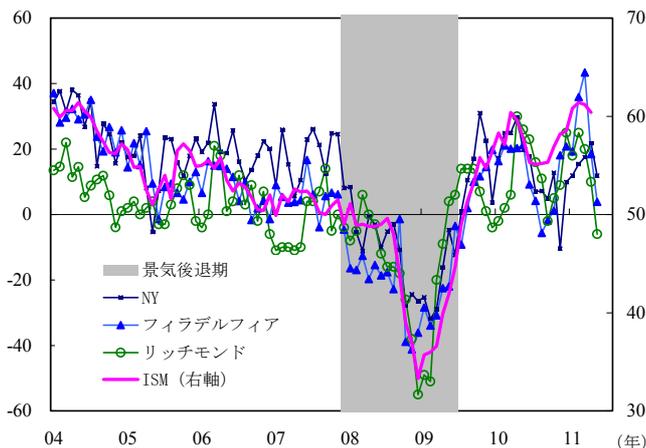
1. 景気の現状

足元はモメンタム鈍化

米国は、昨年末に成立した景気対策（ブッシュ減税延長や給与税引き下げ）により景況感が一旦大きく好転したが、様々な向かい風を受け、足元の経済指標は景気の勢いの鈍化を示すものが増えている。

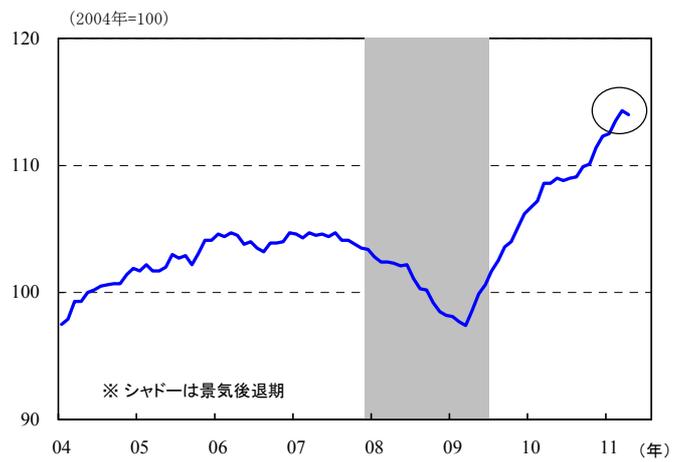
今年 1-3 月期の実質成長率は、ガソリン価格上昇や悪天候、国防費の落ち込みから前期比年率 1.8%と昨年 10-12 月期の同 3.1%から鈍化した。その後、好調であった生産関連の指標に東日本大震災などの影響から陰りが見えるとともに、企業センチメントも直近の地区連銀景況感指数はフィラデルフィア（4 月 18.5→5 月 3.9）、NY（21.70→11.88）、リッチモンド（10→▲6）と低下している（第 1 図）。こうしたなか、4 月の景気先行指数は前月比▲0.3%となり、小幅ではあるものの 10 カ月ぶりに低下した（第 2 図）。

第 1 図：製造業景況感指数



(資料) ISM、各地区連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：景気先行指数



(資料) Conference Board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>

年後半以降、個人消費を中心に堅調

2011 年後半は、個人消費を中心に米国景気は底堅く推移する見通しだ。雇用は回復ペースを早めつつあり、原油など一次産品価格が一段の上昇に至らなければ、個人消費が堅調に推移することで景気回復が継続しよう。来年以降も、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とみられる（第3図）。

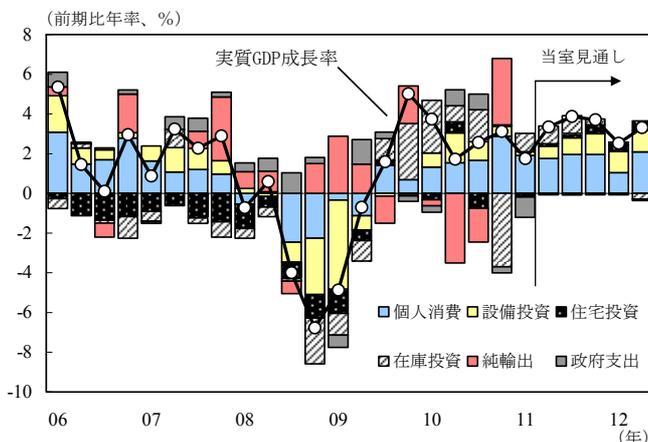
ただし、当面は低迷の見込まれる住宅市場が引き続き景気抑制要因として働くことから、3%程度と見られる潜在成長率を大きく上回って成長することも難しいだろう。また、2008-09年の景気後退の大きさに比べて回復が緩やかに止まることから、需給ギャップを埋めるには相応の時間がかかる。このため、物価に関しては、コア指数は緩やかに底入れするも、連邦準備制度理事会（FRB）が安定とみなす前年比2%近辺に到達するには時間がかかるだろう。

リスクは財政問題、一次産品高の長期化など

こうしたなか景気の下振れリスクとしては、①財政再建議論の頓挫による長期金利の上昇、②歳出削減を短期間に大幅に実施する場合の景気圧迫、③一次産品・原材料高の長期化による家計の実質購買力の低下、などが挙げられる。

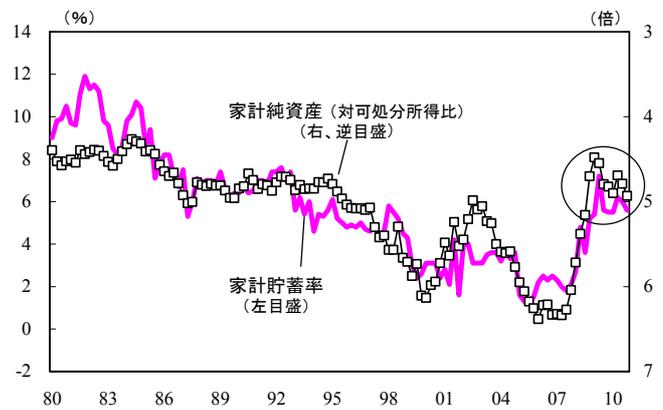
家計のバランスシート調整については、貯蓄率が金融危機後も純資産に連動しているなか、株価上昇により純資産（対可処分所得比）が持ち直したため、景気後退期に急上昇した貯蓄率は、その後は一段の上昇に至っていない（第4図）。貯蓄率が現状程度で安定的に推移すれば消費の大きな下押し圧力にはならないとみられるが、住宅価格下落が再度貯蓄率上昇をもたらすリスクには注意が必要だ。

第3図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) FRB、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：家計の貯蓄率と純資産



(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) 雇用・消費

雇用は増勢強まる

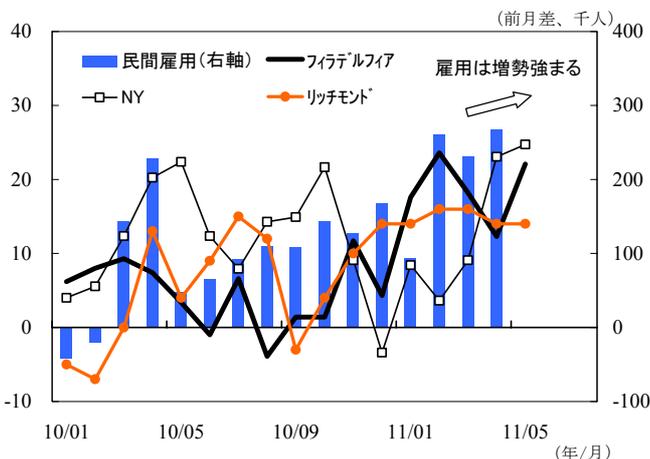
雇用は増勢が強まっている。雇用統計の民間雇用者数は、4月までに3ヵ月連続して前月比20万人超の増加となった。企業部門は、景気回復初期における生産性上昇や労働時間延長での生産対応が一巡し、雇用者数を増加する局面にシフトしたとみられる。

実際、1-3月期の労働生産性は前期比年率+1.6%となり、2010年10-12月期の同+2.9%から大きく鈍化した。また、5月のフィラデルフィア連銀「Business Outlook Survey」の特別質問によれば、雇用計画に影響を与える要因としては「売上見通しの高まり」に続いて、「従業員のオーバーワーク」との回答が2番目に挙がっており、雇用者数増加の必要性が増していることが分かる。加えて、悪化が見られた直近の地区連銀製造業景況感指数においても、雇用指数はフィラデルフィア（4月12.3→5月22.1）、NY（23.08→24.73）、リッチモンド（14→14）と堅調に推移している（第5図）。企業が足元の景気の勢いの鈍化を一時的と捉え、雇用計画には変更が無いことを示唆している。

個人消費は足元で減速するも底堅く推移

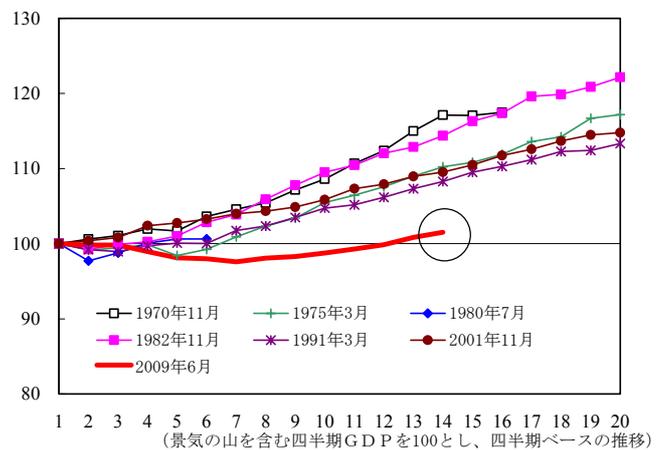
個人消費は、足元はガソリン高などを受けやや減速している。4月の小売売上高は前月比+0.5%と昨年7月以来の小幅な伸びとなった。名目消費は前月比で増加しているが、ガソリン価格急上昇を受けガソリンスタンド売上の大幅増加（4月は前月比+2.7%）が続いているのが実態で、家計の実質購買力は奪われている。個人消費は、今次景気サイクルにおける回復が鈍く（第6図）、今後においても住宅市場低迷で資産効果による押し上げは期待できない。しかし、ガソリン価格が一段の上昇に至らなければ、雇用増加に伴って所得環境が次第に改善し、個人消費は底堅い推移が見込めるだろう。

第5図：製造業景況感雇用指数と雇用者増減



(資料) 米労働省、各地区連銀より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：過去の景気循環との比較（個人消費）



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 企業部門

足元では東日本大震災の影響

企業部門では、足元の生産活動に東日本大震災によるサプライチェーン障害の影響が現れつつあり、4月は自動車減産を主因に、製造業生産が10ヵ月ぶりに減少した（前月比▲0.4%）。ただし、自動車メーカーの稼働率は、夏場頃にも正常化が見込まれており、影響は一時的なものに止まろう。先行きの企業センチメントもしっかりしており、生産活動は新興国を中心とした輸出需要に支えられ、基調としては堅調に推移するとみられる。

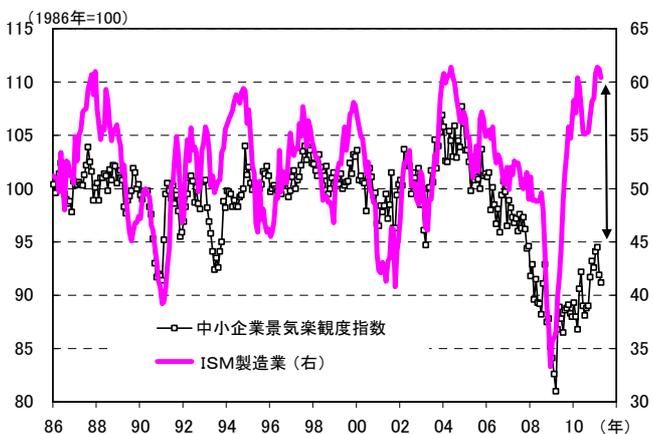
大企業と中小企業で格差

今次景気サイクルは、新興国を中心とした輸出需要に支えられてきたために、大企業（特に製造業）が好調を継続する一方、中小企業は大企業に比べると出遅れているという二極化が見られる（第7図）。ただし、金融危機後であることから中小企業の金融面の制約が回復を阻害しているというわけではない。National Small Business Associationが中小企業に実施したアンケートによれば、「今後のビジネスにとっての課題」との問いに対しては“経済不確実性”との回答が最多であり、“金融環境”との回答は6番目でしかない。また、FRBによる直近の銀行貸出態度調査を見ても、「大・中堅企業向け」と同程度に「小企業向け」でも融資基準は緩和されている（第8図）。中小企業は大企業に比べれば雇用も回復させており、構造的な問題があるようにはみられない。景気回復がより内需主導に近づけば、景況感も大きく改善してこよう。

設備投資は中期的に堅調推移

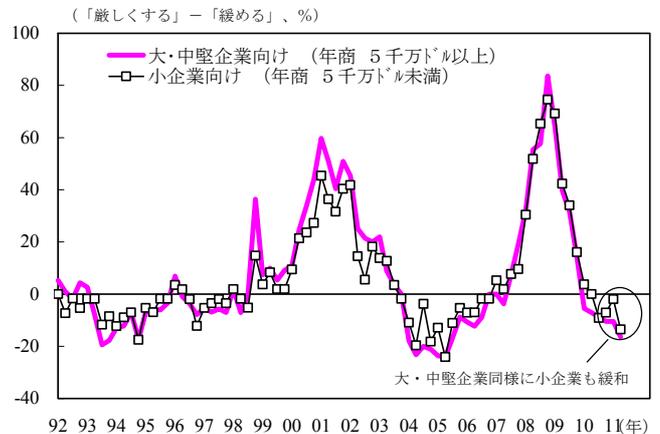
こうしたなかで設備投資は、ウェイトの7割を占める機械投資が好調で回復を牽引してきた。今後についても、良好な企業収益や設備稼働率の上昇、さらには資金調達環境の好転などを受けて好調が持続すると予想される。

第7図：大企業と中小企業の景況感



(資料) NFIB、ISM より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：貸出態度調査



(資料) FRB, Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 住宅市場①

住宅価格は再び低下

住宅市場は底這いが続いている。住宅価格はバブル崩壊で下落した後、昨年前半に一旦上昇したものの、足元では再び緩やかに下落している。背景には、差し押さえ物件の継続的発生により在庫が高止まりし、着工が歴史的な低水準にも関わらず需給が一向に改善しないことがある。

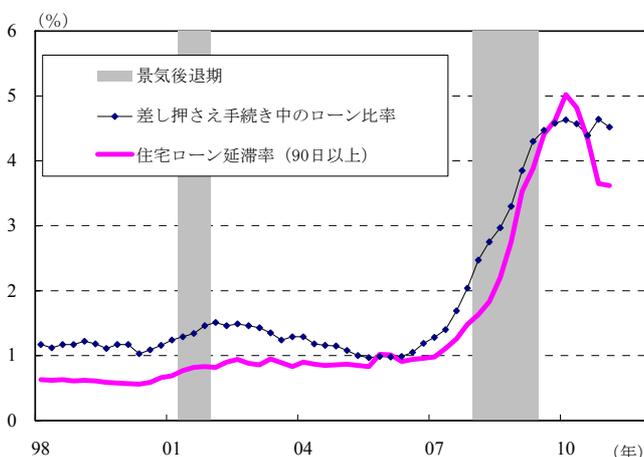
米抵当銀行協会（MBA）によると、3月末時点での住宅ローン延滞率（30日以上）は8.32%（昨年末時点：8.25%）。そのうち、問題の大きい長期（90日以上）の延滞率は3.62%、また差し押さえ手続き中の住宅ローン（Foreclosure Inventory）比率は4.52%である（第9図）。

現在、新築住宅と中古住宅を合わせた在庫は4百万件程度であるが、延滞ないし差し押さえ手続き中の住宅件数は5.6百万件程度と推計され、既存在庫の4百万件を大きく上回る。こうした高水準の“隠れ在庫”が当面の間は住宅価格に下押し圧力をかけ続けるだろう。

延滞率は高水準が続く

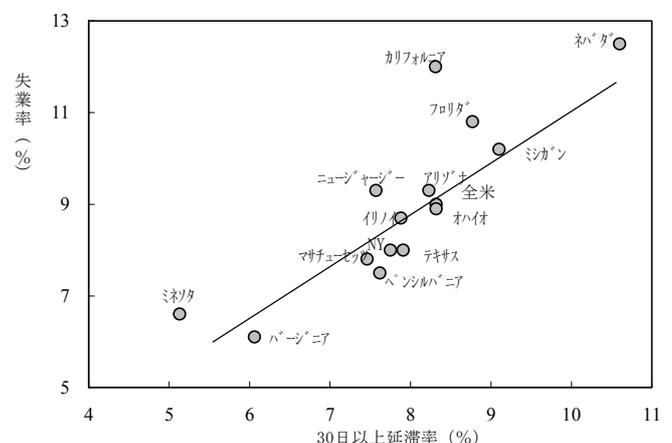
延滞や差し押さえ発生は、雇用情勢との相関が強い（第10図）。加えて、米国では住宅ローンをノンリコース（非遡及型）としている州が多いことから、デフォルト（債務不履行）に対するハードルが相対的に低く、住宅価格が下落すると差し押さえが増えやすい。不動産情報提供会社 Zillow によると、保有住宅のローン残高が住宅の現在価値を上回る「ネガティブエクイティ」状態にある住宅比率は28.4%（3月末時点）であり、昨年末時点の27.0%から一段と高まった。延滞率、差し押さえ比率ともにピークアウト傾向にはあるが、雇用情勢の大幅な改善が見込めないなか、今後の改善（低下）ペースは緩慢になると予想される。

第9図：住宅ローン長期延滞率と差し押さえ比率



(資料) MBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：主要州の失業率と住宅ローン延滞率



(資料) 米労働省、MBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(4) 住宅市場②

転居率は低下

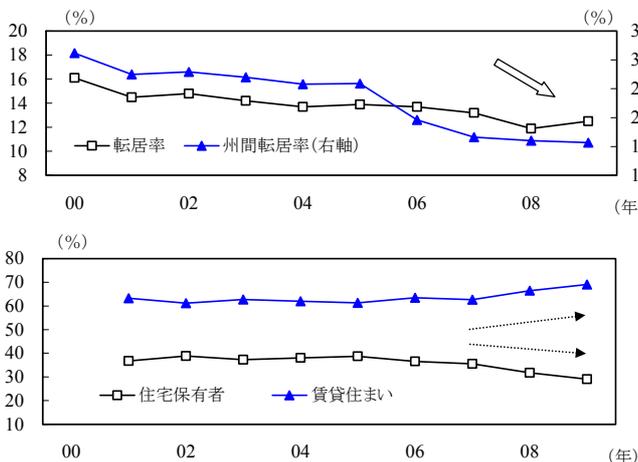
このような住宅市場の動向が、雇用市場に影響を与えている面もある。商務省によると 2009 年の転居率は 12.5% (2008 年 11.9%)、州間転居率は 1.6% (2008 年 1.6%) であり、過去に比べると大きく下がった水準にある。また、転居した人の属性は、「住宅保有者」の割合が 29%程度、「賃貸住まい」の割合が 69%程度となっており、金融危機以降「住宅保有者」の比率が低下している (第 11 図)。このような転居に関する行動の変化は、住宅価格下落により保有住宅がネガティブエクイティの状態になり、転居に際し住宅を売却することが困難になったことが一因だ。転居の理由として「転職」が 8.7% (2009 年) を占めており、“転居の容易さ”は、米国の強みである流動的で柔軟な労働市場に欠かせない要素であるだけに、転居率低下は失業率押し上げに結びつくおそれがある。

対策は十分に機能せず

住宅差し押さえ問題については、金融危機当初から問題視されており、米政府も差し押さえ対策を早い段階から策定・実施してきたが、当該対策に基づく住宅ローン条件変更 (modification) はこれまで 60 万件程度に止まり、低調な結果となっている (第 12 図)。政府によれば、条件変更を受けられない要因として、「過剰借入」は 11.5%に止まっており、「所得減少・失業」が 61.0%と過半を占めている。このことは、当該対策が住宅バブル崩壊を念頭に置いているものの、景気低迷下では十分に機能しないスキームであることを示唆している。

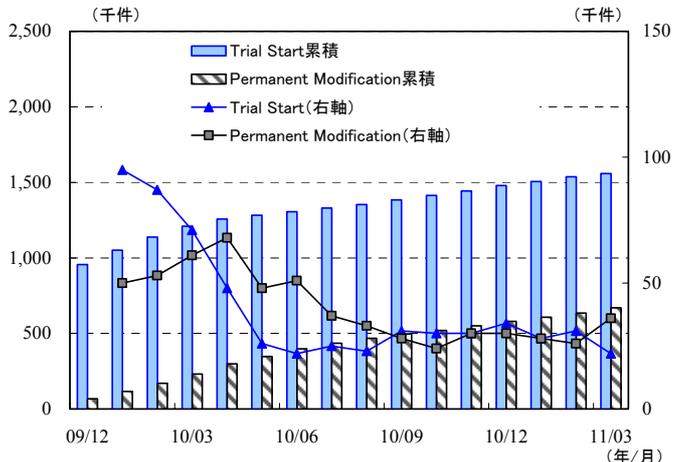
米国はこのような住宅市場と労働市場の悪循環があるため、「高失業率の状態に長期間耐えうる経済構造ではない」(Rajan 元 IMF チーフエコノミスト)といわれるように、高失業率であること自体が景気への大きなリスク要因となるケースがあり、注意が必要である。

第 11 図：転居率 (上段) と転居者の属性 (下段)



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：住宅対策 (HAMP) の実績



(資料) 米財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(5) 物価動向と金融政策

コア指数に底打ちの兆し

直近4月の消費者物価指数（CPI）は、総合指数が前年比+3.2%と2008年10月以来の上昇となり、エネルギー・食品を除いたコア指数も同+1.3%と、2010年10月の同+0.6%から伸び率が高まっている（第13図）。今後についても需給ギャップの緩やかな縮小に伴い、少しずつ伸び率が高まる見通しだ。

金融政策は当面現状維持

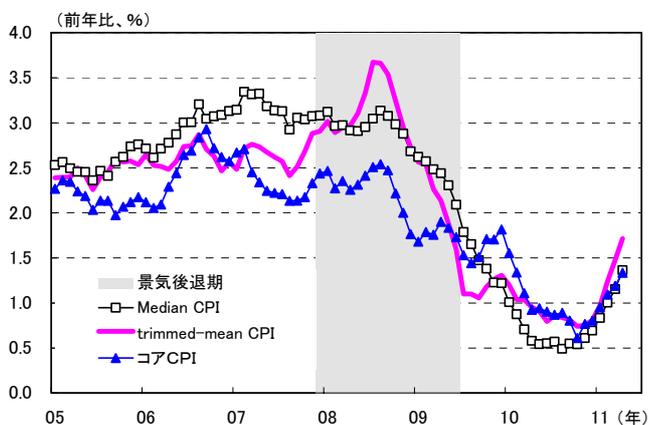
金融政策に関しては、4月前半にかけて市場で早期引き締め観測が強まったが、その後はFOMC委員主流派から引き締りを急がない姿勢が示されたことや経済指標悪化を受け、同観測は後退している。

出口戦略については、FOMC（4月27日）後のバーナンキFRB議長記者会見やFOMC議事録などにおいて、①利上げを資産売却よりも先行させる、②量的緩和策第2弾（QEⅡ）終了後も再投資を行うことで資産保有残高を維持する、③再投資終了を出口戦略開始のアナウンスメントと位置付ける、といった点が示された。これまでは、資産売却した後に利上げ実施としていたが、利上げの方が引き締めスタンスを広範に伝達でき、インフレ期待抑制に効果的であるとの判断に変更した模様である。資産売却に関しては、後回しとするだけでなく「5-6年に渡る長期ミッション」（コチャラコータ・ミネアポリス連銀総裁）との意見まで出てきており、出口戦略における位置付けは流動的だ。

利上げは来年

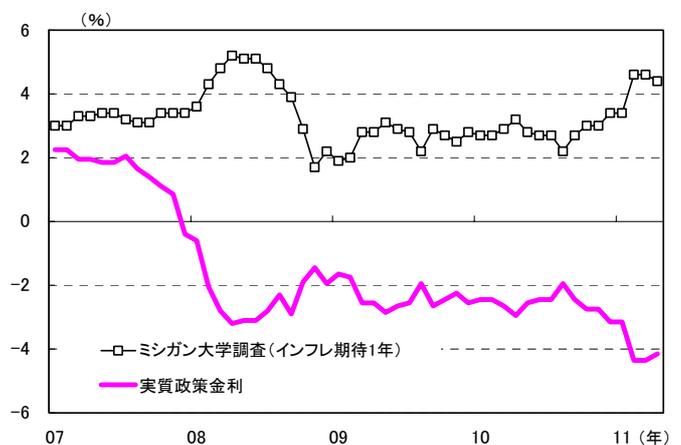
なお、追加の量的緩和策実施に対しては、バーナンキ議長が「雇用の改善が必要な一方でインフレ期待の安定も必要」（FOMC後記者会見）と述べており、実施のハードルは高そうだ。量的緩和実施がこれまでの商品価格上昇に影響を与えたとも解釈できる発言であり、リスクバランスが変化したことを感じさせる。金融政策は当面現状維持が続き、来年になってから利上げが開始される展開となろう。

第13図：物価指数の推移



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

第14図：インフレ期待と実質FFレート



(注) 実質政策金利=FFレート政策目標-ミシガン大学調査（インフレ期待1年）
 (資料) 米労働省、ミシガン大学より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(6) 長期金利

長期金利は今秋頃から本格上昇の見通し

長期金利は4月以来、①市場予想を下回る経済指標の増加、②FRBによる金融引き締め転換時期が遅れるとの見方、③ギリシャにおける債務再編観測の高まり（質への逃避）、などを要因として低下している（第15図）。FRBは金融緩和の早期解除に慎重な姿勢を崩しておらず、当面の長期金利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、市場が出口戦略を織り込み始める10-12月期以降になると予想される。また、現状進められている財政健全化議論が頓挫する場合には、長期金利の大幅な上昇を招くリスクがあり注意が必要だ。

第15図：長期金利、株価の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(栗原 浩史)

(円ドル相場動向については、「日本経済の見通し」に記載しております。)

米国経済金融見通し

平成23年（2011年）5月27日
三菱東京UFJ銀行 経済調査室

	2009				2010				2011				2012	2010	2011	2012
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	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	3.7	4.6	3.5	3.8	5.1	5.7	5.4	4.6	3.8	4.4	5.1
実質GDP	▲4.9	▲0.7	1.6	5.0	3.7	1.7	2.6	3.1	1.8	3.3	3.9	3.6	2.7	2.9	2.8	3.2
個人消費	▲0.5	▲1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.4	4.0	2.2	2.5	2.8	2.8	1.5	1.7	2.7	2.5
設備投資	▲35.2	▲7.5	▲1.7	▲1.4	7.8	17.2	10.0	7.7	3.4	6.0	8.0	10.0	10.0	5.7	7.3	9.0
住宅投資	▲36.2	▲19.7	10.6	▲0.8	▲12.3	25.6	▲27.3	3.3	▲3.3	5.0	10.0	20.0	20.0	▲3.0	0.5	17.8
在庫投資(2005年連鎖価格)	▲1258	▲1618	▲1282	▲367	441	688	1214	162	522	800	1100	1150	1200	626	893	975
（同、前期比年率寄与度）	(▲1.1)	(▲1.0)	(1.1)	(2.8)	(2.6)	(0.8)	(1.6)	(▲3.4)	(1.2)	(0.8)	(0.9)	(0.1)	(0.1)	(1.4)	(0.2)	(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	▲3,977	▲3,985	▲4,011	▲4,038	▲4,063	▲4,089	▲4,225	▲4,024	▲4,126
（同、前期比年率寄与度）	(2.9)	(1.5)	(▲1.4)	(1.9)	(▲0.3)	(▲3.5)	(▲1.7)	(3.3)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.2)	(▲0.1)
政府支出	▲3.0	6.2	1.6	▲1.4	▲1.6	3.9	3.9	▲1.7	▲5.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	▲0.9	0.2
最終需要(国内民間)	▲7.2	▲3.0	1.8	0.6	2.1	4.6	2.2	4.4	2.2	3.0	3.7	4.2	3.1	2.1	3.2	3.8
鉱工業生産	▲18.9	▲11.5	5.3	5.6	8.1	7.1	6.7	3.1	4.6	4.5	4.0	4.0	4.5	5.3	4.6	4.5
失業率	8.2	9.3	9.7	10.0	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	8.9	8.9	8.8	8.2	9.6	8.9	7.9
生産者物価（前年比）	▲1.9	▲4.3	▲5.4	1.4	4.8	4.4	3.8	3.8	5.0	5.0	5.5	4.4	1.9	4.2	4.9	2.5
消費者物価（前年比）	▲0.0	▲1.2	▲1.6	1.4	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	2.6	2.7	2.5	1.7	1.6	2.5	1.9
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,212	▲1,135	▲1,321	▲1,401	▲1,509	▲1,691	▲1,708	▲1,562	▲1,815	▲1,845	▲1,850	▲1,855	▲1,860	▲6,471	▲7,365	▲7,590
経常収支	▲956	▲844	▲975	▲1,009	▲1,087	▲1,227	▲1,255	▲1,133	▲1,387	▲1,416	▲1,421	▲1,426	▲1,431	▲4,702	▲5,651	▲5,876
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	1.25
ユーロドル（3ヵ月物）	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	0.5	0.4	0.8
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	3.4	3.5	3.5	3.6	3.2	3.5	3.8

(注) ・在庫投資と純輸出は年率換算した実額。
 ・FFレート誘導目標は期末値。
 ・その他の金利は期中平均値。ユーロドル金利はLIBORレート。

Ⅲ. 西欧

～ユーロ圏は格差を抱えつつ成長、英国は 2012 年にかけて緩やかな回復が続く～

1. ユーロ圏

(1) 景気動向

ユーロ圏第 1 四半期は好調

ユーロ圏経済は強いドイツに牽引され、第 1 四半期の実質 GDP 成長率が前期比 0.8%と好調であった。ただし、ドイツ (同 1.5%) やフランス (同 1.0%) の高成長の一方で、スペイン (同 0.3%) やイタリア (同 0.1%) が弱めの伸びにとどまったほか、ソブリン問題に苦しむポルトガルは同 ▲0.7%と 2 期連続のマイナスに陥った。ギリシャは同 0.8%のプラスを記録したものの、これは統計の見直しや前期の反動によるものであり、回復の兆しとは言い難い。域内格差は引き続き鮮明である (第 1 表)。

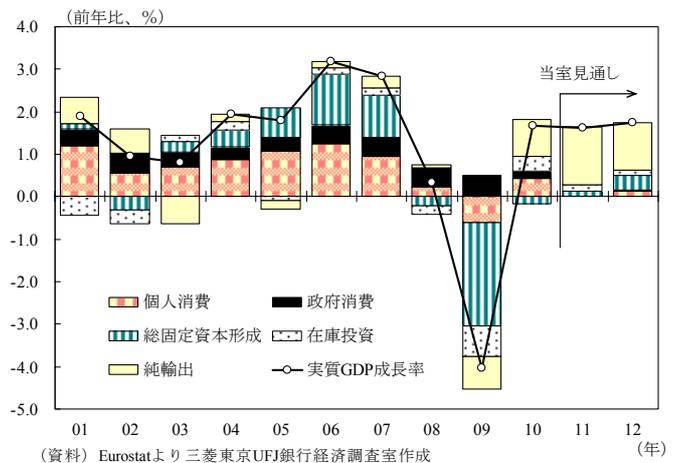
域内格差は続く

第 1 表：ユーロ圏実質 GDP 成長率

	(前期比、%)				(前年比)	
	2010/1Q	2Q	3Q	4Q	2011/1Q	
ユーロ圏	0.4	1.0	0.4	0.3	0.8	2.5
ドイツ	0.5	2.1	0.8	0.4	1.5	4.9
フランス	0.2	0.5	0.4	0.3	1.0	2.2
イタリア	0.6	0.5	0.3	0.1	0.1	1.0
スペイン	0.1	0.3	▲0.0	-0.2	0.3	0.8
ポルトガル	0.7	0.4	0.3	▲0.5	▲0.7	▲0.7
ギリシャ	▲1.9	▲1.3	▲1.6	▲2.8	0.8	▲4.8

(資料) Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 1 図：需要項目別実質 GDP 成長率と見通し



(2) 今後の見通し

<概要>

域内格差を抱えたままの成長に

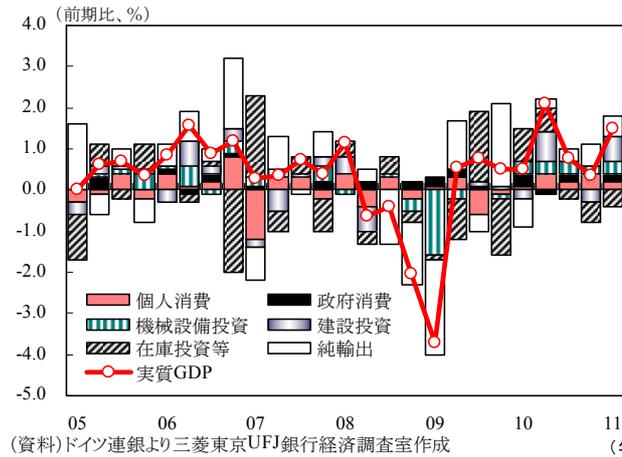
周縁国のソブリン問題と、実施を余儀なくされている財政赤字削減策などをふまえると、ユーロ圏内の域内格差は今後も続くとみられる。2011年はドイツなど主要国が引き続き全体を牽引するものの、前年ほどの高成長は難しいうえ、財政緊縮のため周縁国の回復が限定的なことから、全体としては若干減速する見込みである (第 1 図)。

<詳細>

足元のドイツ経済は東西統一以来最高レベルの活況

ユーロ圏全体の約3割の経済規模をドイツが占めることから、その牽引力がポイントとなる。ドイツ経済は現在、東西統一以来最高レベルの活況を呈している。今年第1四半期の実質GDP成長率の内訳をみると、純輸出の押し上げに加えて、投資や消費などの内需も成長に大きく寄与した（第2図）。しかし、問題はその持続性である。

第2図：ドイツ実質GDP成長率



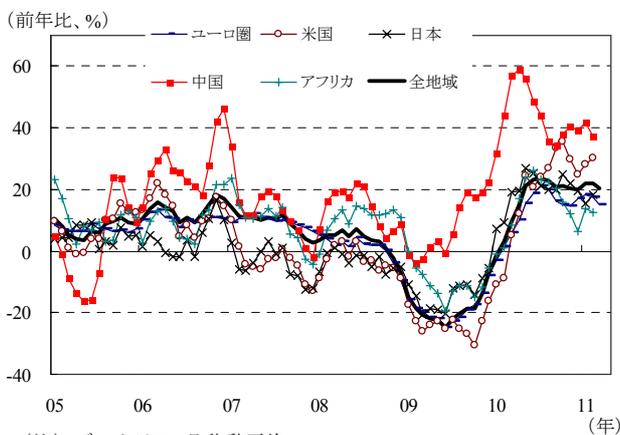
輸出の伸びはほぼ横ばい

足元の月次指標をみると、ドイツの成長を主導してきた輸出は中国などのアジア向けを中心に増加が続いているが（第3図）、先行指標である製造業の海外受注は、ユーロ圏外向けを中心にピークアウトしている（第4図）。昨年春～秋のユーロ安による輸出のサポートが、徐々に剥落していることがあるとみられる。

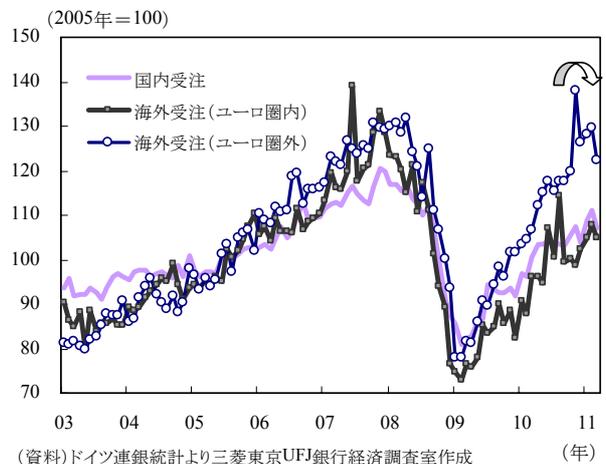
景況感はピークアウト

こうしたなか、ドイツ企業の景況感は、他のユーロ圏各国より高水準ながらも足元で頭打ちとなっている（第5図）。ドイツはユーロ圏内での相対的な牽引力を維持しつつも、その勢いはある程度弱まるとみられる。

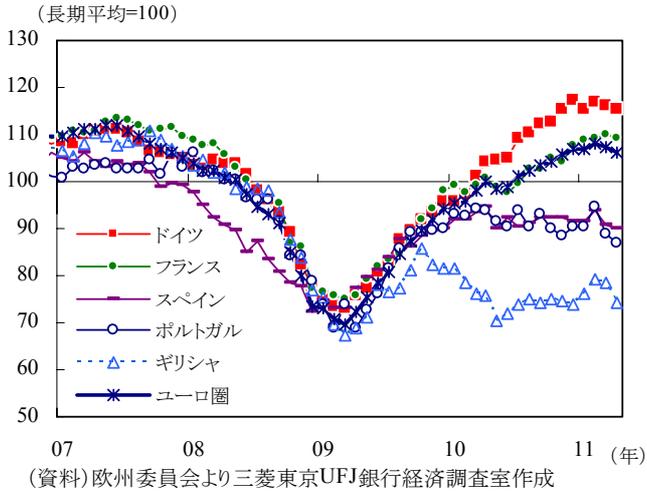
第3図：ドイツ地域別輸出



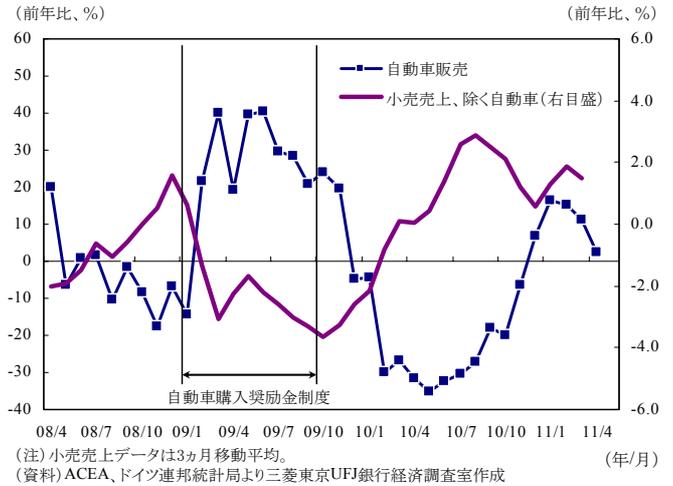
第4図：ドイツ製造業受注



第5図：ユーロ圏企業の景況感



第6図：自動車販売と小売売上

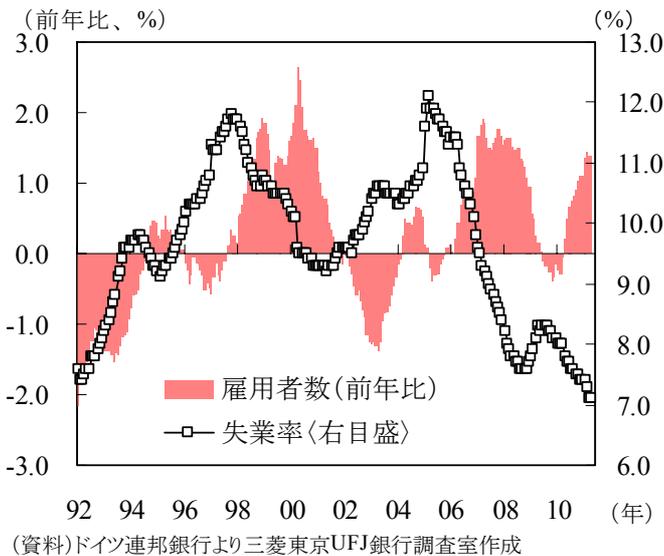


個人消費は盛り上がり欠ける展開に

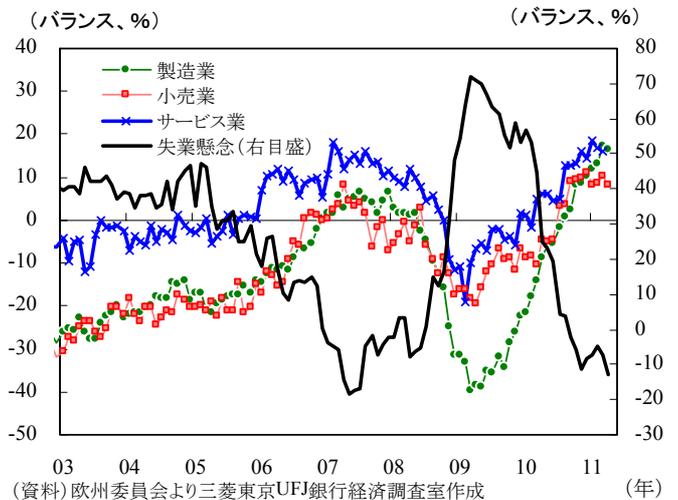
消費関連に目を転じると、ドイツの自動車販売は購入奨励対策後の反動減の一巡後、一旦は反発したものの、足元ではほぼ伸びがゼロになっている（第6図）。自動車を除く小売業も伸びが頭打ちである。また、小売業の景況感は一進一退である。

雇用情勢をみると、ドイツでは失業率の低下傾向が続くが、すでに東西ドイツ統合後の最低水準に達しており、今後の低下余地は限定的とみられる（第7図）。実際、消費者の失業懸念は低下しているものの、産業界の将来雇用サーベイは各業種で頭打ちとなっている（第8図）。個人消費は今後、やや盛り上がり欠ける展開が予想される。

第7図：ドイツの雇用情勢



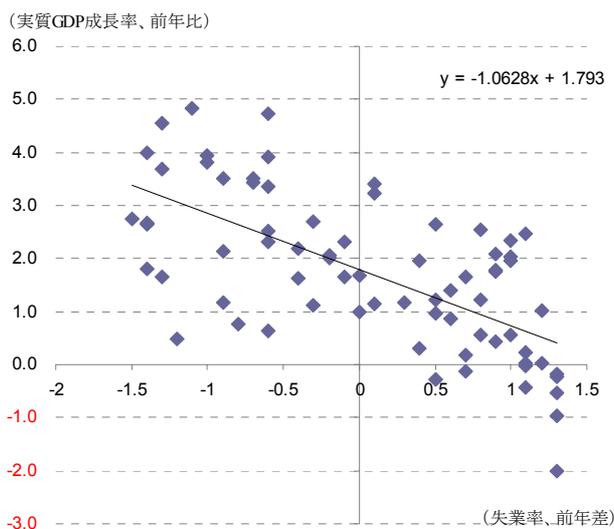
第8図：ドイツの将来雇用サーベイと失業懸念



潜在成長率と比べても、ドイツの高成長の持続は難しい

ちなみに、オウクンの法則を用いてドイツの潜在成長率を簡便に試算すると、東西統一以降の1990年代前半から直近を通してみれば1.4%程度と推計され、金融危機時の景気後退を除いた場合でも1.8%程度と推計できる（第9図）。いずれにしても、昨年の3.6%成長は潜在成長率をかなり上回るものであり、ドイツ経済が今後も堅調を維持するとしても、足元の高成長の持続は想定しにくい。

第9図：オウクンの法則からみたドイツの潜在成長率推計
（金融危機時の景気後退を除いたベース）



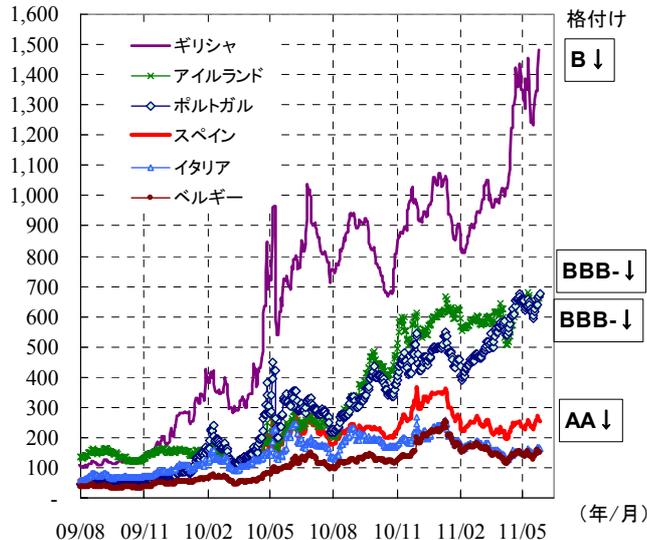
(資料)ドイツ連邦統計局、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) リスク要因: 欧州ソブリン問題

信用リスクは総じて悪化

4月頃からのギリシャ債務再編観測の高まりに伴い、周縁国各国の信用リスクは総じて悪化が続いている（第10図）。ポルトガルとアイルランドのCDSは、ギリシャの影響で高止まりが続いている。市場はスペイン・イタリアの2カ国をギリシャ・アイルランド・ポルトガルの3カ国とは峻別しているが、5月半ば以降、スペインの地方選挙における与党の大敗や、イタリアの格付け見通し引き下げを受けて、両国のCDSにも幾分上押し圧力がかかっている。信用危機が波及する可能性は低いものの、注意を要する状況である。

第 10 図：周縁国の CDS



(注) 格付けは大手3社の中で最も低いもの。矢印はネガティブ見通し。
 (資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

① 混迷するギリシャ情勢

市場では債務再編
の観測も

ギリシャについては、10年物国債利回りが17%近辺に上昇するなか、市場では2012年以降に予定されている自力での長期国債発行計画は困難との見方が強まりつつある(第2表)。同国の債務再編がいずれは不可避とみる市場関係者も増え始めている。

ソフトな債務再編
を探る動きも

そうしたなか5月16日にユーロ圏財務相会合のユンケル議長が、ギリシャ債務のリプロファイリング(債務の金利や元本を変更せず、投資家が自発的に返済期限延長に応じるソフトな債務再編)の可能性に言及した。これまでは、ドイツの政府高官のみから債務再編に関する発言が出ていたが、EUレベルでも相応に発言が出始めている。

ECBは明確に反対
を示す

一方で、ギリシャ国債を大量に保有するECBはリプロファイリングに対して反対の立場を明確にしている。トリシェ総裁はいかなる債務再編においても、昨年以降格付け基準を撤廃しているギリシャ国債を、ECBオペの適格担保として認めない方針を示した。

四半期レビューと
次回融資の実行判
断に注目

5月23日、ギリシャ政府が2011年の財政健全化目標達成と追加金融支援の獲得に向け、60億ユーロ規模の新たな赤字削減措置を打ち出した。民営化の加速や公務員の一段の賃下げ、雇用削減が提案されている。しかし、野党は反対の姿勢を示しており、国内調整の難しさから同国のCDSは5月24日に1,500bp弱と過去最高を更新した。

今後については、6月の四半期レビューにおいて明らかになるギリシャの財政再建の進捗状況、およびそれをふまえた次回融資の実行可否の判断がまずは注目される。6月14-15日のユーロ圏/EU財務相会合や6月24日のEUサミットで何らかの対策が決定される見通しであるが、未だ具体的なイメージが見えず、不透明感が高まっている。

第2表:ギリシャの資金繰り計画

(単位: 10億ユーロ)

	2010年5月- 2013年2Q 合計	2010年			2011年				2012年				2013年
		5-6月	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
①政府財政赤字	58.1	3.7	7.1	3.9	5.4	6.8	7.2	2.9	3.7	3.9	5.1	2.1	3.1
②既存償還額 (国債・T-bill)	171.1	11.4	4.1	5.4	16.1	13.9	16.0	13.3	22.2	14.7	16.3	12.3	9.8
③その他	9.0	0.0	0.0	1.5	1.0	1.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5
④必要資金額 (①+②+③)	238.2	15.1	11.2	10.8	22.5	21.7	23.2	17.2	26.9	19.6	22.4	15.4	13.4
⑤国債発行額 (⑥+⑦)	129.0	2.0	6.5	4.0	6.8	8.0	9.7	8.0	15.9	17.4	15.3	10.1	9.8
⑥短期国債	90.0	2.0	6.5	4.0	6.8	8.0	9.7	8.0	5.0	10.0	9.0	8.0	8.0
⑦長期国債	44.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.9	7.4	6.3	2.1	5.8
⑧ファイナンスギャップ (必要資金累計額、④-⑤)	109.2	13.1	4.7	7.0	15.7	13.7	13.5	9.2	11.0	2.2	7.1	5.3	3.6
⑨金融支援額(⑩+⑪)	110.0	20.0	9.0	9.0	15.0	12.0	8.0	5.0	10.0	6.0	6.0	2.0	6.0
⑩EU	80.0	14.5	6.5	0.0	17.5	8.7	5.8	3.6	7.3	4.4	4.4	1.5	4.4
⑪IMF	30.0	5.5	2.5	2.5	4.1	3.3	2.2	1.4	2.7	1.6	1.6	0.5	1.6

(資料) EUより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

②ポルトガルの金融支援決定

ポルトガルは 780 億ユーロの金融支援を確保

4月上旬にEUとIMFに金融支援を要請したポルトガルは、780億ユーロ(EU:520億ユーロ、支援金利5.5%–6.0%/IMF:260億ユーロ、支援金利3.25%)の支援を確保した。懸念されたフィンランド政府の支持取り付けにも成功し、6月15日に控える約49億ユーロの国債大量償還までに第1弾融資が実行される見込みである。目先の資金繰りは一段落したものの、ギリシャ情勢が深刻化する中、CDSは改善には至っていない。

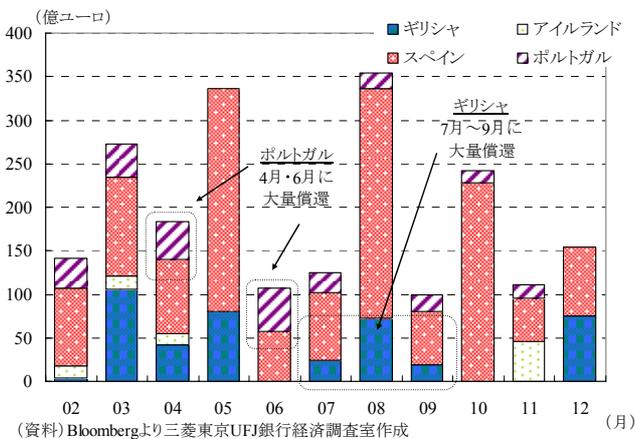
6月5日に解散総選挙が実施される予定であるが、新政権を担う可能性のある主要政党が財政再建・構造改革を支持しているため、総選挙自体は波乱材料にならない見込みである。

また、アイルランド向け支援など他の資金需要カバーと併せてEFSF(欧州金融安定化ファシリティ)の債券153億ユーロが7月にかけて発行される。年初に行われたギリシャ向け資金のEFSF債発行に需要が旺盛であったように、今回の消化も今のところは懸念されていない。

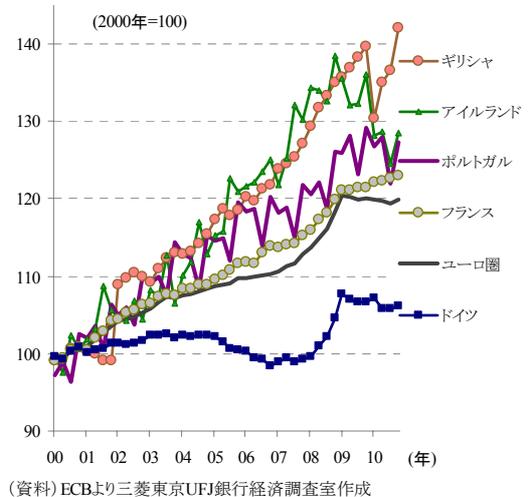
ただし、問題解決には抜本的な構造改革が必要

ただし、ポルトガルの根本的な問題は、競争力の弱さを背景とする構造的な低成長である。ユーロ導入以来の実質GDP平均成長率はユーロ圏内でも最低レベルにある。低賃金というポルトガルの強みも、単位労働コストがドイツやフランス以上に上昇するなかで失われつつある(第12図)。問題解決には抜本的な構造改革が必要となる。

第 11 図：2011 年国債償還スケジュール



第 12 図：ユーロ圏単位労働コスト



第 3 表：各国の問題点と今後のチェックポイント

国	問題点	現状	今後のチェックポイント	金融支援要請
ギリシャ	財政再建の困難性	2010年赤字削減目標の未達成が確定。⇒追加の緊縮策を発表。市場では債務再編の観測も。	追加の緊縮策の詳細、債務再編観測の行方、政治リスク。	○ (2010年5月)
アイルランド	銀行リスク 政情不安	2月25日に解散総選挙を実施⇒14年ぶりの政権交代。	新政権の支援条件再交渉の要求内容(銀行優先債投資家の損失負担、EU融資金利引き下げ等)、銀行資本注入額の上振れ。	○ (2010年11月)
ポルトガル	政局混乱 構造的な低成長	金融支援要請も、スペイン・イタリアへの波及リスクは限定的。6月5日に解散総選挙控える。	財政再建計画の進捗。新政権のスタンス。	○ (2011年4月)
スペイン	不動産バブル崩壊 不良債権問題	ストレステストと貯蓄銀行(カハ)への資本注入実施へ。⇒市場信認回復を目指す。	貯蓄銀行(カハ) Tier1増強における資本自己調達との進展と政府による資本注入額、流通債金利水準と国債リファイナンス動向。	-
イタリア	政治混迷	引き続き混迷。不信任案再提出も。ドラギ伊中銀総裁がECB総裁へ。	政権交代の有無。ECB総裁としての手腕。	-

(4) 物価と金融政策

①物価

物価は ECB 目標を超えて上昇続く

4月の総合インフレ率は、商品価格の上昇を背景に前年比2.8%と、ECBの目標である2%未満を5ヵ月連続で上回っている(第13図)。エネルギーや食料品を除くコアインフレ率は同1.6%と前月(同1.3%)から加速しており、価格転嫁や賃上げなどの二次的波及を防止したいECBは、このコアインフレ率の上昇に注目しているとみられる。

②金融政策

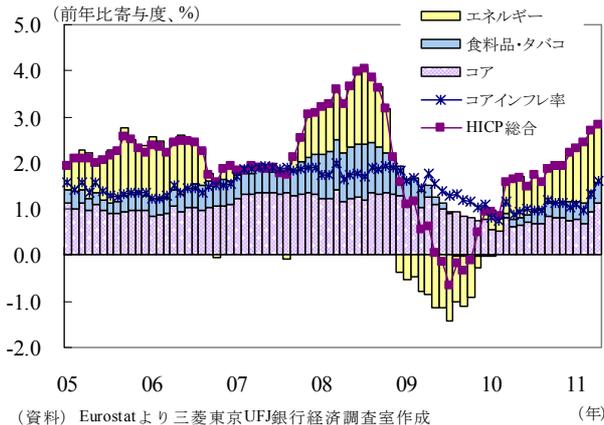
ECBはインフレ警戒から、年央に予防的な追加利上げへ

ECBは、インフレリスクに対する警戒から4月の理事会で政策金利を従来の1.00%から1.25%に引き上げたが、5月5日の理事会では政策金利の据え置きを全会一致で決定した。理事会後の記者会見でトリシェ総裁は、翌月の利上げを示唆するキーワードである「強い警戒」は使用せず、「インフレリスクを注視」するとの表現にとどめた。

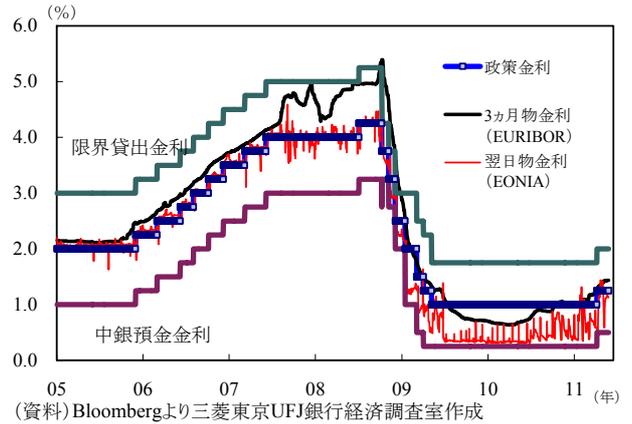
ECB は慎重な金融
政策運営に

足元のインフレ率加速に歯止めがかかっていない状況をふまえると、ECB が年央にもう一度追加利上げを実施する公算は大きい。ただし、それは4月と同様に、物価上昇抑制に向けた金融政策のファインチューニングという意味合いが強いとみられる。年央の追加利上げ以降、ECB は物価動向と周縁国情勢を両睨みしながら、慎重な金融政策運営を行うことになろう。

第13図：ユーロ圏の消費者物価指数



第14図：主要政策金利の推移



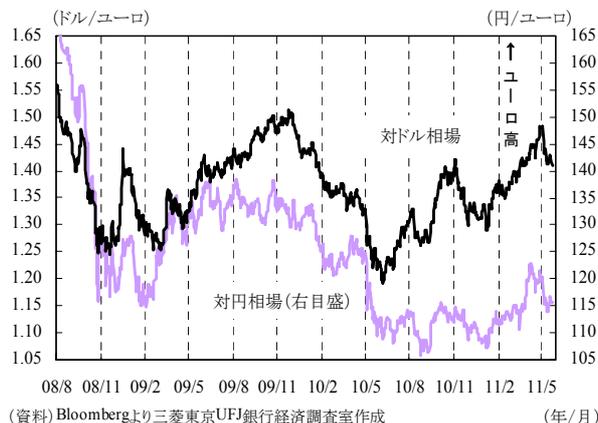
(5) ユーロ為替相場

ユーロ相場は年後
半は次第に軟調に

ユーロ為替相場は ECB による追加利上げ観測を背景に、5月初旬には一時1ユーロ=1.48ドルまで上昇した。しかし、5月のECB理事会を受けて早期の追加利上げ観測が後退したことをきっかけに下落傾向に転じた。その後はギリシャの債務再編など欧州のソブリン問題に注目が集まり、足元では同1.40ドル近辺まで低下している。

今後は、ECB の追加利上げ観測と周縁国の不安材料との綱引きとなり、乱高下しやすい展開が想定される。また、年末にかけては米国FRBの利上げ開始を視野に入れる市場参加者が増えるとみられ、ユーロは次第に軟調になろう。

第15図：ユーロ為替相場



(大幸 雅代)

2. 英国

(1) 景気動向

第1四半期の成長率は前期比0.5%

英国の第1四半期の実質GDP成長率は、前期比0.5%と前期の同▲0.5%からプラス成長に転じた(第16図)。ただし、内容をみると、成長のほとんどが輸出の増加と輸入の減少によるものであった。輸出以外のプラス成長は、政府最終消費支出のみで、個人消費や総固定資本形成は2期連続のマイナス成長となったほか、在庫投資もマイナスの寄与となった。政府最終消費支出の増加は、4月からの新年度予算における歳出削減を前に、物件費などの支出を駆け込みで行ったためとみられている。

内需の弱さが顕著

昨年第4四半期に低温や大雪といった一時的な要因により個人消費や総固定資本形成が減少したため、今年第1四半期には反動増が期待されたが、不発に終わった。内需の弱さが顕著になったといえる。

①家計部門

消費者信頼感は悪化

家計部門についてみると、改善の動きが足踏みしていた雇用情勢が、足元、逆に悪化に転じた(第17図)。4月の失業率は4.6%と前月より0.1%ポイント上昇した。失業率の上昇は15ヵ月ぶりである。これまで雇用情勢の改善が個人消費の回復につながっていたが、雇用情勢が悪化し始めれば、個人消費の回復傾向に歯止めがかかる可能性がある。実質小売売上は4月に前年比+2.8%へと加速したものの、イースター休暇が今年は4月の後半にずれ込んだことや、ロイヤルウェディングで押し上げられた面が強く、この勢いの持続性は乏しいと考えられる(第18図)。

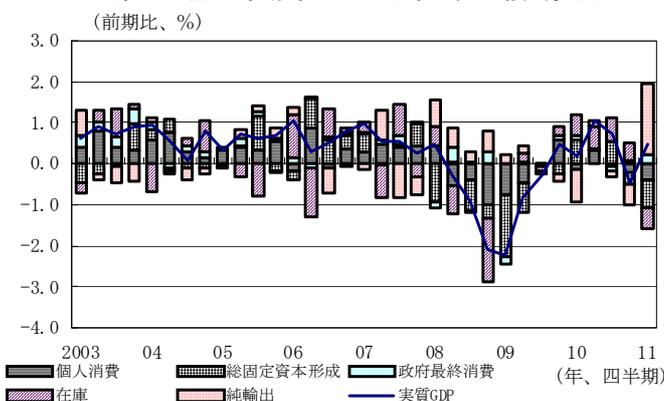
失業率は上昇

実質小売売上の加速は一時的

家計のバランスシート調整は進行

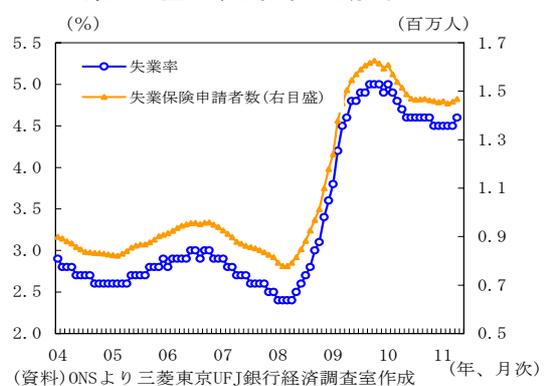
一方で、家計のバランスシート調整も進行中である。家計の債務残高の対可処分所得比は、今年第1四半期で1.45倍と着実に低下しているものの、水準自体は依然高い(第19図)。貯蓄率も昨年第4四半期に5.4%と

第16図：実質GDP成長率（前期比）



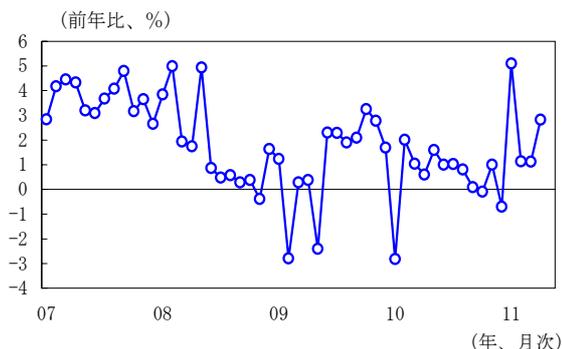
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：失業率の動向



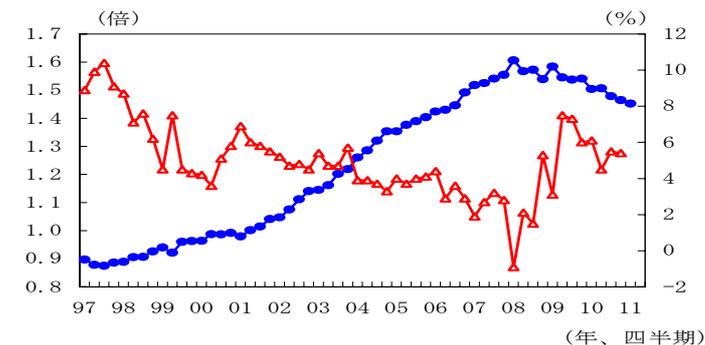
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 18 図：実質小売上の動向



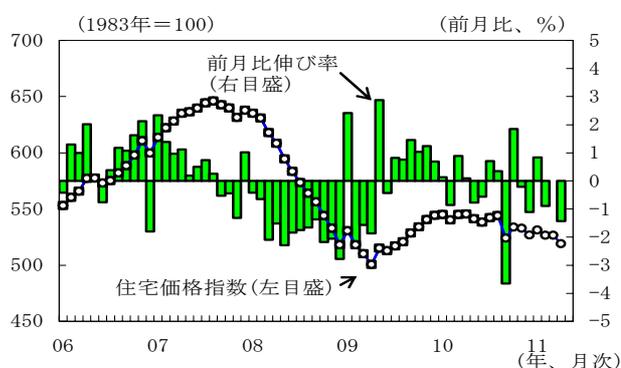
(資料)National Statisticsより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 19 図：家計のバランスシート調整と貯蓄率



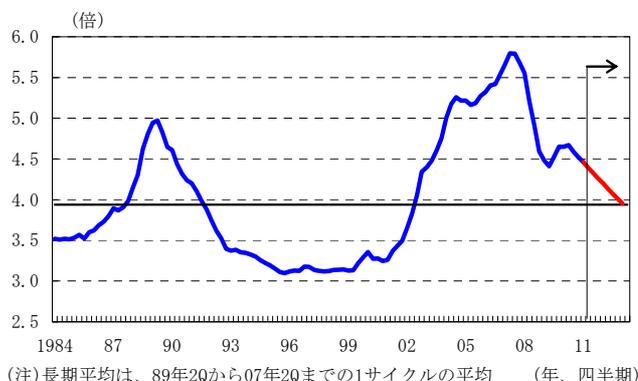
(資料)Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 20 図：住宅価格の動向



(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 21 図：住宅価格の年収倍率動向



(注)長期平均は、89年2Qから07年2Qまでの1サイクルの平均
(資料)ロイズBGより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

ピークアウトした感はあるものの、2000年以降の平均値4.3%を上回っている。家計は引き続き、債務返済のために貯蓄のウェイトを高め、消費を控えていることがわかる。

住宅価格は低下傾向が鮮明に

住宅価格は低下傾向が鮮明になってきた。4月のハリファックス住宅価格指数の伸び率は前月比▲1.4%と、2ヵ月ぶりにマイナスの伸びを示した(第20図)。昨年12月から今年4月までの間に住宅価格は1.5%低下している。

住宅価格は2013年第1四半期までさらに約6%下落する見込み

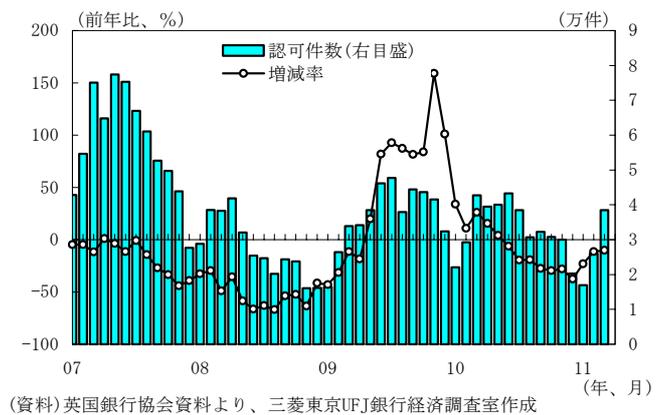
住宅価格がいつまでどのくらい下落するかは、英国景気が本格的な個人消費主導の回復を始める時期を占う上で参考となる。それを住宅価格の年収倍率を用いて試算した。まず、直近の住宅価格の年収倍率のピークからその前のピークの1サイクルの平均値は3.94倍であった(第21図)。足元の住宅価格の下落ペース及び平均賃金の上昇率が続くものとして、今年第1四半期の4.46倍が3.94倍まで低下する時期を試算すると2013年の第1四半期という結果が得られた。その間の住宅価格の下落率は6.2%となった。非常に緩やかな下落が2013年まで続くことになるとみられる。

住宅の販売状況も芳しくない。在庫に対する販売戸数の比率をみると、

第22図：住宅販売／在庫比率



第23図：住宅ローン承認件数



住宅需要は弱く、
住宅価格は弱含み

依然低い水準にある。今年4月には23.1%と90年代半ば頃の水準にとどまっている(第22図)。また、住宅ローンの承認件数をみても、前年水準を下回る状況が続いている(第23図)。住宅需要はまだ弱く、住宅価格は当面、弱含みで推移するであろう。

②企業部門の動向

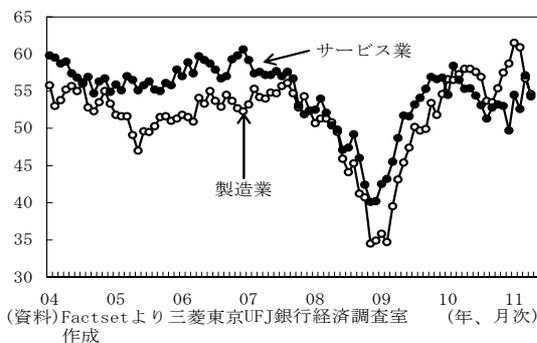
製造業の景況感は
急落

企業の景況感を購買担当者指数でみると、製造業が3、4月と連続して大きく落ち込んでいる(第24図)。輸出の増加などにより、製造業の景況感は大きく改善してきたが、3月以降、反転している。水準が景気判断の分岐点とされる50を上回っている状況が続いているとはいえ、景気の先行指標であり、今後の動向には注意する必要がある。

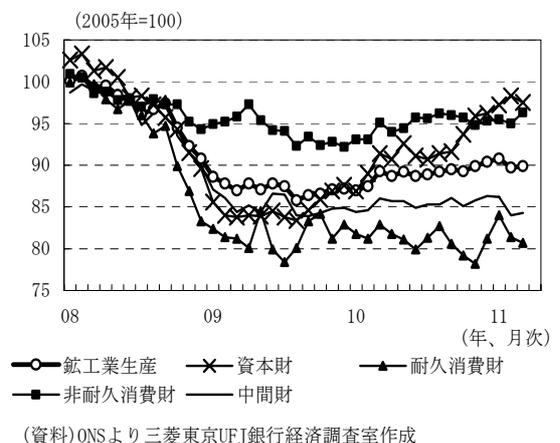
生産は緩やかな回復傾向

生産は一進一退ながらも、緩やかな回復傾向にある。3月の鉱工業生産は前月比+0.3%と2ヵ月ぶりに前月比プラスの伸びとなったものの、2月の落ち込みを取り戻すには至っていない。これまで全体の伸びを支えてきた資本財が3月には8ヵ月ぶりにマイナスの伸びを示しており、回復傾向にあった英国の鉱工業生産は踊り場を迎えた可能性が出てきた。

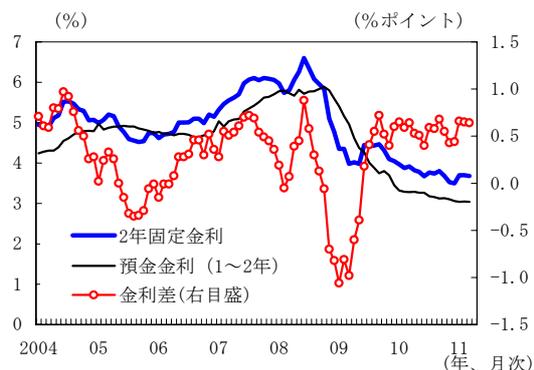
第24図：購買担当者指数



第25図：鉱工業生産

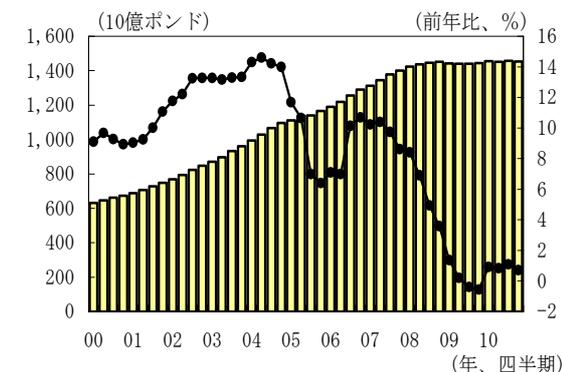


第 26 図：住宅ローンのスプレッド



(注) 金利差=2年固定住宅ローン金利-1~2年定期預金金利-政策金利
(資料) Factsetより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 27 図：個人向けの貸出動向



個人向け貸出残高 ● 前年比伸び率(右目盛)
(資料) BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

③銀行貸出の動向

住宅ローン金利の スプレッドは高め

住宅ローンの承認件数が前年水準を下回っているなか、金融機関の住宅ローン金利とほぼ同期間の預金金利の差（スプレッド）は高めの水準にある（第 26 図）。英国の住宅ローンで最も利用される 2 年固定金利と 1～2 年の定期預金金利のスプレッドは、今年 3 月に 0.64%ポイントであった。これは、住宅ブームであった 2006 年後半から 2007 年半ば頃の水準と同じである。ただし、現在は住宅需要が乏しく、住宅ローンの申込者も当時よりは少ないなかで、この水準のスプレッドであるということは、金融機関の金利設定が住宅ローンを積極的に増やす方向で行われていないことを示している。

個人向け貸出は低 迷が続く

実際、個人向け貸出は低迷している（第 27 図）。昨年第 4 四半期の個人向け貸出残高は前年比+0.7%と横ばい圏内の動きが続いている。金融機関が積極的に貸出を増やす金利設定を行っていないことからしても、貸出は当面低迷すると考えられる。

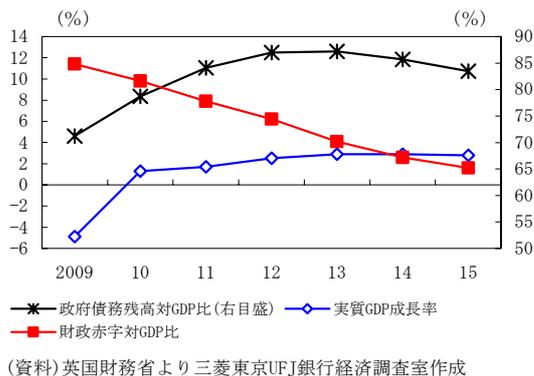
(2) 財政の動向

英国政府は財政赤 字削減を本格化

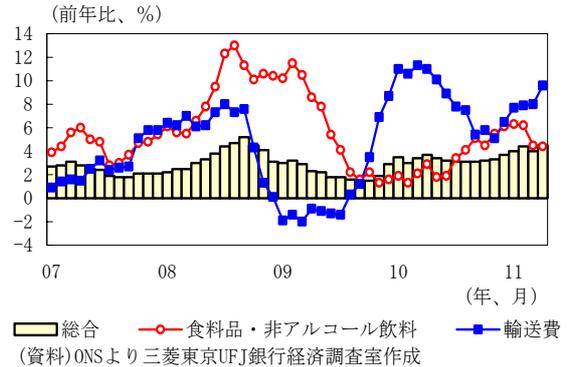
今年度より、英国政府は本格的に財政赤字の削減を始めた。3 月に発表された 2011 年度予算書によれば、2010 年に対 GDP 比で 9.8%であった財政赤字を 2011 年には 7.9%、そして、2014 年には 3%以下の 2.6%へと低下させる計画である（第 28 図）。しかし、早くもその実現が難しくなりつつある。財政赤字削減計画の前提となっている実質 GDP 成長率をみると、2011 年に 1.7%、2012 年 2.5%となっている。実質 GDP は昨年第 3 四半期以降、ほぼ横ばいに推移しているなど、足元の实体经济の動きが弱いことに加え、財政緊縮の動きが本格化してくることを踏まえると、2011 年に 1.7%成長を実現することは難しい。また、2012 年の 2.5%成長もかなり楽観的な見通しといえる。

英国政府の経済成 長率見通しは楽観 的

第 28 図：英国政府の財政赤字見通し



第 29 図：インフレ率の動向



追加の財政赤字削減が必要になる可能性

このため、見込み通りに税収の増加を図ることができなければ、追加の財政赤字削減策が必要になる可能性が出てきた。政府債務残高の対GDP比が将来のピーク時で90%を上回ることが視野に入ってくれば、英国財政への信認が揺らぐ可能性もある。

こうしたなか、現在のキャメロン政権は国民の反発を受けつつも、財政再建については、強い意思をもって、厳しい姿勢で取り組んでおり、果敢に財政赤字削減を進めることが期待できよう。

(3) インフレ率及び金融政策の動向

4月のインフレ率は4.5%

4月の消費者物価上昇率は前年比4.5%へと上昇した(第29図)。今年のイースター休暇が4月後半となったため、それに伴う航空運賃の上昇も4月にずれ込んだ結果、輸送費の上昇率が高まった。航空運賃以外のガソリン価格の上昇も続いているほか、食料品価格の上昇もインフレ率を押し上げた。

5月 MPC では金利据え置き

一方、5月5日の金融政策委員会(MPC)では、現状の金融政策が維持された。前月同様、9人の政策委員のうち、最もタカ派のセンタンス委員を含め3人の委員が利上げを主張した。

(4) 今後の見通し

今年の実質 GDP 成長率は1.4%。

2011年の英国経済は、回復傾向を持続するが、昨年第3四半期以降、実質GDPがほぼ横ばい推移にとどまるなど、足元の实体经济の動きが弱いこと、また、財政緊縮の動きが本格化することを踏まえると、高い成長率を期待するのは難しい。今年の実質GDP成長率は昨年より若干加速するものの、前年比1.4%にとどまろう。

BOE は性急な利上げを回避

2012年は、財政緊縮による下押し圧力が残る中、実質GDP成長率は1.8%となろう。

金融政策については、足元のインフレ率が、イングランド銀行(BOE)のターゲットである2.0%を大きく上回っているものの、性急に利上げに踏み切ることはないとみる。インフレ率がターゲットを1%ポイント以上

上回ったときに BOE 総裁が財務大臣に提出するレターでは、性急な利上げは中期的にインフレ率をターゲット水準以下まで低下させるリスクがあるとしており、BOE が 6、7 月の MPC で利上げに踏み切る可能性は小さいと考えられる。実際に利上げに踏み切るのは、今年の第 4 四半期になろう。

利上げペースは従来より緩やか

それ以降も、景気回復の足取りが緩やかなことから、利上げのペースはこれまでよりも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 2010 (10億ドル)	実質GDP成長率 (%)			消費者物価上昇率 (%)			経常収支 (億ドル)		
		2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)
ユーロ圏	12,193	1.7	1.6	1.7	1.6	2.5	1.9	▲ 488	▲ 215	▲ 80
ドイツ	3,316	3.6	3.0	1.9	1.1	2.4	2.1	1,730	1,830	1,860
フランス	2,583	1.5	1.7	1.8	1.5	2.0	1.6	▲ 545	▲ 520	▲ 480
イタリア	2,055	1.2	1.1	1.2	1.5	2.4	2.2	▲ 728	▲ 653	▲ 585
英国	2,247	1.3	1.4	1.8	3.3	4.3	2.2	▲ 560	▲ 639	▲ 608

(2) 需要項目別見通し

(単位：%)

	ユーロ圏			英国		
	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)	2010年 (実績)	2011年 (見通し)	2012年 (見通し)
名目GDP	2.5	2.9	3.3	4.1	4.3	3.3
実質GDP	1.7	1.6	1.7	1.3	1.4	1.8
<内需寄与度>	0.8	0.3	0.6	2.3	0.4	1.9
<外需寄与度>	0.9	1.3	1.1	▲ 1.0	1.1	▲ 0.2
個人消費	0.7	0.0	0.2	0.6	0.1	1.7
政府消費	0.7	▲ 0.0	0.2	0.8	0.9	0.7
総固定資本形成	▲ 0.8	0.5	1.7	3.0	▲ 2.6	3.6
在庫投資	▲ 158	▲ 35	60	4	70	83
純輸出	1,181	2,206	3,073	▲ 407	▲ 263	▲ 294

- (注) 1. ユーロ圏は2008年にキプロス・マルタ、2009年にスロバキア、2011年にエストニアが参加し17カ国。
 2. 内需・外需は実質GDP成長率への寄与度、それ以外は前年比伸び率。
 3. 在庫投資、純輸出は実質値(ユーロ圏は2000年価格：億ユーロ、英国は2003年価格：億ポンド)。
 経常収支は名目値(億ドル)。
 4. 消費者物価は、EU統一基準インフレ率(HICP)。