

# 内外経済の見通し

## 世界経済見通し概要

～世界経済は構造調整圧力が根強く残り、  
当面、勢いを欠く成長が続く見通し～

## 日 本

～日本経済は復旧・復興活動の本格化という「牽引力」で  
外部からの「下押し圧力」を凌ぎ、回復の度を増していく見通し～

## 米 国

～構造調整の一部進展を受け、成長率はごく緩やかながらも高まる展開に～

## 西 欧

～欧州経済は低迷、債務問題による下押しにはドイツの牽引力も不十分～

## ア ジ ア

～景気は当面減速傾向が持続、秋口以降、緩やかな回復へ～

## オーストラリア

～非資源部門の低迷で景気拡大は緩慢～  
政府が財政黒字化を目指すなか、追加利下げが景気浮揚の鍵に

## 中南米

～地域全体では緩やかな成長見込むも、成長格差も広がる～

## ロシア・中東欧

～西欧経済の減速を受け、2012 年の成長率は低下～

## 原油価格

～世界景気の先行き不安は払拭されないが、  
供給懸念が原油価格の押し上げ要因に～

## 世界経済見通し概要

### 世界経済は構造調整圧力が根強く残り、当面、勢いを欠く成長が続く見通し

世界経済は引き続き構造調整圧力が根強く残り、当面、潜在成長率を下回る勢いを欠く成長が続く見通しである。従来の景気回復局面でみられたような力強い景況感の持ち直しは、今来年を通じて展望しづらい情勢である。

米国経済は、最大の構造問題である住宅市場の需給バランス調整に今暫くの時間が必要な状況にあるほか、将来的な財政緊縮が不可避であるなど、構造的な景気下押し圧力が根強く残り、なかなか安定的な回復軌道に乗れない状態が続いている。構造調整の一部進展を背景に、年後半から来年にかけて成長率を高めていく展開が予想されるものの、その勢いはごく緩やかなものにとどまろう。年末までに必要な予算措置を取らなければ、意図せざる過度の財政緊縮が始まってしまうという所謂「財政の崖」を、11月に大統領・議会選挙を控えるなか、年末までの与野党合意で無事乗り切ることができるかも大きなリスク要因である。

欧州経済は、欧州債務問題が抜本的解決策に決め手を欠く中この先もグズグズと長期化、財政緊縮の継続・金融市場の波乱・欧州銀行の金融機能低下など様々な経路から景気を下押し展開が続くことが予想される。今後、年単位の期間にわたり、景気低迷が継続する虞が強い。足元耳目を集める事象だけをみても、ギリシャの政局混乱・スペインの不良債権問題など、それぞれ単独で経済への深刻なネガティブ・インパクトを持つ波乱要因が山積している状況である。

アジア経済は、欧州経済失速の影響から成長の牽引役である輸出が大きく減速、成長率を鈍化させてきた。ただその一方で、もうひとつの成長の牽引役である内需が堅調な雇用環境等を背景に底固く推移、昨年10～12月期のアジア11カ国・地域の実質GDP成長率は6%台半ばを確保した。金融政策が域内を通じて総じて緩和基調にあることも、景気浮揚にプラスとなることが期待できる。今後についても、中国・インド・インドネシアなどの人口大国を中心に旺盛な内需が景気を下支えし、大幅な減速は回避できる見込みである。

こうしたなか、わが国経済は、昨年秋口よりみられた足踏み状態を脱し、年明け以降、再び勢いを取り戻しつつある。この先も、震災復旧・復興活動の本格化という「牽引力」に支えられ、今年度一杯を通じて、相応の成長率を確保できる見通しである。ただ、一方で、想定を超える世界経済の後退や金融危機の発生、一層の円高・原油高の進行、電力需給の想定以上の逼迫など、わが国経済を予想以上に下振れさせるリスクも枚挙に暇がなく、引き続き警戒は怠れない。

(経済調査室長 松宮 基夫)

## I. 日本

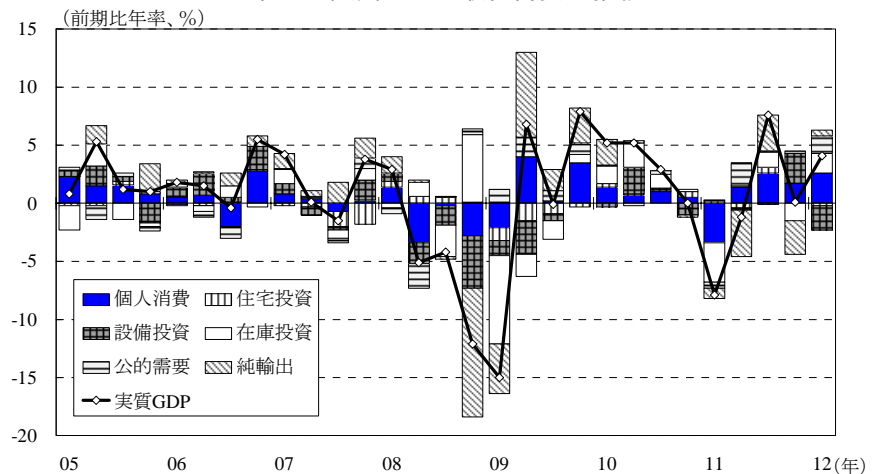
### ～日本経済は復旧・復興活動の本格化という「牽引力」で 外部からの「下押し圧力」を凌ぎ、回復の度を増していく見通し～

#### 1. 景気の現状

1-3 月期には内外需とも総じて堅調で、**実質 GDP 成長率は再加速**

日本経済は、昨年秋口以降にみられた足踏み状態を脱し、再び勢いを取り戻しつつある。年明け後の 1-3 月期の**実質 GDP 成長率は前期比年率 +4.1%**（第 1 図）。昨年 10-12 月期のほぼゼロ成長（正確には同+0.1%）からはっきりと加速し、景気が引き続き回復過程にあることをしっかりと示した。最終需要項目別には、**個人消費が同+4.4%**と、これで 4 四半期連続の増加。公的需要の同+6.2%もの増伸とあわせて、凡そ一時的なものと推察される**設備投資（同▲14.8%）**および**住宅投資（同▲6.1%）**の減少をカバーした。また、外需面では、**輸出（同+12.3%）**の伸びが**輸入（同+8.0%）**を上回り、差し引き、**実質 GDP 成長率に対して 2 四半期ぶりのプラス寄与（同+0.5%）**となった。このほか、在庫投資の寄与も同+1.7%と大きかった。なお、こうした結果、東日本大震災の発生直後に始まった 2011 年度の実質 GDP 成長率は前年度比▲0.01%と、小幅ながらもマイナスに終わった。

第1図：実質GDPと最終需要の推移

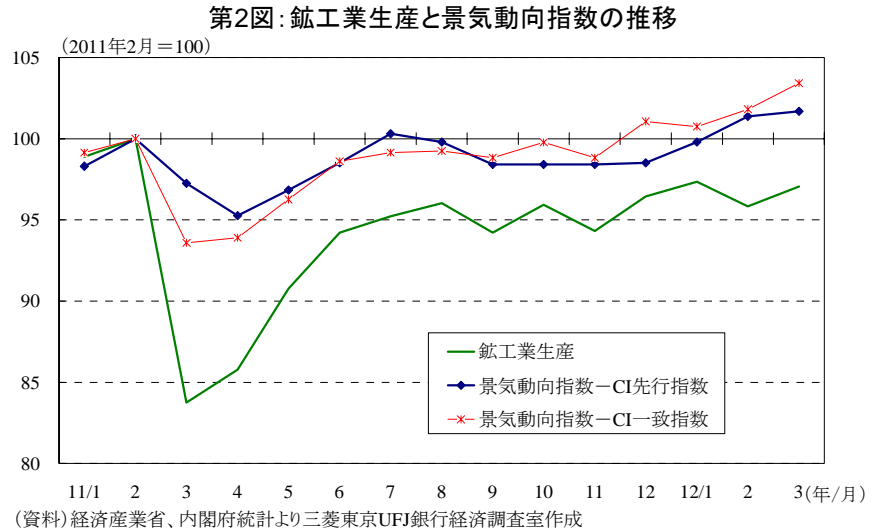


(資料)内閣府統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

月次指標も右上がり、**景気先行指数は増勢持続を示唆**

月単位で眺めると、**鉱工業生産は 2 月に前月比▲1.6%**と減少を示したものの、1 月に同+0.9%、3 月に同+1.3%と増加し、1-3 月期の合計では**前期比年率+5.1%**の伸びを確保した格好となっている（第 2 図）。製造工業生産予測調査によると、4 月にも前月比+1.0%と続伸の見込みだ。この他にも、景気に敏感な各種月次指標の動きを合成した**景気動向指数のうち、特に先行指数の良好さが目立つ**(昨年 12 月以降 4 ヶ月連続の前月比上昇)。水準的にみても、**一致指数とともに震災前を回復済み**。震災以降の回復局面は、震災直後の復旧活動を中心とした一時的な反発であった第 1 段

階（実質 GDP 成長率は昨年 7-9 月期に前期比年率+7.6%と急伸したが、翌 10-12 月期には同+0.1%止まり）と比べ、持続力や景気全体の牽引力という特長を持つ第 2 段階へ入ってきたと評価できよう。



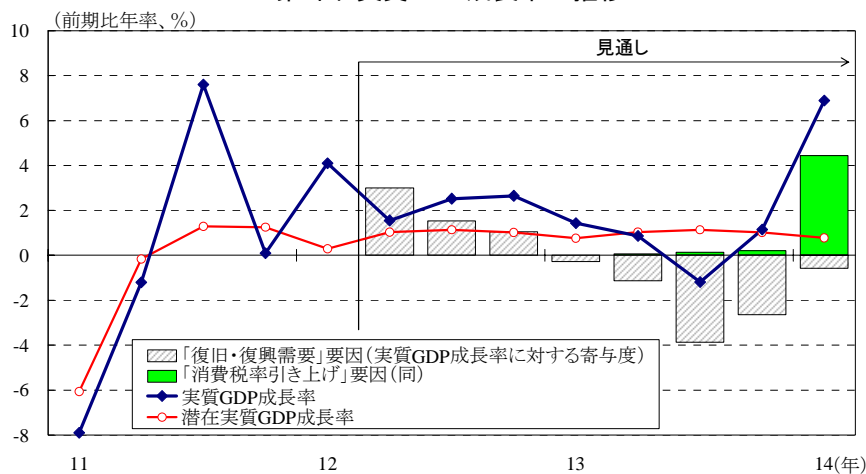
## 2. 今後の景気見通し

### <概要>

2012 年度は安定感のある比較的高めの成長、13 年度は上下に振れる景気展開を予想

先行きを展望すると、日本経済は当面、そうした回復局面の第 2 段階に位置し続ける公算が高い。確かに、海外経済の脆弱さ、円高や原油高の定着など「下押し圧力」は残るものの、後述するようナリスクレベルにまでは至らないことを前提とすれば、震災復旧・復興活動の本格化という「牽引力」が優勢になろう。今後の日本経済は、復旧・復興活動、関連需要の盛り上がりを契機に、全般的な国内需要や生産、輸出面と回復の裾野を拡げながら、その勢いを着実に強めていくことが見込まれる。実質 GDP 成長率でみると、直近 1-3 月期に大きく上昇したが、これ以降も今年度一杯は高めのまま推移し（第 3 図）、2012 年度の合計では前年度比+2%台半ばの成長率になるものと予想している。13 年度については、上半期が復旧・復興活動の一段落からいったん鈍化、下期が消費税率引き上げ（14 年度初と想定）前の駆け込み需要で再加速、締めて同+1%台前半の成長率となる見通しである。

第3図: 実質GDP成長率の推移



(資料) 内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

リスク要因は数あるが、中でも今夏場の電力需給の逼迫を先ず警戒

一方、このようなメインシナリオに対するリスクは依然、下振れ方向にあると考えている。更なる世界景気の軟化（世界的な景気後退・金融危機の発生）、一段の円高や原油高の進行などが引き続きリスク要因として残るほか、とりわけ喫緊では電力問題の拡大が懸念される。「需給検証委員会」が示した今夏の電力需給見通しによると、例えば関西電力管内の状況は昨夏の東京電力管内（政府は、供給予備率▲10.3%という昨年5月時点での見通しを基に、同管内を対象とした15%の使用制限令の発動を決定）よりも深刻である（第1表）。デフレギャップの縮小にあわせて下落幅が緩やかに縮小していくと予想される物価面での波乱要因になることも含め、短期的に最も注意を要するポイントだと言える。

第1表: 今夏(8月)の電力需給見通し (需給検証委員会報告ベース)

	①最大需要 (2010年並み猛暑、 2012年の経済状況、 定着節電効果等を前提)	②供給力 (原子力ゼロ、 追加的な供給力 増強策実施等を前提)	需給バランス (=②-①)		3%の「供給予備率」を 確保するために必要な 「要解消需給ギャップ」	
			供給予備率 (%)	供給予備率 (%)	供給予備率 (%)	供給予備率 (%)
9社合計	17,006	17,032	25	0.1	▲ 493	▲ 2.9
北海道電力	494	485	▲ 10	▲ 1.9	▲ 24	▲ 4.9
東北電力	1,422	1,475	53	3.8	11	0.8
東京電力	5,520	5,771	251	4.5	83	1.5
北陸電力	558	578	20	3.6	3	0.6
中部電力	2,648	2,785	137	5.2	58	2.2
関西電力	2,987	2,542	▲ 445	▲ 14.9	▲ 535	▲ 17.9
中国電力	1,182	1,235	53	4.5	18	1.5
四国電力	585	587	2	0.3	▲ 16	▲ 2.7
九州電力	1,610	1,574	▲ 36	▲ 2.2	▲ 84	▲ 5.2

(資料) 需給検証委員会資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## <詳細>

### (1) 企業部門

#### ①輸出・生産

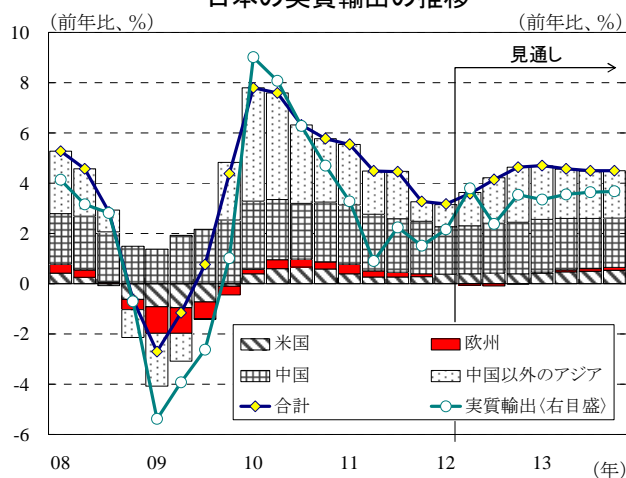
輸出は、米国や中国以外のアジア向けを中心に回復

1-3月期の実質輸出はGDPベースで前期比年率+12.3%と、2四半期ぶりに増加した。欧州や中国向けでは低迷が続いた一方、米国や中国以外のアジア向けが回復した。主要な輸出先の実質GDP成長率は1-3月期まで低下してきたが、今後は米国やアジアを中心に緩やかながら上昇していくものと想定され、我が国の輸出も増加基調を辿る見通しである(第4図)。また、貿易収支は2011年度に大幅な赤字となった。鉱物性燃料などの輸入が引き続き拡大するとみられるが、13年度後半頃には貿易赤字の解消が可能となる水準にまで、輸出が回復するものと予想される。

生産も、輸出回復と復旧・復興需要の顕現で、拡大見込み

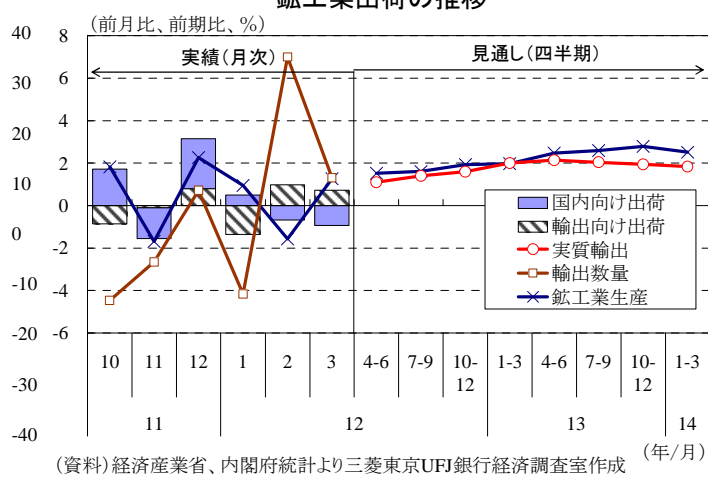
生産については足元、輸出関連を中心に持ち直し方向にある(第5図)。今後も、海外景気が緩やかに加速し、輸出の増加が続くと見込まれることに加え、国内でも復旧・復興需要による押し上げが想定される。この結果、先行きの国内生産は拡大基調を辿る公算が大きい。

第4図: 主要な輸出先国・地域の実質GDP成長率と日本の実質輸出の推移



(注)『欧州』はユーロ圏と英国、『中国以外のアジア』はNIEs、ASEAN4およびインド。『合計』は、各国・地域の実質GDP成長率を日本の名目輸出ウェイト(通関ベース)で加重平均したもの。  
(資料)内閣府、各国統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図: 鉱工業生産と実質輸出および仕向先別みた鉱工業出荷の推移



(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企業収益・設備投資

企業収益は2012年度、13年度と増加の見通し

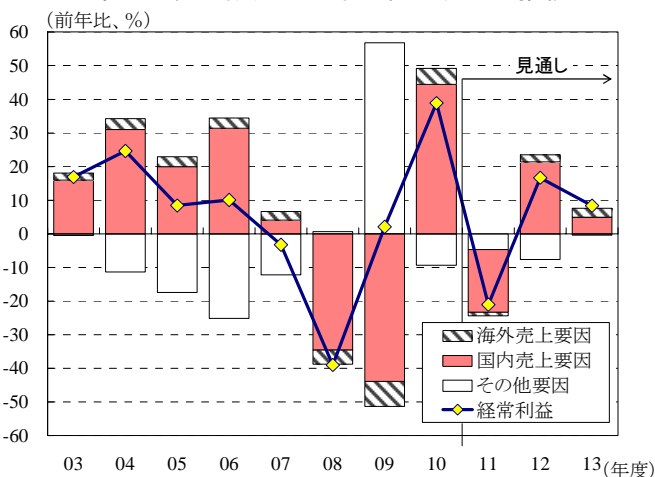
日銀短観の3月調査によると、2011年度の経常利益は前年度比▲9.4%、3年ぶりの減益となる見込みである。うち、製造業(同▲14.5%)が大幅減益の一方、非製造業(電気・ガスを除いて同+3.6%)は建設や小売等を中心に復旧・復興需要などの影響を受けて増益見込みが示されている。この先、12年度には、輸出の回復や復旧・復興需要の本格化といったポジティブな影響が幅広い業種に波及することで、非金融法人企業全体の経常利益は回復するものと予想される(第6図)。また、13年度についても、消費税率引き上げ前の駆け込み需要が奏功する形で2年連続の増

益となる見通しである。あわせて、企業の海外展開の拡大の結果、趨勢的に増加してきた海外現法からの直投収益も、わが国企業の収益環境へのプラス寄与を徐々に高めていくことが期待される。

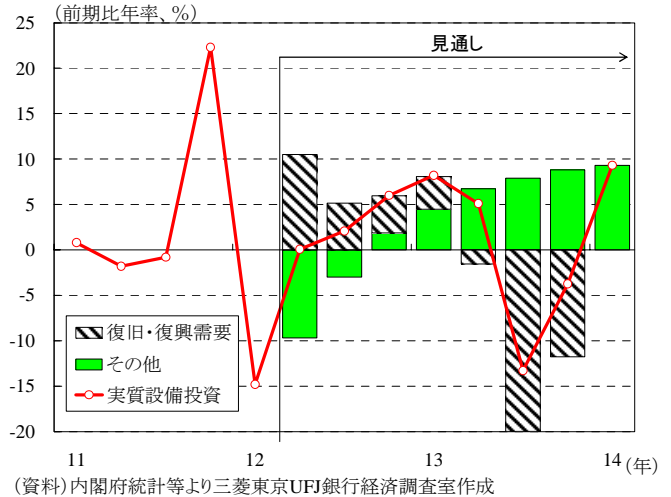
### 設備投資は復旧・復興需要を受けて、しばらく堅調推移の見通し

実質設備投資は、1-3月期に前期比年率▲14.8%と2四半期ぶりに減少した（第7図）。ただし、昨年10-12月期の大幅増（同+22.3%）の反動減という側面も大きいと推察される。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）をみても、1-3月期の前期比+0.9%の後、4-6月期には同+2.5%の増加が続く見込みとなっている。1-3月期の落ち込みは一時的に止まる公算が大きく、今後の設備投資は復旧・復興需要の本格化に伴って再び勢いを強めていくと予想される。また、復旧・復興需要のピークは2012年度末～13年度初になるものと想定されるが、その頃には企業収益の回復に伴ってベースの投資需要が着実に強まっていると考えられる。このため、設備投資は復旧・復興需要の一段落で13年度半ばに一旦マイナスに振れるとしても、腰折れには至らず、改めて勢いを取り戻す見通しである。

第6図：非金融法人企業の経常利益の推移



第7図：実質設備投資の推移



## (2) 家計部門

### ①個人消費

個人消費は4四半期連続で増加するなど、堅調な推移

1-3月期の実質個人消費は前期比年率+4.4%と4四半期連続で増加し、増加率もその間での最高となった（第2表）。財別にみると、耐久財が同+7.4%と急伸。とりわけ、昨年末からのエコカー補助金制度の再開を受けた自動車販売などが好調であった。さらには、半耐久財、非耐久財、サービスも揃って増加した。消費者マインドが一段と上向き、雇用者所得も緩やかながら回復してきたことなどが、個人消費を広くサポートした模様である。

## 個人消費は今後も、所得とマインドの両面から、堅調持続の見込み

先行きの個人消費は、自動車販売の息切れなどで4-6月期に一旦伸び悩むも、以降は増加基調を辿るものと予想される（第8図）。家計部門を取り巻く環境をみると、所得面では生産・労働時間の拡大などにあわせた雇用者所得・報酬の緩やかな増加が見込まれ、マインド面とともに、引き続き個人消費をサポートする公算が大きい。また、2013年度以降は、消費税率の引き上げが個人消費を振れさせる要因になり得る。引き上げ直前の同年度末には駆け込み需要が発生し、個人消費が一時的に急伸する見込みである。

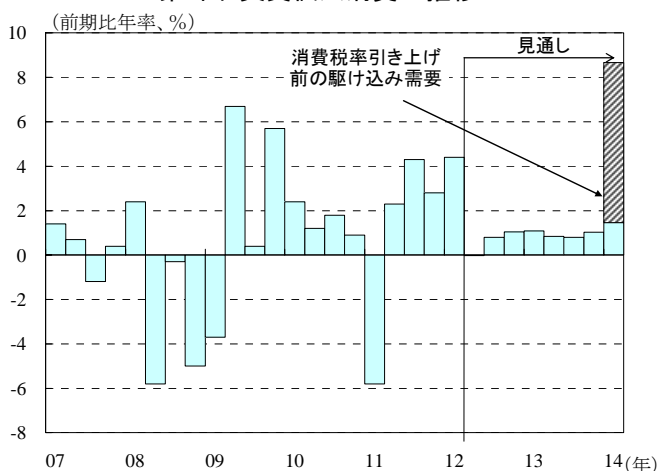
第2表：消費関連指標の推移

	2011年 (%)				2012年 (%)
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期
実質個人消費 (前期比年率)	▲ 5.8	2.3	4.3	2.8	4.4
耐久財	▲ 22.7	19.4	26.4	1.6	7.4
半耐久財	▲ 4.2	16.9	8.0	▲ 0.5	6.6
非耐久財	5.6	▲ 6.8	0.8	4.1	5.2
サービス	▲ 7.8	2.1	2.2	3.6	3.6
消費者態度指数 (前期比)	▲ 5.8	▲ 8.7	7.3	1.8	3.9
GDPベースの雇用者報酬 (前期比)	1.1	▲ 0.5	▲ 0.3	0.3	0.3
常用雇用者数	0.3	▲ 0.1	0.2	0.2	0.2
労働時間	▲ 0.5	▲ 0.1	0.5	0.3	0.9
時間あたり賃金	1.9	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 1.2	0.5

(注) 『常用雇用者数』、『労働時間』、『時間あたり賃金』は、調査産業計、事業規模5人以上。

(資料) 内閣府、厚生労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：実質個人消費の推移



(資料) 内閣府統計等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## ②住宅投資

### 住宅投資は減少したが、先行指標の着工はプラス転化

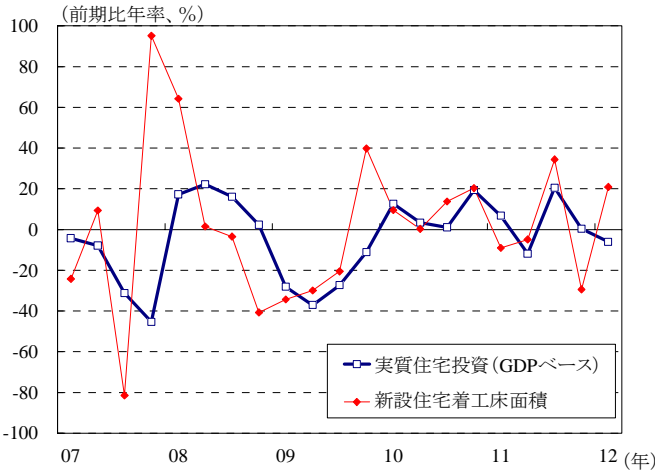
実質住宅投資は1-3月期に前期比年率▲6.1%と、3四半期ぶりに減少した（第9図）。昨年7-9月期の住宅投資を大きく押し上げた「住宅エコポイント」や「フラット35S」金利優遇拡大措置は昨夏に終了したが、その影響が続いたとみられる。もっとも、先行指標とされる新設住宅着工床面積は1-3月期に再び増加に転じており、当効果剥落の影響は一巡したものと考えられる。

### 住宅投資は当面、復旧・復興需要や政策効果で着実に拡大の見通し

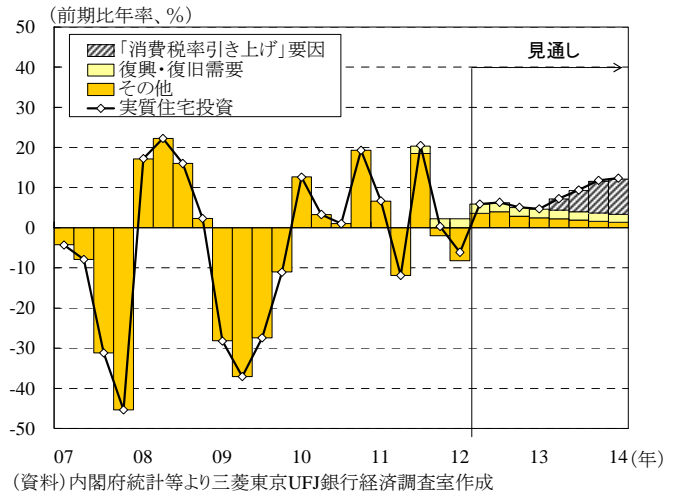
今後については、震災で毀損した住宅の再建活動が暫く継続するものと想定される（第10図）。加えて、「復興支援・住宅エコポイント」や「フラット35S エコ」（適用金利の引き下げ幅拡大）など一連の支援策も、低金利環境の継続や雇用者所得の増加などと相俟って、住宅取得を後押しする公算が大きい。また、消費税率の引き上げは、住宅投資に対しても少なからず影響を及ぼす見込みだ。過去の例からみると、2014年度初の引き上げに先立って、13年度入り後からの住宅投資の盛り上がりが予想される。



第9図: 実質住宅投資と新設住宅着工床面積の推移



第10図: 実質住宅投資の推移



### (3) 政府部門

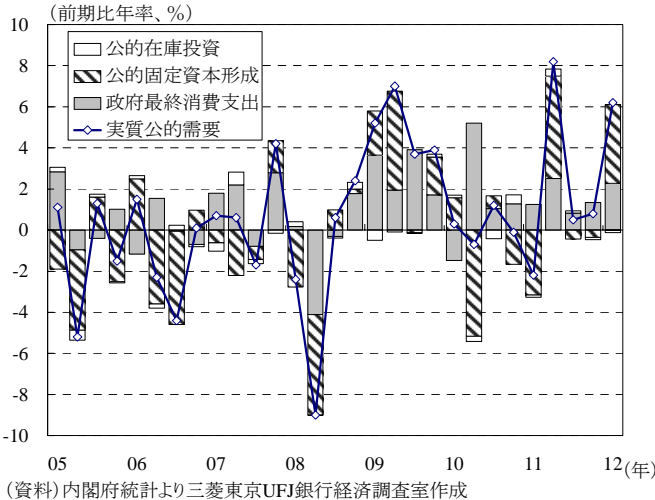
公的需要は、4 四半  
期連続で増加

1-3 月期の実質公的需要は、前期比年率+6.2%と 4 四半期連続で増加した (第 11 図)。政府最終消費の増加が続いたことに加え、公的固定資本形成がプラスに転じたことで、公的需要全体の伸びが拡大した。2011 年度補正予算の執行が本格化し、被災地以外でも防災関連を中心に公共事業が増加してきたことが要因とみられる。

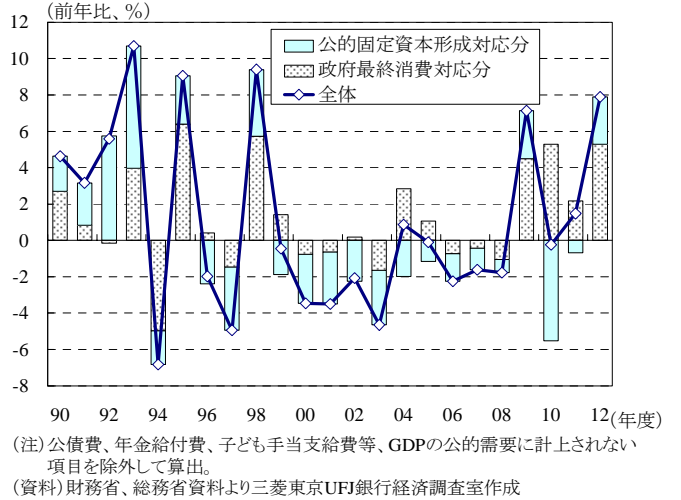
2012 年度の公的需  
要は、一段と大きく  
増加する見込み

2012 年度の公的需要は、復旧・復興事業が押し上げ要因となり、力強い伸びが予想される。国と地方の 12 年度の予算をみると、GDP の公的需要に対応する歳出は前年度比+7.9%と大きく増加する格好になっている (第 12 図)。一方、13 年度については、復興関連の財政支出のピークアウトにより、12 年度対比で減少に転じる公算が大きい。

第11図: 実質公的需要の推移



第12図: 国・地方の公的需要に対応する歳出の推移



#### (4) 物価

コア消費者物価のプラス転化はテクニカルな要因によるところが大きい

2月から4月までの消費者物価は生鮮食品を除くコアベースで、3ヵ月続けて前年比プラスとなった(第13図)。エネルギー価格の上昇に加え、2月に行われた調査対象品目入れ替えの結果、テレビ価格が上昇に転じたことも影響している(品目入れ替えの影響は前年比0.3%ポイント)。食料(酒類を除く)及びエネルギーを除くコアベースでも、4月には同▲0.3%と1月(同▲0.9%)から下落幅が顕著に縮小しているが、これまた品目入れ替えというテクニカルな要因によるものであり、デフレ圧力が急速に後退しているとみるのは早計であろう。

今後は徐々に物価下落幅が縮小していくと予想

この先も、消費者物価は引き続きマイナスで推移し、デフレギャップの縮小ペースに合わせて、緩やかに下落幅を縮小させていくとみられる。なお、今年7月に予定されている東京電力管内での平均10.28%の電力料金の引き上げは、全国ベースのコア消費者物価を0.1%押し上げると試算される。また、仮に、原発停止に伴う火力発電燃料費の増加分を全ての電力会社が全額価格転嫁した場合には、国内企業物価は1.11%、コア消費者物価は0.66%押し上げられるとの試算結果になる(第3表)。

第13図: 消費者物価の推移



(資料)総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3表: 火力発電燃料費の増加分が  
全て価格転嫁された場合の物価への影響

企業部門	電力料金 上昇率	30.2%
	国内企業物価の 押し上げ幅	1.11%ポイント
家計部門	電力料金 上昇率	19.9%
	コア消費者物価の 押し上げ幅	0.66%ポイント

(資料)日本銀行、総務省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 金融政策・市場の現状と見通し

#### (1) 金融政策

日銀は金融緩和を一段と強化

日銀は、4月27日に開催された金融政策決定会合において、資産買入等基金の長期国債買入枠の10兆円増額や買入れ対象国債の残存期間延長(2年→3年)、リスク性資産の買入枠拡大等を決定した。また、同日に公表された「展望レポート」では、2013年度にかけてコア消費者物価の上昇率が前年度比+0.7%まで高まり(第4表)、あわせて、「その後、当面の『中長期的な物価安定の目途』である1%に遠からず達する可能性が高い」との見通しが示された。

**13年度までの実質  
ゼロ金利政策解除  
の可能性は小さい**

この「展望レポート」中の物価見通しを月単位に分解し、2014年度まで延長してみると、コア消費者物価の上昇率は13年度末に前年比+0.9%となり、14年後半に同+1%を上回ると試算される(第14図)。すなわち、早ければ13年度後半に、日銀が実質ゼロ金利政策解除の条件とする「物価安定が展望しうる情勢」が整ってくるということができよう。もっとも、当面はデフレ圧力が根強く残る可能性が高いなか、「展望レポート」の想定通りにインフレ率が高まるかは不透明である。さらに、14年初に想定される消費税率引き上げの前後に、金融引き締めにも動くことも難しいであろう。13年度までの間に実質ゼロ金利政策が解除される可能性は小さいと考えられる。

第4表: 日銀政策委員の大勢見通し(4月時点)

(前年度比、%)

	実質GDP	国内企業 物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	-0.2~-0.2 <-0.2>	+1.7	0.0
1月時点の見通し	-0.4~-0.3 <-0.4>	+1.8~+1.9 <+1.8>	-0.1~0.0 <-0.1>
2012年度	+2.1~+2.4 <+2.3>	+0.4~+0.7 <+0.6>	+0.1~+0.4 <+0.3>
1月時点の見通し	+1.8~+2.1 <+2.0>	-0.1~+0.2 <+0.1>	0.0~+0.2 <+0.1>
2013年度	+1.6~+1.8 <+1.7>	+0.7~+0.9 <+0.8>	+0.5~+0.7 <+0.7>
1月時点の見通し	+1.4~+1.7 <+1.6>	+0.6~+1.0 <+0.8>	+0.4~+0.5 <+0.5>

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

第14図: 消費者物価(生鮮食品を除く総合)の推移

(前年比、%)



(資料)日本銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

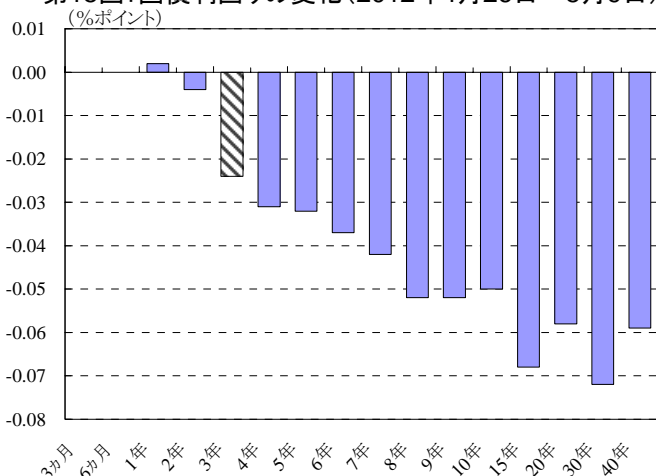
**(2) 長期金利**

**長期金利の当面の  
中心レンジは0.9%  
~1.0%と予想**

長期金利は5月半ばにかけて、ギリシャの政局不透明感などを受けたリスクオフの動きにより、大きく低下した。新発10年物国債利回りは5月18日に0.815%と、2003年7月以来の水準まで低下した。また、長期金利の低下については、4月27日の日銀による追加緩和も影響しているとみられる。実際、資産買入等基金の買入対象国債の残存年限が3年に延長されたことで、直後、残存年限3年以上の国債利回りが顕著に低下した(第15図)。

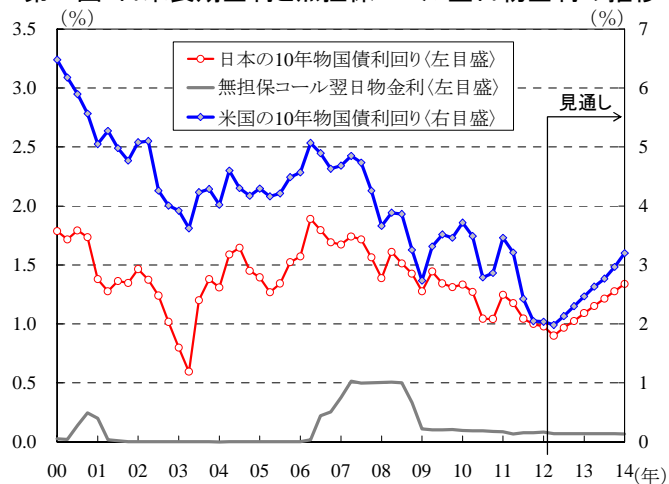
内外景気の先行き懸念や欧州債務問題、日銀の実質ゼロ金利政策継続を背景に、長期金利は当面、0.9~1.0%を中心レンジとする低水準で推移する公算が大きい(第16図)。2012年度後半からは、米国景気が底堅さを増し始め、米長期金利が上昇することによって、日本の長期金利も徐々に上向き始めると予想する。

第15図: 国債利回りの変化(2012年4月26日→5月9日)



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図: 日米長期金利と無担保コール翌日物金利の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 為替

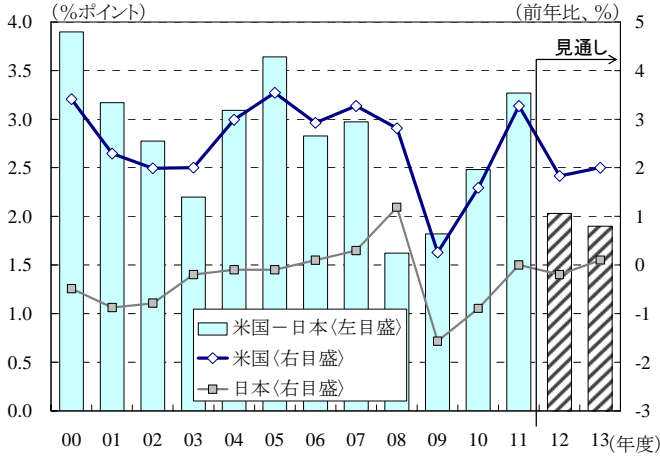
相場の大きな流れ  
としてみると、円高  
圧力はやや緩和

ドル円相場は4月初め以降、円高方向へ揺り戻している。ただ、足元においても1ドル=80円前後と、昨年夏場から今年2月頃までの中心レンジであった76~78円と比べれば、若干ながら円安水準にある。この背景としては、①米国景気の回復進展、②日本の貿易収支の赤字化、③予想を上回る日銀の金融緩和強化などが挙げられる。目下、ギリシャ情勢に関連してリスクオフ傾向が強まっているものの、相場の大きな流れとして、1ドル=70円台前半を窺うほどの勢いで円高が進行する可能性は一頃より小さくなっていると判断される。

今年度中は1ドル  
=79~80円近辺で  
高止まりの公算

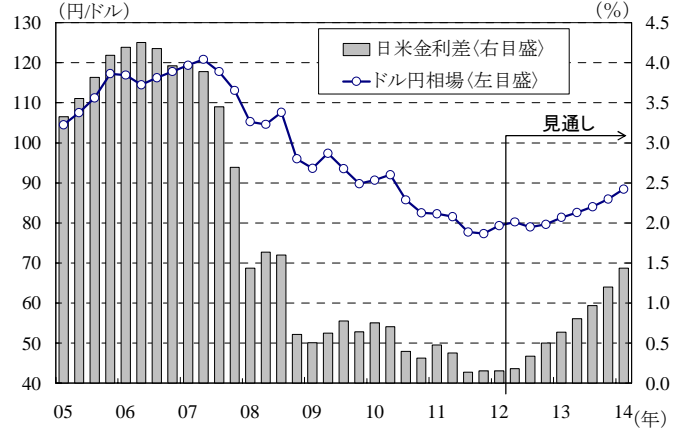
日本と米国のインフレ率を見比べると、格差自体は残るが、2013年度にかけて乖離幅は縮小するものと予想される(第17図)。購買力平価の観点からみると、円高圧力が緩和することになる。また、金利面で日米格差の拡大が見込まれることも、円がドルに対して上昇し難くなる一因となろう(第18図)。もっとも、欧州債務問題や米国の追加金融緩和観測が根強く残るなかで、早期に円安・ドル高トレンドが形成されるには至らないと考えられる。12年度中は、1ドル=79~80円を中心レンジとして、円の高止まりが続く可能性が大きい。一方、13年度には、米国金利の上昇を受けた日米金利差の一段の拡大により、年度末にかけて円が売られやすくなる地合が形成されると予想する。

第17図: 日米の消費者物価の推移



(注)『米国』は、消費者物価(総合)、『日本』は、消費者物価(生鮮食品を除く総合)。  
 (資料)総務省、米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図: ドル円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24年（2012年）5月30日  
三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
（単位：%、10億円）

	2010				2011				2012				2013	2011年度	2012年度	2013年度
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
1. 実体経済（前期比年率）																
実質GDP	5.2	5.2	2.9	▲0.0	▲7.9	▲1.2	7.6	0.1	4.1	1.6	2.5	2.7	1.4	▲0.0	2.5	1.3
個人消費	2.4	1.2	1.8	0.9	▲5.8	2.3	4.3	2.8	4.4	▲0.0	0.8	1.0	1.1	1.1	1.8	1.4
住宅投資	12.6	3.3	1.0	19.3	6.7	▲11.9	20.5	0.3	▲6.1	5.9	6.3	5.1	4.7	3.6	3.5	7.7
設備投資	▲2.4	20.2	2.6	▲7.7	0.8	▲1.8	▲0.8	22.3	▲14.8	0.1	2.1	6.0	8.2	0.2	1.2	0.9
在庫投資（寄与度）	1.5	2.1	1.2	0.2	▲3.4	0.1	1.3	▲1.5	1.7	0.0	0.0	0.0	0.2	▲0.4	0.2	0.2
公的需要	0.3	▲0.7	1.2	▲0.1	▲2.2	8.2	0.5	0.8	6.2	6.5	6.3	3.5	▲5.5	2.4	4.0	▲3.6
公共投資	8.7	▲24.9	3.5	▲9.1	▲17.0	32.6	▲2.4	▲2.1	23.6	12.6	14.8	8.2	▲15.1	3.9	9.4	▲11.4
純輸出（寄与度）	2.2	0.2	▲0.0	▲0.2	▲0.9	▲4.0	3.1	▲2.9	0.5	▲0.1	0.1	0.3	0.8	▲1.0	0.1	0.8
財貨・サービスの輸出	27.2	23.8	6.0	▲0.7	▲1.8	▲22.9	39.5	▲14.1	12.3	4.5	5.7	6.6	8.2	▲1.4	5.9	8.0
財貨・サービスの輸入	10.2	26.0	7.4	0.7	4.8	0.8	14.6	3.8	8.0	6.0	5.7	5.3	3.8	5.3	6.3	3.7
名目GDP	3.8	4.1	0.2	▲2.2	▲9.8	▲4.0	6.1	▲1.1	4.1	2.0	2.7	1.4	0.7	▲1.9	2.2	1.0
GDPデフレーター（前年比）	▲2.4	▲2.1	▲2.0	▲1.9	▲1.9	▲2.4	▲2.2	▲1.9	▲1.2	▲0.4	▲0.4	▲0.1	▲0.3	▲1.9	▲0.3	▲0.3
鉱工業生産（前期比）	7.4	0.7	▲1.0	▲0.1	▲1.5	▲4.2	5.4	0.4	1.3	1.5	1.6	1.9	2.0	▲1.0	6.8	9.7
国内企業物価（前年比）	▲1.6	0.2	▲0.1	1.0	1.8	2.5	2.6	1.5	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	1.7	0.8	1.1
消費者物価<除く生鮮食品> （前年比）	▲0.9	▲1.0	▲1.1	▲0.8	▲0.8	▲0.2	0.2	▲0.1	0.1	0.1	0.0	▲0.1	▲0.2	0.0	0.0	0.1
2. 国際収支																
貿易収支	2,378	1,958	1,868	1,722	908	▲1,093	▲241	▲1,185	▲1,112	▲1,352	▲1,084	▲1,060	▲990	▲3,450	▲4,487	112
経常収支	4,857	4,142	4,428	4,500	3,487	1,887	2,546	1,682	1,781	1,596	1,925	2,011	2,142	7,893	7,675	13,257
3. 金融																
無担保コール翌日物	0.10	0.10	0.10	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1	0-0.1
ユーロ円TIBOR（3ヵ月物）	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
新発10年物国債利回り	1.3	1.3	1.0	1.0	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.2
円相場（円/ドル）	91	92	86	83	82	82	78	77	79	80	79	80	81	79	80	85

（注）無担保コール翌日物は期末値。ユーロ円TIBOR、新発10年物国債利回り、円相場は期中平均値。

主要経済金融指標(日本)  
2012年5月30日時点

経済調査室(Economic Research Office)

1. 実体経済

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2010年度	2011年度	2011年		2012年	2011年	2012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)	3.2	▲ 0.0	7.6 (▲ 0.4)	0.1 (▲ 0.5)	4.1 (2.70)	***	***	***	***	***
全産業活動指数	2.0	0.2	2.1 (▲ 0.1)	0.5 (0.0)	▲ 0.1 2.4	1.7 (0.2)	▲ 0.7 (▲ 0.1)	▲ 0.1 (1.6)	▲ 0.3 (5.5)	
鉱工業生産指数	9.3	▲ 1.0	5.4 (▲ 0.9)	0.4 (▲ 1.6)	1.3 (4.8)	2.3 (▲ 3.0)	0.9 (▲ 1.6)	▲ 1.6 (1.5)	1.3 (14.2)	
鉱工業出荷指数	9.4	▲ 2.0	7.0 (▲ 1.6)	0.3 (▲ 2.2)	0.8 (4.1)	3.3 (▲ 2.4)	▲ 1.1 (▲ 1.5)	0.3 (1.5)	0.5 (11.9)	
製品在庫指数	3.9	9.6	1.8 (6.0)	▲ 1.4 (3.8)	5.9 (9.6)	▲ 1.7 (3.8)	2.1 (2.5)	▲ 0.5 (1.0)	4.3 (9.6)	
生産者製品在庫率指数 (2005年=100)	108.4	116.4	116.5 [108.7]	115.0 [111.0]	113.1 [107.7]	112.7 [108.0]	113.5 [108.4]	110.4 [105.9]	115.3 [108.8]	[126.6]
国内企業物価指数	0.7	1.7	▲ 0.1 (2.6)	▲ 0.9 (1.5)	0.2 (0.5)	▲ 0.1 (1.1)	0.0 (0.5)	0.2 (0.6)	0.5 (0.5)	0.3 (▲ 0.2)
消費者物価 (季調済、全国、除く生鮮食品)	▲ 0.8	0.0	▲ 0.1 (▲ 0.3)	▲ 0.2 (▲ 0.1)	▲ 0.1 (0.1)	0.0 (▲ 0.1)	0.1 (▲ 0.1)	0.2 (0.1)	0.1 (0.2)	0.1 (0.2)
稼働率指数 (2005年=100)	88.0	87.4	87.5 [88.4]	89.3 [88.4]	92.1 [85.9]	89.9 [90.2]	92.8 [91.4]	91.2 [93.3]	92.4 [73.1]	[72.1]
機械受注 (船舶、電力を除く民需)	9.1	6.2	1.6 (5.8)	▲ 0.7 (6.7)	0.9 (3.3)	▲ 2.5 (6.3)	0.7 (5.7)	2.8 (8.9)	▲ 2.8 (▲ 1.1)	
製造業	18.3	5.9	▲ 0.0 (4.4)	▲ 0.7 (4.1)	0.1 (▲ 0)	▲ 4.0 (3.0)	▲ 1.3 (▲ 0.6)	9.5 (6.7)	▲ 8.4 (▲ 4.8)	
非製造業 (除く船舶、電力)	2.7	6.6	3.6 (7.2)	▲ 0.5 (8.6)	0.5 (6.4)	▲ 4.0 (9.0)	1.4 (11.7)	2.1 (10.8)	▲ 3.9 (1.7)	
資本財出荷 (除く輸送機械)	21.4	5.4	1.4 (4.0)	1.2 (2.1)	▲ 2.5 (7.0)	1.9 (2.4)	▲ 3.5 (2.2)	▲ 0.8 (6.4)	0.2 (10.8)	
建設受注	▲ 5.2	7.1	(▲ 0.6)	(13.1)	(3.6)	(1.5)	(24.6)	(▲ 1.8)	(▲ 0.3)	
民需	▲ 2.6	3.7	(▲ 2.1)	(9.7)	(▲ 3.6)	(5.8)	(22.6)	(▲ 7.1)	(▲ 9.6)	
官公庁	▲ 12.1	22.7	(21.7)	(19.6)	(28.7)	(▲ 0.6)	(39.0)	(18.6)	(30.7)	
公共工事請負金額	▲ 8.8	▲ 0.5	(▲ 3.4)	(3.6)	(10.3)	(0.6)	(8.5)	(16.8)	(8.0)	(5.4)
新設住宅着工戸数(年率万戸)	81.8 (5.6)	84.1 (2.7)	88.3 (7.9)	79.6 (▲ 4.5)	86.2 (3.7)	78.3 (▲ 7.3)	82.2 (▲ 1.1)	91.7 (7.5)	84.8 (5.0)	
新設住宅床面積	(9.0)	(2.5)	(8.6)	(▲ 4.4)	(2.3)	(▲ 7.3)	(▲ 2.7)	(6.8)	(3.1)	
小売業販売額	0.8	0.8	(▲ 1.0)	(0.8)	(5.2)	(2.5)	(1.8)	(3.4)	(10.3)	(5.8)
実質家計消費支出 (2人以上、季調済)	▲ 0.9	▲ 1.2	0.4 (▲ 2.8)	0.4 (▲ 1.0)	0.2 (1.1)	0.0 (0.5)	▲ 0.2 (▲ 2.3)	1.8 (2.3)	▲ 0.1 (3.4)	▲ 0.8 (2.6)
平均消費性向 (実数、季調済、%)	73.4	73.3	73.1 [75.2]	74.2 [74.0]	71.8 [72.4]	74.5 [74.3]	73.7 [75.9]	72.2 [72.3]	72.9 [72.4]	73.0 [72.1]
所定外労働時間 (全産業・5人以上)	7.9	0.8	1.6 (0.3)	1.4 (1.9)	1.0 (1.8)	1.8 (2.8)	▲ 1.2 (0.6)	1.0 (0.6)	1.0 (4.3)	
現金給与総額 (全産業・5人以上)	0.5	▲ 0.3	(▲ 0.4)	(▲ 0.1)	(0.0)	(0.0)	(▲ 1.2)	(0.1)	(0.9)	
常用雇用者数(前年・期・月差) (全産業・5人以上、万人)	23,384	52,083	27,711 21,464	25,350 28,038	127,239 33,848	25,572 27,087	128,676 32,797	126,431 32,772	126,610 35,975	28,654
有効求人倍率 (実数、季調済、倍)	0.56	0.68	0.66 [0.54]	0.69 [0.57]	0.75 [0.61]	0.71 [0.58]	0.73 [0.60]	0.75 [0.61]	0.76 [0.62]	0.79 [0.62]
完全失業率 (実数、季調済、%)	5.0	5.0	4.4 [5.0]	4.5 [5.0]	4.6 [4.7]	4.5 [4.8]	4.6 [4.9]	4.5 [4.7]	4.5 [4.7]	4.6 [4.7]
景気ウォッチャー(現状判断DI) (%ポイント)	44.2	44.9	48.4 [45.37]	46.0 [42.97]	47.3 [40.13]	47.0 [45.10]	44.1 [44.30]	45.9 [48.40]	51.8 [27.70]	50.9 [28.30]
企業倒産件数 (実数、件数)	13,065 (▲ 11.3)	12,707 (▲ 2.7)	3,108 (▲ 3.8)	3,103 (▲ 5.9)	3,184 (▲ 0.8)	1,032 (▲ 6.3)	985 (▲ 5.3)	1,038 (5.1)	1,161 (▲ 1.8)	1,004 (▲ 6.6)

(注)『完全失業率』は、2011年度と2011年7-9月期は岩手、宮城、福島を除外したベース。

## 2. 国際収支

(特記なき限り前期(月)比、( )内は前年比%、[ ]内は前年実績)

	2010年度	2011年度	2011年		2012年	2011年	2012年			
			7-9	10-12	1-3	12月	1月	2月	3月	4月
通関輸出	14.9	▲3.7	(0.5)	(▲5.5)	▲1.6	(▲8.0)	(▲9.2)	(▲2.7)	(5.9)	(7.9)
価格	0.1	0.6	(1.6)	(▲0.5)	(1.4)	(▲1.5)	(1.0)	(1.2)	(2.1)	(3.1)
数量	14.7	▲4.3	(▲1.1)	(▲5.0)	(▲3.1)	(▲6.6)	(▲10.1)	(▲3.8)	(3.7)	(4.7)
通関輸入(円建)	16.0	11.6	(13.8)	(12.4)	(9.8)	(8.2)	(9.6)	(9.3)	(10.6)	(8.1)
価格	3.4	9.1	(12.1)	(10.9)	(6.5)	(8.9)	(6.3)	(5.9)	(7.2)	(6.0)
数量	12.4	2.2	(1.5)	(1.3)	(3.2)	(▲0.7)	(3.1)	(3.2)	(3.2)	(1.9)
経常収支(億円)	166,595	78,935	31,007	9,257	23,299	2,657	▲4,373	11,778	15,894	
貿易収支(億円)	64,955	(34,495)	▲1,762	▲9,446	▲12,753	▲1,468	▲13,816	1,021	42	
サービス収支(億円)	▲12,730	▲18,524	▲5,146	▲6,658	▲1,680	▲1,981	▲930	▲1,304	554	
資本収支	▲97,221	78,287	4,590	83,422	▲18,672	10,171	901	▲6,806	▲12,767	
外貨準備高(百万ドル)	1,116,025	1,288,703	1,200,593	1,295,841	1,288,703	1,295,841	1,306,668	1,302,877	1,288,703	1,289,542
対ドル円レート(期中平均)	85.69	79.05	77.84	77.39	79.28	77.85	76.97	78.45	82.43	81.49

## 3. 金融

	2010年度	2011年度	2011年		2012年	2011年	2012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)	0.091	0.077	0.078 [0.093]	0.079 [0.090]	0.083 [0.088]	0.078 [0.087]	0.080 [0.085]	0.085 [0.093]	0.084 [0.085]	0.075 [0.062]
ユーロ円TIBOR (3ヵ月物)	0.356	0.331	0.330 [0.364]	0.329 [0.336]	0.331 [0.336]	0.329 [0.335]	0.331 [0.335]	0.332 [0.335]	0.332 [0.336]	0.332 [0.333]
新発10年国債利回り (末値)	1.127	1.050	1.043 [0.987]	1.030 [1.072]	0.968 [1.242]	0.980 [1.110]	0.965 [1.215]	0.955 [1.255]	0.985 [1.255]	0.885 [1.200]
都銀貸出約定平均金利 (前期、月比増減)	1.357	1.269	1.315 (▲0.034)	1.292 (▲0.023)	1.269 (▲0.023)	1.292 (▲0.021)	1.294 (0.002)	1.280 (▲0.014)	1.269 (▲0.011)	1.268 (▲0.001)
日経平均株価 (225種、末値)	9,755	10,084	8,700 [9,369]	8,455 [10,229]	10,084 [9,755]	8,455 [10,229]	8,803 [10,238]	9,723 [10,624]	10,084 [9,755]	9,521 [9,850]
M2平残	(2.7)	(2.9)	(2.8)	(3.0)	(3.0)	(3.2)	(3.1)	(2.9)	(3.0)	(2.6)
広義流動性平残	(0.6)	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.7)	(0.6)
貸出資金吸収動向										
貸出残高 (平残)	銀行・信金計	(▲1.9)	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.2)	(0.6)	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.3)
	銀行計	(▲2.0)	(▲0.1)	(▲0.5)	(0.3)	(0.8)	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(0.4)
	都銀等	(▲4.2)	(▲1.8)	(▲2.6)	(▲1.3)	(▲0.4)	(▲1.0)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲1.3)
	地銀	(0.6)	(1.9)	(1.9)	(2.1)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
	地銀Ⅱ	(▲0.4)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.1)	(1.1)	(1.3)
信金	(▲1.3)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.3)	(▲0.4)
実質預金 +CD (平残)	3業態計	(2.6)	(2.7)	(2.3)	(3.0)	(2.9)	(3.3)	(3.3)	(2.9)	(2.0)
	都銀	(2.6)	(1.9)	(1.0)	(2.1)	(2.2)	(3.0)	(2.9)	(2.3)	(0.6)
	地銀	(3.1)	(3.7)	(3.9)	(4.0)	(3.7)	(3.8)	(3.8)	(3.6)	(3.5)
	地銀Ⅱ	(0.6)	(2.8)	(2.8)	(3.1)	(3.2)	(3.1)	(3.3)	(3.1)	(3.2)

(注)金利は期中平均値。

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



## Ⅱ. 米国

～構造調整の一部進展を受け、成長率はごく緩やかながらも高まる展開に～

### 1. 景気の現状

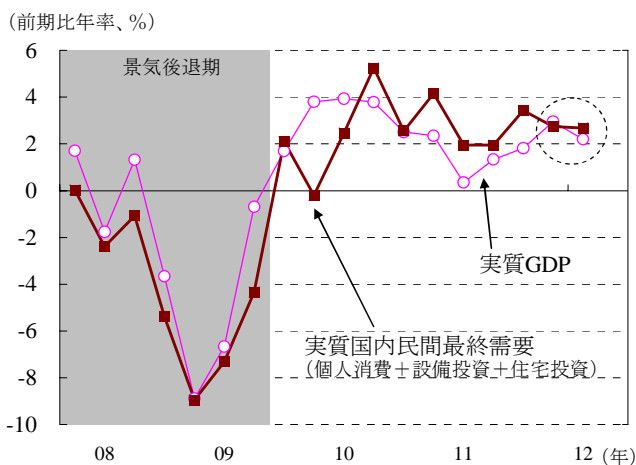
改善の動きが足元では一服

米国景気は、1-3 月期までは堅調であったが、4 月以降は改善の動きがやや一服している。1-3 月期の実質 GDP（国内総生産）成長率は前期比年率+2.2%と、昨年 10-12 月期の高成長（同+3.0%）の後ながら堅調を維持した。政府支出の下押しや在庫寄与の減少などがあったため、国内民間最終需要（個人消費と設備投資と住宅投資の合計）でみると前期比年率+2.7%であり、10-12 月期と同じ高めの伸びとなった（第 1 図）。

異例な暖冬が攪乱

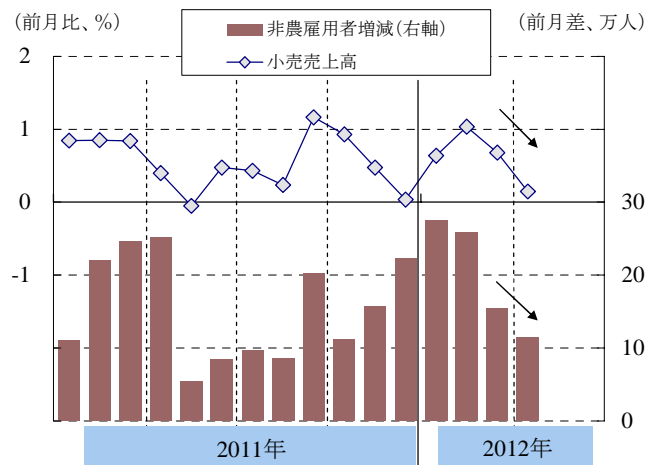
1-3 月期の景気が予想以上に堅調だった背景には、異例な暖冬による一時的な押し上げがあったとみられ、4 月以降の経済指標はまだら模様となっている。4 月の非農業部門雇用者数は前月比+11.5 万人と 12～2 月平均の+25 万人から増勢が鈍化し、小売売上高も前月比+0.1%と小幅な伸びに止まった（第 2 図）。

第 1 図：国内民間最終需要の推移



(資料)米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：雇用と消費の月次推移



(資料)米商務省、米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 今後の見通し

### <概要>

目先はやや低めの成長も来年後半にかけては3%近傍

構造調整は相応に進むも住宅価格下落などが依然重石に

ただし、来年半ば頃には住宅価格も持ち直しへ

下振れリスクは緊縮財政と欧州情勢

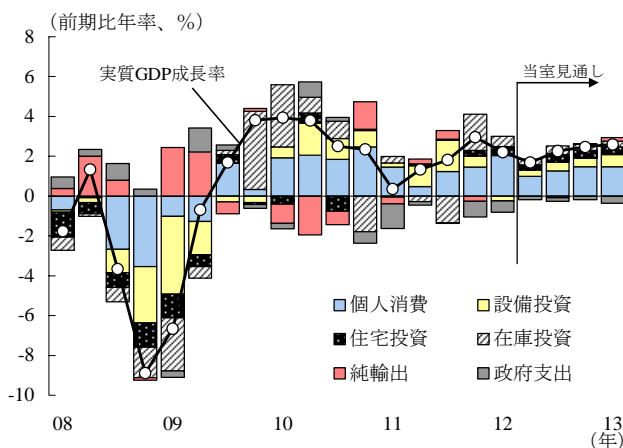
米国経済は緩やかな回復が続き、年後半から来年を通じてごく緩やかながらも成長率が高まる見通しである。引き続き住宅市場を中心に構造問題が残るなか、目先半年程度は①温暖な天候による一時的な押し上げの反動、②ギリシャ再選挙を控えた欧州情勢の不透明感、などの下押しもあり、成長率は2%前後に止まろう。その後は、徐々に成長率が高まり、来年後半には3%近い成長が見込まれる（第3図）。

金融危機以降、住宅市場・家計部門、労働市場などで構造的に景気回復の重石として働いていた要因は、各々で調整が相応に進展しており、成長率は徐々に高まっていく見通しである。しかし、調整完了までには未だ時間を要する状況であり、特に住宅市場では構造調整圧力が依然として強く残存しており、向こう1年程度は成長率を抑制することとなる。現状で残る最大の問題は住宅価格であり、同価格下落の影響は、①住宅投資の抑制、②個人消費への逆資産効果、③金融機関の損失発生による貸出態度厳格化、④固定資産税のウェイトが高い州地方政府の支出抑制、など広範に及ぶ。

住宅価格は、空室率が高い点などから判断すると、もうしばらくは下落が続きそうだ（第4図）。ただし、住宅着工が低水準で、住宅ローンの延滞・差し押さえも減少傾向のなか、住宅需給は着実に改善しつつあり、来年半ば頃には価格の安定が見込まれる。住宅価格の下落から上昇への転換は、心理面も含め経済活動への影響が大きいであろう。

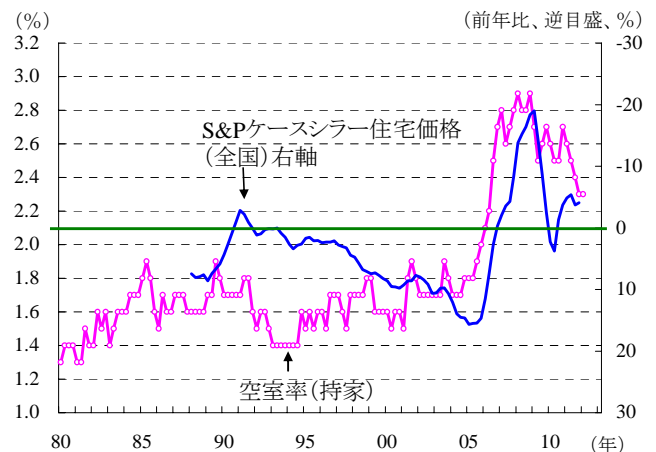
景気の下振れリスクとしては、①与野党が減税延長等での合意に失敗することによる来年からの大幅な財政緊縮化、②欧州債務問題の一段の深刻化・中国経済の失速、③一次産品・原材料高による家計の実質購買力の低下、などが挙げられる（緊縮財政については後述）。

第3図：実質 GDP 成長率の推移



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第4図：空室率と住宅価格



(資料) 米商務省、S&Pより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## <意図せざる過度の緊縮財政のリスク>

来年の財政運営への懸念が強まる

この先の米国景気にとって、財政運営は大きな（下方）リスク要因であり、特に年末まで動向が注目される。

年末には所謂ブッシュ減税や給与税減税などの大型減税が期限を迎えるほか、「財政管理法」に基づく歳出削減も開始されるため、年末までに減税延長や歳出削減停止などの措置が取られなければ、来年は“財政の崖”と表現されるほどの緊縮財政に至ってしまう。

緊縮回避措置がとられなければ景気後退が濃厚

緊縮される財政の規模は、名目 GDP 比 4%程度に達し、CBO（議会予算局）によれば、来年の実質 GDP 成長率を 4%近く押し下げる（第 1 表）。このことは何も手を打たなければ景気後退に陥る可能性が非常に高いということを意味しよう。

選挙を控え政治情勢は不透明

米国では、財政が確かに悪化しているが、金利は逆に歴史的な低水準で推移しており、長期的なスタンスで財政再建に取り組むことが可能な状況である。そもそも、与野党ともに一定の減税延長・自動歳出削減の停止の必要性を主張している状況であり、過度な緊縮財政を回避できるかどうかは、ひとえに与野党が合意できるかどうかの政治情勢次第と言える。

この点で 11 月に大統領・議会選挙<sup>(注 1)</sup>が予定されていることは、与野党が回避措置で合意することを難しくしている。具体的には、①選挙前の段階での合意は選挙後に覆る可能性がある、②とは言え選挙終了から年末までの議会もレームダック化しており合意が難しい、③そもそも選挙終了から年末までは日数が限られる、などが指摘できよう。

(注 1) 大統領選はオバマ、ロムニー両氏の支持率が拮抗。上院は 100 議席中、3 分の 1 が改選に。現在は民主党が多数で、改選議席は民主党の 21 議席と共和党の 10 議席。共和党が多数となる可能性も十分。下院は 435 議席の全てが改選。現在は共和党が 242 議席、民主党が 192 議席。共和党が引き続き多数を占めるとの見方が、現時点では一般的。

第 1 表：想定される財政緊縮幅と成長率への影響

現行法制のままでの財政緊縮幅(2013会計年度)			実質GDP成長率のCBO見通し(暦年、%)			
	10億ドル	GDP比、%	2013年前半	2013年後半	2013通年	
ブッシュ減税の終了等	221	1.4				
給与税減税の終了	95	0.6				
その他政策の失効	65	0.4				
医療保険法による追加増税	18	0.1				
財政管理法に基づく歳出削減	65	0.4				
失業保険延長給付の終了	26	0.2				
医療関連義務的経費の削減	11	0.1				
その他歳入・歳出の変化	105	0.7				
合計	607	4.0				
緊縮財政実施の場合(①)			-1.3	2.3	0.5	
緊縮財政回避の場合(②)			5.3	3.4	4.4	
緊縮財政による下押し(②-①)			6.6	1.1	3.9	

(資料) CBOより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

**回避策が取られない  
場合の緊縮財政はほ  
ぼ前例が無い規模**

このように難しい政治情勢のなか、過度の緊縮財政はリスク要因として注視が必要であるが、このまま全く回避策が取られない形で来年に大幅な緊縮が実施される可能性は低いと思われる。歴史的にみれば、現行法制のままの緊縮財政規模は第二次世界大戦以来の大きさであり、前例が無いと言える（第5図）。依然として高失業率のなか、民主党・共和党ともに大幅な緊縮財政を回避したい点では一致しており、実際に足元でも回避を目指した法案の提出・議論は活発に行われている。

米国における党派対立の先鋭化は広く喧伝されているが、今年に入ってから給与税減税の延長が合意されたように、実際のところ、政策の合意が全くされていないわけではない。

**景気を大きく下押し  
する財政運営は想定  
されず**

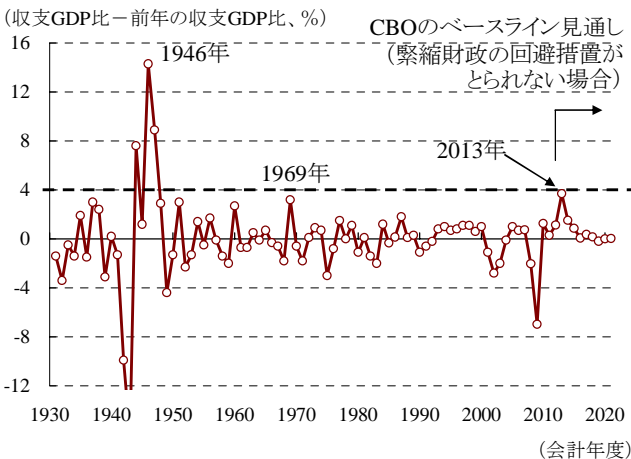
一方で、来年に引き締めの財政運営を全く実施しないことも想定しづらい。米国債格下げなどにより、財政を多少引き締める以上に景気に悪影響が生じるような事態は、両党ともに望んでいないためである。両党が互いの優先的な主張をある程度受け入れ、ブッシュ減税のうち高所得者層向け部分の減税廃止と防衛費以外の小幅な歳出削減等で一旦妥協、来年1年をかけて税制やメディケア・メディケイド・社会保障などの中長期的な課題に取り組む展開となる可能性が高そうだ<sup>(注2)</sup>。

**小幅な増税程度は許  
容範囲内**

なお、現在の歳入対GDP比をみると、15%近辺と過去最低に近い。増税を実施しても相対的には経済活動への影響が小さい状況である（第6図）。小幅な増税であれば許容範囲内であろう。

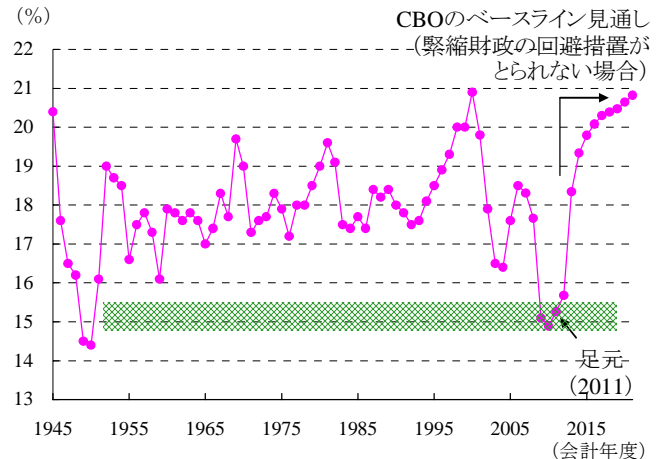
(注2) 民主党の主張は、概ねオバマ大統領の主張と同様。ブッシュ減税は、高所得層（所得250,000ドル以上）向けは廃止し、それ以外は延長。財政管理法による自動削減は停止し、パフェットルールと言われるような富裕層への新たな増税余地を探る。社会保障や医療費など所謂エンタイトルメント部分では、抜本的な改革は見送る。一方、共和党サイドは、複数の主張が出ているが大枠は類似。ブッシュ減税は全面延長、財政管理法による自動歳出削減は防衛費削減を避けるため停止。エンタイトルメントで抜本的な改革を実施。

第5図：財政収支の変化



(資料) CBO、米財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：歳入の対GDP比



(資料) CBO、米財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## <詳細>

### (1) 雇用

雇用は基調として  
増勢が強まる

雇用は、基調としては増勢が強まっている。雇用統計における非農業部門雇用者数の増加幅は、3月が15.4万人、4月が11.5万人と足元では鈍化しているが、主因は天候とみられる。冬場の異例に温暖な天候により、“悪天候により就業不能となった労働者数”（家計調査）は、過去に比べて12月で22万人、1月で14万人も少なくなっていた（第7図）。4月の増勢鈍化はその分の一時的な反動減とみられ、5月に入り週次の失業保険申請件数などでは既に改善の兆しがみられている。

今後は賃金の伸び  
が雇用者報酬を押し  
上げ

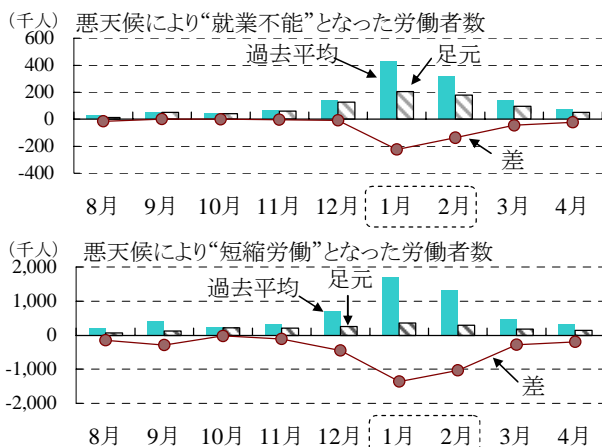
現在の労働市場は、労働時間が金融危機前の水準まで回復したことで、雇用者数が増加しやすい局面になっている。総支払賃金の伸び率を寄与度でみると、労働時間要因に加え、雇用者数要因が拡大していることが分かる（第8図）。雇用者報酬の伸び率が一段と高まるためには、賃金要因部分の拡大が必要となってくる。この点で、自発的失業率（失業者全体に占める自発的離職者の割合）が上昇傾向にあることなどは、先行きの賃金上昇を示唆しており、労働市場の正常化が一段と進む見込みだ。

労働参加率は低下  
が続く

なお、失業率は4月に8.1%と、昨年8月（9.1%）から8ヵ月あまりで1%の急ピッチな低下となっている。雇用者数増加に加え、労働参加率の低下が続いているため、経済成長率に比し失業率の低下ペースが早い状態だ。

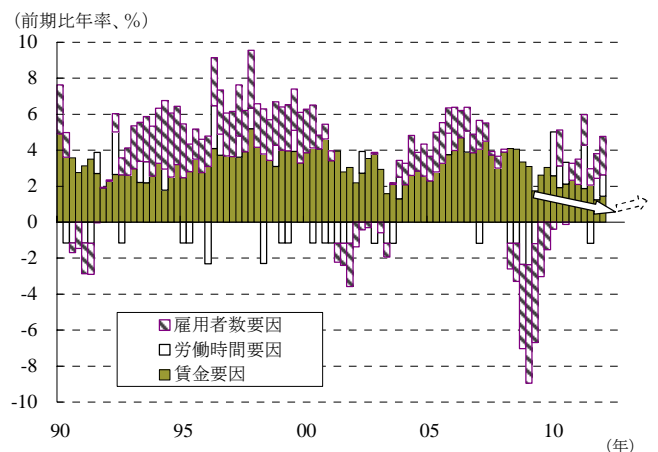
労働参加率を男女別に、景気の谷であった2009年6月と比較すると、男性が▲2.3%低下し70.0%、女性は▲1.9%低下し57.6%である。過去の局面との比較では、女性の低下幅が大きい点が注目される。仮に、労働参加率の構造的な押し下げ要因として、「ベビーブーマーの退職」だけではなく「女性の労働参加率上昇の一巡」による影響も大きいのであれば、長期の労働供給力については慎重にみる必要がでてこよう。

第7図：温暖な天候の影響



(資料)米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：総支払賃金の寄与度分解



(資料)米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 消費

### 個人消費も基調として回復が強まる

個人消費も、基調としては回復が強まりつつある。小売売上高でみると、年初から好調な伸びが続いた後、4月は前月比+0.1%（←3月+0.7%）と小幅な伸びに止まったが、天候の影響が大きそうだ。内訳では建設資材が同▲1.8%、衣料品が同▲0.7%となるなど、1-3月期に暖冬により一時的に押し上げられていたと思われる品目（小売店）が減少している。また、消費者信頼感指数が、年初から悪化することなく上昇している点も、足元の消費鈍化が一時的であることを示している（5月ミシガン大学調査は約4年半ぶりの高水準に。第9図）。

### ガソリン高の影響は限定的

懸念されたガソリン価格は、4月前半に4ドル/ガロンに近づく水準まで一旦上昇したが、それに伴う消費への悪影響は限られたようだ。前年も同程度の上昇を経験していたことに加え、暖冬によるエネルギー消費抑制や天然ガス価格下落が影響を緩和した。

### 貯蓄率低下は前向きな解釈が可能

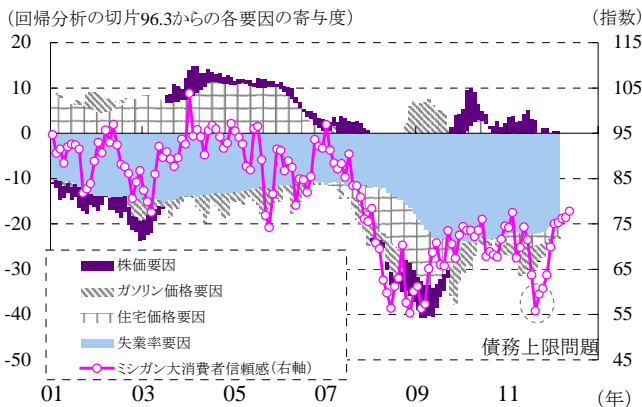
消費の基調的な強さを判断するうえで、このところの貯蓄率低下の背景が注目される<sup>(注3)</sup>。解釈として、①消費者が支出を余儀なくされた、②先行きの所得改善期待などを反映して消費へ積極的になってきた、の2通りが可能だ。ここで個人消費の内訳をみると、直近2四半期の個人消費は、主に財とサービス（裁量）で増加しており、サービス（非裁量）の寄与はそれ以前と比べても小さい（第10図）。このことから、②の前向きな解釈が妥当と言えそうだ。

### 家計債務による消費への下押しは緩和方向

バランスシート調整については、家計債務残高が10-12月期に14四半期ぶりにプラスとなるなど調整圧力の緩和がうかがえる。特に消費者ローンは、資金需要が足元で大きく増加し、貸出基準も緩和超が継続している。金融危機以降、消費への重石となってきた要因は和らぎつつある。

(注3) 貯蓄率は2011年に4%台後半で推移していたが、直近3月には3.8%へ低下。なお、2005年頃は1%前半で推移していた。

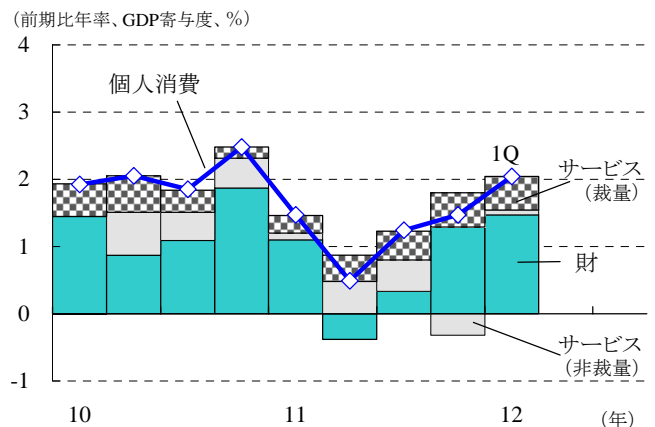
第9図：消費者信頼感指数の寄与度分解



(注) 推計は01年～10年。推計式は、 $-2.5 \times (\text{失業率}) + 0.7 \times (\text{ケースシラー住宅価格前年比}) + 0.2 \times (\text{S\&P500株価前年比}) + (-0.2) \times (\text{ガソリン価格前年比}) + 96.3$

(資料) ミシガン大学、米労働省、S\&P、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：個人消費の推移



(注) サービスのうち、「居住費」・「ヘルスケア」・「金融」を裁量に分類。

(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### (3) 企業部門

#### 設備投資の減速は一時的

設備投資は、1-3 月期 GDP で前期比年率▲2.1%と今次回復局面において始めて（9 四半期ぶり）のマイナスとなり、一旦減速した。ただし、減価償却の優遇税制が昨年末で期限切れとなったことによる一時的な動きの公算が高く、先行する企業の設備投資判断は既に持ち直している（第 11 図上段）。

設備稼働率をみると、2009 年 6 月の 66.8%を底に上昇が続き、直近 3 月は 79.2%となった。過去の平均（1970～2006 年の平均：80.9%）近くに戻りつつあり、企業の設備投資意欲は強まるであろう（第 11 図下段）。また、設備投資は、そのキャッシュフロー比率や GDP 比率などが循環的な動きを辿る傾向があるが、その観点からは、現在は中長期的にみた拡大局面の途上と言える。

#### 輸出は減速傾向

輸出は、1-3 月期 GDP で前期比年率+5.4%となり、10-12 月期（同+2.7%）より伸び率が高まったが、前年比では伸び率の低下が続いており、基調としては減速している。現在の欧州経済低迷や中国経済減速を考慮すると、当面は伸び悩みを余儀なくされよう。

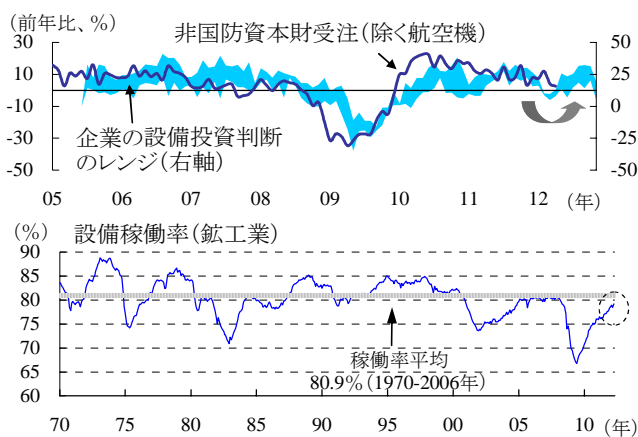
#### 生産は回復、在庫は低位

生産活動は、4 月の鉱工業生産が前月比+1.1%となるなど、自動車生産を牽引役として堅調に推移している。在庫は、10-12 月期に続き 1-3 月期も積み増しが続いたが、在庫水準は高まらず低位を保っているため（3 月の企業在庫売上高比率は 1.27 と 2 月の 1.28 から低下）、当面の生産抑制要因とはならなそうだ（第 12 図）。

#### 景況感はまちまち

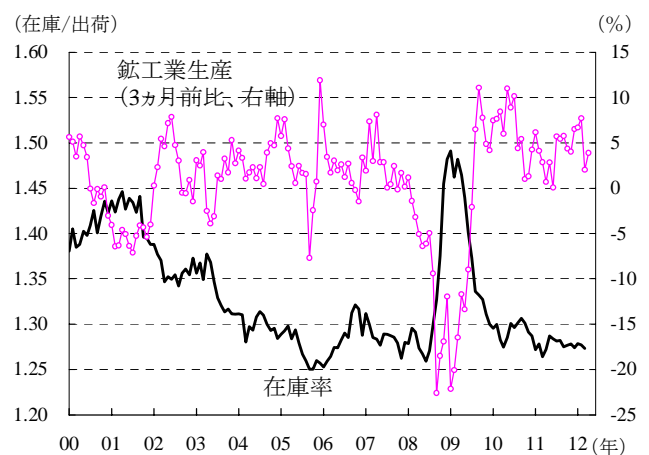
このようななか、企業景況感は、直近の ISM 指数をみると製造業では上昇した一方（4 月 54.8←3 月 53.4）、非製造業では下落した（4 月 53.5←3 月 56.0）。他の地区連銀景況感指標もまちまちである。足元の欧州債務問題への懸念や株価調整が長引くことで、企業マインドが下振れするリスクには注意が必要である。

第 11 図：設備投資判断と設備稼働率



(注) 設備投資判断は、フィラデルフィア、NY、リッチモンドの地区連銀景況感指数より  
(資料) 米商務省、各地区連銀、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 12 図：在庫率と鉱工業生産



(資料) FRB、米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

#### (4) 住宅市場

##### 住宅市場は回復の動きがやや強まる

住宅市場は、依然として調整余地が残っているが、全般に改善の動きは続いており、住宅投資は足元では増勢をやや強めつつある。住宅着工件数は4月に年率71.7万戸となった。2005年頃の年率200万戸と比較すると水準は低いが、前年比では+29.9%と伸び率は高い。GDPにおける住宅投資も、(前期比年率で)2四半期続けて2桁の伸びとなった(第13図)。

住宅ローンの状況も改善が続いている。依然として金融機関の貸出基準は厳しい一方、歴史的な低金利が続く環境に加え、政府の借換支援策による後押しもあり、住宅ローンの借換は高水準が続いている(第14図上段)。結果として、足元の家計のローン負担率は20年弱ぶりの低さとなっている(第14図下段)。

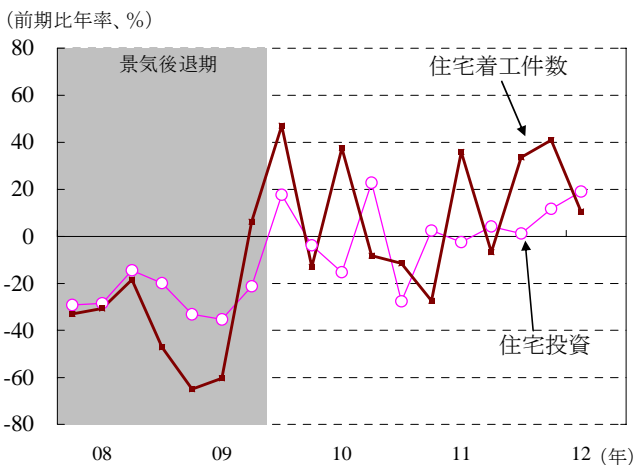
##### 住宅価格の安定は来年半ば頃

住宅価格は下落が続いているが、下落幅は縮小している。需給環境を現在の販売在庫(率)でみると、このところの販売在庫の減少が顕著なため、住宅市場の早期回復への期待が高まっている(次頁第15図)。しかし、価格上昇に転じるタイミングは、前述の通り、空室率の水準から判断すると来年半ば頃となろう。

販売在庫が急速に減少した要因は、①不正差し押さえ問題に伴う差し押さえ手続きの停滞、②価格下落による住宅売り出しの手控え、③対策効果による差し押さえ物件の市場への流入減少、などが挙げられる。特に①が足元の販売在庫を過少に見せていると考えられることから、近々、反動があらわれ、販売在庫は一旦増加に転じよう。

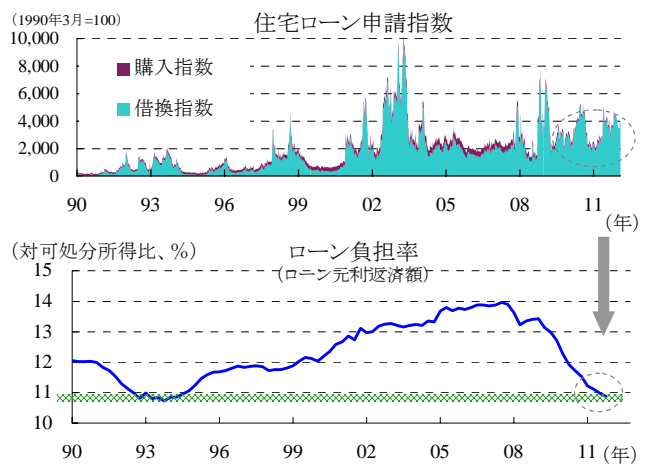
なお、①の影響が残存していることは、住宅ローン延滞率が1-3月期に7.40%(←10-12月期7.58%)と低下した一方、差し押さえ手続き中のローン比率が4.39%(←4.38%)と小幅ながら悪化したことから確認できる(次頁第16図)。

第13図：住宅着工件数と住宅投資



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第14図：住宅ローン申請指数とローン負担率



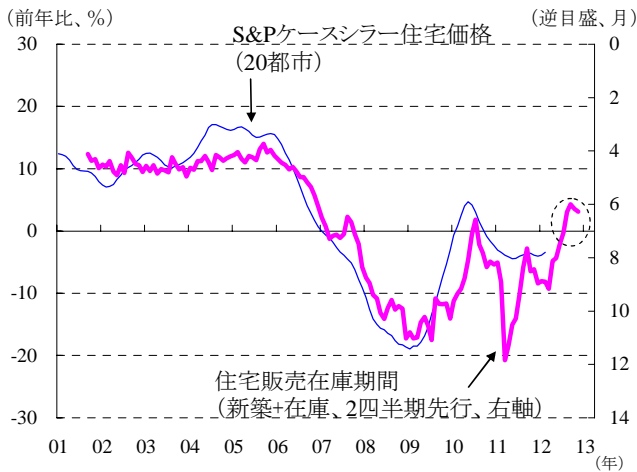
(資料) MBA (米抵当銀行協会)、FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



差し押さえ手続き比率は州毎に大きな差

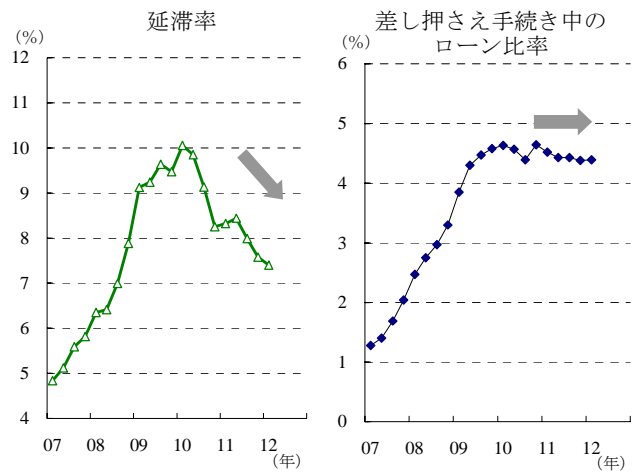
加えて、州別のデータをみると、差し押さえ在庫比率が高水準であるか、最近の上昇率が大きい州は、主として差し押さえ手続きが「裁判を通じて行われる州 (Judicial Foreclosure States)」である。また、差し押さえ在庫比率が低水準であるか、最近の上昇率が小さい州は、主として差し押さえ手続きが「裁判によらない州 (non-Judicial Foreclosure States)」である (第2表)。不正差し押さえ問題を受けた手続きの停滞・厳格化は、主に「裁判を通じて行われる州」であられるためと考えられる。「裁判を通じて行われる州」の差し押さえ在庫が今後さらに市場へ流入するため、販売在庫の正常化 (価格安定) には時間を要しよう。

第15図：在庫期間と住宅価格



(資料) 米労働省、NAR、S&Pより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：住宅ローン延滞率と差し押さえ手続き比率



(資料) MBAより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2表：州別の延滞率と差し押さえ在庫率

【差し押さえ在庫比率が高い州】

	手続き	90日以上延滞	90日以上延滞 (1年前比)	差し押さえ在庫比率	差し押さえ在庫比率 (1年前比)
1 Florida	裁判	17.0%	-1.0%	12.1%	-0.3%
2 New Jersey	裁判	10.9%	1.3%	6.6%	0.5%
3 Illinois	裁判	9.0%	0.3%	5.4%	0.5%
4 Nevada	裁判外	12.4%	-3.7%	4.9%	-2.8%
5 New York	裁判	8.0%	0.6%	4.9%	0.8%
6 Connecticut	裁判	7.4%	0.6%	4.5%	1.1%
7 Maine	裁判	7.0%	0.5%	4.4%	0.4%
8 Hawaii	裁判	6.6%	0.1%	4.3%	0.9%
9 South Carolina	裁判	6.5%	0.0%	3.8%	0.6%
10 Ohio	裁判	6.7%	0.0%	3.5%	0.0%

【差し押さえ在庫比率の過去1年間での上昇が大きい州】

	手続き	90日以上延滞	90日以上延滞 (1年前比)	差し押さえ在庫比率	差し押さえ在庫比率 (1年前比)
1 Connecticut	裁判	7.4%	0.6%	4.5%	1.1%
2 Hawaii	裁判	6.6%	0.1%	4.3%	0.9%
3 New York	裁判	8.0%	0.6%	4.9%	0.8%
4 South Carolina	裁判	6.5%	0.0%	3.8%	0.6%
5 New Jersey	裁判	10.9%	1.3%	6.6%	0.5%
6 Illinois	裁判	9.0%	0.3%	5.4%	0.5%
7 New Mexico	裁判	5.7%	0.3%	3.4%	0.5%
8 Maryland	裁判	8.0%	0.2%	3.3%	0.5%
9 Maine	裁判	7.0%	0.5%	4.4%	0.4%
10 Oregon	裁判外	5.5%	-0.1%	3.1%	-0.4%

【差し押さえ在庫比率が低い州】

	手続き	90日以上延滞	90日以上延滞 (1年前比)	差し押さえ在庫比率	差し押さえ在庫比率 (1年前比)
1 Wyoming	裁判外	2.4%	-0.4%	0.7%	-0.3%
2 Arkansas	裁判外	2.3%	-0.1%	0.8%	-0.1%
3 North Dakota	裁判	1.6%	0.1%	0.8%	0.0%
4 Nebraska	裁判	2.8%	-0.1%	1.1%	0.0%
5 Washington	裁判外	6.3%	0.3%	1.4%	-0.9%
6 Colorado	裁判外	3.8%	-0.6%	1.4%	-0.4%
7 Virginia	裁判外	3.9%	-0.3%	1.4%	-0.2%
8 Montana	裁判外	3.0%	-0.3%	1.4%	-0.2%
9 South Dakota	裁判	2.5%	-0.1%	1.4%	0.1%
10 Alabama	裁判外	5.6%	0.0%	1.5%	-0.1%

【差し押さえ在庫比率の過去1年間での上昇が小さい州】

	手続き	90日以上延滞	90日以上延滞 (1年前比)	差し押さえ在庫比率	差し押さえ在庫比率 (1年前比)
1 Nevada	裁判外	12.4%	-3.7%	4.9%	-2.8%
2 Arizona	裁判外	6.1%	-3.2%	2.6%	-1.2%
3 Washington	裁判外	6.3%	0.3%	1.4%	-0.9%
4 California	裁判外	6.5%	-2.2%	2.4%	-0.6%
5 Michigan	裁判外	5.8%	-1.4%	1.9%	-0.6%
6 Delaware	裁判	6.8%	0.3%	2.9%	-0.5%
7 Georgia	裁判外	7.5%	-0.8%	2.3%	-0.4%
8 Colorado	裁判外	3.8%	-0.6%	1.4%	-0.4%
9 Florida	裁判	17.0%	-1.0%	12.1%	-0.3%
10 Rhode Island	裁判外	7.4%	-0.3%	3.2%	-0.3%

(資料) Corelogic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

### 物価は安定した動きに

物価は、4月のCPI（消費者物価指数）をみると、総合指数、エネルギー・食品を除いたコア指数ともに前年比+2.3%となった。コア指数は10年10月の同+0.6%を底に伸び率が高まっている（第17図）。

経済の需給ギャップは依然として大きいとみられるものの、インフレ期待が安定していることに加え、一次産品価格の波及や家賃上昇などもあり、物価上昇率はFRBの目標（PCE個人消費支出価格指数で前年比2%）近辺となっている。今後においても、“失業率の緩やかな改善”や“インフレ期待の安定”などを背景に、前年比1.5~2.0%程度での落ち着いた推移が見込まれる。

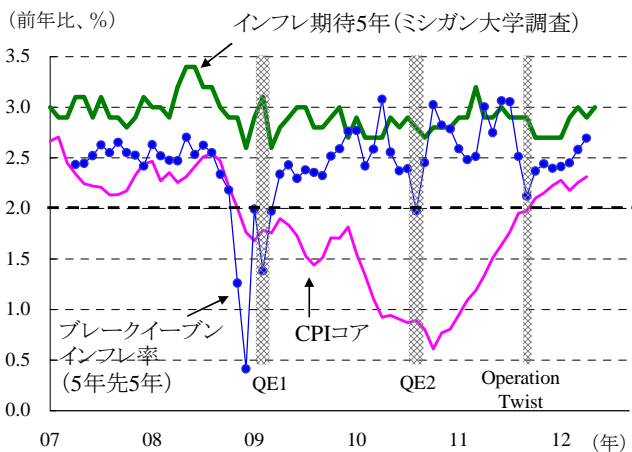
### FRBは時間軸を維持

金融政策は、4月の連邦公開市場委員会（FOMC）でも、“2014年終盤まで異例な低金利を続ける”との時間軸（ガイダンス）が維持された。FOMC参加者による個々の見通しでは、「異例な低金利解除のタイミング」が一部で前倒しされ、失業率も低下方向で修正されたが（第18図）、FRBとして時間軸を修正するには至らなかった。議事録によれば、時間軸の修正には、見通しの“大幅な”修正が必要となりそう。なお、経済情勢と金融政策との関係をより分かり易く伝える手段について、FRB内で検討されることとなった。

### 目先の追加緩和有無は欧州情勢次第

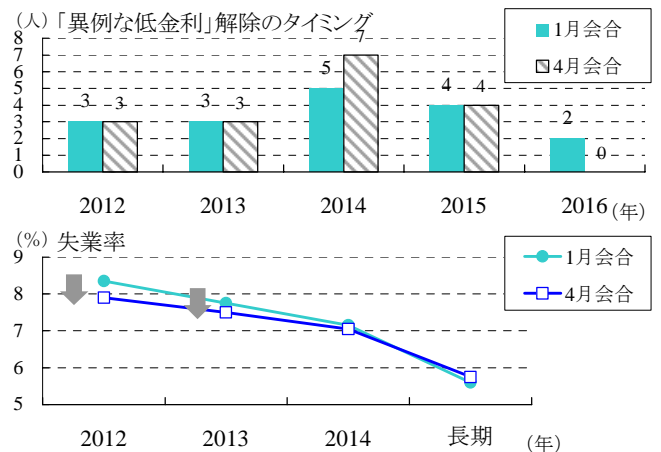
目先の金融政策運営では、現在実施している緩和策（オペレーションツイスト）が6月末で終了するため、その後の追加緩和策有無が焦点となる。FRBは現在のところ、追加策が無いことを示唆しているが、FOMCで“景気モメンタムが失われた際に追加緩和が必要”と指摘した参加者数は、3月会合の「a couple of」から4月会合では「several」となり、やや増加した。仮に、足元の欧州債務問題の混乱・株価下落が長期化する際には、何らかの追加緩和策が検討されよう。

第17図：CPIコア指数とインフレ期待



(資料)米労働省、シガン大学、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第18図：FOMC参加者による見通しの変化



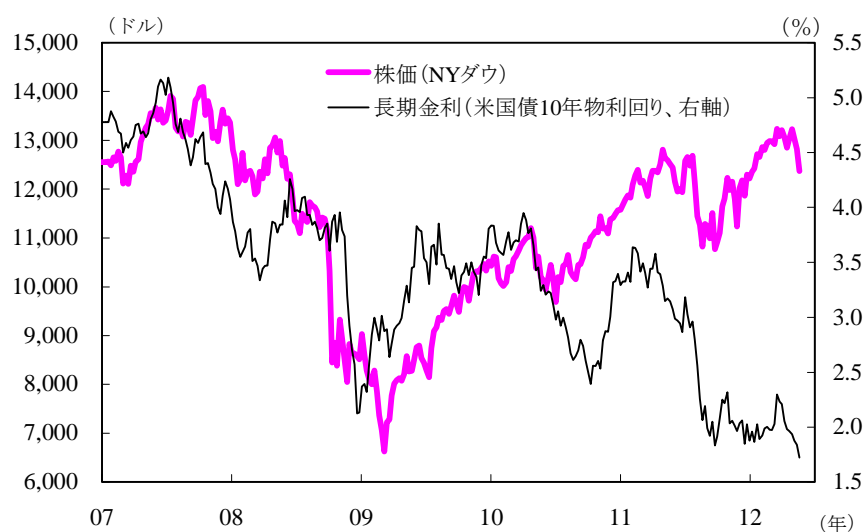
(資料)FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (6) 長期金利

長期金利は緩やかに上昇へ

長期金利は、2%近傍の低水準で一進一退となっていたが、足元では欧州債務問題に伴う「質への逃避」需要が強まり、一段と低下している（第19図）。欧州債務問題への懸念は徐々に沈静化し、米国の景気回復が続くことで、現在の低水準からは緩やかに上昇する展開が見込まれる。

第19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)

(ドル円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。)

別表：州別の住宅関連データ

差し押さえ 手続き	州	90日以上 延滞	90日以上 延滞 (1年前比)	差し押さえ 在庫比率	差し押さえ 在庫比率 (1年前比)	ディストレス 物件の割合	住宅価格 (前年比)
	全米	7.0%	-0.5%	3.4%	-0.1%		
裁判を通じて実施 Judicial Foreclosure States	Florida	17.0%	-1.0%	12.1%	-0.3%	26.3%	4.5%
	New Jersey	10.9%	1.3%	6.6%	0.5%	13.5%	-1.5%
	Illinois	9.0%	0.3%	5.4%	0.5%	33.5%	-8.3%
	New York	8.0%	0.6%	4.9%	0.8%	6.9%	2.5%
	Connecticut	7.4%	0.6%	4.5%	1.1%	22.4%	-5.6%
	Maine	7.0%	0.5%	4.4%	0.4%	13.6%	-2.4%
	Hawaii	6.6%	0.1%	4.3%	0.9%	17.3%	-0.1%
	South Carolina	6.5%	0.0%	3.8%	0.6%	19.3%	2.7%
	Indiana	6.4%	0.1%	3.5%	0.0%		0.6%
	Ohio	6.7%	0.0%	3.5%	0.0%	26.9%	-3.3%
	New Mexico	5.7%	0.3%	3.4%	0.5%	19.6%	-4.0%
	Maryland	8.0%	0.2%	3.3%	0.5%	22.3%	-0.1%
	Pennsylvania	5.8%	0.3%	2.9%	0.4%	14.2%	0.9%
	Delaware	6.8%	0.3%	2.9%	-0.5%	36.3%	-10.6%
	Kentucky	5.5%	0.3%	2.8%	0.2%	14.9%	-0.6%
	Oklahoma	5.1%	0.2%	2.6%	-0.1%	12.3%	0.5%
	Louisiana	6.1%	-0.2%	2.5%	-0.3%	15.8%	-1.2%
	Vermont	4.1%	0.4%	2.5%	0.3%		-4.8%
	Iowa	4.0%	0.0%	2.2%	-0.1%	15.8%	-0.6%
	Massachusetts	5.6%	-0.1%	2.0%	-0.2%	12.5%	-1.5%
Kansas	4.3%	0.0%	1.7%	-0.1%	17.4%	1.8%	
South Dakota	2.5%	-0.1%	1.4%	0.1%		-0.5%	
Nebraska	2.8%	-0.1%	1.1%	0.0%		1.4%	
North Dakota	1.6%	0.1%	0.8%	0.0%	3.4%	4.7%	
裁判外で 実施 non-Judicial Foreclosure States	Nevada	12.4%	-3.7%	4.9%	-2.8%	53.2%	-5.8%
	Rhode Island	7.4%	-0.3%	3.2%	-0.3%	25.8%	-4.3%
	Oregon	5.5%	-0.1%	3.1%	0.4%	35.4%	-1.2%
	Mississippi	7.4%	0.1%	2.8%	0.2%		3.7%
	North Carolina	5.7%	0.3%	2.6%	0.4%	15.3%	0.2%
	Arizona	6.1%	-3.2%	2.6%	-1.2%	32.0%	5.1%
	D.C.	5.7%	0.3%	2.5%	0.2%	6.3%	2.8%
	Idaho	4.9%	-0.9%	2.4%	-0.1%	26.6%	4.3%
	California	6.5%	-2.2%	2.4%	-0.6%	43.1%	-2.0%
	Georgia	7.5%	-0.8%	2.3%	-0.4%	29.7%	-7.3%
	Wisconsin	4.5%	-0.2%	2.2%	-0.3%	20.5%	-4.2%
	Michigan	5.8%	-1.4%	1.9%	-0.6%	33.2%	2.4%
	Tennessee	5.9%	-0.2%	1.9%	-0.2%	21.9%	0.5%
	Utah	4.8%	-0.7%	1.8%	-0.2%	24.0%	2.3%
	Minnesota	4.2%	-0.8%	1.7%	-0.3%	20.6%	-2.5%
	Arkansas	5.3%	0.6%	1.7%	0.0%	9.7%	1.7%
	New Hampshire	4.5%	-0.2%	1.6%	0.0%	30.3%	-4.9%
	West Virginia	3.9%	-0.2%	1.5%	-0.1%		5.3%
	Texas	4.5%	-0.1%	1.5%	0.0%	15.1%	0.9%
	Missouri	4.4%	-0.1%	1.5%	0.0%	26.1%	-2.9%
	Alabama	5.6%	0.0%	1.5%	-0.1%	15.9%	-8.0%
	Montana	3.0%	-0.3%	1.4%	-0.2%	20.6%	2.8%
	Colorado	3.8%	-0.6%	1.4%	-0.4%	28.2%	3.0%
	Washington	6.3%	0.3%	1.4%	-0.9%	29.1%	-2.3%
	Verginia	3.9%	-0.3%	1.4%	-0.2%	27.3%	1.2%
	Arkansas	2.3%	-0.1%	0.8%	-0.1%	13.7%	1.7%
	Wyoming	2.4%	-0.4%	0.7%	-0.3%	14.5%	5.9%

(注) データは2012年3月末時点

(資料) Corelogicより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 米国経済金融見通し

見通し →

(単位：%、億ドル)

	2010				2011				2012				2013	2011	2012	2013
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	実績	見通し	見通し
1. 実体経済（前期比年率）																
名目GDP	5.5	5.4	3.9	4.2	3.1	4.0	4.4	3.8	3.8	3.3	4.0	4.2	4.4	3.9	3.8	4.4
実質GDP	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.8	3.0	2.2	1.7	2.3	2.5	2.6	1.7	2.2	2.6
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.7	1.7	2.1	2.9	1.4	1.8	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2
設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	10.3	15.7	5.2	▲2.1	3.0	4.0	4.0	6.0	8.8	4.2	5.7
住宅投資	▲15.3	22.8	▲27.7	2.5	▲2.5	4.2	1.2	11.7	19.0	10.0	15.0	15.0	15.0	▲1.3	12.0	13.3
在庫投資(2005年連鎖価格)	399	646	923	383	491	391	▲20	522	695	770	920	1,020	1,120	346	851	1,198
(同、前期比年率寄与度)	(3.1)	(0.8)	(0.9)	(▲1.8)	(0.3)	(▲0.3)	(▲1.4)	(1.8)	(0.5)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(▲0.2)	(0.4)	(0.3)
純輸出(前期比年率寄与度)	(▲1.0)	(▲1.9)	(▲0.7)	(1.4)	(▲0.3)	(0.2)	(0.4)	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)
輸出	7.3	10.0	10.0	7.8	7.9	3.6	4.7	2.7	5.4	2.5	3.0	4.0	4.5	6.7	3.7	4.4
政府支出	▲1.2	3.7	1.0	▲2.8	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲4.1	▲3.0	▲0.5	▲1.0	▲1.0	▲2.0	▲2.1	▲1.9	▲0.9
実質最終需要(国内民間)	2.5	5.2	2.6	4.2	1.9	1.9	3.4	2.7	2.7	1.9	2.5	2.7	3.0	2.9	2.6	3.0
鉱工業生産	7.9	8.6	6.6	2.2	4.4	1.2	5.6	5.0	5.4	0.4	1.9	2.5	2.8	4.1	3.5	2.8
失業率	9.8	9.6	9.5	9.6	9.0	9.0	9.1	8.7	8.3	8.2	8.1	8.0	7.9	9.0	8.2	7.8
生産者物価(前年比)	4.8	4.4	3.8	3.8	4.9	6.9	6.9	5.4	3.4	2.5	2.1	2.4	2.7	6.0	2.6	2.9
消費者物価(前年比)	2.4	1.8	1.2	1.3	2.1	3.4	3.8	3.3	2.8	2.1	1.9	2.0	1.9	3.2	2.2	2.0
2. 国際収支																
貿易収支(財)	▲1,528	▲1,660	▲1,678	▲1,592	▲1,814	▲1,897	▲1,809	▲1,863	▲1,860	▲1,885	▲1,910	▲1,935	▲1,940	▲7,383	▲7,590	▲7,670
経常収支	▲1,183	▲1,203	▲1,201	▲1,122	▲1,183	▲1,234	▲1,076	▲1,241	▲1,238	▲1,263	▲1,288	▲1,313	▲1,318	▲4,734	▲5,100	▲5,180
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	0.50
ユーロドル金利(3ヵ月物)	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
国債流通利回り(10年物)	3.7	3.5	2.8	2.9	3.5	3.2	2.4	2.0	2.0	2.0	2.1	2.3	2.5	2.8	2.1	2.7

(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。

### Ⅲ. 西欧

#### ～欧州経済は低迷、債務問題による下押しにはドイツの牽引力も不十分～

## 1. 総論

### (1) 景気の現状

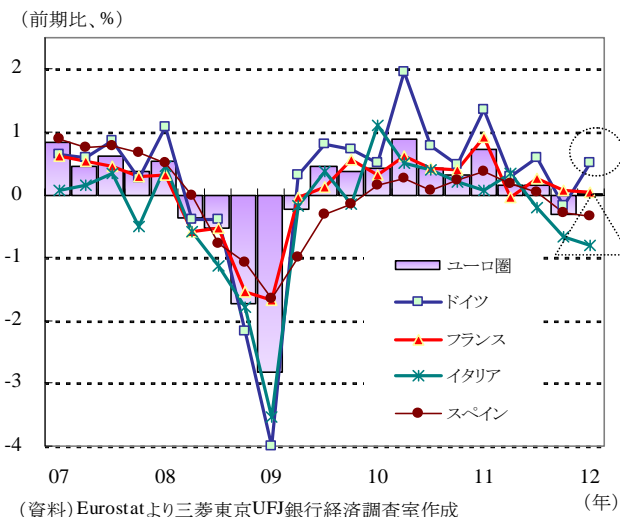
欧州経済はドイツと南欧諸国の域内格差が鮮明

金融市場はスペインの財政不安やギリシャの政局混迷を受けて再び緊張

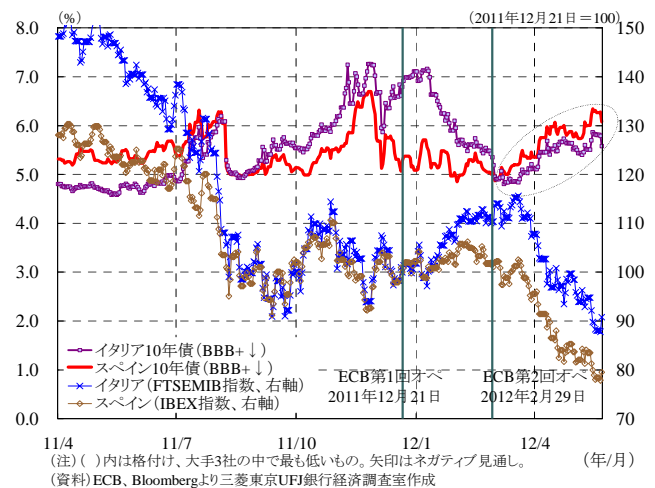
欧州では堅調なドイツと債務問題に苦しむ南欧諸国の域内経済格差が鮮明となっている。債務問題の拡大に伴うマインドの悪化に始まり、域内の生産や消費の落ち込み、世界経済の減速と悪材料が重なり、ユーロ圏の第1四半期の実質GDP成長率は前期比横ばいとどまった(第1図)。フランスはゼロ成長、イタリアは同▲0.8%、スペインは同▲0.3%と主要国が軒並み弱含むなか、ドイツは同0.5%とプラス成長を回復し、全体を押し上げた。英国も同▲0.3%とマイナス成長となっており、ドイツ以外の域内需要の弱さが改めて浮き彫りになっている。

金融市場についても、欧州中央銀行(ECB)が実施した2度の長期資金供給オペを受けた小康状態も束の間、4月以降は再び緊張状態にある。スペインの財政不安やギリシャの政局混迷を背景に、スペインやイタリアの10年債利回りは再び6%前後まで上昇している(第2図)。

第1図：欧州の実質GDP成長率



第2図：イタリア・スペインの金融・株式市場



## (2) 今後の見通し

### 成長戦略の景気浮揚効果は不透明

ユーロ圏の実質成長率は2012年▲0.3%、13年0.5%へ

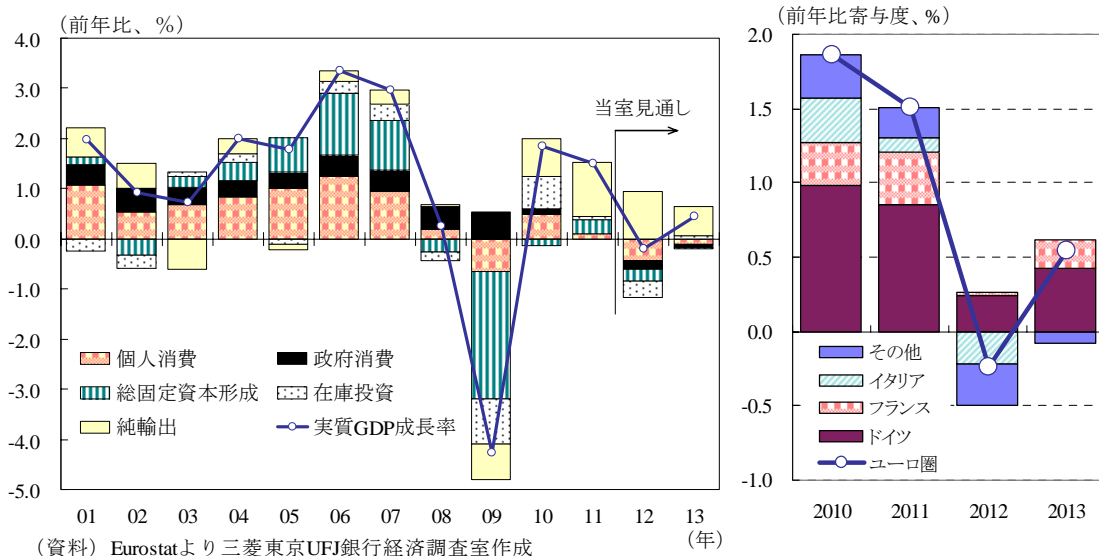
英国は2012年が0.1%、2013年は0.7%に

政策金利はECB、BOEともに据え置き

欧州では足元、財政緊縮と成長戦略の両立を求める声が増えているが、成長戦略については具体的な施策が打ち出されておらず、その景気浮揚効果は現時点では不透明といわざるをえない。一方で、成長戦略論が台頭しているなかでは財政緊縮の大幅な追加も想定しにくいことを踏まえると、2012年の実質GDP成長率はユーロ圏で▲0.3%、英国で0.1%、2013年はそれぞれ0.5%、0.7%と予想される。2012年のユーロ圏は大幅な財政緊縮に伴う消費や投資などの内需の落ち込みを受けてマイナス成長が見込まれるが、2013年については、財政緊縮の押し下げ圧力が若干弱まることや、米国や中国など主要輸出先の景気持ち直しが想定されるため、緩やかな改善となろう。英国については、2012年第3四半期はロンドン五輪が開催され、一時的ではあるものの個人消費の盛り上がりが見込めるが、第4四半期以降はその反動もあり低成長が続く見込みである。2013年は、インフレ率低下に伴う実質購買力の拡大を受けた個人消費の加速、また、ユーロ圏経済の底打ちに合わせた輸出の緩やかな改善が期待される。

政策金利については、ECBは過去最低水準の1.00%からの利下げには慎重姿勢を維持しており、当面は政策金利を据え置く公算。英国中銀（BOE）も、現在の0.50%を事実上の下限としている。また、BOEは、インフレ率が当面はターゲットとする2.0%を上回る水準で推移するとみられることから、年内は一層の量的緩和を実施することも難しいと考えられる。

第3図：ユーロ圏の実質GDP成長率と国別の見通し



## 2. ユーロ圏

### (1) 見通し

#### ① 弱い内需

企業の在庫過剰感が強く、生産は弱含み

設備投資の拡大も期待薄

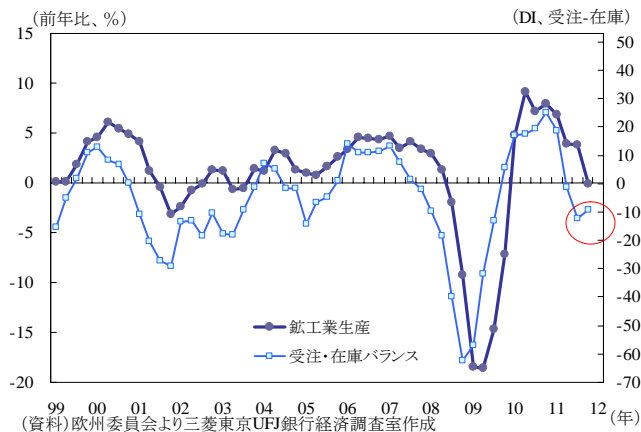
家計の所得・貯蓄環境は総じて厳しい

個人消費も減少続く

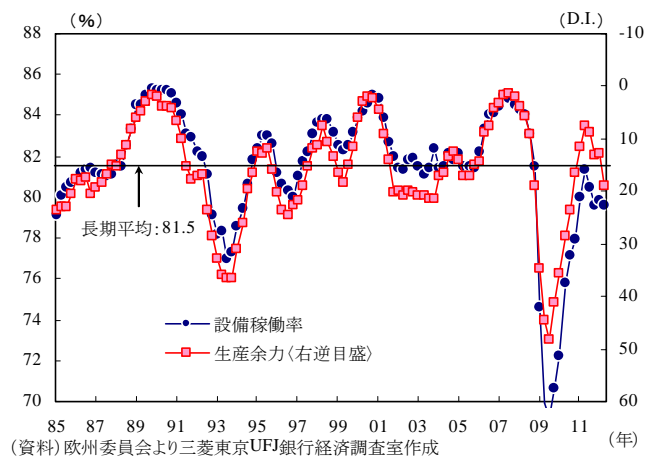
ユーロ圏の内需をみると、まず企業部門では在庫過剰感が強く、生産の弱含みが続いている(第4図)。鉱工業生産や自動車生産は今年の2月に約2年ぶりの前年比マイナスに突入した。足元の受注・在庫バランスには幾分持ち直しの兆しもあり、今後も生産が一方的に落ち込んでいくとまでは考えにくいものの、需要の減退を受けて低下傾向にある設備稼働率からみても、今後の設備投資の拡大は期待しにくい(第5図)。

家計部門では、雇用者数の減少と一人当たり雇用者報酬の伸び悩みにインフレが加わり、実質報酬の減少が続いている(第6図)。家計の貯蓄率も低下傾向にあり、ユーロ圏の家計の所得・貯蓄環境は総じて厳しい状況にある。また、財政緊縮による家計の圧迫や、失業率の上昇などを受けて消費者信頼感は低水準で推移している(第7図)。小売売上も6ヵ月連続で前年割れとなっているほか、自動車販売は2012年入り後も低調が続いている。先行き、雇用・所得環境の低迷が想定されるなか、2012年は個人消費も減少が続くと見込まれる。

第4図：ユーロ圏企業の在庫過剰感

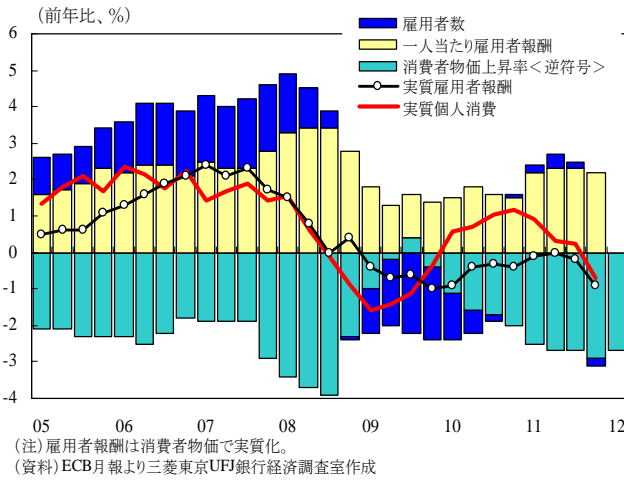


第5図：ユーロ圏の設備稼働率と生産余力

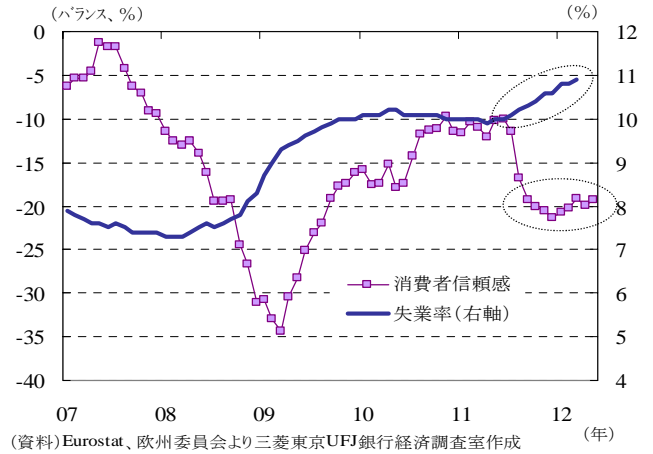




第6図：ユーロ圏の所得と個人消費



第7図：ユーロ圏の失業率と消費者信頼感



② 外需と為替相場

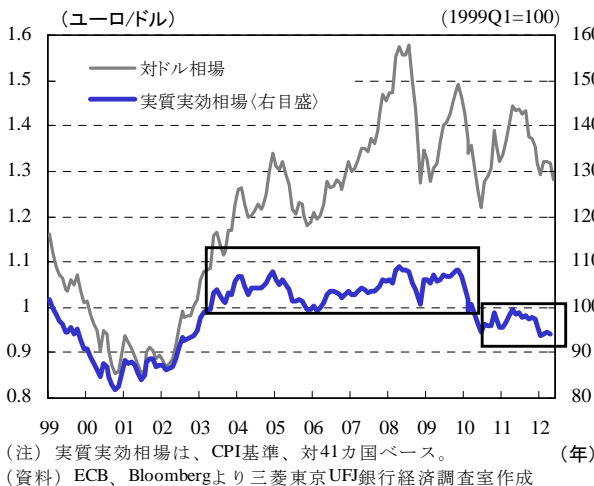
ユーロ安に伴う輸出  
増が景気底支えに

足元の輸出は、ドイツを中心に、急激な減速からは幾分落ち着きをみせ始めている。先行きを展望しても、弱い内需に期待ができないなか、2012年のユーロ圏景気にとって、ユーロ安に伴う輸出の増加は底支え材料となる見通しである。

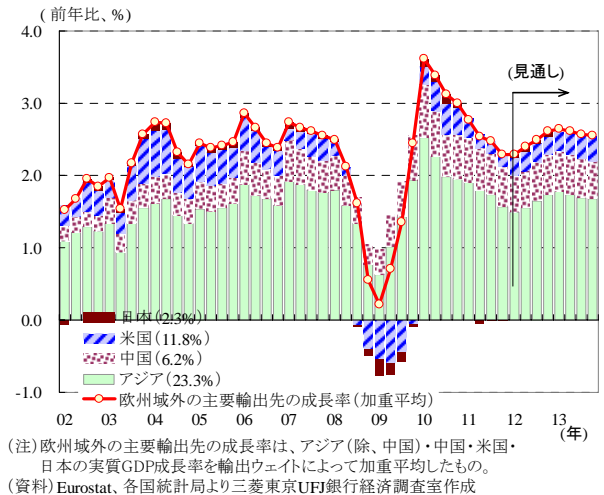
米国や中国の需要に  
期待できよう

海外需要は2012年の秋口には緩やかに持ち直すとみられる(第9図)。ドイツの主要輸出先のうち、米国や中国などの需要動向をみると、まず米国向けはウェイトの大きい自動車や機械類は足元で持ち直しが続いている(第10図)。今後、米国で設備投資や個人消費が底堅く推移するとみられることをふまえると、米国向けの輸出は堅調を維持しよう。また、中国については、足元ではまだ自動車輸出と機械輸出の伸びに下げ止まりの兆しがみえ始めたところではあるが(第11図)、政権交代に伴い今後投資を拡大していくとみられることから、中国側の需要回復に十分期待できよう。

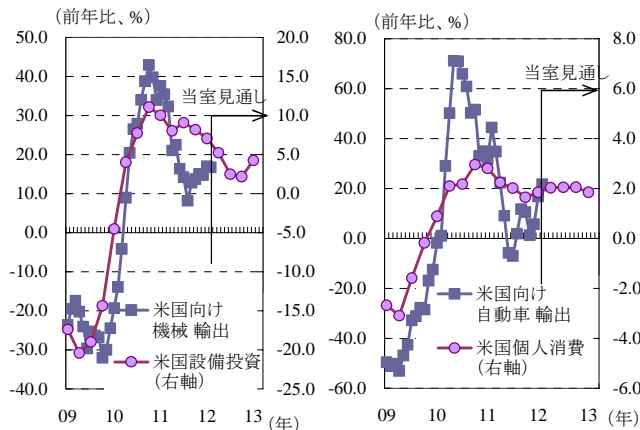
第8図：ユーロ圏の実質実効相場



第9図：ユーロ外需見通し

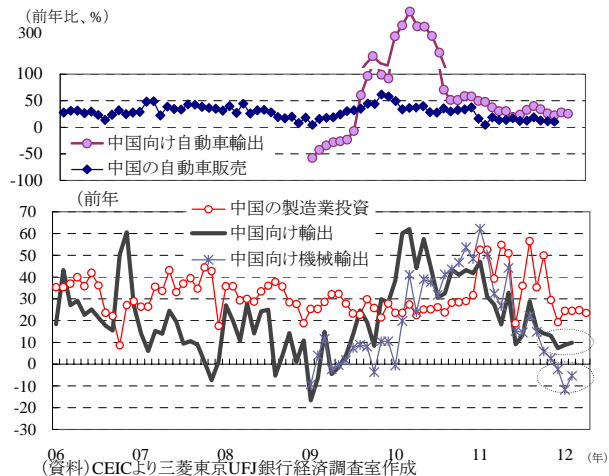


第 10 図：ドイツの米国向け輸出と受け入れ余地



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 11 図：ドイツの中国向け輸出と受け入れ余地



(資料)CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

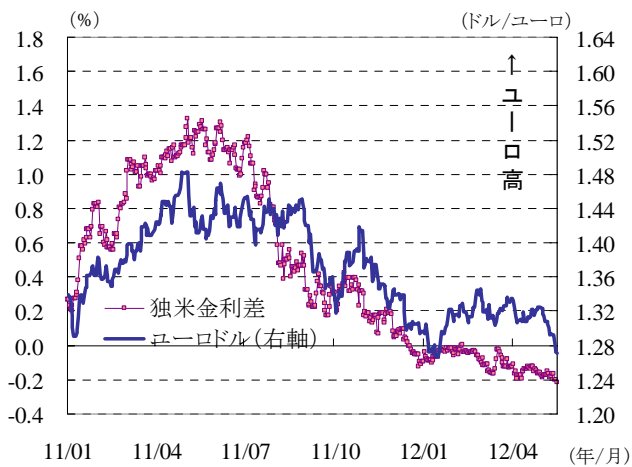
ユーロ相場はギリシャのユーロ離脱までが取り沙汰されるなか、大幅に下落

今後も下落基調をたどる見込み

加えて、ユーロ安もユーロ圏の輸出にとって追い風となろう。

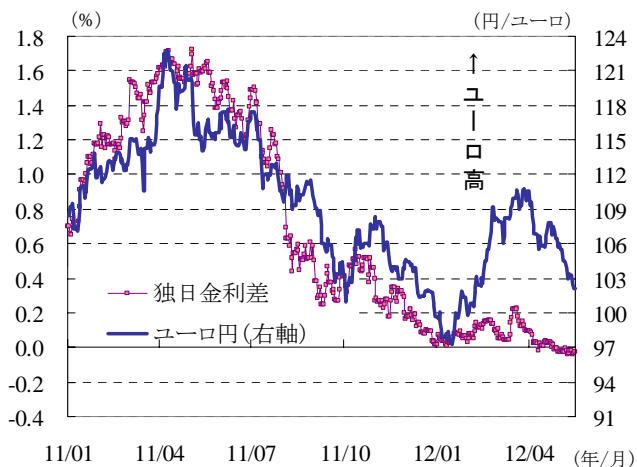
ユーロ相場は、2012年の第1四半期はECBによる3年物資金供給オペやギリシャの第2次支援の実現などを受けて楽観ムードが広がり、1ユーロ=1.30~1.34ドルのレンジで推移した。4月以降はスペインの財政不安などを背景に下落、足元ではギリシャの再選挙が決定し、同国の政局混迷とユーロからの離脱までが取り沙汰されるなか、同1.26ドル前後まで続落している(第12、13図)。今後については、①市場において欧州の低成長と債務問題の不透明感が意識されることや、②ECBが利下げには慎重ながら緩和的な金融政策姿勢を維持するとみられるため、ユーロ相場は、今後も下落軌道をたどるとみられる。

第 12 図：独米金利差とユーロドル相場



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 13 図：独日金利差とユーロ円相場



(資料)Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

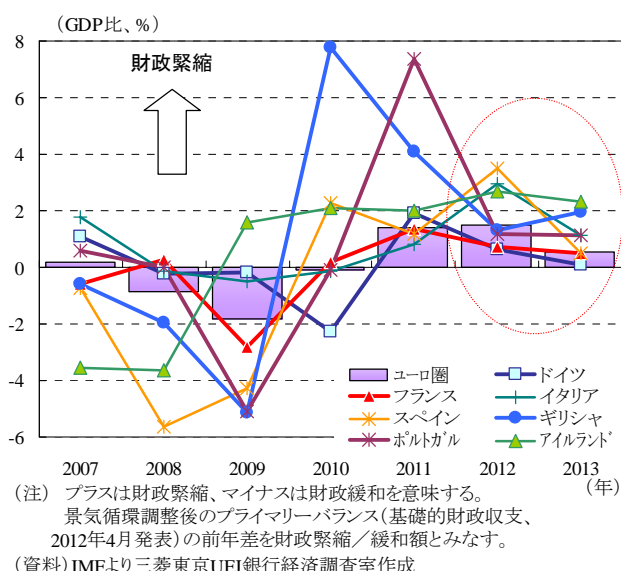
### ③ 財政緊縮

財政緊縮による景気の下押し圧力は2013年に幾分弱まる見込み

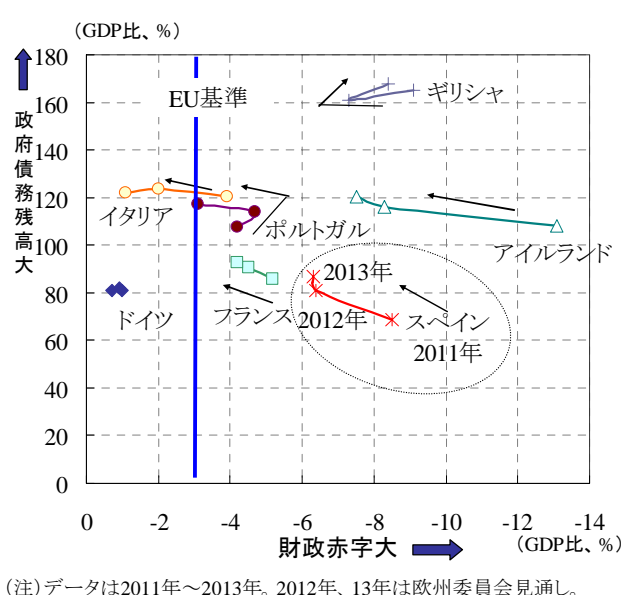
ただし、政府債務残高はじり高に

各国の財政緊縮策を総計すると、2012年はユーロ圏全体でGDP比1.5%と昨年(同1.6%)に匹敵する規模に上っており、景気は強く下押しされる見込みである(第14図)。しかし、2013年は足元の集計では同0.5%にとどまっており、各国が成長促進に軸足を移しつつあるなかで、今後、財政緊縮計画が大幅に上積みされる可能性は、以前に比べれば小さくなったといえよう。このため、財政面からの景気下押し圧力は幾分弱まることとなる。ただし、財政再建という観点では、政府債務残高の改善が一層期待しにくくなったと言わざるを得ない。実際、ある程度楽観的に置かれているとみられる欧州委員会の見通しにおいてすら、同残高は2013年までじり高傾向が見込まれている(第15図)。これは、債務問題の解決を先送りしながら、財政面から景気を下支えしている形といえよう。

第14図：ユーロ圏各国の財政緊縮 (GDP比)



第15図：欧州委員会の財政見通し



### ④ ECBの金融政策と銀行貸出

ECBは追加利下げに慎重な姿勢を維持

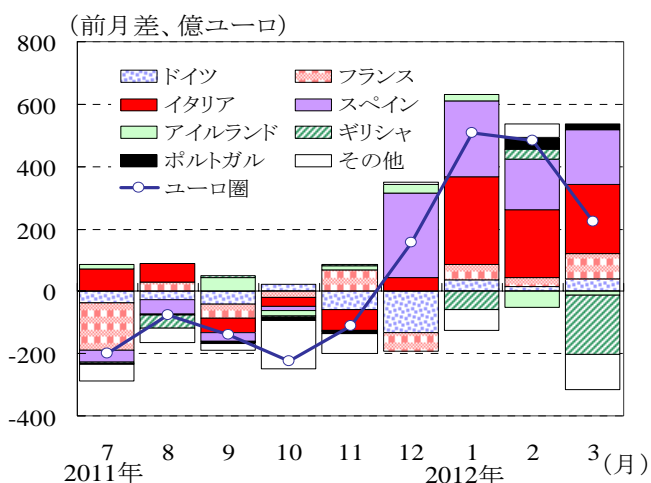
ECBは5月3日の定例理事会において、政策金利を過去最低の1.00%に据え置くことを決定した。記者会見にてドラギ総裁は、金利の変更を今回も議論しなかったことを明らかにしたほか、現在のスタンスは十分に緩和的とも言及した。追加利下げには慎重な姿勢を維持しているとみられる。実際、消費者物価上昇率はエネルギー価格の上昇を主因に4月も2.6%とやや下げ渋っている。エネルギー価格の高止まりを背景に、ECB目標の2%未満へ低下するのは2013年入り後と予想される。

ただし、緩和的な金融政策からの出口戦略を探るのはかなり先に

追加資金供給のない限り、国債購入ペースは鈍化へ

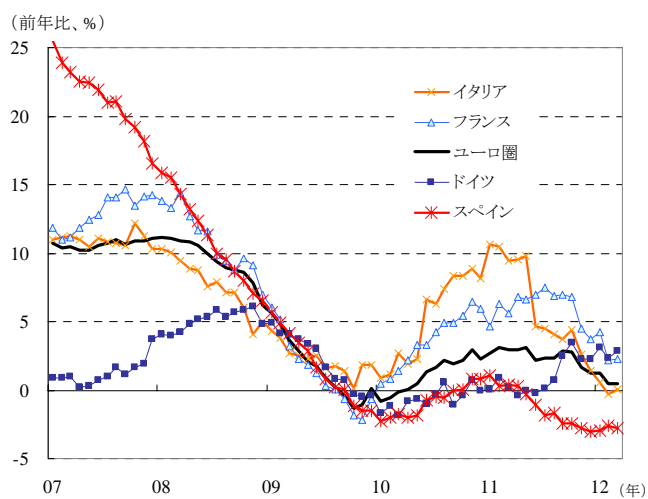
ただし、ECB が緩和的な金融政策からの出口戦略を探るのは、かなり先のこととなろう。ドラギ総裁は各国政府に「成長と財政規律の両立」を求め、ECB としては追加緩和措置を講じる考えは示唆しなかったが、昨年 12 月と今年 2 月に実施した 3 年物資金供給オペ(LTRO)の効果は薄れつつある。当室の試算では、イタリアとスペインの民間銀行は昨年 12 月～今年 3 月の間に、既に 3 年物オペ資金の 5 割前後をユーロ圏国債の購入に充当した計算になる(第 16 図)。追加資金が供給されない限り、今後は購入ペースの鈍化が避けられそうにない。

第 16 図：国債購入



(資料)ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 17 図：ユーロ圏民間向け銀行貸出



(資料)ECBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

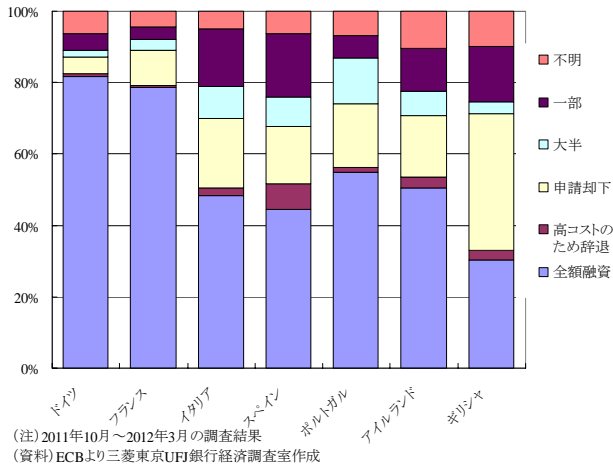
民間向け銀行貸出へのオペ資金の充当は確認できず

資金需要の回復は一時的なものとなる可能性も

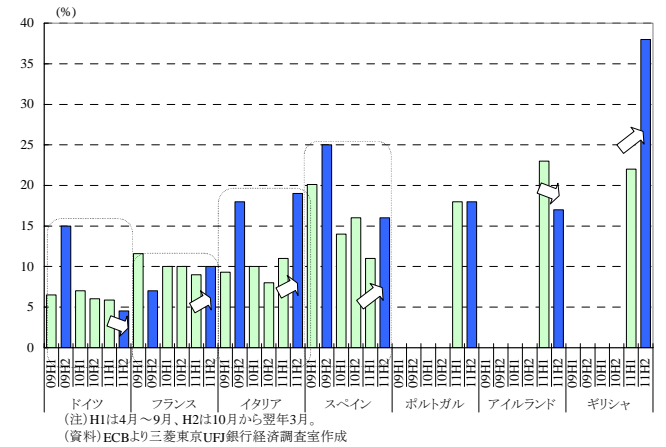
また、LTRO 資金の民間向け銀行貸出への充当は、現時点までほとんど確認できていない。ユーロ圏の銀行貸出は 3 月も前年比+0.4%と、伸び悩みが続いている(第 17 図)。ECB の中小企業貸出調査によると、昨年 10 月～今年 3 月までの間に銀行に融資を申請したものの断られた割合が、ドイツでは 5%にとどまるのに対し、イタリアでは約 20%(2009 年のグローバル金融危機時と同水準)、スペインでは約 15%(2009 年は 25%)と高い。特にギリシャにおいては 40%もの企業が断られている(第 18、19 図)。

また、同期間の企業の資金需要をみても、大企業・中小企業ともに大幅に減少している。債務リストラに関わる資金需要は高止まりしているが、それ以外の資金需要は設備投資向けを筆頭に足元で大きく減少している(第 20 図)。なお、今年の第 2 四半期に向けた企業の資金需要見通しは、短期・長期のいずれも増加しているが(第 21 図)、ECB の 3 年物オペの効果に期待した一時的なものとなることも考えられるため、慎重にみておくべきである。

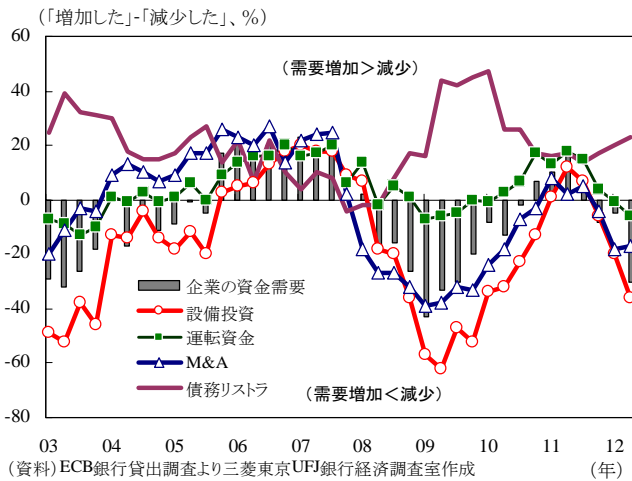
第 18 図：中小企業の銀行宛て融資申請の結果



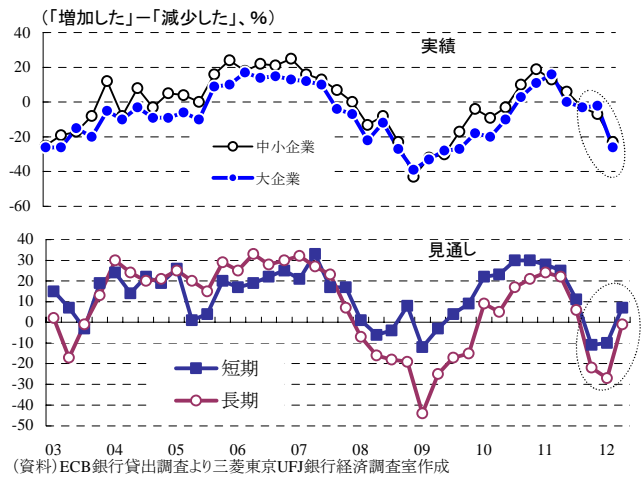
第 19 図：銀行から融資を断られた中小企業の割合



第 20 図：資金使途別の資金需要



第 21 図：企業の資金需要（実績と見通し）



## (2) 各国

### ① ドイツ：内需の安定と輸出を追い風にプラス成長を確保

ドイツ経済は堅調を維持

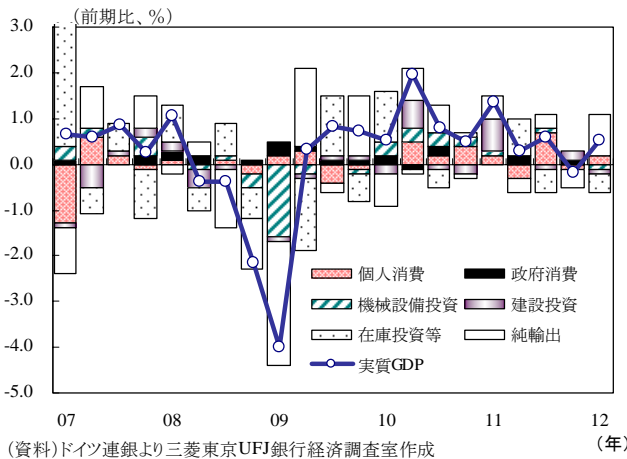
内需が安定

輸出も追い風に、2012年、13年もプラス成長を確保

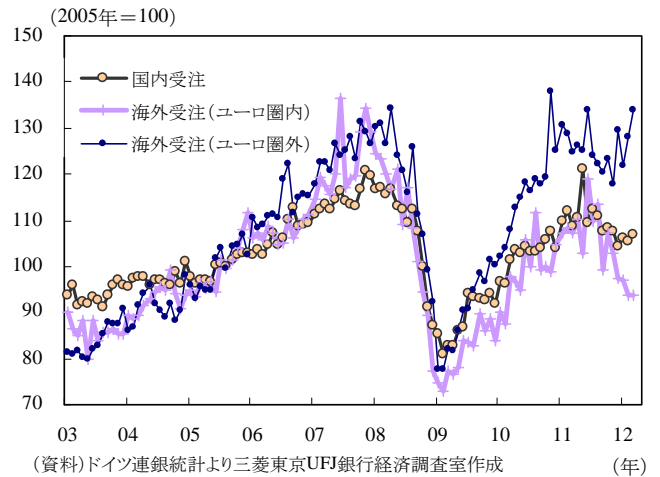
ドイツ経済は堅調を維持している。第1四半期の実質GDP成長率は前期比0.5%と、昨年と同▲0.2%からプラス成長に転じた(第22図)。設備投資や建設投資が小幅なマイナスとなったものの、純輸出が大幅なプラス寄与となったほか、個人消費も堅調であり、全体の成長を押し上げた。

ドイツの製造業受注は、ユーロ圏内向けで減少が続くのに対し、国内向けが安定しているほか、ユーロ圏外向けは足元2ヵ月連続で増加している(第23図)。雇用情勢は良好であり、失業率は4月が6.8%と20年来の最低水準で安定している(第24図)。また、企業の景況感、中小企業を多く含むIfoサーベイでは堅調であり、消費者信頼感をみても景気全般に対するマインドが上向きである(第25図)。ドイツ経済は内需の安定と輸出を追い風に2012年も0.8%のプラス成長を確保、13年は1.5%に加速することが見込まれる。

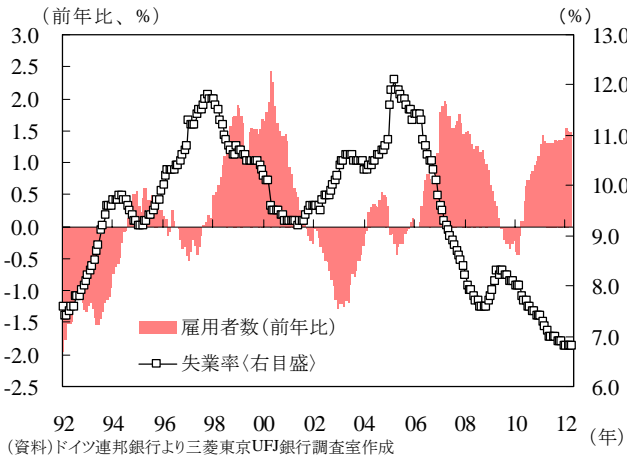
第22図：ドイツの実質GDP成長率



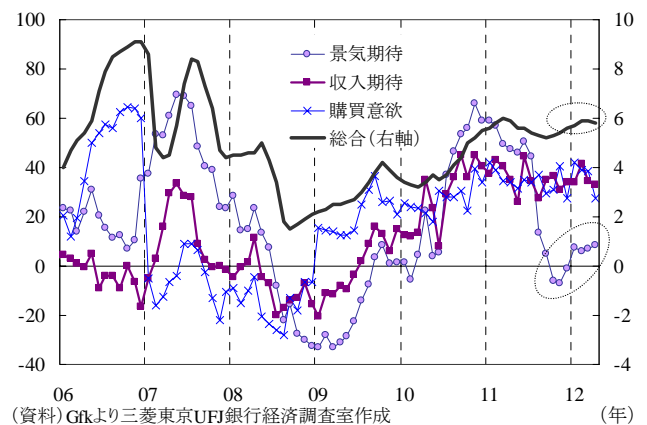
第23図：ドイツの製造業受注



第24図：ドイツの雇用環境



第25図：ドイツのGfK消費者信頼感



## ② フランス：17年ぶりに政権交代も、具体的な政策はこれから

17年ぶりに政権交代が実現

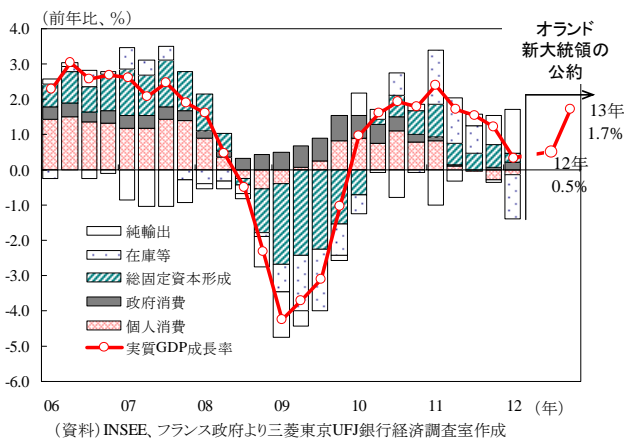
オランド新大統領はドイツとの協調をアピール

足元のマクロ環境下では、公約に掲げた成長の達成は難しい

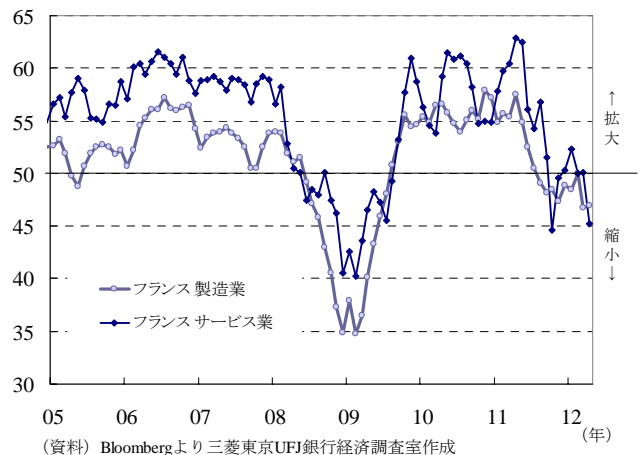
フランスでは17年ぶりに政権交代が実現し、社会党のオランド新大統領が誕生した。付加価値税(VAT)の引き上げ撤回や雇用創出など成長路線への変更を掲げるも、その実効性は不透明である。オランド氏は15日の就任式直後に早速ドイツを訪問したほか、首相にはドイツ重視とされる人選を行うなど、独仏の協調路線を維持している。次は6月に実施される議会選挙において、社会党が主要政策を遂行するための過半数を取るか否かが注目される。

オランド新大統領が公約に掲げた2012年0.5%、13年1.7%の成長は、足元のマクロ環境下では相応に難しい(第26図)。昨年11月に追加した緊縮策や今般の政権交代もあって、不透明感は強く、企業の景況感は弱い(第27図)。家計部門をみても、失業率が3月も10.0%と高止まりし、小売売上が低迷するなか(第28図)、成長の牽引役となるはずの個人消費は2四半期連続のマイナス寄与となった。加えて、ドイツと異なりアジアや米国向けの輸出需要を取り込めておらず、貿易赤字が続いている(第29図)。

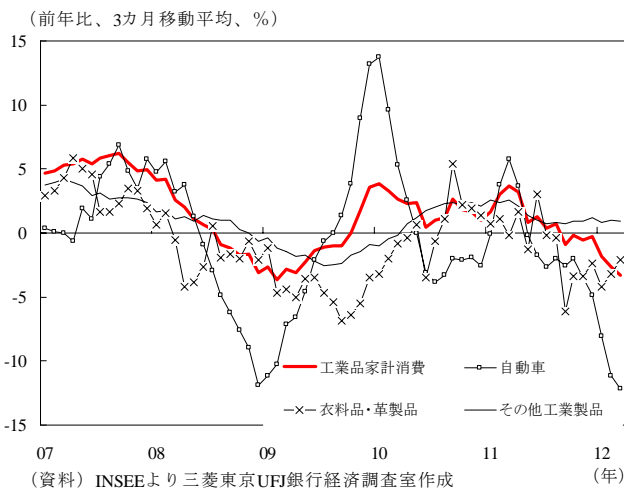
第26図：フランスの実質GDP成長率



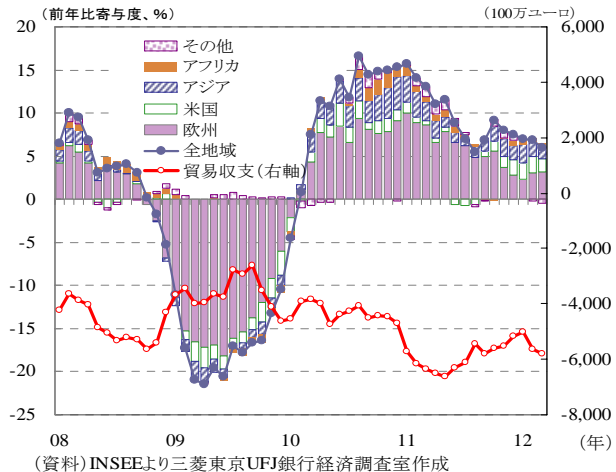
第27図：フランス企業の景況感



第28図：フランスの工業品家計消費



第29図：フランス輸出



### ③ イタリア：足元の実体経済は弱い、外需回復の恩恵に期待

財政均衡の達成年限を2014年に先送り

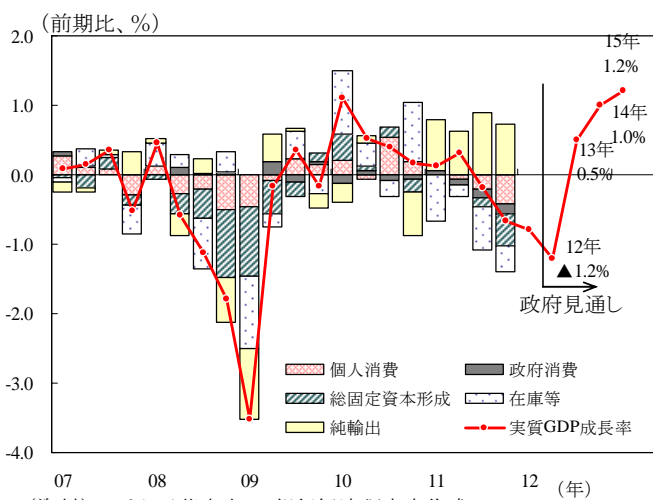
イタリア政府は4月に最新の経済・財政計画を発表したが、その中で今年のGDP成長率見通しの下方修正に伴い、財政収支がほぼ均衡（GDP比▲0.1%）に達する年限を2014年に1年間先送りした。財政均衡達成の目標年を2013年に維持する戦略をとらなかつたことから、経済政策の軸足が財政緊縮から成長戦略に移りつつある点が明白となった。

財政緊縮を受けて内需が低迷するなか、3期連続のマイナス成長

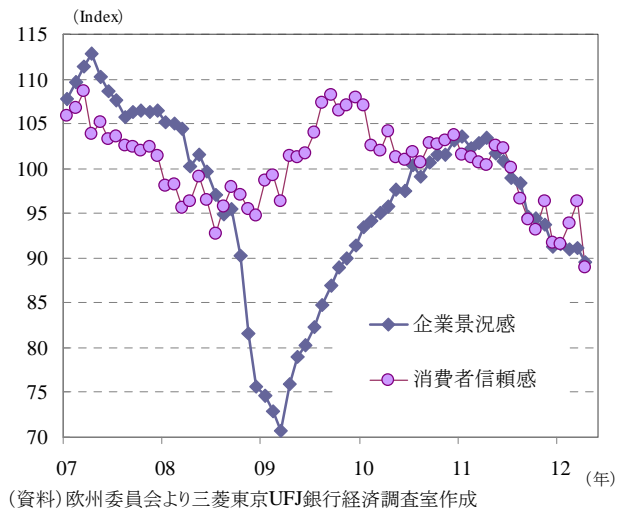
イタリアの第1四半期の実質GDP成長率は前期比▲0.8%と3四半期連続のマイナス成長に陥っている（第30図）。2011年を振り返ると、純輸出を除くすべての需要項目がマイナスに寄与した。既に大規模な財政緊縮が実施されているため内需が弱く、足元の景況感は、企業・消費者ともに大きく悪化している（第31図）。ただし、イタリアは輸出依存度が比較的高いうえ、輸出全体に占める米国向けやアジア向けのシェアが相応にあり、ドイツ向けのシェアも大きい。2013年にかけては、外需回復の恩恵を受けることが期待できよう。

2013年にかけては外需回復の恩恵に期待

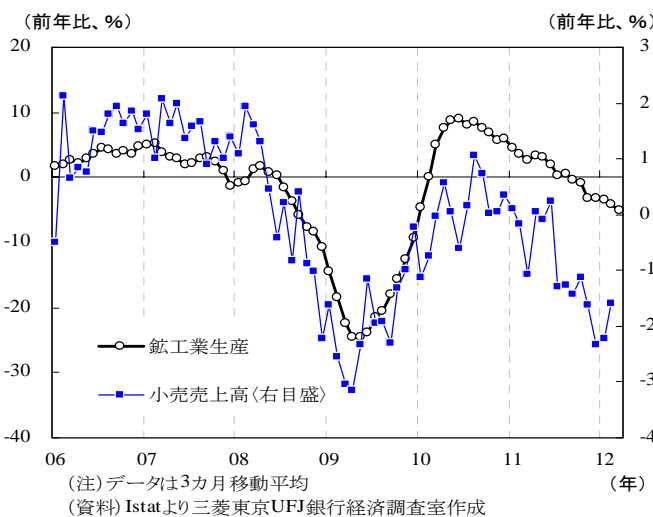
第30図：イタリアの実質GDP成長率



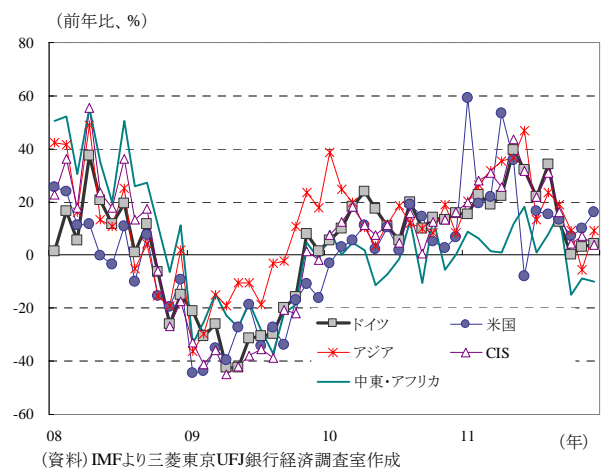
第31図：イタリア景況感



第32図：イタリアの生産と小売売上



第33図：イタリア輸出





④ スペイン：建設部門の不振が続く。住宅価格調整の完了までには今しばらくの時間が必要

2 期連続のマイナス成長

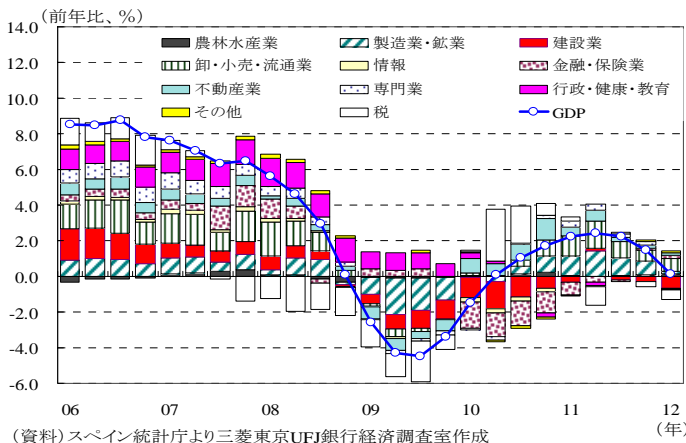
建設業を中心に景気は停滞

住宅価格の調整に時間を要し、不良債権比率の上昇続く

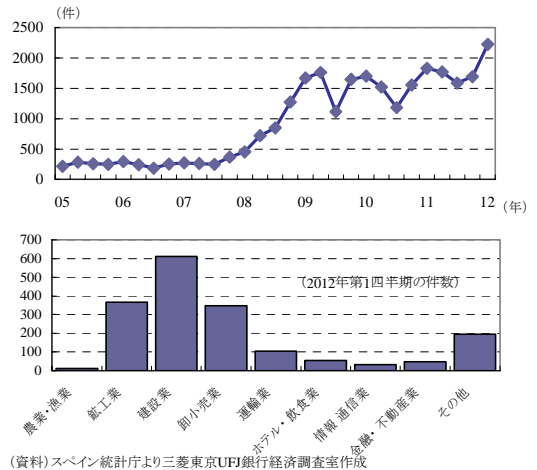
スペインでも第1四半期の実質 GDP 成長率が前期比▲0.3%と、2期連続のマイナス成長となった。建設業と金融・保険業が依然として景気停滞の主因である(第34図)。国内企業の倒産件数は、建設業を中心に第1四半期は前年比+21.5%の大幅増となった(第35図)。失業率の上昇は、不動産バブル崩壊の影響を大きく受けたアンダルシア州のみならず、マドリッドやバルセロナといった都市部にも波及している(第36図)。

スペインの住宅価格を名目 GDP で除して、2009 年以降のトレンド線と過去の平均値を結ぶと、住宅価格の調整は少なくとも 2014 年近くまで継続することを窺わせる結果が得られる(第37図)。加えて、商業銀行の不良債権比率(国内貸出)は上昇傾向に歯止めがかかっておらず、昨年第4四半期には不動産向けが 21%、建設向けが 18%まで上昇した。家計・企業が重い負債を抱えており、その調整に時間を要するなか、不良債権比率の改善は見込みにくい状況にある。スペイン経済は少なくとも 2013 年までは冴えない展開が想定される。

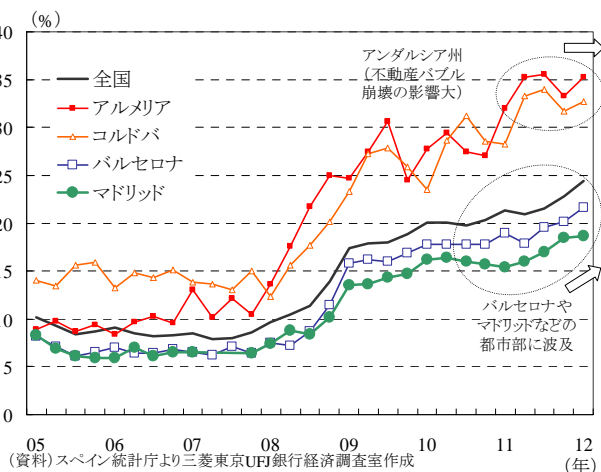
第34図：スペイン名目 GDP の産業別内訳



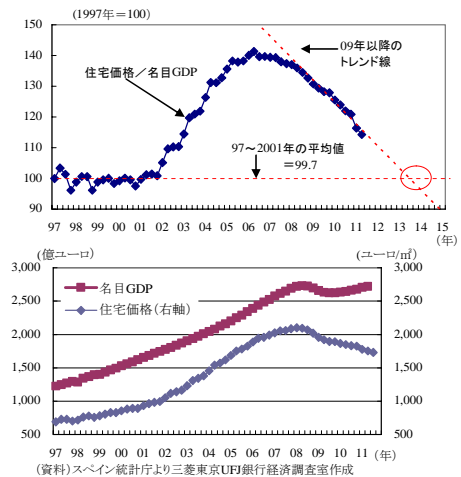
第35図：企業の倒産件数と業種別内訳



第36図：スペインの地域別失業率



第37図：スペインの住宅価格調整



### (3) ギリシャの実体経済と債務問題の展望

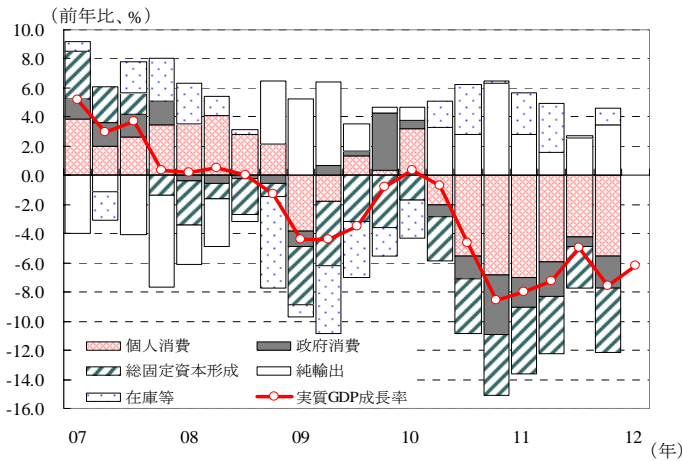
6月17日に再選挙へ

ギリシャでは、5月6日の総選挙において従来の連立与党（新民主主義党 ND、全ギリシャ社会主義運動 PASOK）が過半数を取得できず、得票率第1～3党が連立政権樹立の交渉に失敗した結果、6月17日に再選挙が実施されることになった。

実体経済は引き続き回復の兆しがみえない

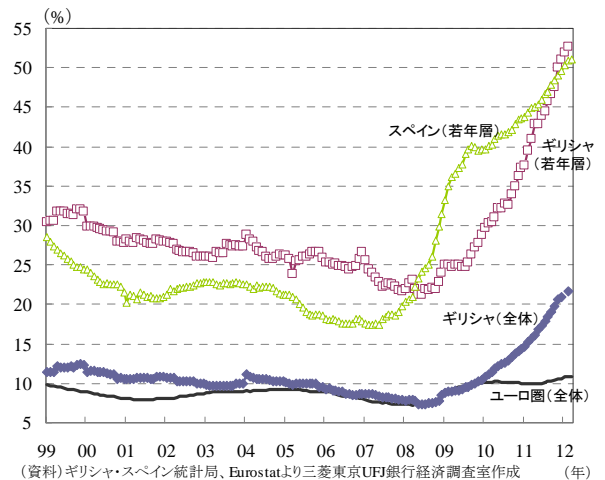
ギリシャの実体経済を確認すると、第1四半期の実質 GDP 成長率は前年比▲6.2%と8期連続のマイナスとなった（第38図）。前期の同▲7.5%から幾分マイナス幅は縮小したものの、これは内需低迷を反映して輸入が激減したためとみられる。個人消費や設備投資などは大幅なマイナスが続いている。失業率が直近2月に21.7%と、過去最悪の水準を更新しているほか（第39図）、購買担当者指数（PMI）でみる企業の景況感も悪化基調から抜け出せていない（第40図）。

第38図：ギリシャの実質 GDP 成長率



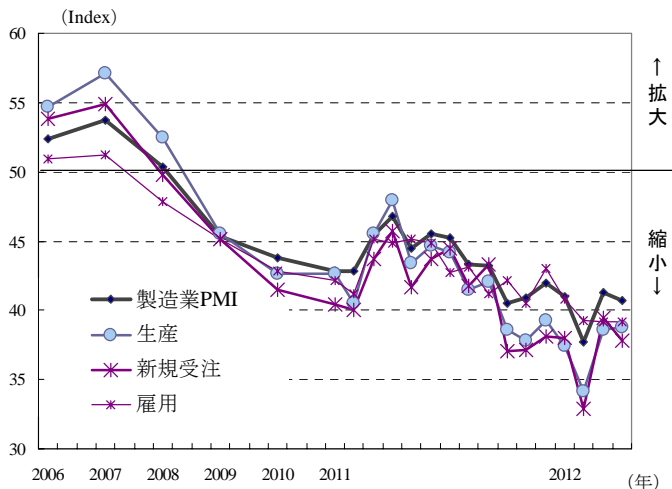
(資料) ギリシャ統計局、欧州委員会より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第39図：ギリシャの失業率



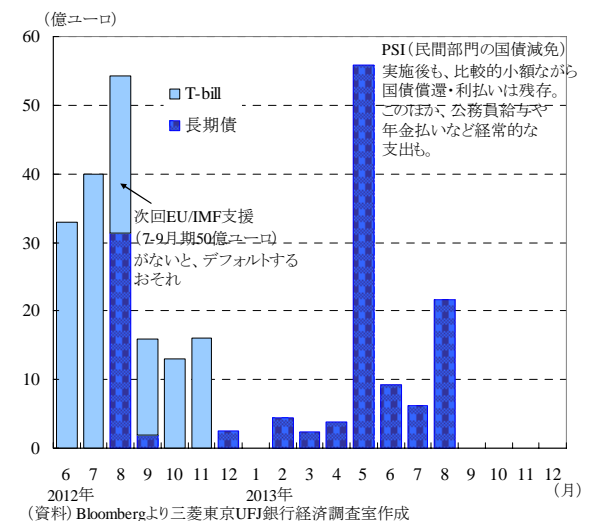
(資料) ギリシャ・スペイン統計局、Eurostatより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成 (年)

第40図：ギリシャの購買担当者指数 (PMI)



(注) 2006～2010年のデータは年次、2011年以降は月次。  
(資料) ギリシャ中央銀行より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第41図：ギリシャの国債償還スケジュール



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

再選挙の世論調査  
では緊縮派と反緊縮派が拮抗

6月17日の再選挙に向けた世論調査では、財政緊縮路線を支持する新民主主義党（ND）と反緊縮派の急進左派連合（SYRIZA）の支持率が共に2～3割で拮抗している。再選挙によって誕生する新政権が、NDと全ギリシャ社会主義運動（PASOK：財政緊縮派）を中心としたものになるか、あるいはSYRIZAを中心としたものになるかが注目を集めている。

国民はユーロ圏残留を希望

仮にSYRIZAを中心とする反緊縮派の新政権が誕生した場合でも、ギリシャ国民の約8割がユーロ圏への残留を希望していることを鑑みると、一部で懸念されているように、新政権が即座に財政緊縮プログラムを反故にしてユーロ圏を離脱することはないと思われる。SYRIZAの目標は、ユーロ圏に残留したまま財政緊縮条件を緩和することにあるからだ。新政権がEU/IMF側との条件緩和交渉に臨めば、最終的にEU/IMF側が妥協する形で交渉がまとまる可能性が高いだろう。ギリシャがユーロ圏を離脱した際の影響の広がりを読み切れないことから、EU/IMF側はある程度の妥協に踏み切ると予想される。

リスクシナリオは条件緩和交渉の決裂

リスクシナリオは、SYRIZAを中心とする反緊縮派のギリシャ新政権とEU/IMFの交渉が決裂するケースである。EU/IMFの金融支援が打ち切られ、ギリシャはデフォルトの危機に瀕しよう。ギリシャ新政権は引き続きユーロ圏残留を望むであろうが、EUはギリシャに「財政緊縮かユーロ圏離脱」の二者択一を改めて迫ると共に、ユーロ圏離脱を便宜的に実現する方策を検討すると思われる（現行のEU条約にはユーロ圏離脱規定がない）。

仮にギリシャのユーロ圏離脱が現実となった場合、同国経済が大混乱に陥ることは確実である。ユーロ圏経済全体にどの程度のダメージがあるかは、その時の金融市場の反応に左右されるが、ユーロ圏の公的・民間セクターが保有するギリシャ向け債権が大幅に毀損するほか、ギリシャ以外の欧州周縁国からの資本逃避や株価急落、銀行間流動性の枯渇などにより相応の影響が否定できない。

（大幸 雅代）

### 3. 英国

#### (1) 景気の現状

英国景気はリセッション入り

英国の景気後退が確認された。今年第1四半期の実質GDP成長率は、前期比▲0.3%と2期連続でマイナス成長となった(第42図)。最大の輸出先であるユーロ圏景気の悪化で輸出が減速したほか、前期に続いて在庫の取り崩しが影響している。また、総固定資本形成も2期連続でマイナスの伸びとなった。

個人消費をはじめ  
内需の基調は弱い

個人消費は一時的要因を除けば、バランスシート調整が進行中であることなどから基調は弱い。ロンドン五輪が7月27日～8月12日に開催される。開催期間中、個人消費の押し上げが期待されるが、足元では、まだ、その予兆はみられない。また、設備投資も、生産水準が低く、設備稼働率が上がらない状況にあり、低迷している。消費者物価上昇率は、4月には一時的要因で大きく下落したものの、低下速度は落ちており、インフレに対する懸念は依然残っている。今年度予算について、政府は法人税率引き下げなどの景気刺激策を一部盛り込んだが、実体的には緊縮予算であり、財政面からの景気挺入れも期待できないほか、これまでのイングランド銀行による量的緩和策の効果も明確にはみられない。英国経済は景気の本格回復への糸口がみられない状況にあるといえよう。

景気の本格回復の  
糸口はみられない

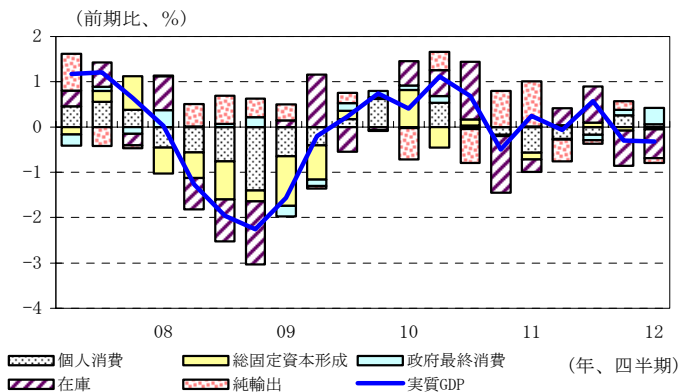
#### (2) 今後の見通し

##### ①住宅価格は当面下落、家計のバランスシート調整も継続

住宅価格は下落傾向

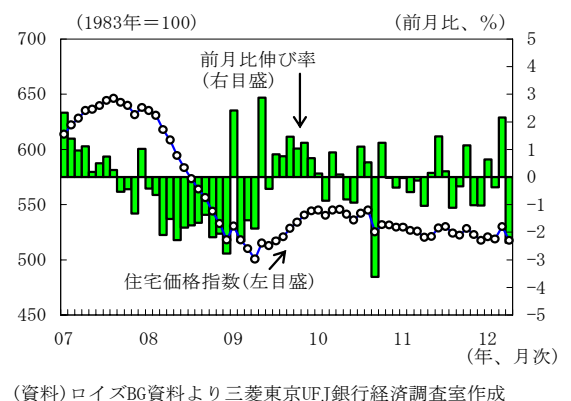
今後の英国経済の動向を見通す際に、考慮すべき要因の1つとして、住宅価格の動向があげられよう。ハリファックス住宅価格指数をみると、3月に前月比+2.2%とやや高い伸びを示したが、これは、住宅の初回購入者に対する印紙土地税の軽減措置が3月24日に期限を迎えることから、その前の駆け込み需要により押し上げられたものである。4月は一転、前月比▲2.4%と3月の上昇分が全て剥落するなど、住宅価格は、下落傾向に

第42図：実質GDP成長率（前期比）



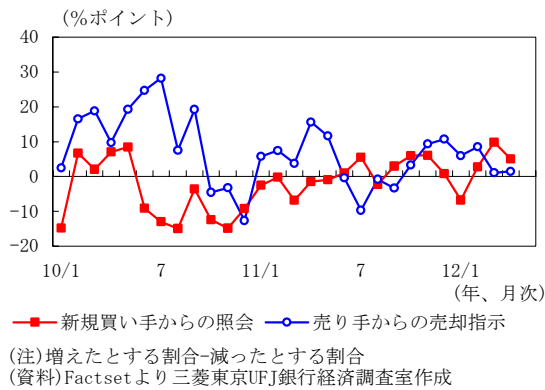
(資料)ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第43図：住宅価格の動向

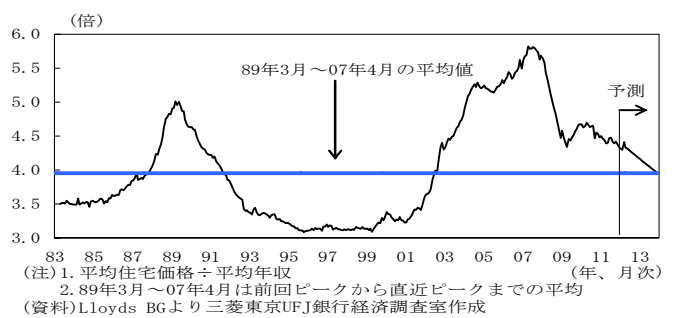


(資料)ロイズBG資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第44図：不動産会社への照会動向



第45図：住宅価格の年収倍率



ある(第43図)。

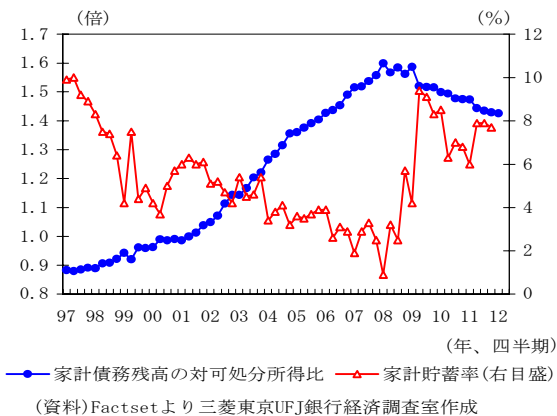
不動産会社への買い手からの照会及び売り手からの売却指示の動向から需給の状況についてみると、3月には買い手からの照会が増えたとする割合が上昇したが、4月には、それが低下している(第44図)。一方、売り手からの売却指示は3月に増加したとする割合が減少したものの、4月にかけてはほぼ横ばい推移となっており変化がない。

### 住宅価格の年収倍率は低下

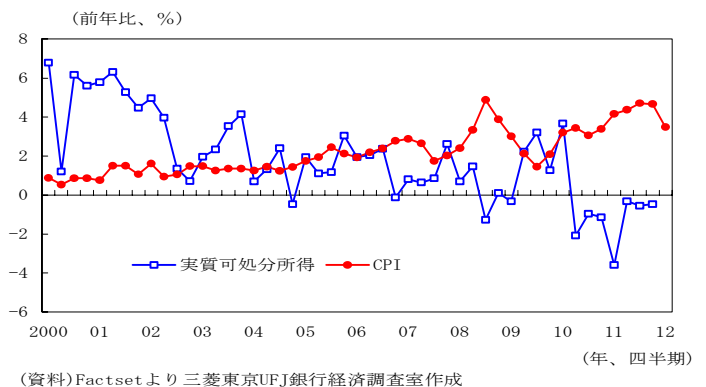
住宅価格の年収倍率をみると、直近のピークが2007年4月の5.82倍であり、2012年4月には4.33倍まで下落している(第45図)。そこで、足元の下落傾向が始まった2010年8月～2011年12月(印紙土地税の軽減措置期限前の駆け込み需要の影響を除くため12月までとした)の住宅価格の平均下落率、及び、平均年収については同期間の平均上昇率が続くとして今後の年収倍率の動向を試算した。直近のピークからピークまでの期間(1989年3月～2007年4月)の平均値は3.95倍であり、試算では、3.95倍になるのは、2013年の第4四半期となった。さらに、1983年から85年までの平均値である3.53倍に達するのは、2015年の第4四半期となった。その場合、住宅価格は、ピークから約25%下落することになる。これらは、英国の住宅価格がいつまで、どのくらい下落するかを示す1つの試算である。

### 年収倍率が直近ピークからピークまでの平均値まで下がるのは2013年第4四半期

第46図：家計債務残高・貯蓄率の動向



第47図：家計の実質可処分所得と消費者物価上昇率



るが、英国における住宅価格の調整が終わるには、まだ、数年の時間を要するということ示唆しているといえよう。

## 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も進行中である。足元で、家計の債務残高は可処分所得の1.43倍と依然高い水準にあることから、債務削減の動きは今後も続くとみられる（第46図）。そのため、家計の貯蓄率も昨年10-12月期で7.7%と過去15年の期間でみると高い水準にある。家計部門では、引き続き債務が重荷となり、個人消費を下押しすることになるろう。

## 今後、インフレ率低下により、実質可処分所得は増加

しかし一方で、2011年の付加価値税率引き上げの影響が今年に入り剥落したうえ、来年にかけて、原油価格上昇の影響も小さくなることから、インフレ率は、今後、低下傾向をたどろう。それにより、実質可処分所得が加速するため、個人消費は一定の下支えが得られるとみられる。

## ②2012年度予算では一部成長施策が盛り込まれるも基調は緊縮

### 2012年度予算は法人税減税を盛り込む

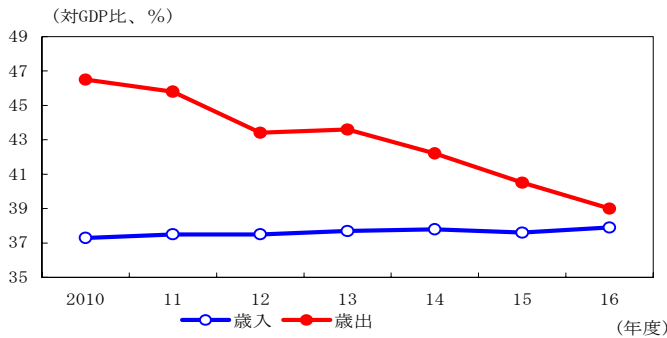
3月に2012年度予算が発表された。法人税率を今年度から2014年度にかけて毎年1%ポイントずつ低下させ22%にするといった成長施策や、所得税の課税最低限を引き上げる低所得者支援策などを盛り込んだことが特徴である（第1表）。ただし、2010年10月に策定された中期歳出計画

第1表：2012年度予算の主な内容

		(百万ポンド)			
		2012	2013	2014年度以降	
歳入	個人関連	・課税最低限の引き上げ →2013年度より£8,105から£9,205へ引き上げ	0	▲3,320	▲3,513
		・税控除額に上限設定 →2013年度より5万ポンド以上の税控除を求める場合は所得額の25%を上限とする	0	350	343
		・高額不動産購入に対する印紙税 →200万ポンド以上の居住用不動産を購入する際には、7%の印紙税を課す	150	180	262
	企業関連	・法人税 →2014年度にかけて法人税率を1%ポイントずつ引き下げ、22%に	▲405	▲730	▲873
		・銀行課税	10	420	455
		・北海油田関連 →北海油田の施設を解体する際の税軽減措置廃止	115	245	338
	環境関連	・気候変動課税 →2013年度から熱電供給プラントの一部について、気候変動課税の免除を撤廃	0	110	145
		・二酸化炭素排出量に対する課税 →二酸化炭素排出1トン当りの価格に9.55ポンドの下限を設定	0	-45	-117
		・カンパニーカー税 →1キロ走行当り75グラム以上二酸化炭素を排出するカンパニーカーの税率2014年度に1%、15年度に2%引き上げ	0	0	282
		・カンパニーカーの減価償却 →適用対象となる自動車の二酸化炭素排出量の基準を厳格化	0	25	183
その他	・高齢者向けの優遇措置 →高齢者向けの所得控除の優遇措置等を2013年度から制限	0	360	877	
歳出	個人関連	・子供手当 →納税額に関わりなく支給される層を5万ポンド以下から6万ポンド以下まで拡大	185	690	630
	その他	・特別準備 →2014年までにアフガニスタンからの英軍撤退決定	▲100	▲800	▲1,500

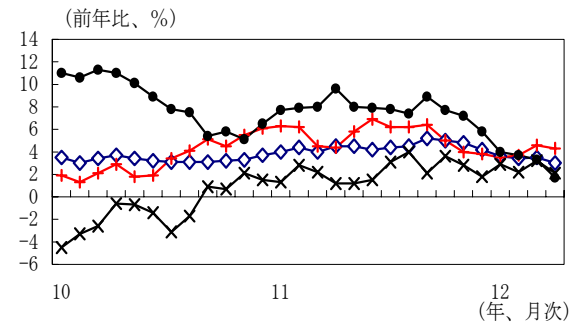
(注)各年度の数値、2014年度以降は2014～2016年度の平均値  
(資料)英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 48 図：財政緊縮の動向



(資料) 英国財務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 49 図：消費者物価上昇率の動向



(資料) ONSより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 歳出削減中心に財政緊縮を維持

では、2011～2014 年度に公務員を 49 万人削減することや各種社会保障給付について制限を設けることのほか、公共投資を 2010 年度実績額から 2014 年度までに 22.1%削減することが盛り込まれ、今年度以降も順次実施されることになっている。財政については緊縮姿勢が維持されることに変わりはない。2015 年度に財政赤字の対 GDP 比を 3%以下にすべく、歳出削減を中心に財政収支の改善が図られよう（第 48 図）。財政の景気に対する下押し圧力は当面続く見込みである。

### ③2013 年にかけて低成長が続く見込み

景気下押し要因多く、2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 0.1%

住宅価格の下落及び家計のバランスシート調整の継続により、個人消費の本格回復には時間がかかる見込みである。また、法人税減税は盛り込まれるものの、全体として財政緊縮が維持されることは、景気を下押しすることになる。7月 27 日～8月 12 日に、ロンドン五輪が開催されるため、この間、個人消費の盛り上がりから成長率の押し上げを期待できるが、今年第 4 四半期以降は、その反動もあり、低成長が続く見込みである。2012 年の実質 GDP 成長率は前年比 0.1%にとどまるとみられる。

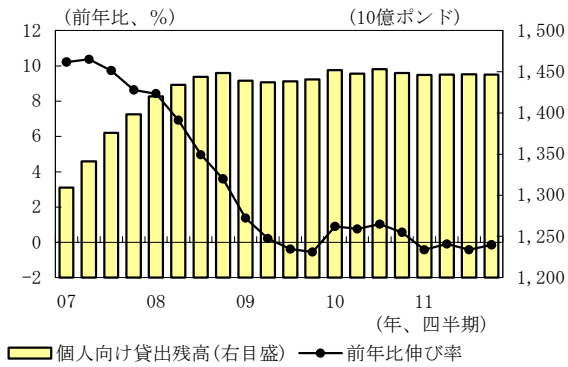
2013 年は 0.7%成長

2013 年には、原油価格の上昇の影響が剥落することからインフレ率が低下する結果、実質購買力が上昇し、個人消費が徐々に加速するであろう。また、ユーロ圏景気の緩やかな持ち直しにあわせ、輸出も次第に勢いを増していくであろう。その結果、実質 GDP 成長率は前年比 0.7%へとやや加速する見込みである。

BOE は難しい局面に直面

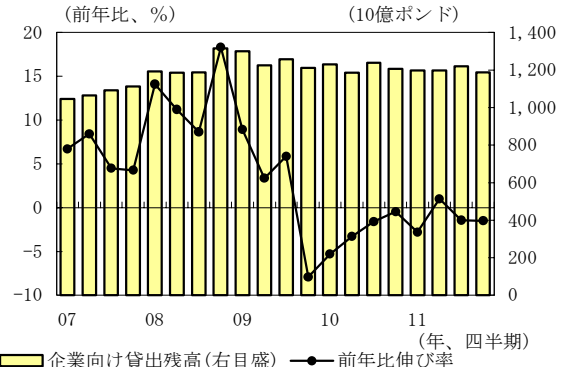
一方で、景気下支え役として期待されるのが金融政策であるが、イングランド銀行 (BOE) は難しい局面を迎えている。消費者物価上昇率は 4 月に前年比 3.0%と 3 月より 0.5%ポイント低下したが、これは、昨年 4 月下旬であった復活祭の祝日が今年は 4 月上旬になった結果、イースター休暇向け航空運賃のピークが 3 月中下旬に移行し、4 月の航空運賃を含む輸送費が大きく低下したことによるもので、一時的な要因といえる（第 49

第50図：個人向け貸出の動向



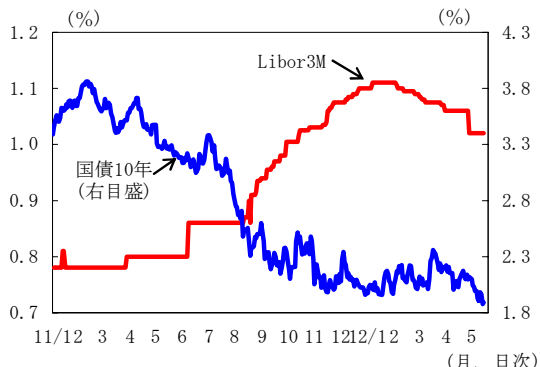
(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第51図：企業向け貸出の動向



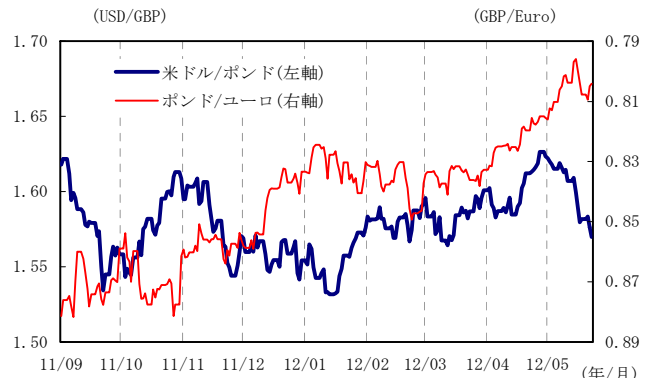
(資料)BOEより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第52図：英国金利の動向



(資料)FACTSETより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第53図：ポンド相場の動向



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

図)。インフレ率は低下トレンドにあるが、BOEは、今月のインフレレポートで、インフレ率の低下速度が想定よりも鈍化しているとした。BOEのインフレに対する警戒心は強い。そのため、5月10日のBOEの金融政策委員会では、3,250億ポンドの上限に達した資産買取ファシリティの枠拡大が見送られた。

ただし、そもそも資産買取ファシリティを実施した理由の1つは低迷している銀行貸出を増やし、金融仲介機能を回復させることであったが、現状、そこまで至っていない。個人及び企業向け貸出はいずれも前年水準を下回る状況にある(第50、51図)。また、当面、消費者物価上昇率はVAT税率の引き上げ効果剥落などにより低下傾向になるものの、BOEがターゲットとする2.0%を上回る水準で推移しよう。そのため、实体经济が低迷するなか、BOEは難しい金融政策の運営を迫られると考えられる。

短期金利は当面低水準に

短期金利については、2月にBOEが資産買取ファシリティの買取枠を500億ポンド拡大した後、低下傾向にある(第52図)。英国の銀行は欧州周縁国向けの与信が小さいことから、周縁国問題の影響もほとんどみられない。BOEが低金利を維持していることから、短期金利も当面、低い水準で推移するであろう。



ポンド相場は対ドルでは弱含み、対ユーロでは強含みの展開

ポンド相場は、対ドルでは米国景気の回復感の強まりから、やや軟調にある（第53図）。一方で、対ユーロでは、ギリシャをはじめとする周縁国問題の深刻化により、上昇傾向にある。今後も、対ドルでは、米国景気の回復基調が強まることから弱含みの展開になると見込まれる。対ユーロでは、周縁国問題が燻り続け、ユーロ圏の景気回復は非常に緩やかなものにとどまることから、当面上昇するものと考えられる。

（ロンドン駐在 本多 克幸）

表：西欧経済の見通し

（1）総括表

	GDP規模 2011 (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)		
		2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
ユーロ圏	13,115	1.5	▲ 0.3	0.5	2.7	2.3	1.7	▲ 45	▲ 39	155
ドイツ	3,577	3.1	0.8	1.5	2.5	2.0	1.8	2,054	1,712	1,803
フランス	2,776	1.7	0.1	0.9	2.3	2.1	1.7	▲ 620	▲ 553	▲ 502
イタリア	2,199	0.4	▲ 1.3	0.0	2.9	2.5	1.9	▲ 701	▲ 525	▲ 336
英国	2,418	0.7	0.1	0.7	4.5	4.5	2.5	▲ 465	▲ 361	▲ 262

（2）需要項目別見通し

（単位：%）

	ユーロ圏			英国		
	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)	2011年 (実績)	2012年 (見通し)	2013年 (見通し)
名目GDP	2.8	1.8	2.3	3.0	1.9	2.0
実質GDP	1.5	▲ 0.3	0.5	0.7	0.1	0.7
<内需寄与度>	0.4	▲ 1.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	0.4
<外需寄与度>	1.1	1.0	0.6	1.0	0.3	0.4
個人消費	0.2	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 1.2	0.1	0.7
政府消費	▲ 0.0	▲ 0.8	▲ 0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.4
総固定資本形成	1.5	▲ 1.4	▲ 0.1	▲ 1.2	0.4	0.1
在庫投資	346	70	120	99	55	60
純輸出	2,566	3,389	3,940	▲ 157	▲ 109	▲ 59

- （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）。