

2011・12年度内外経済見通し

(2011年7~9月期GDP2次速報後改訂)

2011年12月12日

調査本部

TEL. 03-3591-1400

2011年7~9月期GDP統計2次速報の公表等を受け、みずほ総合研究所は2011・12年度内外経済見通しを改訂しました。

各国・地域の成長率見通しは以下の通りです。

<日本経済>

○2011年度 : ▲0.4% (前回+0.4%)

足元までの統計改訂を反映して下方修正。年度後半は復興需要が徐々に顕在化

○2012年度 : +1.9% (前回+1.7%)

復興需要により景気回復を維持。ただし、年度末には公的需要が減速、景気回復に息切れ感も

<海外経済>

○米国経済 : バランスシート調整下での財政引き締めにより、低成長

2011年 : +1.7% (前回+1.8%)

2012年 : +1.3% (前回+1.4%)

○欧州経済 : 今年末から来年初にかけて景気後退局面入り

2011年 : +1.6% (前回+1.6%)

2012年 : +0.1% (前回+0.1%)

○アジア経済 : 欧米向け輸出が伸び悩み、成長ペースは鈍化

2011年 : +7.5% (前回+7.6%)

2012年 : +6.9% (前回+7.0%)

以上

1. 景気の現状

7～9月期の実質GDP2次速報は小幅の下方修正

12月9日(金)に内閣府より公表された2011年7～9月期の実質GDP成長率(2次速報値)は前期比+1.4%(年率+5.6%)となり、1次速報の前期比+1.5%(年率+6.0%)から下方修正された(図表1)。

需要項目別にみると、法人企業統計の結果などを受けて設備投資は1次速報の前期比+1.1%から同▲0.4%に下方修正された。一方、民間在庫投資の実質GDP前期比に対する寄与度は+0.2%Ptから+0.3%Ptに上方修正された。今回は2010年度が確報値となったことや、GDP統計の基準年変更(2000年⇒2005年)が反映されたため、他の需要項目の修正幅も大きくなっている。個人消費(前期比+1.0%⇒同+0.7%)は下方修正、住宅投資(同+5.0%⇒同+5.2%)は小幅の上方修正となり、国内民間需要全体では前期比+1.4%から同+1.1%に下方修正(寄与度は+1.1%Pt⇒+0.8%Ptに修正)された。公的需要については、政府消費(前期比+0.4%⇒同+0.2%)が下方修正、公共投資(同▲2.8%⇒同▲1.0%)は上方修正された。公的需要の寄与度は+0.0%Pt(1次速報:▲0.0%Pt)とわずかに上方修正となった。民間需要と公的需要を合わせた国内需要の寄与度は+0.8%Ptと1次速報の+1.0%Ptから下方修正された。外需については、輸出(前期比+6.2%⇒同+7.3%)が大きく上方修正される一方、輸入は若干の上方修正(同+3.4%⇒同+3.5%)にとどまり、外需寄与度は+0.6%Ptと1次速報(+0.4%Pt)から上方修正となった。

今回確報値が発表された2010年度の実質GDP成長率は+3.1%となり、速報段階の+2.4%から大幅に上方修正された。個人消費が前年比+1.0%から同+1.6%に修正されたことが主因である(図表2)。また、基準年変更の影響などにより、2008・2009年度の実質GDP成長率もそれぞれ▲3.7%(修正前▲4.1%)、▲2.1%(同▲2.4%)に修正されている。しかし、2011年度への成長率のゲタは▲0.5%から▲1.1%に大きく低下したため、2011年度はマイナス成長の可能性が高まった。

10～12月期はプラス成長を維持

10～12月期については、東日本大震災による落ち込みからの急回復局面が終了しつつある中、欧米経済の低調やタイ洪水の影響による輸出の伸び悩みが予想され、成長率が低下することは避けられない。それでも復興需要による押し上げが見込まれることなどから、プラス成長は維持すると予測している。

図表 1 2011年7～9月期2次QE結果

	(前期比・%)					
	2010年		2011年		1次QE	
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
国内総支出	1.1	0.5	0.0	-1.7	-0.5	1.4
(前期比年率)	4.6	2.0	0.1	-6.6	-2.0	5.6
(前年比)	4.4	5.4	3.1	-0.2	-1.7	-0.7
国内需要	1.1	0.7	0.1	-1.5	0.5	0.8
(1.1)	(0.6)	(0.1)	(-1.5)	(0.5)	(0.8)	
国内民間需要	1.5	0.8	0.2	-2.1	0.0	1.1
(1.1)	(0.6)	(0.2)	(-1.5)	(0.0)	(0.8)	
民間最終消費支出	0.2	0.4	0.4	-1.2	0.3	0.7
民間住宅	1.5	0.6	2.9	1.8	-2.0	5.2
民間企業設備	4.7	0.5	-0.7	-0.9	-0.5	-0.4
民間在庫品増加	(0.4)	(0.3)	(-0.0)	(-0.7)	(-0.0)	(0.3)
公的需要	-0.3	0.3	-0.4	0.1	1.9	0.0
(-0.1)	(0.1)	(-0.1)	(0.0)	(0.5)	(0.0)	
政府最終消費支出	1.5	0.3	0.3	0.5	0.7	0.2
公的固定資本形成	-0.9	0.4	-4.2	-1.9	0.7	-1.0
財貨・サービスの純輸出	(0.1)	(-0.1)	(-0.0)	(-0.2)	(-1.0)	(0.6)
輸出	5.9	0.7	-0.1	-0.0	-5.9	7.3
輸入	6.1	1.7	0.2	1.1	0.4	3.5
名目GDP	0.5	0.1	-0.8	-1.7	-1.6	1.2
GDPデフレーター(前年比)	-2.1	-2.0	-1.9	-1.9	-2.4	-2.2

(注) () 内は国内総支出への寄与度
(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」

図表 2 年度ベースGDPの修正内容

	2005年基準		2000年基準	
	2009年度	2010年度	2009年度	2010年度
国内総支出	-2.1	3.1	-2.4	2.4
国内需要	-2.2	2.4	-2.7	1.6
(-2.2)	(2.4)	(-2.7)	(1.5)	
国内民間需要	-4.2	3.0	-5.0	2.0
(-3.2)	(2.3)	(-3.9)	(1.4)	
民間最終消費支出	1.2	1.6	-0.0	1.0
民間住宅	-21.0	2.3	-18.2	-0.2
民間企業設備	-12.0	3.5	-13.6	4.2
民間在庫品増加	(-1.5)	(0.8)	(-1.1)	(0.5)
公的需要	4.2	0.5	5.2	0.1
(1.0)	(0.1)	(1.2)	(0.0)	
政府最終消費支出	2.7	2.3	3.5	2.3
公的固定資本形成	11.5	-6.8	14.3	-9.8
財貨・サービスの純輸出	(0.2)	(0.8)	(0.3)	(0.9)
輸出	-9.8	17.2	-9.6	17.1
輸入	-10.7	12.0	-11.0	10.9
名目GDP	-3.2	1.1	-3.7	0.4
GDPデフレーター(前年比)	-1.2	-2.0	-1.3	-2.0

(注) () 内は国内総支出への寄与度
(資料) 内閣府「四半期別GDP速報」

2. 2011・12年度の日本経済見通し

復興需要の顕在化により
景気回復を維持

2011年度後半から2012年度にかけての日本経済は、復興需要が顕在化することによって、景気回復を維持するとみられる。震災後の公共投資をみると、5～6月に仮設住宅の建設などによって大きく増加した後、7～9月期は復興計画や補正予算の編成が遅れたことなどから水準を下げている。11月21日に第3次補正予算が成立したことを受け、今後は徐々に復興需要が顕在化してくるであろう。2012年度前半にかけて公的需要の伸びが高まり、成長率を押し上げるとみられる。

一方、欧州が景気後退局面に入ったとみられ、為替(円ドルレート)が引き続き70円台で推移するなど、輸出環境は厳しさを増している。タイの洪水による国内生産への影響は一時的とみられるが、11月の輸出・生産下振れの要因となる。当面の輸出は伸び悩みが予想される。それでも、震災後の生産減によって海外拠点の在庫水準が低くなっている自動車は、まだ若干の生産・輸出増の余地がある。部品の代替調達のメドがつけば、1～3月期には自動車生産の持ち直しが見込まれる。復興需要の顕在化に伴う資材需要の増加も予想され、鉱工業生産は緩やかながらも増勢を維持するとみられる。

2012年度末には復興需要
に息切れ感も

しかし、2012年度後半になると、復興需要の伸びも鈍化してくることが予想される。年度ベースで復興関連支出が最大となるのは2012年度とみられ、事業の進捗ペースにもよるが2012年度半ばには復興関連需要はピークに達する可能性が高い。2012年度末には輸出の伸び悩みが続く中で公的需要が減速し、景気回復に息切れ感が出てくると予想される。

実質GDP成長率は2011年度▲0.4%(前回+0.4%)の後、2012年度は+1.9%(前回+1.7%)に高まるが、2012年度終盤にかけて減速感が出てくる見通しである。なお、2011年度をマイナス成長に下方したのは、GDP統計の改訂によって2011年度への成長率のゲタが大きく下方修正されたことが主因である。基本的な景気のシナリオを前回見通し(11月16日時点)から変えたわけではない。

海外経済の下振れ・電力不足
がリスク・ファクター

以上のようなメイン・シナリオに対してはさまざまな不確定要因がある。最大のリスク・ファクターは海外経済の下振れと円高の進行であろう。本見通しでは、欧州の債務問題について、遅れがちながらも危機回避に向けた政策対応がとられることにより、世界規模での金融危機を誘発するには至らないことを前提としている。しかし、いずれかの時点で世界的な金融危機・信用収縮に発展する可能性は否定できない。その場合、日本経済は景気後退に陥り、為替市場では円高が一段と進行することが想定される。そこまで至らなかったとしても、金融市場の不安が高まる中で企業行動が慎重化して生産・投資が一時的に伸び悩む「踊り場」に年明け早々に入るリスクもあるだろう。

国内の最大のリスクは電力不足問題である。定期検査後の原子力発電所を再稼働できない状態が続いた場合、2012年夏には多くの地域で最大電力に対して10%以上電力が不足することが予想される。オフィスビル・商業施設などの業務用電力や家庭用電力を削減することによって対応しても、生産活動にある程度の影響が及ぶことは避けられない。その場合、夏場を中心に景気の下振れリスクが高まるであろう。

以上

図表3 日本経済の見通し

		FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	2011				2012				2013
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
実質GDP	前期比、%	▲ 2.1	3.1	▲ 0.4	1.9	▲ 1.7	▲ 0.5	1.4	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.2
	前期比年率、%	--	--	--	--	▲ 6.6	▲ 2.0	5.6	1.0	1.6	1.9	2.1	1.9	0.8
内需	前期比、%	▲ 2.2	2.4	0.5	1.9	▲ 1.5	0.5	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.2
	前期比寄与度、%Pt	▲ 4.2	3.0	▲ 0.1	1.9	▲ 2.1	0.0	1.1	0.4	0.4	0.3	0.6	0.6	0.4
個人消費	前期比、%	1.2	1.6	0.3	1.1	▲ 1.2	0.3	0.7	0.1	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2
住宅投資	前期比、%	▲ 21.0	2.3	4.3	3.4	1.8	▲ 2.0	5.2	0.2	▲ 2.0	▲ 1.2	3.7	3.7	0.8
設備投資	前期比、%	▲ 12.0	3.5	▲ 0.8	3.6	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.4	1.2	0.7	1.1	1.2	0.7	0.5
在庫投資	前期比寄与度、%Pt	▲ 1.5	0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.7	▲ 0.0	0.3	0.1	0.1	0.1	▲ 0.0	0.0	0.1
公需	前期比、%	4.2	0.5	2.3	1.9	0.1	1.9	0.0	0.4	0.9	0.8	0.5	▲ 0.1	▲ 0.4
政府消費	前期比、%	2.7	2.3	1.8	0.8	0.5	0.7	0.2	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1	▲ 0.3
公共投資	前期比、%	11.5	▲ 6.8	4.4	6.7	▲ 1.9	6.7	▲ 1.0	0.5	3.6	3.8	1.3	▲ 0.7	▲ 1.0
外需	前期比寄与度、%Pt	0.2	0.8	▲ 0.9	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 1.0	0.6	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	0.0
輸出	前期比、%	▲ 9.8	17.2	▲ 0.4	3.7	▲ 0.0	▲ 5.9	7.3	0.4	0.2	0.7	0.6	0.7	0.4
輸入	前期比、%	▲ 10.7	12.0	5.6	3.7	1.1	0.4	3.5	1.5	0.9	0.7	0.7	0.3	0.2
名目GDP	前期比、%	▲ 3.2	1.1	▲ 2.2	2.0	▲ 1.7	▲ 1.6	1.2	▲ 0.3	1.1	0.5	0.5	0.0	0.7
GDPデフレーター	前年比、%	▲ 1.2	▲ 2.0	▲ 1.8	0.1	▲ 1.9	▲ 2.4	▲ 2.2	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 0.1	0.1	0.2	0.2
内需デフレーター	前年比、%	▲ 2.2	▲ 1.2	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 1.0	▲ 1.1	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.7	▲ 0.6	▲ 0.4

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」よりみずほ総合研究所作成

		FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	2011				2012				2013
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
鉱工業生産	前期比、%	▲ 8.8	8.9	▲ 2.3	4.1	▲ 2.0	▲ 4.0	4.3	0.3	0.7	0.7	1.2	0.9	0.8
経常利益	前年比、%	▲ 0.0	39.0	▲ 2.4	9.4	11.0	▲ 13.2	▲ 3.1	3.0	3.9	14.5	14.0	8.4	2.5
名目雇用者報酬	前年比、%	▲ 4.4	0.5	0.2	0.8	0.6	0.3	▲ 0.2	0.1	0.5	0.7	0.7	1.0	0.6
完全失業率	%	5.2	5.0	4.4	4.1	4.7	4.6	4.4	4.4	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0
新設住宅着工戸数	年率換算、万戸	77.5	81.9	83.4	85.1	84.2	81.0	87.8	81.6	81.9	82.2	85.1	89.4	83.3
経常収支	年率換算、兆円	15.8	16.1	9.9	14.6	13.0	7.6	10.4	11.2	10.1	13.6	15.8	15.4	14.2
国内企業物価	前年比、%	▲ 5.2	0.7	1.9	▲ 0.9	1.8	2.5	2.7	1.9	0.4	▲ 1.4	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.3
消費者物価	前年比、%	▲ 1.6	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.7	▲ 0.5	▲ 0.3	▲ 0.1
無担保コール翌日物金利	%	0.08	0.06	0~0.10	0~0.10	0.06	0.07	0.08	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10	0~0.10
新発10年国債利回り	%	1.35	1.13	1.06	1.06	1.24	1.16	1.04	1.00	1.00	1.00	1.05	1.10	1.10
日経平均株価	円	9,974	9,961	9,050	9,000	10,308	9,612	9,255	8,600	8,500	8,400	8,900	9,300	9,300
対ドル為替相場	円/ドル	93.0	86.0	78.0	76.0	82.3	82.0	78.0	77.0	76.0	74.0	76.0	77.0	77.0
WTI原油先物最期近物	ドル/バレル	71.0	84.0	93.0	84.0	94.6	102.3	89.5	95.0	85.0	79.0	83.0	86.0	87.0

(注1)実数データより変化率を計算しているため、公表値と一致しないことがある

(注2)経常利益は法人企業統計の全規模・全産業ベース(金融・保険、電気業を除く)

(注3)消費者物価は生鮮食品を除く総合(2010年基準)

(注4)完全失業率、新設住宅着工戸数、経常収支の四半期は季節調整値

(注5)金融関連の指標について、無担保コール翌日物金利は期末値、その他は期中平均値

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、財務省「法人企業統計季報」、総務省「労働力調査」、「消費者物価指数」、国土交通省「建築着工統計調査報告」、日本銀行「国際収支」、「企業物価指数」、「金融経済統計月報」、「外国為替相場」、日本相互証券㈱「主要レート推移」、日本経済新聞、Bloomberg、よりみずほ総合研究所作成

図表4 米国経済予測総括表

	2011年				2012年				2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
	1~3月期 (実績)	4~6月期 (実績)	7~9月期 (実績)	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期			
GDP (前期比年率%)	0.4	1.3	2.0	1.9	0.4	1.1	1.5	2.0	3.0	1.7	1.3
個人消費 (前期比年率%)	2.1	0.7	2.3	1.5	0.2	1.0	1.6	2.0	2.0	2.2	1.2
住宅投資 (前期比年率%)	▲2.4	4.2	1.6	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	▲4.3	▲1.8	1.5
設備投資 (前期比年率%)	2.1	10.3	14.8	8.1	▲0.4	7.5	7.3	7.0	4.4	8.9	6.5
在庫投資 (年率10億ドル)	49.1	39.1	▲8.5	▲3.0	25.0	30.0	35.0	40.0	58.8	19.2	32.5
政府支出 (前期比年率%)	▲5.9	▲0.9	▲0.1	▲2.0	▲4.0	▲4.0	▲4.0	▲3.0	0.7	▲2.0	▲2.9
純輸出 (年率10億ドル)	▲424.3	▲416.4	▲400.7	▲400.5	▲391.0	▲384.6	▲378.0	▲371.4	▲421.8	▲410.5	▲381.2
輸出 (前期比年率%)	7.9	3.6	4.3	2.5	4.0	4.5	4.5	4.5	11.3	6.6	3.9
輸入 (前期比年率%)	8.3	1.4	0.5	2.0	1.5	2.5	2.5	2.5	12.5	4.7	1.8
国内最終需要 (前期比年率%)	0.4	1.3	3.0	1.5	▲0.7	0.7	1.1	1.6	1.8	1.9	0.9
失業率 (%)	8.9	9.1	9.1	8.9	8.8	8.8	8.8	8.7	9.6	9.0	8.8
非農業部門雇用者数(1カ月当たり,千人)	141	156	99	132	115	115	115	116	▲81	110	119
名目可処分所得 (前期比年率%)	5.2	2.8	0.2	2.9	1.5	4.1	3.7	4.4	3.6	3.4	2.6
個人貯蓄率 (%)	5.0	4.8	3.8	3.7	3.6	4.0	4.1	4.3	5.3	4.3	4.0
個人消費支出デフレ率 (前年比%)	1.8	2.5	2.9	2.8	2.3	1.8	1.6	1.5	1.8	2.5	1.8
食品・エネルギーを除くコア (前年比%)	1.1	1.3	1.6	1.8	1.7	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.5

(注) 2011年10~12月期以降は2011年12月9日時点の見通し。
(資料) 米国商務省、米国労働省、みずほ総合研究所

図表5 ユーロ圏経済予測総括表

(単位: %)

	2010年	2011年	2012年	2010年		2011年		2012年	
	(実績)	(予測)	(予測)	上期	下期	上期	下期(予)	上期(予)	下期(予)
実質GDP	1.8	1.6	0.1	2.0	2.1	2.0	0.3	▲0.4	1.1
(期中成長率)	2.0	0.9	0.6	1.6	2.1	2.0	1.1	▲0.1	0.3
民間消費	0.9	0.4	0.3	1.0	1.1	0.1	0.1	▲0.1	1.1
政府消費	0.4	0.0	▲0.6	▲0.3	0.4	0.0	▲0.3	▲0.8	▲0.6
固定資本形成	▲0.9	2.2	0.1	0.0	1.9	3.4	▲0.0	▲0.5	1.4
外需(寄与度)	0.8	0.8	0.4	0.5	0.7	0.9	0.8	0.3	0.1
輸出	10.9	6.5	2.2	13.1	10.3	5.7	4.4	0.4	3.6
輸入	9.1	4.6	1.4	12.3	8.9	3.6	2.7	▲0.3	3.6
在庫・誤差脱漏(寄与度)	0.6	0.1	▲0.3	1.0	0.3	0.3	▲0.5	▲0.4	0.2
内需	1.1	0.8	▲0.3	1.6	1.4	1.1	▲0.5	▲0.7	1.0
消費者物価	1.6	2.7	1.8	1.4	1.9	2.6	2.7	2.0	1.6
コア・インフレ率	1.0	1.4	1.6	0.9	1.1	1.4	1.5	1.6	1.6

(注) 年は前年比。半期はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。期中成長率は各年第4四半期の前年比(半期は前年同期比)。成長率は稼働日数調整後。

(資料) Eurostat、みずほ総合研究所

図表6 アジア経済予測総括表

(単位: %)

	2009年	2010年	2011年	2012年
			前回	前回
アジア	6.1	9.3	7.5	7.6
中国	9.2	10.4	9.3	9.3
NIEs	-0.7	8.3	4.2	4.2
韓国	0.3	6.2	3.8	3.7
台湾	-1.8	10.7	4.2	4.2
香港	-2.7	7.0	5.0	5.1
シンガポール	-0.8	14.5	5.4	5.3
ASEAN5	1.6	6.9	4.6	4.9
インドネシア	4.6	6.1	6.3	6.3
タイ	-2.3	7.8	1.6	2.7
マレーシア	-1.6	7.2	4.8	4.6
フィリピン	1.1	7.6	3.6	4.0
ベトナム	5.3	6.8	6.0	6.0
インド	7.0	8.7	7.4	7.7

(注) 1. 実質GDP成長率(前年比)。網掛けは予測値。

2. 平均値はIMFによる2010年GDPシェア(購買力平価ベース)により計算。

3. 前回欄は『内外経済見通し』(11年11月16日)での予測値。

(資料) 各国統計、みずほ総合研究所

チーフエコノミスト:高田創

経済予測チーム

全体総括:	山本康雄	03(3591)1243	yasuo.yamamoto@mizuho-ri.co.jp
米国経済:	小野亮	03(3591)1219	makoto.ono@mizuho-ri.co.jp
	服部直樹	03(3591)1199	naoki.hattori@mizuho-ri.co.jp
欧州経済:	中村正嗣	03(3591)1265	masashi.nakamura@mizuho-ri.co.jp
アジア経済:	稲垣博史(総括)	03(3591)1379	hiroshi.inagaki@mizuho-ri.co.jp
	鈴木貴元(中国)	03(3591)1413	takamoto.suzuki@mizuho-ri.co.jp
日本経済:	前川亜由美(政府・物価)	03(3591)1386	ayumi.maekawa@mizuho-ri.co.jp
	徳田秀信(企業)	03(3591)1298	hidenobu.tokuda@mizuho-ri.co.jp
	風間春香(雇用・消費)	03(3591)1418	haruka.kazama@mizuho-ri.co.jp
	岡地迪尚(住宅)	03(3591)1242	michinao.okachi@mizuho-ri.co.jp
原油:	井上淳	03(3591)1197	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
金融市場総括:	武内浩二	03(3591)1244	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

※ 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

MIZUHO

The logo consists of the word "MIZUHO" in a bold, dark blue, sans-serif font. Below the text is a red, curved line that starts under the 'M', goes up to touch the 'U', and then curves down to end under the 'O'.