

# 海外経済展望

2009年1月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/thinktank/research/>

## 【目 次】

米国	I - (1 ~ 6)
欧州	II - (1 ~ 6)
原油価格	III - (1 ~ 2)

◆本資料は2009年1月6日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

### 欧米経済・市場動向グループ

米国経済・金利：下田 (Tel : 03-3288-4527 Mail : shimoda.yusuke@jri.co.jp)  
欧州経済・金利：立岡 (Tel : 03-3288-4736 Mail : tatsuoka.kenjiro@jri.co.jp)  
原油動向：立岡 (Tel : 03-3288-4736 Mail : tatsuoka.kenjiro@jri.co.jp)

# 米国経済概説 (2009年1月)

## 1. 米国経済の現状：景気後退は深刻の度を増す状況

足許の米国経済は、雇用情勢の悪化、企業の生産の落ち込みなど、幅広い分野で状況が一段と悪化。これまで景気の下支えであった輸出も急減。08年夏以降のドル高、世界経済の減速に伴い、この先、外需は景気下押し要因に。

## 2. トピックス

### ①BIG3経営危機

経営難が続くBIG3の公的支援問題は、政府がワラント提供、役員報酬制限、新規配当中止などを課すことで、GMとクライスラー向けつなぎ融資（計174億ドル）を金融安定化法から拠出することで決着。今回、非金融機関救済にも同法の資金を用いたことで、今後、他の業種からの支援要請が続出する可能性も。

BIG3は今回の融資によって、08年内の破綻は回避したものの、今後、再生計画が示せない場合は、09年3月末までに融資の即時返済が義務付けられており、再びChapter 11が視野に入るおそれも。BIG3に関連する雇用は、裾野の広い分野まで加味すると膨大。仮に関連雇用（300万人）が失われた場合、マクロモデルによると失業率を2010年に1.2%ポイント押し上げ、雇用者報酬は09年で1.6%ポイント、10年にも同0.6%ポイント押し下げられる可能性があり、悪影響は甚大。

### ②個人消費

11月の名目個人消費は5ヵ月連続のマイナス。一方、実質ベースでは、原油価格の大幅下落を背景に6ヵ月ぶりに増加に転じたものの、今後こうした原油安効果は徐々に薄れていく見込み。

12月の年末商戦は、終盤まで低迷。週次ベースの小売売上高は、本格的な年末商戦が始まった11月最終週以降、一度も前年比プラスに転じず。大幅値下げの効果が限られているほか、大雪による来客数の大幅減少など、天候にも見放された状況。NRFが発表したアンケート結果では、年末商戦の終盤での購入場所として、より「安価」で「手軽」なオンラインや、ディスカウントストアを検討している人が例年より増加しており、消費者の儉約姿勢の強まりを示唆。08年の年末商戦は過去40年にない「前年割れ」に終わる公算。

一方、年明けの消費を占う「ギフトカード」についても、一人当たりの支出および支出総額ともに、前年比マイナスとなっており、明るい材料は見当たらず。

### ③FED WATCH

FEDは08年12月16日のFOMCの声明で、この先の政策における焦点を、「バランスシートを高水準で維持する措置を通じた金融市場の機能支援と景気刺激」とし、事実上の量的緩和策実施を宣言。具体的には機関債・MBSの買い入れや、家計・中小企業の資金支援のほか、長期国債の買い入れにまで、規模は不明ながらも踏み込む可能性を示唆。個別の証券化商品や債券などに的を絞った上で、直接資金供給を行う方針を示したことで、住宅ローン金利（固定）については08年1月以来の水準にまで低下。

これを受けて、MBAが発表する住宅ローン申請指数は上昇。もっとも、内訳をみると借り換えが大半で、購入用の申請は依然として低水準にとどまっている。一方で、ローンを借り換える余力がなく、差し押さえられる住宅件数は、いまだ高止まりが持続。また、住宅価格下落や着工減少など、負の連鎖の元凶となっている住宅在庫に顕著な変化はみられず、住宅市場の好転は依然として見通せない状況。

## 3. 景気・金利見通し

### <景気見通し：09年前半にかけてマイナス成長に>

先行きは、金融市場の深刻化を背景とした雇用・所得環境、個人消費、企業収益などへの強い下振れ圧力により、09年前半までマイナス成長が持続する見込み。

一方、オバマ新政権が発足後に、新たに打ち出す景気対策により、春以降の景気は一時的に下支えされると期待。もっとも、①住宅市場調整の持続、②住宅価格下落による逆資産効果、③ドル高や世界経済の減速を背景とした外需の減少、④実体経済悪化を映じた不安定な金融情勢の持続、などが重石となり、その後も極めて停滞感の強い状況が続く見込み。

### <金利見通し：長期金利は一進一退の展開に>

FEDは08年12月16日のFOMCで、FF金利を過去最低水準（0.00～0.25%）に引き下げ。今後は、一段と強まる景気下振れ圧力を背景に、的を絞った個別金融商品および債券の買い入れ、バランスシート拡大などによる金融市場の緩和に注力する見通し。

長期金利は、FEDの金融緩和策を受け、当面は金利低下圧力が強まる展開を予想。もっとも、その一方で、金融市場安定化や、オバマ新政権による大規模な景気対策などによる財政悪化が確実視され、潜在的な金利上昇圧力が蓄積し、状況次第で上振れることも。

## 景気後退は深刻の度を増す状況。多くの指標でさらなる下振れの動き

### <雇用>

非農業部門雇用者数は11ヵ月連続の減少。内訳をみると「金融、建築」、「自動車関連」にとどまらず、短期雇用の受け皿である「小売」も減少幅を拡大。その他、ほぼすべての職種で減少しており、雇用環境は一段と悪化。

### <企業部門>

製造業の受注状況は足許で急速に悪化。これを受けて、生産は自動車、素材、コンピュータ、電子機器など、幅広い分野で大きく減少。企業を取り巻く環境は厳しさを増す方向。

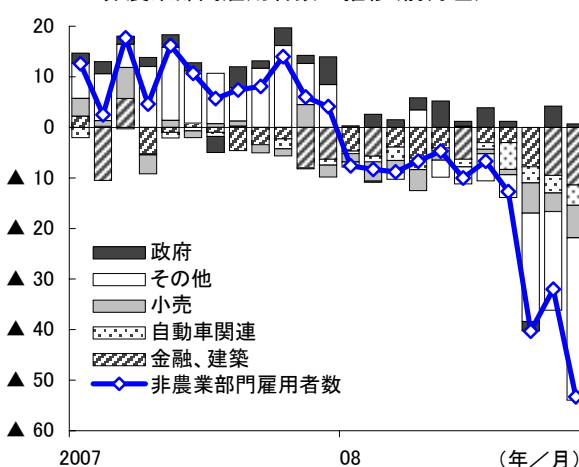
### <外需>

実質輸出は足許で急速に悪化し、3ヵ月平均3ヵ月前比年率で01年11月以来の2桁マイナスに。ドル高および世界経済の減速に伴い、企業マインドを表すISM輸出受注指数も急低下しており、外需はこの先、景気下押し要因に。

### <物価>

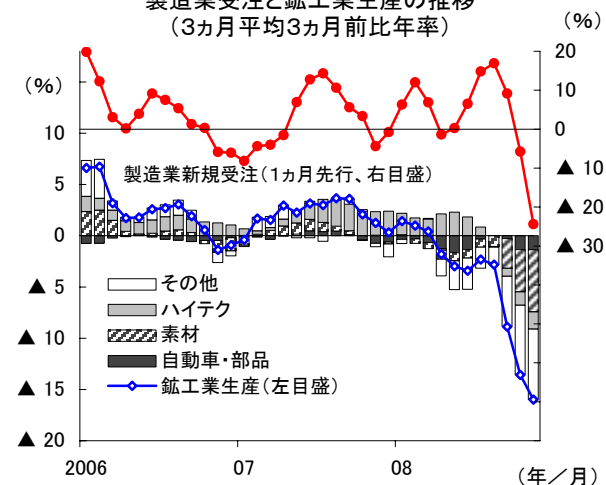
11月のCPIは前月比▲1.7%と、前月(同▲1.0%)から下落幅が一段と拡大。もっとも、下押し要因のほとんどが原油安によるエネルギー価格の下落によるもので、コアCPIは同0.0%と、現時点ではデフレの状況までには至らず。

(万人) 非農業部門雇用者数の推移(前月差)



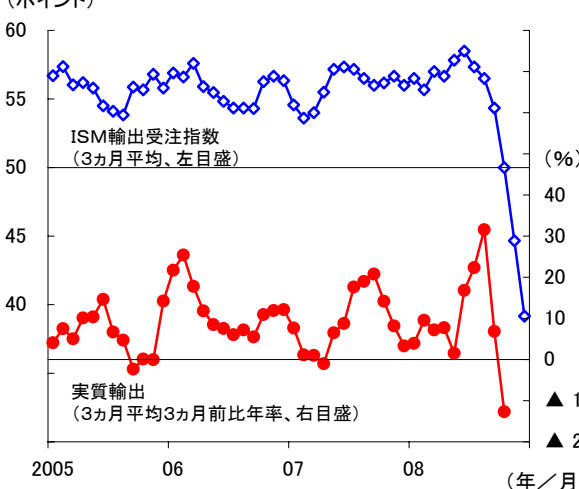
(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注) 小売は自動車ディーラー(自動車関連)を除く

製造業受注と鉱工業生産の推移  
(3ヵ月平均3ヵ月前比年率)



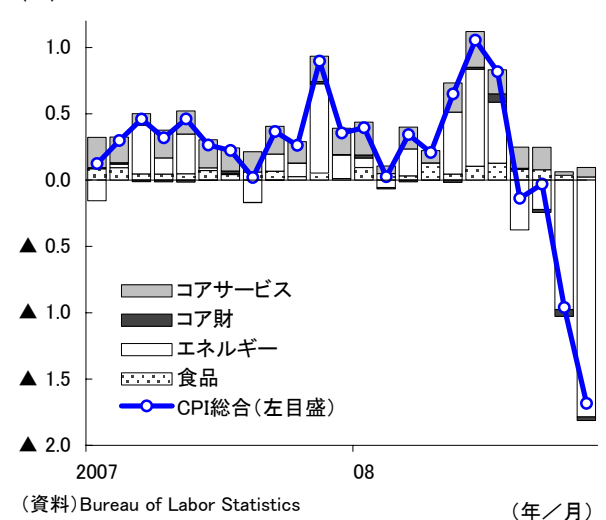
(資料) Bureau of the Census, FRB  
(注) ハイテク=コンピュータ+通信機器+半導体

(ポイント) ISM輸出受注受注と実質輸出の推移



(資料) Bureau of the Census, ISM

(%) CPIの推移(前月比)

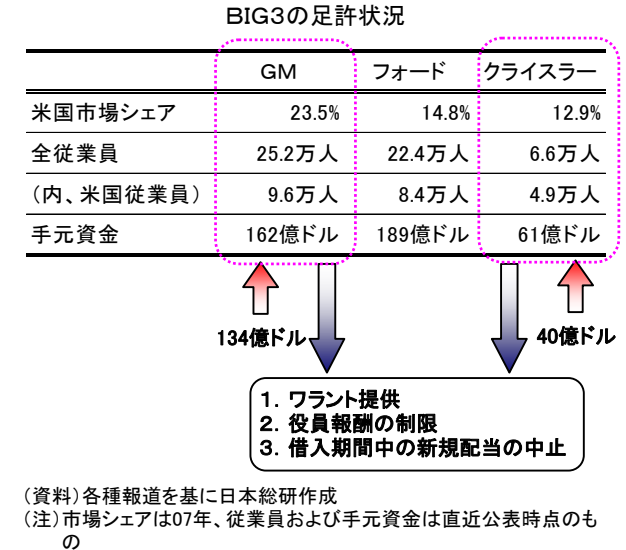
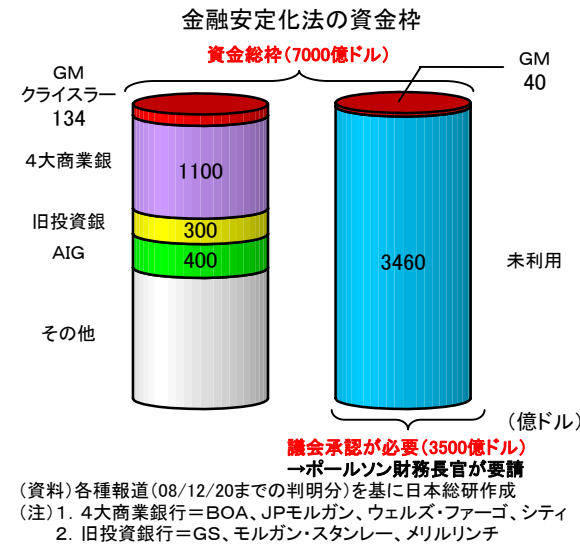
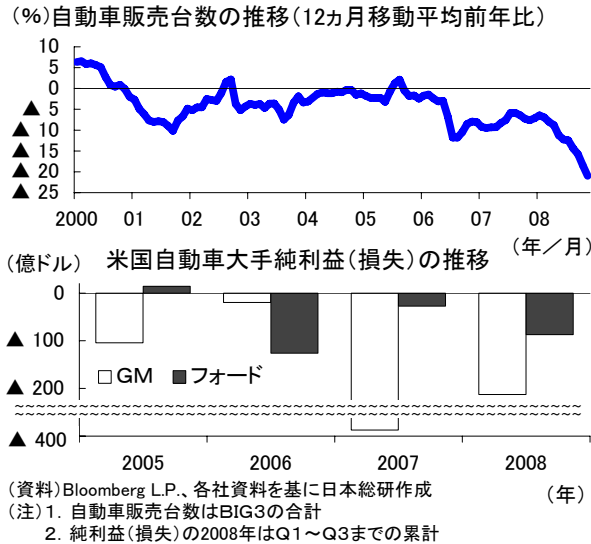


(資料) Bureau of Labor Statistics

## B I G 3 関連雇用の喪失で、失業率は1.2%ポイントの押し上げに

経営難が続くBIG3の公的支援問題は、下院で通過した法案が、昨年12月11日、上院で決裂、廃案となり情勢は一気に緊張。これを受け、政府はワラント提供、役員報酬制限、新規配当中止などを課すことで、GMとクライスラー向けつなぎ融資（計174億ドル）を金融安定化法から拠出することを決定。これにより、金融安定化法の資金枠のうち、議会承認の必要がない半分の3500億ドルは使い切り、ポールソン財務長官は残りの3500億ドルの活用を議会に要請。今回、非金融機関救済にも同法の資金を用いたことで、今後、他の業種からの支援要請が続出する可能性も。

一方、BIG3は今回の融資によって、08年内の破綻は回避したものの、今後、踏み込んだリストラなど再生計画が示せない場合は、09年3月末までに融資の即時返済が義務付けられており、再びChapter 11が視野に入るおそれも。BIG3が抱える雇用は米国従業員20万人超のほか、関連業界まで加味するとその10倍以上の規模に。仮にBIG3関連の雇用（300万人）が失われた場合、マクロモデルによると失業率は2010年に1.2%ポイント押し上げ、雇用者報酬は09年で1.6%ポイント、10年にも同0.6%ポイント押し下げられる可能性があり、悪影響は甚大。



### BIG3関連の雇用喪失による米国経済への影響試算

	(%ポイント)	
	2009年	2010年
想定雇用喪失	300万人	
失業率	+1.0	+1.2
雇用者報酬	▲1.6	▲0.6

(資料) Bureau of the Census、Bureau of Labor Statistics、各種報道などを基に日本総研作成  
 (注) 1. 雇用減少のみが与える影響をマクロモデルにより試算したもので、他の変数は一定  
 2. 雇用喪失数は、自動車メーカー(部品メーカー含む): 100万人、ディーラーなどの関連業界や自動車関連以外の業界など: 200万人と想定

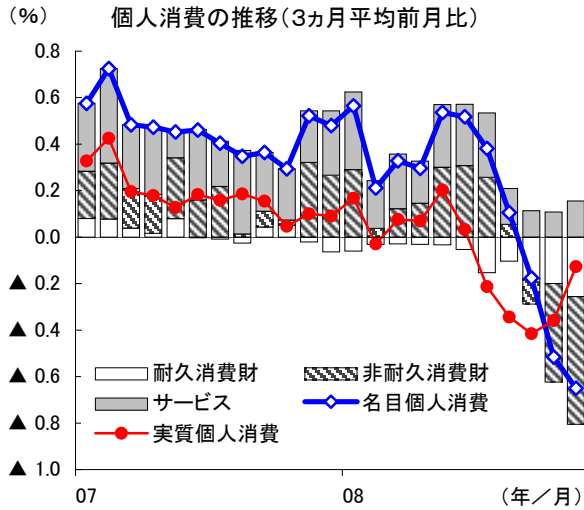
# 値下げ効果薄く、天候にも見放され、年末商戦は前年割れの公算

11月の名目個人消費は前月比▲0.6%と、5ヵ月連続のマイナス。3ヵ月平均の基調でも改善の兆しはみられず。一方、実質ベースでは、原油価格の大幅下落を背景に同+0.6%と6ヵ月ぶりに増加に転じたものの、今後こうした原油安効果は徐々に薄れていく見込み。

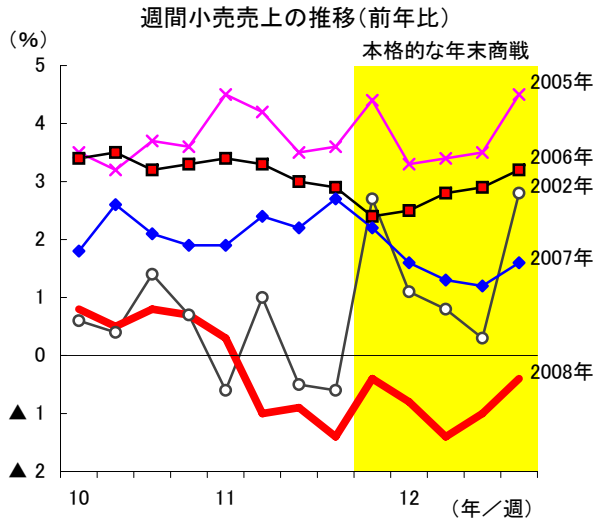
12月の年末商戦は、終盤まで低迷。週次ベースの小売売上高は、本格的な年末商戦が始まった11月最終週以降、一度も前年比プラスに転じず。大幅値下げの効果が限られているほか、大雪による来客数の大幅減少など、天候にも見放された状況。NRF（全米小売業協会）が発表したアンケート結果では、年末商戦の終盤での購入場所として、より「安価」で「手軽」なオンラインや、ディスカウントストアを検討している人が例年より増加しており、消費者の儉約姿勢の強まりを示唆。08年の年末商戦は過去40年にない「前年割れ」に終わる公算。

一方、年明けの消費を占う「ギフトカード」についても、一人当たりの支出および支出総額ともに、前年比マイナスとなっており、明るい材料は見当たらず。

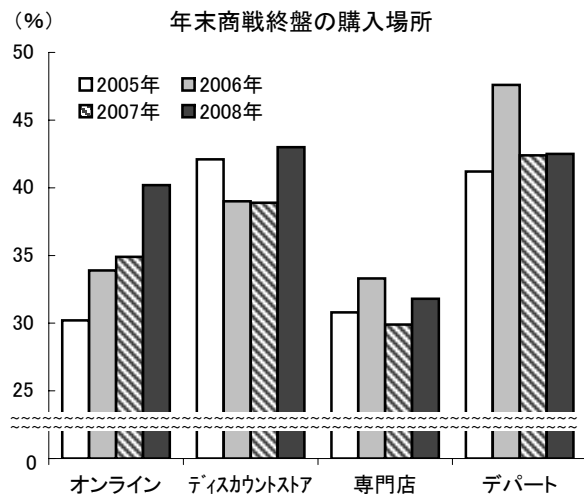
※ギフトカードは販売した時点でなく、それを使って商品を購入した時点で売上に計上されるため、クリスマス商戦時期より、その後から年明けにかけての売上に寄与する可能性が高い。



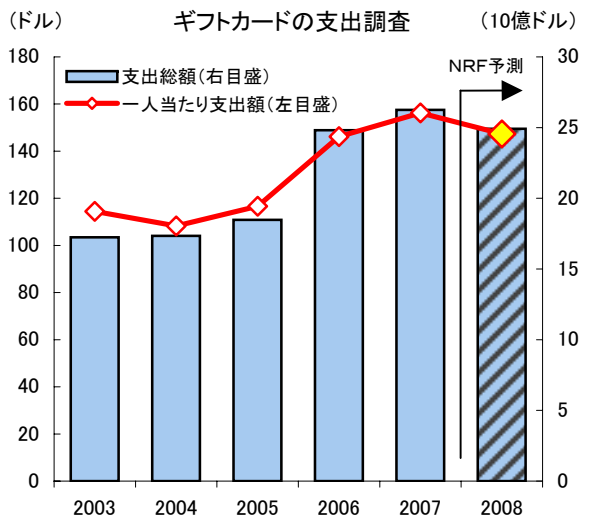
(資料)Bureau of Economic Analysis



(資料)Redbook Research Inc.



(資料)National Retail Federation  
(注)当てはまるものすべてを選択するアンケート形式



(資料)National Retail Federation (年)

# 09年前半にかけてマイナス成長に。長期金利は一進一退の展開に

## <景気見通し>

先行きは、金融市場の深刻化を背景とした雇用・所得環境、個人消費、企業収益などへの強い下振れ圧力により、09年前半までマイナス成長が持続する見込み。

一方、オバマ新政権が発足後に、新たに打ち出す景気対策により、春以降の景気は一時的に下支えされると期待。もっとも、①住宅市場調整の持続、②住宅価格下落による逆資産効果、③ドル高や世界経済の減速を背景とした外需の減少、④実体経済悪化を映じた不安定な金融情勢の持続、などが重石となり、その後も極めて停滞感の強い状況が続く見込み。

## <金利見通し>

FEDは08年12月16日のFOMCで、FF金利を過去最低水準（0.00～0.25%）に引き下げ。今後は、一段と強まる景気下振れ圧力を背景に、的を絞った個別金融商品の買い入れ、バランスシート拡大などによる金融市場の緩和に注力する見通し。

長期金利は、FEDの金融緩和策を受け、当面は金利低下圧力が強まる展開を予想。もっとも、その一方で、金融市場安定化や、オバマ新政権による大規模な景気対策などによる財政悪化が確実視され、潜在的な金利上昇圧力が蓄積し、状況次第で上振れることも。

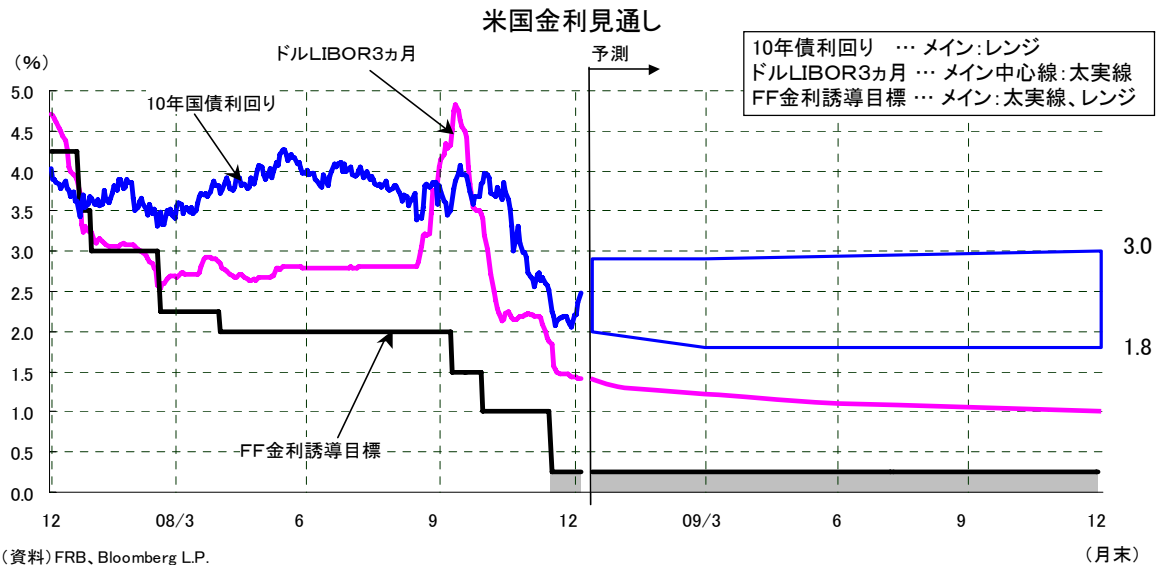
## 米国経済成長・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2007年	2008年					2009年				
	(実績)	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	(予測)
実質GDP	2.0	0.9	2.8	▲ 0.5	▲ 4.7	1.2	▲ 1.9	▲ 0.1	0.2	0.0	▲ 1.3
個人消費	2.8	0.9	1.2	▲ 3.8	▲ 4.3	0.2	▲ 0.7	0.6	0.3	0.0	▲ 1.2
住宅投資	▲ 17.9	▲ 25.1	▲ 13.3	▲ 16.0	▲ 15.3	▲ 20.3	▲ 11.7	▲ 7.0	▲ 3.5	▲ 2.3	▲ 10.7
設備投資	4.9	2.4	2.5	▲ 1.7	▲ 11.7	2.4	▲ 7.0	▲ 4.6	▲ 3.5	▲ 2.2	▲ 5.5
在庫投資	▲ 0.4	▲ 0.0	▲ 1.5	0.8	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0
政府支出	2.1	1.9	3.9	5.8	1.0	2.9	2.1	2.3	2.2	2.0	2.5
純輸出	0.6	0.8	2.9	1.1	0.2	1.4	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0	▲ 0.0	0.2
輸出	8.4	5.1	12.3	3.0	▲ 11.0	7.2	▲ 5.6	▲ 3.9	▲ 2.0	▲ 1.4	▲ 3.6
輸入	2.2	▲ 0.8	▲ 7.3	▲ 3.5	▲ 9.9	▲ 2.9	▲ 2.4	▲ 1.6	▲ 1.8	▲ 1.1	▲ 4.0
実質最終需要	2.7	1.0	4.2	▲ 1.5	▲ 4.6	1.5	▲ 1.7	▲ 0.2	0.1	0.0	▲ 1.2
消費者物価	2.9	4.1	4.4	5.3	1.7	3.9	0.4	▲ 0.7	▲ 1.8	0.3	▲ 0.5
除く食料・エネルギー	2.3	2.4	2.3	2.5	2.0	2.3	1.0	0.6	0.7	0.7	0.7

(資料) Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。



# FEDの金融政策によりローン金利低下するも、なお住宅市場の好転見通せず

FEDは08年12月16日のFOMCで、FFレートを引き下げ、誘導目標を0.00～0.25%のレンジに設定。あわせて声明文では、「弱い経済状況が一定期間、FF金利の異例な低水準を正当化する可能性が高いと想定」しており、いわゆる「時間軸効果」による長期金利の低位安定化を図る狙い。

また、この先の政策における焦点を、「バランスシートを高水準で維持する措置を通じた金融市場の機能支援と景気刺激」とし、事実上の量的緩和策実施を宣言。具体的には機関債・MBSの買い入れや、家計・中小企業の資金支援のほか、長期国債の買い入れにまで、規模は不明ながらも踏み込む可能性を示唆。個別の証券化商品や債券などに的を絞った上で、直接資金供給を行う方針を示したことで、長期金利をはじめ各種ローン金利も低下。住宅ローン金利（固定）については08年1月以来の水準にまで低下。

住宅ローン金利低下を受けて、MBAが発表する住宅ローン申請指数は上昇。もっとも、内訳をみると借り換えが大半で、購入用の申請は依然として低水準にとどまっている。一方で、ローンを借り換える余力がなく、差し押さえられる住宅件数は、いまだ高止まりが持続。また、住宅価格下落や着工減少など、負の連鎖の元凶となっている高水準の住宅在庫に顕著な変化はみられず、住宅市場の好転は依然として見通せない状況。

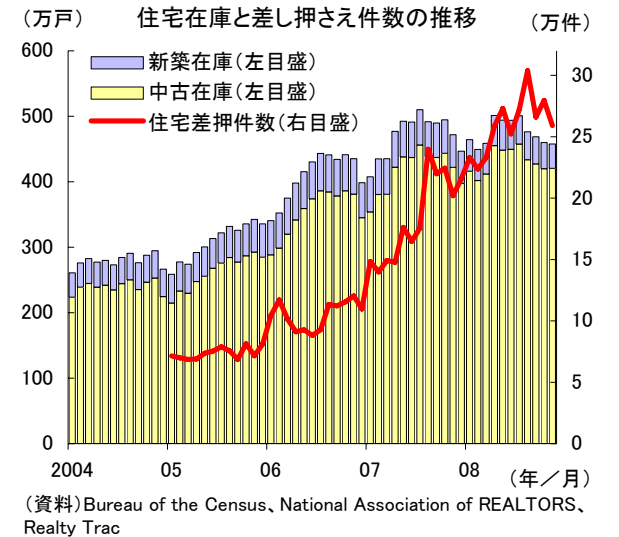
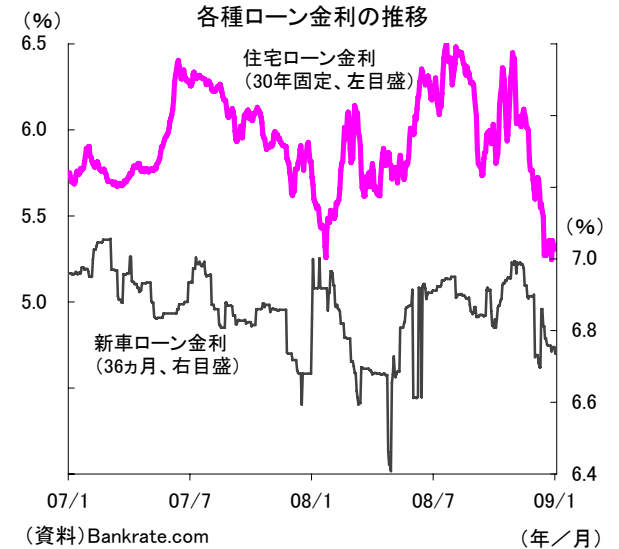
## FOMC声明に盛り込まれた金融政策

1. **持続的経済成長と物価安定の保持へ、すべての手段を導入**  
→景気底割れ防止とデフレ阻止への決意
2. **弱い経済状況が一定期間、FF金利の異例な低水準を正当化する可能性が高いと想定**  
→「時間軸効果」による長期金利の低位安定化
3. **この先の政策における焦点は、バランスシートを高水準で維持する措置を通じた金融市場の機能支援と景気刺激**  
→事実上の量的緩和実施を宣言(具体的な数値目標は設けず)、金融緩和を優先事項に

### <具体的政策とその規模>

- 政府機関債の買い入れ  
=直接買い入れ枠として最大1000億ドル(08.11.25発表)
- 住宅ローン担保証券(MBS)の買い入れ  
=最大5000億ドル(08.11.25発表)
- 家計・中小企業向け資金支援  
=自動車・消費者ローン、中小企業向け高格付けABSと引き換えの貸出に最大2000億ドルの融資枠(08.11.25発表)
- 長期国債の買い入れ検討(08.12.1講演で示唆、規模未定)

(資料)FRB、各種報道を基に日本総研作成





# 欧州経済概説 (2009年1月)

## 1. ユーロ圏景気の現状と展望

### 【景気の現状】

ユーロ圏は景気悪化が一段と深刻化。

世界的な景気悪化や金融機関の貸し渋りなどを背景に企業の設備投資意欲は減退。他方、家計部門でも、雇用情勢が急速に悪化しており、消費者マインドも底割れ。

【ユーロ圏の求心力増大も、経済状況のバラつきで金融の安定が遠のく恐れ】

金融危機をきっかけに単一通貨ユーロの求心力が高まっている。デンマーク、スウェーデン、ポーランドは金融危機で金融市場が混乱する事態に直面、金融市場の安定確保を目的にユーロ導入の意思を表明した。

もっとも、景気悪化が深刻化するなかで、各国間での政策の足並みの乱れや経済的な基礎的条件の違いが今後各国間の景気悪化の度合いの違いとなって表れる可能性。そうなれば、機動性のある金融政策や協調的な財政政策、横断的な金融監督の実現はより一層困難になりかねず、新規導入希望国の思惑とは裏腹にユーロ圏の金融の安定は遠のく恐れも。

### 【景気の見通し】

ユーロ圏・英国ともに09年の実質成長率見通しを大幅に下方修正。

先行きのユーロ圏景気は、实体经济の悪化と金融機能不全の悪循環に陥るなか、①雇用情勢の急速な悪化を背景とする個人消費低迷、②企業収益や資金繰り悪化を受けた設備投資の急速な縮小、などから、とりわけ09年前半にかけて大幅なマイナス成長が続き、その後も低迷が長引く見通し。

インフレ率は、09年秋にかけて1%台を割り込んでいく見通し。09年夏にかけて前年比でみたエネルギー価格が一転して物価押し下げに作用することに加え、今後は景気の急速な悪化を受けコアベースの上昇率もしだいに低下していくとみられるため。

## 2. ユーロ圏金利見通し

### 【金融政策】

ECBは、08年秋以降の利下げの効果を見極めつつ、09年前半にかけて利下げを継続していく見通し。景気の大幅な下振れに加え、原油価格下落の影響などからインフレ率が中期的に政策目標の2%を大きく下回る水準で推移する可能性が高まるため。

### 【長期金利】

独10年債利回りは、大幅な景気悪化や利下げ観測が高まるなか、09年前半にかけて低下傾向を迎える見通し。もっとも、追加経済対策に伴う財政支出拡大の影響もあり、2%台前半では下げ渋る見通し。

## 3. 英国景気の現状と展望

### 【景気の現状】

英国では景気悪化が一段と深刻化。企業部門では、世界的な需要減少や信用収縮のなかで活動の縮小を余儀なくされている。他方、家計部門では、雇用情勢の急速な悪化や家計のバランスシート調整の本格化により、消費は低迷。

### 【景気の見通し】

先行きの英国景気は、政府の景気刺激策が下支え要因ながら、①雇用情勢の急速な悪化や家計のバランスシート調整を背景とする個人消費低迷、②主力産業である金融セクターの活動停滞、などから、長期低迷を余儀なくされる見通し。

インフレ率は、09年末にかけて前年比マイナスに転じる見通し。前年比でみたエネルギー価格による押し上げ影響が急速に減衰し、09年中央以降は一転して物価押し下げに寄与し始めるほか、景気悪化を受けコアベースの上昇率も今後低下していくとみられるため。

## 4. 英国金利見通し

### 【金融政策】

BOEは、景気悪化が深刻化するなか、09年春にかけて引き続き大幅な利下げを実施していくとみられ、最終的にはゼロ金利に近づくと予想。銀行間市場の正常化や貸し渋りの影響緩和に向けて、米国・日本に続く量的緩和に踏み切る可能性も。

### 【長期金利】

英10年債利回りは、09年春にかけては景気悪化と利下げ観測が引き続き低下圧力に作用するものの、その後は利下げ余地が限定されることに加え、財政赤字拡大が中期的な上昇圧力となることから、2%台後半で下げ渋る見通し。

# ユーロ圏経済：景気悪化ペースが大幅に加速

景気後退が持続。企業部門を中心に景況感指数が急降下しており、景気悪化ペースは大幅に加速。08年10～12月期の実質成長率は前期比年率で▲3%程度の大幅マイナスとなる公算。

## <企業部門>

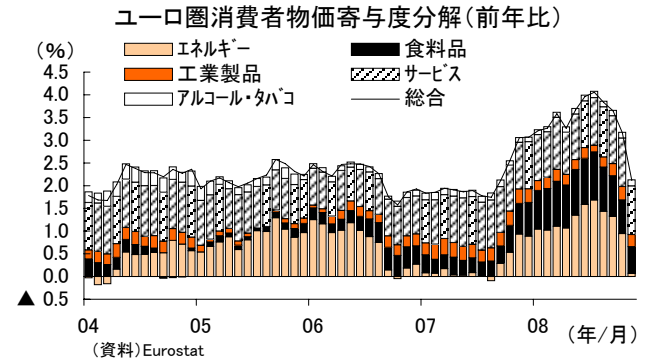
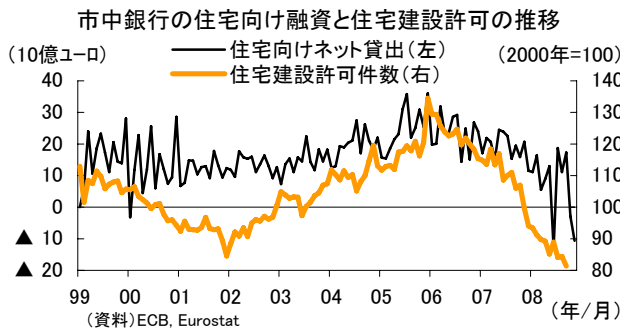
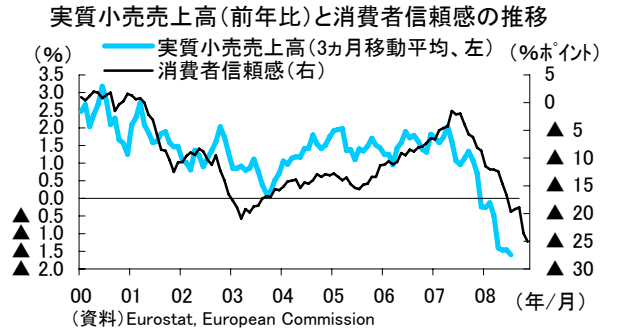
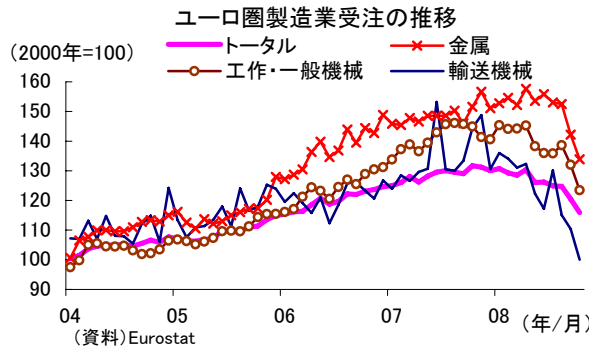
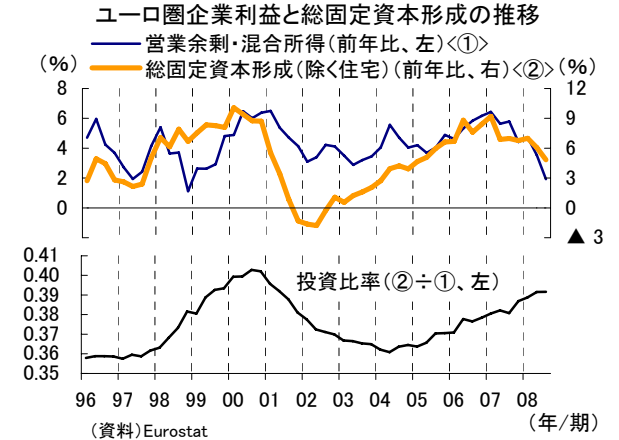
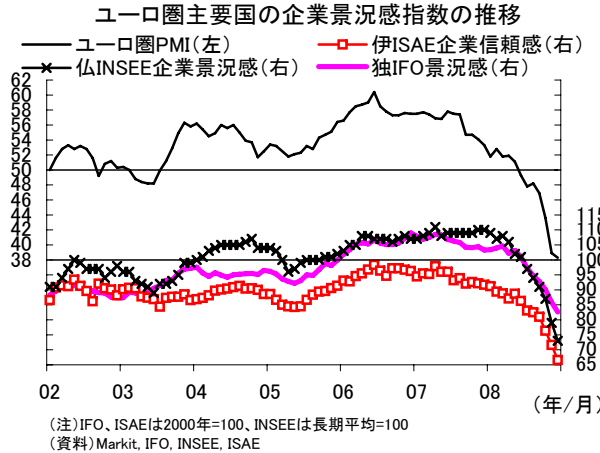
12月のユーロ圏のPMI指数は10月から3ヵ月連続で統計開始以来の最低水準を更新。とりわけ、製造業の落ち込みが鮮明で、10月に受注が急減した輸送機械やその関連業種を含め、幅広い業種で生産が大幅に縮小している模様。

また、企業利益の伸びが鈍化するなかでも上昇傾向が維持されてきた投資比率は、金融危機やそれに伴う先行き不透明感の高まりによる投資意欲減退で今後急速に低下するとみられ、設備投資は減益ペース以上に減少する見通し。

## <家計部門>

10月の実質小売売上高は、4ヵ月ぶりに前月比マイナスに。原油価格の下落などから秋頃に一旦低下に歯止めがかかった消費者マインドは足元で底割れ。インフレ率は急速に低下しているものの、景気の著しい悪化により、雇用不安が一段と強まっていることが背景。

他方、住宅部門では、金融機関が住宅向け融資基準を厳格化するなか、住宅投資に先行性を有する住宅建設許可件数は減少傾向が続き、94年の統計開始以来の最低水準に。



# 英国経済：金融危機や家計部門の調整を背景に景気悪化が深刻化

景気後退が持続。企業景況感が大幅に落ち込むなか、失業者数も91年以来の大幅な増加を記録するなど雇用情勢もより一層厳しい状況に。

## <企業部門>

PMI指数は11月に一段と悪化し、製造業、サービス業ともに統計開始以来の最低水準に。

10月の製造業生産は、8ヵ月連続の前月比マイナス。ユーロ圏と同様、英国でも足元輸送機械の生産が急減。製造業に占めるウェイトは10%強で、これまで生産の押し上げに寄与してきただけに、関連産業や雇用への悪影響は今後一段と広がる見込み。

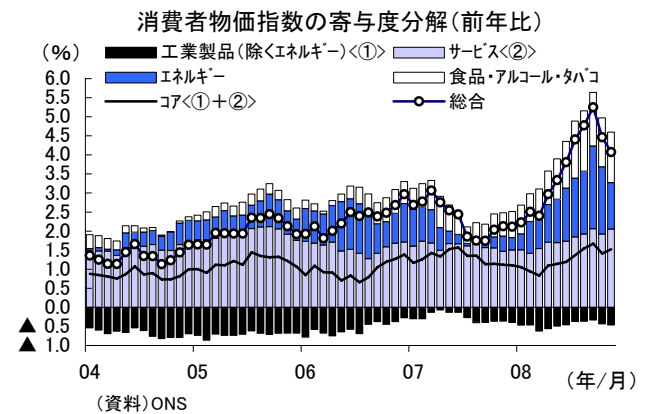
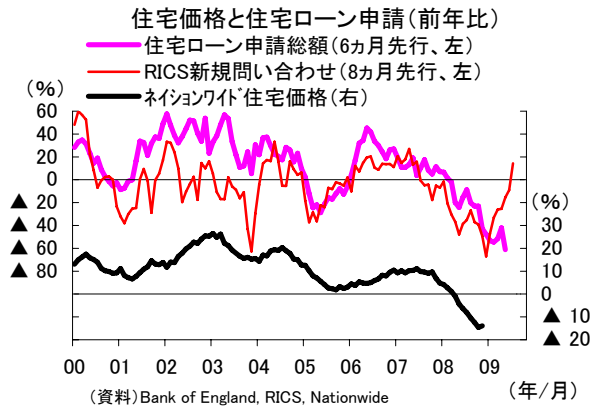
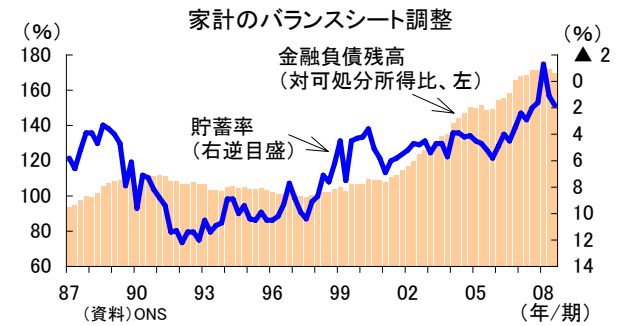
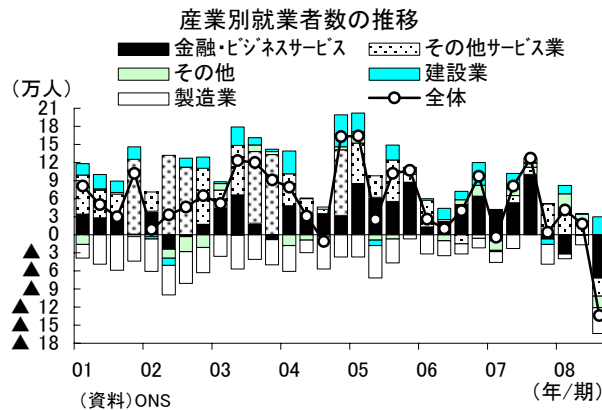
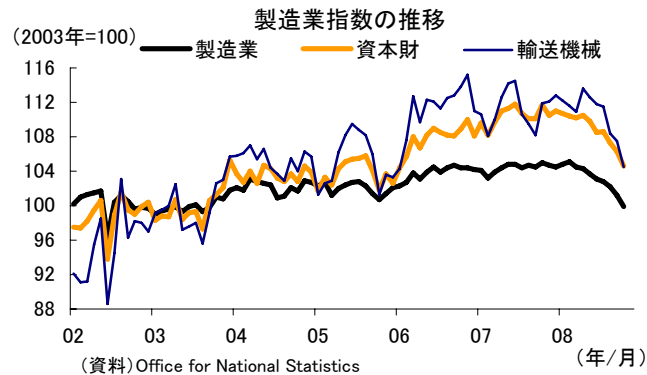
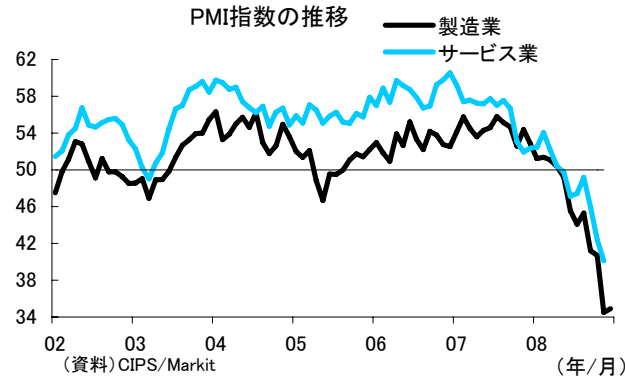
## <家計部門>

11月の小売売上数量は、食料品販売の好調もあり、3ヵ月ぶりに前月比プラスに。

もっとも、家計の資産負債残高をみると、貯蓄率の上昇と相まって負債残高が縮小しており、バランスシート調整が本格化。雇用情勢の悪化とならんで消費の持続的な押し下げ圧力に。

他方、住宅部門では、政府のテコ入れ策の効果もあり、住宅価格に先行性を有する指数のなかには足元反転の兆しも。もっとも、景気悪化が深刻化するなかで金融機関の貸し出し意欲が好転する公算は小さいとみられ、目先住宅価格の明確な持ち直しは期待薄。

11月のCPI伸び率は、前年比+4.1%と、ガソリン価格の下落を主因に2ヵ月連続で伸びが鈍化。



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2009年1月

# 金融危機でユーロ圏の求心力増大も、経済状況のバラつきにより金融の安定は遠退く恐れ

## ○最近のEU・ユーロ圏拡大をめぐる動き

10月中旬	デンマーク首相、ユーロ通貨導入を表明
10月下旬	ポーランド政府、「12年のユーロ導入を目指す」
11月初め	スウェーデン政府、2013年をメドにユーロ導入是非の国民投票実施 EU、EU拡大戦略を発表。加盟候補国はトルコ、クロアチア、マケドニア
12月中旬	アイスランド、09年初めにEU加盟申請する方針 モンテネグロ、EU加盟を申請

## ○EUの加盟条件

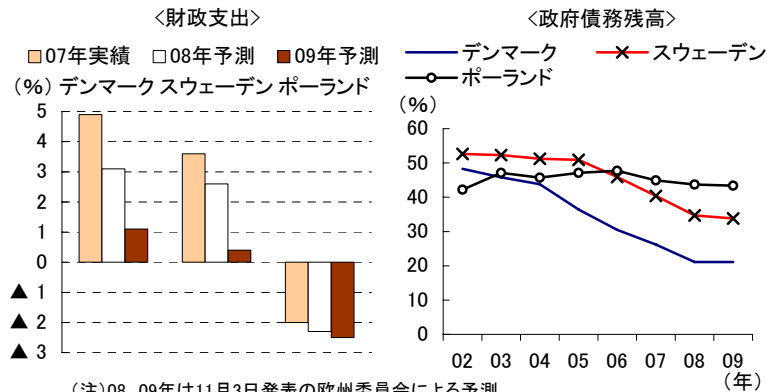
地理的条件	欧州の国家である
政治的基準	民主主義、法の支配、人権及び少数民族の尊重と保護、を 保証する安定した諸制度がある
経済的基準	市場経済が機能、EU域内での競争力と市場力に対応する だけの能力がある
法的基準	政治的目標と経済通貨同盟を含む、加盟国としての義務を 負う能力がある

## ○ユーロ導入における経済収斂条件

物価条件	物価が持続的で、審査前1年間の消費者物価上昇率平均が EU加盟国中最も低い3カ国の平均値に1.5ポイント加えた値を 超えない
財政条件	①財政赤字が名目GDP比3%を超えない ②政府債務が名目GDP比60%を超えない
為替条件	最低2年間、他加盟国通貨に対し切り下げをせず、変動幅を ±15%内に維持する
金利条件	審査前1年間の名目長期金利の平均が、加盟国中消費者 物価上昇率の最も低い3カ国の名目長期金利の平均値に 2ポイント加えた値を超えない

(資料) 欧州委員会、ジェットロ、各種報道をもとに日本総研作成

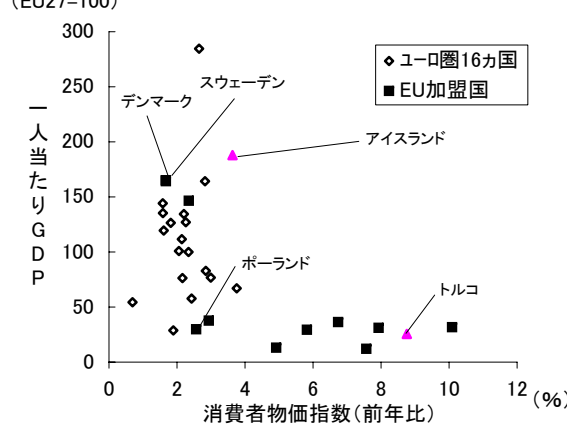
## ユーロ導入表明3カ国の財政支出と政府債務残高<対GDP比>



(注) 08、09年は11月3日発表の欧州委員会による予測。

(資料) Eurostat, European Commission

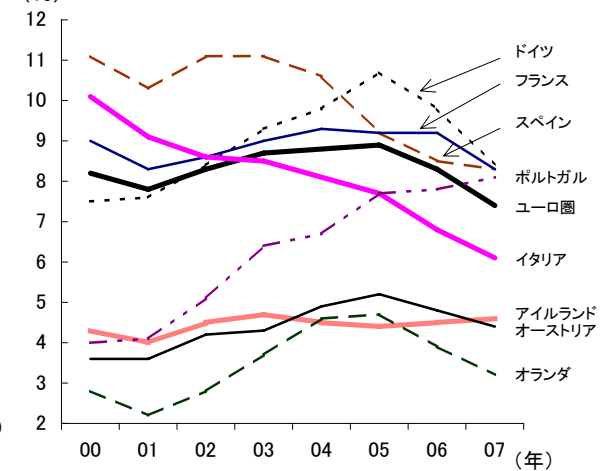
## EU加盟国・加盟国候補の一人当たりGDP及び消費者物価指数(前年比)<2007年>



(注) 一人当たりGDPは購買力平価ベース。一部予測を含む。

(資料) Eurostat

## ユーロ圏主要国の失業率の推移



(資料) Eurostat

金融危機をきっかけに単一通貨ユーロの求心力が高まっている。09年からユーロ圏にスロバキアが加わり、単一通貨ユーロ誕生10年目にしてユーロ導入国は16カ国となったが、金融危機で自国通貨の下落など金融市場が混乱する事態に直面したデンマーク、スウェーデン、ポーランドは、昨年秋頃に金融市場の安定確保を目的にユーロ導入の意思を表明した。

もともと、「寄らば大樹の陰」というそれらの国々の思惑とは裏腹に、景気悪化が深刻化するなかで、ユーロ圏経済の脆弱性が表面化するリスクは一段と高まっている。欧州委員会が提案したEU加盟国全体で対GDP比1.5%規模の景気刺激策(先月号参照)は、昨年12月11、12日のEU首脳会議で原則合意されたものの、結局付加価値税引き下げの実施や財政規模などについては各国政府の裁量に任せられることになり、財政面での協調は十分とは言い難い状況。さらに、ユーロ導入国間では、一人当たりのGDPや労働市場の柔軟性など経済的な基礎的条件で格差が存在しており、こうしたことが、今後各国間の景気悪化の度合いの違いとなって表れてくる可能性。そうなれば、機動的な金融政策や協調的な財政政策、横断的な金融監督の実現は、より一層困難になりかねず、ユーロ圏の金融の安定は遠のく恐れも。

(株) 日本総合研究所 海外経済展望 2009年1月

# 欧州経済見通し：景気低迷は長期化

ユーロ圏・英国ともに09年の実質成長率の見通しを大幅に下方修正。

先行きのユーロ圏景気は、実体経済の悪化と金融機能不全の悪循環に陥るなか、①雇用情勢の急速な悪化を背景とする個人消費低迷、②企業収益や資金繰り悪化を受けた設備投資の急速な縮小、などから、とりわけ09年前半にかけて大幅なマイナス成長が続き、その後も低迷が長引く見通し。

インフレ率は、09年秋にかけて1%台を割り込んでいく見通し。09年夏にかけて前年比でみたエネルギー価格が一転して物価押し下げに作用することに加え、今後は景気の急速な悪化を受けコアベースの上昇率もしだいに低下していくとみられるため。

先行きの英国景気は、政府の景気刺激策が下支え要因ながら、①雇用情勢の急速な悪化や家計のバランスシート調整を背景とする個人消費低迷、②主力産業である金融セクターの活動停滞、などから、長期低迷を余儀なくされる見通し。

インフレ率は、09年末にかけて前年比マイナスに転じる見通し。前年比でみたエネルギー価格による押し上げ影響が急速に減衰し、09年央以降は一転して物価押し下げに寄与し始めるほか、景気悪化を受けコアベースの上昇率も今後低下していくとみられるため。

## < 欧州各国経済・物価見通し >

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整後前期比年率、%)

		2007年 (実績)	2008年				2008年 (予測)	2009年				2009年 (予測)
			1~3	4~6	7~9	10~12		1~3	4~6	7~9	10~12	
ユーロ圏	実質GDP	2.6	2.7	▲0.7	▲0.8	▲2.8	0.9	▲2.8	▲1.8	▲0.6	▲0.8	▲1.8
	消費者物価指数	2.1	3.4	3.6	3.8	2.4	3.3	1.6	1.2	0.7	1.2	1.2
ドイツ	実質GDP	2.6	5.7	▲1.7	▲2.1	▲3.7	1.2	▲3.9	▲1.7	▲0.9	▲0.6	▲2.5
	消費者物価指数	2.3	2.9	2.9	3.1	1.6	2.6	1.3	1.1	0.8	1.3	1.1
フランス	実質GDP	2.1	1.4	▲1.3	0.5	▲3.2	0.8	▲3.2	▲1.8	▲0.2	▲1.0	▲1.9
	消費者物価指数	1.5	2.9	3.3	3.3	1.9	2.8	1.4	0.6	0.6	1.1	0.9
英国	実質GDP	3.0	1.1	0.0	▲2.0	▲3.9	0.7	▲1.5	▲2.1	▲1.0	▲0.9	▲1.9
	消費者物価指数	2.3	2.4	3.3	4.9	4.1	3.7	3.5	1.4	0.0	▲0.2	1.2

→ 予測

(資料)Eurostat, 各国統計局

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2009年1月

## 欧州金利見通し：ユーロ圏、英国ともに大幅利下げ継続

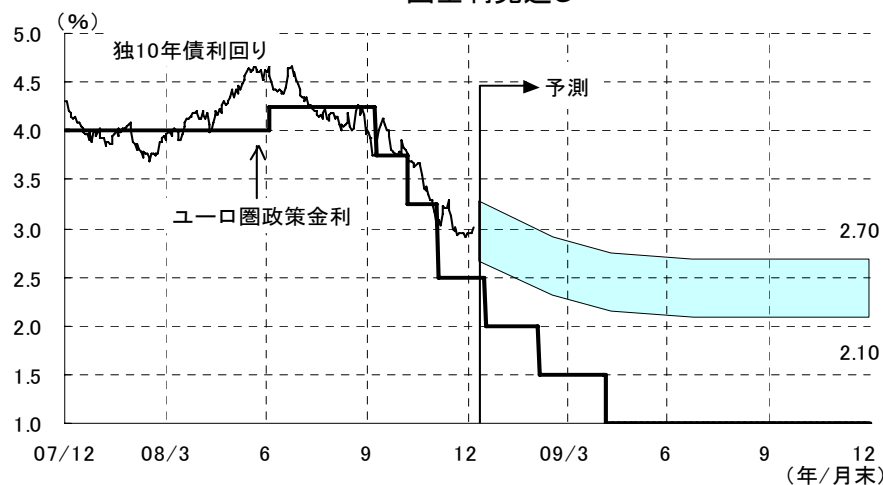
ECBは、08年秋以降の利下げの効果を見極めつつ、09年前半にかけて利下げを継続していく見通し。景気的大幅な下振れに加え、原油価格下落の影響などからインフレ率が中期的に政策目標の2%を大きく下回る水準で推移する可能性が高まるため。もっとも、各国政府に財政権限があり、量的緩和などの大胆な政策が打ち出せない状況下、金融緩和の余地を確保するためにも利下げペースは各国中銀に比べ緩やかなものに。

独10年債利回りは、大幅な景気悪化や利下げ観測が高まるなか、09年前半にかけて低下傾向を辿る見通し。もっとも、追加経済対策に伴う財政支出拡大の影響もあり、2%台前半では下げ渋る見通し。

BOEは、景気悪化が深刻化するなか、09年春にかけて引き続き大幅な利下げを実施していくとみられ、最終的にはゼロ金利に近づくと予想。銀行間市場の正常化や貸し渋りの影響緩和に向けて、米国・日本に続く量的緩和に踏み切る可能性も。

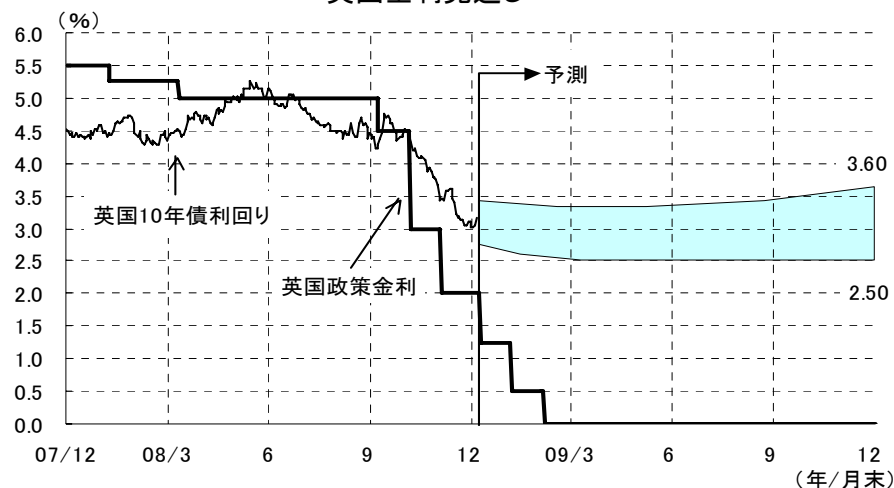
英10年債利回りは、09年春にかけては景気悪化と利下げ観測が引き続き低下圧力に作用するものの、その後は利下げ余地が限定されることに加え、財政赤字拡大が中期的な上昇圧力となることから、2%台後半で下げ渋る見通し。

ユーロ圏金利見通し



(資料)Bloomberg L.P.

英国金利見通し

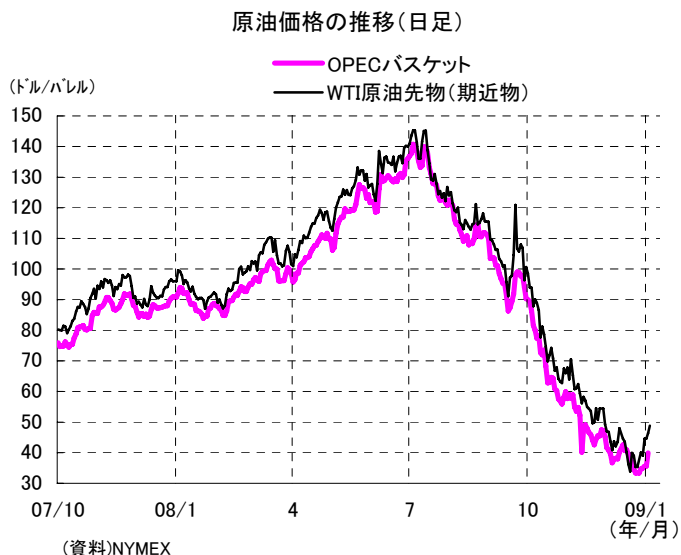


(資料)Bloomberg L.P.

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2009年1月

# (参考) 原油価格を巡る動き - 1

WTI先物は需要減少を背景に下落基調が持続。

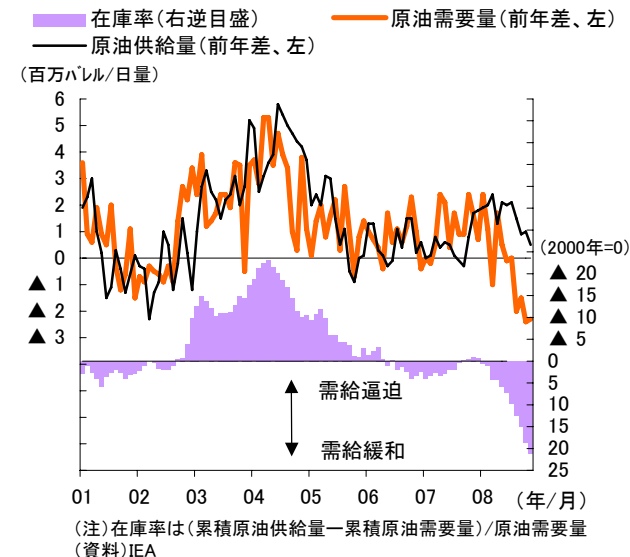


最近の原油市場を巡る動き

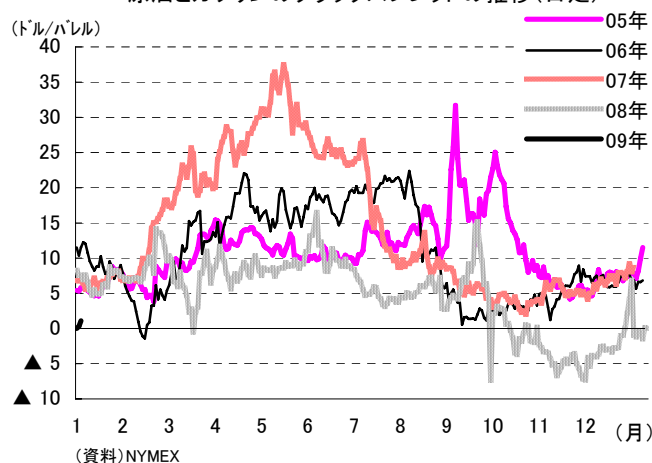
12/5	米11月雇用統計、非農業部門雇用者が前月比53万人減。約34年ぶりの減少幅 IEA、「日米欧の石油消費は13年まで減少続く」
6	中国、09年からの石油製品の消費税引き上げを発表
11	IEA、「08年世界石油需要は25年ぶりに前年割れ」 サウジ石油相、11月に市場予想を上回る減産を実施したと表明 露大統領、OPEC加盟を示唆 米上院、自動車大手救済法案を巡り協議決裂
16	FRB、政策金利を0.75%以上引き下げ、0~0.25%に
17	OPEC、09年1月から生産枠を日量220万バレル引き下げ。次回総会は3月 露副首相、11月に日量35万バレル減産。09年に32万バレルの追加減産を示唆 オバマ次期米大統領、農務長官に再生可能エネルギーの推進論者を起用
19	米政府、自動車大手に最大174億ドルのつなぎ融資実施を発表
22	サウジ石油相、「OPECは市場安定を図る強い決意を持ち、全加盟国が目標共有」
23	OPEC議長、「原油価格の下落続けば、09年1月に追加減産協議の可能性」
27	イスラエル軍、ガザに大規模空爆開始

(資料)Bloomberg L.P.、ロイターなど各種報道

原油需給と在庫率の推移



原油とガソリンのクラックスプレッドの推移(日足)



## <12月の原油市況>

12月の原油相場は、下落基調が持続。

世界的に景気悪化が深刻さを増すなか、原油需要が一段と縮小し、相場の押し下げ圧力に。他方、株式市場の下げ止まりなど、10、11月と続いてきたリスクマネーの縮小の動きは一服。

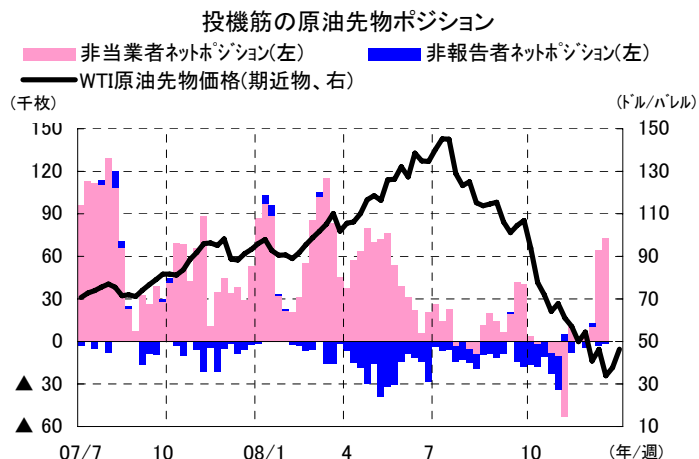
19日には、一時32ドル台と2004年2月以来の安値を更新。その後、限月変更の影響で値を戻すも、再び弱含む展開に。

## <景気悪化に伴う需要減退>

IEAによると、世界の原油需要は08年後半以降急減。在庫率は急上昇しており、需給が一段と緩和したことを示唆。もともと、原油からガソリンを精製する際のマージン(クラックスプレッド)は、足元でややマイナス幅が縮小傾向にあり、需給緩和による価格押し下げ圧力はピークアウトした可能性も。

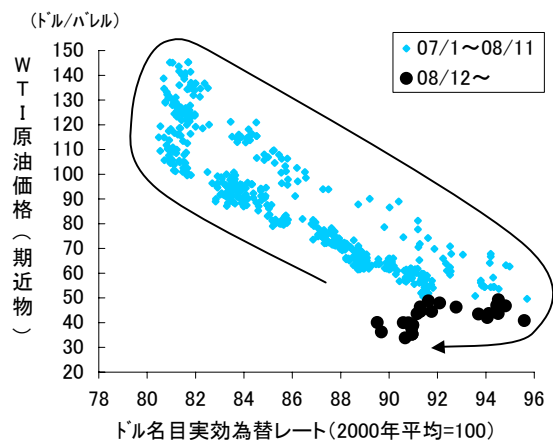
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2009年1月

# (参考) 原油価格を巡る動きー 2



(注1)建玉単位の「1枚」は「1000バレル」。  
 (注2)「非当業者」とは、「当業者」(所謂「実需筋」)に分類されない「ファン」筋が主体。  
 「非報告者」は持ち高報告義務を課されていない「一般投機筋」。  
 (資料)Bloomberg L.P., CFTC

WTI原油価格とドル実効レートの関係



(注1)ドル実効レートは、JPモルガンチェース算出(broadベース)  
 (注2)07年1月以降の終値をプロット。直近は09年1月05日  
 (資料)Bloomberg L.P.

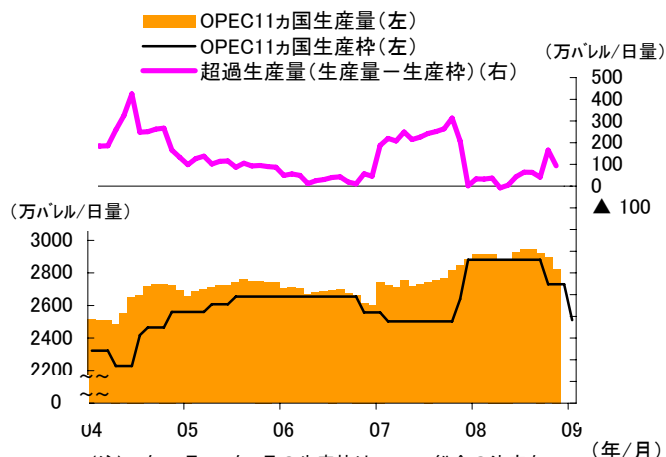
## <ドル安と原油高の相関性>

リスク回避やレバレッジ解消の動きが一服するにつれ、ドル安が進展。ただし、需要急減による押し下げ圧力が強いなか、これまでのドル安と原油高の相関性はやや崩れている状況。

## <OPECの動向>

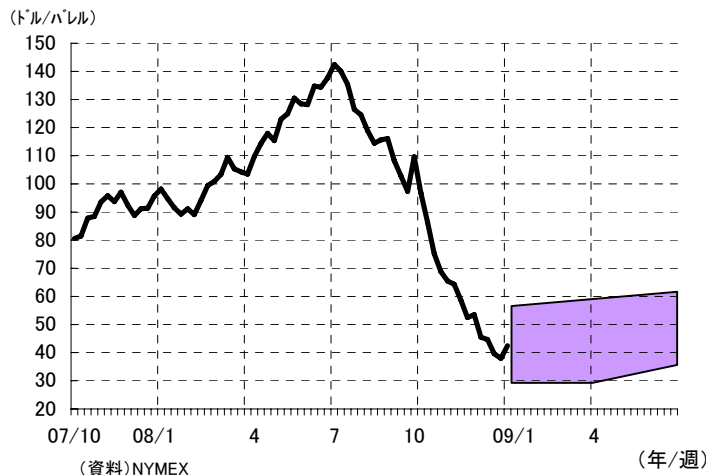
OPEC諸国は、原油価格の下落に歯止めがかからないなか、08年12月17日の総会で09年1月から日量220万バレルの減産を決定。加盟国は、相場安定に向けた強い決意を示しており、これまで超過が続いてきた生産量も今後は生産枠水準に近づいていくとみられる。

OPEC諸国の生産量と生産枠の推移



(注)08年12月、09年1月の生産枠は、OPEC総会の決定を反映させた予測値。  
 (資料)Bloomberg L.P.

WTI原油先物価格見通し(期近物、週平均)



## <原油価格見通し>

WTI先物は、中期的に50、60ドル台に向けて強含む見通し。

当面は、景気悪化が引き続き下押し要因に作用するものの、足元ではパレスチナ情勢の緊迫化から強含む傾向にあり、やや長い目でみても、OPEC減産の影響が次第に表れてくるほか、ドルの信認低下が価格押し上げ材料になる見込み。





内外市場データ（月中平均）

	短期金利		ユーロ円(TIBOR)		円・円スワップ			国債	プライムレート		為替相場		日経平均	米国市場				欧州市場	
	公定歩合 (%)	無担0/N (%)	3カ月 (%)	6カ月 (%)	2年 (%)	5年 (%)	10年 (%)	10年物 (%)	短期 (%)	長期 (%)	¥/\$	¥/Eur	株価 (円)	F F 0/N	1-03カ月	10年国債	N Y ダウ 工業株	1-03カ月	10年国債
05/5	0.10	0.001	0.08	0.10	0.15	0.55	1.33	1.26	1.375	1.50	106.91	135.43	11082.38	3.00	3.25	4.13	10377.18	2.13	3.35
05/6	0.10	0.001	0.08	0.09	0.14	0.52	1.28	1.23	1.375	1.45	108.63	132.16	11584.01	3.04	3.41	3.99	10486.68	2.11	3.20
05/7	0.10	0.001	0.09	0.10	0.15	0.54	1.29	1.25	1.375	1.45	111.94	134.82	11716.87	3.24	3.60	4.16	10545.38	2.12	3.23
05/8	0.10	0.001	0.09	0.10	0.22	0.70	1.46	1.41	1.375	1.60	110.72	136.06	12204.98	3.48	3.79	4.25	10555.58	2.13	3.25
05/9	0.10	0.001	0.09	0.10	0.25	0.71	1.42	1.37	1.375	1.55	111.06	136.20	12979.38	3.64	3.90	4.18	10532.54	2.14	3.09
05/10	0.10	0.001	0.09	0.11	0.34	0.91	1.61	1.53	1.375	1.80	114.82	138.01	13392.79	3.76	4.16	4.45	10324.31	2.20	3.26
05/11	0.10	0.001	0.09	0.11	0.36	0.93	1.61	1.51	1.375	1.90	118.41	139.54	14368.05	4.00	4.33	4.53	10695.25	2.36	3.48
05/12	0.10	0.001	0.09	0.11	0.34	0.95	1.64	1.53	1.375	1.85	118.64	140.68	15650.83	4.16	4.47	4.46	10827.79	2.47	3.37
06/1	0.10	0.001	0.10	0.11	0.35	0.94	1.59	1.47	1.375	1.80	115.45	139.99	14368.05	4.30	4.59	4.40	10872.48	2.51	3.34
06/2	0.10	0.001	0.10	0.11	0.49	1.15	1.75	1.56	1.375	2.00	117.89	140.77	16187.64	4.49	4.75	4.56	10971.19	2.60	3.49
06/3	0.10	0.002	0.12	0.14	0.68	1.37	1.91	1.69	1.375	2.10	117.31	140.98	16311.54	4.59	4.91	4.72	11144.45	2.72	3.66
06/4	0.10	0.002	0.13	0.19	0.81	1.58	2.14	1.90	1.375	2.45	117.11	143.56	17232.97	4.77	5.05	4.98	11234.68	2.79	3.92
06/5	0.10	0.020	0.19	0.27	0.89	1.60	2.15	1.91	1.375	2.50	111.51	142.54	16322.24	4.93	5.18	5.10	11333.88	2.89	3.98
06/6	0.10	0.036	0.31	0.40	0.88	1.50	2.06	1.86	1.375	2.45	114.53	145.14	14990.31	5.00	5.38	5.10	10997.97	2.99	3.99
06/7	0.40	0.155	0.40	0.48	0.94	1.57	2.12	1.90	1.375	2.65	115.67	146.72	15147.55	5.25	5.49	5.08	11032.48	3.10	4.02
06/8	0.40	0.250	0.43	0.51	0.89	1.48	2.02	1.81	1.625	2.50	115.88	148.47	15786.78	5.25	5.40	4.87	11257.35	3.23	3.89
06/9	0.40	0.261	0.43	0.50	0.77	1.27	1.84	1.67	1.625	2.30	117.01	149.11	15934.09	5.25	5.38	4.71	11533.60	3.34	3.76
06/10	0.40	0.254	0.44	0.52	0.85	1.37	1.92	1.76	1.625	2.35	118.66	149.66	16532.70	5.25	5.36	4.72	11963.12	3.50	3.80
06/11	0.40	0.257	0.47	0.56	0.91	1.36	1.87	1.69	1.625	2.30	117.35	151.13	16101.07	5.25	5.36	4.59	12185.15	3.60	3.73
06/12	0.40	0.255	0.53	0.60	0.92	1.34	1.77	1.63	1.625	2.35	117.30	154.92	16790.21	5.24	5.35	4.56	12377.62	3.60	3.73
07/1	0.40	0.267	0.55	0.61	0.91	1.37	1.84	1.70	1.625	2.40	120.58	156.56	17286.32	5.26	5.35	4.75	12512.89	3.75	4.03
07/2	0.75	0.357	0.57	0.63	0.91	1.36	1.84	1.70	1.625	2.30	120.45	157.60	17741.23	5.26	5.35	4.72	12631.48	3.82	4.05
07/3	0.75	0.509	0.67	0.70	0.93	1.31	1.76	1.61	1.875	2.20	117.28	155.29	17128.37	5.26	5.34	4.56	12268.53	3.89	3.95
07/4	0.75	0.511	0.65	0.70	0.97	1.37	1.82	1.67	1.875	2.25	118.83	160.36	17469.81	5.24	5.34	4.68	12754.80	3.98	4.16
07/5	0.75	0.521	0.65	0.72	1.04	1.41	1.84	1.67	1.875	2.25	120.73	163.19	17595.14	5.25	5.34	4.74	13407.76	4.07	4.29
07/6	0.75	0.507	0.69	0.77	1.19	1.66	2.08	1.88	1.875	2.45	122.62	164.48	17942.18	5.25	5.35	5.10	13480.21	4.15	4.58
07/7	0.75	0.499	0.75	0.83	1.21	1.66	2.10	1.88	1.875	2.55	121.59	166.68	17974.77	5.26	5.35	4.99	13677.89	4.22	4.52
07/8	0.75	0.485	0.80	0.87	1.11	1.43	1.87	1.66	1.875	2.55	116.72	158.98	16460.95	5.04	5.52	4.68	13239.71	4.55	4.30
07/9	0.75	0.510	0.84	0.90	1.08	1.36	1.79	1.60	1.875	2.25	115.02	159.64	16235.39	4.97	5.53	4.51	13557.69	4.74	4.24
07/10	0.75	0.506	0.84	0.91	1.10	1.37	1.83	1.65	1.875	2.45	115.74	164.74	16903.36	4.75	5.15	4.51	13901.28	4.68	4.29
07/11	0.75	0.500	0.85	0.91	1.02	1.27	1.71	1.51	1.875	2.20	111.21	163.28	15543.76	4.50	5.02	4.14	13200.58	4.64	4.10
07/12	0.75	0.497	0.86	0.91	0.97	1.24	1.70	1.53	1.875	2.30	112.34	163.50	15545.07	4.22	5.17	4.09	13406.99	4.85	4.24
08/1	0.75	0.502	0.85	0.89	0.83	1.09	1.60	1.42	1.875	2.10	107.66	158.14	13731.31	3.93	3.93	3.72	12538.12	4.48	4.05
08/2	0.75	0.504	0.85	0.88	0.89	0.96	1.64	1.44	1.875	2.15	107.16	158.18	13547.84	2.97	3.12	3.73	12419.57	4.36	3.96
08/3	0.75	0.511	0.86	0.89	0.92	1.08	1.51	1.30	1.875	2.10	100.79	156.28	12602.93	2.60	2.85	3.48	12193.88	4.60	3.81
08/4	0.75	0.506	0.84	0.88	0.98	1.16	1.59	1.41	1.875	2.10	102.49	161.53	13357.70	2.26	3.02	3.64	12656.63	4.78	4.05
08/5	0.75	0.505	0.84	0.88	1.18	1.47	1.87	1.67	1.875	2.40	104.14	162.05	13995.33	1.99	2.84	3.87	12812.48	4.86	4.20
08/6	0.75	0.509	0.84	0.89	1.30	1.62	1.99	1.75	1.875	2.45	106.90	166.23	14084.60	2.00	2.95	4.08	12056.67	4.94	4.55
08/7	0.75	0.503	0.85	0.90	1.18	1.44	1.82	1.60	1.875	2.40	106.81	168.35	13168.91	2.02	3.00	3.97	11322.38	4.96	4.50
08/8	0.75	0.504	0.85	0.89	1.01	1.26	1.66	1.45	1.875	2.25	109.28	163.75	12989.35	1.99	3.00	3.88	11530.75	4.96	4.22
08/9	0.75	0.495	0.85	0.90	1.05	1.31	1.69	1.48	1.875	2.30	106.75	153.25	12123.53	1.86	3.95	3.68	11114.08	5.02	4.10
08/10	0.50	0.487	0.88	0.91	1.02	1.27	1.55	1.50	1.875	2.35	100.33	133.49	9117.03	1.01	5.31	3.78	9176.71	5.11	3.90
08/11	0.50	0.301	0.82	0.86	0.89	1.13	1.48	1.46	1.675	2.40	96.81	123.25	8531.45	0.39	3.11	3.46	8614.55	4.23	3.57
08/12	0.30	0.211	0.86	0.88	0.85	1.02	1.32	1.31	1.675	2.40	91.28	122.79	8463.62	0.17	2.47	2.40	8595.56	3.29	3.06

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。