

海外経済展望

2009年3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 ~ 7)
欧州	II - (1 ~ 6)
原油価格	III - (1 ~ 2)

◆本資料は2009年3月3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3月)

1. 米国経済の現状：米国経済をとり巻く環境は引き続き悪化

足許の米国経済は、雇用減少、外需不振、デフレ懸念など、幅広い分野で状況が一段と悪化。

2月27日発表の08年10～12月期実質GDP（改定値）は前期比年率▲6.2%と、速報値から大幅下方修正。個人消費、在庫投資をはじめ、多くの項目で下方改定となり、米国景気は極めて深刻な状況。

2. トピックス

①個人消費

1月の小売売上高は7ヵ月ぶりの増加。もっとも、これを機に、個人消費が今後持続的なプラスに向かうと判断するのは早計。

第1に、最近の個人消費は基調として、所得の減少と、貯蓄の増加の2つの要因で押し下げられており、こうした構図に早急な変化は期待できない。第2に、米国家計は金融危機の深刻化に伴い、負債残高が昨年末にはマイナスになるなど、負債圧縮を余儀なくされている。

景気対策法成立により、所得減税が実施されることとなるが、所得減少、負債圧縮という現状を踏まえれば、減税分は借金返済や貯蓄に向かう可能性が高く、景気の押し上げ効果は限定的となる公算大。

②景気対策

——景気対策法が成立

2月17日、総額7870億ドル（うち、減税は2880億ドル）の景気対策法が成立。歳出面においては、州政府支援、生活支援など直接の需要押し上げにつながらない項目も。当社では前述した家計動向、また政府支出はインフラ整備などを中心に加味し、2年間でのGDP押し上げは+1.1%ポイントにとどまると予想。

——金融安定化策は規模・運用面で不十分

10日、ガイトナー財務長官が新たな金融安定化策を発表。もっとも、本案は内容・規模ともに不十分との声が大勢。

現状、多くの金融機関が大幅な資本増強を行っているものの、住宅市場の調整持続から、今後、損失がこれまでの資本調達額を上回る可能性が大きく、金融安定化法の残りの枠を超える数千億ドル規模の資本注入が必要になる公算大。また、不良資産買い取りについては、IMFが金融機関損失を2兆ドル超と見込んでいる状況下、買い取り規模が不十分である恐れ。また、買い取りを民間投資家に任せることで、価格設定の面での問題も残る。

——住宅対策は差し押さえ防止に一定の効果も需要喚起は期待薄

18日、オバマ大統領は総額2750億ドル規模の包括的な住宅対策を発表。前政権より踏み込んだ内容となっていることから、住宅差し押さえ防止に一定効果は得られる見通し。もっとも、住宅販売の低迷が続いていることや、家計が負債圧縮に向かっていることなどを踏まえると、需要喚起も含めた住宅市場全体の活性化には直結しない見通し。

——大幅に増発される米国債の消化に懸念

こうした相次ぐ対策は大規模な歳出を伴い、財政の健全性が損なわれる副作用も。米国財政赤字は、既に前年度累計を上回る状況。26日に発表した財政見通しでは、09会計年度の財政赤字は1兆7520億ドルと、史上最大規模に。

こうしたなか、米国債の引き受け先として、中国と日本の動向に注目が集まる。もっとも、日本では外貨準備高の伸び鈍化にあわせ、米国債の保有も減少が続いており、保有増加には大規模な円売り・ドル買い介入が必要。一方、中国では「米国債売却論」がくすぶり続けており、今後、米国債の消化に懸念。

3. 景気・金利見通し

<景気見通し：今年前半はマイナス成長が持続>

先行きの米国経済は、金融市場の危機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、年央にかけて大幅なマイナス成長が持続する見込み。

一方、先日成立した大規模景気対策による、公共事業および減税の効果も、年央以降現れると期待。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：長期金利は上昇圧力増大の懸念>

FEDは当面ゼロ金利政策と、的を絞った個別金融商品の買い入れ、自らのバランスシート拡大などによる信用逼迫の緩和に注力する見通し。また、景気の下振れや長期金利の状況によっては、米国債買い入れなど一段と踏み込んだ施策に着手する可能性も。

長期金利は、景気悪化やFEDによる金融緩和策が、金利低下に作用するとみられるものの、大規模景気対策に伴う、財政悪化懸念を背景に、上昇圧力が次第に強まっていく見通し。

雇用減少、外需不振、デフレ懸念——米国経済をとり巻く環境は引き続き悪化

<08年10~12月期GDP改定>

2月27日発表の08年10~12月期実質GDP（改定値）は前期比年率▲6.2%と、速報値（同▲3.8%）から大幅下方修正。個人消費、在庫投資をはじめ、多くの項目で下方改定となり、米国景気は極めて深刻な状況。

<雇用>

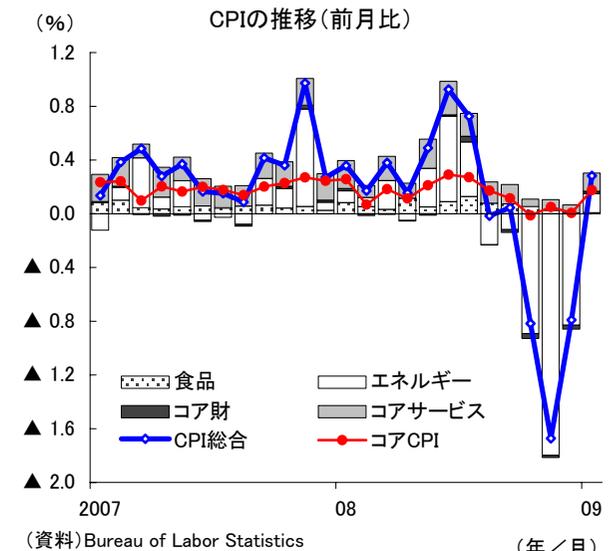
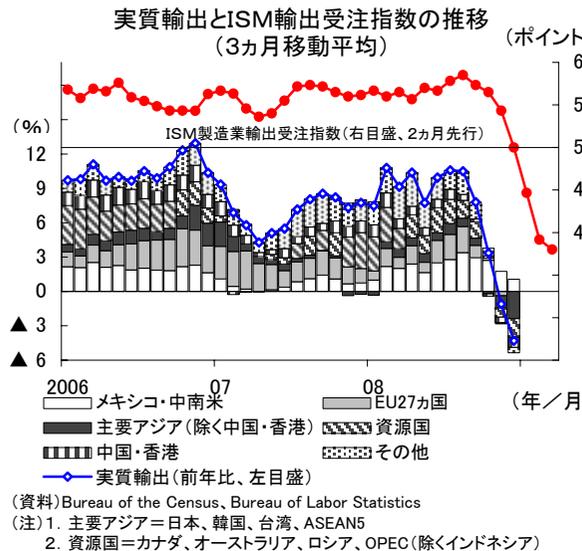
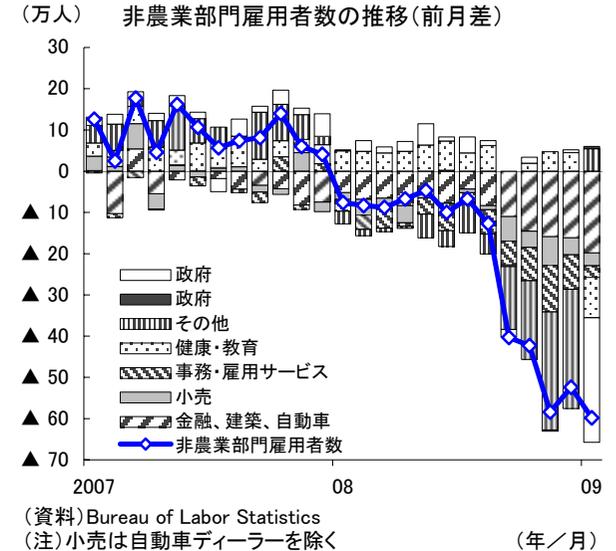
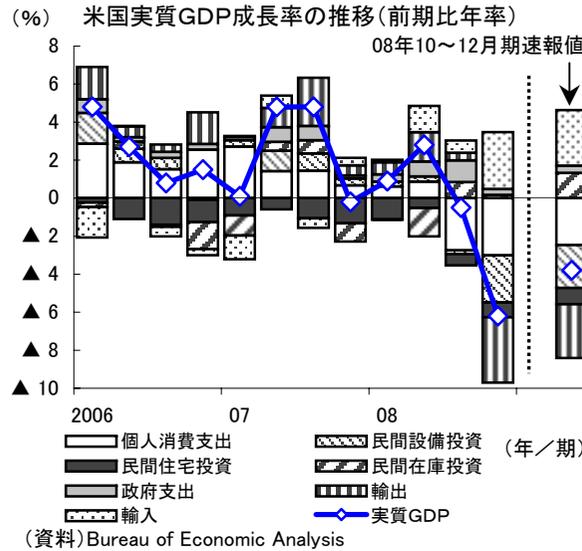
非農業部門雇用者数は、3ヵ月連続で前月差▲50万人を超える大幅減少。足許では「政府部門」と、公的色の強い「健康、教育」が数少ない増加セクター。また規模別では、大企業から中堅・中小企業まで雇用減の影響が広がっており、職種・規模を問わず雇用情勢は一段と悪化へ。

<外需>

実質輸出は、前年比減少幅が拡大。中南米を除くほとんどの地域向けで前年割れ。実際の輸出動向に先行するISM輸出受注指数は引き続き低下しており、外需は今後も景気下押し要因に。

<物価>

1月のCPIは、エネルギー価格の下落一服などから前月比+0.3%と、6ヵ月ぶりの上昇。もっとも、GDPギャップは、景気後退の深刻化を受け、大幅な需要不足となっており、デフレ懸念は依然根強い状況。



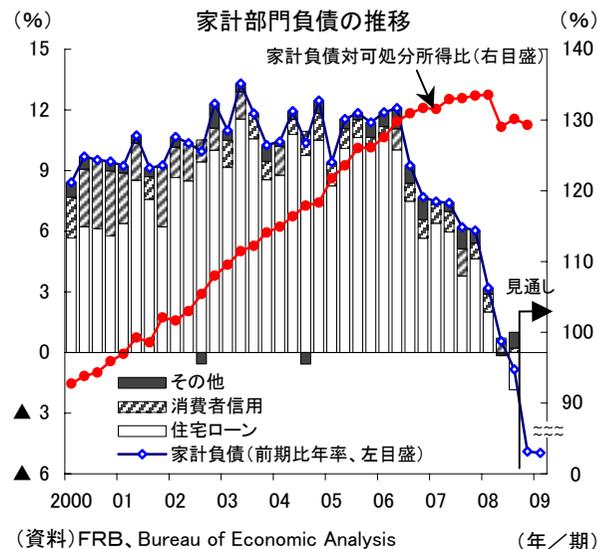
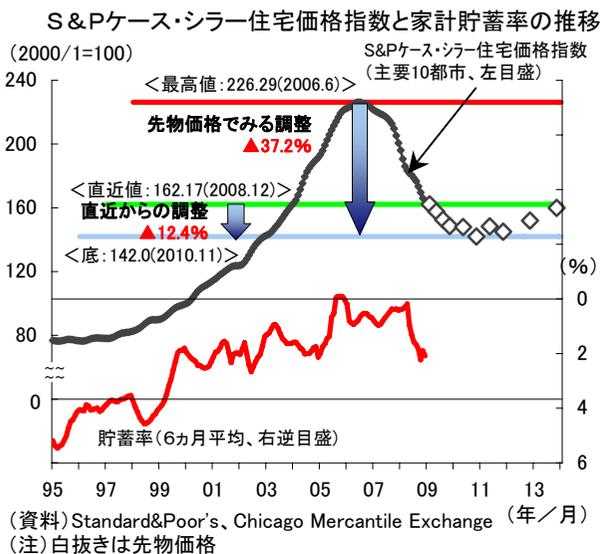
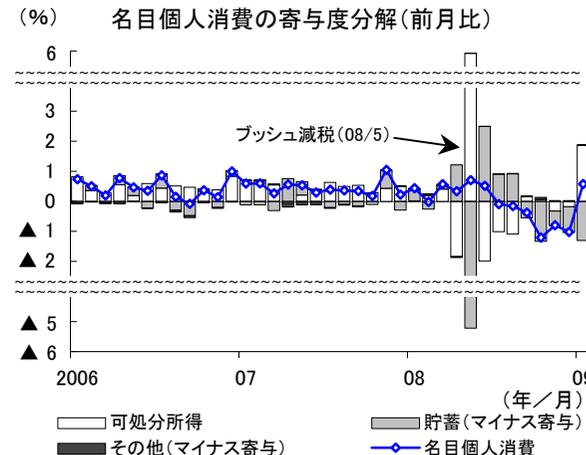
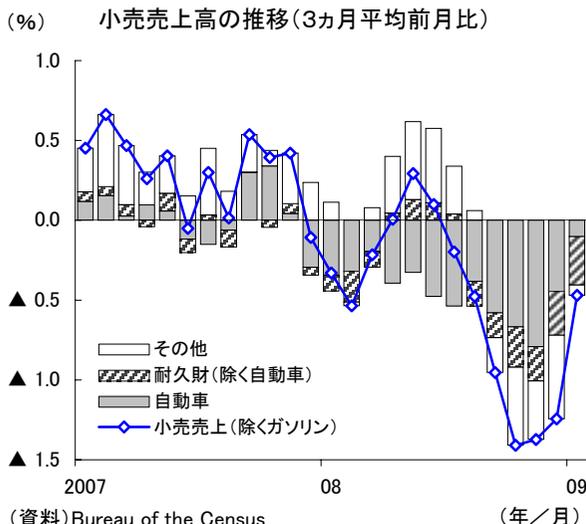
所得減少、貯蓄増加、負債圧縮から消費が持続的プラスに向かう公算は小

1月の小売売上高は前月比+1.0%と、7ヵ月ぶりの増加。もっとも、これを機に、個人消費が今後持続的なプラスに向かうと判断するのは早計。

第1に、個人消費を寄与度分解すると、基調として、企業業績の悪化などによる所得の減少（1月は年金給付増から上振れ）と、生活防衛意識の高まりを背景とした貯蓄の増加の2つの要因で消費が押し下げられており、こうした構図に早急な変化は期待できない。

第2に、米国家計はこれまで住宅価格の上昇分をテコに借金を増やしてきた結果、負債は可処分所得を大幅に上回る規模まで膨張している。しかし、金融危機の深刻化に伴い、借入が困難となるなか、負債残高は昨年末にはマイナスになるなど、米国家計は負債圧縮を余儀なくされている。

2月18日に成立した景気対策法により、個人で400ドル、夫婦に800ドルの所得減税が実施されることが決定したが、所得減少、負債圧縮という現状を踏まえれば、減税分は借金返済や貯蓄に向かう可能性が高く、景気の押し上げ効果は限定的となる公算大。



景気・金融・住宅対策が相次いで発表されるも、規模や運用面で不十分の恐れ

<景気対策>

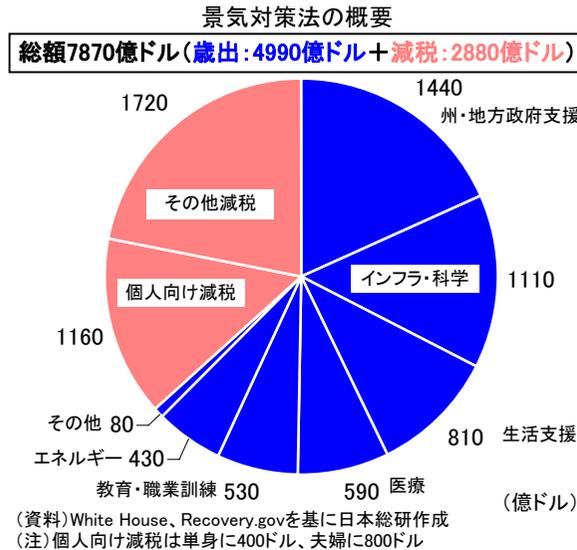
2月17日、総額7870億ドル（うち、減税は2880億ドル）の景気対策法が成立。歳出面においては、州政府支援、生活支援など直接の需要押し上げにつながらない項目も。当社では前述した家計動向、また政府支出はインフラ整備などを中心に加味し、2年間でのGDP押し上げは+1.1%ポイントにとどまると予想。

<金融対策>

10日、ガイトナー財務長官が新たな金融安定化策を発表。もっとも、本案は内容・規模ともに不十分との声が大勢。

現状、多くの金融機関が大幅な資本増強を行っているものの、住宅市場の調整持続から、今後、損失がこれまでの資本調達額を上回る可能性が大きく、金融安定化法の残りの枠を超える数千億ドル規模の資本注入が必要になる公算大。オバマ大統領は、予算方針で2500億ドルの公的資金枠追加を表明したが、議会での反発は必至で、調整が難航する見通し。

不良資産買い取りについては、IMFが不良資産による金融機関損失を、2兆ドル超と見込んでいる状況下、買い取り規模が不十分である恐れ。また、買い取りを民間投資家に任せることで、価格設定の面での問題も残る。さらに、金融機関側に対して不良資産売却の強制力を有していないため、買い取り自体が進まない恐れも。



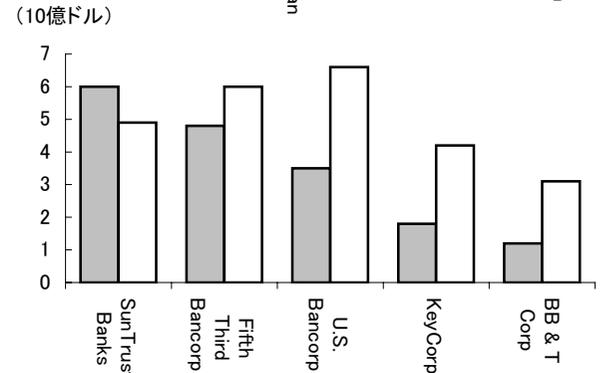
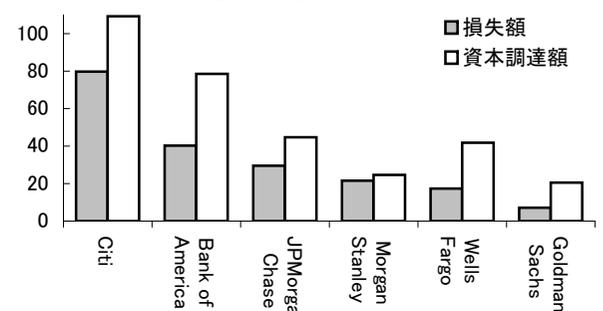
- 金融安定化策の概要
- 1. 金融機関への資本注入**
 - 資産規模1000億ドル以上の大手金融機関を中心に、資産査定(ストレステスト)を4月末までに完了
 - 監督者は各機関に対して、2通りの経済情勢のケースを前提に生じる損失を分析
 - 資本不足が明らかとなった場合は、政府は対象機関に対して民間からの資本調達を促す(6ヵ月以内に増資を行う)
 - 自力調達が困難な場合は、政府による公的資金注入として、普通株に転換できる権利を持つ優先株を取得
 - 注入実施機関は、融資増加の計画書提出を義務付け
 - 2. 官民共同ファンドによる不良資産買い取り**
 - 財務省、FED、FDICが共同で不良資産を買い取る「官民共同投資ファンド」を設立
 - 3機関はファンドへの出資および民間投資家への低利融資などを支援
 - 不良資産の買い取りは民間投資家の判断に委ねるかたち
 - 買い取り規模は5000億ドルから、最終的には1兆ドルへ拡大
 - 3. FEDによる新たな貸し渋り対策**
 - 証券化商品を購入した投資家に対し、FEDが融資を実施
 - 融資枠は最大1兆ドルまで拡大
- (資料) 各種報道を基に日本総研作成

景気対策による米国経済への押し上げ効果
 (当社予想、08年比)

	(%)ポイント	
	2009年	2010年
実質GDP	+0.8	+1.1
(政府支出)	+2.1	+2.2
(個人消費)	+0.5	+0.8
失業率改善	0.3~0.5	0.4~0.6

(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) 政府支出は、インフラ整備などを加味して、押し上げ効果を予想

ストレステスト対象行の損失額と
 資本調達額(2月27日時点、累積)



2兆ドルに迫る財政赤字で、米国債の消化に懸念

<住宅対策>

2月18日、オバマ大統領は総額2750億ドル規模の包括的な住宅対策を発表。資金面での手当てをはじめ、前政権より踏み込んだ内容となっているほか、金融機関への参加強制や、債権回収業者への報奨金も含まれていることから、高止まりが続く住宅差し押さえ防止に一定効果は得られる見通し。もっとも、住宅販売の低迷が続いていることや、前述したように家計が負債圧縮に向かっていることなどを踏まえると、需要喚起も含めた住宅市場全体の活性化は期待薄。

<財政問題>

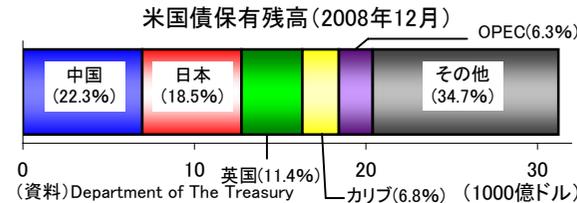
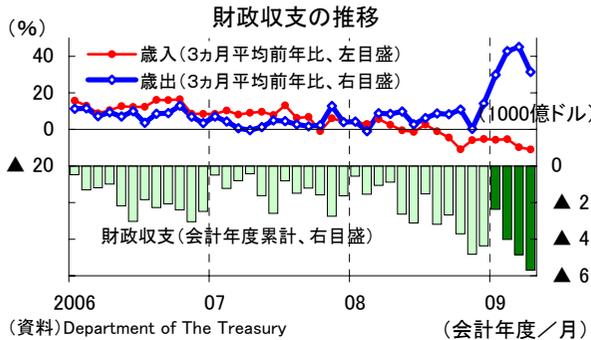
こうした相次ぐ対策は大規模な歳出を伴い、財政の健全性が損なわれる副作用も。米国財政赤字は景気後退による歳入減もあり、1月までの累計で既に前年度累計を上回る状況。26日に発表した財政見通しでは、09会計年度の財政赤字は1兆7520億ドルと、史上最大規模に。

こうしたなか、米国債の引き受け先として、全体の4割を占める中国と日本の動向に注目が集まっている。もっとも、日本では外貨準備高の伸び鈍化にあわせ、米国債の保有も前年比減少が続いており、保有増加には大規模な円売り・ドル買い介入が必要。一方、中国では「米国債売却論」がくすぶり続けており、今後、米国債の消化に懸念。

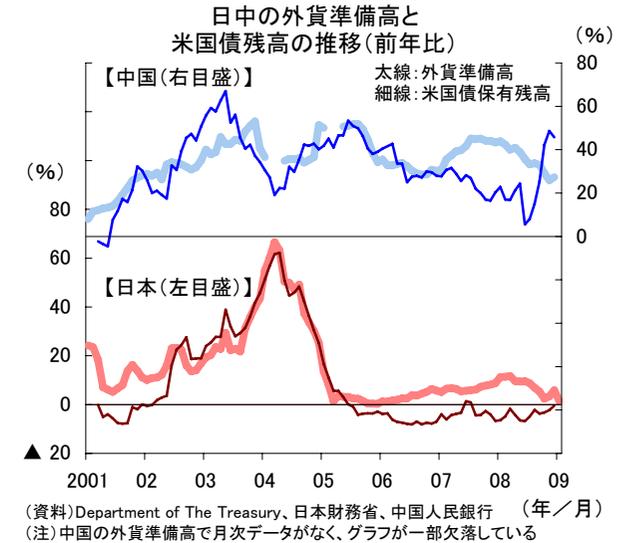
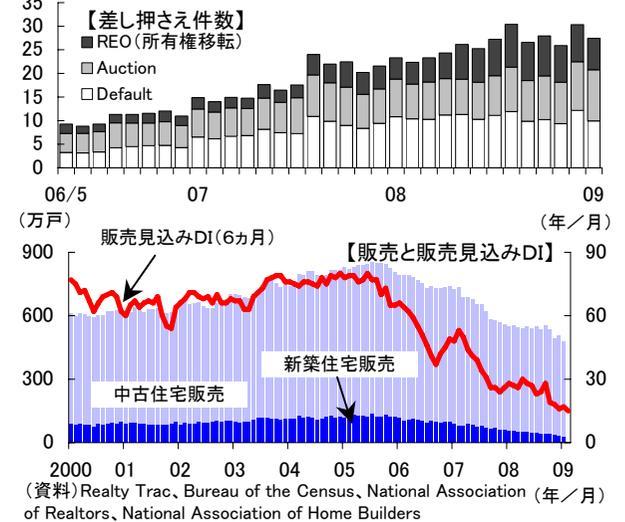
住宅対策の概要

- 1. 低利ローンへの借り換え条件緩和**
 - 現行ではローンの保証を住宅価格の80%以内としているため、ネガティブ・エクイティ（住宅の評価額よりローン残高が多い状況）に陥った世帯はローンの借り換えが困難に
 - これにより、最大500万世帯がローン借り換え可能に
- 2. 公的資金による住宅差し押さえ防止**
 - 借り手の支払額を最終的に収入の31%以内に抑える
 - 借り換えによる貸し手の損失を、政府は公的資金で一部穴埋め
 - 貸し手の金融機関から委託された債権回収業者は、対策に協力した際に報奨金1000ドルを給付
 - 金融安定化策で公的資金注入を受ける金融機関は、強制的に対策への参加を義務付け
 - この対策により、収入の38%以上をローン返済に充て、住宅差し押さへの恐れのある最大400万世帯が差し押さえ防止の恩恵
- 3. GSE(ファニーメイ、フレディマック)の機能強化**
 - 公的資金注入枠を2000億ドルから4000億ドルに倍増
 - ローン金利の引き下げや、借り換えを促す仕組みも
- 4. 破産法の改正**
 - 複数の住宅を保有する投資家向けの色が強い現在の破産法を、1つの家を保有する一般個人向けに即した内容へ見直し

(資料)各種報道を基に日本総研作成



住宅関連指標の推移



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2009年3月

年央にかけてマイナス成長が持続。長期金利は上昇圧力増大の懸念

<景気見通し>

先行きの米国経済は、金融市場の危機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、年央にかけて大幅なマイナス成長が持続する見込み。

一方、先日成立した大規模景気対策による、公共事業および減税の効果が、年央以降現れると期待。もともと、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は当面ゼロ金利政策（0.00～0.25%）と、的を絞った個別金融商品の買い入れ、自らのバランスシート拡大などによる信用逼迫の緩和に注力する見通し。また、景気の下振れや長期金利の状況によっては、米国債買い入れなど一段と踏み込んだ施策に着手する可能性も。

長期金利は、景気悪化やFEDによる金融緩和策が、金利低下に作用するとみられるものの、大規模景気対策に伴う、財政悪化懸念を背景に、上昇圧力が次第に強まっていく見通し。

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)

	2008年				2009年					2010年
	4～6	7～9	10～12	(実績)	1～3	4～6	7～9	10～12	(予測)	1～3
実質GDP	2.8	▲ 0.5	▲ 6.2	1.1	▲ 6.3	▲ 2.1	0.6	0.5	▲ 3.0	▲ 0.1
個人消費	1.2	▲ 3.8	▲ 4.3	0.2	▲ 5.1	▲ 1.5	0.3	0.1	▲ 2.8	0.1
住宅投資	▲ 13.3	▲ 16.0	▲ 22.2	▲ 20.7	▲ 17.2	▲ 12.0	▲ 7.5	▲ 3.4	▲ 15.0	▲ 2.3
設備投資	2.5	▲ 1.7	▲ 21.1	1.7	▲ 14.3	▲ 8.5	▲ 6.9	▲ 4.6	▲ 10.6	▲ 2.8
在庫投資	▲ 1.5	0.8	0.2	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0
政府支出	3.9	5.8	1.6	2.9	2.1	2.9	9.7	7.5	4.0	1.3
純輸出	2.9	1.1	▲ 0.5	1.4	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0
輸出	12.3	3.0	▲ 23.6	6.2	▲ 19.4	▲ 9.8	▲ 7.7	▲ 5.6	▲ 11.9	▲ 3.3
輸入	▲ 7.3	▲ 3.5	▲ 16.0	▲ 3.3	▲ 16.0	▲ 7.7	▲ 5.2	▲ 3.4	▲ 10.4	▲ 2.2
実質最終需要	4.2	▲ 1.5	▲ 6.8	1.4	▲ 5.4	▲ 1.9	0.8	0.7	▲ 2.8	▲ 0.1
消費者物価	4.4	5.3	1.6	3.8	0.1	▲ 1.0	▲ 2.6	0.3	▲ 0.8	0.8
除く食料・エネルギー	2.3	2.5	2.0	2.3	1.1	0.7	0.1	0.3	0.6	0.8

予測 →

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

(注) 在庫投資と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

米国金利見通し



(資料) FRB, Bloomberg L.P.

金融安定化を前提とした2010年回復見通し。下方修正の可能性も

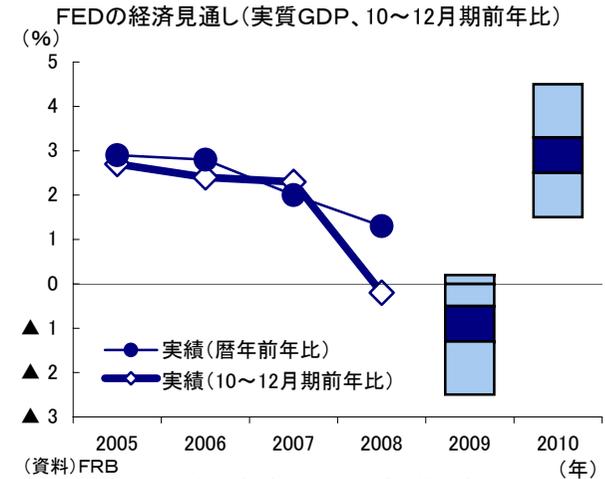
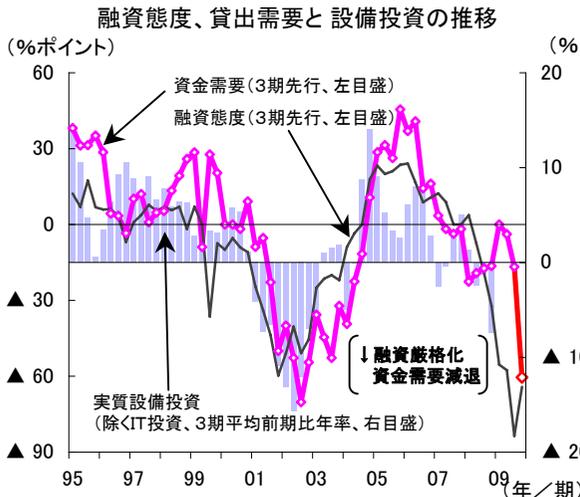
FEDは2月18日、最新の経済見通しを発表。09年の実質GDP成長率（10～12月期前年比）は中心レンジが▲1.3～▲0.5%と、前回（10月）から大幅下方修正。FEDとして公式に09年のマイナス成長が不可避であることを認めた。一方、10年には同+2.5～+3.3%と急回復。失業率も緩やかな低下を見込んでいる。ただし、バーナンキ議長は「金融安定化が進むことが前提」と発言しており、今後見通しのさらなる下方修正を余儀なくされる可能性。

FEDは証券化商品の買い入れなどにより、金融市場の安定に注力しているが、金融機関の融資態度に大きな改善はみられず。むしろ、企業サイドでは「資金需要」が足許で急速に減退しており、出し手と受け手の双方が収縮している状況。今後、設備投資の減少が一段と強まる見通し。一方で、積極的な信用緩和策の副作用として、FED自身の健全性低下が懸念され始めている。金融機関の差し出し担保状況によると、FEDの貸出総額を十分上回る額の担保を有しているものの、これら担保の明細や格付けについては明らかにされていない。今後、景気後退が深刻化すれば、担保価値の下落により、健全性問題が再燃する恐れ。

FEDの経済見通し(2009年、2010年)

【2009年】		(10～12月期の前年比、%)		
		最小	中心レンジ	最大
実質GDP	今回(1月)	▲2.5	▲1.3～▲0.5	0.2
	前回(10月)	▲1.0	▲0.2～1.1	1.8
PCEデフレーター	今回	▲0.5	0.3～1.0	1.5
	前回	1.0	1.3～2.0	2.2
コアPCEデフレーター	今回	0.6	0.9～1.1	1.5
	前回	1.3	1.5～2.0	2.1
(10～12月期中の平均、%)				
失業率	今回	8.0	8.5～8.8	9.2
	前回	6.6	7.1～7.6	8.0
【2010年】		(10～12月期の前年比、%)		
		最小	中心レンジ	最大
実質GDP	今回(1月)	1.5	2.5～3.3	4.5
	前回(10月)	1.5	2.3～3.2	4.5
PCEデフレーター	今回	0.7	1.0～1.5	1.8
	前回	1.1	1.4～1.8	1.9
コアPCEデフレーター	今回	0.4	0.8～1.5	1.7
	前回	1.1	1.3～1.8	1.9
(10～12月期中の平均、%)				
失業率	今回	7.0	8.0～8.3	9.2
	前回	5.5	6.5～7.3	8.0

(資料)FRB
(注)中心レンジは全員の見通しから上位、下位のそれぞれ3人分を除いて幅で示したもの。



差し出し担保の内訳と貸出し総額(08年12月17日時点)

	金融機関		プライマリーディーラー		プライマリーディーラー	
	信用供与	TSLF	信用供与	TSLF	信用供与	TSLF
ローン						
商業	4,560					
住宅	1,590					
不動産	1,580					
消費者	2,030					
計	9,760				10	
証券						
米国債・機関債	260		10		20	
地方債	540		80		80	
MBS	1,420		30		1,800	
ABS	1,760		40		180	
株式			200			
その他	1,510		150		280	
計	5,490		510		2,360	
担保合計	15,250		520		2,360	
貸出総額	5,380		470		1,820	

(資料)FRB
(注)1. 金融機関向け貸付の差し出し担保のうち、貸出残高を伴う担保の評価額は1兆3320億ドル
2. 四捨五入の関係で、一部のデータで公表資料と一致していない

欧州経済概説 (2009年3月)

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

大幅な景気悪化が持続。08年10～12月期の実質GDPは前期比年率▲5.7%と、ユーロ圏発足以来最大のマイナス幅に。内外需の落ち込みが続くなかで企業活動が一段と縮小。雇用削減の動きも強まるなか、消費も悪化傾向が持続。

【自動車産業支援】

欧州主要各国では軒並み鉱工業生産が落ち込んでおり、業種別では自動車の減産幅が際立って大きい。自動車産業は、裾野が広い重要産業の一つだけに、減産のインパクトは小さくない。

各国は相次いで自動車関連産業への支援策を発表しているものの、景気後退や信用収縮といった問題が解決されない限り、自動車産業は苦境から抜け出せない公算。また、過度な産業保護はむしろ産業構造の転換を遅らせる可能性。

【景気の見通し】

09年の実質成長率の見通しを下方修正。

先行きのユーロ圏景気は、①雇用情勢の急速な悪化を背景とする個人消費低迷、②内外需の落ち込みと信用収縮を背景とする設備投資の急速な縮小などから、年前半にかけて大幅なマイナス成長が続く見通し。年央以降は各国の景気刺激策の発現が期待されるものの、需要が大幅に縮小している状況下、持続的な回復には結びつかず、マイナス成長からは抜け出せない見通し。

インフレ率は、前年比でみたエネルギー価格が物価下押しに作用し続けるなか、4～6月期にかけて1%台を割り込んでいく見込み。その後、エネルギー価格の下押し影響は減衰するものの、急激な景気悪化の最中コアインフレ率は鈍化が続くとみられ、総じて1%を下回る低水準での推移が続く見通し。

2. ユーロ圏金利見通し

【金融政策】

ECBは、昨年秋以降の利下げの効果を見極めつつ、4～6月期にかけて政策金利を1%近辺まで引き下げていく見通し。实体经济の悪化に歯止めがかからず、インフレ圧力が急速に緩和しているため。もっとも、ECB内で中期的なインフレリスクへの警戒感が非常に根強いこと、足元金融市場の緊張が幾分緩和していること、などから、日米英中銀のようなゼロ金利政策までは踏み込まない見通し。

【長期金利】

独10年債利回りは、景気悪化の進行とそれに伴う利下げ観測などから、年前半にかけて低下傾向を辿る見通し。年央以降は、利下げ打ち止め感が広まるほか、景気刺激策に伴う財政支出拡大が上昇圧力に作用するとみられ、長期金利は2%台半ばで下げ渋る見込み。

3. 英国景気の現状と展望

【景気の現状】

大幅な景気悪化が持続。08年10～12月期の実質GDPは前期比年率▲6.0%と、速報値から小幅下方修正。

内外需の落ち込みや信用逼迫を受け、企業活動は一段と縮小。付加価値税率引き下げや物価下落などが実質消費の下支えに作用しているものの、雇用所得環境の悪化は加速。

【景気の見通し】

09年の実質成長率の見通しを下方修正。

先行きの英国景気は、政府の景気刺激策の効果を勘案しても、長期にわたり大幅なマイナス成長が続く見通し。①設備投資の大幅な縮小、②主力産業である金融業の活動沈滞、さらに、③雇用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、などが対策効果を上回る成長下押し要因となるため。

インフレ率は、年後半以降前年比マイナスに転じる見通し。エネルギー価格が年央以降物価下押しに寄与し始めるほか、ユーロ圏と比較して柔軟な労働市場や企業の価格設定行動を映じて、景気悪化に伴うコアインフレ率の鈍化が一段と加速するとみられるため。

4. 英国金利見通し

【金融政策】

BOEは、3月にも政策金利をゼロ%台の水準に引き下げ、量的緩和政策に踏み込む公算。金融システムの機能不全が続く、实体经济の調整が長期化する恐れが強まるなか、国債買い入れなど新たな政策を打ち出す見通し。

【長期金利】

英10年債利回りは、景気悪化が金利低下要因ながら、利下げ余地が限られるなか、3%台半ばを中心としたもみ合い傾向が続く見通し。中期的に景気刺激策や金融安定化への財政支出拡大が上振れリスクに。

ユーロ圏経済：深刻な景気後退が持続

ユーロ圏では、大幅な景気悪化が持続。08年10～12月期実質GDPは前期比年率▲5.7%と、ユーロ圏発足以来最大のマイナス幅に。世界的な景気悪化が続くなか、とりわけドイツやイタリアなど輸出主導型経済の落ち込みが顕著。

<企業部門>

企業マインドは悪化傾向が持続。2月の製造業・サービス業PMIは、12月に記録した調査開始以来の最低水準を再び更新。

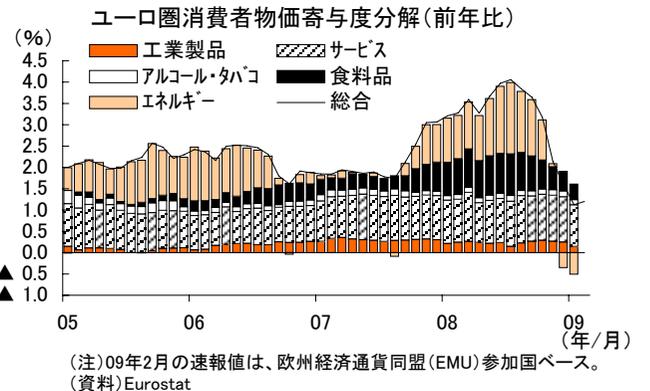
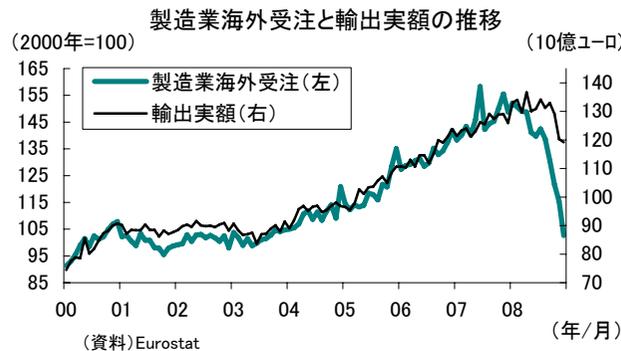
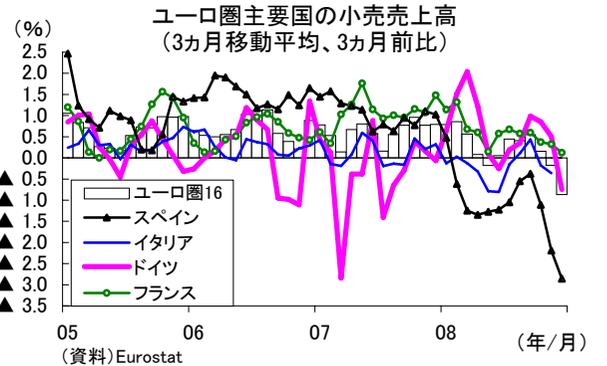
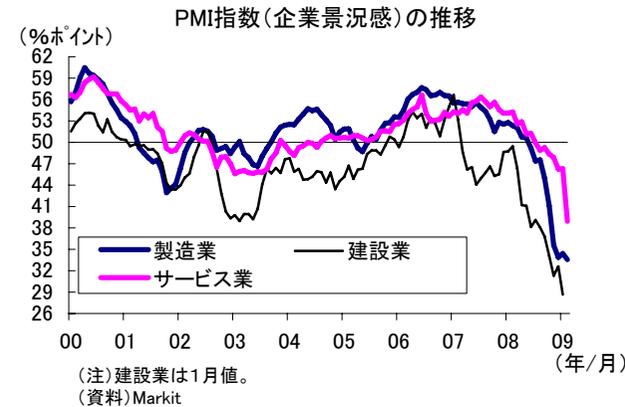
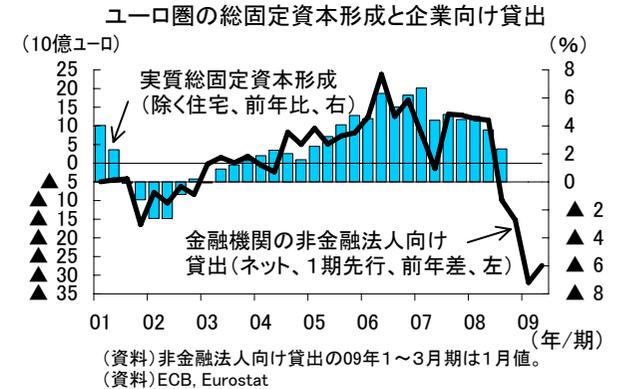
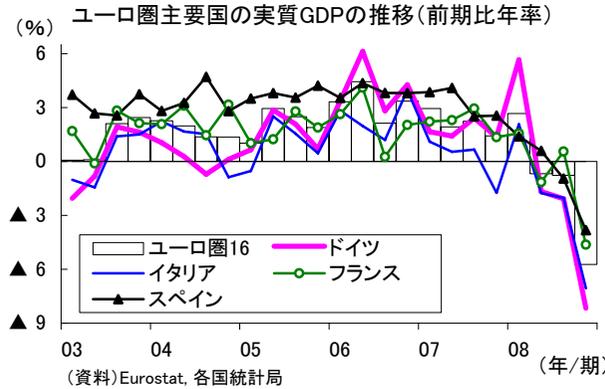
12月の製造業海外受注は、資本財を中心に03年以来の水準まで激減。海外受注の輸出に対する2～3ヵ月程度の先行性を踏まえると、輸出は目先さらに3割程度減少する公算。

また、金融機関による企業向け与信が大きく減少しており、設備投資は09年前半にかけて大幅な縮小が避けられない見通し。

<家計部門>

雇用情勢が急速に悪化するなか、消費は引き続き悪化傾向。主要国のなかでは、失業者が急増するスペインでの落ち込みが鮮明で、堅調な消費拡大でユーロ圏全体を下支えしてきたフランスでも増勢鈍化が明確に。

2月の消費者物価指数（速報値）は、前年比+1.2%に（1月：同+1.1%）。引き続きエネルギー価格が押し下げに寄与した模様。



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2009年3月

英国経済：深刻な景気後退が持続

英国では、大幅な景気悪化が持続。08年10～12月期の実質GDPは前期比年率▲6.0%と、速報値から小幅下方修正。需要項目別にみると、個人消費が同▲2.7%と、18年ぶりの大幅マイナスに。

<企業部門>

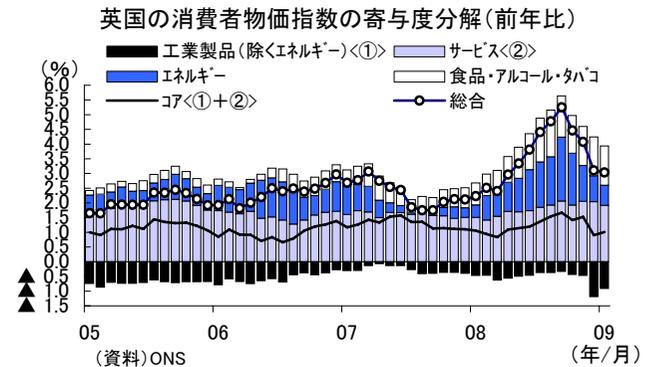
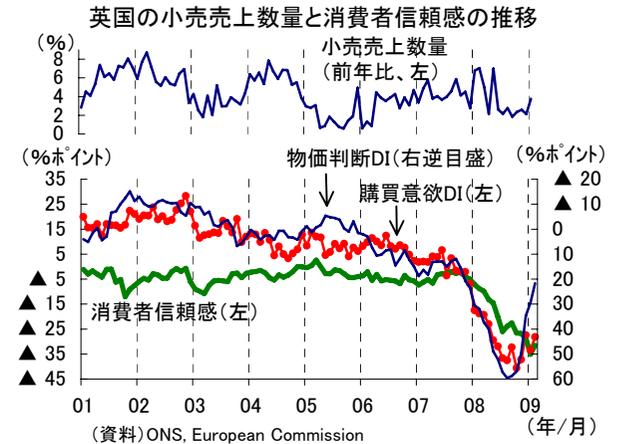
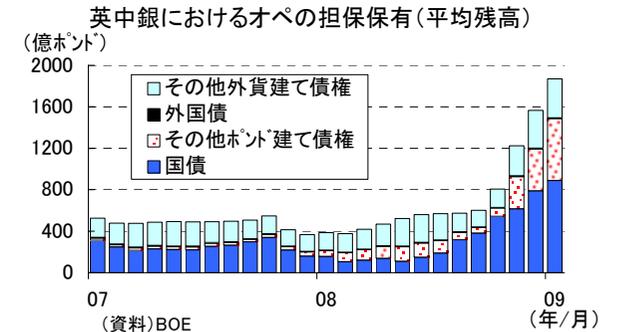
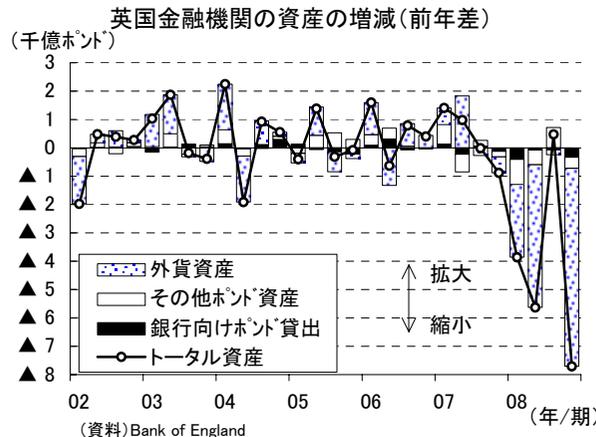
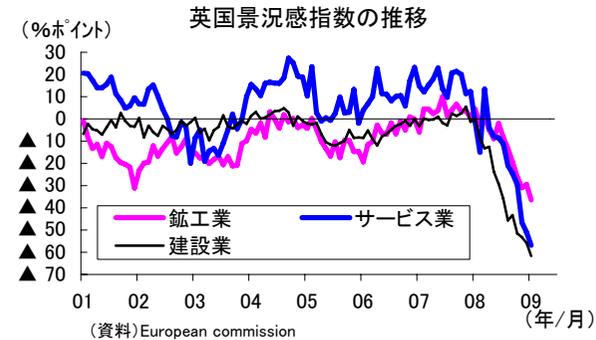
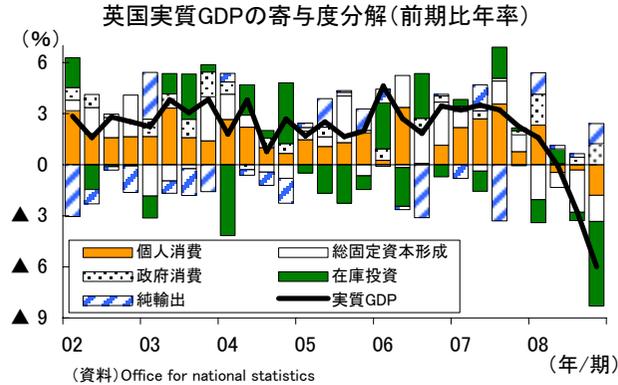
消費低迷、信用逼迫、外需下振れが重なり、企業マインドは一段と悪化。

サブプライム問題が顕在化した07年夏以降、金融機関はバランスシート縮小、レバレッジ解消の動きを加速。この結果、金融が滞る状況が続いており、英中銀による流動性供給は09年入り後も一段と拡大。こうしたなか、英中銀は、2/13にCPや社債などの資産買取りを開始し、企業の資金繰りを支援。他方、英政府も、2/26に資産保証制度を実施。第一号として、保証料支払いや民間融資拡大を条件に、政府が損失の大部分を補てんすることでRBSと合意し、問題金融機関の個別救済を積極化している（対象は不良化の恐れのある3250億ポンドの資産。補てん分は、将来生じる損失のうち、RBSの初期負担分を除く9割）。

<家計部門>

1月の小売上数量は、前月比+0.8%と、12月（同+1.6%）に続いて底堅く推移。付加価値税率引き下げに加え、物価下落を受けた消費者の購買意欲の改善もプラス材料に。ただし、雇用所得環境は引き続き急速に悪化しており、持続性には疑問。

1月のCPI伸び率は、前年比+3.0%と、4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3月

各国は自動車産業支援に乗り出すも、苦境からは脱却できず

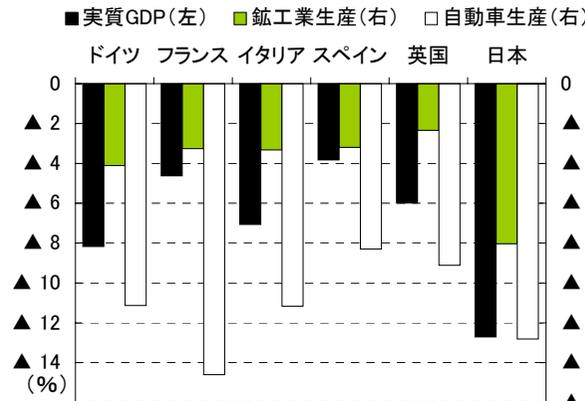
グローバル規模で景気悪化が進行するなか、欧州主要各国では鉱工業生産が落ち込み、08年10～12月期の実質GDPは、そろって大幅マイナスを記録。

日本と比較してみると、欧州各国では製造業の総供給に占める輸入比率が高いこともあり（需要減少が輸入の減少につながりやすい）、鉱工業生産の減少幅は、欧州主要国のなかで最大のドイツでも日本の約2分の1にとどまっている。しかしながら、自動車に関しては、欧州各国でも日本と同等、もしくは日本を上回るマイナス幅になっており、自動車減産の大きさが際立っている。

欧州委員会によると、自動車産業はEU加盟国全体で約200万人、関連産業を含めると約1200万人の雇用があり、重要な産業の一つとなっている。仮にドイツとフランスで自動車生産が4割減った場合、他産業への間接効果のみでGDPをそれぞれ▲1.4%、▲0.9%押し下げると試算される。

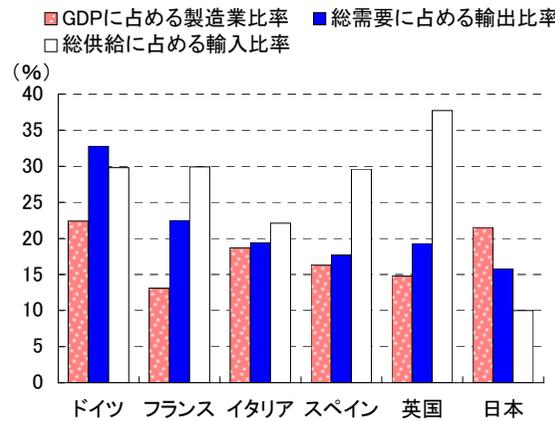
こうした影響の深刻さを懸念し、主要各国は相次いで低排出車への買替え促進による需要喚起や金融支援などの自動車関連産業への支援策を発表した。ただし、短期的には需要を下支えし、企業経営を安定させる効果が期待できるものの、景気後退や信用収縮といった問題が解決されない限り、自動車産業は苦境から抜け出せない公算。過度な産業保護はむしろ産業構造の転換を遅らせる恐れも。

各国の実質GDPと鉱工業生産



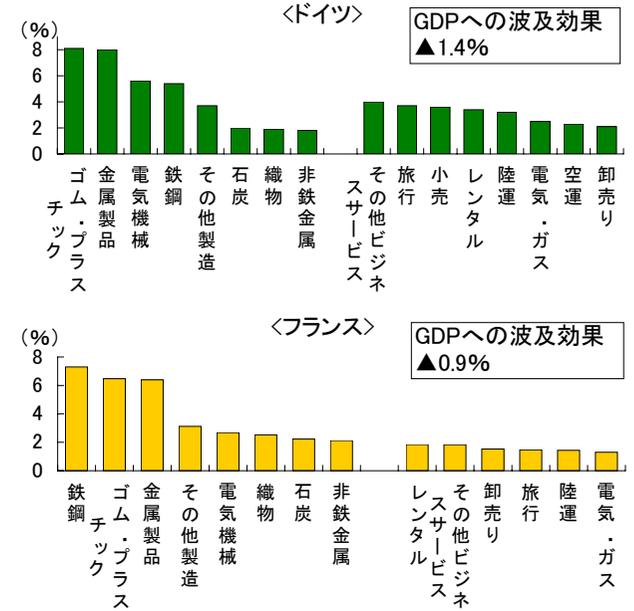
(注)実質GDPは08年10～12月期の前期比年率。生産は08年12月の3カ月前対比。
(資料)Eurostat, 経済産業省

各国の製造業比較



(注1)ドイツ、フランスは05年、イタリア、スペインは04年、英国は06年、日本は07年のデータ。
(注2)総需要=中間消費+国内需要+輸出、総供給=産出額+輸入
(資料)Eurostat, ONS, 総務省

自動車生産4割減の波及効果試算 (国内生産対比)



(資料)Eurostatの産業連関表をもとに日本総研試算。

欧州主要国の自動車関連産業支援策

	需要喚起策 (低排出車への買替え促進)	業界支援策
ドイツ	2500ユーロの補助金 <09年1/14～12/31>	・革新的な技術開発に助成・融資 ・VW銀行に最大20億ユーロの政府保証
フランス	1000ユーロの補助金 <08年12/4～09年12/31>	・78億ユーロの低利融資
イタリア	1500ユーロ以上の補助金 <09年2/11～12/31>	・最大10億ユーロの支援
スペイン	3万ユーロまで低利融資(うち1万ユーロは無利子)<08年12/1～10年12/31>	・雇用維持、研究開発、物流インフラ改善、資金調達を支援
英国		・融資・研究開発に23億ポンドの政府保証

(資料)政府公表資料、欧州委員会、各種報道をもとに日本総研作成。

欧州経済見通し：マイナス成長が長期化

ユーロ圏・英国ともに09年の実質成長率の見通しを下方修正。

先行きのユーロ圏景気は、①雇用情勢の急速な悪化を背景とする個人消費低迷、②内外需の落ち込みと信用収縮を背景とする設備投資の急速な縮小などから、年前半にかけて大幅なマイナス成長が続く見通し。年央以降は各国の景気刺激策の発現が期待されるものの、需要が大幅に縮小している状況下、持続的な回復には結びつかず、マイナス成長からは抜け出せない見通し。

インフレ率は、前年比でみたエネルギー価格が物価下押しに作用し続けるなか、4～6月期にかけて1%台を割り込んでいく見込み。その後、エネルギー価格の下押し影響は減衰するものの、急激な景気悪化の最中コアインフレ率は鈍化が続くとみられ、総じて1%を下回る低水準での推移が続く見通し。

先行きの英国景気は、政府の景気刺激策の効果も勘案しても、長期にわたり大幅なマイナス成長が続く見通し。①設備投資の大幅な縮小、②主力産業である金融業の活動沈滞、さらに、③雇用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、などが対策効果を上回る成長下押し要因となるため。

インフレ率は、年後半以降前年比マイナスに転じる見通し。エネルギー価格が年央以降物価下押しに寄与し始めるほか、ユーロ圏と比較して柔軟な労働市場や企業の価格設定行動を映じて、景気悪化に伴うコアインフレ率の鈍化が一段と加速するとみられるため。

< 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、%)

		2008年			2008年 (実績)	2009年				2009年 (予測)	2010年 1～3
		4～6	7～9	10～12		1～3	4～6	7～9	10～12		
ユーロ圏	実質GDP	▲0.7	▲0.7	▲5.7	0.8	▲6.8	▲3.2	▲1.1	▲0.6	▲3.7	▲1.3
	消費者物価指数	3.6	3.8	2.3	3.3	1.1	0.9	0.4	0.9	0.8	1.0
ドイツ	実質GDP	▲2.0	▲2.1	▲8.2	1.0	▲9.1	▲4.9	▲0.8	0.1	▲5.3	▲1.4
	消費者物価指数	2.9	3.1	1.6	2.6	0.9	0.8	0.5	0.9	0.8	1.1
フランス	実質GDP	▲1.2	0.4	▲4.6	0.7	▲5.1	▲2.7	▲0.9	▲0.4	▲2.8	▲1.2
	消費者物価指数	3.3	3.3	1.8	2.8	0.9	0.4	0.2	1.3	0.7	0.8
英国	実質GDP	▲0.1	▲2.8	▲6.0	0.7	▲6.8	▲3.2	▲1.0	▲1.4	▲4.0	▲1.7
	消費者物価指数	3.3	4.9	3.9	3.6	2.7	1.5	▲0.4	▲0.1	0.9	0.1

→ 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3月

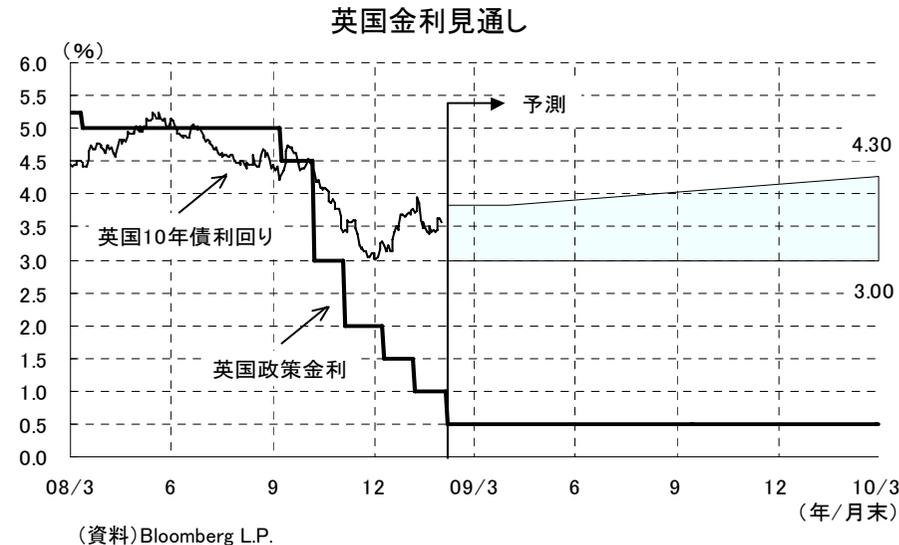
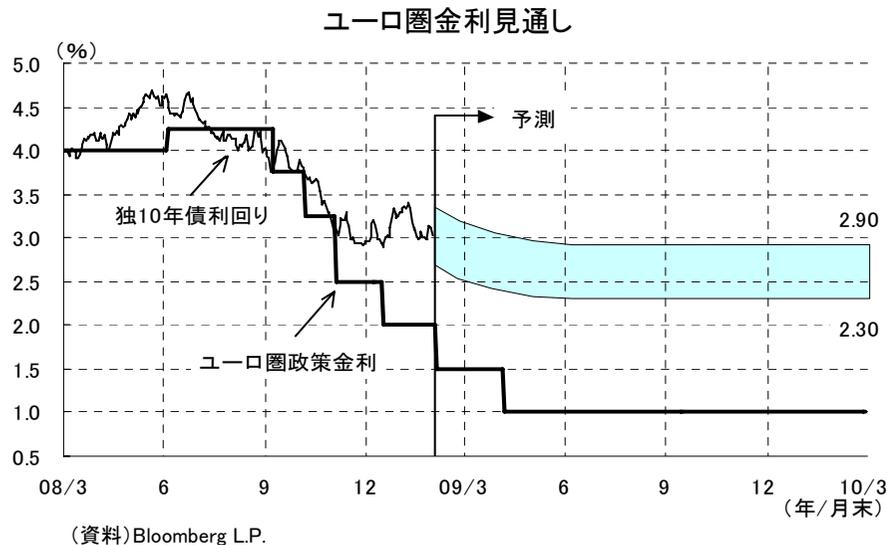
欧州金利見通し：ユーロ圏は大幅利下げ継続、英国は量的緩和へ

ECBは、昨年秋以降の利下げの効果を見極めつつ、4～6月期にかけて政策金利を1%近辺まで引き下げていく見通し。実体経済の悪化に歯止めがかからず、インフレ圧力が急速に緩和しているため。もっとも、ECB内で中期的なインフレリスクへの警戒感が非常に根強いこと、積極的な流動性対策が奏功し、足元金融市場の緊張が幾分緩和していること、などから、日米英中銀のようなゼロ金利政策までは踏み込まない見通し。

独10年債利回りは、景気悪化の進行とそれに伴う利下げ観測などから、年前半にかけて低下傾向を辿る見通し。年央以降は、利下げ打ち止め感が広まるほか、景気刺激策に伴う財政支出拡大が上昇圧力に作用するとみられ、長期金利は2%台半ばで下げ渋る見込み。

BOEは、3月にも政策金利をゼロ%台の水準に引き下げ、量的緩和政策に踏み込む公算。金融システムの機能不全が続く、実体経済の調整が長期化する恐れが強まるなか、国債買い入れなど新たな政策を打ち出す見通し。

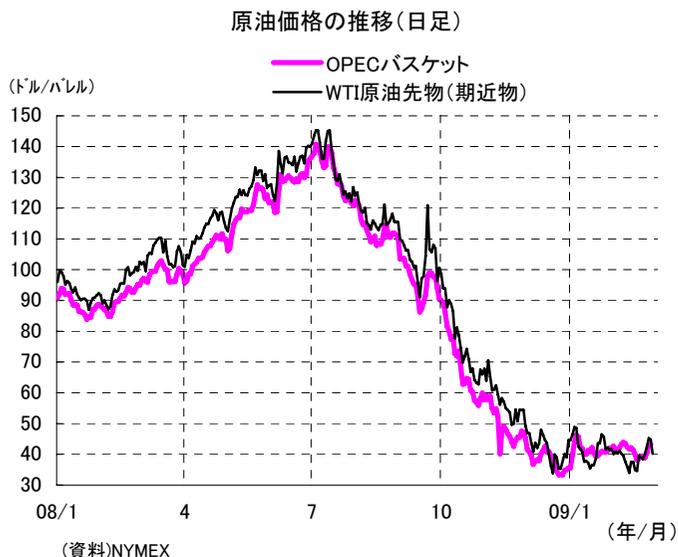
英10年債利回りは、景気悪化が金利低下要因ながら、利下げ余地が限られるなか、3%台半ばを中心としたもみ合い傾向が続く見通し。中長期的に景気刺激策や金融安定化への財政支出拡大が上振れリスクに。



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2009年3月

(参考) 原油価格を巡る動き - 1

WTI先物は1月からの底這い傾向が持続。

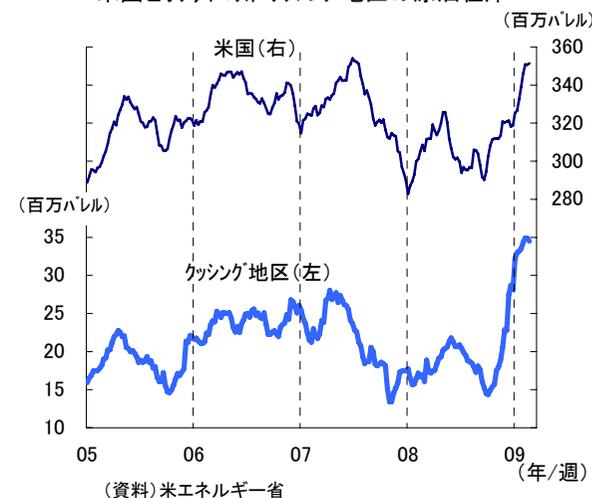


最近の原油市場を巡る動き

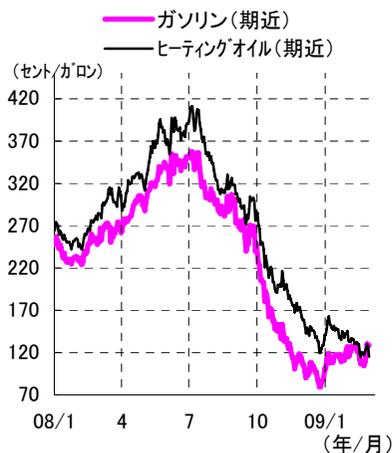
2/2	ロシア08年実質成長率、前年比5.6%に減速
4	欧州議会、温暖化ガスの長期削減目標を提案
6	米1月雇用統計、失業率7.6%に上昇
9	OPEC事務局長、「次回総会で追加減産で合意の見込み」
10	米政府、金融安定化策の概要発表 サウジ石油相、「余剰生産能力を今年半ばまでに日量450万バレルに拡大」 イスラエル総選挙、右派政党が躍進
11	IEA、09年世界石油需要見通し、6カ月連続で下方修正
13	米上下両院、7870億ドルの景気刺激策法案可決 ユーロ圏08年10～12月期実質成長率、前期比年率▲5.7%に
14	G7共同声明、「成長と雇用維持、金融部門の強化へあらゆる政策手段で協働」
16	日本08年10～12月期実質成長率、前期比年率▲12.7%
22	欧州首脳会議、金融監督強化やヘッジファンド、格付け会社規制で合意
23	アルジェリア鉱業相、「原油下落続けば、3月に減産の可能性」
26	米大統領、「09年度財政赤字、1兆7520億ドルに拡大する見通し」
27	米08年10～12月期実質成長率改定値、前期比年率▲6.2%に下方修正

(資料)Bloomberg L.P., ロイターなど各種報道

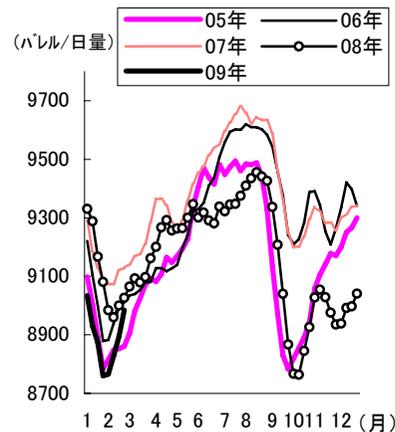
米国とオクラホマ州・クッシング地区の原油在庫



米国の石油製品価格の推移



米国のガソリン需要の推移(4週移動平均)



<2月の原油市況>

2月の原油相場は、需要低迷を背景に1月からの底這い傾向が持続。

原油在庫が予想以上の増加を受けて、相場は中旬にかけてやや弱含み、12日には一時1月20日以来の33ドル台の安値を記録。もっとも、その後は、原油在庫の積み上がりで一服感が出たことなどから、月末にかけて40ドル台へ強含む展開に。

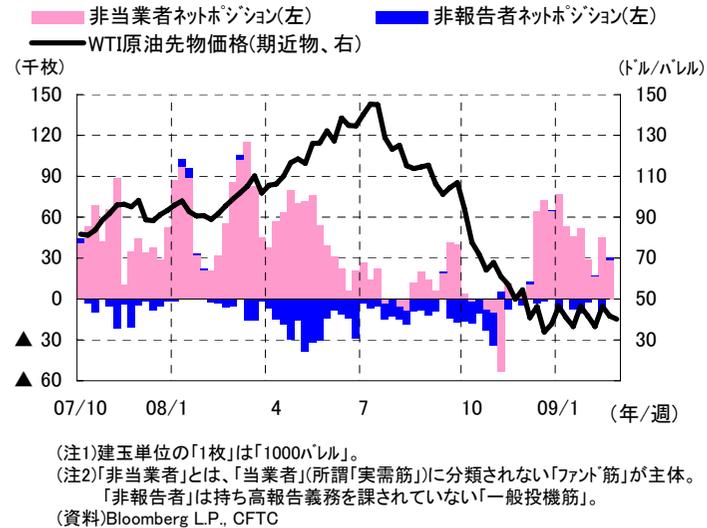
<需給引き締め>

原油やガソリン在庫の積み上がり基調が一服。

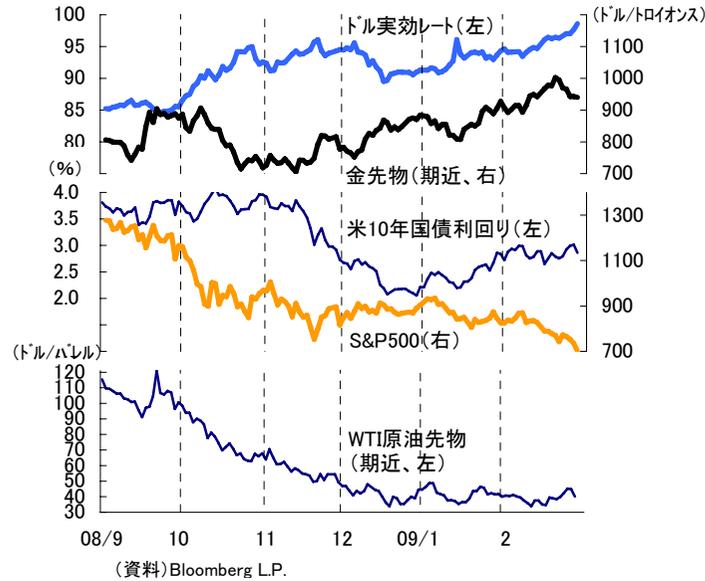
WTI原油が取引されるオクラホマ州・クッシング地区での原油在庫は足元2週連続で減少。他方、供給サイドが供給削減を続けるなか、ガソリン需要は過去平均を上回る速さで増加。価格も年明け以降総じて強含む推移。

(参考) 原油価格を巡る動き - 2

投機筋の原油先物ポジション



マーケットの動き

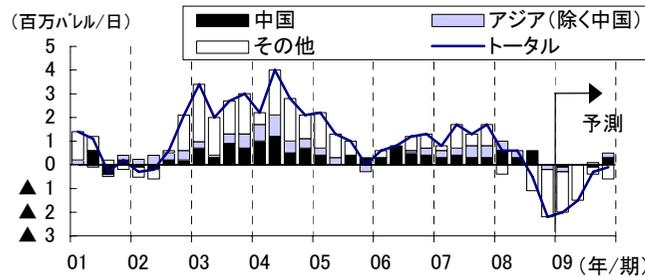


<投機筋・投機資金の動向>

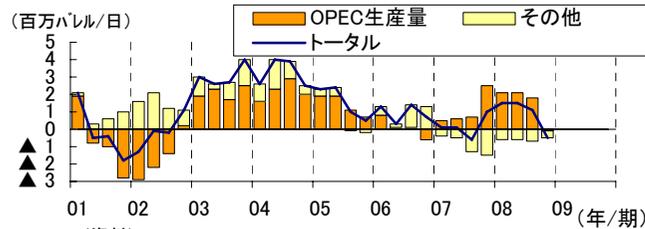
世界的な景気悪化に歯止めがかからず、金融不安も再燃するなか、2月はリスク資産敬遠が強まる展開に。

株式に加え、財政悪化懸念から債券までもが敬遠される一方、とりわけ中旬にかけては金への資金流入が加速。そうした流れを受け、原油先物市場における投機筋の持ち高も1月からやや縮小傾向。

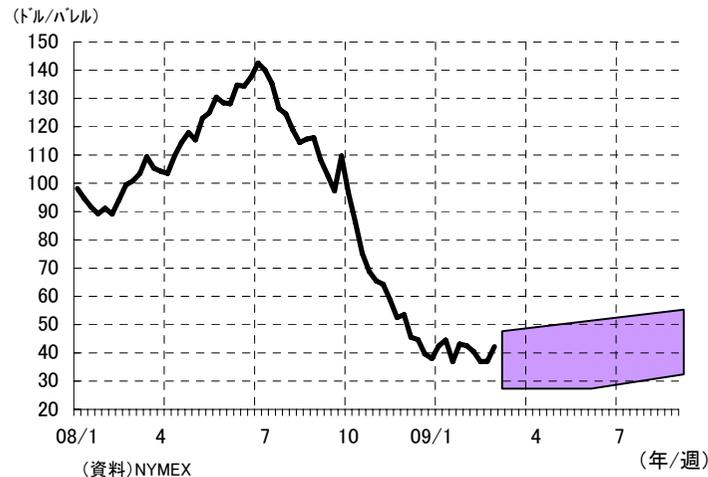
IEAによる世界石油需要見通し(前年差)



世界の石油供給量の推移(前年差)



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、目先、底値圏でもみ合いの後、中期的に50、60ドル台に向けて強含む見通し。

当面は、世界的な需要減少が引き続き下押し要因に作用するものの、OPECの追加減産やその影響が一段と明確化してくるとみられるほか、ドルの信認低下もあり、年央にかけて緩やかな上昇基調に転じる見込み。

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ヵ月	10年国債	N Y ダウ 工業株	1-03ヵ月	10年国債
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
09/1	0.30	0.120	0.73	0.78	0.75	0.94	1.26	1.25	1.475	2.25	90.41	119.68	8331.49	0.15	1.73	2.47	8396.20	2.45	3.09
09/2	0.30	0.111	0.71	0.77	0.72	0.89	1.19	1.29	1.475	2.25	92.50	118.33	7694.78	0.22	1.65	2.85	7749.01	1.96	3.17

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。