

# 海外経済展望

2010年8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 ~ 7)
原油価格	III

◆本資料は2010年8月2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 : 村瀬 (Tel : 03-3288-4085 Mail : murase.takuto@jri.co.jp)  
欧州経済・金利・原油動向 : 熊谷 (Tel : 03-3288-4665 Mail : kumagai.shotaro@jri.co.jp)

# 米国経済概説（2010年8月）

## 1. 米国経済の現状：企業部門を中心に持ち直しの動き

足許の米国経済は、生産活動の拡大や企業収益の回復が続くなど、企業部門を中心に持ち直しの動き。

## 2. トピックス

### ①雇用情勢

6月の非農業部門雇用者数は6ヵ月ぶりの減少。国勢調査に伴う臨時雇用の終了が雇用者数を大きく押し下げた一方、民間雇用の増勢も年初に比べ鈍化。企業は雇用の拡大に依然消極的であり、民間部門の新規採用者数は低水準で推移。失業者数の期間別シェアをみると、半年以上の失業者が全体の半数近くに上り、平均失業期間も35週に上昇。一度失業するとなかなか次の職につけない状況に。

こうしたなか、議会では6月2日に期限切れとなっていた緊急失業給付の継続を巡り審議が難航。7月22日に半年間の延長法案が成立したものの、再度期限切れを迎える11月末には、再継続が困難になる可能性も。

家計の所得環境をみると、雇用者報酬の低迷が続くなか、失業保険給付が所得を一定程度下支えしていることを確認可能。失業期間の長期化に歯止めがかからないなか、緊急失業給付が11月末で打ち切りとなれば、個人消費に悪影響が出てくる公算。

### ②州財政

米国の各州政府は、税収の伸び悩みを主因に厳しい財政状況が持続。多くの州で7月から始まった新会計年度（2011会計年度）は、景気の持ち直しによる税収増が見込まれるものの、州政府の歳入額を大きく増やすには至らない見通し。一方、歳出面では、家計の所得・雇用環境の低迷を反映したメディケイド加入者数の増加が財政を圧迫。新年度予算ではARRA法で定められた連邦政府によるメディケイド負担が減額となるため、州政府は負担増を余儀なくされる見込み。

米政策シンクタンクの予算・優先政策研究センターによると、2011年度からはARRAによる連邦政府支援が縮小となるため、メディケ

イド関連の支出増などを加味した州政府の歳入不足額（※）は、前年度に比べ拡大する見通し。州政府の多くは均衡財政が義務付けられているため、予算を作成する段階で、人件費の削減や行政サービスの縮小による歳出削減や、増税などの歳入拡大を実施し、歳入不足に対処することが必要に。

ちなみに、州政府の増税・歳出削減が、米国経済に与える影響を試算してみると、2011年度のGDPを▲1%強、雇用者数を▲100万人程度押し下げるとの結果となり、米国経済への下押し圧力は小幅ながら前年度より強まる見込み。先行きも、州政府の財政問題が景気回復の重石となる公算大。

（※）各年度において増税・歳出削減を行わなかった場合に発生する歳入不足。

## 3. 景気・金利見通し

### <景気見通し：政策効果の反動により成長率は鈍化>

米国経済は、企業部門を中心に持ち直しの動きがみられるものの、①弱さが続く所得環境、②道半ばにある家計のバランスシート調整、③商業用不動産をはじめとする構築物投資の低迷、などが重石となり、本格回復には至らない見通し。

こうした状況下、政策効果の反動が顕在化してくることで、成長率は鈍化する公算。

11月の中間選挙を控え、追加景気対策が現在議会で審議されているものの、昨年2月より実施されている現対策と比べ規模は小さく、景気押し上げ効果は限られる見込み。

### <金利見通し：長期金利は上昇圧力が次第に強まる見通し>

FEDは、景気に対する慎重な見方や、物価が抑制された状態が続くという見通しを崩しておらず、超低金利政策を当面継続する見込み。

長期金利は、米国経済の減速懸念や欧州の信用不安に伴う逃避資金の流入が当面金利押し下げに作用するものの、大幅な財政赤字の解消に目処が立たないなか、財政リスクへの警戒感から上昇圧力が次第に強まっていく見通し。

## 10年4～6月期実質GDP成長率+2.4%：前期に比べプラス幅は縮小。

### <2010年4～6月期GDP速報>

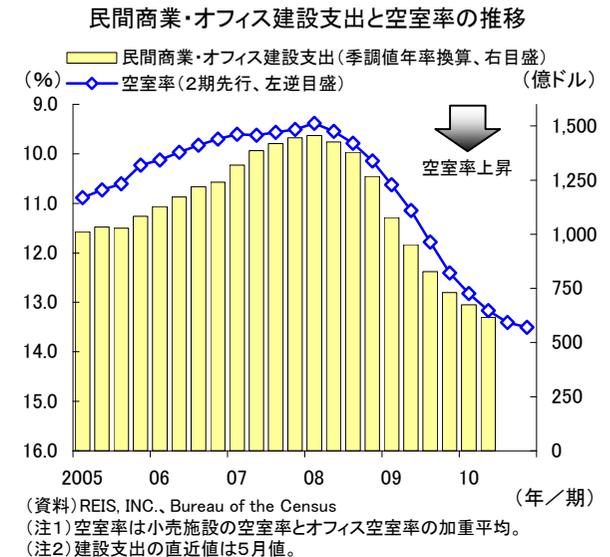
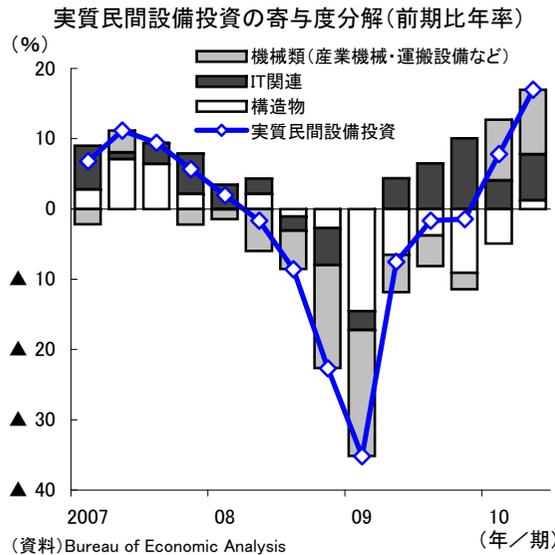
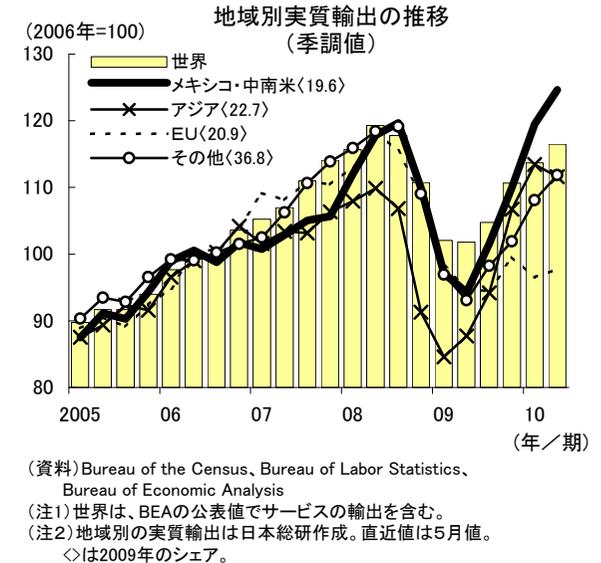
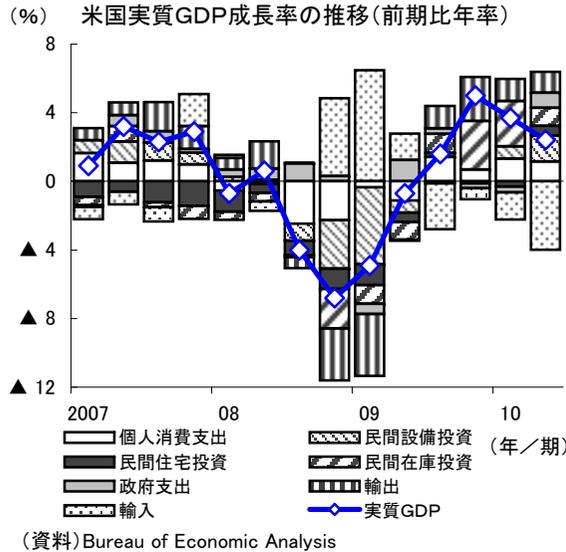
7月30日発表の2010年4～6月期実質GDP（速報値）は前期比年率+2.4%と、4四半期連続のプラス成長となったものの、前期（同+3.7%）に比べプラス幅は縮小。内訳をみると、設備投資や輸出が増加した一方、個人消費の増勢は前期に比べ鈍化（1～3月：同+1.9%→4～6月：同+1.6%）。輸入が同+28.8%と大きく増加したことも、GDPを下押し。

### <輸出>

実質輸出は同+10.3%と、4四半期連続の2桁増。中国などアジア向けの頭打ち感が強まっているものの、中南米やメキシコ向けを牽引役に拡大が持続。

### <設備投資>

実質民間設備投資は同+17.0%と、2四半期連続の増加。企業収益の回復を受け、IT関連や機械類への投資が持ち直し。一方、構築物への投資は8四半期ぶりのプラスとなったものの、振れの大きいエネルギー関連施設の増加などが中心。ウェイトの大きい商業施設やオフィスは、減少傾向が持続。これら施設の空室率上昇にも歯止めがかかっておらず、構築物投資の力強い回復にはなお時間を要する見込み。



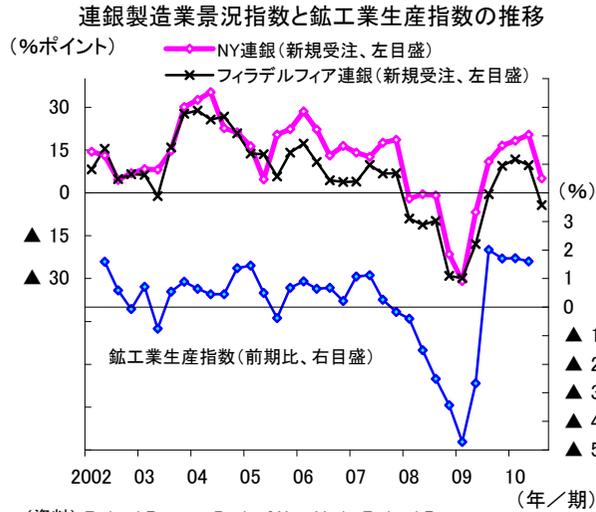
## 足許の生産活動は好調を維持するも、連銀の新規受注指数は大きく低下。

### <生産>

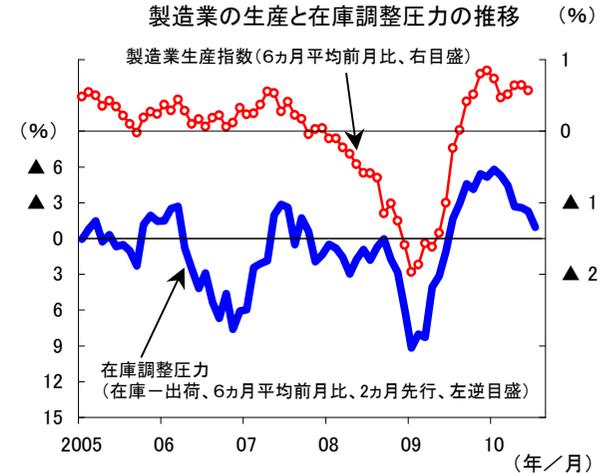
4～6月期の鉱工業生産指数は前期比+1.6%と、高い伸びが持続。もっとも、速報性の高いNY連銀やフィラデルフィア連銀の製造業活動指数では、7月の新規受注指数がいずれも大きく低下。足許では、企業の在庫積み増しの動きも一巡し始めており、先行き、生産の増勢も次第に鈍化していく公算。

### <個人消費>

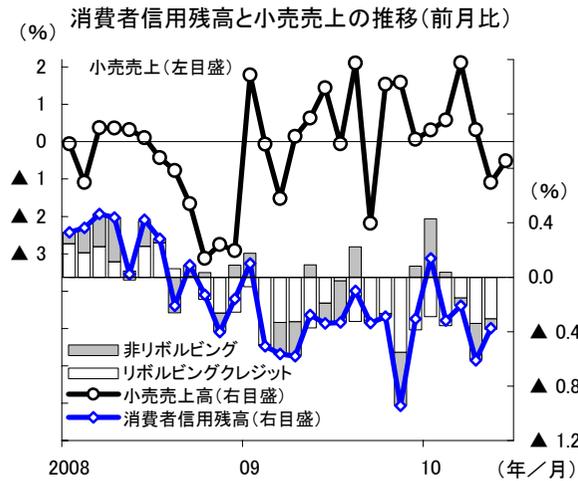
6月の小売売上高は前月比▲0.5%と、2ヵ月連続の減少。消費者信用は、08年秋以降、クレジットカードを主とするリボルビングクレジットの減少が続く一方、自動車ローンなど非リボルビングクレジットも、春以降再び減少。消費者マインドも、7月のCB消費者信頼感指数が2ヵ月連続で下落するなど、所得・雇用環境の先行きに対する不安から、一進一退の動きが持続。個人消費を取り巻く環境に改善はみられず。



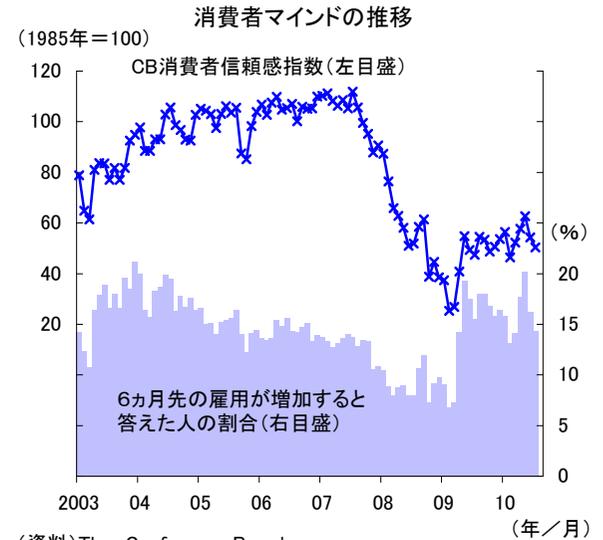
(資料) Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Philadelphia, FRB  
(注)連銀製造業景況指数の直近値は7月値。



(資料)FRB、Bureau of the Census  
(注)在庫調整圧力がマイナス圏内にある場合、企業にとっては在庫を積み増すインセンティブが働く一方、プラス圏内では在庫を削減するインセンティブが働く。



(資料)FRB、Bureau of the Census  
(注)リボルビングクレジット:主にクレジットカードなどの消費者信用。  
非リボルビング:主に教育・自動車ローンなどの消費者信用。



(資料)The Conference Board

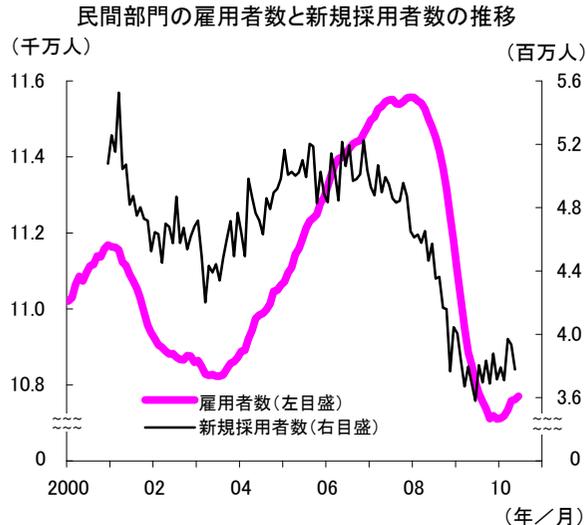
## 企業は雇用拡大に依然消極的。失業期間の長期化にも歯止めがかからず。

6月の非農業部門雇用者数は前月差▲12.5万人と、6ヵ月ぶりの減少。10年に1度の国勢調査に伴う臨時雇用の終了が前月差▲20.8万人と雇用者数を大きく押し下げた一方、民間雇用も前月差+8.3万人と、年初に比べ増勢が鈍化。企業は雇用の拡大に依然消極的であり、民間部門の新規採用者数は低水準で推移。失業者数の期間別シェアをみると、半年以上の失業者が全体の半数近くに上り、平均失業期間も35週に上昇。一度失業するとなかなか次の職につけない状況。

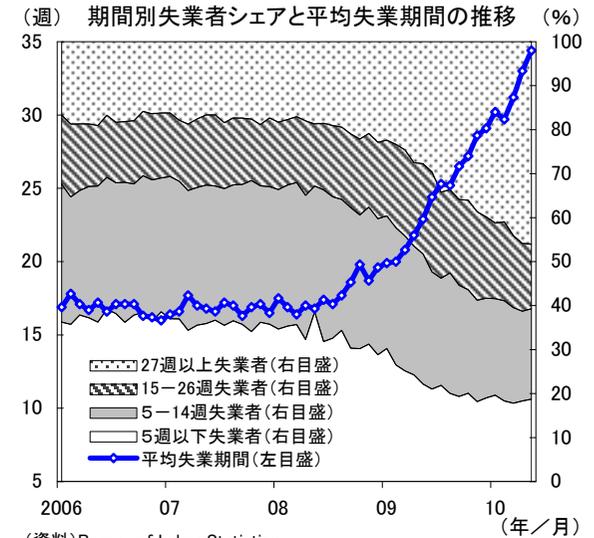
こうしたなか、議会では6月2日に期限切れとなっていた緊急失業給付(※)の継続を巡り審議が難航。7月22日に半年間の延長法案が成立したものの、再度期限切れを迎える11月末には、再継続が困難になる可能性も。

家計の所得環境をみると、雇用者報酬の低迷が続くなか、失業保険給付が所得を一定程度下支えしていることを確認可能。失業期間の長期化に歯止めがかからないなか、緊急失業給付が11月末で打ち切りとなれば、個人消費に悪影響が出てくる公算。

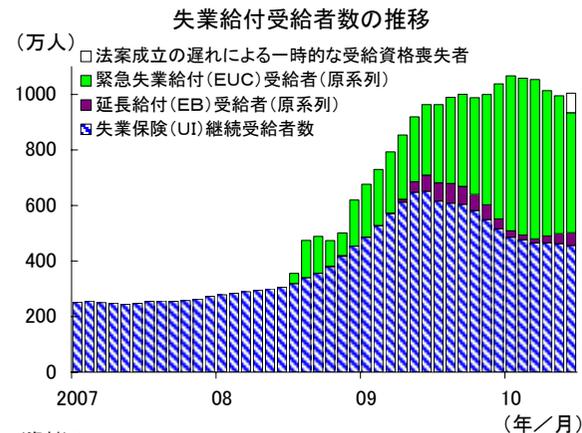
(※) 通常の失業保険給付(26週間の支給)の支給が終了したあと、最長51週にわたり失業保険を受けられる制度。



(資料) Bureau of Labor Statistics

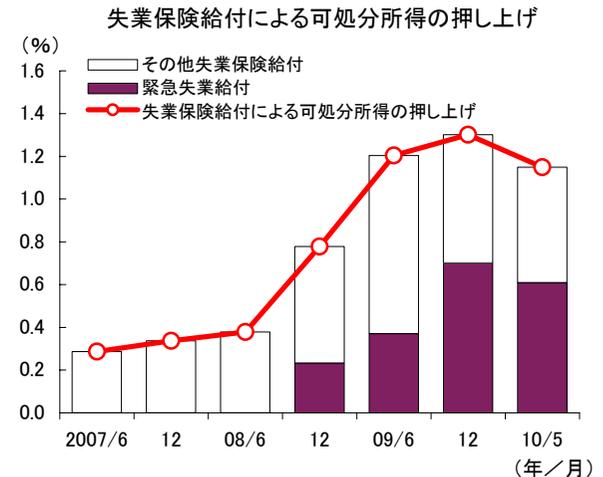


(資料) Bureau of Labor Statistics



(資料) Department of Labor

(注1) 通常の失業保険給付が満了を迎えても失業中である場合、連邦政府により緊急失業給付(EUC)が支給されるほか、雇用環境の悪化が激しい州では延長給付(EB)が支給。  
(注2) 法案成立の遅れによる一時的な受給資格喪失者は、Department of Laborの推計値。



(資料) Bureau of Economic Analysis, Department of Labor  
をもとに日本総研作成。

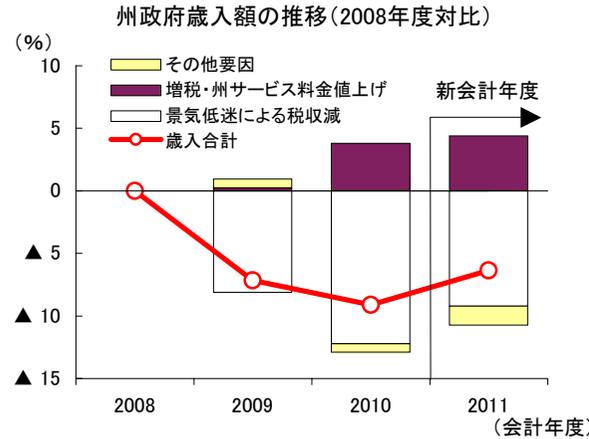
(注) 緊急失業給付は2008年7月より実施。

## 州政府の財政状況は依然厳しく、増税・歳出削減が景気回復の重石に。

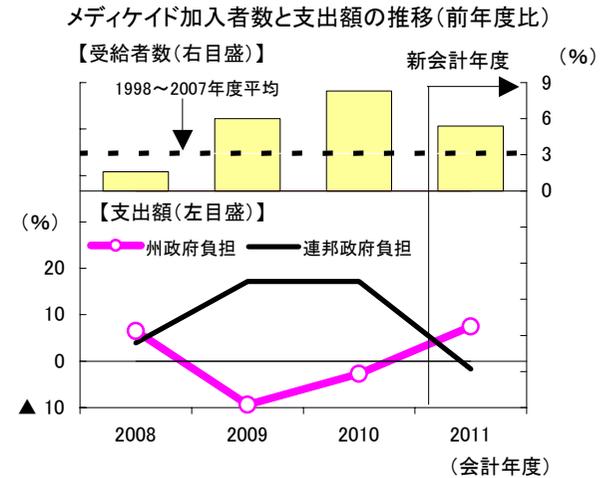
米国の各州政府は、税収の伸び悩みを主因に厳しい財政状況が持続。多くの州で7月から始まった新会計年度（2011会計年度）は、景気の持ち直しによる税収増が見込まれるものの、州政府の歳入額を大きく増やすには至らない見通し。一方、歳出面では、メディケイド（低所得者層を対象した健康保険制度）加入者数の増加が財政を圧迫。新年度予算ではARRA法で定められた連邦政府によるメディケイド負担が減額となるため、州政府は負担増を余儀なくされる見込み。

米政策シンクタンクの予算・優先政策研究センターによると、2011年度からはARRAによる連邦政府支援が縮小となるため、メディケイド関連の支出増などを加味した州政府の歳入不足額（※）は、前年度に比べ拡大する見通し。州政府の多くは均衡財政が義務付けられているため、予算を作成する段階で、人件費の削減・行政サービスの縮小による歳出削減や、増税などの歳入拡大を実施し、歳入不足に対処することが必要に。ちなみに、州政府の増税・歳出削減が、米国経済に与える影響を試算してみると、2011年度のGDPを▲1%強、雇用者数を▲100万人程度押し下げるとの結果となり、米国経済への下押し圧力は小幅ながら前年度より強まる見込み。

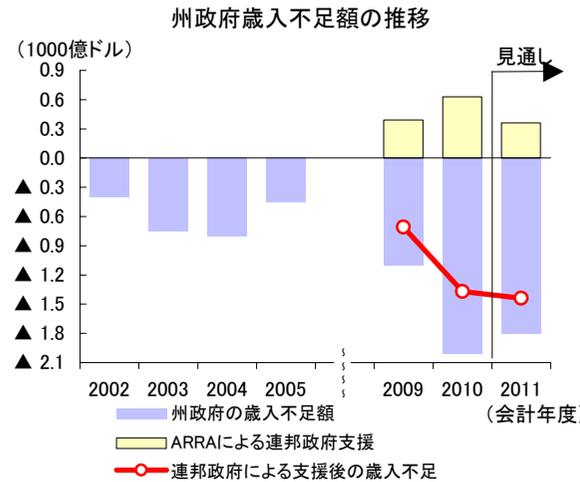
（※）各年度において、増税・歳出削減を行わなかった場合に発生する歳入不足。



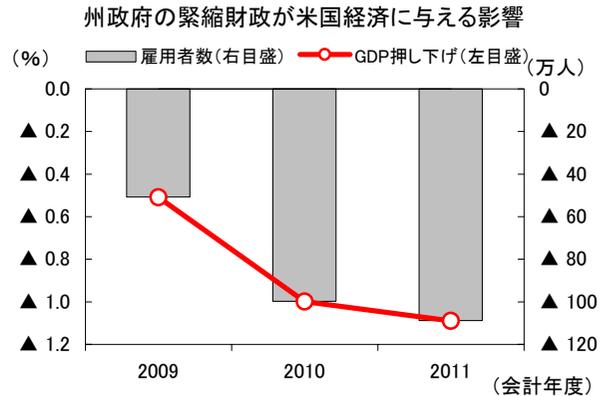
(資料) National Association of State Budget Officerをもとに日本総研作成  
 (注1) 2011年度は州知事による予算要求段階での見通し。  
 (注2) 景気低迷による税収減は、所得税、法人税、売上税の減少から増減税の影響を除去。



(資料) National Association of State Budget Officer, The Kaiser Commission on Medicaid and the Uninsuredをもとに日本総研作成



(資料) Center of Budget and Policy Priority  
 (注) グラフは一時的な増税・歳出削減を行わない場合に発生する歳入不足額。



(資料) Center of Budget and Policy Priorityをもとに日本総研作成  
 (注1) 歳入不足額はCBPPの試算を前提とし、各年度の増税額はNASBOの資料をもとに算出。残りを歳出削減により埋め合わせと仮定。  
 (注2) GDPへの影響は、CBOの政府乗数や2008年度の歳出内訳などをもとに試算。雇用への影響は、GDPへの影響とオーケンの法則などをもとに試算。  
 (注3) 2009、10年度についてはNASBOの資料をもとに、州の財政安定化基金の取り崩しと歳入不足の翌年度への繰り越しを加味。

## 政策効果の反動が顕在化することで、成長率は鈍化する公算。

### ＜景気見通し＞

米国経済は、企業部門を中心に持ち直しの動きがみられるものの、①弱さが続く所得環境、②道半ばにある家計のバランスシート調整、③商業用不動産をはじめとする構築物投資の低迷、などが重石となり、本格回復には至らない見通し。

こうした状況下、政策効果の反動が顕在化してくることで、成長率は鈍化する公算。

11月の中間選挙を控え、追加景気対策が現在議会で審議されているものの、昨年2月より実施されている現対策と比べ規模は小さく、景気押し上げ効果は限られる見込み。

### ＜金利見通し＞

FEDは、景気に対する慎重な見方や、物価が抑制された状態が続くという見通しを崩しておらず、超低金利政策を当面継続する見込み。

長期金利は、米国経済の減速懸念や欧州の信用不安に伴う逃避資金の流入が当面金利押し下げに作用するものの、大幅な財政赤字の解消に目処が立たないなか、財政リスクへの警戒感から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

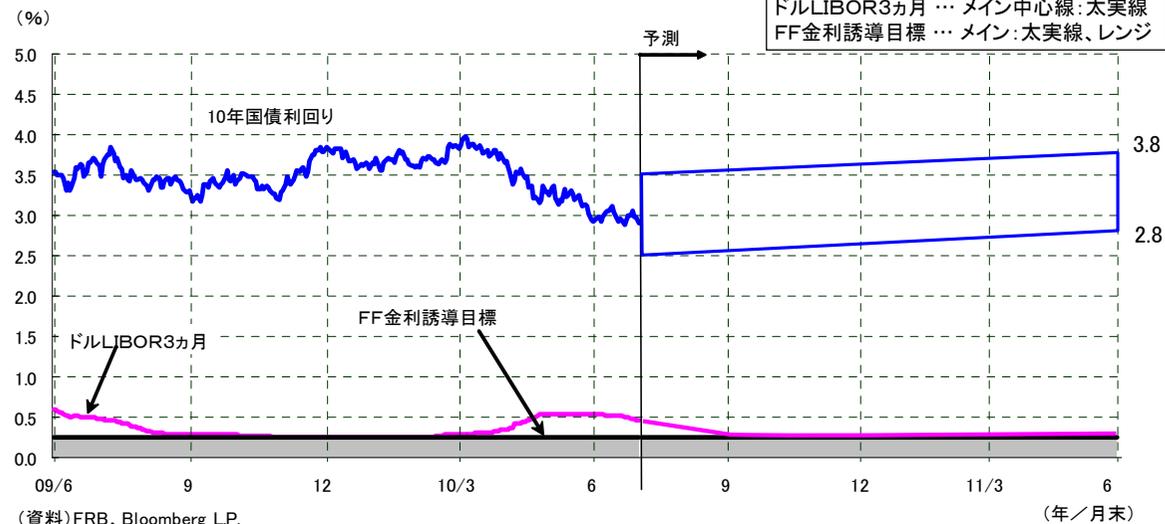
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2009年			2010年			2011年			2009年 (実績)	2010年 (予測)
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6		
実質GDP	▲ 0.7	1.6	5.0	3.7	2.4	1.1	1.5	1.8	1.9	▲ 2.6	2.7
個人消費	▲ 1.6	2.0	0.9	1.9	1.6	1.1	1.7	1.9	1.8	▲ 1.2	1.3
住宅投資	▲ 19.7	10.6	▲ 0.8	▲ 12.3	27.9	▲ 11.9	▲ 4.2	1.9	2.2	▲ 22.9	▲ 0.8
設備投資	▲ 7.5	▲ 1.7	▲ 1.4	7.8	17.0	4.2	3.4	3.1	3.2	▲ 17.1	4.7
在庫投資	▲ 1.0	1.1	2.8	2.6	1.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.0	▲ 0.6	1.4
政府支出	6.2	1.6	▲ 1.4	▲ 1.6	4.4	▲ 0.6	▲ 0.7	0.4	0.9	1.6	0.6
純輸出	1.5	▲ 1.4	1.9	▲ 0.3	▲ 2.8	0.2	0.1	0.0	0.1	1.1	▲ 0.3
輸出	▲ 1.0	12.2	24.4	11.4	10.3	6.4	5.4	5.3	5.6	▲ 9.5	11.7
輸入	▲ 10.6	21.9	4.9	11.2	28.8	4.1	3.6	4.0	4.1	▲ 13.8	11.4
実質最終需要	0.2	0.4	2.1	1.1	1.3	0.9	1.4	1.9	1.9	▲ 2.1	1.2
消費者物価	▲ 1.2	▲ 1.6	1.4	2.4	1.8	1.3	1.1	1.1	1.3	▲ 0.4	1.6
除く食料・エネルギー	1.8	1.5	1.7	1.3	0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.7	1.0

(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。

### 米国金利見通し



# 景気に対する慎重な見方を強めており、低金利政策は長期化する見通し。

FEDは7月14日に前回（6月開催）FOMCの議事録を公表。議事録では、実質GDP成長率（10～12月期前年比）の見通しが、2010年、11年ともに4月時点に比べ小幅下方修正されたほか、メンバーの半数程が下振れリスクを重くみていることが判明。FEDが景気や物価に対する慎重な見方を強めていることが明らかに。

また、議事録では、「経済見通しがさらに悪化すれば、一段の刺激策が適切かどうか検討する必要がある」と、追加金融緩和の可能性を示唆。バーナンキ議長も、7月21、22日に行われた議会証言で、「経済の先行きは異例なほど不確かである」と経済状況への懸念を示した上で、追加緩和の可能性に言及。具体的な手段として、①時間軸を示す文言の変更（現行の超低金利政策を長期に渡り維持することを表明）、②準備預金に付与している金利引き下げ、③FRBのバランスシートの拡大（MBSなどの買入れ再開）、などの選択肢を例示。

議長は、「短期的にはこれらの追加緩和策を取る用意はない」としていることから、早期追加緩和の公算は小さいものの、経済の先行き不透明感が強まるなか、現行の超低金利政策を相当の長期間にわたって続ける見込み。こうした状況を受け、市場においても「利上げは2011年秋以降」との見方が大勢に。

FEDの経済見通し(2010年、2011年)

【2010年】		(10～12月期の前年比、%)		
		最小	中心レンジ	最大
実質GDP	今回(6月)	2.9	3.0～3.5	3.8
	前回(4月)	2.7	3.2～3.7	4.0
PCEデフレーター	今回	0.9	1.0～1.1	1.8
	前回	1.1	1.2～1.5	2.0
コアPCEデフレーター	今回	0.7	0.8～1.0	1.5
	前回	0.7	0.9～1.2	1.6
		(10～12月期中の平均、%)		
失業率	今回	9.0	3.2～9.5	9.9
	前回	8.6	9.1～9.5	9.7
【2011年】		(10～12月期の前年比、%)		
		最小	中心レンジ	最大
実質GDP	今回(6月)	2.9	3.5～4.2	4.5
	前回(4月)	3.0	3.4～4.5	4.6
PCEデフレーター	今回	0.8	1.1～1.6	2.4
	前回	0.9	1.1～1.9	2.4
コアPCEデフレーター	今回	0.6	0.9～1.3	2.4
	前回	0.6	1.0～1.5	2.4
		(10～12月期中の平均、%)		
失業率	今回	7.6	8.3～8.7	8.9
	前回	7.2	8.1～8.5	8.7

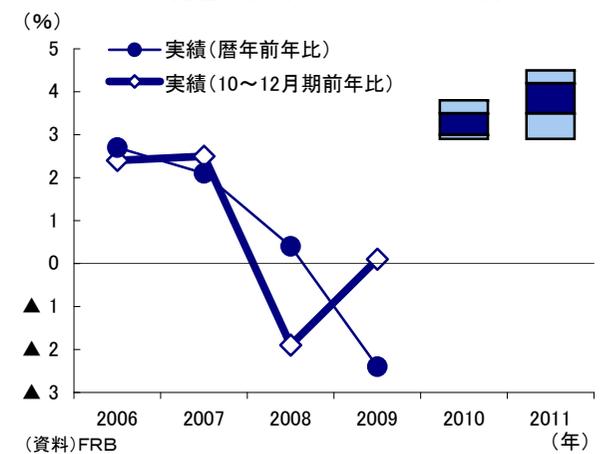
(資料)FRB  
(注)中心レンジは全員の見通しから上位、下位のそれぞれ3人分を除いて幅で示したもの。

## バーナンキ議長の議会証言(7/21-22)

- ※ 昨年半ばから始まった景気拡大は緩やかなペースで進んでおり、刺激的な金融及び財政政策に支えられている
- ※ 今後数年は、緩やかで持続的な経済成長と失業率の低下、抑制されたインフレ率を見込んでいる
- ※ 二番底リスクが高いとは考えていない
- ※ 政策金利は当面、例外的な低水準に据え置かれる
- ※ 失業が米国経済が抱える最も重大な問題
- ※ 2008～09年に失われた約850万人の雇用を回復させるまでには、相当な時間がかかる
- ※ 経済の見通しが引き続き異例なほど不確かであることも認識
- ※ 今後も金融・経済動向を注意深く見極め、物価安定のもとで潜在生産力の最大限の利用への回復を促進する必要に応じ、一段の政策行動を取る準備がある

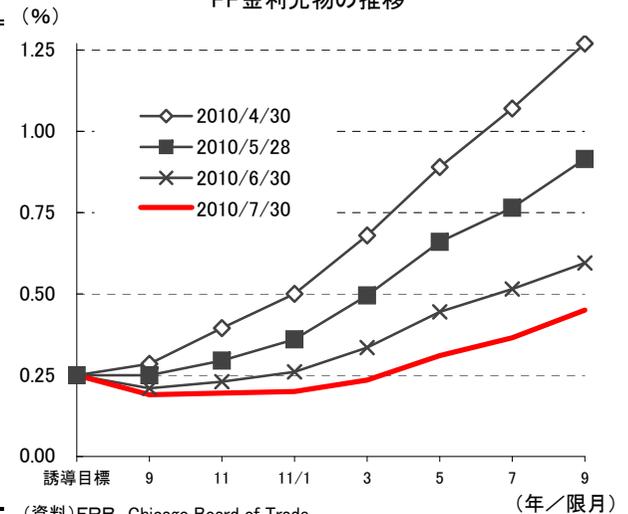
(資料)FRB、各種報道資料などをもとに日本総研作成

FEDの景気見通し(実質GDP、10～12月期前年比)



(資料)FRB  
(注1)見通しは囲み部分が予想レンジ、内、濃い部分が中心レンジ  
(注2)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

FF金利先物の推移



(資料)FRB、Chicago Board of Trade

# 欧州経済概説 (2010年8月)

## 1. ユーロ圏景気の現状と展望

### 【景気の現状】

ユーロ圏景気は外需を主因に持ち直しが持続。もっとも、内需は総じて低迷。

### <ストレステスト>

欧州銀行監督委員会(CEBIS)は7月23日、欧州域内の金融機関のストレステスト結果を公表。景気が大きく悪化した場合、中核的自己資本比率が6%を下回り資本不足に陥る可能性があるとして判断された問題金融機関数は、91行中7行、資本不足額の合計は35億ユーロと、市場の事前予想ほど悪くない結果。

もっとも、①満期保有予定の国債を損失リスクの査定対象から除外していること、②PIGS諸国国債の想定損失率の妥当性が不明瞭であること、③基準をわずかに上回る自己資本比率で合格となった金融機関が多数あることなどから、信用不安は完全には払拭されず。PIGS諸国への融資や同諸国の国債保有額が多い金融機関に対する不安は熾りつづける公算。

### 【景気の見通し】

ユーロ圏景気は、ユーロ安による域外向け輸出の増加が牽引役となるものの、財政緊縮を進める南欧諸国の失速、各種政策効果打ち切りの反動などを主因に7～9月期以降成長率が大幅に鈍化する見込み。2011年入り後も、ドイツ・イタリアなどの緊縮財政を受けて内需の停滞感が強まることから、本格的な回復には至らない見込み。

インフレ率は、ユーロ安に伴う輸入物価上昇が物価押し上げに作用するものの、各国の緊縮財政を受けてデフレ圧力が強まるとみられ、ユーロ安の効果が一巡する2011年入り以降は徐々に低下していく見通し。

## 2. ユーロ圏金利見通し

### 【金融政策・長期金利】

ECBは、現行の政策金利水準を当面継続すると同時に、金融市場の動揺鎮静化に向け、今後も国債買い入れなど、非伝統的な措置を強化する可能性。独10年国債利回りは、欧州の財政悪化懸念が上昇圧力として作用するものの、安全資産への逃避による金利低下圧力も強いことから、当面横ばいで推移する見込み。

## 3. 英国景気の現状と展望

### 【景気の現状】

4～6月期の実質GDP(速報値)は、前期比+1.1%と市場のコンセンサス(同+0.6%)を大きく上回る伸び。もっとも、先行きに関しては、政策効果の反動や緊縮財政実施による景気への悪影響が懸念されており、楽観できない状況。

### <雇用環境>

英国失業率は足元で改善傾向。もっとも、足元の雇用増加は主にパート・派遣といった、一時雇用者の増加によるもの。景気の先行きに対する強い不透明感を背景に常用雇用者数は低迷が続いており、雇用環境が本格的な改善局面に転じたとは判断するのは早計。

①2009年入り後に大幅上昇した労働分配率が依然として高水準で推移していること、②歳出削減に向け、全雇用者数の2割を占める公共部門に対し、昇給凍結・新規採用抑制などの措置が行われることなどから、今後も厳しい雇用・所得環境が続く公算大。

### 【景気の見通し】

英国景気は、景気対策効果が剥落するなか、①家計のバランスシート調整に伴う個人消費の低迷、②主力産業である金融業の低迷を主因に、低成長が続く見通し。2011年1月からの付加価値税引き上げに伴う耐久財消費の駆け込み需要を受け、2010年10～12月期の成長率は一時的に強含む公算ながら、反動減が予想される2011年1～3月期はマイナス成長となる見込み。

インフレ率は、景気低迷が下押し圧力として作用するものの、2010年中はポンド安に伴うエネルギー輸入物価の上昇が、2011年入り後は付加価値税の引き上げが上昇圧力として作用するため、当面は前年比+3%前後で推移する見通し。

## 4. 英国金利見通し

### 【金融政策・長期金利】

BOEは、英国景気の低迷が持続していることから、現行の政策金利水準を当面継続する見通し。英10年国債利回りは、景気低迷が金利低下に作用するものの、財政懸念が熾り続けるなか、上昇圧力が強まる見通し。

# ユーロ圏経済：外需は持ち直しが続く一方、内需は低迷。

ユーロ圏景気は外需を主因に持ち直しが持続。もっとも、内需は総じて低迷。

## <企業部門>

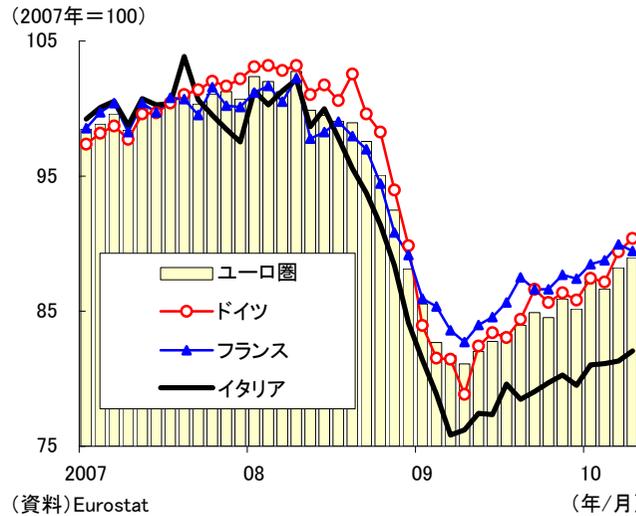
ユーロ安による輸出増加を主因に、鉱工業生産指数は持ち直しが持続。もっとも、景気後退前と比べれば依然として1割以上低い生産水準。設備稼働率も低水準にとどまっており、企業の設備投資は抑制傾向が持続。ユーロ安による輸出増加を通じ、足元ペースの生産の持ち直しが続く場合を想定しても、2011年春頃まで設備投資の本格回復は期待薄。

## <家計部門>

ドイツ・オーストリアなど一部の国では失業率が改善しつつあるものの、PIGS諸国での悪化を主因に、ユーロ圏全体の雇用環境は悪化傾向が持続。

こうしたなか、各国の購入支援策の相次ぐ打ち切りを受け、自動車販売台数は2010年入り後減少傾向が明確化。

ユーロ圏主要国の鉱工業生産指数の推移

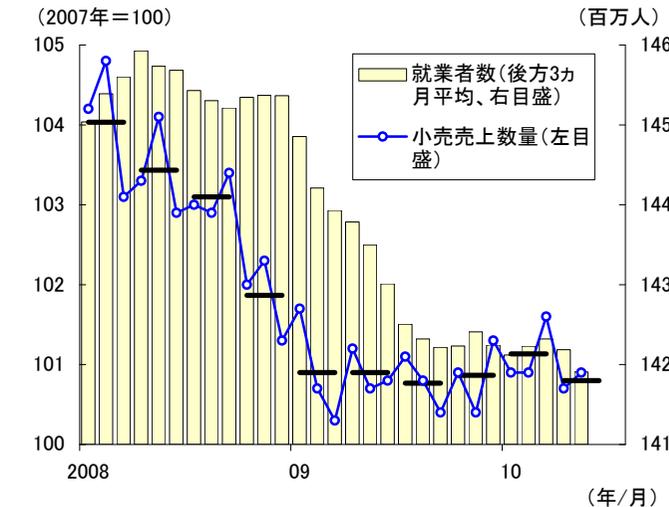


ユーロ圏設備稼働率と総固定資本形成(除く住宅投資)前期比の推移



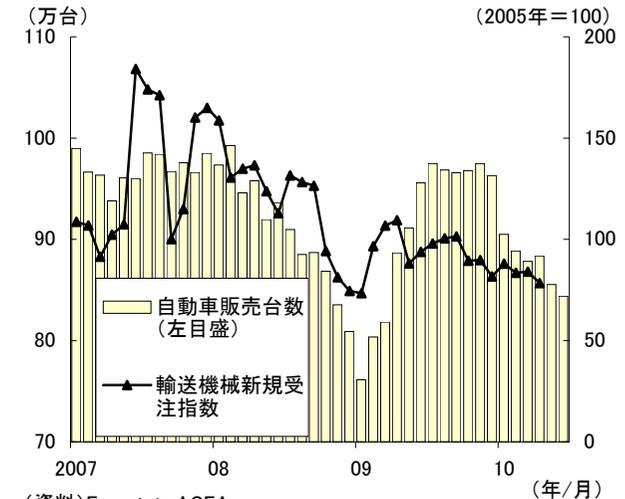
(注1)基準稼働率は、設備投資前期比がマイナスからプラスに転換した2002年7~9月期の稼働率。  
(注2)2010年Q3以降の稼働率は年初来の騰勢で改善が続いた場合の値。

ユーロ圏就業者数と小売売上数量の推移



(注)太線は四半期平均。

ユーロ圏自動車販売と輸送機械新規受注指数の推移(季調値、後方3ヵ月移動平均)



(注)自動車販売台数の季調値は日本総研作成。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年8月

# ストレステスト：市場予想を上回る結果となるも、信用不安は燻りつづける公算。

ストレステスト結果概要

対象行	・91行(20カ国、欧州金融資産の65%をカバー)
最悪ケースを想定した場合の試算結果	・91行合計で最大5,659億ユーロの損失発生。 ・中核的自己資本比率が6%を下回る資本不足行は7行(スペイン5行、ドイツ1行、ギリシャ1行)、資本不足額は合計35億ユーロ。 ・91行の平均自己資本比率は9.2%。
試算の前提	・満期保有目的の国債保有リスクは無し。 ・売買目的のPIGS諸国の国債想定損失率は、ギリシャ:23.1%、ポルトガル:14.1%、アイルランド:12.8%、スペイン:12.0%。 ・景気見通しは欧州委員会の見通しをベースシナリオとし、ベースシナリオを大幅に下回るケースを想定。

(資料)CEBS

欧州委員会の経済見通しとストレステストの想定

		(%)		
		2009年	2010年	2011年
実質GDP成長率	欧州委員会		0.7	1.5
	ストレステスト	▲ 4.1	▲ 0.2	▲ 0.6
失業率	欧州委員会		10.7	10.9
	ストレステスト	9.4	10.8	11.5

(資料)CEBS

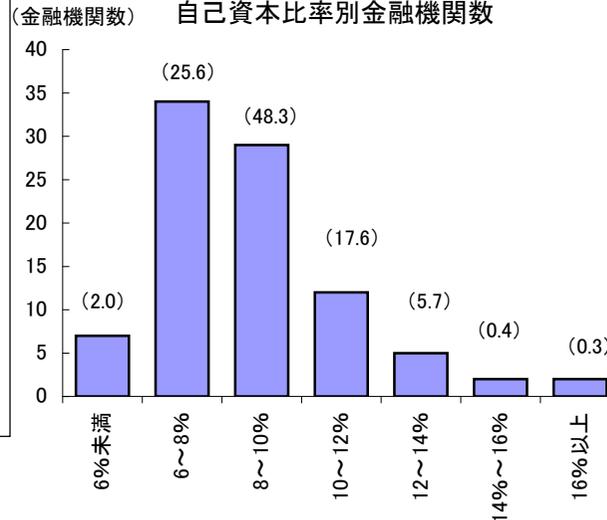
(見通し)

欧州銀行監督委員会(CEBS)は7月23日、欧州域内の金融機関に対するストレステストの結果を公表。景気が想定よりも下振れた場合、中核的自己資本比率が6%を下回り資本不足に陥る可能性があるとして判断された問題金融機関数は、91行中7行、資本不足額の合計は35億ユーロと、市場の事前予想ほど悪くない結果。

もっとも、①満期保有予定の国債を損失リスクの査定対象から除外していること、②PIGS諸国国債の想定損失率の妥当性が不明瞭であること、③基準をわずかに上回る自己資本比率で合格となった金融機関が多数あることなどから、信用不安は完全には払拭されず。PIGS諸国への融資や同諸国の国債保有額が多い金融機関に対する不安は燻りつづける公算。

一方、ユーロ圏金融機関の貸出態度は一昨年大幅に厳格化されたあと緩和されていない状況。金融不安の燻りは、企業の資金調達の制約を通じて設備投資の回復を遅らせるなど、景気抑制要因と作用し続ける恐れ。

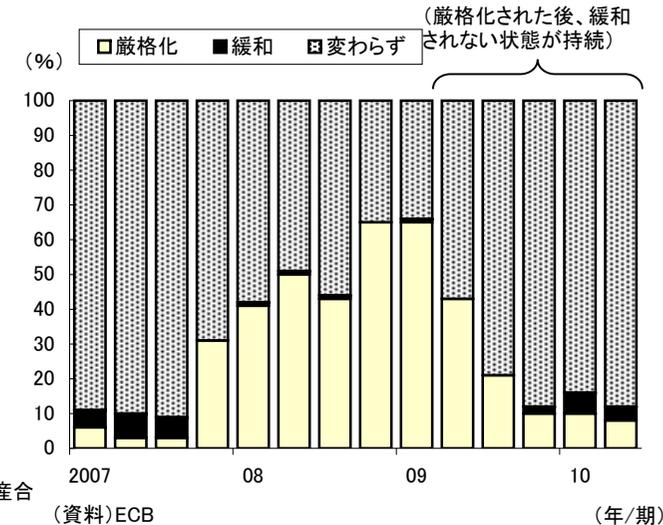
最悪ケースにおける中核的  
自己資本比率別金融機関数



(資料)CEBS

(注)棒グラフ上カッコ内数値は、ストレステスト対象行のリスク加重資産合計額に対する、各区分内金融機関のリスク加重資産シェア。

ユーロ圏銀行の企業向け貸出基準変化の推移  
(過去3カ月の変化、項目別回答比率)



(資料)ECB

(年/期)

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年8月

# 英国経済：3四半期連続のプラス成長となるものの、先行き楽観できず。

4～6月期の実質GDP（速報値）は、前期比+1.1%と市場のコンセンサス（同+0.6%）を大きく上回る伸び。もっとも、先行きに関しては、政策効果の反動や緊縮財政実施による景気への悪影響が懸念されており、楽観できない状況。

## <企業部門>

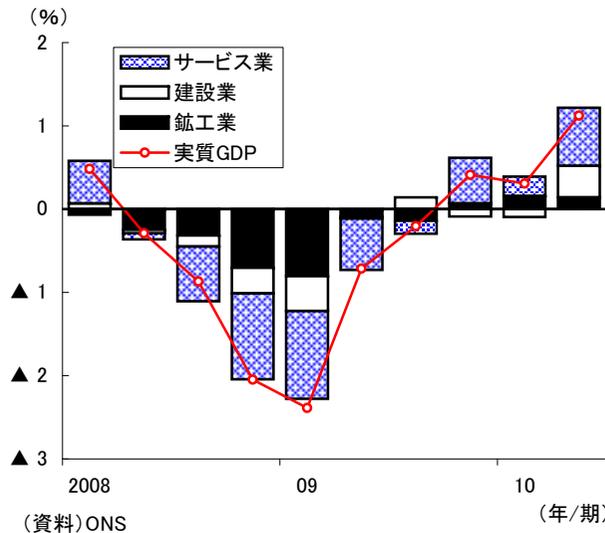
足元の持ち直しの主因であるサービス業のGDPの業種別推移をみると、輸送・通信などの業種では低迷が続く一方、金融仲介・ホテル・レストランなどで持ち直し。もっとも、欧州の信用不安が深刻化した5月以降、先行きに対する景況感は頭打ちの様相。

## <家計部門>

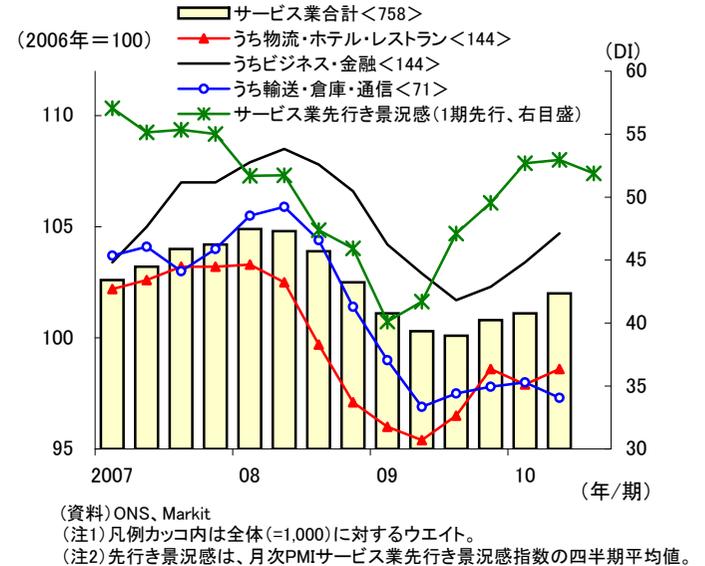
家計の所得環境は悪化傾向が持続。ボーナスを除く平均賃金の伸び率が1%台半ばまで鈍化する一方、輸入物価上昇や付加価値税軽減措置終了を背景に、消費者物価指数は前年比+3%を上回る水準で推移しており、家計の実質賃金は同▲2%程度の減少が持続。

所得環境が改善しないなかでの住宅購入支援策の打ち切りを受け、住宅ローン承認件数は2010年入り後低迷。

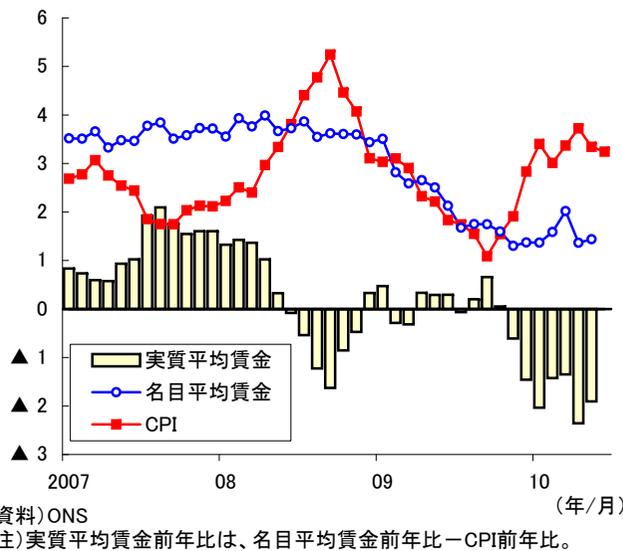
産業別実質GDP前期比寄与度の推移



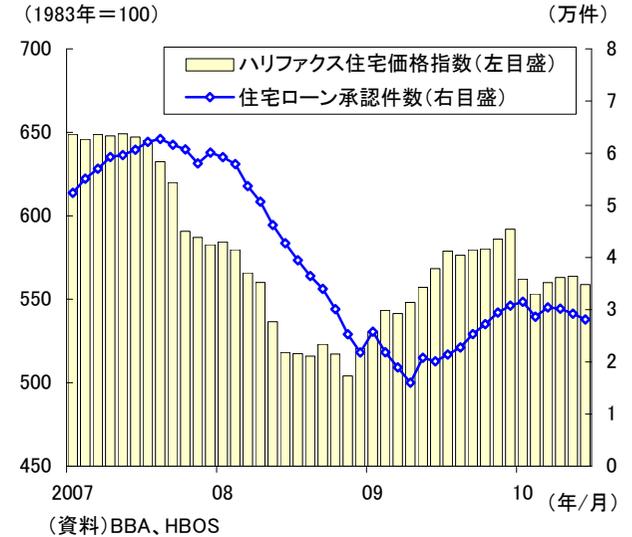
サービス業業種別GDPの推移



CPIとボーナス除く平均賃金の推移(前年比)



住宅ローン承認件数と住宅価格の推移



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年8月

# 英国雇用環境：本格的な改善には至らない公算。

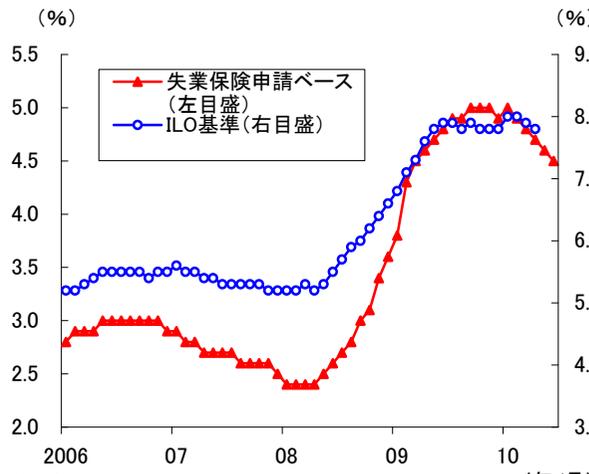
2010年入り後、英国失業率は改善傾向が持続。もっとも、常用・一時雇用別に雇用者数の増減をみれば、足元の増加は主にパート・派遣といった、一時雇用者の増加によるもの。景気の先行きに対する強い不透明感を背景に常用雇用者数は低迷が続いており、雇用環境が本格的な改善局面に転じたと判断するのは早計。

2009年入り後に大幅上昇した労働分配率は依然として高水準で推移しており、人件費抑制圧力が根強く残存。

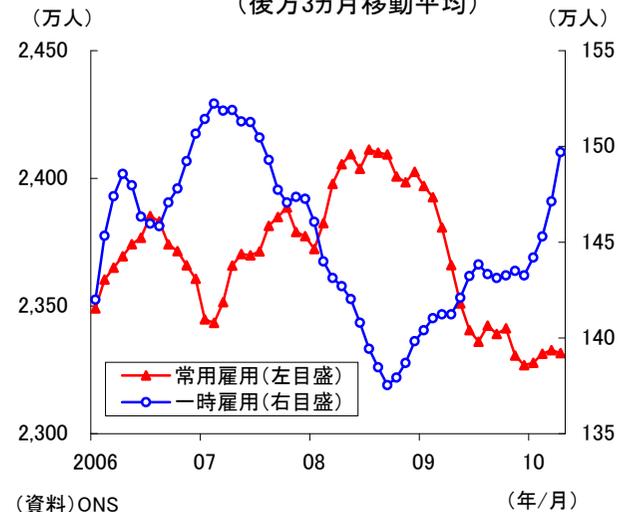
さらに、政府の歳出削減を受け、全雇用者数の2割を占める公共部門の雇用・所得環境の悪化は不可避。来年以降、一部公務員の昇給凍結・新規採用抑制などの措置が行われる見通し。

今後も厳しい雇用・所得環境が続くことを勘案すれば、個人消費の改善は期待薄。とりわけ、付加価値税の引き上げ(17.5%→20%)、各種手当の削減が行われる2011年入り後に、消費が大幅に落ち込む恐れ。

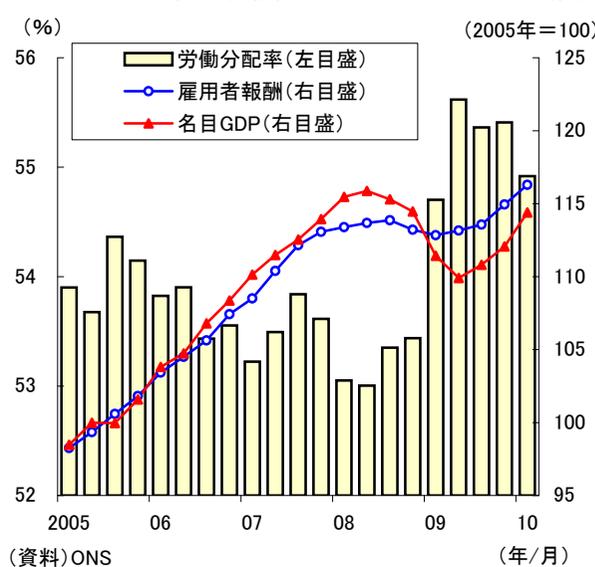
失業率の推移



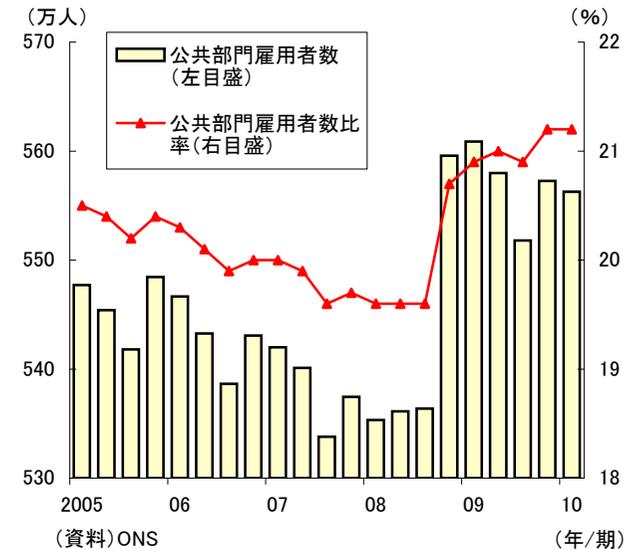
常用雇用・一時雇用別雇用者数の推移  
(後方3ヵ月移動平均)



名目雇用者報酬・GDP・労働分配率の推移



公共部門雇用者数・比率の推移



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年8月

## 欧州経済見通し：内需低迷を主因に低成長が長期化。

ユーロ圏景気は、ユーロ安による域外向け輸出の増加が牽引役となるものの、財政緊縮を進める南欧諸国の失速、各種政策効果打ち切りの反動などを主因に7～9月期以降成長率が大幅に鈍化する見込み。2011年入り後も、ドイツ・イタリアなどの緊縮財政を受けて内需の停滞感が強まることから、本格的な回復には至らない見込み。

インフレ率は、ユーロ安に伴う輸入物価上昇が物価押し上げに作用するものの、各国の緊縮財政を受けてデフレ圧力が強まるとみられ、ユーロ安の効果が一巡する2011年入り以降は徐々に低下していく見通し。

英国景気は、景気対策効果が剥落するなか、①家計のバランスシート調整に伴う個人消費の低迷、②主力産業である金融業の低迷を主因に、低成長が続く見通し。2011年1月からの付加価値税引き上げに伴う耐久財消費の駆け込み需要を受け、2010年10～12月期の成長率は強含む公算ながら、反動減が予想される2011年1～3月期はマイナス成長となる見込み。

インフレ率は、景気低迷が下押し圧力として作用するものの、2010年中はポンド安に伴うエネルギー輸入物価の上昇が、2011年入り後は付加価値税の引き上げが上昇圧力として作用するため、当面は前年比+3%前後で推移する見通し。

### < 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済前期比年率)

		2009年		2010年				2011年		2009年	2010年
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	(実績)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.6	0.5	0.8	2.0	0.7	0.9	0.7	0.8	▲ 4.1	1.0
	消費者物価指数	▲ 0.4	0.4	1.1	1.5	1.6	1.5	1.3	0.7	0.3	1.4
ドイツ	実質GDP	2.9	0.7	0.6	3.2	1.8	1.9	1.3	1.1	▲ 4.9	1.7
	消費者物価指数	▲ 0.4	0.3	0.8	1.0	1.3	1.5	1.3	0.9	0.2	1.2
フランス	実質GDP	1.1	2.3	0.5	2.8	1.0	1.1	1.0	1.0	▲ 2.5	1.5
	消費者物価指数	▲ 0.5	0.4	1.5	1.8	1.6	1.4	0.9	0.5	0.1	1.6
英国	実質GDP	▲ 1.0	1.7	1.3	4.5	0.7	1.6	▲ 0.5	0.8	▲ 4.9	1.3
	消費者物価指数	1.5	2.1	3.3	3.4	3.2	3.0	3.1	2.5	2.2	3.2

▶ 予測

(資料)Eurostat

(注)消費者物価はEU基準消費者物価(HCPI)。

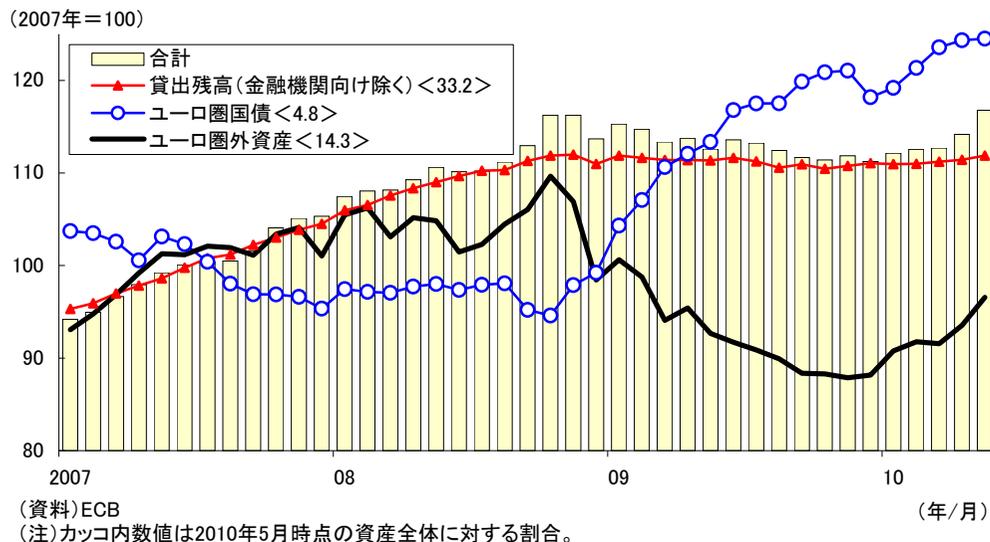
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年8月

# 欧州金利見通し：財政懸念が燻り続けるなか、英国債利回りは上昇。

ECBは、現行の政策金利水準を当面継続すると同時に、金融市場の動揺鎮静化に向け、今後も国債買い入れなど、非伝統的な措置を強化する可能性。独10年国債利回りは、欧州の財政悪化懸念が上昇圧力として作用するものの、安全資産への逃避による金利低下圧力も強いことから、当面横ばい基調で推移する見込み。

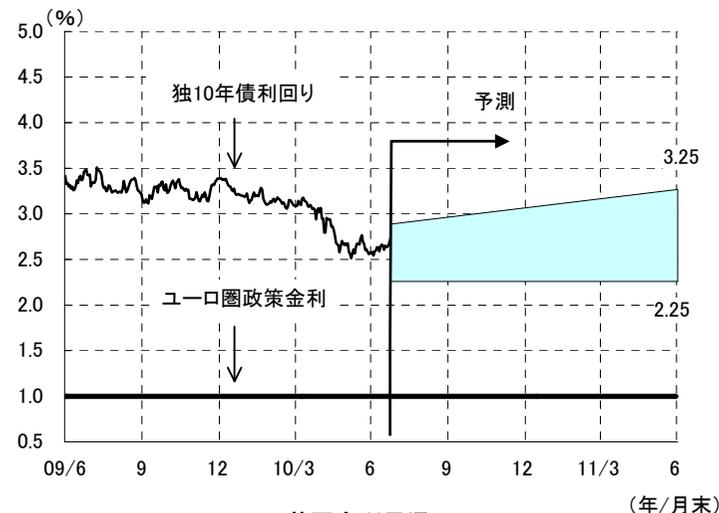
BOEは、英国景気の低迷が持続していることから、現行の政策金利水準を当面継続する見通し。英10年国債利回りは、景気低迷が金利低下に作用するものの、財政懸念が燻り続けるなか、上昇圧力が強まる見通し。

ユーロ圏金融機関(除く各国中央銀行)の項目別資産残高の推移

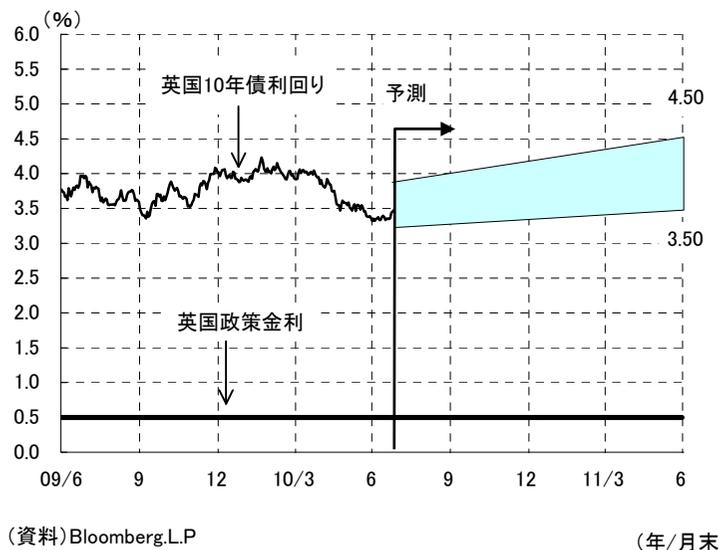


ユーロ圏金融機関のバランスシートは、2010年入り後緩やかな拡大傾向が持続。もっとも、景気低迷に伴う企業の資金需要低迷・金融機関のリスク回避傾向を受けて民間向け貸出残高は概ね横ばいで推移しており、足元の増加は信用リスクの低いユーロ圏主要国の国債やユーロ圏外資産の大幅に増加によるもの。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



# (参考) 原油価格を巡る動き

## < 7月の原油市況 >

7月のWTI先物は、対ユーロのドル安、原油在庫の減少、米国景気先行き懸念の後退、などを受け上昇。

## < 米国原油需給動向 >

7月の米国原油在庫は大幅減少。原油輸入量が減少に転じるとともに、熱帯性暴風雨の接近を受けてメキシコ湾における原油生産が一時的に停止したことが主因。製油所の稼働率は、生産活動の持ち直し、ドライブシーズンによるガソリン需要の増加を受けて90%を超える水準まで上昇。

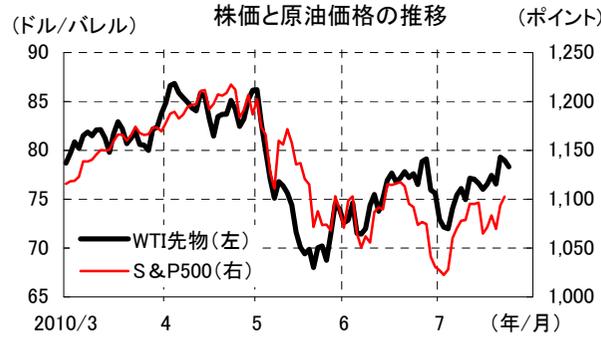
## < 投機筋・投機資金の動向 >

7月のファンド筋の買いポジションは、先月の水準からほぼ横ばいで推移。米国主要企業の良い決算が相次ぐ一方、先物市場に対する規制への警戒感やFRB議長の先行き景気に対する慎重な発言(\*)を受けて買い控えの傾向。

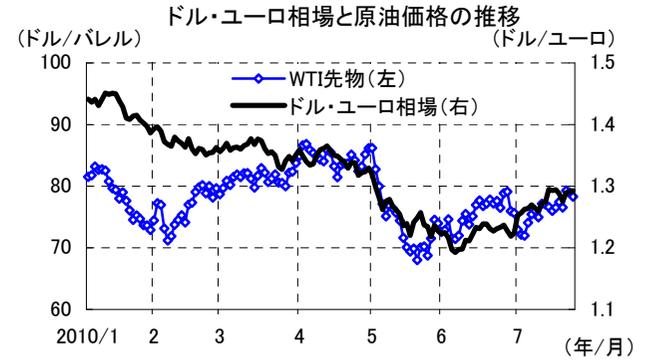
\*バーナンキFRB議長は、議会証言で米国経済の先行きについて、「異常なほど不透明」と発言。

## < 原油価格見通し >

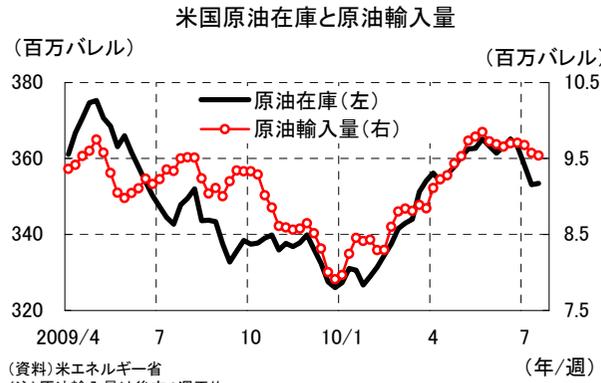
WTI先物は、①欧州財政問題を背景とする対ユーロでの中期的なドル高、②米欧での金融取引規制強化に伴うリスク回避行動の強まりが価格押し下げに作用する一方、新興国の景気拡大に伴う原油需要増加が上昇圧力として作用する結果、一進一退で推移する見込み。



(資料)Bloomberg L.P.

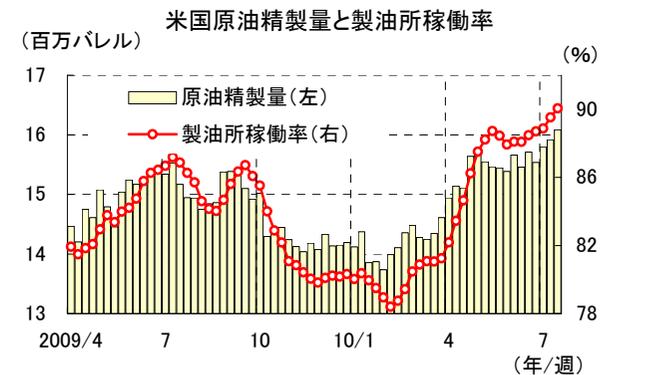


(資料)Bloomberg L.P.

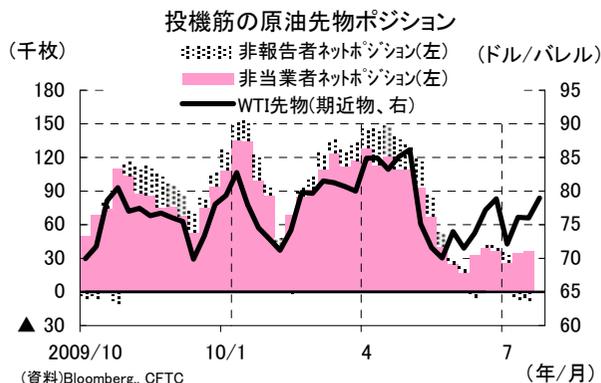


(資料)米エネルギー省

(注)原油輸入量は後方4週平均。

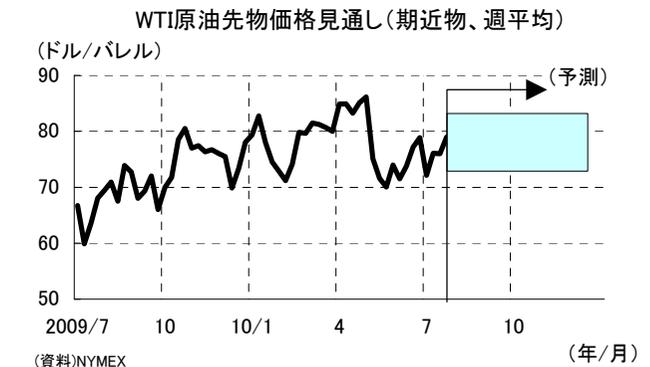


(資料)Bloomberg L.P.



(資料)Bloomberg, CFTC

(注1)連玉単位の「1枚」は「1,000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「ファンド筋」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)NYMEX

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年8月



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 10年物 (%)	プライムレート		為替相場		日経平均 株価 (円)	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 (%)		短期 (%)	長期 (%)	¥/\$	¥/Eur		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
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
09/3	0.30	0.100	0.68	0.75	0.74	0.91	1.25	1.30	1.475	2.25	97.87	127.44	7764.58	0.18	1.62	2.80	7235.47	1.63	3.06
09/4	0.30	0.104	0.62	0.72	0.75	0.99	1.39	1.44	1.475	2.30	99.00	130.50	8767.96	0.15	1.49	2.90	7992.12	1.42	3.19
09/5	0.30	0.102	0.58	0.70	0.69	0.94	1.36	1.44	1.475	2.10	96.30	131.92	9304.43	0.17	1.23	3.30	8398.37	1.28	3.42
09/6	0.30	0.104	0.56	0.68	0.68	0.92	1.41	1.47	1.475	2.10	96.52	135.46	9810.31	0.21	1.07	3.70	8593.00	1.23	3.55
09/7	0.30	0.102	0.56	0.67	0.62	0.86	1.37	1.34	1.475	1.90	94.50	133.00	9691.12	0.16	0.91	3.53	8679.75	0.95	3.36
09/8	0.30	0.106	0.55	0.66	0.60	0.88	1.46	1.37	1.475	1.95	94.84	135.40	10430.35	0.16	0.69	3.57	9375.06	0.83	3.33
09/9	0.30	0.102	0.53	0.65	0.56	0.83	1.41	1.31	1.475	1.80	91.49	132.80	10302.87	0.15	0.53	3.39	9634.97	0.73	3.29
09/10	0.30	0.106	0.53	0.64	0.58	0.86	1.47	1.33	1.475	1.70	90.29	133.87	10066.24	0.12	0.49	3.36	9857.34	0.69	3.23
09/11	0.30	0.105	0.52	0.63	0.56	0.83	1.48	1.35	1.475	1.85	89.19	132.98	9640.99	0.12	0.45	3.38	10227.55	0.67	3.28
09/12	0.30	0.101	0.47	0.59	0.48	0.71	1.39	1.26	1.475	1.65	89.55	130.95	10169.01	0.12	0.45	3.59	10433.44	0.67	3.23
10/1	0.30	0.096	0.45	0.57	0.48	0.72	1.42	1.33	1.475	1.65	91.16	130.30	10661.62	0.12	0.43	3.71	10471.24	0.63	3.29
10/2	0.30	0.101	0.44	0.56	0.47	0.72	1.41	1.33	1.475	1.65	90.28	123.58	10175.13	0.13	0.40	3.68	10214.51	0.60	3.19
10/3	0.30	0.097	0.44	0.55	0.46	0.71	1.40	1.34	1.475	1.60	90.52	122.96	10671.49	0.16	0.40	3.71	10677.52	0.59	3.13
10/4	0.30	0.093	0.41	0.52	0.47	0.72	1.40	1.35	1.475	1.65	93.38	125.57	11139.77	0.20	0.40	3.82	11052.15	0.59	3.09
10/5	0.30	0.091	0.39	0.50	0.48	0.69	1.34	1.27	1.475	1.60	91.74	114.68	10103.98	0.20	0.49	3.40	10500.19	0.63	2.80
10/6	0.30	0.095	0.39	0.50	0.47	0.65	1.27	1.20	1.475	1.45	90.92	110.99	9786.05	0.18	0.61	3.19	10159.25	0.66	2.63
10/7	0.30	0.094	0.37	0.49	0.45	0.59	1.16	1.10	1.475	1.45	87.72	111.81	9456.84	0.18	0.61	2.98	10222.24	0.79	2.65

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。