

海外経済展望

2010年9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9月1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9月)

1. 米国経済の現状：減速傾向が明確化

足許の米国経済は、家計、企業ともに減速傾向が明確化。家計部門では、雇用者数が減少に転じるなか、所得・消費ともに弱い動き。企業部門でも、新規受注が減少しており、景況感は悪化傾向。

2. トピックス

①雇用情勢

7月の非農業部門雇用者数は2ヵ月連続の減少。国勢調査に伴う臨時雇用の終了が雇用者数を下押しする一方、民間雇用の増勢も春先に比べ大きく鈍化。

民間部門で弱い動きが続いている背景としては、企業の採用意欲の回復が緩やかであることに加え、人材が不足している業種と失業者が求める仕事との間に乖離（ミスマッチ）が生じている可能性。すなわち、10年入り後は、求人率が緩やかながらも持ち直しているのに対し、失業率は依然高止まり。これは、企業の求人増加が実際の雇用増に結びついていないことを意味しており、雇用のミスマッチが拡大していることを示唆。

求人率を業種別にみると、教育・健康などサービス業で比較的高いのに対し、雇用の減少が大きかった建設業や製造業では依然低迷。これら業種からサービス業への転職が円滑に進んでいない可能性。

こうしたミスマッチの拡大は雇用の回復を妨げ、結果として失業期間の長期化や求職意欲の低下を招来。平均失業期間はすでに過去最高水準にあり、労働参加率も足許で再び低下するなか、今後、潜在成長率の低下につながる恐れ。

②住宅部門

住宅市場では、連邦政府による住宅購入支援が打ち切られた4月末以降、政策効果の反動減が顕在化。7月の販売件数は、新築、中古ともに過去最低を記録。7月の住宅着工件数は2ヵ月ぶりの増加となったものの、振れの大きい集合住宅が全体を押し上げており、戸建ては

3ヵ月連続の減少。こうした住宅販売・着工の落ち込みに伴い、7～9月期の住宅投資は大幅減となる可能性。

住宅販売の落ち込みは、個人消費の抑制要因に。家具や白物家電といった住宅関連の消費支出は、住宅販売との相関が強く、今後、こうした消費が大きく落ち込む懸念。加えて、中古住宅市場では、差し押さえの増加に伴う供給増と販売の落ち込みにより、在庫率が過去最高の12.5ヵ月まで上昇。今後、住宅価格への下押し圧力が強まることで、個人消費に悪影響が出てくる可能性。

3. 景気・金利見通し

<景気見通し：当面1%台の低成長が続く見通し>

米国経済は、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、政策効果の反動も顕在化してくるため、当面1%台の低成長が続く公算。

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：長期金利は低水準での底ばいが長期化>

FEDは、8月10日のFOMCで現行の超低金利政策を維持すると同時に、過去に買い入れた政府機関債とMBSの償還資金を中長期国債に再投資することを決定。景気が一段と下振れすれば、さらに踏み込んだ施策に着手する可能性も。

こうした政策変更を受けて、長期金利の見通しを下方修正。追加緩和による需給改善期待や米国経済の先行き不透明感、デフレ懸念の高まりが当面金利押し下げに作用する見込み。財政リスクに対する警戒感に残るものの、潜在成長率を下回る低成長が続くなか、既往最低水準での底ばいが長期化する見通し。

家計部門では、所得・消費ともに弱い動きが持続。

<2010年4～6月期GDP改定>

8月27日発表の2010年4～6月期実質GDP（改定値）は前期比年率+1.6%と、速報値（同+2.4%）から大きく下方修正。輸入の伸びが上方修正されたことで、外需寄与度は同▲3.4%ポイントと、1947年以来の大幅マイナスに。在庫投資の寄与度も縮小。

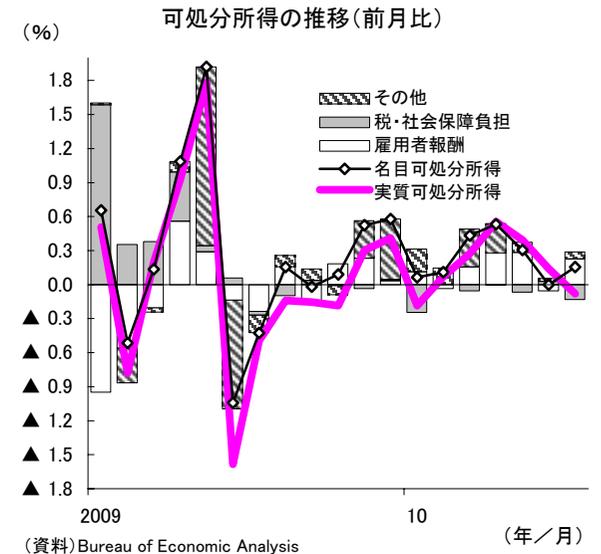
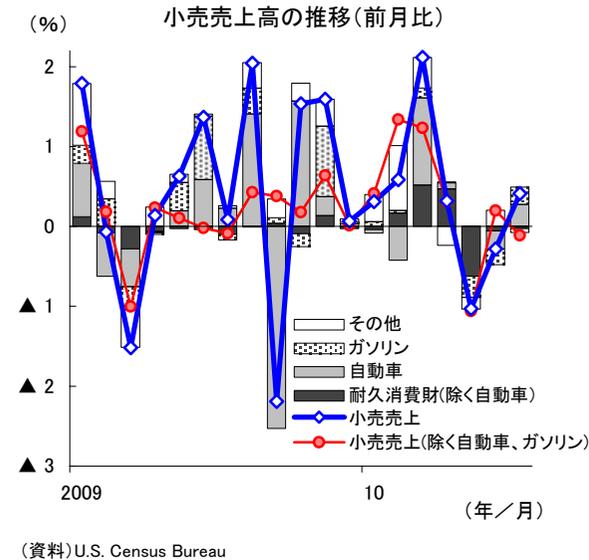
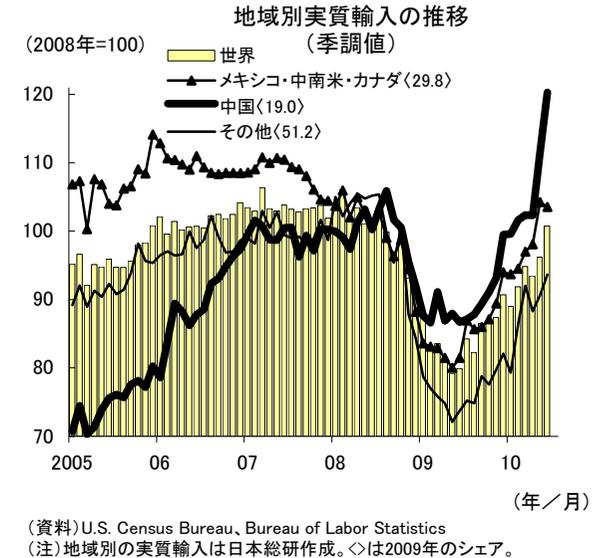
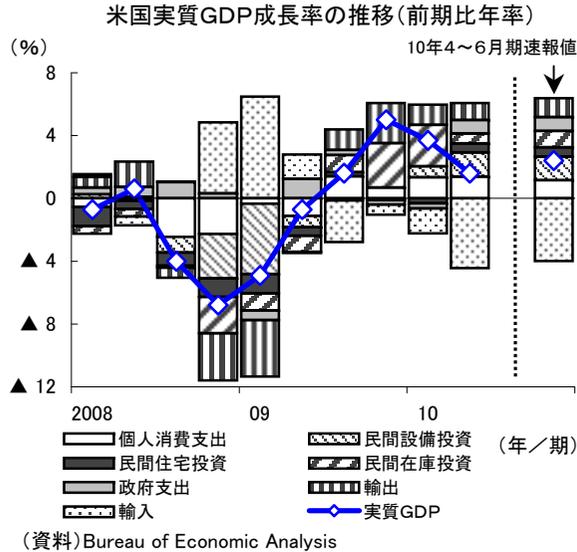
<輸入>

6月の実質輸入は前月比+4.8%と、高い伸びが持続。内訳をみると、中国からの輸入が足許で急増。中国の輸出付加価値税（増徴税）の還付が、鋼材等の一部品目で7月15日に廃止されるにあたって、駆け込みで輸入が増加した可能性が高く、今後、反動減が生じる公算。

<家計部門>

7月の小売売上高は前月比+0.4%と、3ヵ月ぶりの増加。もっとも、ガソリン価格上昇により押し上げられた面が強く、変動が大きい自動車・ガソリンを除いたベースでは同▲0.1%の減少。

家計の所得環境をみると、7月の可処分所得は同+0.2%と、春先に比べ増勢が鈍化。物価変動の影響を除いた実質ベースでは、同▲0.1%と6ヵ月ぶりの減少。



企業部門では、足許で新規受注が減少。物価はコアベースで低い伸びが持続。

<企業部門>

7月のISM製造業景況指数は3ヵ月連続の低下。8月のフィラデルフィア連銀サーベイでは、製造業の景況指数が好況・不況の分岐点となる「0」を割り込みマイナスに。いずれの調査においても新規受注指数が大きく低下しており、今後の生産活動に影響が出てくる可能性。

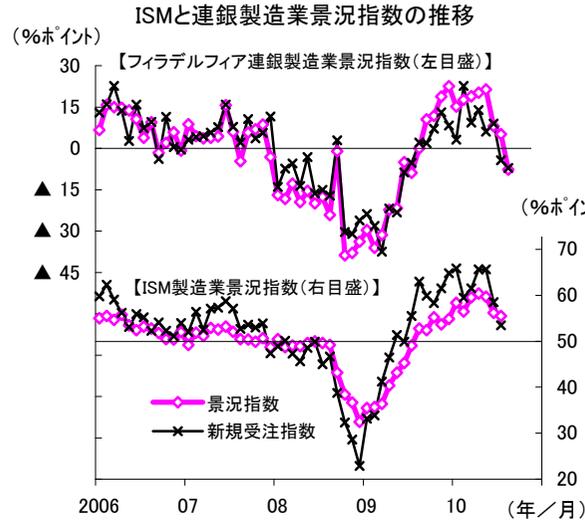
<物価>

7月の消費者物価は、コアベースで前年同月比+0.9%と、4ヵ月連続で1%を下回る低い伸びに。先行きも、大幅な需給ギャップが残存するなか、物価への下押し圧力は長期にわたり持続する公算。

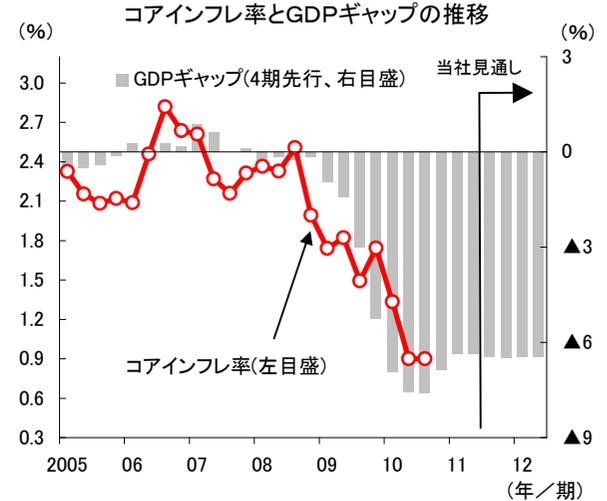
<金融情勢>

金融機関の経営環境はいまだ改善せず。商業銀行の各種ローン延滞率の推移をみると、消費者向けは09年4～6月期をピークに低下傾向にあるものの、住宅ローンでは上昇に歯止めがかからず。商業用不動産向けローンの延滞率も、足許で再び上昇するなど、持続的な改善には至っていない状況。

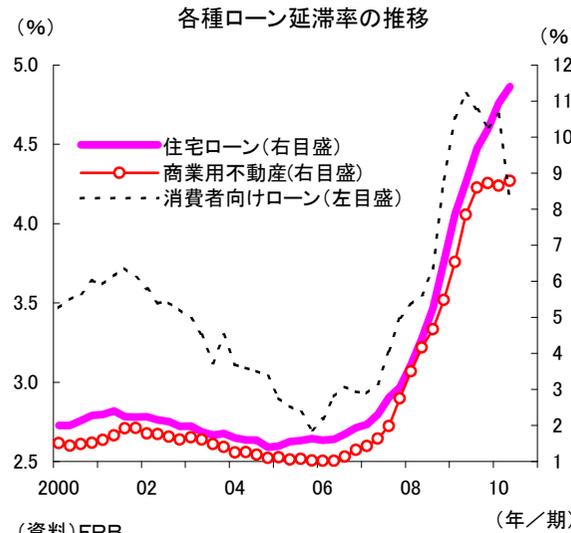
こうしたなか、貸出残高の減少も続いており、とりわけ不動産向けで減勢が加速。一方、総資産に占める国債・エージェンシー債の割合は一段と上昇しており、金融機関のリスク回避姿勢が一段と強まっている状況。



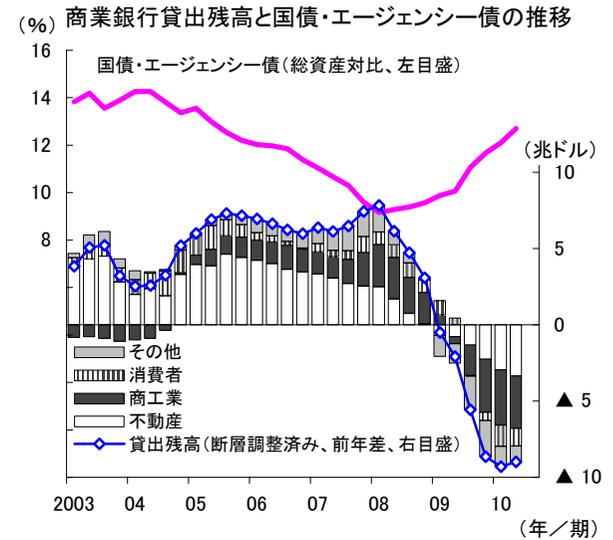
(資料) Federal Reserve Bank of Philadelphia, ISM



(資料) Bureau of Labor Statistics, Congressional Budget Office
(注) 10年7～9月期のインフレ率は7月値。



(資料) FRB



(資料) FRBをもとに日本総研作成

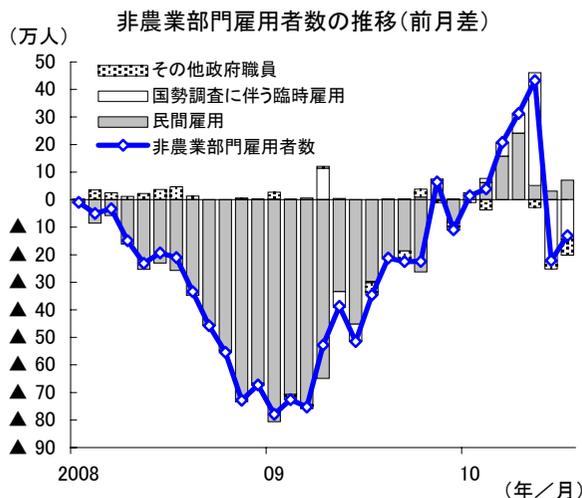
企業の求人と失業者の間のミスマッチが雇用回復を阻害する一因に。

7月の非農業部門雇用者数は、前月差▲13.1万人と2ヵ月連続の減少。国勢調査に伴う臨時雇用の終了が雇用者数を下押しする一方、民間雇用の増勢も春先に比べ大きく鈍化。

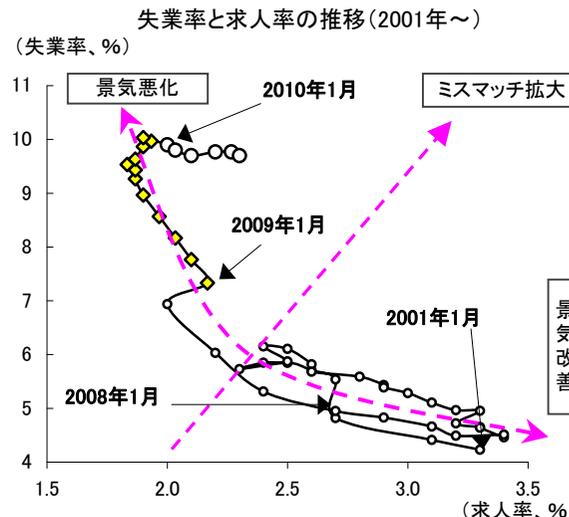
民間部門で弱い動きが続いている背景としては、企業の採用意欲の回復が緩やかであることに加え、人材が不足している業種と失業者が求める仕事との間に乖離（ミスマッチ）が生じている可能性。求人率と失業率の関係をみると、通常、両者は右下がりの関係を有しており、景気が持ち直す局面では、求人率の上昇に伴い失業率は低下。もっとも、10年入り後は、求人率が緩やかながらも持ち直しているのに対し、失業率は依然高止まり。これは、企業の求人増加が実際の雇用増に結びついていないことを意味しており、雇用のミスマッチが拡大していることを示唆。

求人率を業種別にみると、教育・健康などサービス業で比較的高いのに対し、雇用の減少が大きかった建設業や製造業では依然低迷。これら業種からサービス業への転職が円滑に進んでいない可能性。

こうしたミスマッチの拡大は雇用の回復を妨げ、結果として失業期間の長期化や求職意欲の低下を招来。平均失業期間はすでに過去最高水準にあり、労働参加率も足許で再び低下するなか、今後、潜在成長率の低下につながる恐れ。

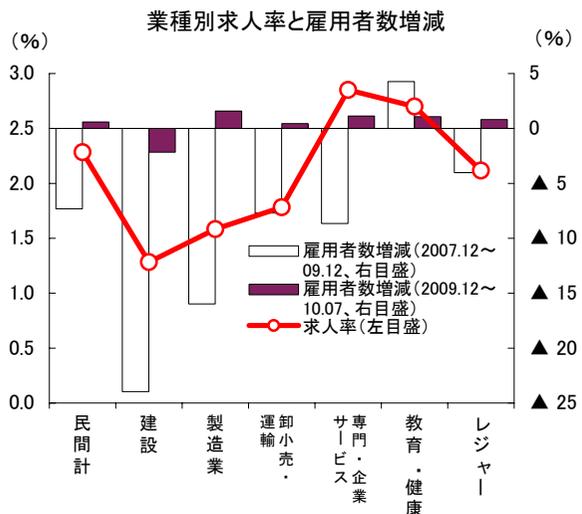


(資料)Bureau of Labor Statistics



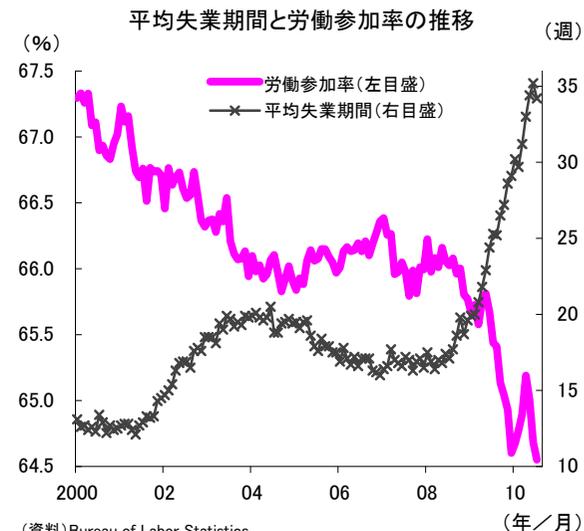
(資料)Bureau of Labor Statistics

(注)2008年までは四半期表示。2009年以降は月次表示(3ヵ月移動平均)。



(資料)Bureau of Labor Statistics

(注)求人率=求人数/(雇用者数+求人数)で、2010年1~6月の平均。



(資料)Bureau of Labor Statistics

(注)労働参加率=((就業者数+失業者数)/生産年齢人口)*100。

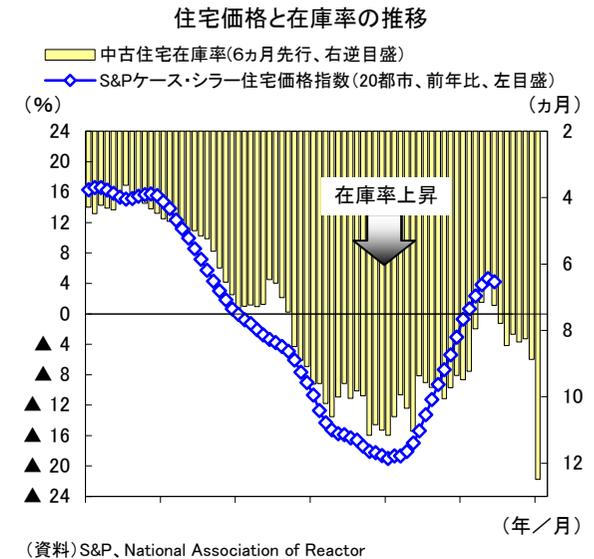
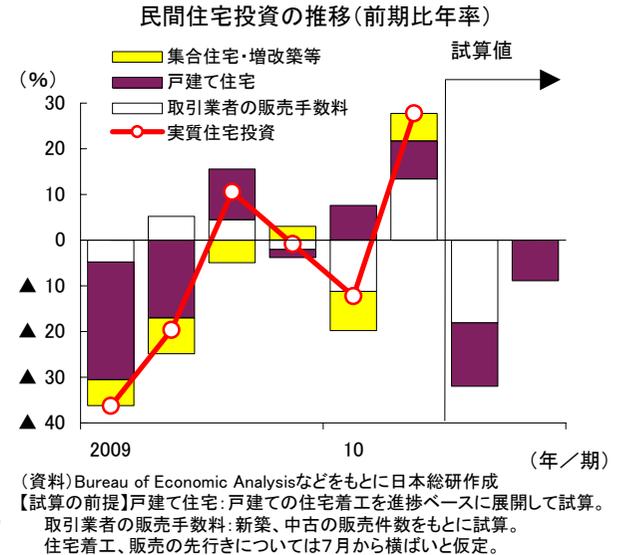
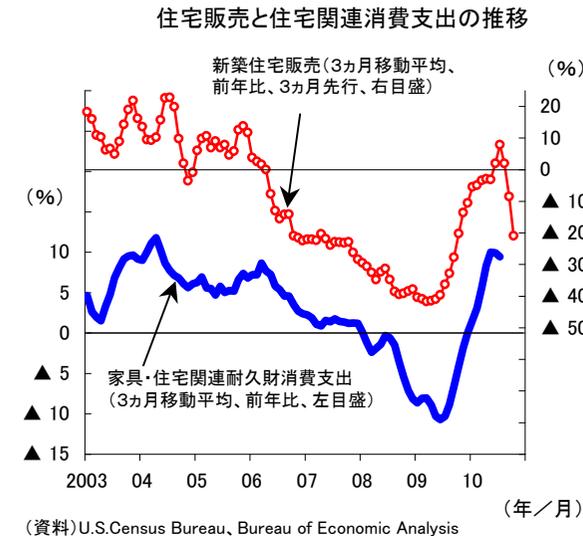
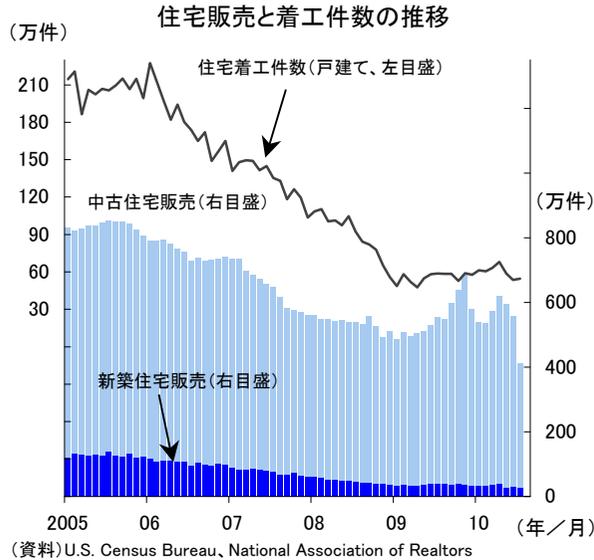
政策効果の反動により10年7～9月期の住宅投資は大幅減の可能性。

住宅市場では、連邦政府による住宅購入支援が打ち切られた4月末以降、政策効果の反動減が顕在化。7月の販売件数は、新築、中古ともに過去最低を記録。7月の住宅着工件数は2ヵ月ぶりの増加となったものの、振れの大きい集合住宅が全体を押し上げており、戸建ては3ヵ月連続の減少。

こうした住宅販売・着工の落ち込みに伴い、7～9月期の住宅投資は大幅減となる可能性。実際、これらの統計をもとにGDPベースの住宅投資を試算してみると、8月以降も販売・着工件数が足許の水準で推移した場合、7～9月期の住宅投資は前期比年率▲30%程度の減少となり、実質GDPを同▲0.8%ポイント下押しするという結果に(※)。

住宅販売の落ち込みは、個人消費の抑制要因に。家具や白物家電といった住宅関連の消費支出は、住宅販売との相関が強く、今後、こうした消費が大きく落ち込む懸念。加えて、中古住宅市場では、差し押さえの増加に伴う供給増と販売の落ち込みにより、在庫率が過去最高の12.5ヵ月まで上昇。今後、住宅価格への下押し圧力が強まることで、個人消費に悪影響が出てくる可能性。

(※) ここでは、GDPベースの住宅投資のうち、販売件数と着工件数をもとに推計される戸建て住宅投資と取引業者の販売手数料についてのみ試算。



当面1%台の低成長が続く見通し。長期金利は低水準での底ばいが長期化。

<景気見通し>

米国経済は、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、政策効果の反動も顕在化してくるため、当面1%台の低成長が続く公算。

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、8月10日のFOMCで現行の超低金利政策を維持すると同時に、過去に買い入れた政府機関債とMBSの償還資金を中長期国債に再投資することを決定。景気が一段と下振れすれば、さらに踏み込んだ施策に着手する可能性も。

こうした政策変更を受けて、長期金利の見通しを下方修正。追加緩和による需給改善期待や米国経済の先行き不透明感、デフレ懸念の高まりが当面金利押し下げに作用する見込み。財政リスクに対する警戒感が残るものの、潜在成長率を下回る低成長が続くなか、既往最低水準での底ばいが長期化する見通し。

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)

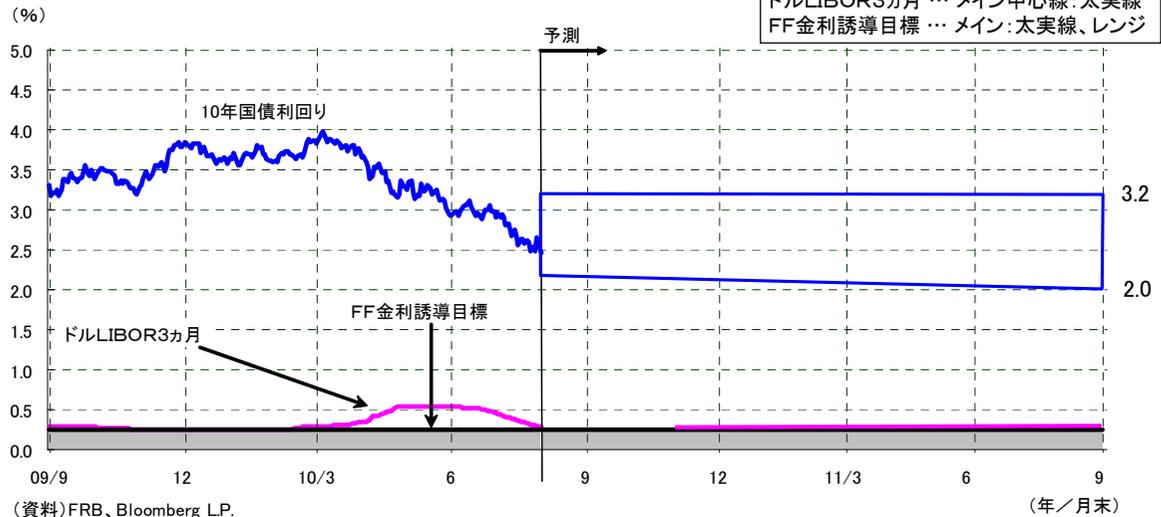
| | 2009年 | | 2010年 | | | | 2011年 | | | 2009年 (実績) | 2010年 (予測) |
|------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-----|-----|---------------|---------------|
| | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | | |
| 実質GDP | 1.6 | 5.0 | 3.7 | 1.6 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 1.9 | 2.1 | ▲2.6 | 2.5 |
| 個人消費 | 2.0 | 0.9 | 1.9 | 2.0 | 1.1 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.9 | ▲1.2 | 1.4 |
| 住宅投資 | 10.6 | ▲0.8 | ▲12.3 | 27.2 | ▲11.9 | ▲4.2 | 1.9 | 2.2 | 2.8 | ▲22.9 | ▲0.9 |
| 設備投資 | ▲1.7 | ▲1.4 | 7.8 | 17.6 | 4.2 | 3.4 | 3.1 | 3.2 | 3.6 | ▲17.1 | 4.8 |
| 在庫投資 | 1.1 | 2.8 | 2.6 | 0.6 | 0.1 | 0.0 | ▲0.0 | 0.0 | 0.0 | ▲0.6 | 1.3 |
| 政府支出 | 1.6 | ▲1.4 | ▲1.6 | 4.3 | ▲0.6 | ▲0.7 | 0.4 | 0.9 | 0.5 | 1.6 | 0.6 |
| 純輸出 | ▲1.4 | 1.9 | ▲0.3 | ▲3.4 | 0.2 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 1.1 | ▲0.4 |
| 輸出 | 12.2 | 24.4 | 11.4 | 9.1 | 6.4 | 5.4 | 5.3 | 5.6 | 6.1 | ▲9.5 | 11.5 |
| 輸入 | 21.9 | 4.9 | 11.2 | 32.4 | 4.1 | 3.6 | 4.0 | 4.1 | 4.1 | ▲13.8 | 12.0 |
| 実質最終需要 | 0.4 | 2.1 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.4 | 1.9 | 1.9 | 2.1 | ▲2.1 | 1.2 |
| 消費者物価 | ▲1.6 | 1.4 | 2.4 | 1.8 | 1.3 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.2 | ▲0.4 | 1.6 |
| 除く食料・エネルギー | 1.5 | 1.7 | 1.3 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.7 | 1.0 |

予測

(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



米国債への再投資実施により、バランスシートの水準維持を決定。

FEDは8月10日のFOMCで、景気の現状認識と見通しを下方修正。声明では、これまで「景気回復は進行している」としてきた現状判断を、「生産と雇用の回復ペースはここ数カ月で減速している」に変更。先行きについても、「これまで予想されていたよりも緩やかになる可能性が高い」と指摘。

このように景気の先行きに対する懸念を強めるなか、金融政策については、ゼロ金利政策（FFレート誘導目標を0.00～0.25%のレンジに設定）を維持すると同時に、MBS・政府機関債の償還分を中長期の米国債に再投資するという新たな対応策を決定。もっとも、今回の措置は、MBSなどの償還に伴うバランスシート縮小により、金融政策が引き締め気味になることを回避するのが主たる目的。償還に伴う追加の米国債買い入れ額も小さく、実体経済への影響は限られる見通し。

一方、バーナンキ議長は、8月27日の講演で「必要に応じて追加の金融緩和策を講じる用意がある」と発言しており、景気が一段と下振れすれば、さらに踏み込んだ施策に着手する可能性。

こうした状況を受け、市場での利上げ観測も一段と後退しており、「利上げは2012年入り後」との見方が大勢に。

FOMC声明(要旨)

| 前回(6月23日) | | 今回(8月10日) |
|--|-------------|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 0～0.25%のレンジ(据え置き) 経済状況が長期にわたって異例な低金利を正当化する可能性が高いと引き続き想定(時間軸効果) | FFレート(誘導目標) | <ul style="list-style-type: none"> 0～0.25%のレンジ(据え置き) 経済状況が長期にわたって異例な低金利を正当化する可能性が高いと引き続き想定(時間軸効果) |
| 景気回復は進行しており、労働市場は徐々に改善。家計支出は伸びつつあるものの、高い失業率や住宅資産の減少、厳しい信用条件などによって依然として抑制。企業の設備投資は機器やソフトウェアは著しく増加したものの、非居住用建造物は弱い動きが持続。雇用の拡大には依然消極的。住宅着工は依然として抑制された水準。銀行融資は引き続き縮小。金融市場の状況は主に海外の動向を反映し、経済成長を支援する力を弱めている。当面、経済の回復ペースは緩やかになる可能性が高いものの徐々に復帰へ。 | 景気判断 | 生産と雇用の回復ペースはここ数カ月で減速。家計支出は徐々に伸びつつあるものの、高い失業率や住宅資産の減少、厳しい信用条件などによって依然として抑制。企業の設備投資は機器やソフトウェアは増加しつつあるものの、非居住用建造物は弱い動きが持続。雇用の拡大には依然消極的。住宅着工は依然として抑制された水準。銀行融資は引き続き縮小。当面、経済の回復ペースはこれまで予想されていたよりも緩やかになる可能性が高いものの徐々に復帰へ。 |
| エネルギーなどの商品価格は最近若干低下しており、インフレ基調は低下傾向。長期的なインフレ期待も安定しており、当面、インフレは抑制された状態が続くと予想。 | インフレ認識 | インフレ基調を示す指標はここ数四半期低下傾向。長期的なインフレ期待も安定しており、当面、インフレは抑制された状態が続くと予想。 |
| 今後も、景気回復と物価安定を促進するため、必要に応じて政策手段を導入する意向 | 非伝統的金融政策 | <ul style="list-style-type: none"> FRBの保有する証券の規模を現状水準のまま維持 政府機関債と住宅ローン担保証券(MBS)の償還資金を米長期国債に再投資し、保有する米国債が償還を迎えた場合にも引き続き再投資を実施 →今後も、景気回復と物価安定を促進するため、必要に応じて政策手段を導入する意向 |

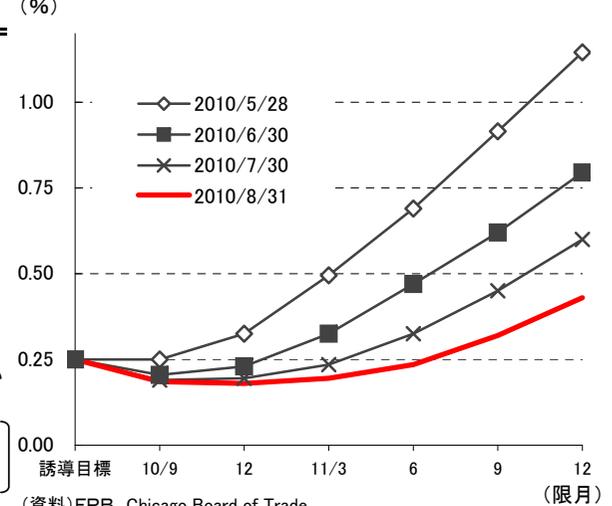
(資料)FRBを基に日本総研作成

FRBの追加緩和策

- ※ MBSと政府機関債の償還資金を米国債に再投資し、8月4日時点の資産残高2兆540億ドルを維持する(4日時点の資産内訳:MBS1兆1200億ドル、政府機関債1600億ドル、米国債7800億ドル)
- ※ 買い入れる米国債の種類は、2～10年物の中長期債
- ※ NY連銀が月に一度、買い入れる国債の種類・金額を発表
- ※ 週2、3回のペースで入札による買い入れを実施
- ※ 8月17日～9月13日まで9回にわたり180億ドルの買い入れを実施予定
- 〔8月18日～30日にかけて計5回の買い入れを実施(買い入れ額の合計は92.9億ドル)〕

(資料)FRB、各種報道資料などをもとに日本総研作成

FF金利先物の推移



(資料)FRB、Chicago Board of Trade

欧州経済概説 (2010年9月)

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

4～6月期のユーロ圏実質GDP（速報値）は、前期比年率+3.9%と増勢が加速。主因はユーロ安を受けたドイツなどの輸出増加。加えて、1～3月期に寒波で停滞していた建設工事のずれ込みも成長率を押し上げ。

<ドイツの輸出>

昨年末以降のユーロ安を受け、ドイツの輸出は足元にかけて増勢が加速。とりわけ、米国・アジア向けを中心とした自動車・化学・機械輸出が大幅増加。

もっとも、先行きについては、①景気テコ入れ策の効果一巡を受けた世界的な成長鈍化、②昨年末以降の急速なユーロ安の一服、などを背景に順調な増勢加速は見込み薄。とりわけ、米国向け輸出は、米国経済の成長鈍化に伴い今後大幅に鈍化する公算大。

【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押し上げに作用するものの、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の下押し要因が上回り、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、景気は低調な状況が続く見込み。

インフレ率は、ユーロ安に伴う輸入物価上昇が押し上げに作用するものの、一方では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ともに、必要に応じて国債買い入れなどの非伝統的な措置を強化する可能性。独10年国債利回りは、信用不安に伴う安全資産への逃避や世界的な景気の先行き不透明感の強まりが金利低下に作用。2011年入り後も緊縮財政を受けた成長率やインフレ率の低下が続くなかで、当面低水準で推移する見通し。

3. 英国景気の現状と展望

【景気の現状】

4～6月期の実質GDP（改定値）は、前期比年率+4.9%と速報値（同+4.4%）から上方修正。内訳をみると、個人消費が堅調に推移するなか、在庫投資が成長率を大きく押し上げ。

<マネーサプライ>

英国のマネーサプライの伸びは足元にかけて急速に鈍化。増減の主因である金融機関の貸出動向をみると、企業向け純貸出は、不動産・建設業などを中心に回収超の状態が定着。厳しい雇用環境が続くなか、消費者向けも低迷が持続。昨年中持ち直しが続いていた住宅ローン向け貸出も、支援策が打ち切られた本年入り後、減少傾向に転換。

欧州の信用不安が残存するなか、金融機関に対するアンケート調査では、緩和に向かっていった金融機関の貸出態度が7～9月期には家計向けで再び厳格化へ。金融面からの景気下押し圧力は今後も続く公算大。

【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、成長率が大幅に鈍化する見通し。2011年1月からの付加価値税引き上げを控えた耐久財消費の駆け込み需要により、10～12月期の成長率は一時的に上振れる見込みながら、年明けには反動が顕れてマイナス成長となる公算。

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価格の上昇が、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】

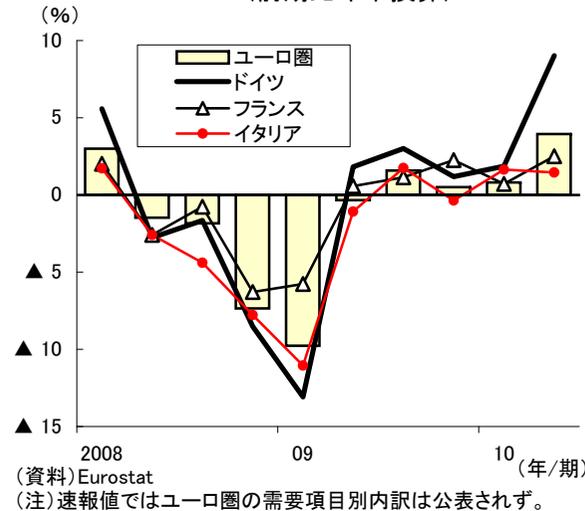
BOEは、英国景気の先行き減速懸念が解消されないなか、現行の政策金利水準を当面継続する見通し。英10年国債利回りは、景気低迷が金利低下に作用する一方、大幅な財政赤字削減が期待薄ななか、需給悪化に伴う上昇リスクも残存。

ユーロ圏経済：4～6月期実質GDPは前期比年率+3.9%に加速。

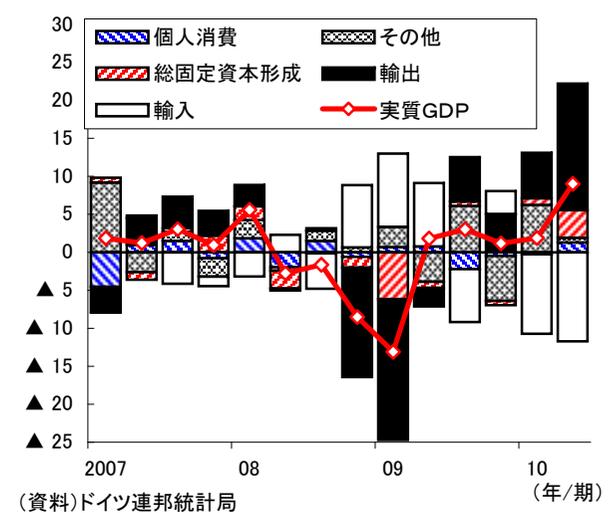
4～6月期のユーロ圏実質GDP（速報値）は、前期比年率+3.9%と増勢が加速。主因はユーロ安を受けたドイツなどの輸出増加。加えて、1～3月期に寒波で停滞していた建設工事のずれ込みも成長率を押し上げ。

一方、個人消費を中心とした内需は低迷。南欧諸国で雇用情勢の悪化が続くなか、域内小売売上は低迷が長期化。また、各国での購入支援策の打ち切りを受け、自動車販売台数は本年入り後大幅減少。ユーロ圏での消費者マインド改善は、ドイツ・オランダなど一部の国にとどまり、PIGS諸国では春先以降も悪化傾向が持続。

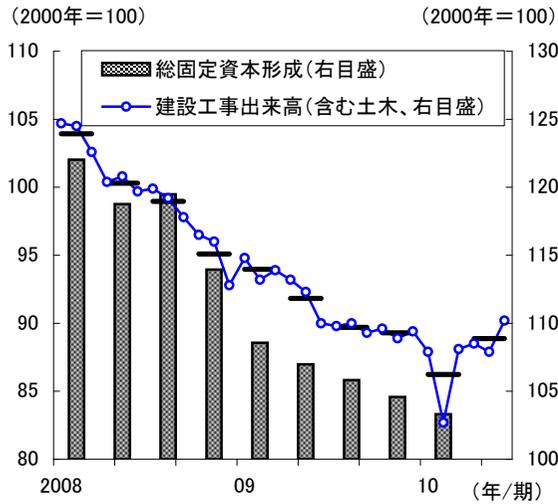
ユーロ圏主要国の実質GDPの推移
(前期比年率換算)



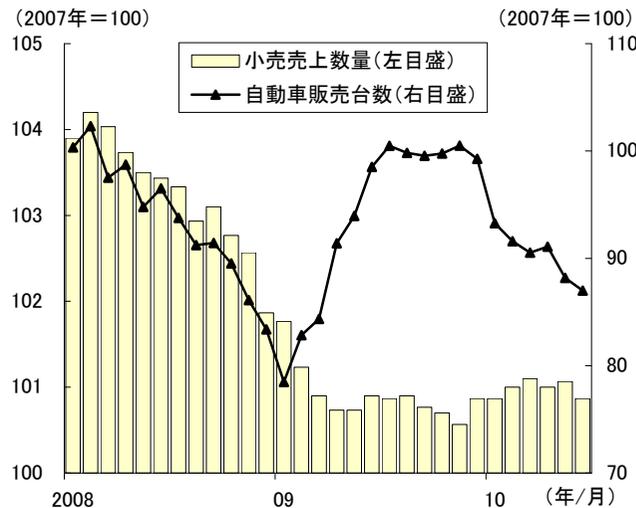
ドイツの実質GDPの推移
(需要項目別寄与度、前期比年率換算)



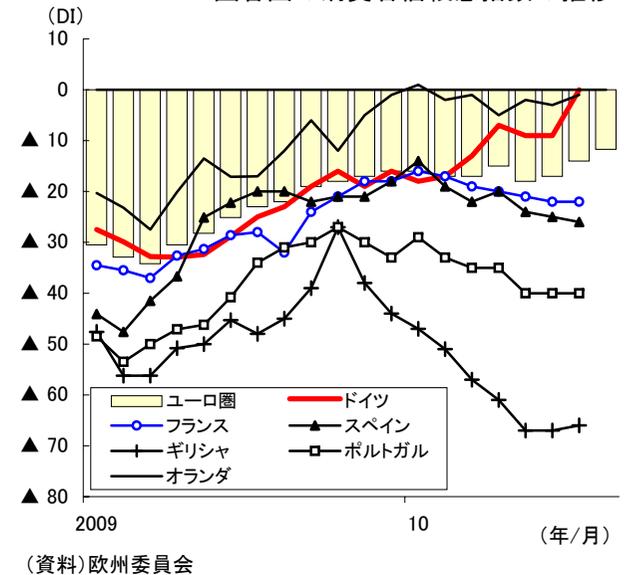
ユーロ圏総固定資本形成と建設工事出来高の推移



ユーロ圏小売売上数量と自動車販売台数の推移(後方3ヵ月移動平均)



ユーロ圏各国の消費者信頼感指数の推移

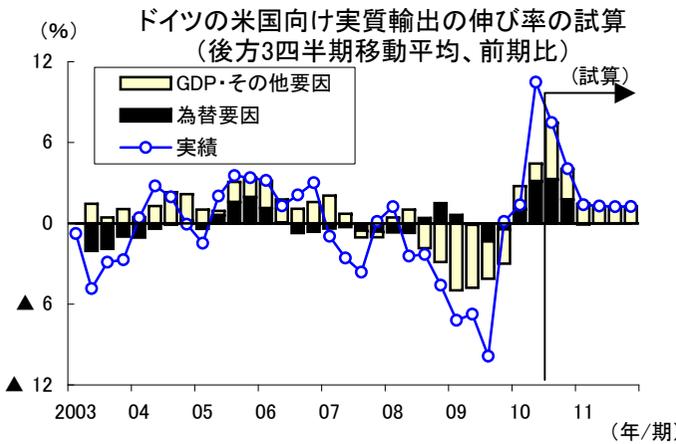
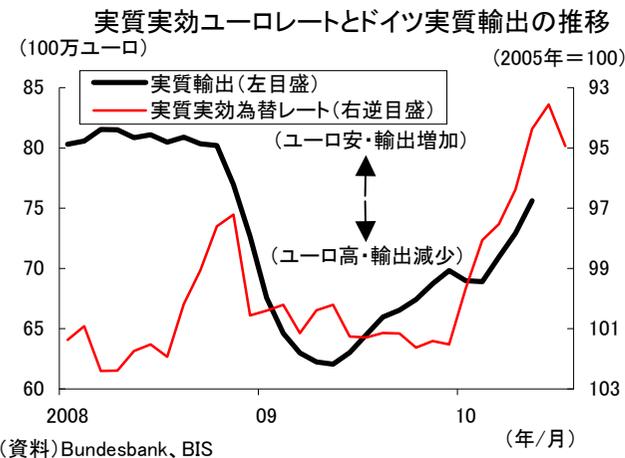
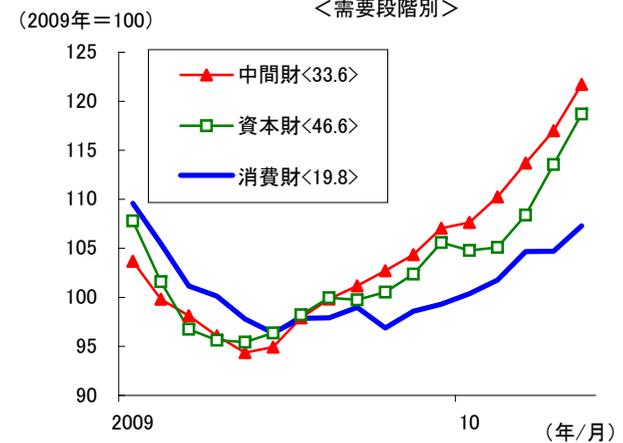
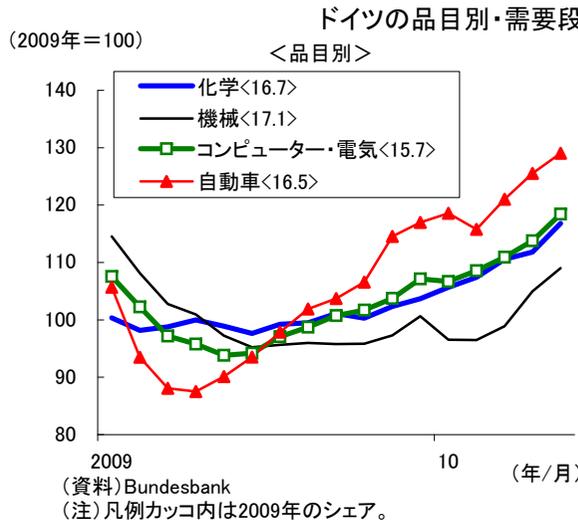
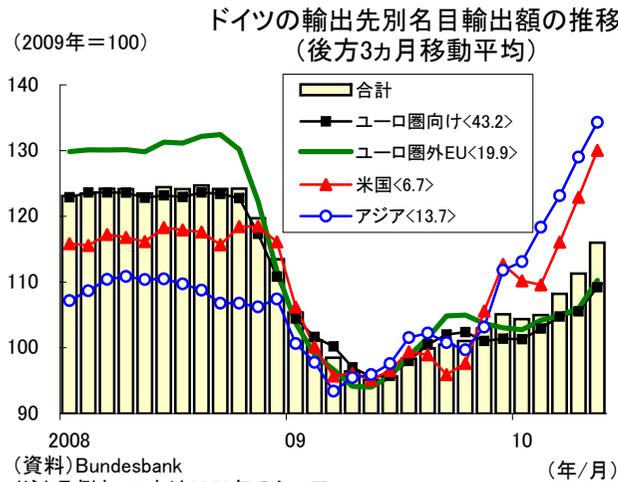


(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年9月

ドイツの輸出：ユーロ安を受けて大幅増加も先行きには不透明感。

昨年末以降のユーロ安を受け、ドイツの輸出は足元にかけて増勢が加速。とりわけ、米国・アジア向けを中心とした自動車・化学・機械輸出が大幅増加。

もっとも、先行きについては、①景気テコ入れ策の効果一巡を受けた世界的な成長鈍化、②昨年末以降の急速なユーロ安の一服、などを背景に順調な増勢加速は見込み薄。とりわけ、米国向け輸出は、米国経済の成長鈍化に伴い今後大幅に鈍化する公算大。



(資料) Bundesbank, Bureau of Economic Analysis, BISなどを基に日本総研作成
(注1) 米国向け輸出は輸出物価を用いて実質化。2010年Q2の輸出は4・5月の平均値を四半期換算。
(注2) 先行きには以下の推計式に基づく試算。

$$\text{米国向け実質輸出} = -1.47(-2.38) \times \text{実質実効為替レート} + 2.29(2.35) \times \text{実質GDP}$$
 * 誤差項に1階の相関を仮定。
 (寄与度の「其他要因」は前期誤差項による寄与度)
 * 全て後方3四半期平均後の前期比を用いて推計。
 * 推計期間: 2000年Q1～2010年Q2。
 修正R2: 0.54, D.W比値1.88, 推計式カッコ内はt値。
 * 先行きについては、為替レートは足元水準で横ばい、米国GDP成長率は日本総研予測値を使用。

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（改定値）は、前期比年率+4.9%と速報値（同+4.4%）から上方修正。内訳をみると、個人消費が堅調に推移するなか、在庫投資が成長率を大きく押し上げ。

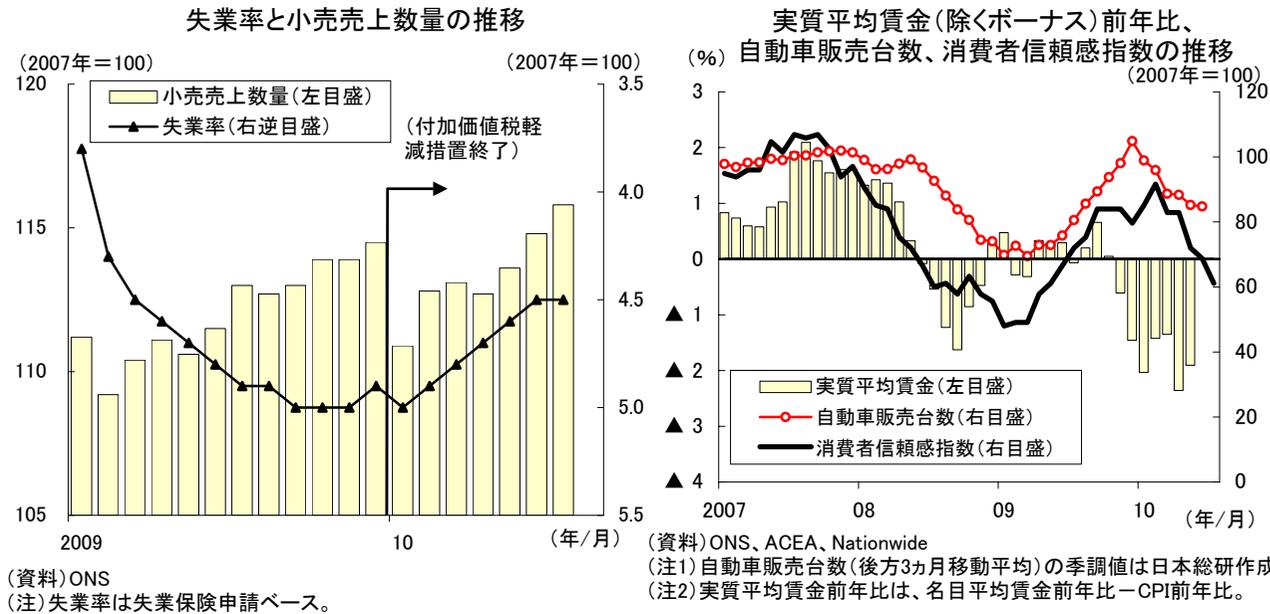
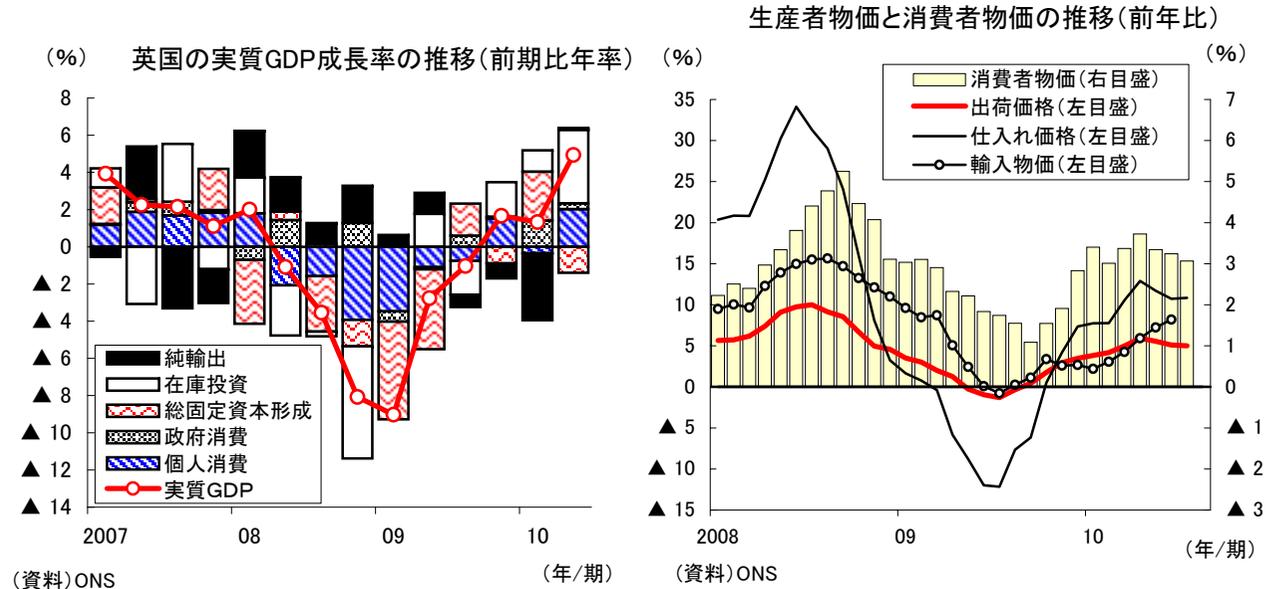
<企業物価動向>

生産者物価指数は4月をピークに仕入れ価格、出荷価格ともに騰勢は鈍化。もっとも、ポンド安を受けて輸入物価前年比は依然として拡大傾向が続いており、コスト面からの根強い物価上昇圧力が残存。

<家計部門>

失業率の改善が続くなか、小売売上数量は増加傾向が持続。もっとも、所得環境・消費マインドは悪化が続いており、消費の持続的な増加は期待薄。

消費をとり巻く環境をやや詳しくみると、ボーナスを除く実質賃金は、景気低迷に伴う賃金の伸び鈍化と、年初来の付加価値税増税を受けて前年比▲2%程度の減少が持続。消費マインドは、自動車・住宅などへの購入支援の打ち切り、2011年からの増税・手当削減発表を背景に、春以降大きく悪化。

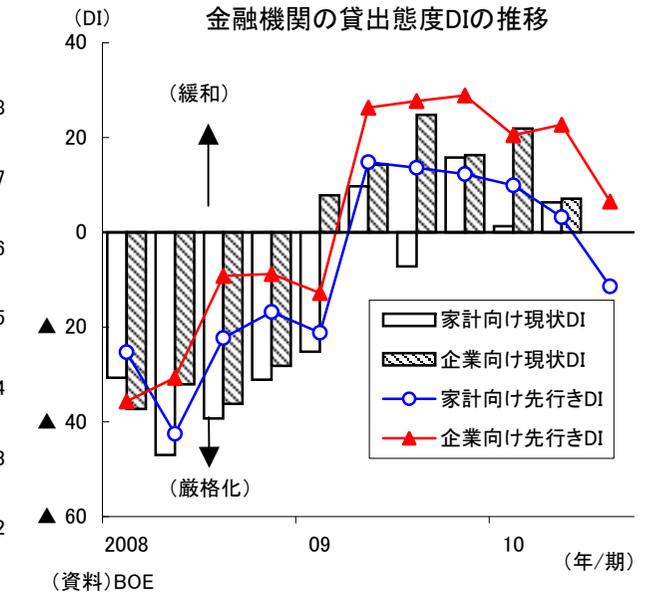
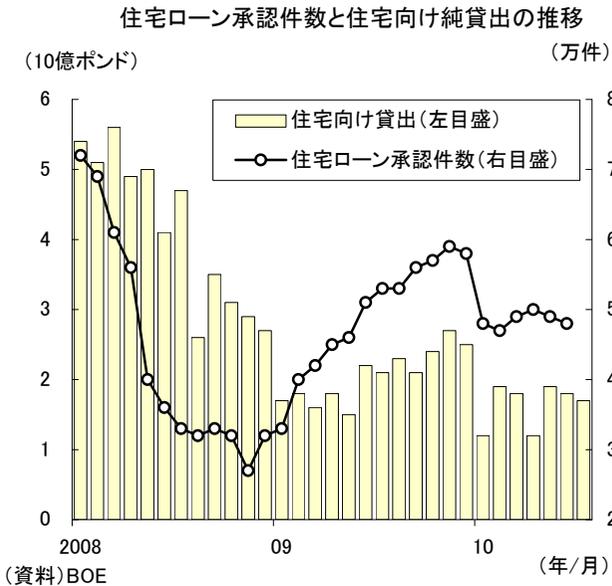
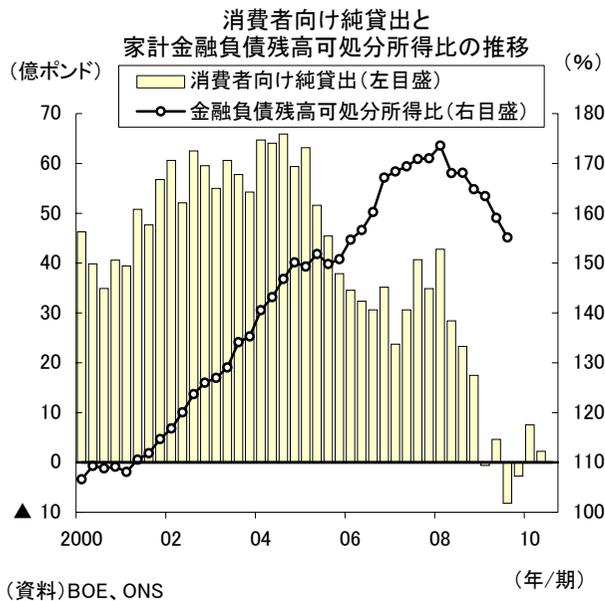
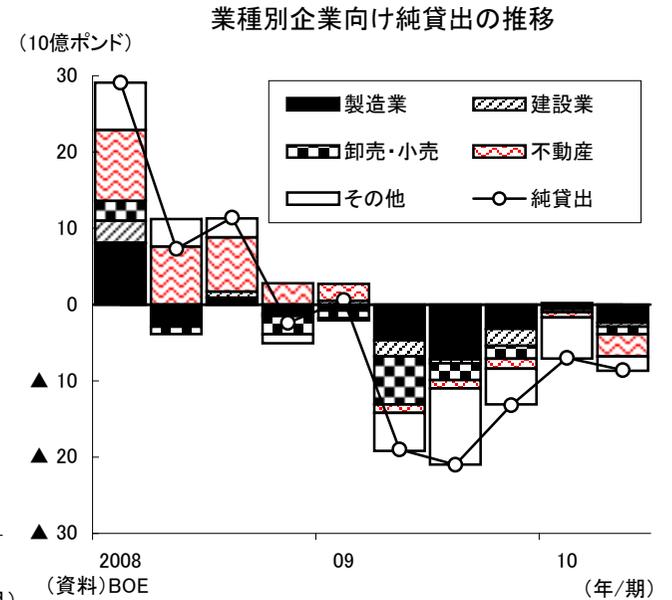
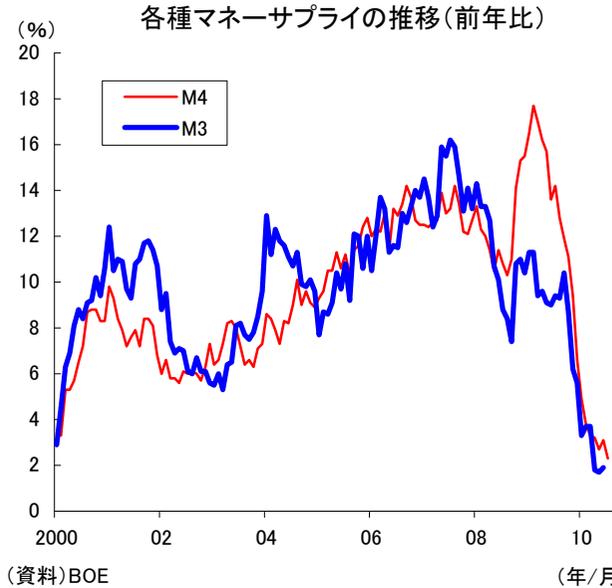


(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年9月

英国マネーサプライ：信用収縮に歯止め掛からず。

英国のマネーサプライの伸びは足元にかけて急速に鈍化。増減の主因である金融機関の貸出動向をみると、企業向け純貸出は、不動産・建設業などを中心に回収超の状態が定着。厳しい雇用環境が続くなか、消費者向けも低迷が持続。昨年中持ち直しが続いていた住宅ローン向け貸出も、支援策が打ち切られた本年入り後、減少傾向に転換。

欧州の信用不安が残存するなか、金融機関に対するアンケート調査では、緩和に向かっていった金融機関の貸出態度が7～9月期には家計向けで再び厳格化へ。金融面からの景気下押し圧力は今後も続く公算大。



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年9月

欧州経済見通し：緊縮財政に伴う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押し上げに作用するものの、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の下押し要因が上回り、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、景気は低調な状況が続く見込み。

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、成長率が大幅に鈍化する見通し。2011年1月からの付加価値税引き上げを控えた耐久財消費の駆け込み需要により、10～12月期の成長率は一時的に上振れる見込みながら、年明けには反動が顕れてマイナス成長となる公算。

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価格の上昇が、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 |
|------|---------|-------|-----|-------|-----|-------|-------|-------|-----|-------|------|-------|-------|
| | | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | (実績) | (予測) | | |
| ユーロ圏 | 実質GDP | 0.5 | 0.8 | 3.9 | 1.2 | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | ▲ 4.1 | 1.4 | | |
| | 消費者物価指数 | 0.4 | 1.1 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 0.7 | 0.5 | 0.3 | 1.4 | | |
| ドイツ | 実質GDP | 1.2 | 1.9 | 9.0 | 2.7 | 2.4 | 1.4 | 1.1 | 1.0 | ▲ 4.7 | 3.3 | | |
| | 消費者物価指数 | 0.3 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 1.5 | 1.3 | 0.9 | 0.6 | 0.2 | 1.2 | | |
| フランス | 実質GDP | 2.3 | 0.7 | 2.5 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | ▲ 2.5 | 1.5 | | |
| | 消費者物価指数 | 0.4 | 1.5 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 0.9 | 0.5 | 0.4 | 0.1 | 1.6 | | |
| 英国 | 実質GDP | 1.7 | 1.3 | 4.9 | 0.7 | 1.6 | ▲ 0.5 | 0.8 | 0.5 | ▲ 4.9 | 1.4 | | |
| | 消費者物価指数 | 2.1 | 3.3 | 3.4 | 3.2 | 3.0 | 3.1 | 2.5 | 2.2 | 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)。

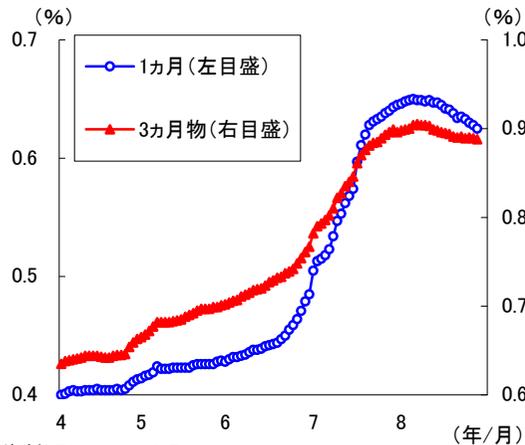
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2010年9月

欧州金利見通し：独国債は当面低水準で推移。

ECBは、現行の政策金利水準を当面継続するとともに、必要に応じて国債買い入れなどの非伝統的な措置を強化する可能性。独10年国債利回りは、信用不安に伴う安全資産への逃避や世界的な景気の先行き不透明感の強まりが金利低下に作用。2011年入り後も緊縮財政を受けた成長率やインフレ率の低下が続くなかで、当面低水準で推移する見通し。

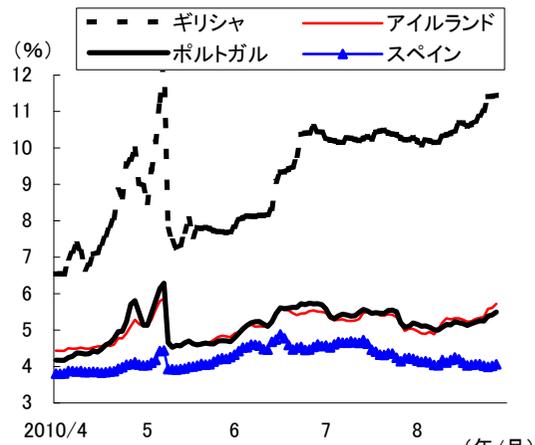
BOEは、英国景気の先行き失速懸念が解消されないなか、現行の政策金利水準を当面継続する見通し。英10年国債利回りは、景気低迷が金利低下に作用する一方、大幅な財政赤字削減が期待薄なため、需給悪化に伴う上昇リスクも残存。

欧州銀行間取引金利(Eulibor)の推移



(資料) Bloomberg.L.P

PIGS諸国の対独国債スプレッドの推移(10年物)



(資料) Bloomberg.L.P

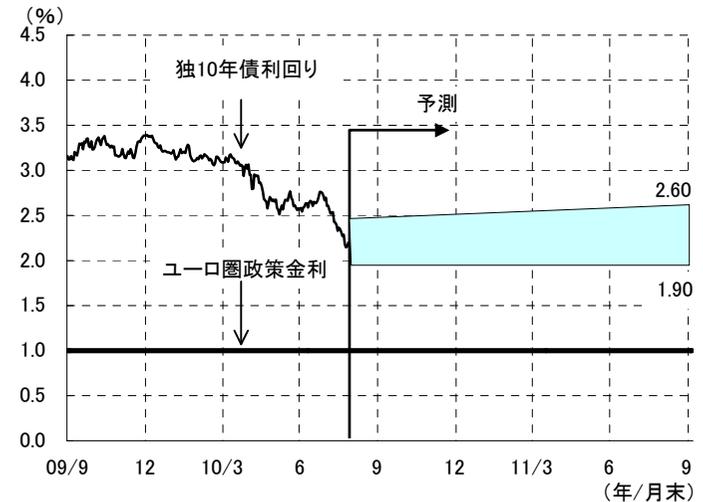
<短期金利>

欧州銀行間金利(Euribor)は、8月入り後に上昇が一服、足元では緩やかな下落傾向に転換。

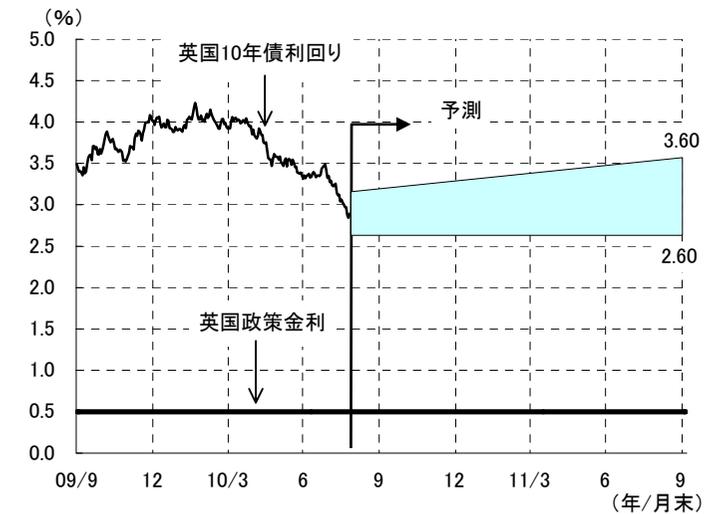
<PIGS諸国の長期金利>

マイナス成長の持続により財政再建が危ぶまれるギリシャでは、国債利回りは8月入り後再び上昇傾向に。アイルランドでも銀行の公的資金投入に伴う財政赤字拡大により、金利ジリ高に。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



(資料) Bloomberg.L.P

(参考) 原油価格を巡る動き

< 8月の原油市況 >

8月のWTI先物は、対ユーロのドル高や世界景気の先行きに対する懸念の強まりなどを受け下落。

< 原油需給動向 >

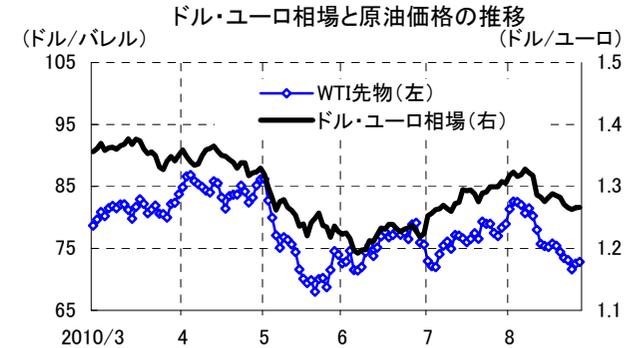
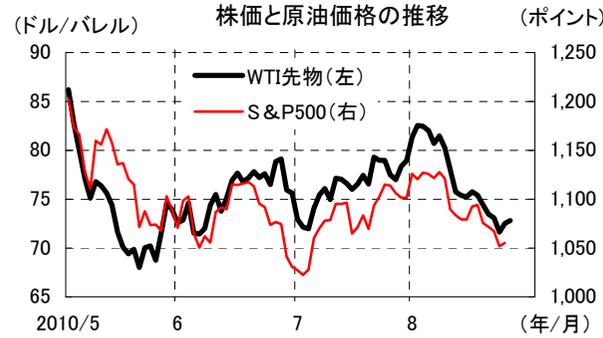
8月の米国原油在庫は、原油輸入量が先月から減少したものの、精製量も同時に減少したため、横ばいで推移。ガソリン在庫は、ドライブシーズン入り後も需要が伸び悩むなか増加。

< 投機筋・投機資金の動向 >

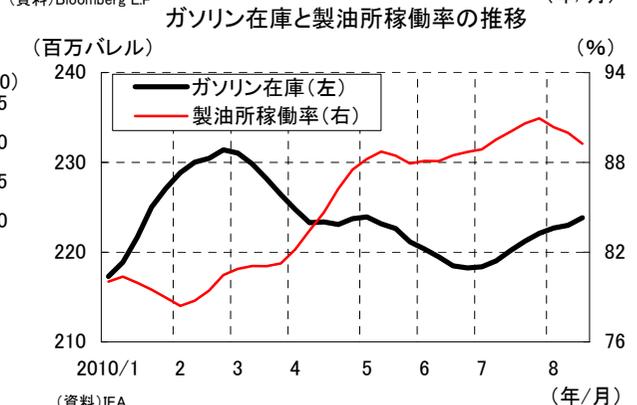
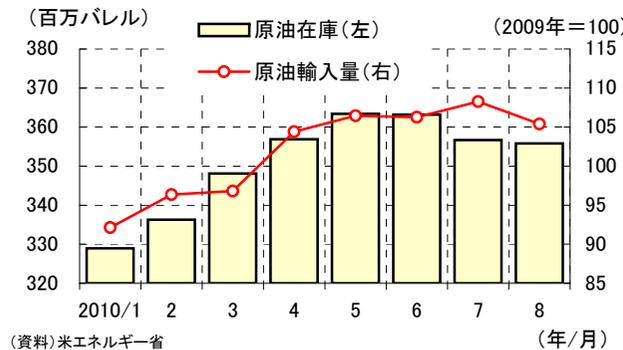
8月のファンド筋の買いポジションは、先月の水準から小幅増加。7月末の熱帯性暴風雨の影響で原油輸入が遅れ、在庫逼迫感が強まるとの見方が8月上旬にかけて広がったことが背景。もっとも、先物市場に対する規制への警戒感や米国景気の鈍化懸念などの買い控え要因も続いているため、大幅な買い増しには至らず。

< 原油価格見通し >

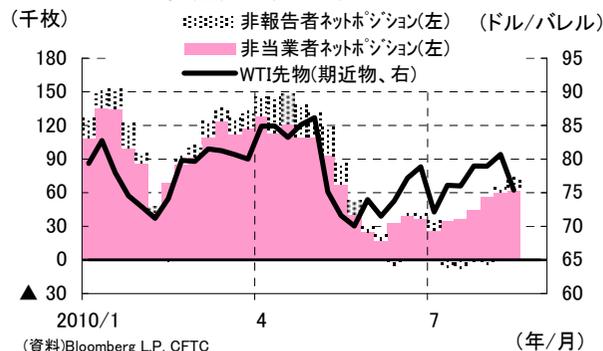
WTI先物は、①米国の景気先行きに対する懸念、②米欧での金融取引規制強化に伴うリスク回避行動の強まりが価格押し下げに作用する一方、新興国の景気拡大に伴う原油需要増加が上昇圧力として作用する結果、70～80ドルのレンジを中心に一進一退の推移が続く見込み。



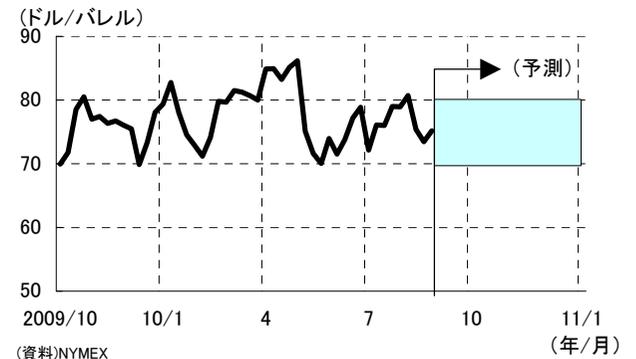
米国原油在庫と輸入量の推移 (月中平均)



投機筋の原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し (期近物、週平均)



(株) 日本総合研究所 海外経済展望 2010年9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 | | FF 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 |
| 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 | 1.09 | 1.475 | 1.45 | 87.72 | 111.81 | 9456.84 | 0.18 | 0.61 | 2.98 | 10222.24 | 0.79 | 2.65 |
| 10/8 | 0.30 | 0.095 | 0.37 | 0.49 | 0.43 | 0.54 | 1.04 | 0.98 | 1.475 | 1.45 | 85.47 | 110.36 | 9268.24 | 0.19 | 0.51 | 2.68 | 10350.40 | 0.83 | 2.37 |

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。