

海外経済展望

2011年1月



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 ～ 8)
原油価格	III

◆本資料は2011年1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	: 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（2011年1月）

1. 米国経済の現状：一部指標に明るさも、本格回復には至らず

- ・足許の米国経済は、製造業の受注環境の改善を受け企業の景況感に明るさが戻りつつあるほか、個人消費も年末商戦を中心に堅調に推移。もっとも、失業率の高止まりが続くなど、雇用情勢は依然として厳しく、本格的な回復には至っていない状況。

<家計部門>

- ・年末商戦は、中だるみしたものの、終盤に盛り返すなど、近年稀にみる堅調。
- ・一方、最近の雇用増はパートタイム労働に限定されているなど、雇用情勢は依然として厳しさが持続。
- ・消費者マインドも、雇用の先行きに対する不安が重石となり、停滞感の強い状況。

<企業部門>

- ・受注環境の改善を受け、企業の景況感に明るさがみられる状況。
- ・もっとも、在庫積み増しの動きが一巡するに伴い生産活動はペースダウンしており、先行き減速感が強まる公算。

<設備投資>

- ・オフィスビルや商業施設など建設投資の減少が続く一方、IT関連や機械投資も回復ペースが鈍化。
- ・工場など製造業の建設支出は大幅な減少に歯止めがかかっておらず、設備投資の盛り上がりは、当面期待薄。

2. トピックス

①減税延長法の成立

- ・総額8,600億ドル規模の減税延長法が成立。
- ・ブッシュ減税や緊急失業給付の継続が決まったことで、家計の大幅な負担増による景気底割れの可能性は大きく後退。
- ・もっとも、既存政策の延長が中心のため、景気押し上げ効果は限定的。2011年の成長率への影響は+0.4%程度にとどまる見込み。
- ・一方、2012年以降は、今回法案に盛り込まれた給与税引き下げなどの新規施策の打ち切りに加え、延長が決まった政策も順次失効とな

るため、景気への下押し圧力が強まる見込み。

②財政悪化懸念と長期金利上昇の影響

- ・減税延長法の成立により、2011年度の連邦財政赤字は過去最大の1.5兆ドルに拡大する公算。
- ・財政赤字拡大に伴い長期金利の上昇圧力は強まっており、金利上昇による悪影響が、減税延長法による景気押し上げ効果を一部相殺してしまう可能性。
- ・一方、11月下旬以降、地方債の利回りも大幅に上昇。地方政府の厳しい財政状況に対する投資家の警戒感の強まりを示唆。
- ・2012年度には、連邦政府による財政支援がほぼ打ち切られることで、州政府の歳入不足は再び拡大する見通し。これを回避すべく、連邦政府が州政府支援を延長すれば、連邦財政赤字が一段と拡大。

3. 景気・金利見通し

<景気見通し：2011年を通して緩慢な成長ペースが続く見通し>

- ・2009年春以来の大型景気対策効果が剥落していくものの、ブッシュ減税延長や給与税引き下げなどが景気下支えに作用。新興国向けを中心とした輸出の増加にも支えられ、景気底堅さを維持する見通し。
- ・もっとも、雇用・所得環境の改善の遅れが足かせとなるため、個人消費の力強い回復は期待薄。2011年の成長率は、2%台前半の緩慢な成長ペースが続く見通し。

<金利見通し：3%台前半を中心とした推移が続く公算>

- ・FEDは、12月14日のFOMCで米国債の購入継続と超低金利政策の維持を決定。今後も、景気や物価の動向を注視しながら、緩和的な政策スタンスを取り続ける見込み。
- ・長期金利は、ブッシュ減税などの延長決定を受け、景気回復期待や財政赤字拡大への警戒感から、上振れしやすい状況に。
- ・もっとも、潜在成長率を下回る緩やかな成長ペースが続くなか、景気の先行きやデフレに対する懸念、FEDによる金融緩和政策の長期化観測が下押し圧力として作用するため、一方的な長期金利上昇が続く可能性は小。当面、3%台前半を中心とした推移が続く公算。

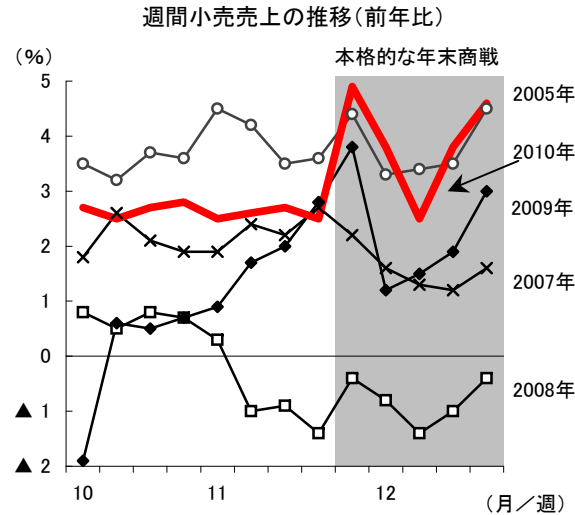
年末商戦の売り上げは好調ながら、雇用情勢は厳しさが持続。

<家計部門>

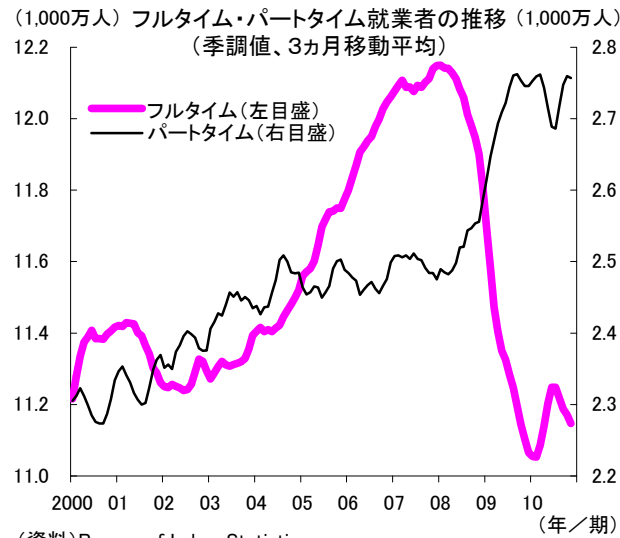
個人消費は、年末商戦を中心に足許で堅調に推移。週次小売統計によると、感謝祭直後の週末（11月最終週）の売り上げが好調だった反動もあり、商戦中盤はやや伸び悩みがみられたものの、終盤にかけて増勢は再び加速。全体でみても、好調だった2005年以来の高い伸びに。

もっとも、雇用情勢は厳しさが持続。11月の失業率は9.8%と前月（9.6%）に比べ上昇。非農業部門雇用者数は前月差+3.9万人と、2ヵ月連続の増加となったものの、前月（同+17.2万人）のような力強い増勢には至らず。雇用形態別の動きをみると、最近の雇用増は賃金が相対的に低いパートタイム労働者に限定されており、フルタイムの雇用は再び減少。

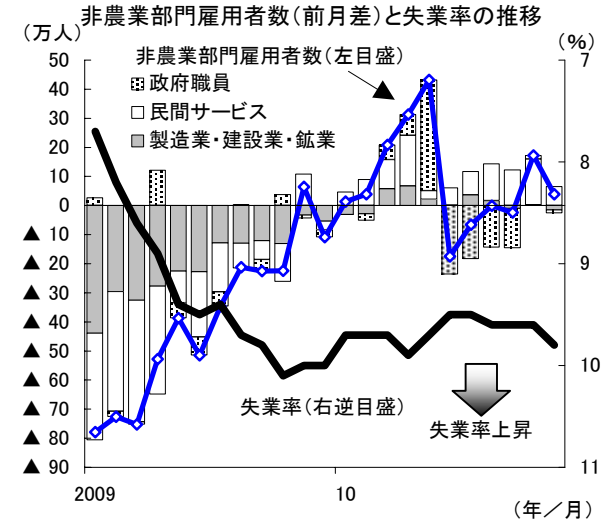
消費者マインドも、雇用の先行きに対する不安が重石となり、停滞感の強い状況。カンファレンス・ボード消費者信頼感指数の動きをみても、12月は3ヵ月ぶりに下落するなど、2009年春以降、低水準での一進一退が持続。



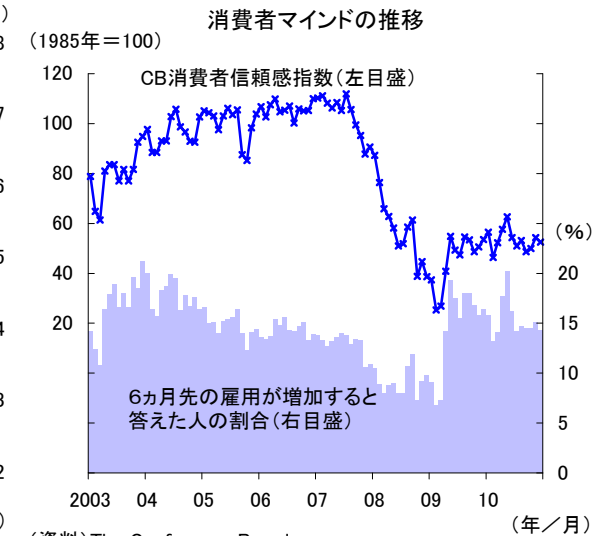
(資料) Redbook Research Inc.



(資料) Bureau of Labor Statistics



(資料) Bureau of Labor Statistics



(資料) The Conference Board

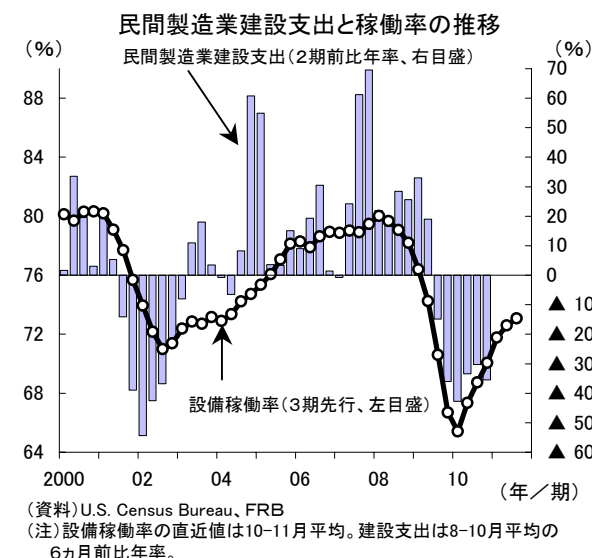
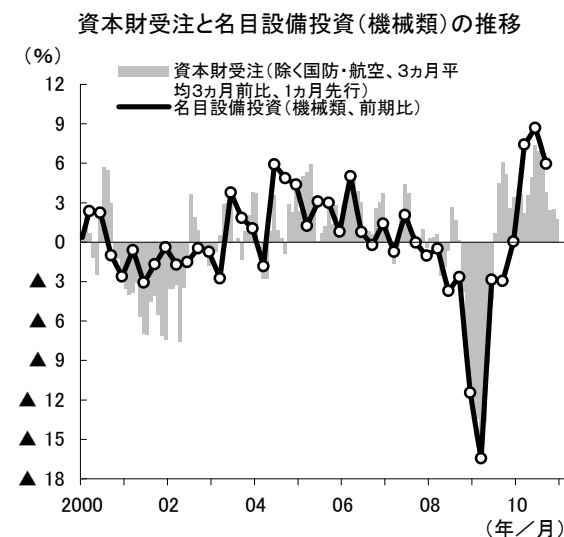
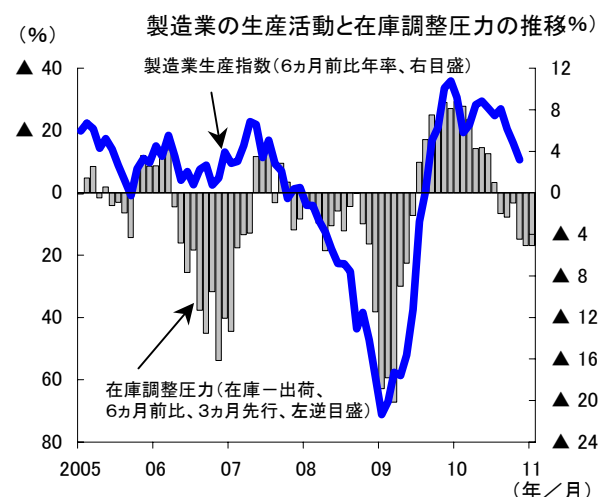
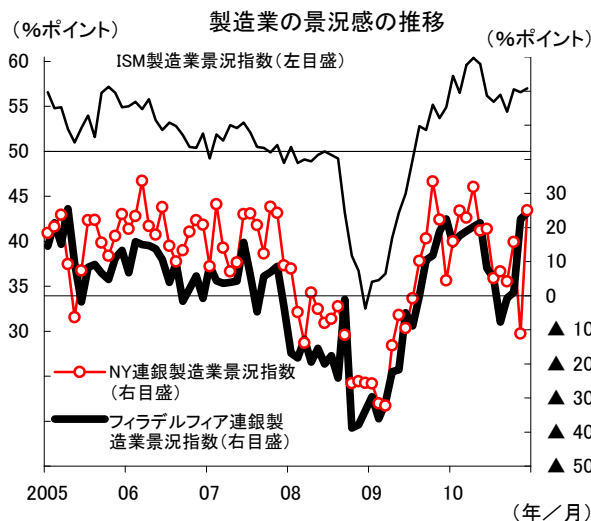
企業マインドには明るさが戻りつつあるものの、生産活動は減速傾向。

<企業部門>

12月のISM製造業景況指数は57.0%ポイントと、9月を底に改善傾向。各地区連銀サーベイでも、12月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数が2005年4月以来の高水準を記録するなど、急低下した年央から持ち直しの動き。いずれも、受注指数が改善していることが背景。もっとも、在庫積み増しの動きが一巡するに伴い、生産の増勢は鈍化。受注環境の改善が先行きの生産活動を下支えするとみられるものの、在庫調整圧力（在庫一出荷：6ヵ月前比）は、在庫削減のインセンティブが働くプラス圏内で推移しており、今後、生産活動の減速感が強まる公算。

<設備投資>

企業の設備投資は、オフィスビル・商業施設など建設投資の減少が続く一方、IT関連や機械投資も回復ペースが鈍化。先行指標である資本財受注は、夏場以降、増勢鈍化が鮮明。リーマンショック後に生じたペントアップ・ディマンドが一巡する一方、稼働率の低迷により生産能力増強の必要性が高まっていないことが背景。工場など製造業の建設支出は大幅な減少に歯止めがかかっておらず、新規投資を中心とした設備投資の盛り上がりは、当面、期待しにくい状況。



減税失効による景気下押しは回避も、既存政策の延長で景気への影響は限定的。

ブッシュ減税の延長などを柱とした、総額8,600億ドル規模の減税延長法案が成立。これにより、ブッシュ減税は富裕層も含め全所得者層で2年間（2012年末まで）延長となったほか、10年11月末まで一旦は打ち切りとなっていた緊急失業給付も、11年末まで継続。これら政策の失効は、経済を大きく下押しするインパクト（11年実質GDPを、それぞれ▲0.5～▲1.4%、▲0.2～▲0.7%程度押し下げ）があっただけに、法案の成立により景気底割れの可能性は大きく後退。

もっとも、法案の内容は既存政策の延長が中心。新たな景気押し上げ効果が期待できる項目は、給与税引き下げや設備投資減税など一部施策に限定。給与税引き下げは、減税規模が比較的大きいものの、多くの家計が負債の圧縮を進めているもとでは、個人消費を大きく押し上げる効果は期待薄。設備投資減税についても、生産能力増強の必要性が乏しい状況下、期待されたほどの投資拡大に繋がらない可能性。このため、法案成立による11年の成長率への影響は+0.4%程度にとどまる見込み。

一方、12年以降については、給与税引き下げの終了、設備投資減税の規模縮小に加え、今回の法案で延長が決まった政策も順次失効となるため、景気への下押し圧力が強まる見込み。

減税延長法の詳細と項目別予算総額

	予算総額 (億ドル)
減税措置の拡充	
1年間の給与税引き下げ (社会保障税6.2%⇒4.2%)	1,120
設備投資減税 (12年末までの減価償却制度拡充、 11年100%即時償却可、12年50%)	220 (当初2年で1,100億 ドル程度の減税)
連邦遺産税減税延長案の拡充 (政府・民主党案に比べ控除額を 引き上げ、税率を引き下げ)	230
2010年末で期限切れを迎える減税措置の延長	
ブッシュ減税(12年末まで2年間) 〔富裕層向け〕	5,460 (1,060)
低所得者・子育て世帯向け税控除 (12年末まで2年間延長)	560
その他減税・補助金の1年間延長 (研究開発投資減税・再生エネルギー 助成金などを11年末まで延長)	560
緊急失業給付の延長(11年末まで)	570

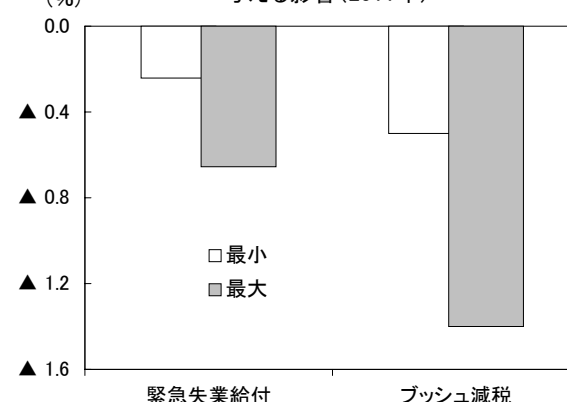
(資料) The White House、The Joint Committee On Taxation、CBO などをもとに日本総研作成。

(注1) 予算総額は、2011-20年度における10年間での財政負担額。

(注2) 遺産税は、ブッシュ政権時代に成立した段階的な税率引き下げにより、2010年は税率0%。減税失効に伴い11年からは基礎控除100万ドル、税率55%で課税。法案では、基礎控除を500万ドル、税率35%とする減税を2年間実施。これより減税規模の小さい政府・民主党案での減税延長(09年時の減税措置と同様、基礎控除350万ドル、税率45%)にかかるコストは、ブッシュ減税延長の項目に計上し、そこからの増額分を減税措置の拡充に記載。

(注3) 設備投資減税は、減税措置を利用して償却額を積み増すと、翌年度以降は従来制度に比べ納税額が増えるため、長期的な財政負担は当初2年間の減税額より小さくなる。

ブッシュ減税・緊急失業給付の廃止が実質GDPに与える影響(2011年)

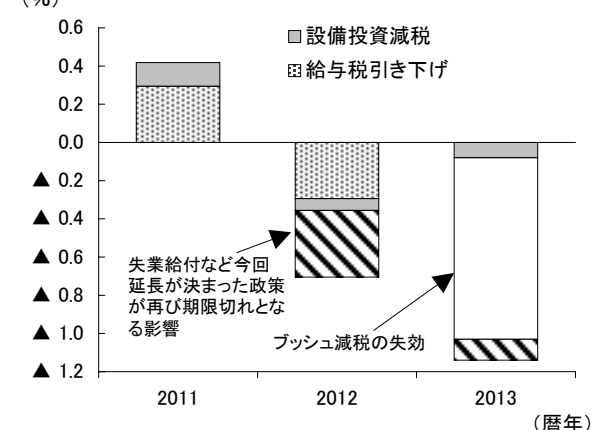


(資料) The Joint Committee On Taxation、CBOをもとに日本総研作成。

(注1) ブッシュ減税廃止の影響については、CBOが試算したブッシュ減税延長・恒久化の影響をもとに作成。

(注2) 緊急失業給付廃止の影響は、CBOの政府乗数などをもとに試算。

減税延長法によるGDP成長率への影響(前年比)



(資料) Congressional Budget Office などをもとに日本総研作成。

(注) CBOやCenter on Budget and Policy Priorityが試算した政府乗数などを加味し、日本総研作成。

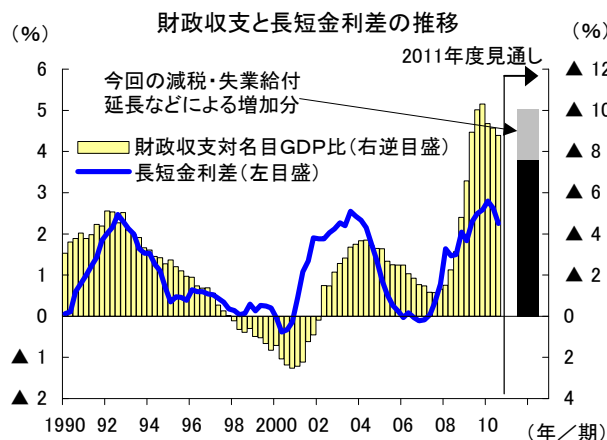
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

減税延長に伴う財政赤字拡大により、長期金利の上昇圧力は増大。

これら一連の施策は、財政赤字の大幅な拡大要因に。減税延長法の成立により、2011年度の連邦財政赤字は過去最大の1.5兆ドルに拡大し、対名目GDP比でみても10%超に上昇する公算。財政赤字拡大に伴い長期金利の上昇圧力は強まっており、金利上昇による悪影響が、給与税引下げなどの景気押し上げ効果を一部相殺してしまう可能性。ちなみに、長期金利の上昇が経済に与える影響を試算してみると、1%の金利上昇が、個人消費や設備投資の減少を通じて実質GDPを▲0.6%押し下げるという結果に。

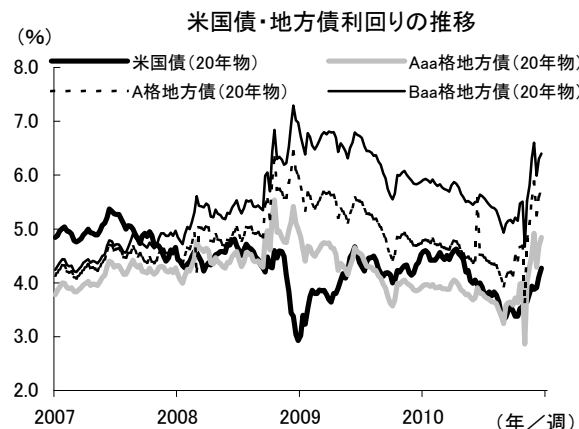
一方、11月下旬以降、地方債の利回りも大幅に上昇。地方政府の資金調達支援のために実施されていたビルドアメリカ債プログラム(*)の打ち切り(10年末)に伴う需給悪化懸念に加え、厳しい財政状況に対する投資家の警戒感の強まりを示唆。州政府の財政状況をみると、多くの州で2月から予算審議が始まる2012年度(11年7月～12年6月)は、連邦政府による財政支援打ち切りに伴い、歳入不足が再び拡大する見込み。これを回避すべく、連邦政府が州政府支援を延長すれば、連邦財政赤字が一段と拡大し、さらなる長期金利上昇を招く恐れ。

*ビルドアメリカ債プログラムは、通常の地方債では免税となっている利子所得に課税する代わりに、連邦政府が利子課税分相当の補助金を支給することで、地方政府の負担増なしに高利回りの債券を発行可能にした制度。利子所得税免税の恩恵の少ない中所得者層などへ購入層を拡大することが目的。



(資料) Department of The Treasury, Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Officeなどをもとに日本総研作成。

(注1) 財政収支は4四半期累計。長短金利差は、10年債－2年債利回り。
(注2) 2011年度(10年10月～11年9月)見通しは、CBOの8月時点の見通しに、その後成立した中小企業金融支援法の影響を加味。



(資料) FRB, Bloomberg L.P.

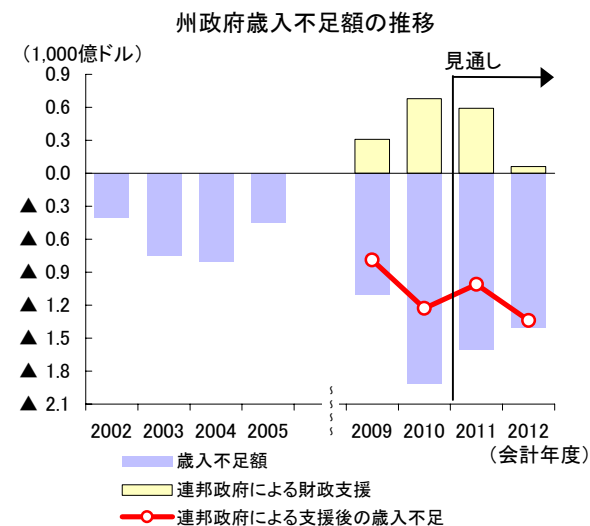
(注1) 地方債の利回りはMoody's地方債インデックス(新規に発行される一般財源保証債の平均利回りを示したもの)。

(注2) 米地方債は、保有により得られる利子所得に対して税制優遇が受けられるため、同年限の米国債利回りを下回る状況が起こりうる。

1%の長期金利上昇が経済に与える影響

実質GDP	▲0.6%
個人消費	▲0.2%
住宅投資	▲3.0%
設備投資	▲3.8%

(注) 個人消費、住宅投資、設備投資への影響は以下の推計式をもとに算出。実質GDPへの影響は、これら3項目の減少を通じた影響のみ考慮。
 $\text{Ln(実質個人消費)} = -0.45 + 0.88 * \text{Ln(実質可処分所得)} + 0.06 * \text{Ln(住宅価格)}$
 (4.538) (70.551) (9.749)
 $+ 0.03 * \text{Ln(株価)} + \Delta 0.002 * \text{実質長期金利}$
 (7.053) (▲2.046)
 $\text{Ln(実質住宅投資)} = 15.44 + 0.82 * \text{Ln(実質個人所得)} + \Delta 0.03 * \text{実質長期金利}$
 (11.188) (5.117) (▲2.185)
 $+ \Delta 0.16 * \text{金融機関貸出態度DI}$
 (▲18.381)
 (金融機関貸出態度DIは、住宅ローン(2007Q2以降はプライム・ローン)について、1991Q1を100とした累積値を計算し変数に使用)
 $\text{Ln(実質設備投資)} = 2.93 + 0.04 * \text{Ln(税引き前企業利益)}$
 (12.066) (1.946)
 $+ 0.52 * \text{Ln(株価)} + \Delta 0.038 * \text{実質長期金利}$
 (18.865) (▲6.385)
 推計期間: 1995Q1～2010Q3 ()内はt値。



(資料) Center on Budget and Policy Priority

2011年を通して2%台前半の緩慢な成長ペースが続く見通し。

<景気見通し>

米国経済は、2009年春以来の大型景気対策効果が剥落していくものの、ブッシュ減税延長や給与税引き下げなどが景気下支えに作用。新興国向けを中心とした輸出の増加にも支えられ、景気底堅さを維持する見通し。

もっとも、雇用・所得環境の改善の遅れが足かせとなるため、個人消費の力強い回復は期待薄。2011年の成長率は、2%台前半の緩慢な成長ペースが続く見通し。

<金利見通し>

FEDは、12月14日のFOMCで米国債の購入継続と超低金利政策の維持を決定。今後も、景気や物価の動向を注視しながら、緩和的な政策スタンスを取り続ける見込み。

長期金利は、ブッシュ減税などの延長決定を受け、景気回復期待や財政赤字拡大への警戒感から、上振れしやすい状況に。もっとも、潜在成長率を下回る緩やかな成長ペースが続くなか、景気の先行きやデフレに対する懸念、FEDによる金融緩和政策の長期化観測が下押し圧力として作用するため、一方的な長期金利上昇が続く可能性は小。当面、3%台前半を中心とした推移が続く公算。

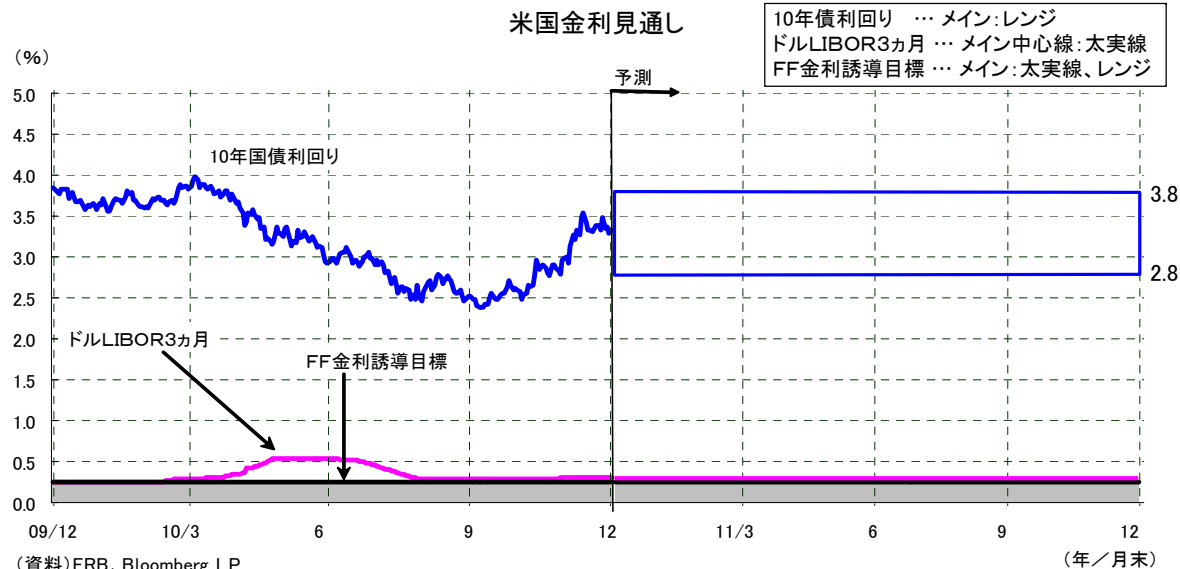
米国経済・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2010年				2011年				2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
実質GDP	3.7	1.7	2.6	2.1	2.2	2.1	2.3	2.4	▲ 2.6	2.8	2.2
個人消費	1.9	2.2	2.4	2.9	2.3	2.1	2.3	2.4	▲ 1.2	1.7	2.4
住宅投資	▲ 12.3	25.7	▲ 27.3	▲ 3.8	2.5	2.7	3.1	3.2	▲ 22.9	▲ 3.4	▲ 1.6
設備投資	7.8	17.2	10.0	4.6	4.5	4.6	4.9	6.0	▲ 17.1	5.5	6.1
在庫投資	2.6	0.8	1.6	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.0	▲ 0.6	1.5	0.1
政府支出	▲ 1.6	3.9	3.9	▲ 0.1	0.4	0.7	0.5	0.2	1.6	1.1	1.0
純輸出	▲ 0.3	▲ 3.5	▲ 1.7	0.3	0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	1.1	▲ 0.7	▲ 0.4
輸出	11.4	9.1	6.8	5.2	5.8	6.2	6.3	6.6	▲ 9.5	11.5	6.2
輸入	11.2	33.5	16.8	2.4	4.1	4.6	5.1	5.4	▲ 13.8	13.8	7.1
実質最終需要	1.1	0.9	0.9	2.7	2.3	2.2	2.3	2.4	▲ 2.1	1.2	2.1
消費者物価	2.4	1.8	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	▲ 0.4	1.6	1.4
除く食料・エネルギー	1.3	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.7	1.0	0.8

(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。



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

6,000億ドルの米国債購入継続と超低金利政策の維持を決定。

FEDは12月14日のFOMCで、0.00～0.25%の政策金利を維持するとともに、2011年6月末までに米国債6,000億ドルを買い入れる量的緩和の継続を決定。

声明では、個人消費に対する判断をやや上方修正したものの、景気や物価の先行きについては、これまで同様慎重な見方を維持。6,000億ドルの米国債購入プログラムについても、規模・買い入れペースともに据え置くことを決定。足許の物価動向をみると、11月のコアPCEデフレーターは前年比+0.8%と、FEDが長期的に望ましいと判断するレンジ（前年比+1%台後半～2%）を大きく下回る状況。失業率の高止まりが続いていることも踏まえれば、今後も現行の緩和政策を長期にわたり継続する見込み。

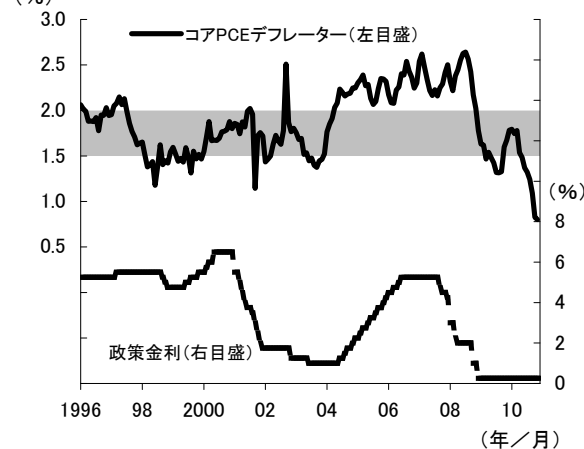
もっとも、米国債の購入額積み増しなど、量的緩和拡大に対するFEDの姿勢は、今後やや慎重化する可能性あり。理由は、2011年1月のFOMCから、政策決定の投票権を持つ連銀総裁が交代となり、積極的な緩和支持派が多数外れ、プロッサー・フィラデルフィア連銀総裁など量的緩和の有効性を疑問視する3名の総裁が投票権を有するため。FOMCの中で追加緩和を巡って意見の相違が生じる可能性が従来よりも高まるリスクに要注意。

FOMC声明(要旨)

今回(12月14日)		前回(11月2、3日)
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。	FFレート (誘導目標)	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。
- 経済の回復継続も、失業率の引き下げには不十分。 - 個人消費は緩やかに増加。 - 長期のインフレ期待はなお安定しているものの、インフレ基調を示す指標は低下傾向が持続。 - 失業率は依然高水準にあり、インフレ基調を示す指標も、最大限の雇用確保と物価安定の促進に長期的に一致していると考える水準に比べ、やや低い。 - 物価安定という流れの中で、より高いレベルの資源活用へ徐々に復帰すると想定しているものの、残念ながらその目標に向けた進展は遅い。	景気判断・インフレ認識	- 生産と雇用の回復ペースは引き続き緩慢。 - 個人消費は徐々に増加しつつある。 - 長期のインフレ期待はなお安定しているものの、インフレ基調を示す指標はここ数四半期低下傾向。 - 失業率は依然高水準にあり、インフレ基調を示す指標も、最大限の雇用確保と物価安定の促進に長期的に一致していると考える水準に比べ、やや低い。 - 物価安定という流れの中で、より高いレベルの資源活用へ徐々に復帰すると想定しているものの、残念ながらその目標に向けた進展は遅い。
- 保有証券から得られる償還資金の米国債への再投資を継続。 - 米国債の追加購入は、規模・ペースともに据え置き。今後、定期的に見直し、必要に応じて調整する方針。 - 景気回復を促進し物価上昇率を適正な水準に戻すため、必要に応じて政策手段を提供する意向。	非伝統的金融政策	- 保有証券から得られる償還資金を米国債に再投資する現在の政策を維持。 - さらに、2011年第2四半期末までに米国債を6,000億ドル購入(規模とペースは定期的に見直しを実施)。 - 景気回復を促進し物価上昇率を適正な水準に戻すため、必要に応じて政策手段を提供する意向。

(資料)FRBを基に日本総研作成

政策金利と物価上昇率(前年同月比)の推移



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

(注)シャドー部分は、FRBが望ましいとみているとされる長期的な物価上昇率のレンジ(前年比1%台後半～2%)。

FOMCで投票権を持つメンバーの交代

これまでの追加緩和を支持	追加緩和の効果に懐疑的
バーナンキ議長、イエレン副議長 デューク理事などFEDの理事4名 ダドリー・NY連銀総裁 (※)10年、11年ともに投票権を保有	
2010年 ブラード(セントルイス連銀総裁) ピアナルト(クリーブランド連銀総裁) ローゼングレン(ボストン連銀総裁)	ホーニグ(カンザスシティ連銀総裁)
2011年 エバンス(シカゴ連銀総裁)	フィッシャー(ダラス連銀総裁) プロッサー(フィラデルフィア連銀総裁) コチャラコタ(ミネアポリス連銀総裁)

(資料)FRB, Bloomberg L.P. などをもとに日本総研作成。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

欧州経済概説（2011年1月）

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

ユーロ圏景気は持ち直しが続いているものの、回復ペースは足元にかけて鈍化。主因は、既往ユーロ安の一服を受けた域外向け輸出の増勢鈍化。

＜欧州金融安定メカニズムの現状＞

アイルランドを筆頭に債務問題を巡る市場の懸念が払拭されないなか、欧州金融安定メカニズムの救済資金が不足するとの懸念が台頭。ユーロ圏各国は11月下旬以降、市場安定化に向けて、①保証総枠の引き上げ、②欧州共同債の発行などの対応について議論するも、いずれも法律・政治両面で実現に障害がある状況。12月16日・17日に開催された欧州首脳会議の結果、2013年6月に『欧州版・国際通貨基金』を常設することが決定されたものの、保証総枠の増額などについては先送りが決定されており、救済資金不足時の対応については依然不透明な状況。早期に方針が固まらない場合、市場の混乱が続く恐れ。

【景気の見通し】

ユーロ圏景気は、新興国向け輸出の増加が引き続き押し上げに作用するものの、①財政緊縮を進めるP I G S諸国の景気低迷、②既往ユーロ安効果の一巡を受けた輸出の増勢鈍化、③ドイツ・フランスなどの緊縮財政の本格化を受けた内需の停滞感の強まりを背景に、年率＋1％弱の低調な成長ペースが長期化する見込み。

インフレ率は、①既往ユーロ安による輸入物価上昇圧力の一巡、②各国の緊縮財政を受けたデフレ圧力の強まりを背景に、1％割れに向けて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】

E C Bは、現行の政策金利水準を当面継続する見通し。P I G S諸国の財政赤字問題の早期解決が見込めないなか、必要に応じて国債買入れなどの非伝統的な措置を強化する可能性も。独10年国債利回りは、①欧州の信用不安に伴う安全資産への逃避、②2011年入りの後の緊縮財政に伴う低成長持続を背景に、当面低位安定が続く見通し。

3. 英国景気の現状と展望

【景気の現状】

英国景気は、内需の低迷が続く一方、外需が景気を下支えする構図が持続。11月のP M I指数（購買担当者景気指数）は、製造業の持ち直しを主因に3ヵ月連続上昇。もっとも、緊縮財政の本格化を受けて内需の停滞感は今後一段と強まると予想されるため、先行き楽観できず。

＜住宅市場・個人消費＞

英国内需は住宅市場を中心に低迷。住宅ローン承認件数は年央以降再び減少しており、住宅価格に一段の下落圧力を課す方向。

消費者マインドは、新年からの緊縮財政の本格化を控えて足元にかけて大幅悪化。

【景気の見通し】

英国景気は、①家計のバランスシート調整持続、②緊縮財政の本格化を主因に、成長率が大幅に鈍化する見通し。とりわけ、2011年1～3月期は、付加価値税引き上げの影響が集中的に顕れるため、マイナス成長となる公算。

インフレ率は、付加価値税の引き上げを受けて春先にかけて＋3％前後で推移するものの、その後はポンド安に伴うエネルギー価格の上昇の一巡や景気低迷に伴うデフレ圧力の強まりを背景に低下していく見通し。

4. 英国金利見通し

【金融政策・長期金利】

B O Eは、英国景気の先行き失速懸念が払拭されないなか、現行の政策金利水準を当面維持する見通し。英10年国債利回りは、当面景気低迷が金利低下圧力として作用するものの、中期的には税収の伸び悩みを受けて財政再建が計画通り進まず、国債需給が悪化するリスクも残存。

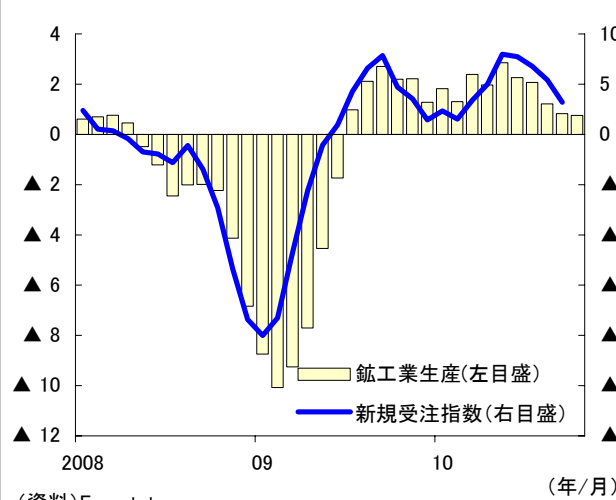
ユーロ圏経済：回復ペースは鈍化。

ユーロ圏景気は持ち直しが続いているものの、回復ペースは足元にかけて鈍化。主因は、既往ユーロ安の一服を受けた域外向け輸出の増勢鈍化。

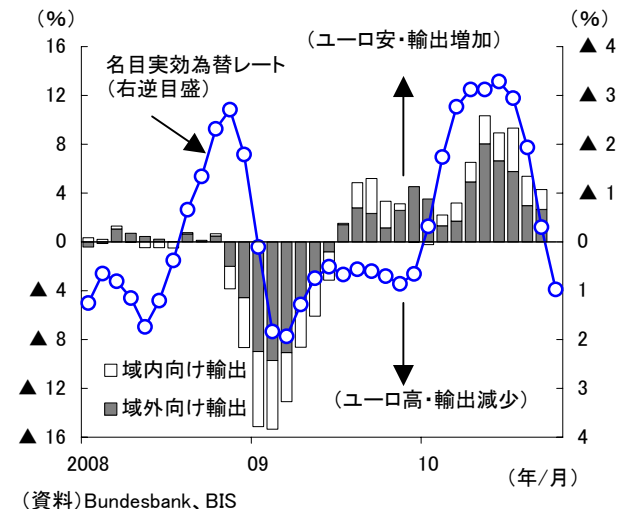
域内需要は低迷が長期化。消費者マインドは、雇用環境の改善が続くドイツ・オーストリアなどでは持ち直しつつあるものの、緊縮財政が続くPIGS諸国では低迷。2011年からはPIGS諸国に加えて、ドイツ・フランスなど経済規模の大きい国も緊縮財政措置を行うため、内需の停滞感は一段と強まる公算大。

ちなみに、独仏伊の緊縮財政を受け、ベルギー・オランダなど、同地域向け輸出比率の高い地域でも景気減速色が強まる見通し。

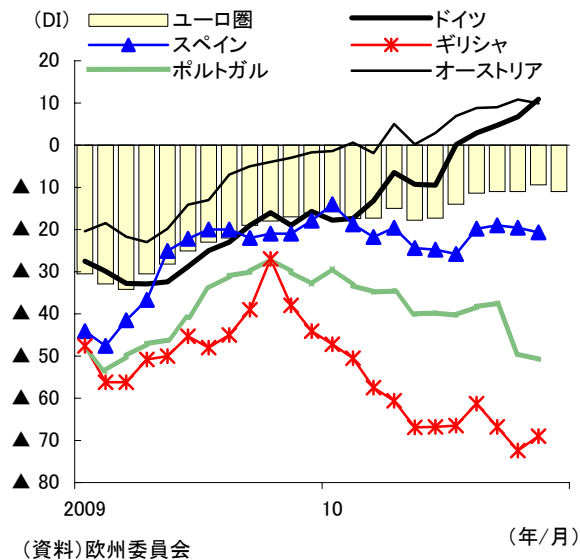
ユーロ圏の鉱工業生産・新規受注指数の推移
(後方3ヵ月平均、3ヵ月前比) (%)



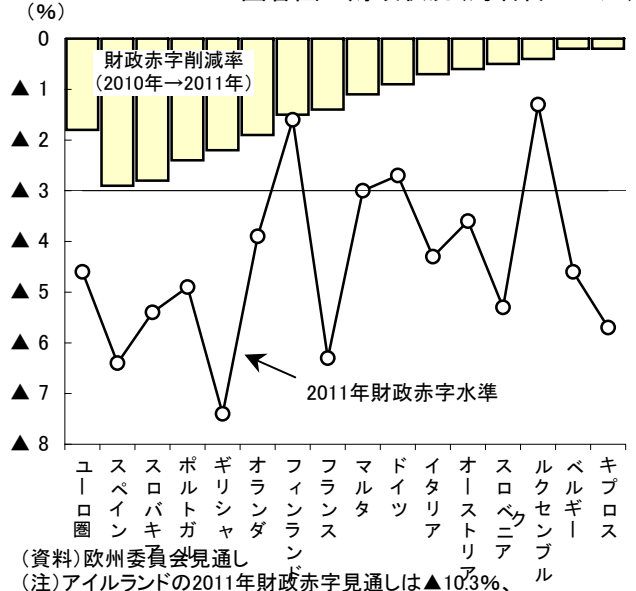
ドイツの域内外別名目輸出と名目実効為替レートの推移 (後方3ヵ月平均、3ヵ月前比)



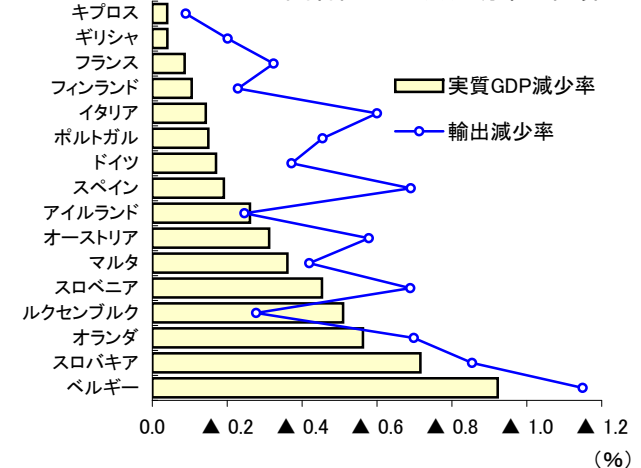
ユーロ圏各国の消費者信頼感指数の推移



ユーロ圏各国の財政状況 (対名目GDP比)



ドイツ・フランス・イタリアの緊縮財政による
ユーロ圏各国への波及効果の試算



(株) 日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

欧州金融安定メカニズムの現状①

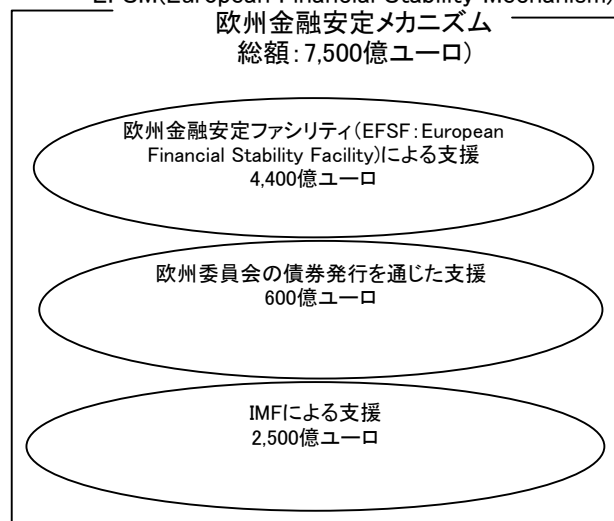
アイルランドを筆頭に債務問題を巡る市場の懸念が払拭されないなか、欧州金融安定メカニズムの救済資金が不足するとの懸念が台頭。すなわち、総額7,500億ユーロの救済資金のうち、4,400億ユーロのEFSF(欧州金融安定ファシリティ)は、各国の政府保証を基に債券発行を行い資金を調達するため、一定金額を各々割り当てられた保証国数が減少するにつれて保証総枠が減少する仕組み。

ギリシャ・アイルランドが保証国から支援要請国に回ったことを受けて、当初の保証枠は4,206億ユーロに減少。今後、金融危機が拡大し、ポルトガル・スペインが支援要請国になる場合を想定すると、保証総枠は3,572億ユーロへ減少。

アイルランド・ポルトガル・スペインの2011～13年までの国債償還額と予想財政赤字の合計は、6,132億ユーロ。ポルトガル・スペインが金融支援要請国に回った場合、資金が枯渇する恐れ。

こうした点を不安視した市場の動揺を受けて、ユーロ圏各国は11月下旬以降、①保証総枠の引き上げ、②欧州共同債の発行、などの措置やECBによる国債購入額増加について議論。

EFSM(European Financial Stability Mechanism)



保証国減少による支援総枠と
ドイツ・フランスの負担比率への影響

	創設時	除外国		
		①ギリシャ・アイルランド	②(=①+ポルトガル・スペイン)	③(=②+イタリア)
EFSF保証総枠(億ユーロ)	4,400	4,206	3,572	2,784
(創設時との差額)	0	▲ 194	▲ 828	▲ 1,616
ドイツ負担比率	27.1	28.4	33.4	42.9
フランス負担比率	20.4	21.3	25.1	32.2
欧州委員会・IMFによる支援枠を含む救済枠総額(億ユーロ)	7,500	7,306	6,672	5,884

(資料)EFSFを基に日本総研作成

ユーロ圏各国の拠出金・拠出比率

	負担金	
	出資額 (100万ユーロ)	比率 (%)
ドイツ	119,390	27.1
フランス	89,657	20.4
イタリア	78,785	17.9
スペイン	52,353	11.9
オランダ	25,144	5.7
ベルギー	15,292	3.5
ギリシャ	12,388	2.8
オーストリア	12,241	2.8
ポルトガル	11,035	2.5
フィンランド	7,905	1.8
アイルランド	7,002	1.6
スロバキア	4,372	1.0
スロベニア	2,073	0.5
ルクセンブルク	1,101	0.3
キプロス	863	0.2
マルタ	398	0.1
合計	440,000	100.0

(資料)EFSF

スペイン・ポルトガル・アイルランドの国債償還額と
財政赤字額(2011～13年合計)

(億ユーロ)			
	償還額	財政赤字	合計
3カ国合計	3,351	2,781	6,132
スペイン	2,668	2,069	4,737
ポルトガル	460	251	712
アイルランド	222	460	682

(資料)Bloomberg.L.P、IMF

(注1)2011～13年の財政赤字額はIMF見通し。

(注2)ギリシャ救済費用はEFSMとは別の独自救済枠から拠出。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

欧州金融安定メカニズムの現状②

もっとも、救済枠の拡大や共同債の発行には法律・政治両面で実現に障害がある状況。法律面についてみると、支援策のあり方によっては、『非救済条項』を掲げるリスボン条約に抵触するため、同条約の修正なしには実施が不可能となる可能性。政治面では、各国が予算権限の部分移譲を拒む公算大。

ユーロ圏各国の追加支援策に対するスタンスをみると、スペイン・イタリア・ベルギーなどは救済枠の拡大に対して積極的。一方、負担額の増加を懸念するドイツ・フランス・オランダなどは拡大に対して反対を表明。

12月16日・17日に開催された欧州首脳会議の結果、2013年6月に『欧州版・国際通貨基金』を常設することが決定されたものの、補償総枠の増額などは問題が先送りされており、救済資金不足時の対応については依然不透明な状況。

早期に方針が固まらない場合、アイルランドの総選挙が予定される2月や、ポルトガル・スペインの国債大量償還が控える4～5月にかけて市場が混乱する恐れ。

リスボン条約の非救済条項と例外規定

<125項 第1項>

The Union shall not be liable for or assume the commitments of central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of any Member State, without prejudice to mutual financial guarantees for the joint execution of a specific project.

A Member State shall not be liable for or assume the commitments of central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of another Member State, without prejudice to mutual financial guarantees for the joint execution of a specific project.

”EUは、加盟国の中央政府、地方政府、その他の公的機関、公法に基づく組織、公営企業に対して責任を負うことはない。但し、本規定は特定のプロジェクトの共同実施のための相互の債務保証を妨げるものではない。

加盟国は、加盟国の中央政府、地方政府、その他の公的機関、公法に基づく組織、公営企業に対して責任を負うことはない。但し、本規定は特定のプロジェクトの共同実施のための相互の債務保証を妨げるものではない”

<122項 第2項>

Where a Member State is in difficulties or is seriously threatened with severe difficulties caused by natural disasters or exceptional occurrences beyond its control, the Council, on a proposal from the Commission, may grant, under certain conditions, Union financial assistance to the Member State concerned. The President of the Council shall inform the European Parliament of the decision taken.

”自然災害や例外的な出来事により、加盟国が困難に陥るか深刻な脅威にさらされる場合、EU議会はEU委員会からの提案を受けて、一定の条件の下で加盟国への金融支援を与えることができる。EU議長はその決定を報告する必要がある。”

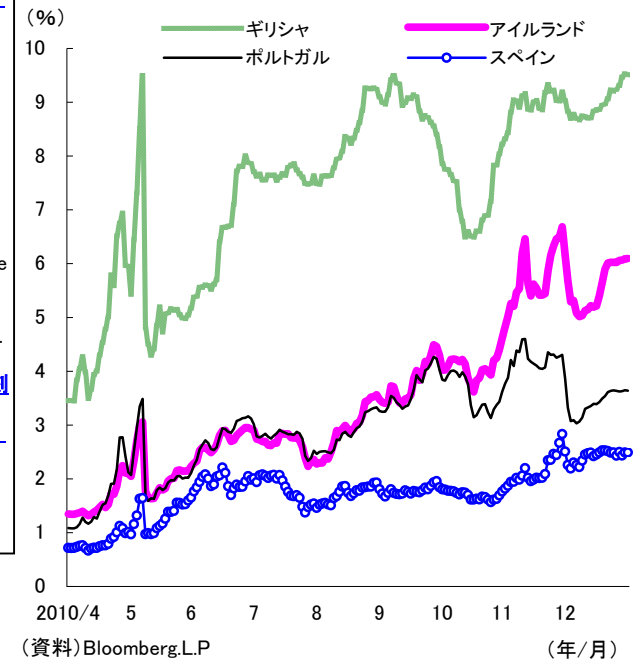
(資料)Lisbon Treaty

ユーロ圏各国の支援枠拡大・共同債発行に対するスタンス

賛成	反対
・ベルギー	・ドイツ
・イタリア	・フランス
・ギリシャ	・オランダ
・ルクセンブルク	
・オーストリア	

(資料)新聞報道を基に日本総研作成。

PIGS諸国の対独国債スプレッドの推移(10年物)



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

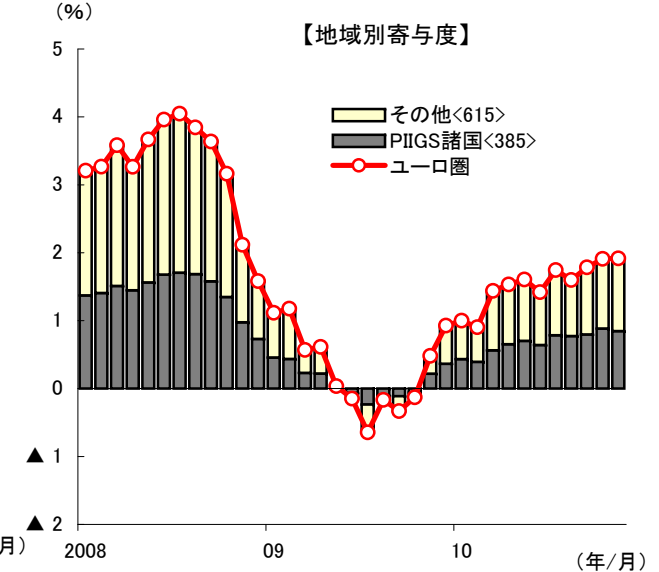
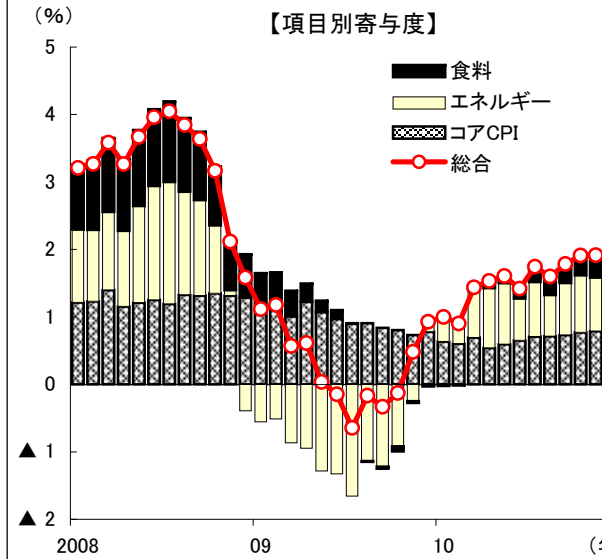
ユーロ圏物価動向：デフレ圧力は残存。

ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)は、2010年入り後、緩やかな上昇が持続。もっとも、最近の上昇は、①資源価格上昇、②PIGS諸国の増税によるところが大きく、景気低迷に起因するデフレ圧力は根強く残存。

2011年も資源価格上昇が消費者物価上昇に作用し続けるものの、その寄与度は縮小する見込み。増税の影響が一巡する年後半にかけてCPI前年比は大幅に鈍化する見通し。

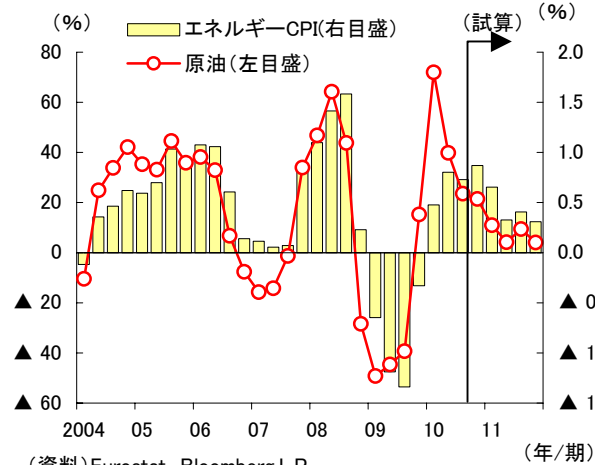
地域別にみると、アイルランド・スペインなどPIGS諸国では、過剰貸出の調整に伴う金融面からの物価下押し圧力が続く公算。加えて、金融危機以前の相対的な高インフレの結果、同諸国の競争力はドイツと比べて大幅に低下しており、競争力回復に向けてデフレ政策を余儀なくされる状況。

ユーロ圏消費者物価指数の推移(前年比)



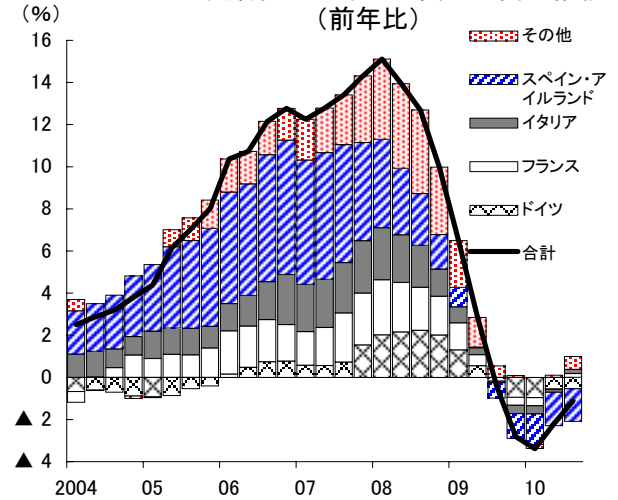
(資料)Eurostat
(注)地域別寄与度凡例カソ内数値は全体(=1000)に対するウェイト。

原油価格(前年比)とユーロ圏エネルギーCPI(全体への前年比寄与度)の推移



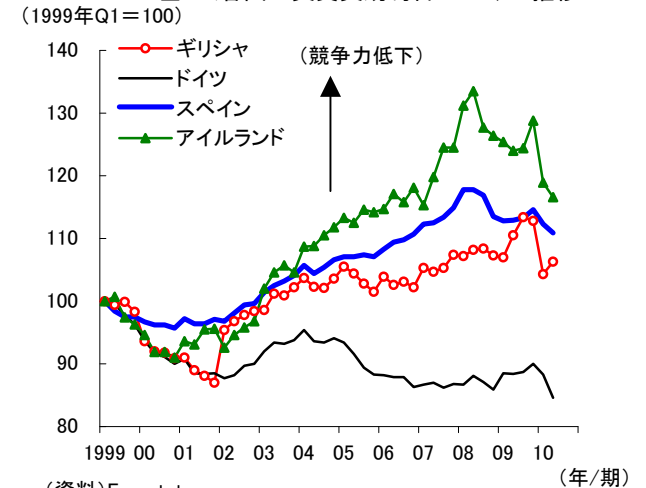
(資料)Eurostat, Bloomberg.L.P
(注)先行きの原油価格は、12/15時点の原油・為替先物価格を基に計算。エネルギーCPIは原油価格を説明変数とする推計式に基づいて試算。

ユーロ圏各国の企業向け貸出残高の推移(前年比)



(資料)ECB

欧州各国の競争力指数(単位あたり労働コストに基づく各国の実質実効為替レート)の推移



(資料)Eurostat
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

英国経済：住宅市場を中心に内需は低迷。

英国景気は、内需の低迷が続く一方、外需が景気を下支えする構図が持続。11月のPMI指数（購買担当者景気指数）は、製造業の持ち直しを主因に3ヵ月連続上昇。もっとも、緊縮財政の本格化を受けて内需の停滞感は今後一段と強まると予想されるため、先行き楽観できず。

<輸出動向>

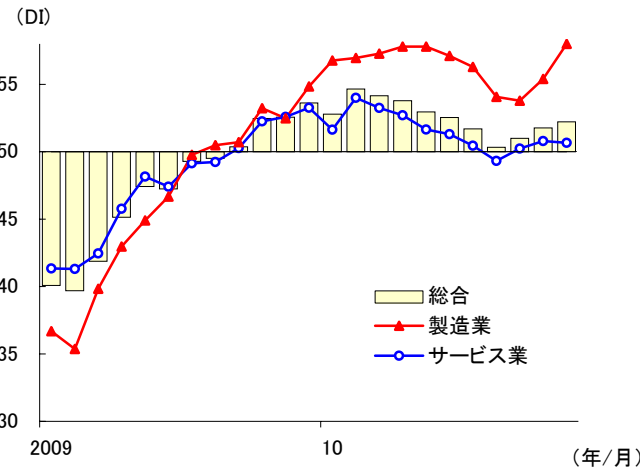
相手先別輸出をみると、ユーロ圏外EU向け・新興国向けが牽引。もっとも、輸出の約50%を占めるユーロ圏向けは、各国での緊縮財政を背景に今後低迷が予想され、先行き増勢が鈍化する見込み。

<住宅市場・個人消費>

一方、内需は住宅市場を中心に低迷。住宅ローン承認件数は年央以降再び減少しており、今後も住宅価格は一段と下落する見込み。

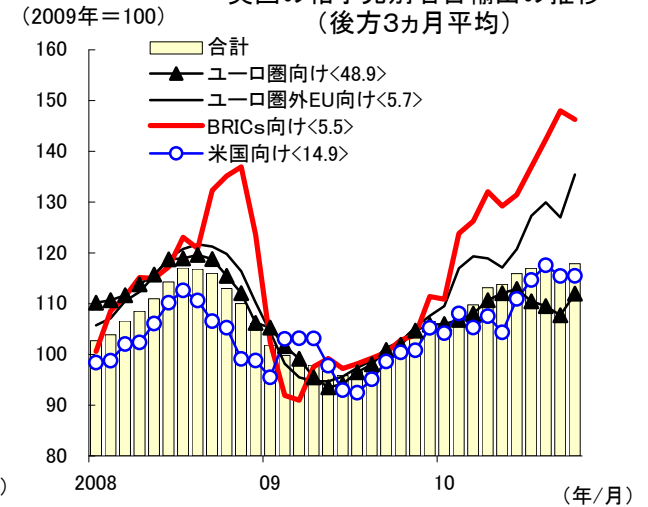
消費者マインドは、新年からの緊縮財政の本格化を控えて足元にかけて大幅悪化。個人消費は、付加価値税の引き上げ（17.5%→20.0%）の影響が集中的に顕れる2011年1～3月期に前期比マイナスとなる公算大。

英国のPMI指数の推移



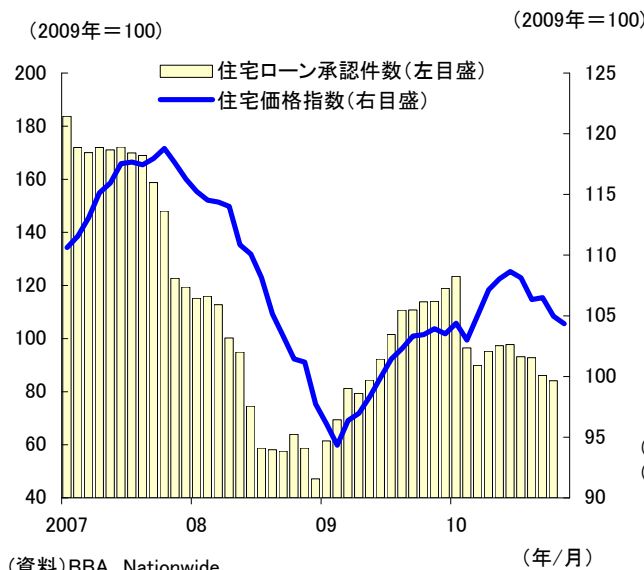
(資料) Markit
(注) 産出DIの他、受注残高DIや雇用DIを含む合成DI。

英国の相手先別名目輸出の推移
(後方3ヵ月平均)



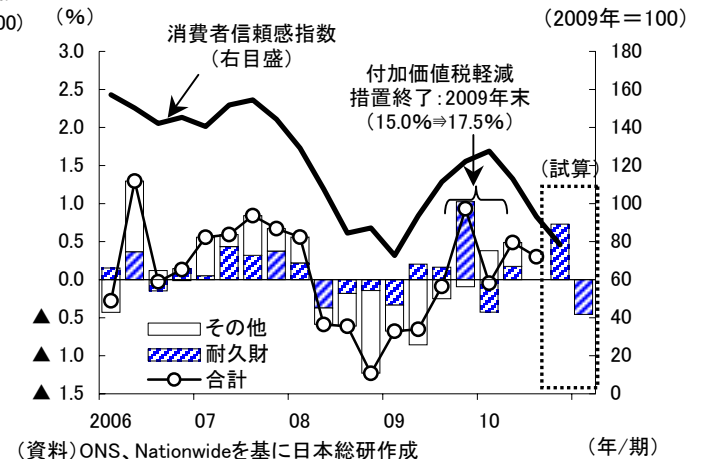
(資料) ONS
(注) 凡例カッコ内数値は2009年のシェア（全体=100）。

英国の住宅ローン承認件数と住宅価格指数の推移



(資料) BBA, Nationwide

英国の消費者信頼感指数と実質個人消費(前期比)の推移



(資料) ONS, Nationwideを基に日本総研作成
(注) 2010年Q4以降の耐久財消費の寄与度は、以下の推計式に基づく。
耐久財消費前期比 = $1.6(4.2) - 3.4(-2.6) * 失業率前期差 + 0.14(3.1) * 消費者信頼感前期差 + 5.7(-3.5) * 増税直前ダミー - 5.2(-3.3) * 増税直後ダミー$
推計期間: 2004Q2～2010Q2 修正R2=0.65 推計式カッコ内はt値
* 先行きの失業率・消費者信頼感等は横ばいを仮定。

(株) 日本総合研究所 海外経済展望 2011年1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、新興国向け輸出の増加が引き続き押し上げに作用するものの、①財政緊縮を進めるPIGS諸国の景気低迷、②既往ユーロ安効果の一巡を受けた輸出の増勢鈍化、③ドイツ・フランスなどの緊縮財政の本格化を受けた内需の停滞感の強まりを背景に、年率+1%弱の低調な成長ペースが長期化する見込み。

インフレ率は、①既往ユーロ安による輸入物価上昇圧力の一巡、②各国の緊縮財政を受けたデフレ圧力の強まりを背景に、1%割れに向けて徐々に低下していく見通し。

英国景気は、①家計のバランスシート調整持続、②緊縮財政の本格化を主因に、成長率が大幅に鈍化する見通し。とりわけ、2011年1～3月期は、付加価値税引き上げの影響が集中的に顕れるため、マイナス成長となる公算。

インフレ率は、付加価値税の引き上げを受けて春先にかけて+3%前後で推移するものの、その後はポンド安に伴うエネルギー価格の上昇の一巡や景気低迷に伴うデフレ圧力の強まりを背景に低下していく見通し。

＜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前期比年率)

		2010年				2011年				2009年 (実績)	2010年 (予測)	2011年 (予測)
		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
ユーロ圏	実質GDP	1.5	4.0	1.5	1.2	0.8	0.7	0.8	0.9	▲ 4.0	1.7	1.1
	消費者物価指数	1.1	1.5	1.7	1.9	1.8	1.2	0.9	0.7	0.3	1.4	0.7
ドイツ	実質GDP	2.3	9.5	2.8	2.3	1.3	1.1	1.0	1.1	▲ 4.7	3.5	2.1
	消費者物価指数	0.8	1.0	1.2	1.5	1.5	1.1	1.0	0.7	0.2	1.2	1.1
フランス	実質GDP	0.8	2.7	1.4	1.1	0.9	1.0	1.1	1.0	▲ 2.5	1.5	1.2
	消費者物価指数	1.5	1.8	1.8	1.8	1.4	1.1	1.0	0.9	0.1	1.7	1.1
英国	実質GDP	1.2	4.6	2.9	2.0	▲ 0.5	0.8	0.5	0.5	▲ 4.9	1.7	1.1
	消費者物価指数	3.3	3.4	3.1	2.9	3.0	2.4	2.3	2.0	2.2	3.2	2.4

予測

(資料)Eurostat

(注)消費者物価はEU基準消費者物価(HCPI)。

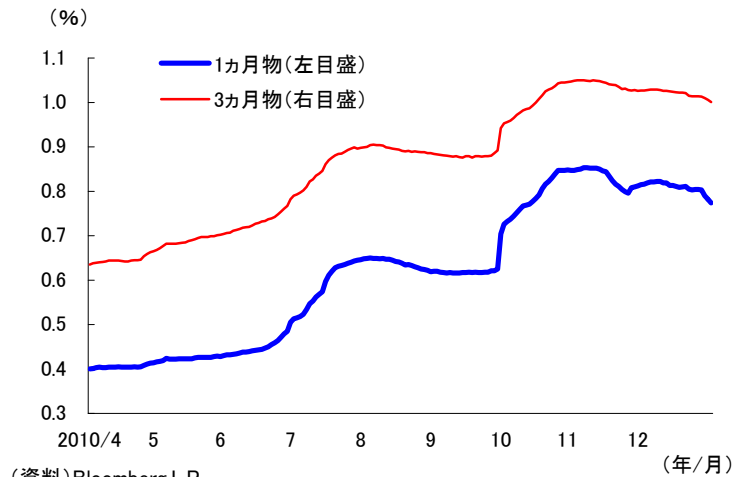
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

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見通し。PIGS諸国の財政赤字問題の早期解決が見込めないなか、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も。独10年国債利回りは、①欧州の信用不安に伴う安全資産への逃避、②2011年入り後の緊縮財政に伴う低成長持続を背景に、当面低位安定が続く見通し。

BOEは、英国景気の先行き失速懸念が払拭されないなか、現行の政策金利水準を当面維持する見通し。英10年国債利回りは、当面景気低迷が金利低下圧力として作用するものの、中期的には税収の伸び悩みを受けて財政再建が計画通り進まず、国債需給が悪化するリスクも残存。

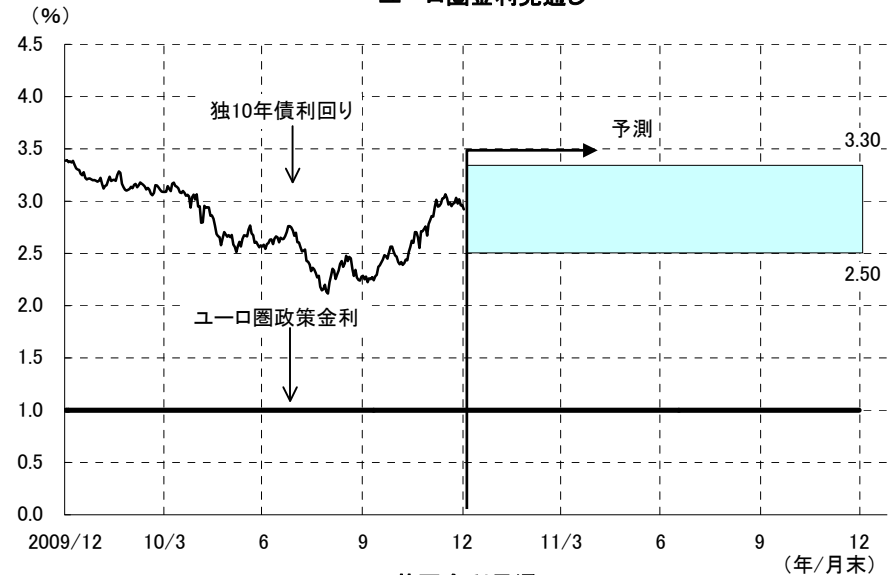
欧州銀行間金利(Euribor)の推移



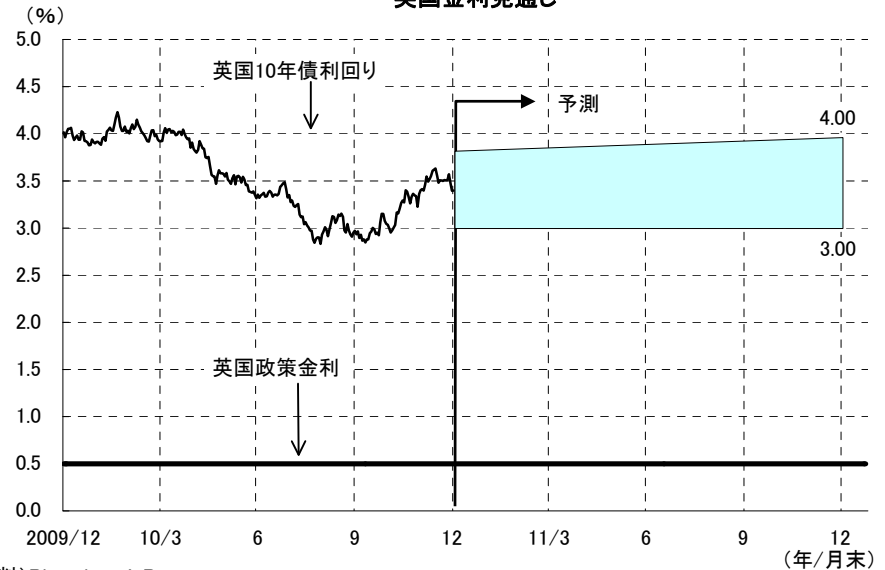
<短期金利・先進国長期金利>

欧州銀行間金利は、金利正常化への期待から11月上旬にかけて上昇していたものの、債務問題の深刻化を受けた緊急流動性措置の解除先送りを背景に年末にかけて頭打ちに。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

(参考) 原油価格を巡る動き

<12月の原油市況>

12月のWTI先物は、ドル安や原油在庫減少を背景に上旬に上昇。中旬にかけて一進一退の推移が続いた後、事前予想対比良好な経済指標の発表を手掛かりに米国景気の先行きに対する楽観見通しが強まったことを受けて、再び上昇。

<米国原油需給動向>

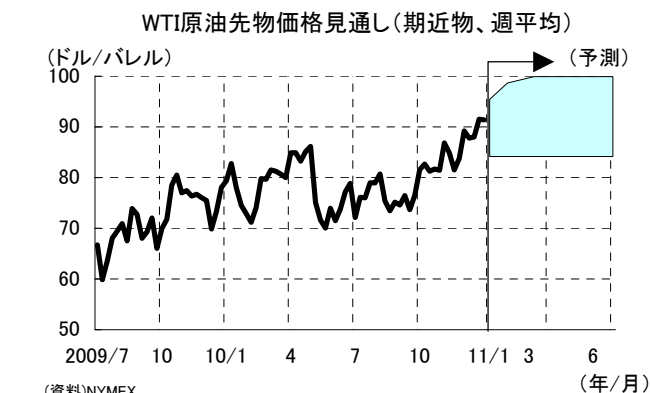
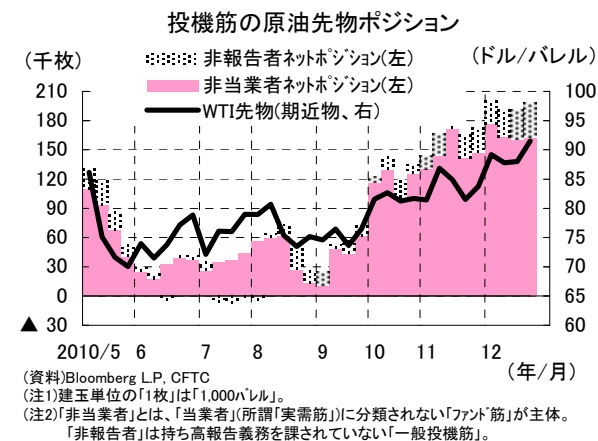
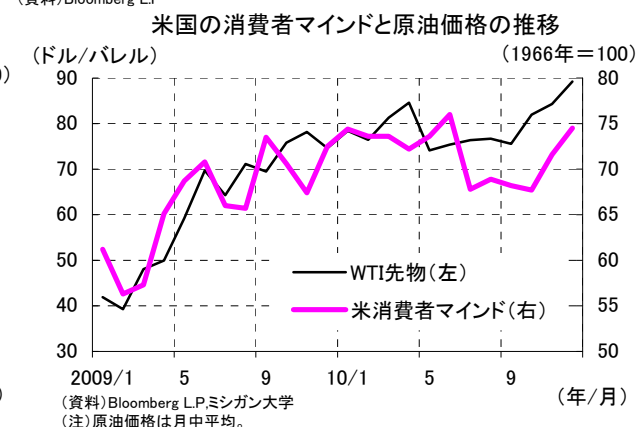
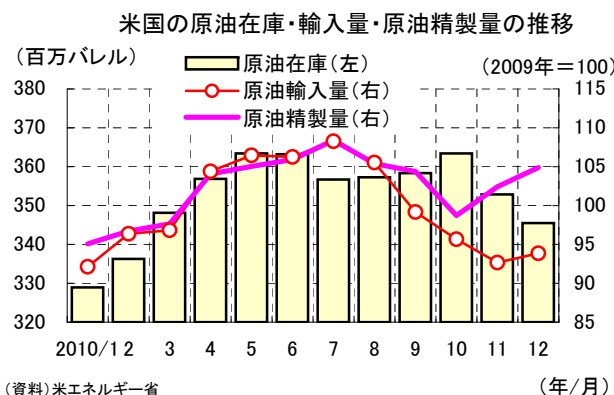
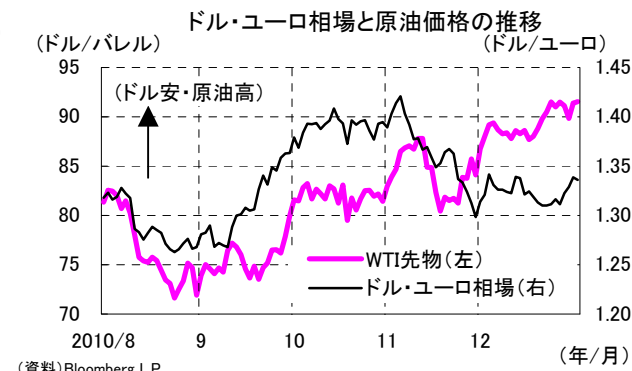
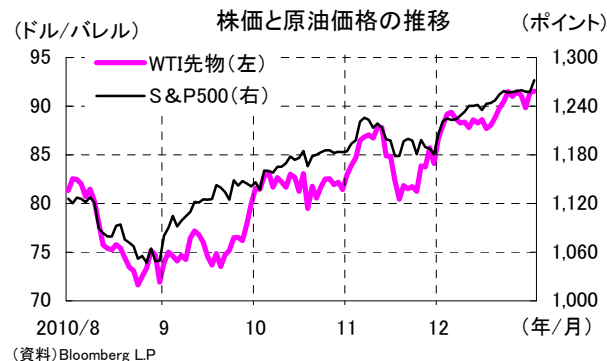
12月の米国原油在庫は、原油輸入量の減少と精製量の増加を受けて減少。米国の消費者マインドの改善を受けて個人消費が堅調に推移するなか、先行きの石油需要も堅調に推移するとの見方が拡大。

<投機筋・投機資金の動向>

12月のファンド筋の買いポジションは、先月に引き続き高水準で推移。米国の追加金融緩和観測を受けた資金流入期待が続いていることが背景。もっとも、先物市場に対する規制への警戒感やインフレ懸念が強まる新興国の金融引き締め懸念も続いているため、大幅な買い増しには至らず。

<原油価格見通し>

WTI先物は、金融取引規制強化に対する警戒感が重石となる面はあるものの、①米国の追加金融緩和に伴う資金流入、②新興国の景気拡大に伴う原油需要増加などが上昇圧力として作用する結果、当面強含みで推移する見込み。



(株) 日本総合研究所 海外経済展望 2011年1月

内外市場動向（2010年12月）

	ドル金利							円金利							ドル金利		為替相場										株式相場			石油	金	CRB
	Fed Fund		ユーロ・ドル 3ヵ月	ユーロ・ドル 先物 価格	10年 国債 金利	30年 国債 金利	T-Bond 先物 価格	無担 コール O/N	CD 3M	ユーロ・ドル 3M	ユーロ・ドル 先物 価格	円・円 スワップ 5 Y	10年 国債 金利	円債 先物 価格	ユーロ・ドル 3ヵ月	10年 国債 金利	円/ドル 東京 17:00	対ドル(NY 終値)				対円(NY 終値)			日経平均 225種 (円)	NY ダウ 工業株 (ドル)	NASDAQ (ドル)	石油 (WTI) 先物 (\$/B)	金 (COMEX) 先物 (\$/TO)	CRB 商品 指数		
	O/N																	円	EUR	SFr	STG	EUR	SFr	STG								
	終値	実効																														
2010年				(Mar)			(Mar)				(Sep)			(Dec)													(Jan)	(Feb)				
11/29	0.20	0.20	0.39	99.46	2.82	4.14	126.22	0.090	0.25	0.34	99.60	0.62	1.18	140.85	0.97	2.76	83.86	84.26	1.3125	1.0000	1.5573	110.62	84.26	131.21	10125.99	11052.49	2525.22	85.73	1367.5	302.89		
30	0.23	0.20	0.39	99.43	2.80	4.11	127.09	0.090	0.25	0.34	99.61	0.61	1.19	140.87	0.97	2.67	84.03	83.69	1.2983	1.0035	1.5562	108.63	83.40	130.23	9937.04	11006.02	2498.23	84.11	1386.1	301.41		
12/1	0.20	0.20	0.40	99.47	2.96	4.24	124.27	0.087	0.25	0.34	99.63	0.58	1.15	141.33	0.97	2.78	83.57	84.23	1.3139	1.0025	1.5623	110.65	83.99	131.55	9988.05	11255.78	2549.43	86.75	1388.3	308.91		
2	0.18	0.19	0.40	99.51	2.99	4.25	124.17	0.092	0.25	0.34	99.62	0.60	1.20	140.94	0.97	2.82	84.14	83.84	1.3209	0.9930	1.5600	110.73	84.46	130.71	10168.52	11362.41	2579.35	88.00	1389.3	312.10		
3	0.20	0.18	0.40	99.56	3.01	4.31	124.04	0.094	0.25	0.34	99.62	0.61	1.21	140.88	0.97	2.86	83.64	82.51	1.3416	0.9736	1.5776	110.62	84.84	130.19	10178.32	11382.09	2591.46	89.19	1406.2	316.16		
4																																
5																																
6	0.20	0.18	0.40	99.57	2.92	4.24	125.08	0.093	0.25	0.34	99.64	0.58	1.16	141.48	0.97	2.85	82.77	82.66	1.3308	0.9817	1.5715	110.00	84.19	129.90	10167.23	11362.19	2594.92	89.38	1416.1	317.29		
7	0.19	0.17	0.40	99.56	3.13	4.37	122.16	0.091	0.25	0.34	99.63	0.59	1.17	141.21	0.97	2.95	82.61	83.49	1.3261	0.9876	1.5758	110.72	84.54	131.58	10141.10	11359.16	2598.49	88.69	1409.0	315.62		
8	0.20	0.17	0.40	99.55	3.27	4.46	121.26	0.095	0.25	0.34	99.60	0.67	1.23	140.10	0.97	3.01	83.87	84.04	1.3262	0.9862	1.5804	111.44	85.23	132.81	10232.33	11372.48	2609.16	88.28	1383.2	316.87		
9	0.16	0.16	0.38	99.58	3.20	4.40	122.04	0.089	0.25	0.34	99.59	0.69	1.27	139.12	0.96	2.95	83.81	83.75	1.3239	0.9835	1.5771	110.85	85.16	132.05	10285.88	11370.06	2616.67	88.37	1392.8	316.09		
10	0.18	0.16	0.38	99.57	3.32	4.43	121.19	0.090	0.25	0.34	99.61	0.66	1.19	139.71	0.96	2.95	83.72	83.95	1.3225	0.9811	1.5804	111.02	85.57	132.66	10211.95	11410.32	2637.54	87.79	1384.9	314.91		
11														(Mar)																		
12																																
13	0.18	0.17	0.38	99.59	3.28	4.41	121.31	0.090	0.25	0.34	99.59	0.73	1.24	138.95	0.96	2.98	84.20	83.39	1.3391	0.9677	1.5863	111.67	86.16	132.29	10293.89	11428.56	2624.91	88.61	1398.0	319.87		
14	0.15	0.19	0.38	99.59	3.47	4.53	119.19	0.089	0.25	0.34	99.59	0.72	1.25	139.15	0.95	3.03	83.37	83.67	1.3378	0.9596	1.5775	111.92	87.18	131.98	10316.77	11476.54	2627.72	88.28	1404.3	319.51		
15	0.22	0.20	0.39	99.53	3.53	4.59	119.02	0.090	0.25	0.34	99.59	0.74	1.26	138.95	0.95	3.03	83.94	84.24	1.3213	0.9681	1.5544	111.32	87.03	130.95	10309.78	11457.47	2617.22	88.62	1386.2	318.84		
16	0.22	0.20	0.39	99.57	3.42	4.53	119.17	0.086	0.25	0.34	99.61	0.72	1.27	138.91	0.95	3.07	84.23	83.91	1.3244	0.9644	1.5632	111.14	87.00	131.19	10311.29	11499.25	2637.31	87.70	1371.0	317.34		
17	0.22	0.20	0.39	99.58	3.33	4.44	121.12	0.083	0.25	0.34	99.63	0.64	1.20	139.81	0.95	3.03	83.93	83.99	1.3189	0.9688	1.5534	110.76	86.70	130.48	10303.83	11491.91	2642.97	88.02	1379.2	320.62		
18																																
19																												(Feb)				
20	0.20	0.21	0.39	99.58	3.34	4.44	120.24	0.086	0.25	0.34	99.63	0.62	1.18	139.85	0.95	2.97	83.86	83.77	1.3131	0.9650	1.5512	109.99	86.81	129.95	10216.41	11478.13	2649.56	88.81	1386.1	324.27		
21	0.21	0.20	0.39	99.59	3.30	4.42	121.06	0.085	0.25	0.34	99.63	0.63	1.16	139.62	0.95	2.99	83.73	83.75	1.3101	0.9581	1.5470	109.70	87.41	129.55	10370.53	11533.16	2667.61	89.82	1388.8	326.80		
22	0.21	0.19	0.39	99.59	3.35	4.45	120.25	0.083	0.25	0.34	99.63	0.61	1.14	139.85	0.95	2.95	83.69	83.57	1.3100	0.9521	1.5385	109.47	87.78	128.57	10346.48	11559.49	2671.48	90.48	1387.4	328.11		
23	0.21	0.19	0.39	99.59	3.39	4.47	120.14	close	close	close	close	close	close	close	0.94	2.98	close	82.92	1.3114	0.9587	1.5429	108.75	86.49	127.92	close	11573.49	2665.60	91.51	1380.5	329.38		
24	0.20	0.19	0.39	close	3.39	4.47	close	0.079	0.25	0.34	99.63	0.62	1.15	139.73	0.94	2.98	82.97	82.90	1.3122	0.9624	1.5442	108.76	86.11	127.97	10279.19	close	close	close	close	close		
25																																
26																																
27	0.06	0.19	0.39	99.59	3.33	4.40	121.08	0.083	0.25	0.34	99.63	0.62	1.17	139.85	0.94	3.03	82.76	82.81	1.3164	0.9601	1.5422	109.01	86.25	127.68	10355.99	11555.03	2667.27	91.00	1382.9	329.11		
28	0.20	0.18	0.39	99.60	3.48	4.53	119.11	0.080	0.25	0.34	99.64	0.59	1.14	140.21	0.94	2.98	82.42	82.39	1.3114	0.9522	1.5368	108.06	86.53	126.61	10292.63	11575.54	2662.88	91.49	1405.6	331.43		
29	0.21	0.18	0.39	99.62	3.35	4.43	121.10	0.080	0.25	0.34	99.64	0.61	1.16	140.05	0.94	3.02	82.06	81.62	1.3225	0.9456	1.5500	107.94	86.33	126.50	10344.54	11585.38	2666.93	91.12	1413.5	330.71		
30	0.21	0.19	0.39	99.63	3.36	4.42	121.00	0.079	0.25	0.34	99.65	0.58	1.11	140.61	0.94	2.96	81.51	81.53	1.3289	0.9352	1.5427	108.33	87.18	125.78	10228.92	11569.71	2662.98	89.84	1405.9	327.11		
31	0.10	0.13	0.39	99.64	3.29	4.33	122.04	close	close	close	close	close	close	close	0.94	2.96	close	81.16	1.3387	0.9346	1.5612	108.50	86.82	126.65	close	11577.51	2652.87	91.38	1421.4	332.80		
11/1/1																																
2																																
3	0.20		0.39	99.64	3.33	4.40	121.16	close	close	close	close	close	close	close	0.94	2.92	close	81.74	1.3361	0.9334	1.5489	109.20	87.57	126.60	close	11670.75	2691.52	91.55	1422.9	333.02		
4																																
5																																
6																																
12月AVG	0.19	0.18	0.39	99.57	3.28	4.42	121.21	0.087	0.25	0.34	99.62	0.64	1.19	140.01	0.95	2.96	83.37	83.22	1.3227	0.9670	1.5599	110.06	86.08	129.81	10254.46	11465.26	2631.56	89.23	1394.6	321.54		

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	ユーロ3ヵ月	10年国債	N Y ダウ 工業株	ユーロ3ヵ月	10年国債
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	0.69	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
10/9	0.30	0.090	0.36	0.47	0.41	0.55	1.13	1.06	1.475	1.45	84.38	109.94	9346.72	0.20	0.43	2.64	10598.07	0.83	2.34
10/10	0.30	0.091	0.34	0.45	0.38	0.47	0.97	0.89	1.475	1.30	81.87	113.65	9455.09	0.19	0.40	2.51	11044.49	0.94	2.37
10/11	0.30	0.091	0.34	0.45	0.40	0.55	1.12	1.05	1.475	1.40	82.48	112.64	9797.18	0.20	0.40	2.75	11198.31	0.98	2.56
10/12	0.30	0.087	0.34	0.45	0.41	0.64	1.27	1.19	1.475	1.60	83.41	110.28	10254.46	0.18	0.39	3.28	11465.26	0.95	2.96

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。