

# 海外経済展望

2011年2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2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 (2011年2月)

## 1. 米国経済の現状：持ち直しの動きが続くも、本格回復には至らず

- ・足許の米国経済は、輸出を中心に製造業の受注環境が改善しているほか、株価の上昇などに支えられ個人消費も堅調に推移。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。

### <2010年10～12月期GDP速報>

- ・2010年10～12月期の実質GDPは前期比年率+3.2%と、6四半期連続のプラス成長。
- ・個人消費が2006年1～3月期以来の高い伸びとなったほか、外需の寄与度が4四半期ぶりにプラスに転換。

### <企業部門>

- ・製造業、非製造業ともに景況感は改善傾向。
- ・一方、企業の設備投資は減速。リーマン・ショック後に生じたペントアップ・ディマンドは、ほぼ一巡した模様。

### <家計部門>

- ・昨年の年末商戦の売上は2004年以来の高い伸びを記録するなど、足許の個人消費は堅調に推移。
- ・株価の上昇が消費に好影響をもたらしており、可処分所得のうち消費に支出した金額の割合を示す消費性向は、6月を底に上昇。
- ・一方、失業期間の長期化などを背景に、職探しをあきらめる人が増加するなど、雇用情勢は厳しさが持続。

## 2. トピックス

### ①商品価格上昇の影響

- ・原油価格が90ドル前後に上昇するなか、ガソリン価格も上昇傾向が明確化。全米平均のガソリン小売価格は半年前と比べ2割強上昇。
- ・ガソリン価格の上昇が続けば、足許で持ち直しの動きがみられる自動車販売に悪影響を及ぼすだけでなく、家計の購買力低下を通じ消費全般を下押しするリスク。
- ・企業部門においても、原油や非鉄金属などの商品価格上昇に伴い、多くの企業が生産コストの上昇に直面。

- ・販売価格へのコスト転嫁は限定的な動きにとどまっており、商品価格上昇が加工製造業を中心に企業の負担増に。

### ②一般教書演説

- ・オバマ大統領は1月25日の一般教書演説で、今後1年間の政策運営方針を発表。企業の国際競争力強化や財政赤字削減の必要性を強調。
- ・企業の競争力強化としては、他の先進国と比べ税率の高い法人税の引き下げなどを提案。これが実現すれば、製造業などで雇用拡大に踏み切る企業が増加する可能性も。
- ・財政赤字削減の手段としては、国防費を除く裁量的支出の伸びを5年間凍結することを提案。もっとも、財政健全化を進めるためには、拡大を続ける医療費や社会保障費など義務的支出を抑制する具体策が必要に。

## 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、1月25、26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、緩やかな政策スタンスを取り続ける見込み。
- ・長期金利は、ブッシュ減税延長による財政赤字拡大への警戒感が、引き続き金利押し上げ要因として作用する見込み。
- ・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とみられるなか、デフレに対する懸念や、FEDによる金融緩和政策の長期化観測を背景とした金利下押し圧力も強く、当面、3%台前半を中心とした推移が続く公算。

# 10年10～12月期実質GDP成長率+3.2%：6四半期連続のプラス成長。

## <2010年10～12月期GDP速報>

1月28日発表の2010年10～12月期実質GDP（速報値）は前期比年率+3.2%と、前期（同+2.6%）に比べプラス幅が拡大。個人消費が同+4.4%と、06年1～3月期以来の高い伸びとなったことが背景。輸出の増勢加速と輸入の減少を受け、外需の寄与度が4四半期ぶりにプラス（同+3.4%ポイント）に転じたことも、成長率の押し上げに寄与。

## <輸出>

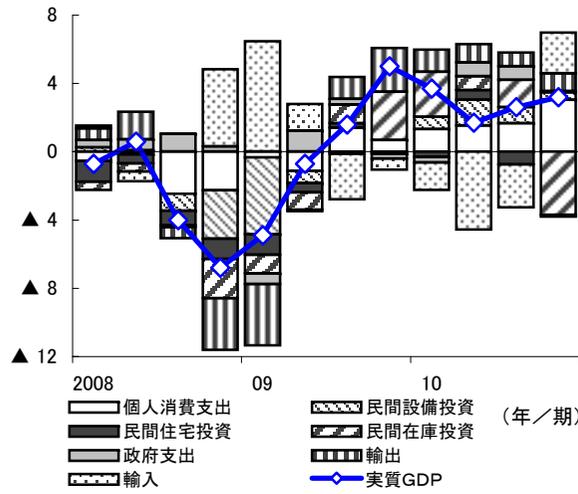
10～12月期の実質輸出は同+8.5%と、前期（同+6.8%）に比べ増勢が加速。中国などアジア向けが再び増勢を強めていることが背景。

## <企業部門>

輸出を中心に受注環境が改善するなか、製造業の景況感は改善傾向が持続。非製造業においても、堅調な個人消費などを背景に、景況感は改善。1月のISM非製造業景況指数は57.1%ポイントと、06年5月以来の高水準に。

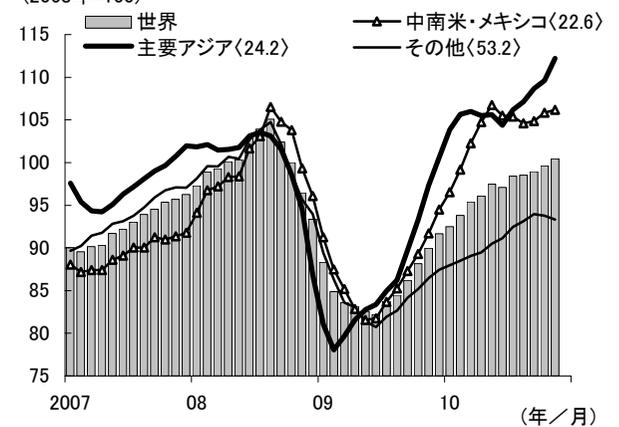
一方、企業の設備投資は、減速傾向。製造機械など機械類への投資が4四半期ぶりに減少に転じており、リーマン・ショック後に生じたpent-up・デマンドは、ほぼ一巡した模様。

(%) 米国実質GDP成長率の推移(前期比年率)



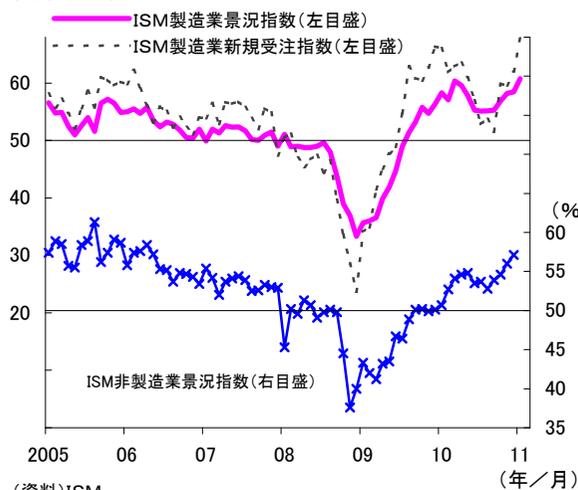
(資料) Bureau of Economic Analysis

地域別実質輸出の推移  
(季調値、3ヵ月移動平均)



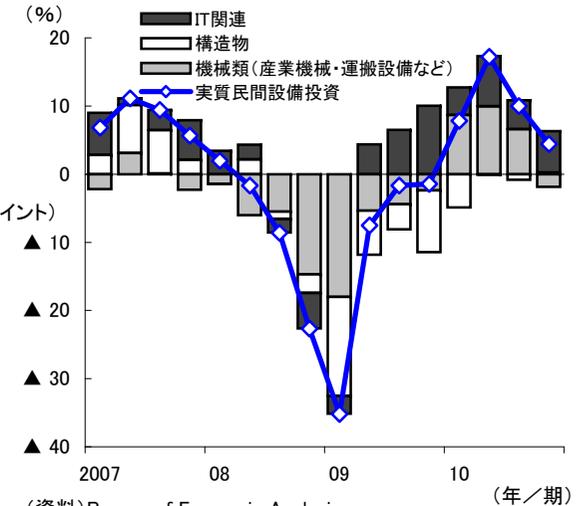
(資料) U.S. Census Bureau  
(注1) 地域別の実質輸出は日本総研作成。◇は2009年のシェア。  
(注2) 主要アジアは、日本・中国・NIEs・ASEAN・インド。

(%ポイント) 企業マインドの推移



(資料) ISM  
(注) 非製造業景況指数の2007年以前の数値は、個別系列をもとに算出。

実質民間設備投資の寄与度分解(前期比年率)



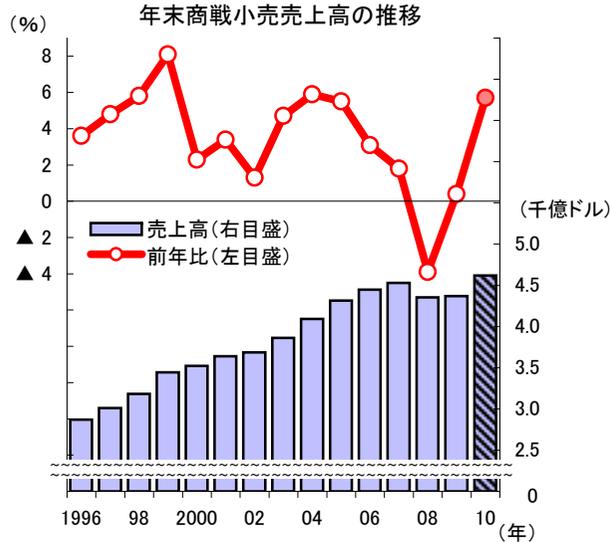
(資料) Bureau of Economic Analysis

# 株価の上昇などに支えられ個人消費は堅調推移も、雇用情勢は厳しさが持続。

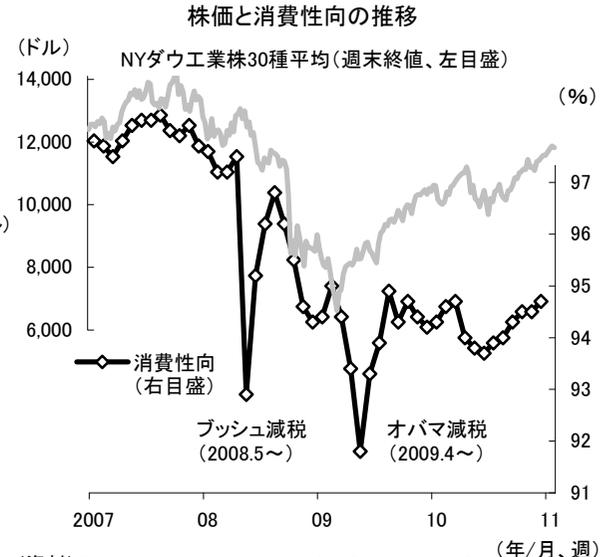
## <家計部門>

全米小売業協会の集計によると、年末商戦の売上は前年比+5.7%と、04年以来の高い伸び。月次ベースの小売売上高も、12月は前月比+0.6%と6ヵ月連続で増加しており、足許の個人消費は堅調に推移。株価の上昇が消費に好影響をもたらしており、可処分所得のうち消費に支出した金額の割合を示す消費性向は、6月から12月にかけて1%ポイント上昇。

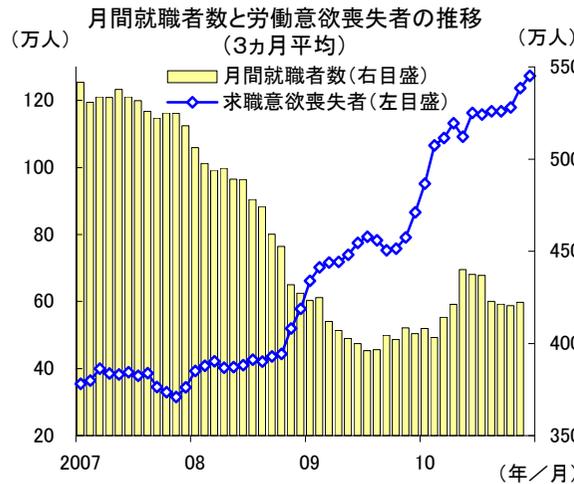
一方、雇用情勢は依然として厳しさが持続。新規失業保険申請件数が減少するなど、雇用削減の動きは弱まりつつあるものの、企業は新規の採用拡大に依然慎重であり、月間の新規就職者数は低水準での横ばい推移が持続。こうしたなか、労働市場では、失業期間の長期化などを背景に職探しをあきらめる人が増加しており、12月の求職意欲喪失者（経済情勢などを理由に職探しを断念した者）は、統計開始以来最大に。12月の失業率低下（11月：9.8%→12月：9.4%）も、半分以上が労働市場からの退出者の増加（非労働力人口の減少）によるもの。



(資料) National Retail Federation

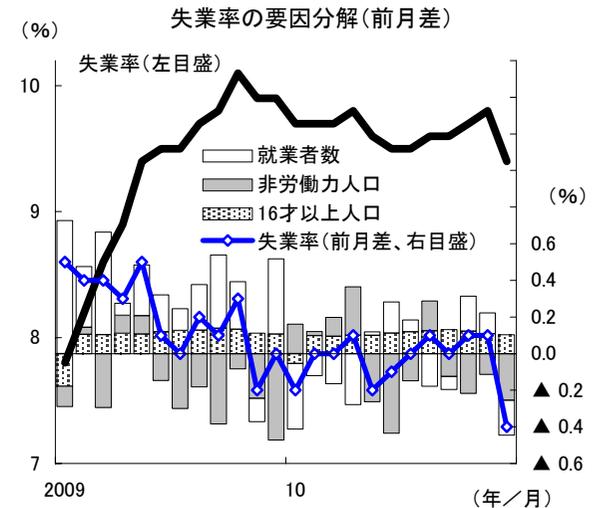


(資料) Bureau of Economic Analysis, Bloomberg L.P.



(資料) Bureau of Labor Statistics

(注) 求職意欲喪失者: 就業を希望するものの、経済情勢などを理由に希望する職が見つからず、職探しを断念した者。



(資料) Bureau of Labor Statistics

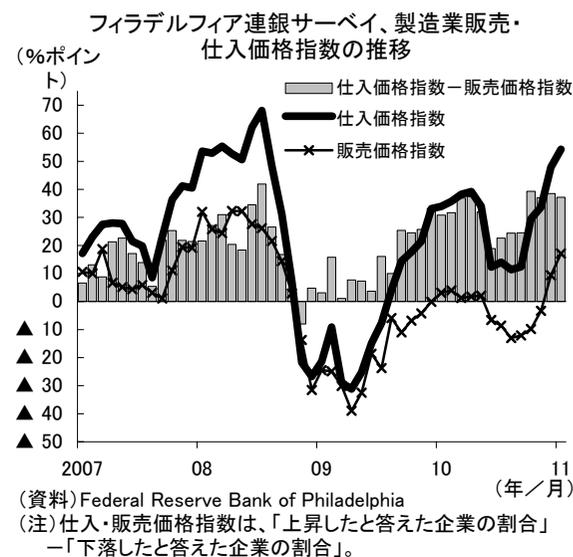
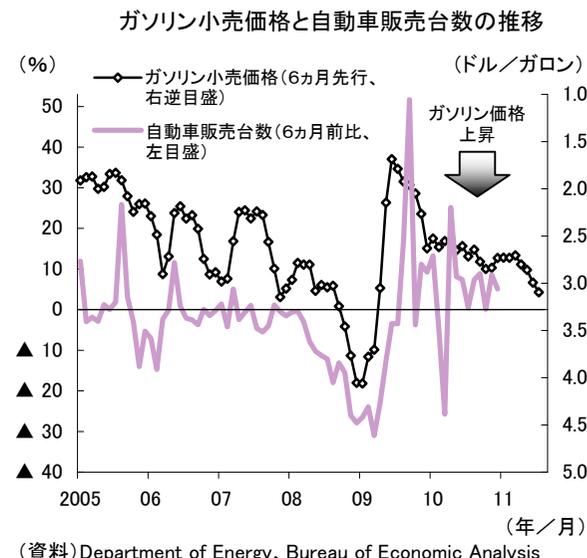
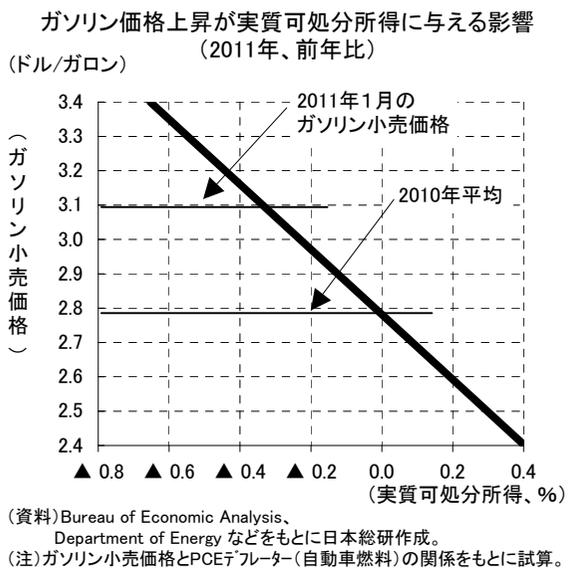
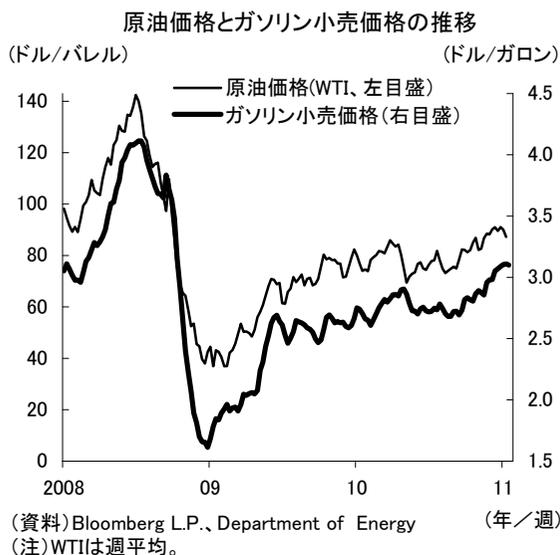
(注) 就業者数および非労働力人口の増加は失業率の低下に寄与。

## ガソリン価格上昇が家計の購買力低下を通じ消費を下押しするリスク。

昨年半ば以降、FEDの量的緩和やそれに伴うドル安などを背景に、原油価格は上昇傾向。代表的な指標であるWTI先物（期近物）は、足許で90ドル前後まで上昇。こうしたなか、ガソリン価格の上昇傾向も明確化しており、全米平均のガソリン小売価格は、半年前と比べ2割強上昇（10年7月2.5ドル/ガロン→11年1月3.1ドル/ガロン）。

ガソリン価格の上昇が続けば、足許で持ち直しの動きがみられる自動車販売に悪影響を及ぼすだけでなく、家計の購買力低下を通じ消費全般を下押しするリスク。ガソリンへの支出は、個人消費の3%程度を占めており、所得環境の改善が緩やかなものにとどまる現状において、価格上昇は家計の大きな負担増に。ちなみに、足許のガソリン価格が年間を通して続いた場合、実質ベースでみた可処分所得は、前年に比べ▲0.3%ポイント程度下押しされると試算。

企業部門においても、原油や非鉄金属、穀物など商品価格の上昇に伴い、多くの企業が生産コストの上昇に直面。1月のフィラデルフィア連銀サーベイでは、製造業の仕入価格指数が08年7月以来の水準に上昇。一方、販売価格へのコスト転嫁を行っているのは、素材業種など一部に限定されており、商品価格の上昇が加工製造業を中心に企業の負担増に。



# 企業の国際競争力を高めるため、法人税の引き下げなどを提案。

オバマ大統領は1月25日の一般教書演説で、今後1年間の政策運営方針を発表。企業の国際競争力強化を通じた雇用創出を最必要課題に掲げたほか、財政赤字削減の必要性なども強調。

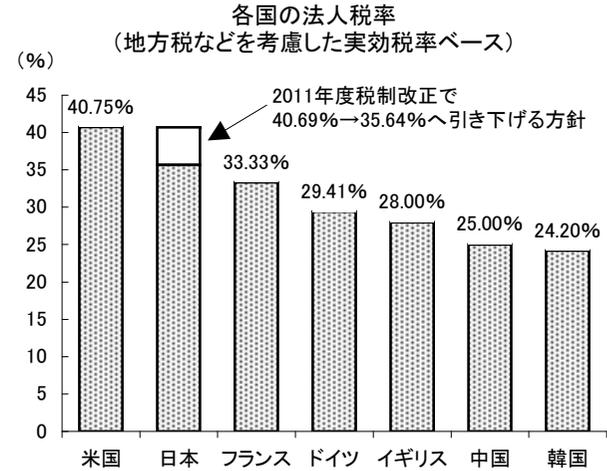
企業の競争力強化としては、クリーンエネルギー技術への投資や高速鉄道などのインフラ整備に加え、法人税率の引き下げを提案。米国の法人税は他の先進国と比べ高く、フランスやドイツ並みとするには10%程度の引き下げが必要。実現すれば、製造業を中心に雇用拡大に繋がることが期待。すなわち、多くの企業は、生産活動の持ち直しに対し、生産性の引き上げや労働時間の拡大で対応してきたものの、労働生産性の上昇余地は既に小さく、一人当たり労働時間もリーマン・ショック前の水準に回復。輸出を中心とした生産活動の拡大が続けば、法人税の引き下げなど企業重視の政策をきっかけに、雇用拡大に踏み切る企業が増加する可能性も。

一方、財政赤字削減の手段としては、国防費を除く裁量的支出の伸びを5年間凍結することを提案。もっとも、凍結予定の支出は歳出総額の15%程度を占めるに過ぎず、財政健全化を進めるためには、拡大を続ける医療費（メディケア・メディケイド）や社会保障費など義務的支出を抑制するための具体策が必要に。

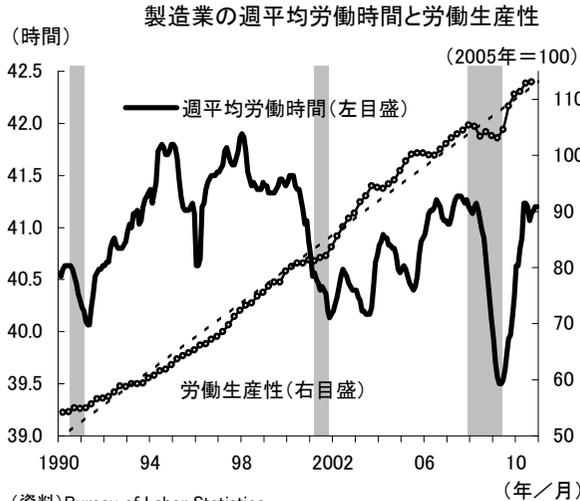
一般教書演説の抜粋

<b>経済</b>
企業の国際競争力を高め、雇用と産業の競争に勝ち抜くイノベーション(技術革新)の奨励 ・生物医学やクリーンエネルギーなどの分野へ投資 教育水準の向上 ・今後10年で科学・数学などの教員を10万人増員 インフラ投資の促進 ・次世代無線通信、高速鉄道などを整備 法人税率の引き下げ FTAなど貿易協定の交渉を継続して進める 政府による規制の見直し
<b>財政再建</b>
国防費を除く裁量的支出の伸びを5年間凍結 国防、医療保険などあらゆる分野で無駄な支出を削減 ・医療保険についても医療過誤訴訟の抑制を考案
<b>外交</b>
イラク、アフガンからの撤退、核拡散の防止

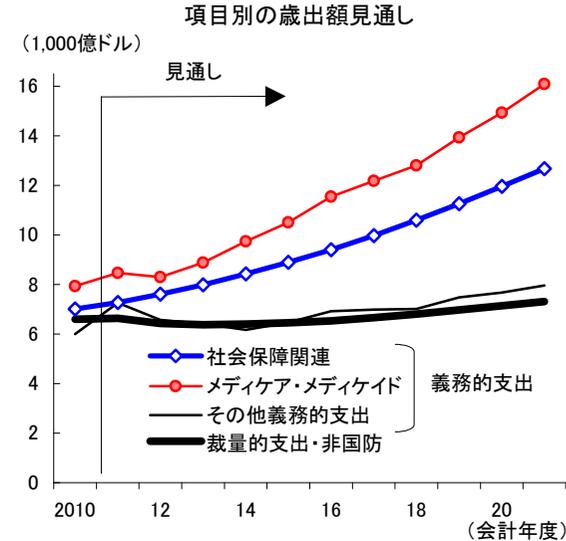
(資料) The White Houseなどをもとに日本総研作成。



(資料) 財務省  
(注) 米国は、州や都市によって地方税率が異なる。図表はカリフォルニア州のケース。



(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注1) シャド一部分は景気後退期。  
(注2) 破線は労働生産性のトレンド。



(資料) Congressional Budget Office

## 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。

もともと、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、1月25、26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、ブッシュ減税延長による財政赤字拡大への警戒感が、金利押し上げに作用。一方、潜在成長率を下回る緩やかな成長ペースが続くとみられるなか、デフレに対する懸念や、FEDによる金融緩和政策の長期化観測を背景とした金利下押し圧力も強く、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

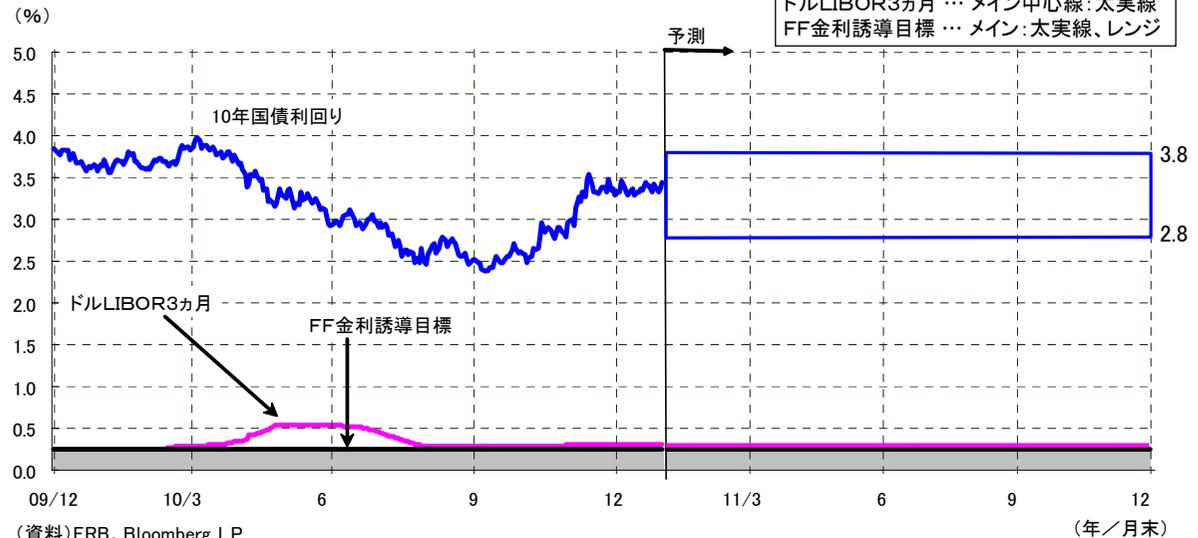
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	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	3.2	2.2	2.1	2.3	2.4	▲ 2.6	2.9	2.4
個人消費	1.9	2.2	2.4	4.4	2.3	2.1	2.3	2.4	▲ 1.2	1.8	2.7
住宅投資	▲ 12.3	25.7	▲ 27.3	3.4	2.5	2.7	3.1	3.2	▲ 22.9	▲ 3.0	▲ 0.3
設備投資	7.8	17.2	10.0	4.4	4.5	4.6	4.9	6.0	▲ 17.1	5.5	6.0
在庫投資	2.6	0.8	1.6	▲ 3.7	0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.6	1.4	▲ 0.4
政府支出	▲ 1.6	3.9	3.9	▲ 0.6	▲ 0.1	0.2	0.4	0.2	1.6	1.1	0.7
純輸出	▲ 0.3	▲ 3.5	▲ 1.7	3.4	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	1.1	▲ 0.5	0.2
輸出	11.4	9.1	6.8	8.5	5.8	6.2	6.3	6.6	▲ 9.5	11.7	6.8
輸入	11.2	33.5	16.8	▲ 13.6	4.4	4.7	5.1	5.4	▲ 13.8	12.6	3.9
実質最終需要	1.1	0.9	0.9	7.1	2.2	2.1	2.3	2.4	▲ 2.1	1.4	2.9
消費者物価	2.4	1.8	1.2	1.3	1.4	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	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	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。

### 米国金利見通し



(資料) FRB, Bloomberg LP.

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年2月

## 雇用情勢や物価の先行きに対しては慎重な見方を維持。

FEDは1月25、26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。

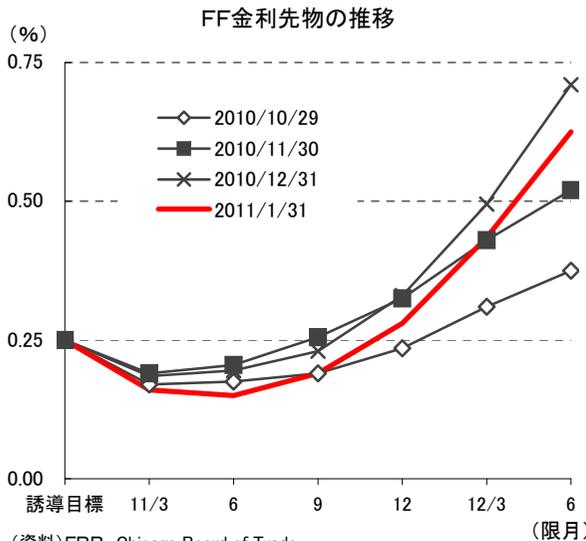
声明では、個人消費に対する判断を上方修正したものの、経済の回復ペースは雇用の改善に不十分であると指摘。物価の先行きについても、依然慎重な見方を維持。こうしたFEDの景気認識を受け、市場でも緩和政策の長期化観測が再び強まっており、「利上げは2012年春以降」との見方が大勢に。

米国債購入プログラムについては、6,000億ドルという金額は据え置く一方、「月750億ドルの購入ペース」という表現を削除。FEDによる米国債の購入金額の推移をみると、12月、1月の月間購入ペースは、11月のFOMC直後に発表された1,100億ドル前後（保有証券の償還資金による再投資を含む）で推移していただけに、今後は、毎月の購入金額に変化が出てくる可能性。市場では、「購入ペースを抑制することで、6,000億ドルの購入枠を維持したまま購入期間（6月末まで）を延長する」との見方が浮上しており、今後、米国債購入の進捗状況が注目材料に。

FOMC声明(要旨)

今回(2011年1月25、26日)		前回(2010年12月14日)
<ul style="list-style-type: none"> <li>0～0.25%のレンジ(据え置き)。</li> <li>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。</li> </ul>	FFレート(誘導目標)	<ul style="list-style-type: none"> <li>0～0.25%のレンジ(据え置き)。</li> <li>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。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>経済の回復継続も、労働市場改善には不十分。</li> <li>個人消費の伸びは<b>昨年末に上昇</b>。</li> <li><b>商品価格は上昇しているものの</b>、長期のインフレ期待はなお安定。インフレ基調を示す指標は低下傾向。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>	景気判断・インフレ認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済の回復継続も、失業率の引き下げには不十分。</li> <li>個人消費は緩やかに増加。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>保有証券の償還資金による再投資を継続。</li> <li>2011年6月末までに6千億ドルの米国債を購入する方針も維持<b>(「月750億ドルの購入ペース」という表現は削除)</b>。今後も、定期的に見直し、必要に応じて調整。</li> <li>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。</li> </ul>	非伝統的金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>保有証券の償還資金による再投資を継続。</li> <li>2011年6月末までに6千億ドルの米国債を購入する方針も維持(規模・ペースともに据え置き)。今後も、定期的に見直し、必要に応じて調整。</li> <li>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。</li> </ul>

(資料)FRBを基に日本総研作成



# 欧州経済概説 (2011年2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、ドイツの輸出を牽引役とした持ち直しが持続。もっとも、既往ユーロ安効果の一服を受けて輸出の増勢は足元で大きく鈍化しており、先行き楽観できず。

<信用不安の波及が警戒されるポルトガル>

ギリシャ、アイルランドに続き、ポルトガルの金融支援要請は不可避との見方が根強く残存。同国の当面の財政状況をみると、財政収支対名目GDP比率は2012年にかけて▲5%前後で高止まりし、公債残高比率対名目GDP比率の拡大に歯止めが掛からない見通し。

財政赤字拡大は、労働市場の硬直性や研究開発投資の低さなどに起因する構造的な低成長によるもの。また、域外向け比率が少なく、スペイン向け比率が高いといった輸出構造も今後の経済成長の足かせに。

構造的な景気停滞から抜け出さない限り信用不安の払拭は困難とみられ、スペインとともに大量の国債償還が控える春頃にかけて、市場の混乱を再び招く原因となる恐れ。

### 【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PIGS諸国の景気低迷、②既往ユーロ安効果の一服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、などを背景に景気は低調な状況が長期化する見込み。

インフレ率は、春先以降、既往ユーロ安による輸入物価上昇圧力が一巡するとともに各国での緊縮財政に伴うデフレ圧力が強まるため、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、昨年秋口以降、米国金利に連れて上昇したものの、①欧州の信用不安に伴う安全資産への逃避、②緊縮財政に伴う低成長持続などが金利抑制に作用。米国金利の上昇一服につれ、安定推移に移行する見通し。

## 3. 英国景気の現状と展望

### 【景気の現状】

2010年10～12月期の英国の実質GDPは、寒波の影響が建設業のみならずサービス業にも顕在化し、前期比年率▲2.0%と5四半期振りのマイナス成長。

<消費者物価指数>

英国の消費者物価指数(前年比)は、2010年入り後から、BOEの目標(前年比+2.0%)を上回る伸びが持続。主因は資源価格の上昇と付加価値税軽減措置の廃止の影響によるもの。

もっとも、大幅な需給ギャップによるデフレ圧力が残存するなか、税制変更の影響を除くベースでみれば、2010年のインフレ率はむしろ鈍化。緊縮財政の本格化を受けて低成長が見込まれるなか、需給面からのデフレ圧力は今後も根強く残存する見込み。

### 【景気の見通し】

英国景気は、寒波による経済活動抑制の反動が顕れる1～3月期は若干強含むものの、①家計のバランスシート調整持続、②緊縮財政の本格化、を主因に低成長が長期化する見通し。

インフレ率は、付加価値税の引き上げを受けて1月以降、一時的に加速するものの、その後はポンド安の影響一巡や景気低迷に伴うデフレ圧力の強まりを背景に徐々に低下していく見通し。

## 4. 英国金利見通し

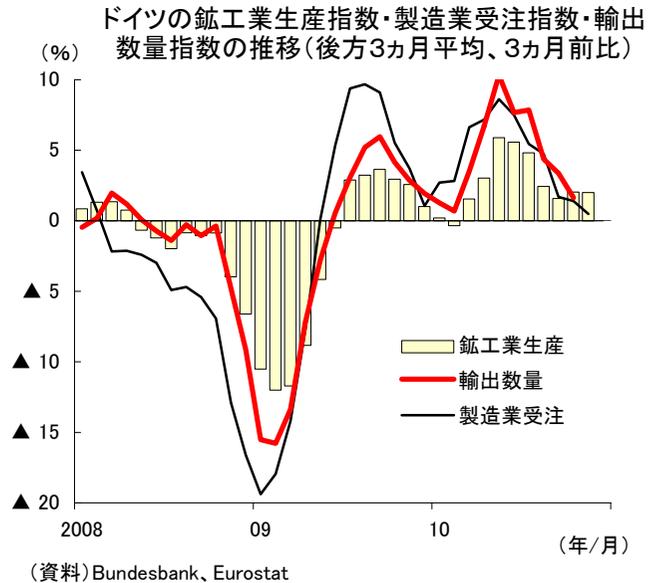
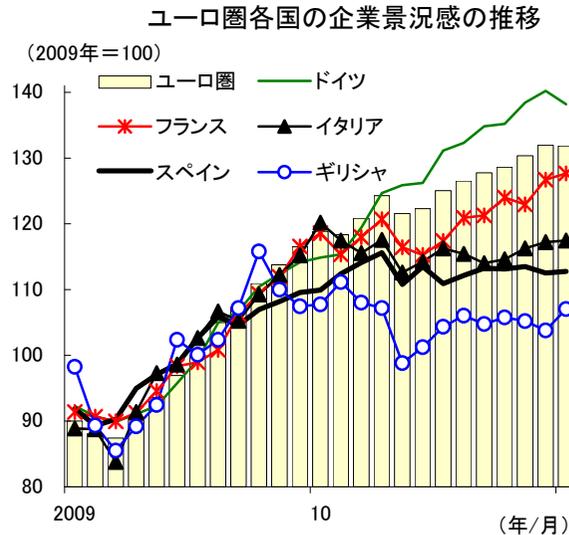
### 【金融政策・長期金利】

BOEは、英国景気の先行き失速懸念が払拭されないなか、当面はインフレ率の上振れを容認しつつ、現行の政策金利水準を継続する見通し。英10年国債利回りは、景気低迷が金利低下圧力として作用するものの、短期的にはインフレ懸念、中期的には税収の伸び悩みを受けた国債需給悪化懸念などの上昇圧力も根強いことから、上振れしやすい状況が持続。

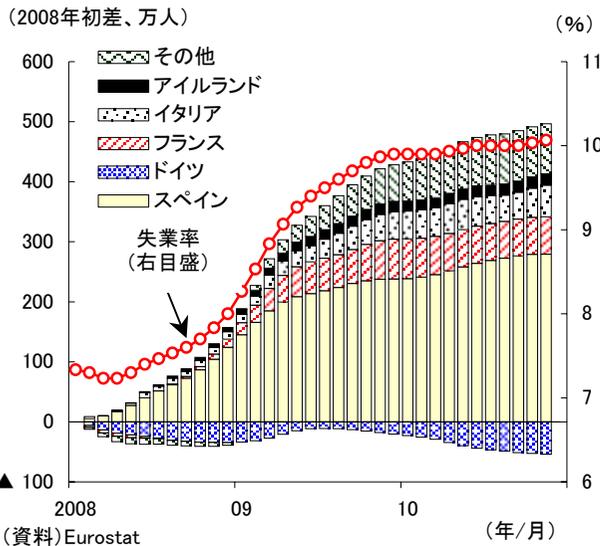
## ユーロ圏経済：回復ペースは鈍化。

ユーロ圏景気は、ドイツの輸出を牽引役とした持ち直しが持続。もっとも、既往ユーロ安効果の一服を受けて輸出の増勢は足元で大きく鈍化しており、先行き楽観できず。

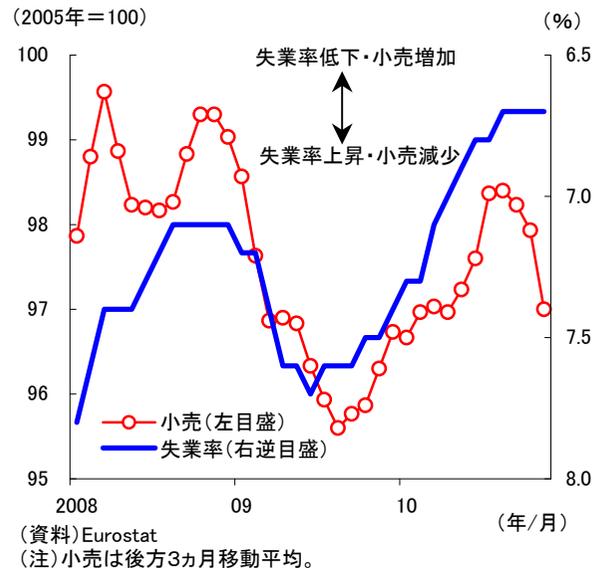
一方、内需は低迷が長期化。雇用環境は、PIGS諸国を中心に悪化に歯止めが掛からない状況。ドイツでは雇用環境の改善が続いているものの、景気の先行きに対する慎重な見方も続いており、小売売上数量は足元でむしろ低下。加えて、資源価格上昇や増税措置を受けた物価上昇も家計の購買力を抑制。



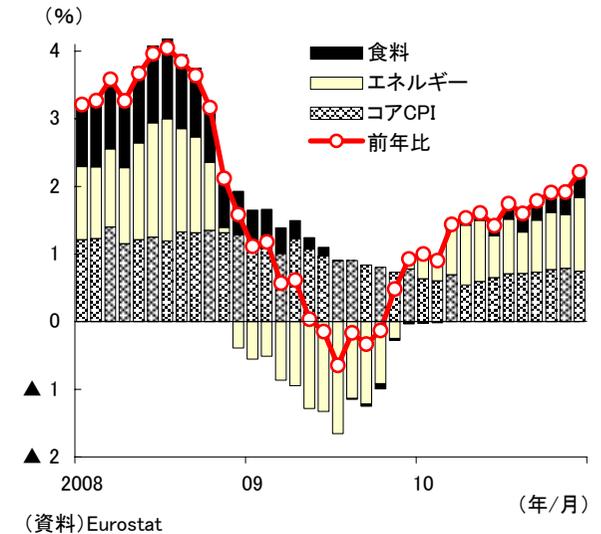
### ユーロ圏の失業者数と失業率の推移



### ドイツの失業率と小売売上数量の推移



### ユーロ圏消費者物価指数の推移(前年比)



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年2月

# 信用不安の波及が警戒されるポルトガル①

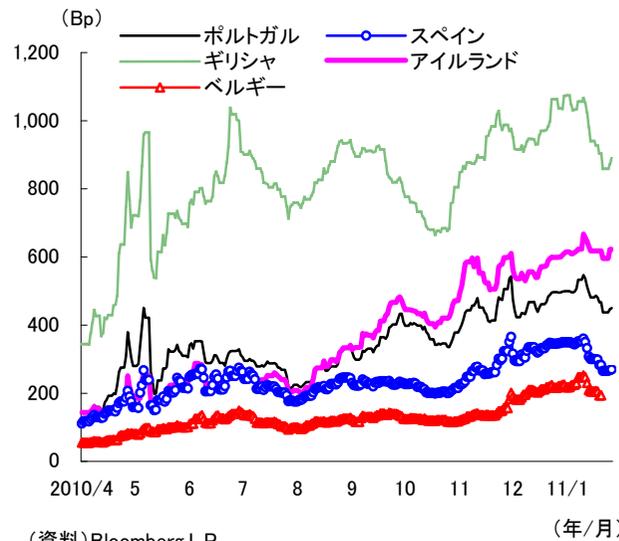
日本のE F S F債、中国のスペイン債購入発表を受けて、欧州信用不安は足元で一服。PIGS諸国のCDSスプレッドは本年入り後小幅低下。

もっとも、ギリシャ、アイルランドに続き、ポルトガルの金融支援要請は不可避との見方が根強く残存。以下、ポルトガルを取り巻く状況を整理。

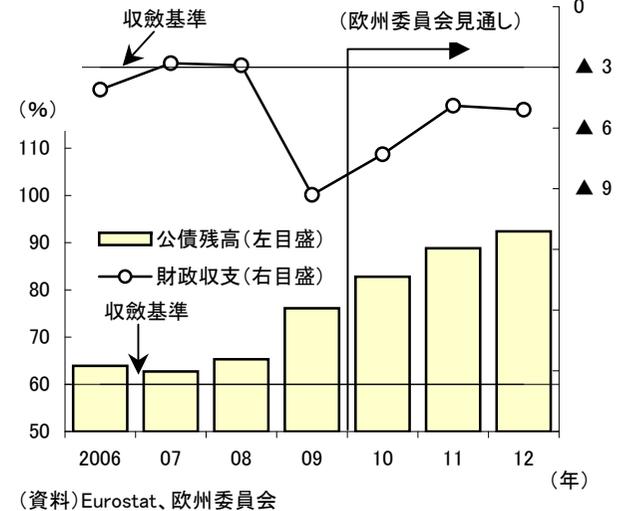
まず、当面の財政状況をみると、信用不安払拭に向け緊縮財政が続くものの、財政収支対名目GDP比率は景気悪化や利払い費増加を受け、2012年にかけて▲5%前後で高止まりする見通し。その結果、公債残高対名目GDP比率も拡大に歯止めが掛からない見通し。

同国の経済は、2008年から2009年にかけて大幅に悪化。もっとも、財政赤字拡大はスペイン、アイルランドのような住宅バブルの崩壊によるものではなく、好況期から続く構造的な低成長によるもの。ちなみに、景気拡大局面にあった2002年から2008年4～6月期までの平均成長率は+0.8%とユーロ圏で最低。

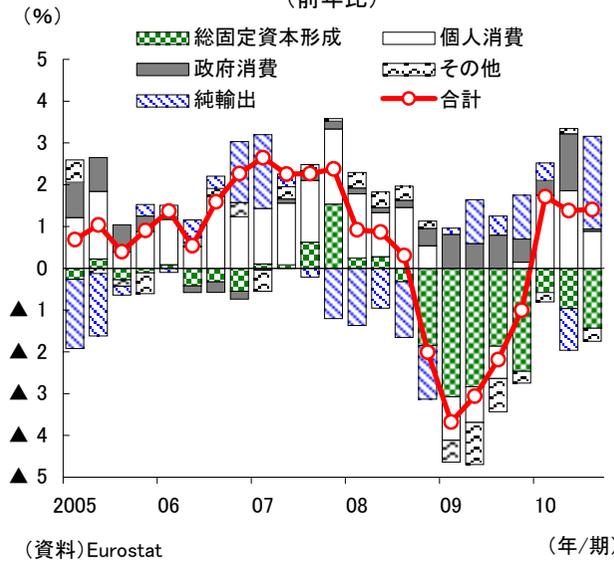
PIGS諸国のCDSスプレッドの推移(5年物)



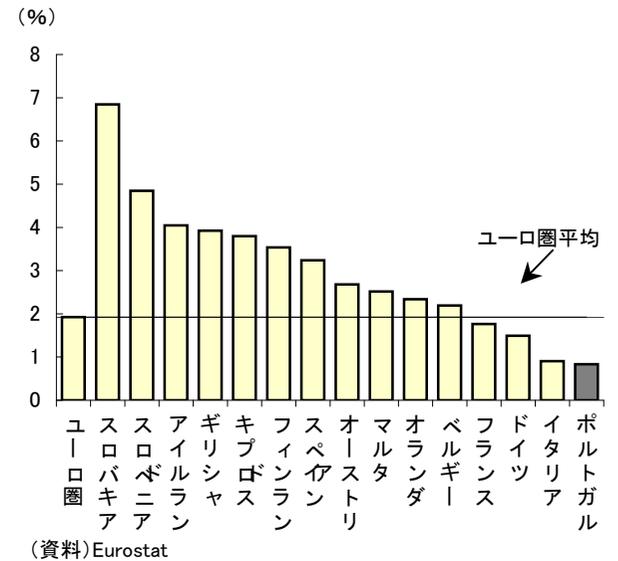
ポルトガル政府の財政収支と公債残高の推移 (対名目GDP比率)



ポルトガルの実質GDP成長率の推移 (前年比)



ユーロ圏各国の実質GDP成長率 (2002年Q1～2008年Q2平均、年率換算)



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年2月

# 信用不安の波及が警戒されるポルトガル②

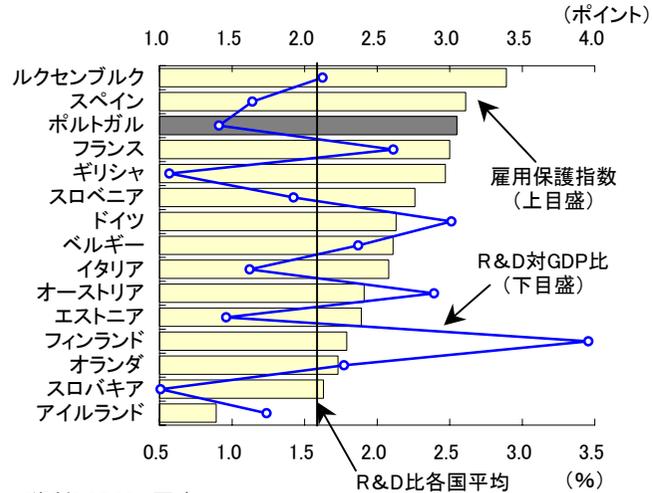
ポルトガルの構造的な低成長の要因として、労働市場の硬直性や研究開発投資の低さなどが指摘可能。

手厚い雇用保護制度を背景とした賃金上昇率の高止まりや技術開発での出遅れを主因に、同国の域内競争力は大幅に低下。この結果、繊維製品など労働集約的な製品に対する欧州各国の需要は同国から東欧や中国へシフト。失業率はユーロ圏の景気拡大局面でも高水準で推移。

また、貿易構造も経済成長の足かせに。同国の相手先別輸出シェアをみると、域外向け比率は4割以下であり、ユーロ圏の恩恵もさほど享受できない構造。域内向けについても、主要相手先であるスペインの景気低迷が長期化すると見込まれるため、力強い持ち直しは期待出来ない状況。

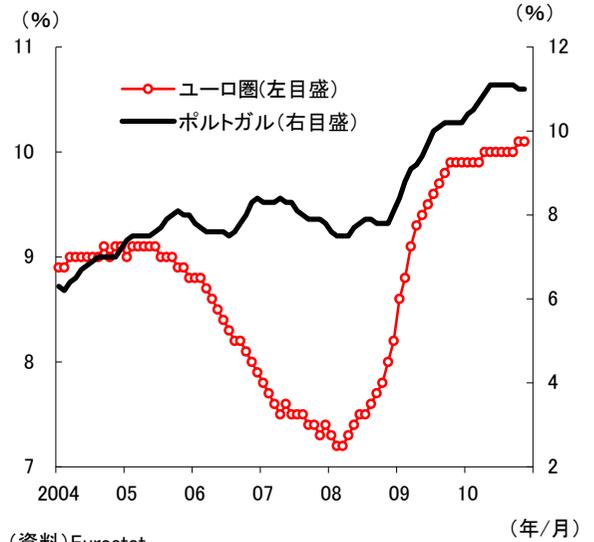
こうした構造的な景気停滞要因を変えていかないと信用不安の払拭は困難とみられ、スペインとともに大量の国債償還が控える春頃にかけて市場の混乱を再び招く原因となる恐れ。

ユーロ圏各国の雇用保護指数とR&D対名目GDP比



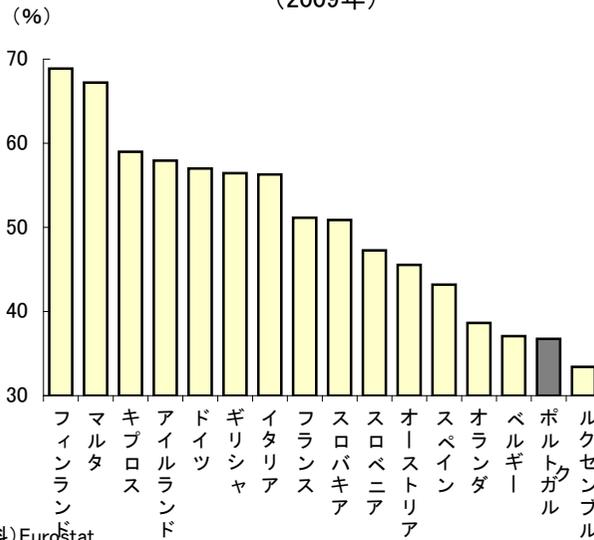
(資料) OECD、国連  
 (注1) 雇用保護指数は、雇用保護制度の厳格さを0~6の数値で評価。数値が大きいほど、解雇規制が厳しいことを意味する。  
 (注2) 雇用保護指数は2008年、R&D対名目GDP比は2003~07年平均。

ユーロ圏とポルトガルの失業率の推移



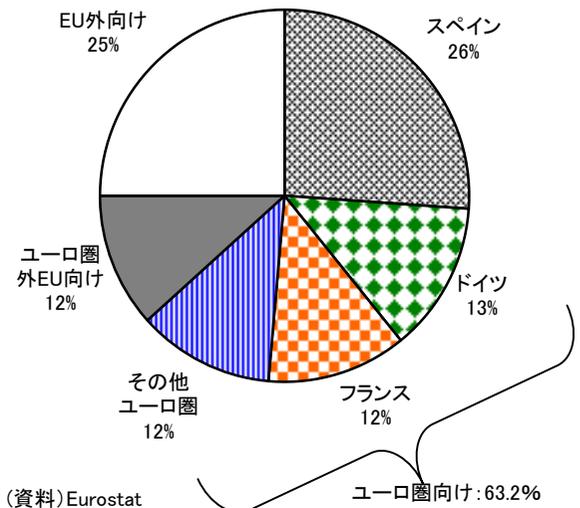
(資料) Eurostat

ユーロ圏各国のユーロ圏外向け輸出比率 (2009年)



(資料) Eurostat

ポルトガルの相手先別輸出シェア (2009年)



(資料) Eurostat

(株) 日本総合研究所 海外経済展望 2011年2月

# 英国経済：2010年10～12月期の実質GDPは5四半期振りのマイナス成長。

2010年10～12月期の英国の実質GDPは、寒波の影響が建設業のみならずサービス業にも顕在化し、前期比年率▲2.0%と5四半期振りのマイナス成長。

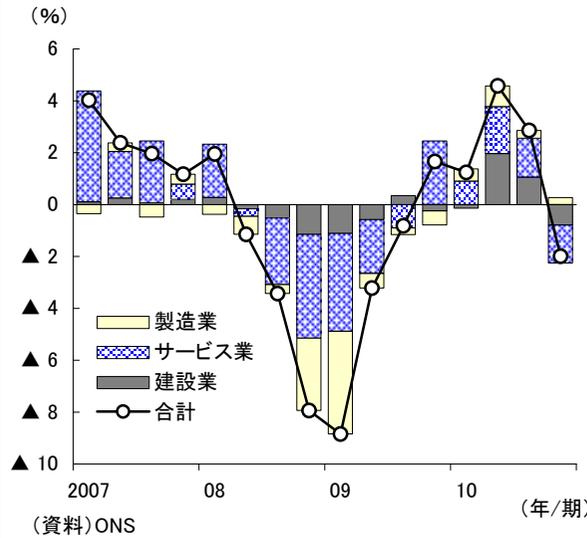
## <個人消費・所得環境>

付加価値税増税を控え、自動車販売では駆け込みによる需要増がみられたものの、消費全般では低調。①住宅価格の再下落、②実質賃金の減少持続、が背景。

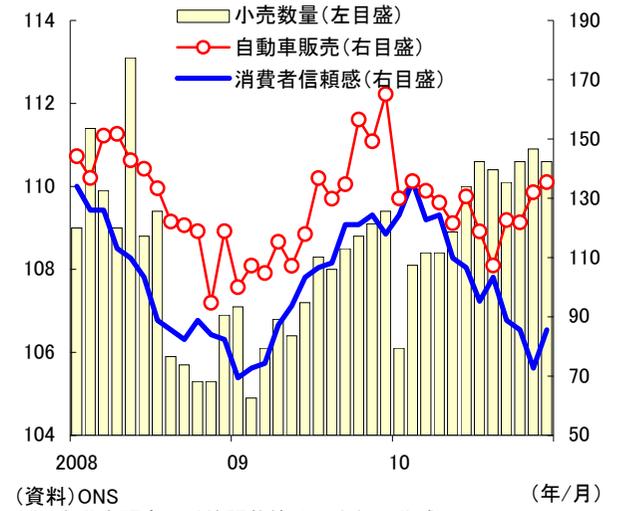
## <信用不安波及リスク>

アイルランドの信用不安が波及するリスクも残存。すなわち、2～3月中の実施が予想されるアイルランドの総選挙では、現在の緊縮財政に反対している野党が勝利する公算。その結果、同国への金融支援に支障をきたし、アイルランド向けエクスポージャーが大きいベルギーや英国に信用不安が波及する恐れ。

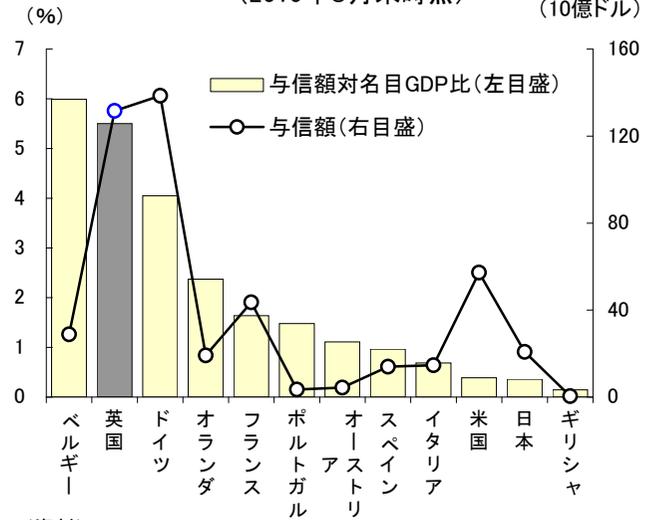
英国の実質GDPの推移(前期比年率)



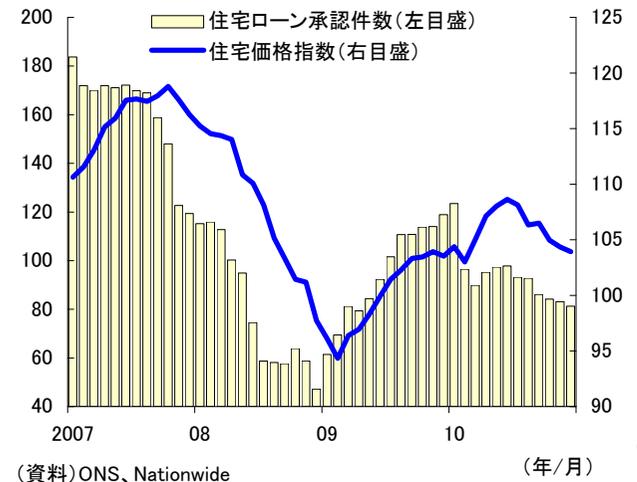
英国の小売上数量・自動車販売台数・消費者信頼感指数の推移 (2009年=100)



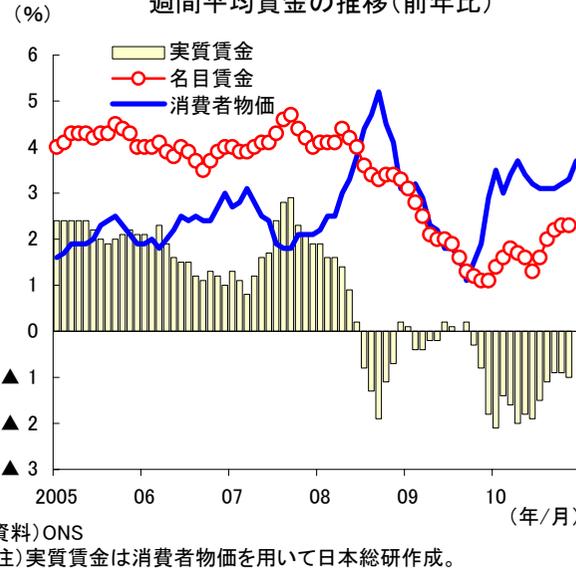
欧州各国のアイルランド向け対外与信 (2010年6月末時点)



英国の住宅ローン承認件数と住宅価格の推移 (2009年=100)



英国の消費者物価指数とボーナス除く週間平均賃金の推移(前年比)



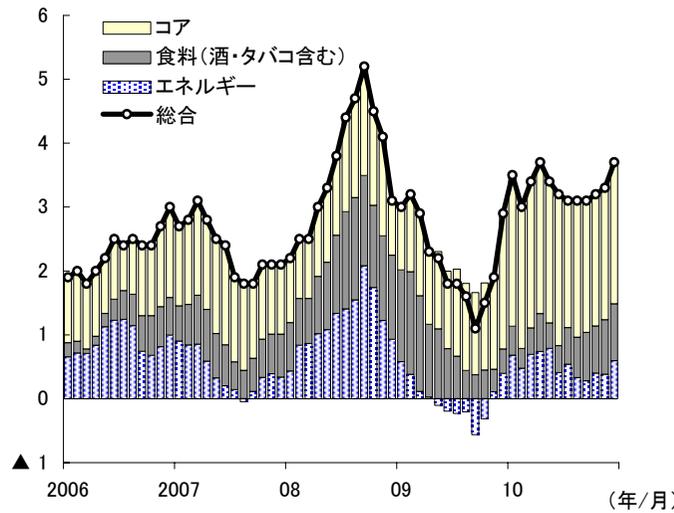
# 英国消費者物価：増税に伴い一段と伸びが高まるものの、デフレ圧力は残存。

英国の消費者物価指数(前年比)は、2010年入り後から、BOEの目標水準(前年比+2.0%)を上回る水準が持続。主因は資源価格の上昇と付加価値税軽減措置の廃止。ちなみに後者により、2010年のインフレ率は約1.5%程度上振れ。

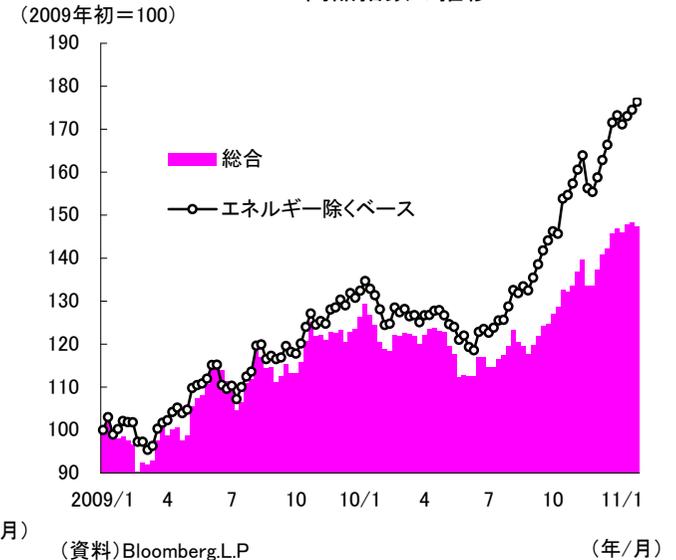
今後も資源価格上昇や付加価値税の一段の引き上げを受け、インフレ率は1～3月期にかけて一時的に加速する公算。

もっとも、大幅な需給ギャップによるデフレ圧力が残存するなか、税制変更の影響を除くベースでみれば、2010年のインフレ率はむしろ鈍化。緊縮財政の本格化を受けて低成長が見込まれるなか、需給面からのデフレ圧力は今後も根強く残存する見込み。

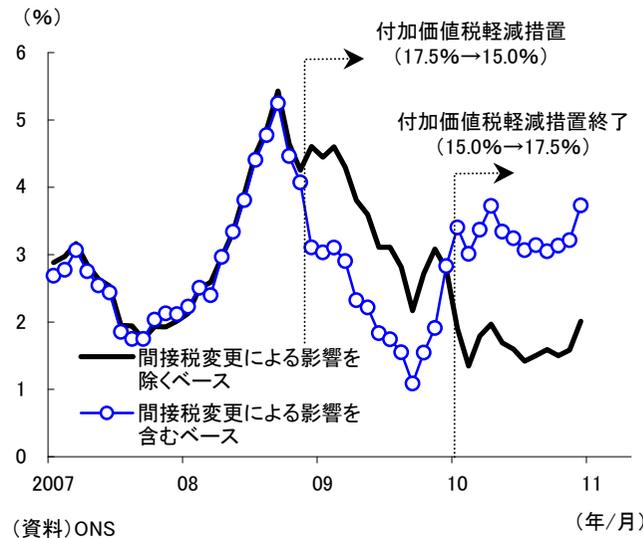
英国の消費者物価指数の推移(前年比)



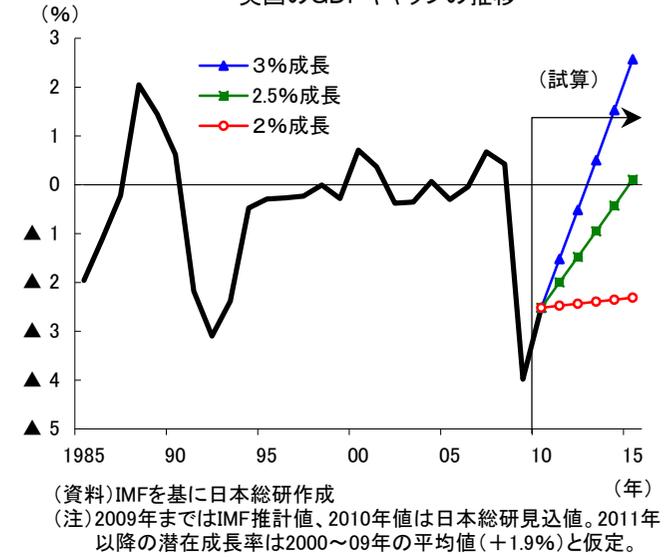
CRB商品指数の推移



英国の消費者物価指数の推移(前年比)



英国のGDPギャップの推移



## 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服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、などを背景に景気は低調な状況が長期化する見込み。

インフレ率は、春先以降、既往ユーロ安による輸入物価上昇圧力が一巡するとともに各国での緊縮財政に伴うデフレ圧力が強まるため、徐々に低下していく見通し。

英国景気は、寒波による経済活動抑制の反動が顕れる1～3月期は若干強含むものの、①家計のバランスシート調整持続、②緊縮財政の本格化、を主因に低成長が長期化する見通し。

インフレ率は、付加価値税の引き上げを受けて1月以降、一時的に加速するものの、その後はポンド安の影響一巡や景気低迷に伴うデフレ圧力の強まりを背景に徐々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済前期比年率)

		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	4.1	1.4	1.6	0.8	0.7	0.8	0.9	▲ 4.0	1.7	1.2
	消費者物価指数	1.1	1.5	1.7	2.0	2.1	1.6	1.3	0.9	0.3	1.6	1.5
ドイツ	実質GDP	2.3	9.5	2.8	3.4	1.4	1.1	1.0	1.1	▲ 4.7	3.6	2.3
	消費者物価指数	0.8	1.0	1.2	1.6	1.8	1.5	1.5	1.1	0.2	1.2	1.5
フランス	実質GDP	0.8	2.4	1.2	1.6	1.0	1.0	1.1	1.1	▲ 2.5	1.5	1.2
	消費者物価指数	1.5	1.8	1.8	1.9	1.6	1.4	1.4	1.2	0.1	1.7	1.4
英国	実質GDP	1.2	4.6	2.9	▲ 2.0	1.0	0.8	0.5	0.5	▲ 4.9	1.4	0.8
	消費者物価指数	3.3	3.4	3.1	3.4	3.8	3.2	3.2	2.7	2.2	3.3	3.2

→ (予測)

(資料)Eurostat

(注)消費者物価はEU基準消費者物価(HCPI)。

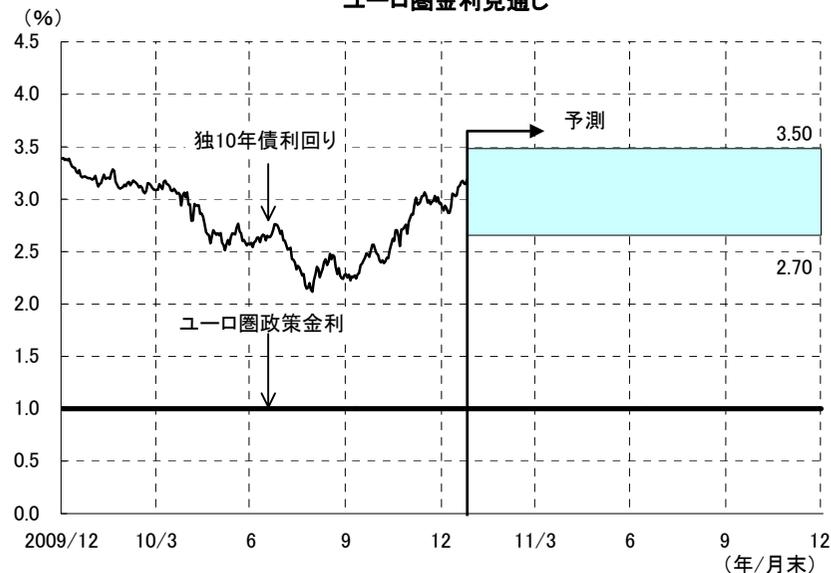
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年2月

# 欧州金利見通し：独国債は安定推移に移行。

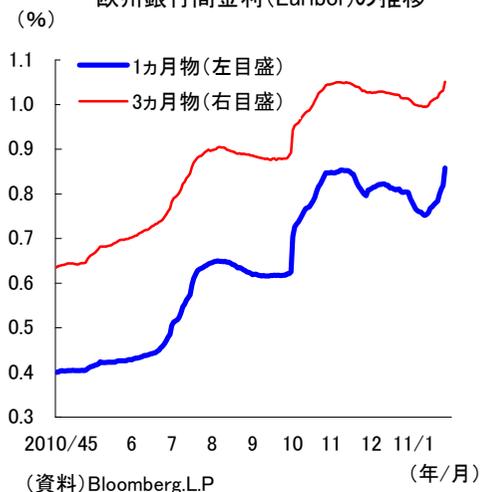
ECBは、現行の政策金利水準を当面継続する見通し。PIGS諸国の財政赤字問題の早期解決が見込めないなか、必要に応じて国債買い入れなどの非伝統的な措置を強化する可能性も。独10年国債利回りは、昨年秋口以降、米国金利に連れて上昇したものの、①欧州の信用不安に伴う安全資産への逃避、②緊縮財政に伴う低成長持続などが金利抑制に作用。米国金利の上昇一服につれ、安定推移に移行する見通し。

BOEは、英国景気の先行き失速懸念が払拭されないなか、当面はインフレ率の上振れを容認しつつ、現行の政策金利水準を継続する見通し。英10年国債利回りは、景気低迷が金利低下圧力として作用するものの、短期的にはインフレ懸念、中期的には税収の伸び悩みを受けた国債需給悪化懸念などの上昇圧力も根強いことから、上振れしやすい状況が持続。

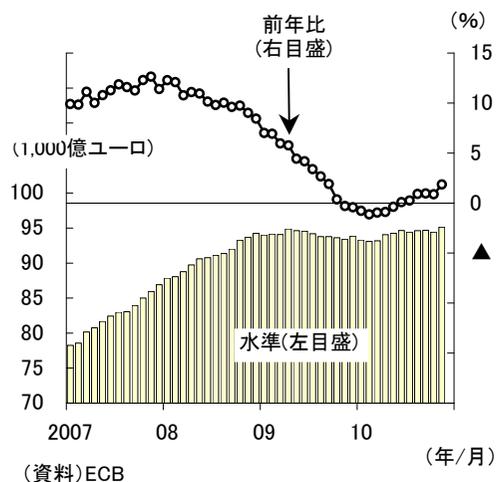
ユーロ圏金利見通し



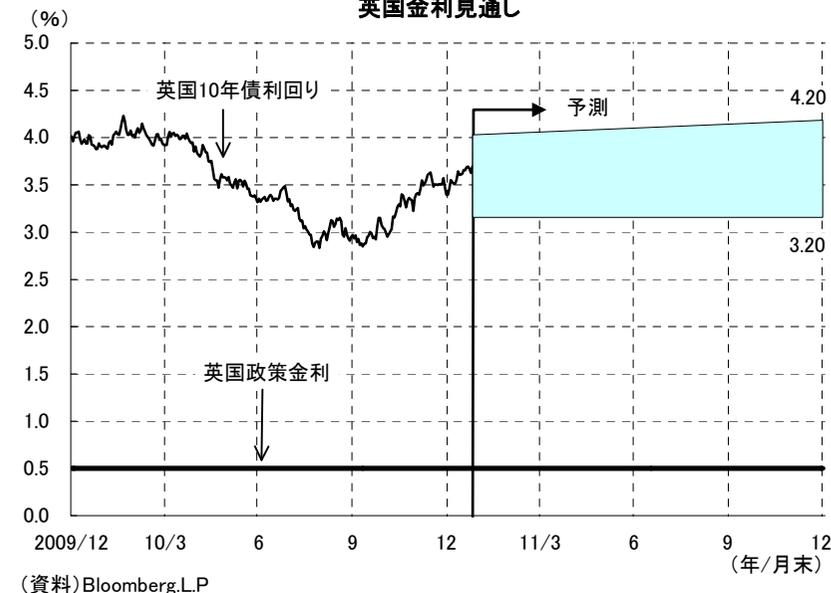
欧州銀行間金利 (Euribor) の推移



ユーロ圏マネーサプライ (M3) の推移



英国金利見通し



## <短期金利・マネーサプライ>

欧州銀行間金利は、緊急流動性措置の解除先送りを受けて11月以降低下していたものの、ECBがインフレ警戒姿勢を強めるなか、1月は小幅上昇。ユーロ圏のマネーサプライは足元で増加傾向にあるものの、その増勢は緩慢。

# (参考) 原油価格を巡る動き

## < 1月の原油市況 >

1月のWTI先物は、米原油在庫の増加、新興国の金融引き締め懸念などを背景に中旬入り後から下落。その後、中東情勢の不安定化が強材料となり、月末に持ち直し。

## < 米国原油需給動向 >

1月の米国原油在庫は、原油輸入量の増加と精製量の減少を受けて小幅増加。製造業・非製造業共に景況感の改善が続くなか、原油需要は当面堅調に推移するとの見方が持続。

## < 投機筋・投機資金の動向 >

1月のファンド筋の買いポジションは、先月から小幅増加。米国の量的緩和継続を受けた資金流入期待が続いていることに加えて、エジプト情勢の不安定化を受けて中東産の原油供給への懸念が月末にかけて強まったことが背景。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 >

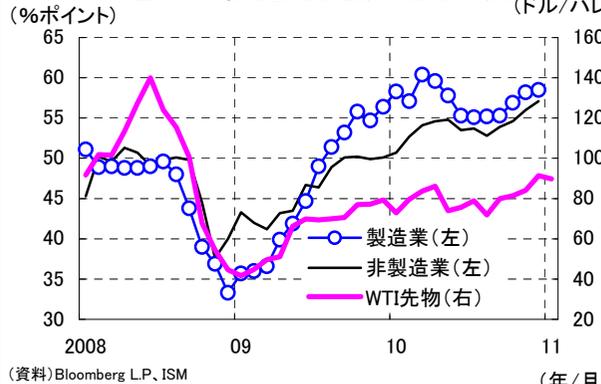
WTI先物は、①米国を中心とする先進国の大幅な金融緩和に伴う資金流入、②新興国の景気拡大に伴う原油需要増加、などの従来からの上げ要因に、③中東情勢の不安定化も加わり、当面強含みで推移する見込み。

株価と原油価格の推移 (ドル/バレル) (ポイント) (2006年=100)



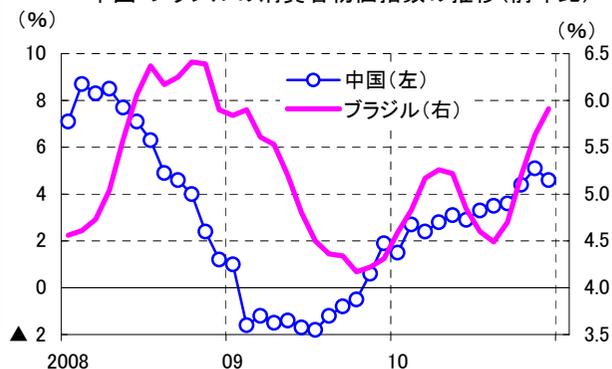
(資料) Bloomberg LP

米国のISM景況感指数と原油価格の推移 (%ポイント) (ドル/バレル)



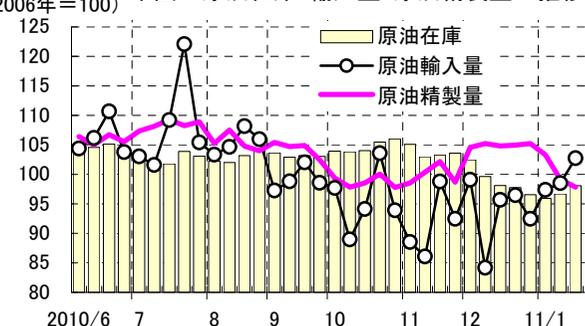
(資料) Bloomberg LP, ISM

中国・ブラジルの消費者物価指数の推移(前年比) (%) (%)



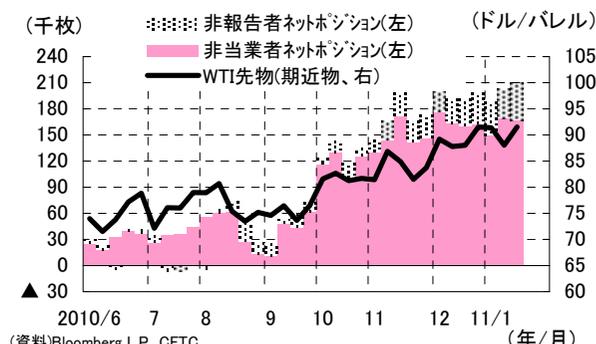
(資料) 中国国家统计局、ブラジル地理統計院

米国の原油在庫・輸入量・原油精製量の推移



(資料) 米エネルギー省

投機筋の原油先物ポジション (千枚) (ドル/バレル)

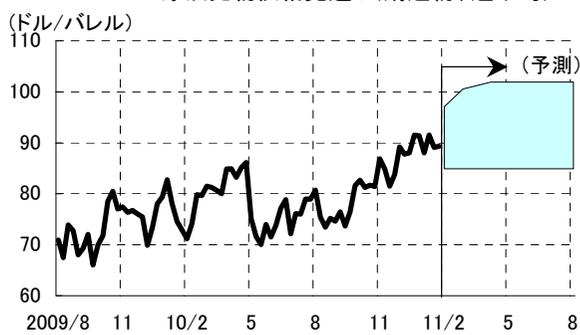


(資料) Bloomberg LP, CFTC

(注1) 建玉単位の「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」。

WTI原油先物価格見通し(期近物、週平均)



(資料) Bloomberg LP

(株) 日本総合研究所 海外経済展望 2011年2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	プライムレート		為替相場		日経平均	米国市場				欧州市場	
	公定歩合 (%)	無担0/N (%)	3カ月 (%)	6カ月 (%)	2年 (%)	5年 (%)	10年 (%)	10年物 (%)	短期 (%)	長期 (%)	¥/\$	¥/Eur	株価 (円)	FF 0/N	ユーロ3カ月	10年国債	NYダウ 工業株	ユーロ3カ月	10年国債
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
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
11/1	0.30	0.085	0.34	0.45	0.41	0.64	1.27	1.21	1.475	1.50	82.63	110.53	10449.53	0.17	0.39	3.36	11802.37	0.95	3.05

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。