

# 海外経済展望

2011年8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 ～ 6 )

欧州 II － ( 1 ～ 6 )

原油価格 III － ( 1 ～ 3 )

◆本資料は2011年8月2日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

### 欧米経済・市場動向グループ

米国経済・金利	: 村瀬 (Tel : 03-3288-4085	Mail : murase.takuto@jri.co.jp)
欧州経済・金利	: 菊地 (Tel : 03-3288-4193	Mail : kikuchi.hideaki@jri.co.jp)
原油動向	: 藤山 (Tel : 03-3288-4665	Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)

# 米国経済概説 (2011年 8 月)

## 1. 米国経済の現状：景気回復ペースは減速

- ・足許の米国経済は減速傾向。企業部門では、日本の震災に伴う供給網寸断などを背景に、生産の回復が頭打ち。家計部門でも、マインドが悪化傾向にあり、個人消費の増勢も鈍化。

### <2011年4～6月期GDP速報>

- ・2011年4～6月期の実質GDPは前期比年率+1.3%と、1～3月期(同+0.4%)に続き低い伸びに。
- ・内訳をみると、個人消費の増勢が大きく鈍化。自動車・同部品の購入が同▲22.7%の減少となったほか、非耐久財消費の伸びも頭打ちに。

### <企業部門>

- ・企業の生産活動は、春以降、低迷が持続。日本の震災による供給網寸断の影響を受け自動車・同部品の減産が続いたほか、コンピューター・電子製品や電気機械などの業種でも、生産の回復が頭打ちに。
- ・もっとも、供給網の寸断は徐々に解消に向かっており、今後、自動車を中心に生産活動の持ち直しが明確化する見込み。

### <家計部門>

- ・6月の非農業部門雇用者数は前月差+1.8万人と、2ヵ月連続で同+2万人前後の低い伸びに。
- ・消費者マインドも悪化傾向が持続。先行きの雇用に対する不安がマインドの下押しに作用。

## 2. トピックス

### ①賃金の伸び悩み

- ・全産業ベースの時間当たり賃金は、2009年末以降、前年比+1%前後の低い伸びが持続。
- ・賃金の低迷持続は、雇用創出が低賃金の業種・職種に限定されていることに起因。実際、昨年初からの雇用増加の大部分は、小売業や外食産業など時間当たり賃金が全産業平均を下回る業種によるもの。
- ・賃金の伸びが力強さを取り戻すためには、賃金の高い政府部門や建設・金融業などの業種、職種では管理職などの雇用減少に歯止めがかかることが不可欠に。

### ②債務上限引き上げを巡る協議

- ・債務上限引き上げの最終期限とされる8月2日が目前に迫るなか、7月31日に大統領と議会指導部が妥協案に合意。合意をもとに作成された法案が上下両院を通過したことで、少なくとも2.1兆ドルの債務上限引き上げが可能に。
- ・債務上限引き上げの前提となる財政赤字削減については、総額2.4兆ドルにとどまり、米国債の格下げ懸念は残存。
- ・仮に格付けが引き下げられたとしても、市場の反応は一時的にとどまる見通し。もっとも、財政の持続性に対する懸念が払拭されなければ、最終的には米国債利回りの上昇やドル安が生じる可能性も否定できず。財政再建に向けた一段の取り組みが不可欠に。

## 3. 景気・金利見通し

### <景気見通し：夏場以降持ち直しも、力強い景気回復は期待薄>

- ・米国経済は、①新興国の需要拡大とドル安を背景とする輸出の増加、②製造業を中心とした設備投資の堅調、などが景気下支えに作用。自動車を中心とした供給網が本格回復する年後半にかけて、成長率は徐々に持ち直す公算。
- ・もっとも、雇用・所得環境の改善が緩慢ななか、原油・ガソリン価格の高止まりや住宅価格の下落が足かせとなるため、個人消費の力強い拡大は期待し難い状況。加えて、厳しい財政状況に直面している政府部門の歳出削減も景気下押しに作用する見込み。
- ・結果として、2011年後半から2012年にかけては、2%台前半を中心とした緩やかな成長ペースにとどまる見通し。

### <金利見通し：低位安定推移が続く見通し。>

- ・FEDは、景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、超低金利政策の維持など、引き続き緩和的な政策スタンスを維持する見込み。
- ・長期金利は、景気の先行きに対する不透明感や、FRBによる低金利政策の長期化観測などが金利下押しに作用。もっとも、財政リスクへの警戒感など上昇圧力も根強く、一方的な金利低下が続く公算は小。当面、3.0%を中心に低位安定推移が続く見通し。

## 4～6月期実質GDPは前期比年率+1.3%と、前期に続き低い伸びに。

### <2011年4～6月期GDP速報>

7月29日発表の2011年4～6月期実質GDP（速報値）は前期比年率+1.3%と、前期（同+1.9%から同+0.4%に下方修正）に続き低い伸びに。内訳をみると、個人消費の増勢が大きく鈍化（1～3月：同+2.1%→4～6月：同+0.1%）。とりわけ、自動車・同部品の購入が同▲22.7%と大きく減少したほか、非耐久財消費の伸びも頭打ちに。

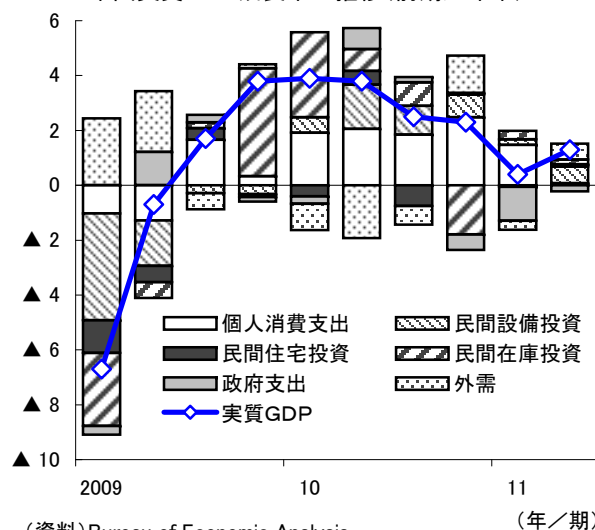
### <企業部門>

企業の生産活動は、春以降、低迷が持続。6月の製造業生産指数は前月比ほぼ横ばいに。日本の震災による供給網寸断の影響を受け、自動車・同部品の生産が3ヵ月連続で減少したほか、コンピューター・電子製品や電気機械なども減産。

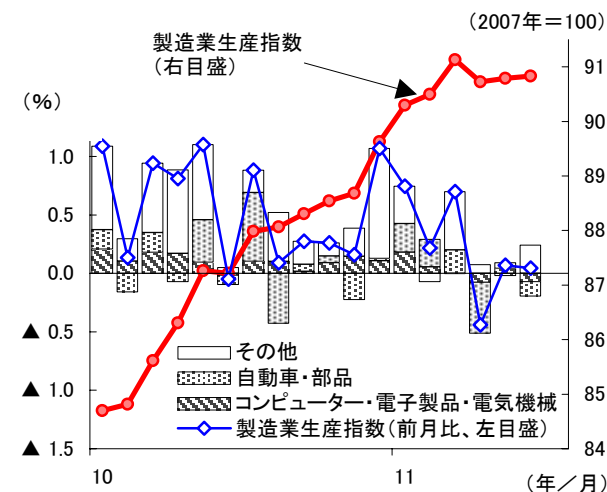
もっとも、メーカー別の自動車生産台数の推移をみると、影響の大きかった日系メーカーの生産台数は、6月以降、回復傾向。供給網の寸断が徐々に解消に向かうなか、今後、自動車を中心に生産活動の持ち直しが明確化する公算。

一方、堅調な業績に支えられ、企業の設備投資は底堅く推移。先行指標である資本財受注（非国防・航空）の増勢が明確化しており、設備投資は、当面、堅調さを維持する見込み。

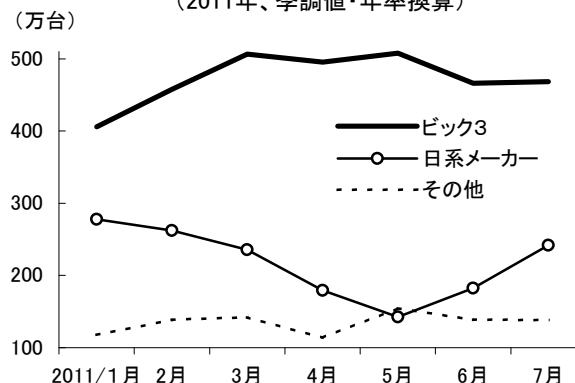
(%) 米国実質GDP成長率の推移(前期比年率)



製造業の生産活動の推移



メーカー別自動車生産台数の推移  
(2011年、季調値・年率換算)

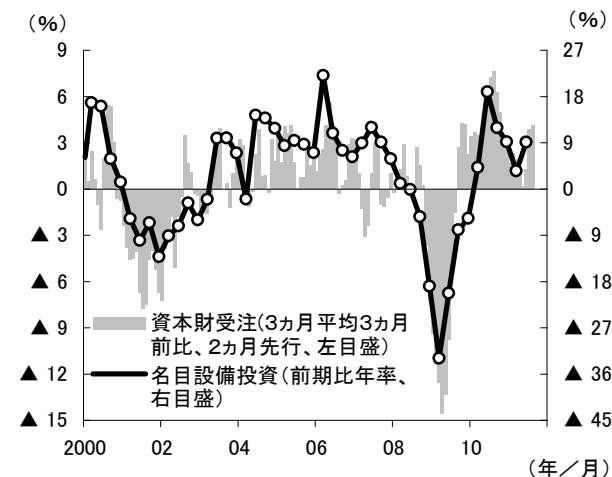


(資料) Automotive News、をもとに日本総研作成

(注1) FRBが算出した自動車生産台数の季節調整係数をもとに季節調整値を作成。

(注2) 7月は第4週までの生産台数をもとにした試算値(最終週の生産台数は第4週の生産台数から横ばいと仮定)。

資本財受注と名目設備投資の推移



(資料) U.S. Census Bureau、Bureau of Economic Analysis

(注) 資本財受注は、国防・航空関連を除く。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年8月

## 雇用の伸びが頭打ちとなるなか、個人消費の増勢は大きく鈍化。

### <雇用情勢>

6月の非農業部門雇用者数は前月差+1.8万人と、2ヵ月連続で同+2万人前後の低い伸びに。業種別にみると、供給網寸断の影響などにより製造業の増勢が大きく鈍化したほか、小売・外食など消費関連の業種の伸びも頭打ち。教職員を中心に政府部門の減少幅も拡大。

こうした状況下、消費者マインドは悪化傾向が持続。7月のミシガン大学消費者信頼感指数は63.7と、2009年3月以来の低水準に。先行きの雇用に対する不安がマインドの下押しに作用。

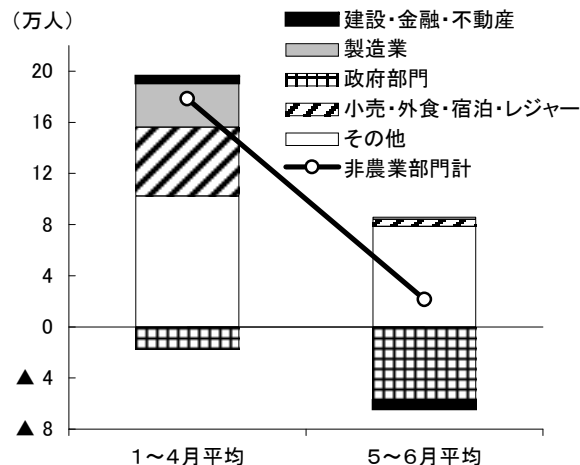
### <個人消費>

6月の小売売上高が前月比+0.1%にとどまるなど、個人消費は弱い動きが持続。減産に伴う新車不足で減少が続いていた自動車の売上がプラスに転じたものの、自動車・部品を除いた売上高は、11ヵ月ぶりの前月比横ばいに。

### <住宅市場>

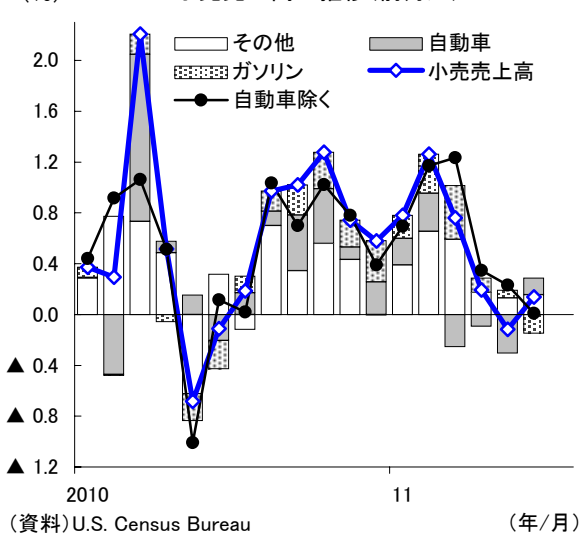
ケース・シラー住宅価格指数（20都市）が2ヵ月連続で上昇するなど、昨年後半以降の住宅価格下落に歯止めがかかりつつある状況。もっとも、中古住宅市場を中心に販売低迷が続いており、中古住宅の在庫率は、本年入り後、再び上昇。住宅市場の需給改善にはなお時間を要するとみられ、当面、住宅価格の力強い上昇は期待薄。

業種別雇用者数(前月差)の推移



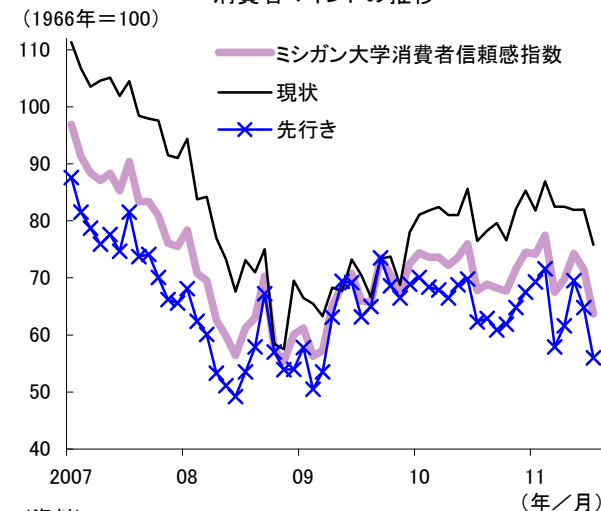
(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注) 政府部門は、民間教育サービス従事者を含む。

小売売上高の推移(前月比)



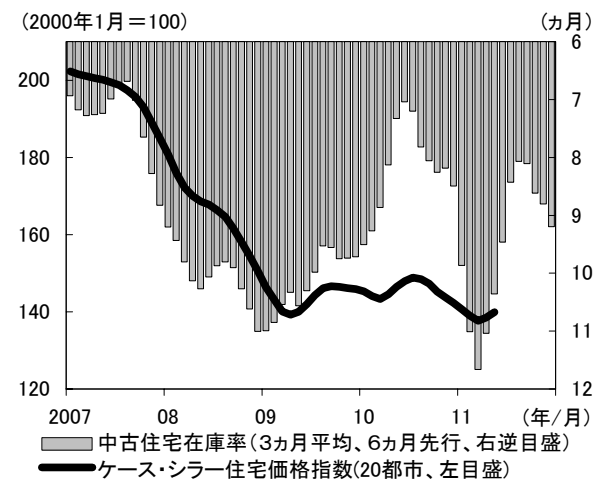
(資料) U.S. Census Bureau

消費者マインドの推移



(資料) University of Michigan

住宅価格と中古住宅在庫率の推移



(資料) NAR, S&P

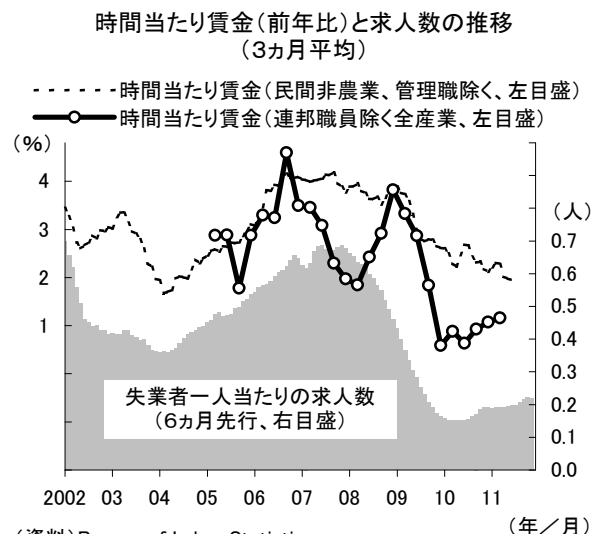
## 雇用創出は賃金の低い業種・職種に限定。賃金の力強い回復は、当面期待薄。

家計の所得環境は依然として厳しさが持続。全産業ベース（連邦政府職員除く）の時間当たり賃金は、2009年末以降、前年比+1%前後の低い伸び。

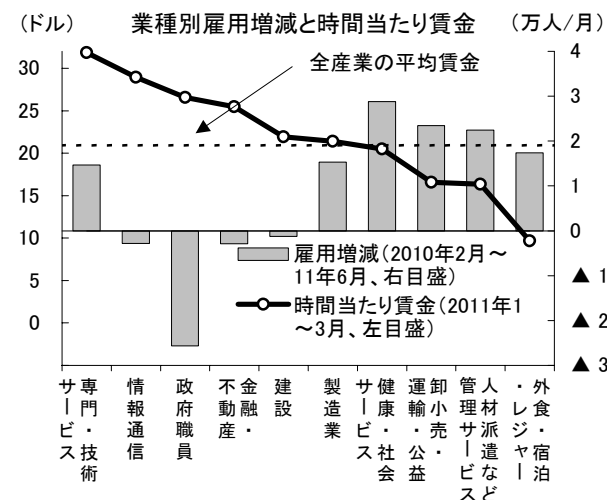
賃金の低迷持続は、失業者一人あたりの求人数が低水準にとどまるなど労働市場に需給逼迫感がみられないことに加え、雇用創出が低賃金の業種・職種に限定されていることに起因。実際、昨年初からの雇用増加の大部分は、小売業や外食産業など時間当たり賃金が全産業平均を下回る業種によるもの。さらに、職種別にみると、企業の人件費抑制の動きなどを背景に、相対的に高賃金の経営・財務に携わる職種で、雇用の減少が持続。

ちなみに、雇用コスト指数（※）をもとに、業種・職種間の雇用者数の変化が賃金に与える影響を試算してみると、2010年以降、こうした低賃金の業種・職種の雇用増、高賃金の業種・職種の雇用減が時間当たり賃金の伸びを▲0.7%ポイント程度下押ししていると試算。賃金の伸びが力強さを取り戻すためには、少なくとも賃金の高い政府部門や建設・金融業などの業種、職種では管理職などの雇用減少に歯止めがかかることが不可欠に。

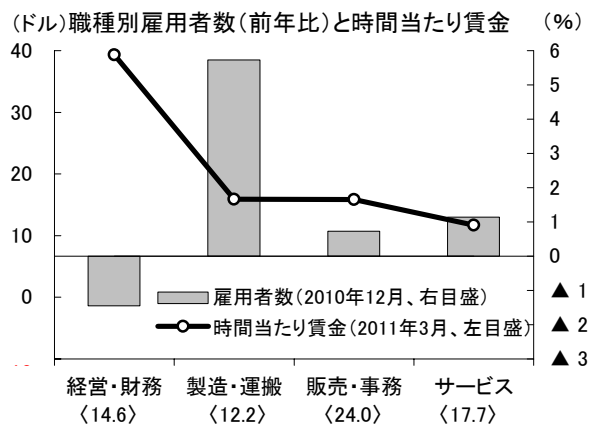
（※）業種・職種別の賃金を基準時の雇用者数でウェイト付けて指数化されているため、業種・職種別の雇用者数の増減の影響を受けず。



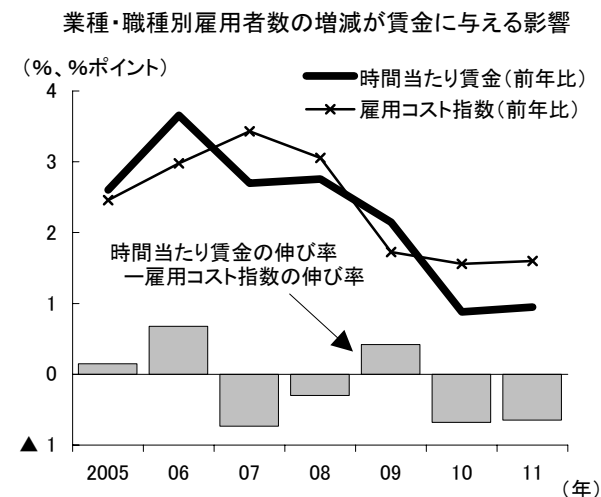
（資料）Bureau of Labor Statistics  
（注）全産業ベースの時間当たり賃金は各四半期末月の数値。



（資料）Bureau of Labor Statistics  
（注）政府職員の時間当たり賃金は、州・地方政府の職員。



（資料）Bureau of Labor Statistics  
（注1）雇用者数は、自営業者などを含む数値。  
（注2）〈〉内は各職種の雇用者数のシェア。  
（注3）雇用者数の数字は、2011年1月以降、職種分類の改定が行われたため、10年12月の前年比を使用。



（資料）Bureau of Labor Statisticsをもとに日本総研作成。  
（注）2011年は、10年Q2～11年Q1の平均。

## 債務上限引き上げによりデフォルトの危機は回避も、米国債の格下げ懸念は残存。

米国では、連邦政府の法定債務上限引き上げを巡る協議が難航。最終期限とされる8月2日が目前に迫るなか、7月31日に大統領と議会指導部が妥協案に合意。この合意をもとに作成された法案が、8月1日、2日に上下両院で可決されたことで、少なくとも2.1兆ドル（段階的に実施）の債務上限引き上げが可能に。

債務上限引き上げの前提となる財政赤字削減については、まず、共和党の反対する増税措置や民主党の反対する低所得者層への給付削減を含まない形で9千億ドル（10年間）の歳出削減を実施。さらに、超党派委員会を設置し、年末までに追加の財政赤字削減策

（1.5兆ドル）を検討。財政赤字削減の総額は2.4兆ドルと、当初の目標（大統領・共和党ともに4兆ドルの財政赤字削減を計画）を大きく下回る結果に。S & Pは、4兆ドル程度の財政赤字削減を格付け維持の目安としており、米国債の格下げ懸念は残存。

仮に格付けが引き下げられたとしても、市場の反応は一時的にとどまる見通し。米国債に匹敵する流通量・流動性を備える債券が他に存在しないことなどを踏まえれば、格下げが米国債の大量売却・金利急騰につながる可能性は小さいと判断。もっとも、財政の持続性に対する懸念が払拭されなければ、最終的には米国債利回りの上昇やドル安が生じる可能性も否定できず。財政再建に向けた一段の取り組みが不可欠に。

### 債務上限引き上げに関する大統領・議会指導部の合意

#### 合意の骨子

- ・10年間で9,170億ドルの歳出削減を実施。
- ・大統領に対し、債務上限を少なくとも2.1兆ドル引き上げる権限を付与。これにより2012年末までの支出が可能。
- ・超党派委員会を設置し、年末までに1.5兆ドルの追加赤字削減策を検討。

#### 第1段階の赤字削減措置(9,170億ドル、即時実施)

- ・裁量的支出に上限を設定し、歳出削減を実現。
- ・歳出削減のうち3,500億ドル超は国防費の削減。
- ・増税措置や低所得者向け給付削減などは含まず。

#### 第2段階の赤字削減措置(1.5兆ドル)

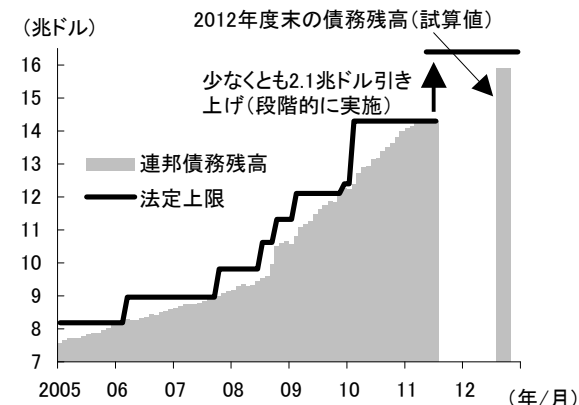
- ・両党両院からなる委員会を設置し、1.5兆ドルの追加赤字削減策を検討。
- ・委員会は、2011年11月23日までに赤字削減策を提案し、議会は12月23日までに採決を行う。
- ・社会保障改革、税制改革も赤字削減の対象。
- ・委員会が削減案を策定できなかった場合や、削減案が議会を通過しなかった場合、1.2兆ドルの強制歳出削減措置を実施(13年以降の歳出が対象)。
- ・強制歳出削減措置は、国防費やメディケアへの支出に対しても発動されるが、その他の社会保障関連支出などは対象外。

#### 債務上限の引き上げ

- ・まず、9,000億ドルの債務上限引き上げを可能とする(これにより来年2月頃までの支出が可能に)。
- ・さらに、超党派委員会の赤字削減案が議会を通過した時点で1.5兆ドルの債務上限引き上げが可能(議会の3分の2以上の反対が無い限り実施)。
- ・委員会が赤字削減措置の策定に失敗した場合、引き上げ額は1.2兆ドルに減額(赤字削減が1.2～1.5兆ドルなら上限引き上げは赤字削減と同額に)。

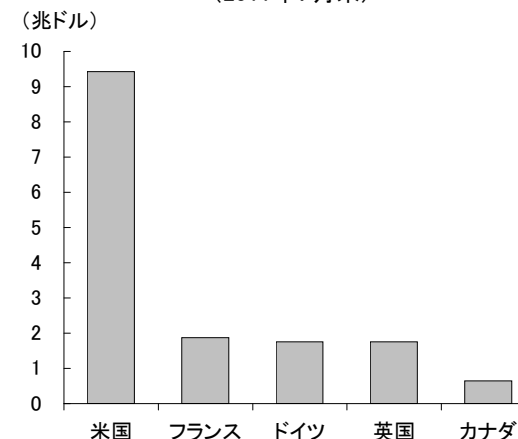
(資料)White Houseなどをもとに日本総研作成。

### 連邦債務残高と法定上限額



(資料)Department of the Treasury, OMBなどをもとに日本総研作成。  
(注)2012年度末(11年9月)の債務残高は、OMBの見通し(2月時点)に、11年度の税収上振れや4/15に成立した11年度予算、今回の歳出削減の影響などを加味した試算値。

### トリプルA格付けを持つ主要国の国債流通額 (2011年7月末)



(資料)Bloomberg L.P.  
(注)年度別償還額をもとに算出。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年8月



## 夏場以降持ち直しも、力強い景気回復は期待薄。

### <景気見通し>

米国経済は、①新興国の需要拡大とドル安を背景とする輸出の増加、②製造業を中心とした設備投資の堅調、などが景気下支えに作用。自動車を中心とした供給網が本格回復する年後半にかけて、成長率は徐々に持ち直す公算。

もっとも、雇用・所得環境の改善が緩慢ななか、原油・ガソリン価格の高止まりや住宅価格の下落が足かせとなるため、個人消費の力強い拡大は期待し難い状況。加えて、厳しい財政状況に直面している政府部門の歳出削減も景気下押しに作用する見込み。

結果として、2011年後半から2012年にかけては、2%台前半を中心とした緩やかな成長ペースにとどまる見通し。

### <金利見通し>

FEDは、景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、超低金利政策の維持など、引き続き緩和的な政策スタンスを維持する見込み。

長期金利は、景気の先行きに対する不透明感や、FRBによる低金利政策の長期化観測などが金利下押しに作用。もっとも、財政リスクへの警戒感など上昇圧力も根強く、一方的な金利低下が続く公算は小。当面、3.0%を中心に低位安定推移が続く見通し。

### 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)

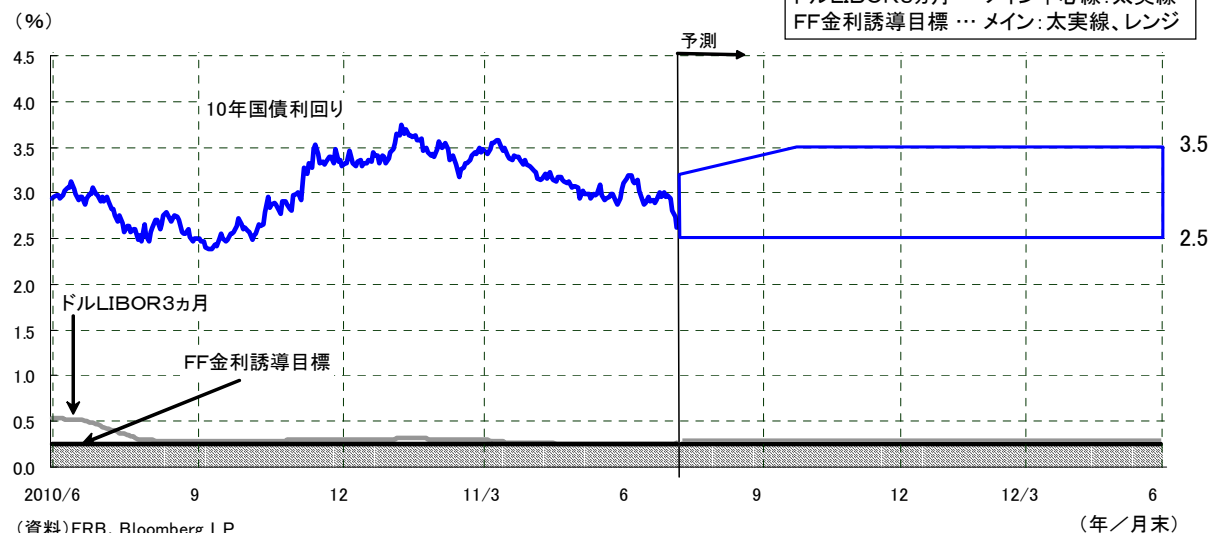
	2010年		2011年				2012年		2010年 (実績)	2011年 (予測)
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6		
実質GDP	2.5	2.3	0.4	1.3	2.2	2.6	2.0	2.3	3.0	1.8
個人消費	2.6	3.6	2.1	0.1	2.2	2.5	1.9	2.2	2.0	2.1
住宅投資	▲ 27.7	2.5	▲ 2.4	3.8	3.1	2.4	3.2	3.6	▲ 4.3	▲ 1.7
設備投資	11.3	8.7	2.1	6.3	7.6	8.7	4.8	7.3	4.4	7.3
在庫投資	0.9	▲ 1.8	0.3	0.2	0.2	0.0	0.1	▲ 0.1	1.6	▲ 0.0
政府支出	1.0	▲ 2.8	▲ 5.9	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.2	0.7	▲ 2.0
純輸出	▲ 0.7	1.4	▲ 0.3	0.6	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.5	0.0
輸出	10.0	7.8	7.9	6.0	7.4	7.9	7.7	7.2	11.3	7.8
輸入	12.3	▲ 2.3	8.3	1.3	8.1	6.6	5.7	6.1	12.5	6.0
実質最終需要	1.7	4.2	0.0	1.1	2.0	2.6	2.0	2.4	1.4	1.9
消費者物価	1.2	1.3	2.1	3.4	2.9	2.6	1.8	1.6	1.6	2.8
除く食料・エネルギー	0.9	0.7	1.1	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4	1.0	1.3

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



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年8月



# 欧州経済概説（2011年8月）

## 1. ユーロ圏景気の現状と展望

### 【景気の現状】

ユーロ圏景気は、回復が頭打ち。

- ・ユーロ圏の企業景況感は5ヵ月連続の低下。
- ・主因は、牽引役であるドイツでの、輸出の増勢鈍化。
- ・一方、域内需要は低迷が長期化。5月のユーロ圏小売売上数量は、前月比▲1.1%の大幅減。
- ・失業者数の増加が続くPIGS諸国で減少持続。雇用・所得が堅調なドイツでも盛り上がり欠ける状況。

### 【ギリシャ追加支援策】

- ・7月21日のユーロ圏首脳会議は、ギリシャ第2次支援で合意。これにより、EFSF・IMFが9月から総額1,090億ユーロの融資を開始するほか、民間投資家は500億ユーロを負担。
- ・民間投資家は債務交換やロールオーバーを通して、実質的に21%のヘアカットを受け入れ。
- ・加えて、流通市場での国債の買い入れや、金融機関への資本注入を可能にするなど、EFSFの機能拡充でも合意。

### 【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、①PIGS諸国を中心とした緊縮財政、②ユーロ高による輸出抑制効果、③インフレ率上昇による実質購買力の低下、などを背景に減速していく見通し。

## 2. ユーロ圏金利見通し

### 【金融政策・長期金利】

- ・ECBは、7月の追加利上げ後も、インフレの動向次第では追加利上げを辞さない姿勢。もっとも、今後は域内需要の低迷に加え、インフレ率押し上げに作用してきた税制変更・資源高の影響が順次剥落していくため、様子見姿勢に転じる見通し。

- ・独10年国債利回りは、南欧債務問題を受けた安全資産選好の強まりにより当面低下傾向。その後も、緊縮財政等による成長ペースの鈍化が金利抑制に作用。一方で、欧州債務問題に伴うドイツの負担増への懸念が金利を押し上げるリスクも。

## 3. 英国景気の現状と展望

### 【景気の現状】

英国の4～6月期実質GDP成長率は前期比年率+0.7%と増勢鈍化。サービス業は堅調を維持したものの、鉱工業が減速。

- ・鉱工業低下の主因は、①北海油田のメンテナンスに伴う操業停止による鉱業の低下、②東日本大震災によるサプライチェーン寸断の影響、③利上げを受けた新興国向け輸出の増勢鈍化、④景気減速に伴う米国向け輸出の減少、などが指摘可能。
- ・個人消費についても弱い動きが持続。自動車販売台数は12ヵ月連続の前年比減少。背景には、失業者数の増加など、雇用・所得環境の悪化。

### 【景気の見通し】

- ・英国景気は、低成長が長期化。主因は家計のバランスシート調整を背景とした個人消費の低迷。とりわけ2012年春にかけては、緊縮財政の本格化や食品・エネルギー価格を中心としたインフレ率高騰によるマイナス影響から、景気は一段と減速する見通し。

## 4. 英国金利見通し

### 【金融政策・長期金利】

- ・BOEは、インフレ率の上振れを警戒しつつも、景気回復を優先させる姿勢を示しており、当面は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、インフレ懸念や国債需給悪化懸念などの上昇圧力も根強く、3%台半ばを中心とした横ばい推移が持続する見通し。

# 輸出減速を主因に景気回復ペースは鈍化。P I G S 諸国の内需低迷は長期化。

## <企業部門>

ユーロ圏の企業景況感は5ヵ月連続の低下。P I G S 諸国で低下傾向が持続する一方、牽引役となってきたドイツ・フランスでも頭打ち。

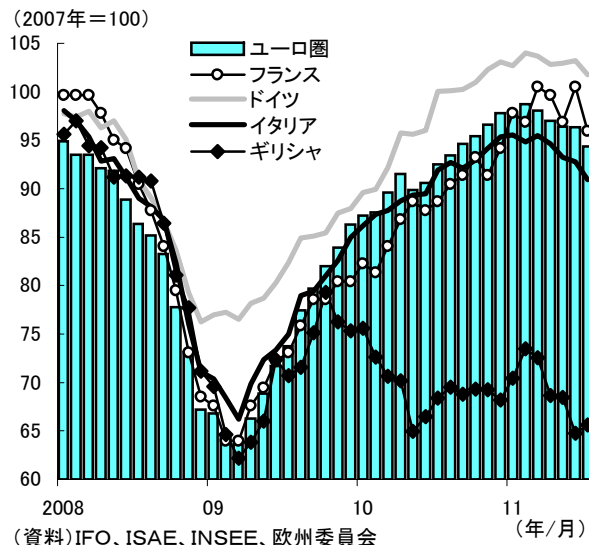
ドイツ企業景況感の頭打ちの主因は、ユーロ高を受けた輸出の増勢鈍化。年初以降、E C B の利上げや、米国での財政赤字拡大によるドルの信認低下等を背景にユーロ高が進行。ユーロ高水準での推移が続くなか、今後も輸出の増勢鈍化傾向が続く見込み。

## <家計部門>

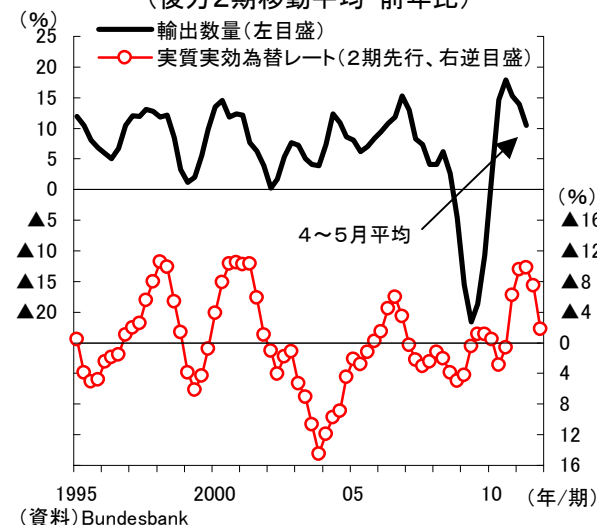
一方、ユーロ圏の個人消費は低迷が長期化。5月のユーロ圏小売売上数量（自動車を除く）は前月比▲1.1%の大幅減。

国別にみると、失業者数の増加が続くP I G S 諸国で減少が続いていることに加え、雇用・所得が堅調なドイツでも盛り上がりを欠いた状況。今後を展望しても、各国で緊縮財政が本格化するなか、雇用の大幅な増加は期待し難く、域内需要の低迷は長期化の公算。

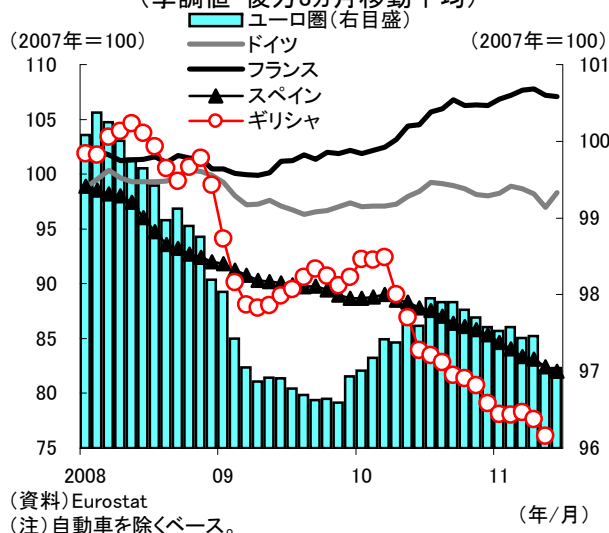
ユーロ圏企業景況感の推移



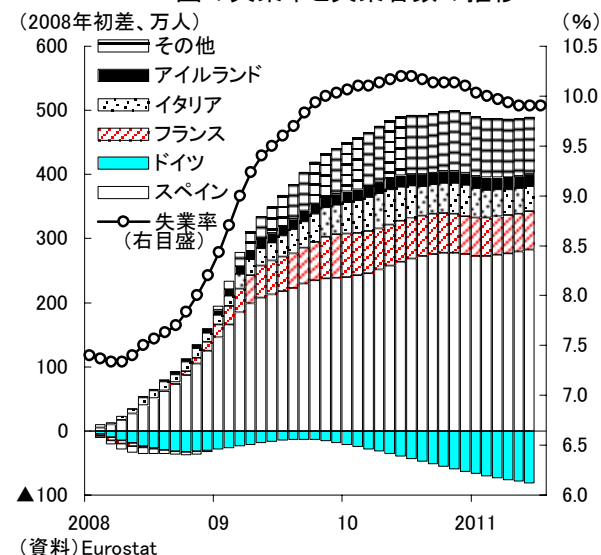
ドイツの輸出数量と実質実効為替レート  
(後方2期移動平均・前年比)



ユーロ圏各国の小売売上数量  
(季調値・後方3ヵ月移動平均)



ユーロ圏の失業率と失業者数の推移



# 当面ギリシャのデフォルトは回避も、不安払拭には至らず。

7月21日のユーロ圏首脳会議は、対ギリシャ第2次支援で合意。支援の概要は、9月からEFSF・IMFが総額1090億ユーロを融資するほか、民間投資家に500億ユーロの負担を求める内容。これに伴い、ギリシャは2014年までの資金繰りに一応の目処がつき、当面デフォルトは回避。

民間投資家は債務交換やロールオーバー（償還額の再投資）などの「自発的な」支援を行い、実質的に21%の純現在価値の減価（ヘアカット）を受け入れる見込み。ちなみに、ギリシャ債の21%のヘアカットを前提にストレステストを再検証すると、コアTier1比率が5%を下回る銀行は12行（←8行）に増え、必要増資額も46億ユーロ（←25億ユーロ）に拡大する見込み。

加えて、首脳会議では債務危機波及に対応するため、流通市場での国債買い入れや、銀行への資本注入のための融資が可能になるなど、EFSFの機能拡充などでも合意。

一連の支援策を受けても、ギリシャ財政の健全化には程遠く、ギリシャのプラス成長復帰への展望も描かれておらず、欧州債務問題はくすぶり続ける見通し。

## ユーロ圏首脳会議（7/21）での合意事項の概要

ギリシャ第二次支援策 (億ユーロ)	
EFSF・IMFによる追加融資	1,090
資金繰り支援	340
2014年までに必要な追加資金	880
うち民間関与(a)	▲540
信用補完対応(b)	350
ギリシャ国債買戻し資金(c)	200
ギリシャ民間銀行資本増強	200
融資条件緩和	
融資期間延長(最長7.5年→最短15年、最長30年)	
金利を3.5%程度まで引き下げ	
民間投資家関与	498
債券スワップ	372
保有国債の交換・再投資(aに対応)	540
EFSF債による保証(bに対応)	▲168
(うち、2011-2014年は168億ユーロ)	
国債買戻し(cに対応)	126
(200億ユーロの資金で額面326億ユーロの国債を買い取り)	
アイルランド・ポルトガルへの融資条件の緩和	
EFSFの機能拡充	
流通市場での国債買入が可能に	
予防的プログラムに基づき融資等の行動が可能に	
金融機関の資本注入のための融資が可能に	

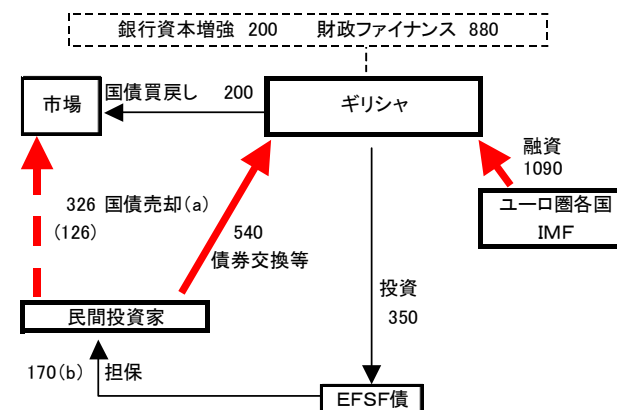
(資料)欧州委員会、IIF等を基に日本総研作成

## 民間投資家による支援策の選択肢

・額面での30年債への債務交換	平均年利4.5%
・額面での30年債への再投資(ロールオーバー)	平均年利4.5%
・額面80%での30年債への債務交換	平均年利6.42%
・額面80%での15年債への債務交換	平均年利5.9%、ただし、損失額の80%(最大でも額面の40%)までしか担保されず
想定: それぞれ債務交換額の4分の1ずつ 純現在価値の21%の減価 民間投資家の参加率は90%	

(資料)欧州理事会、IIF等をもとに日本総研作成

## ギリシャ支援策の仕組み



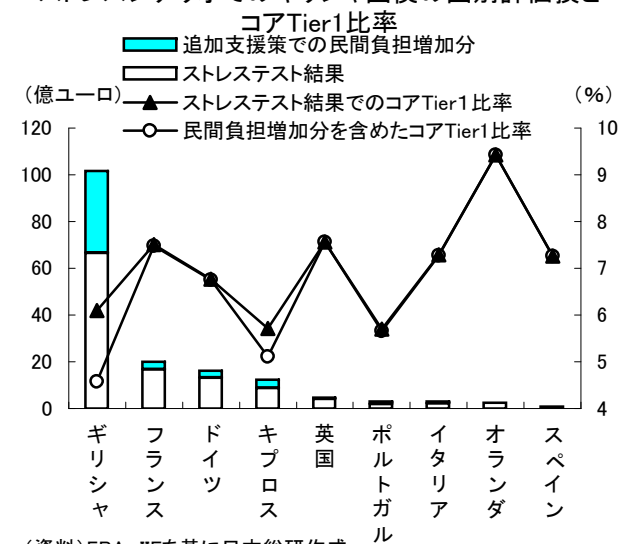
(資料)欧州委員会、IIF等を基に日本総研作成

(注1)金額は2011-14年までの支援額。

(注2) (a)は額面100円に付き買い戻し価格61.43円と想定し、額面326億ユーロの国債を買い戻し。

(注2) (b)は2014年まで。2011-2020年までであれば350。

## ストレシナリオでのギリシャ国債の国別評価損と



(資料)EBA、IIF等を基に日本総研作成

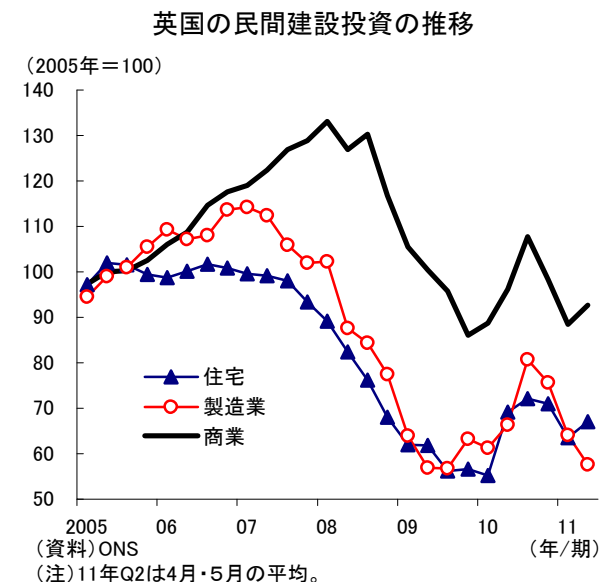
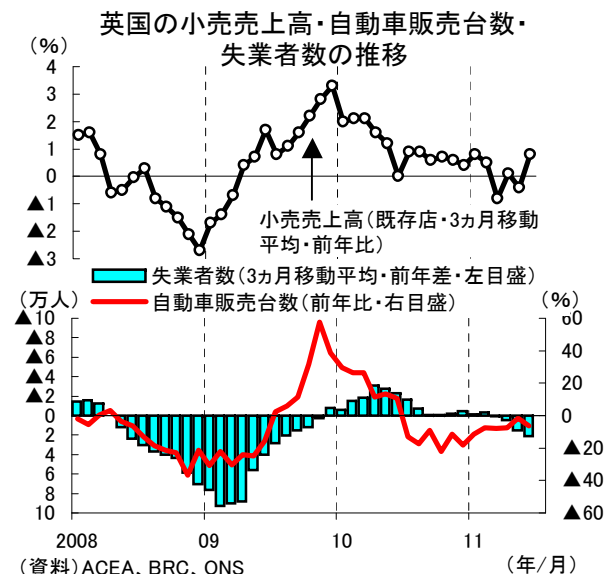
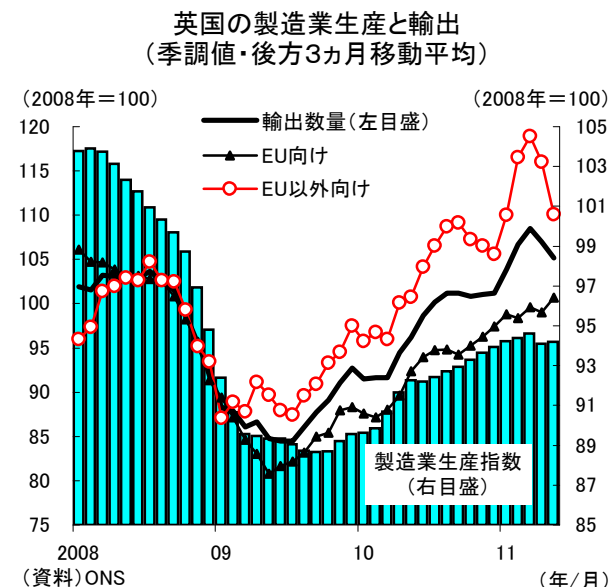
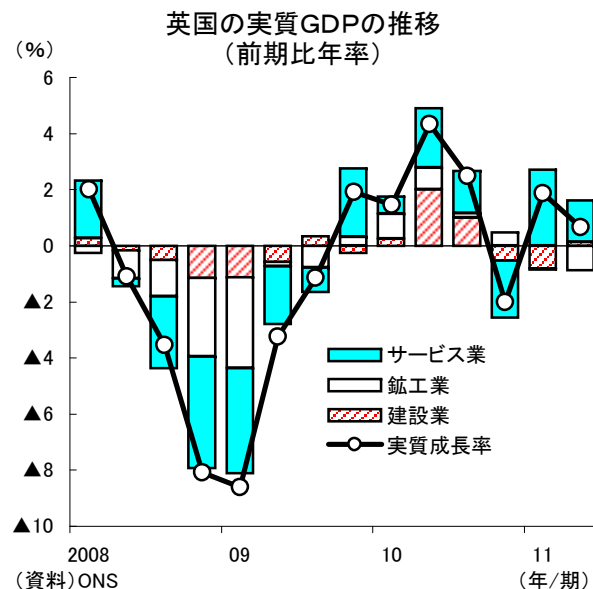
## 4～6月期実質GDP成長率は前期比年率+0.7%に鈍化。鉱工業が低迷。

英国の4～6月期実質GDP成長率は、前期比年率+0.7%と前期（+1.9%）から増勢鈍化。サービス業は堅調を維持したものの、鉱工業が減速。

鉱工業は、北海油田でのメンテナンスに伴う操業停止により鉱業が大幅に低下。さらに、東日本大震災によるサプライチェーン寸断の影響、利上げを受けた新興国向け輸出の増勢の鈍化、景気が減速している米国向け輸出の減少、等を背景に、製造業も低迷。

個人消費についてみると、弱い動きが持続。BRC小売売上高（既存店ベース・移動平均）は、6月に前年比+0.8%と増加したものの、自動車販売台数は減少が持続。背景には、失業者数の増加、実質賃金の減少など、雇用・所得環境の悪化。

こうしたなか、建設投資も低迷が長期化。生産が頭打ちとなるなか、製造業の設備投資意欲は一段と冷え込み。商業・住宅も下げ止まったものの、依然低水準。



## 緊縮財政に伴う内需低迷、ユーロ高による輸出の増勢鈍化を主因に減速。

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、①P I G S諸国を中心とした緊縮財政、②ユーロ高による輸出抑制効果、③インフレ率上昇による実質購買力の低下、などを背景に減速していく見通し。

インフレ率は、各国の緊縮財政等を受けた低成長がデフレ圧力として作用するものの、原油価格の高騰を受けたエネルギーコストの上昇が広範囲な品目の価格上昇圧力となるため、2011年中は2%台半ばで高止まりする見通し。2012年以降は、原油高の影響が一巡するにつれてE C B目標水準に向けて鈍化していく見込み。

英国景気は低成長が長期化。主因は家計のバランスシート調整を背景とした個人消費の低迷。とりわけ2012年春にかけては、緊縮財政の本格化や食品・エネルギー価格を中心としたインフレ率高騰によるマイナス影響から、景気は一段と減速する見通し。

インフレ率は、原油価格の高騰、付加価値税の引き上げを主因に、当面4%台半ばの高水準で推移する見通し。もともと、付加価値税増税の影響が剥落する2012年以降は、原油価格の騰勢鈍化とあいまって、2%台後半まで鈍化する見通し。

### <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、%)

		2010年		2011年				2012年		2010年 (実績)	2011年 (予測)
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6		
ユーロ圏	実質GDP	1.6	1.1	3.4	1.2	0.7	0.6	0.5	0.7	1.8	1.9
	消費者物価指数	1.7	2.0	2.5	2.8	2.6	2.5	2.3	2.1	1.6	2.6
ドイツ	実質GDP	3.2	1.5	6.1	2.0	1.6	1.7	1.6	2.1	3.5	3.4
	消費者物価指数	1.2	1.6	2.2	2.5	2.3	2.3	2.1	1.9	1.2	2.3
フランス	実質GDP	1.7	1.4	3.8	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	1.4	1.8
	消費者物価指数	1.8	1.9	2.0	2.2	2.1	2.2	2.1	1.8	1.7	2.1
英国	実質GDP	2.5	▲ 2.0	1.9	0.7	0.4	0.5	0.4	0.6	1.4	0.9
	消費者物価指数	3.1	3.4	4.2	4.4	4.5	4.5	2.8	2.6	3.3	4.4

(予測)

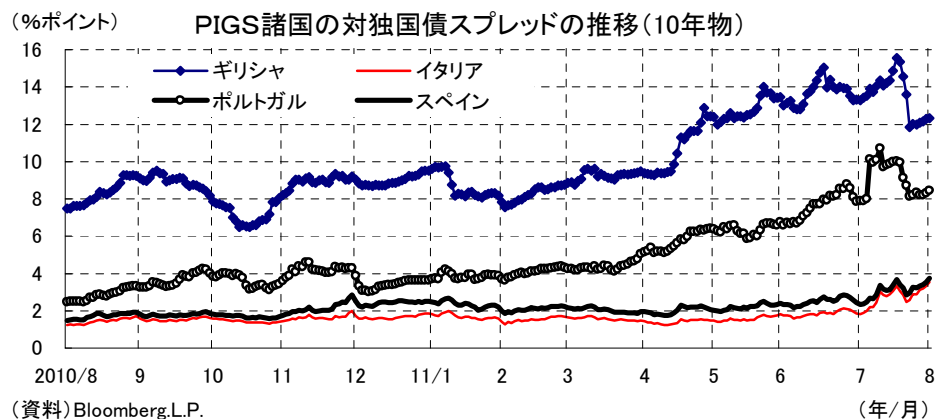
## ECBは様子見姿勢に転じる見込み。

ECBは、7月の追加利上げ後も、インフレの動向次第では追加利上げを辞さない姿勢。もっとも、今後は域内需要の低迷に加え、インフレ率押し上げに作用してきた税制変更・資源高の影響が順次剥落していくため、様子見姿勢に転じる見通し。

独10年国債利回りは、南欧の債務問題を受けた安全資産選好の強まりにより、当面低下傾向。その後も、緊縮財政等による成長ペースの鈍化が金利抑制に作用。一方で、欧州債務問題に伴うドイツの負担増への懸念が金利を押し上げるリスクも。

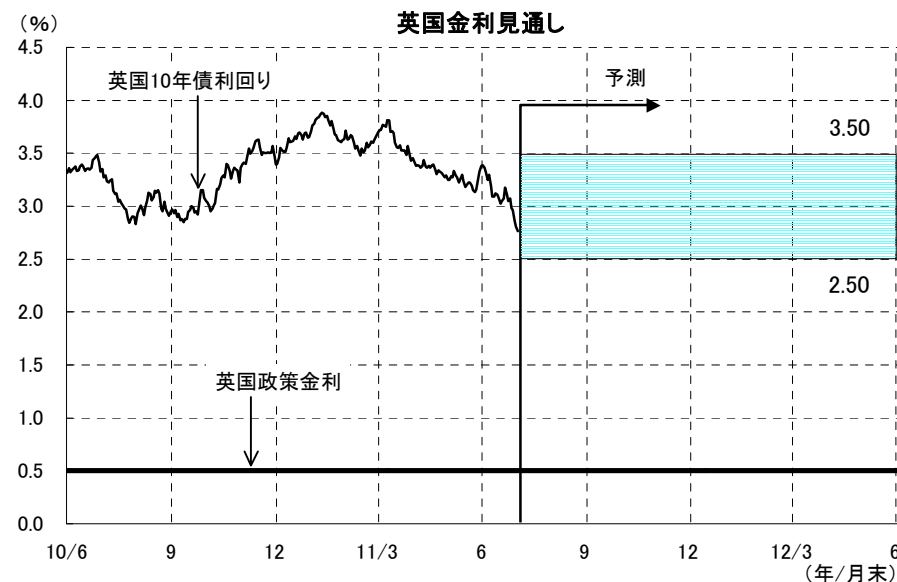
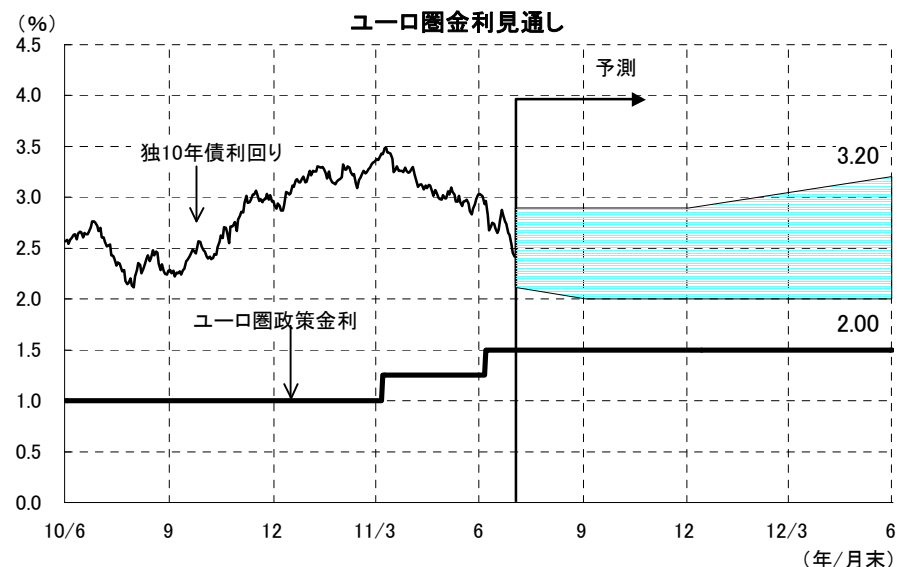
BOEは、インフレ率の上振れを警戒しつつも、景気回復を優先させる姿勢を示しており、当面は現行の政策金利水準を据え置く見通し。

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、インフレ懸念や国債需給悪化懸念などの上昇圧力も根強く、3%を中心とした横ばい推移が持続する見通し。



### <PIGS諸国の長期金利>

ギリシャへの追加支援合意を受けて、PIGS諸国の長期金利は急低下。一方でイタリア・スペインでは財政再建に対する懸念から金利が上昇。





# 原油価格：当面、方向感の定まらない展開に。

## <原油市況>

7月のWTI先物は、景気統計や米欧債務問題の動向に一喜一憂しながら、総じて1バレル=90ドル台後半で揉み合う展開に。

月下旬には、ギリシャ財政問題の一服や米債務上限引き上げ交渉の難航を背景としたドル安ユーロ高、IEAの石油備蓄追加放出の見送りなどを受け、やや強含む場面も。

## <投機筋・投機資金の動向>

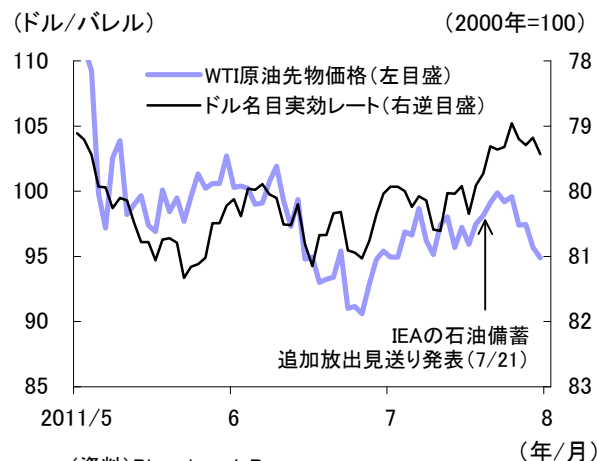
投機筋の買いポジションは、本年3月をピークに減少が続いていたものの、7月入り後、原油価格の上昇とともに4週連続で増加。先物市場では、先行きも緩やかな価格上昇が続くとの見方が優勢に。

## <原油価格見通し>

WTI先物は、米欧債務問題や世界景気の先行きに不透明感が強まるなか、当面、方向感の定まらない展開となる見込み。

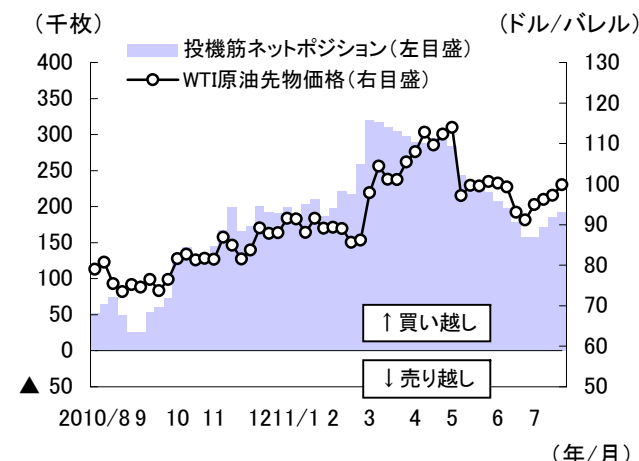
もっとも、①中東・北アフリカ情勢の混乱持続、②米金融緩和政策の長期化観測を背景としたドル安、など価格上昇圧力が根強く残存するもとで、上値に比べ下値は限定的となる見通し。

WTI原油先物価格とドル名目実効レート



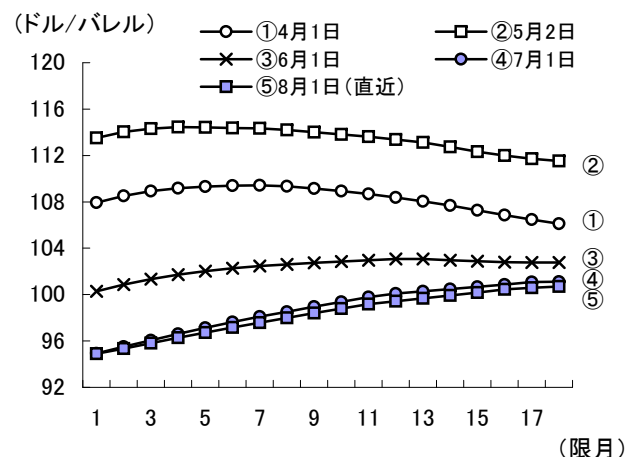
(資料) Bloomberg L.P.  
(注)ドル実効レートは、JPモルガンチェース銀行算出。

投機筋のWTI原油先物ポジション



(資料) Bloomberg L.P., CFTC  
(注)建玉単位の「1枚」は「1,000バレル」。

限月別WTI原油先物価格



(資料) Bloomberg L.P.  
(注)各時点(月初)における各限月の先物価格を表示。

WTI原油先物価格見通し  
(期近物、週平均)



(資料) Bloomberg L.P.



## 米国ガソリン需要：ドライブシーズン入り後も低迷が持続。

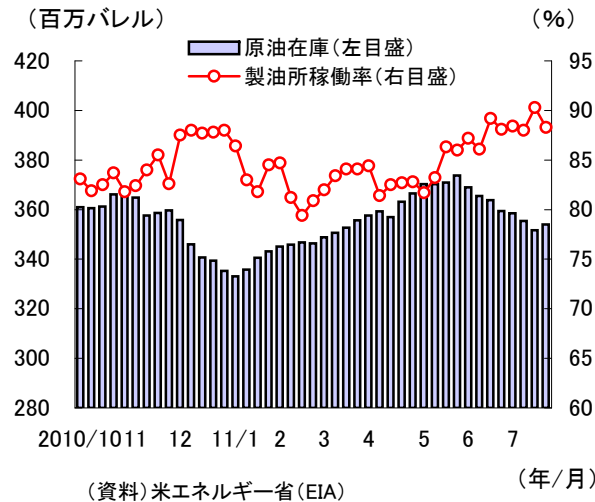
米国では、5月末から9月初旬のドライブシーズンにかけて、ガソリン需要の増加とともに原油在庫が減少する傾向。

実際に原油在庫の動向をみると、2011年入り後、増加傾向が続いていたものの、6月以降、製油所の稼働率上昇とともに減少に転換。足元では、3月以来の水準に。

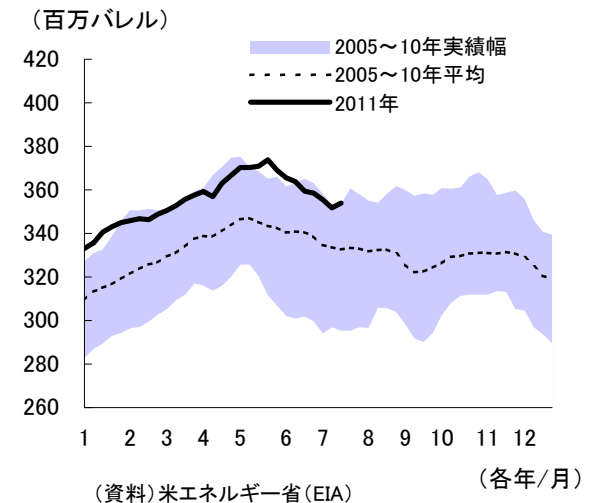
もっとも、原油在庫は例年と比べると依然高水準。背景には、ガソリン需要の低迷が指摘可能。米国のガソリン出荷は春先以降、ガソリン価格高騰を受け、前年対比大きく減少。ガソリン価格の下落に伴い、5月下旬から6月中旬にかけて増加に転じる場面もあったものの、ガソリン価格の反転を受け、再び減少へ。ガソリン価格の高止まりが続くなか、需要に盛り上がりが見られないままドライブシーズンが終了する公算。

当面、米国のガソリンおよび原油需要は伸び悩みが続く見通し。

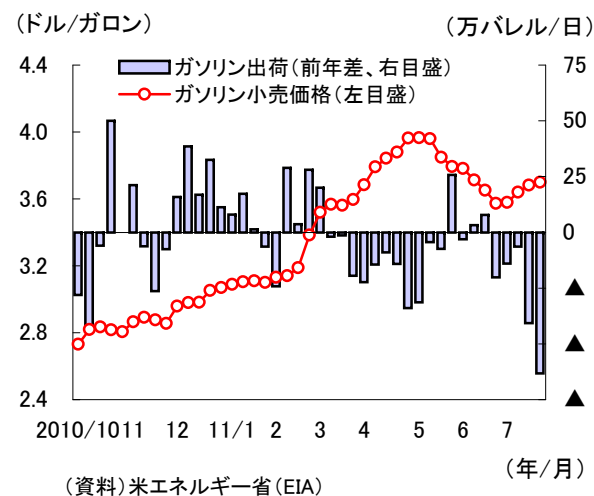
米国の原油在庫と製油所稼働率



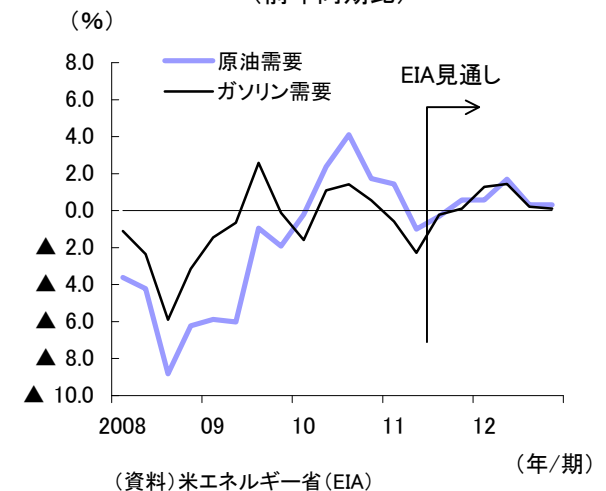
米国原油在庫の推移



米国のガソリン小売価格とガソリン出荷量



米国の原油・ガソリン需要見通し  
(前年同期比)



# LNG：天然ガスの需給緩和によるLNG価格押し下げ効果は限定的となる可能性。

わが国では、東日本大震災後の原発停止に伴い、代替電源として火力発電の利用率が上昇。なかでもLNG火力が主要な代替電源となっており、需要の増加とともにLNG価格の上昇懸念が台頭。

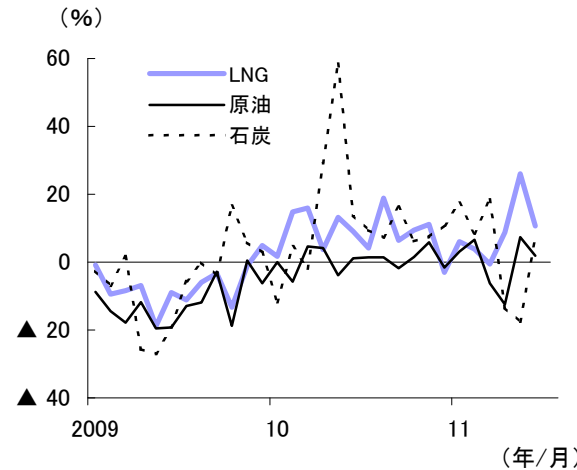
もっとも、わが国ではLNG輸入の大部分が長期契約であり、価格は原油輸入価格に連動して決定。また、近年のLNG生産能力の大幅な拡大を受け、足元ではわが国の需要増を吸収可能な供給余力が存在。短期的な需給動向の影響を受けやすいスポット価格は一時的に大きく上昇する可能性があるものの、当面、LNG輸入価格は総じて原油価格につれた動きとなる見込み。

一方、中長期的にみると、天然ガスは、①今後も生産量の大幅な増加が予想されていること、②可採年数が60年前後で安定しているほか、シェールガスを中心とした非在来型天然ガスの開発に伴い一段の長期化が見込まれること、などから緩和的な需給環境が続く見込み。

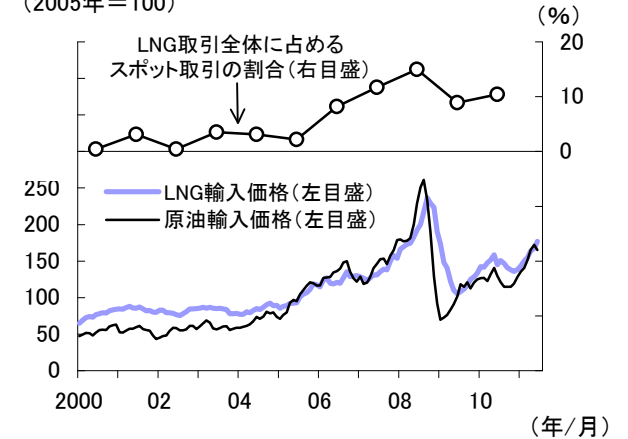
もっとも、LNGに関しては、2010年代半ばにかけて生産能力の拡大ペースが鈍化。LNG生産の事業化には多額の投資と開発期間が必要であり、生産能力の大幅な拡大は2010年代半ば以降となる見込み。

このため、今後数年はLNG生産能力がボトルネックとなり、天然ガスの需給緩和によるLNG価格押し下げ効果は、限定的となる可能性も。

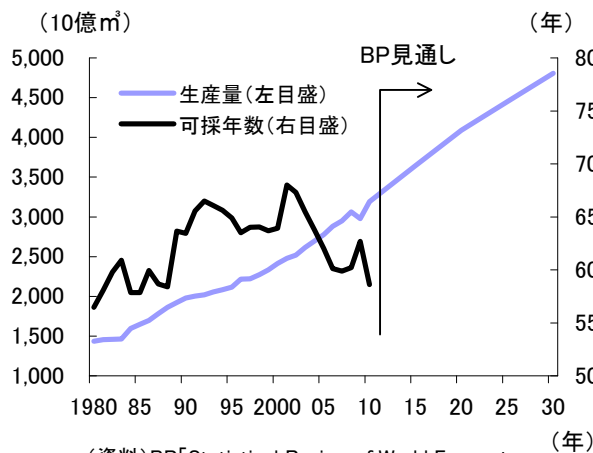
わが国の原油・LNGの輸入量  
(前年比)



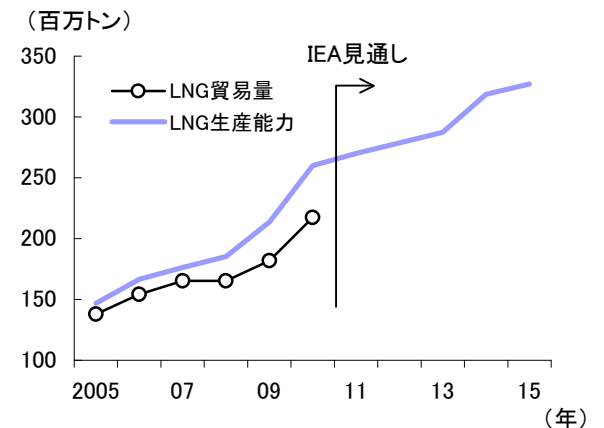
わが国のLNGスポット取引量と  
原油・LNG輸入価格  
(2005年=100)



天然ガスの生産量と可採年数



世界のLNGの貿易量と生産能力



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O/N (%)	3カ月 (%)	6カ月 (%)	2年 (%)	5年 (%)	10年 (%)		短期 (%)	長期 (%)	¥/\$	¥/Eur		F F	O/N	1-03ヵ月	10年国債	N Yダウ 工業株	1-03ヵ月
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
11/2	0.30	0.093	0.34	0.45	0.43	0.71	1.34	1.28	1.475	1.65	82.53	112.70	10622.27	0.16	0.41	3.56	12190.00	1.04	3.23
11/3	0.30	0.085	0.34	0.45	0.40	0.64	1.29	1.25	1.475	1.60	81.79	114.48	9852.45	0.14	0.42	3.40	12081.48	1.13	3.25
11/4	0.30	0.062	0.33	0.44	0.39	0.65	1.32	1.27	1.475	1.70	83.35	120.34	9644.63	0.10	0.40	3.43	12434.88	1.27	3.35
11/5	0.30	0.069	0.33	0.44	0.37	0.56	1.19	1.14	1.475	1.55	81.23	116.03	9650.78	0.09	0.38	3.15	12579.99	1.38	3.11
11/6	0.30	0.069	0.33	0.44	0.37	0.54	1.15	1.13	1.475	1.50	80.51	115.82	9541.53	0.09	0.38	2.99	12097.31	1.43	2.97
11/7	0.30	0.073	0.33	0.44	0.37	0.53	1.13	1.11	1.475	1.50	79.47	113.52	9996.68	0.07	0.25	2.98	12515.68	1.54	2.78

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。