

海外経済展望

2011年9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 ～ 6)

原 油 価 格 III － (1 ～ 2)

◆本資料は2011年9月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記あてお願いいたします。

欧米経済・市場動向グループ

米国経済・金利	: 村瀬 (Tel : 03-3288-4085	Mail : murase.takuto@jri.co.jp)
欧州経済・金利	: 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9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、家計・企業ともに減速。企業部門では、日本の震災に伴う供給網寸断の影響は緩和しつつあるものの、輸出の増勢鈍化などを背景に、景況感が急速に悪化。家計部門でも、雇用環境の改善が緩やかななか、欧米の債務問題などを背景とした株安を受けマインドが悪化。

<企業部門>

- ・企業の景況感が急速に悪化。各地区連銀サーベイでは、ほとんどの地区で製造業の景況指数がマイナスに転換。
- ・景況感悪化の背景としては、S & Pによる米国債の格下げなどをきっかけとした金融市場の混乱に加え、輸出の増勢鈍化を指摘可能。
- ・春以降、生産活動の障害となってきた供給網寸断については、徐々に解消に向かう方向。影響の大きかった自動車の生産台数は、4ヵ月ぶりに増加。

<雇用情勢>

- ・7月の非農業部門雇用者数は前月差+11.7万人と、増加ペースがやや加速。新規失業保険申請件数も緩やかに減少。
- ・一方、採用計画に関するサーベイをみると、雇用の大半を占める中小企業の採用意欲が再び低下。雇用者数の力強い増勢は期待薄。

<家計部門>

- ・消費者マインドが足許で急速に悪化。8月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数は、2009年4月以来の低水準に。

2. トピックス

①堅調な企業業績

- ・米国内の景気が減速傾向にある一方、企業業績は堅調に推移。新興国を中心とした海外部門の売上が業績の下支えに。
- ・2000年代に入り米企業の海外売上高比率は大幅に上昇しており、とりわけ、中国など新興国のシェアが上昇。新興国での需要拡大が引き続き追い風となることで、企業業績は底堅さを維持する見込み。
- ・一方、足許の企業の設備投資動向をみると、先行指標である資本財受注の増勢が明確化。堅調な企業業績を背景とした情報化関連投資

の積極化などが設備投資を下支えする公算。

②ガソリン価格の高止まり

- ・原油価格の下落に伴いガソリン価格の上昇もやや一服したものの、価格の調整は原油に比べ限定的。全米平均のガソリン小売価格は1ガロン3.6～3.7ドル前後で高止まり。
- ・所得に対するガソリン支出の比率が大きい中低所得者層は、金融危機以降、所得が大幅に減少。ガソリン価格の高止まり長期化を受け、消費が大幅に落ち込む可能性も。
- ・さらに、今春以降、自動車を使った外出を手控える動きが顕著に。こうした動きが2008年のように自動車離れへと繋がれば、販売台数が再び減少に転じる恐れ。

3. 景気・金利見通し

<景気見通し：年後半にかけて持ち直しも、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の本格回復に伴い、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やかななか、原油・ガソリン価格の高止まりや住宅価格の低迷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。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、2%台前半の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、8月9日のFOMCで、2013年半ばまで現行の超低金利政策を維持する可能性が高いとの認識を明らかに。景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、緩和的な政策スタンスを継続する見込み。
- ・長期金利は、月々の経済指標で景気底割れ回避との見方が強まるに従い、レンジをやや切り上げる見込み。もっとも、欧州の債務問題に対する懸念や、FEDによる低金利政策の長期化など金利下押し圧力も根強く、総じて2%台後半を中心とした低位安定推移が続く見通し。

企業の景況感が急速に悪化。住宅市場においても需給改善の兆しはみられず。

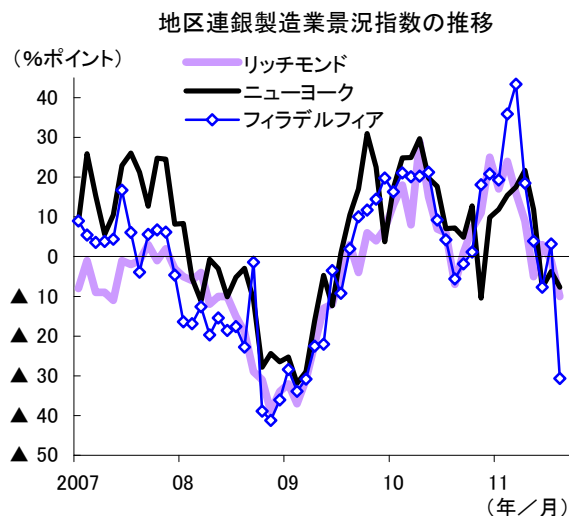
<企業部門>

足許で企業の景況感が急速に悪化。8月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数が2009年3月以来となる低水準に落ち込んだほか、ほとんどの地区で景況指数がマイナスに転換。S & Pによる米国債の格下げなどをきっかけとした金融市場の混乱に加え、これまで製造業の生産活動を牽引してきた輸出の増勢鈍化が背景。地域別にみると、中国を中心としたアジア向けで減少傾向が鮮明に。

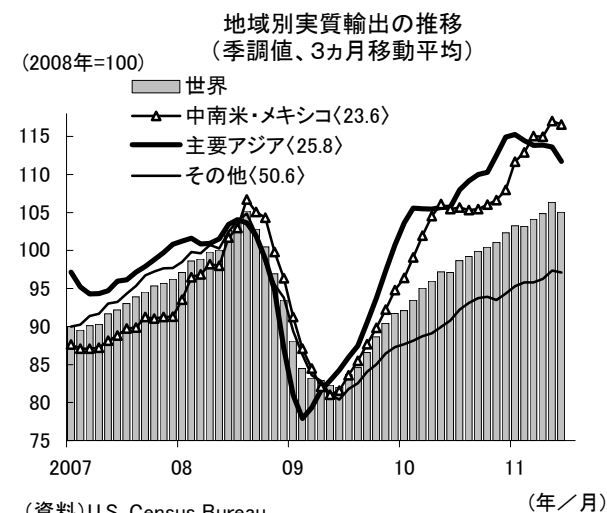
一方、春以降、生産活動の障害となってきた供給網寸断については、徐々に解消に向かう方向。影響の大きかった自動車の生産台数をみると、7月は前月比+10.4%と増産に転換。新車不足から減少が続いていた販売台数も、3カ月ぶりに増加。

<住宅市場>

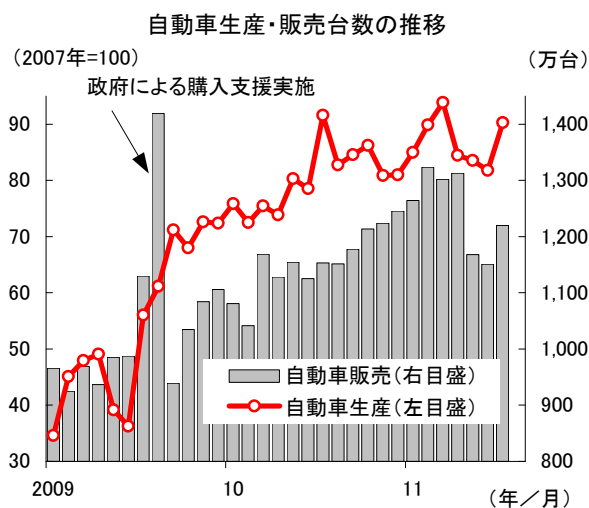
ケース・シラー住宅価格指数（20都市）が3ヵ月連続で上昇するなど、昨年後半以降の住宅価格下落に歯止めがかかりつつある状況。もっとも、中古住宅の販売件数は、本年入り後、再び減少傾向にあり、在庫率も上昇。住宅市場の需給改善にはなお時間を要するとみられ、当面、住宅価格の力強い上昇は期待薄。



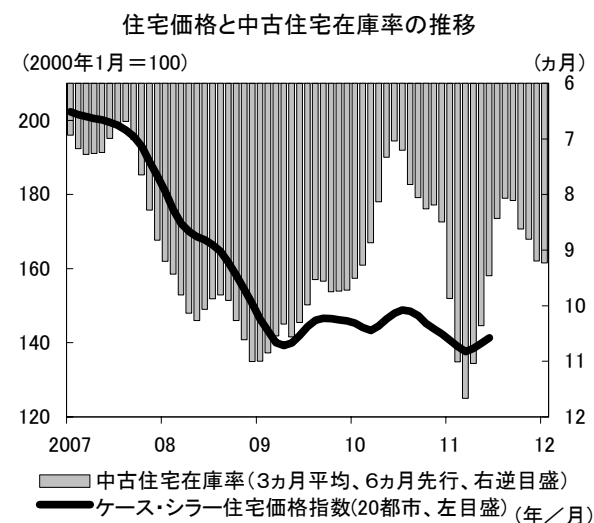
(資料) Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Federal Reserve Bank of Richmond



(資料) U.S. Census Bureau
(注1) 地域別実質輸出は日本総研作成。◇は2010年のシェア。
(注2) 主要アジアは、日本・中国・NIEs・ASEAN・インド。



(資料) FRB, Bureau of Economic Analysis
(注) 販売台数は年率換算。



(資料) NAR, S&P

企業は新規採用に慎重な姿勢を崩しておらず、雇用環境はなお厳しい状況。

<雇用情勢>

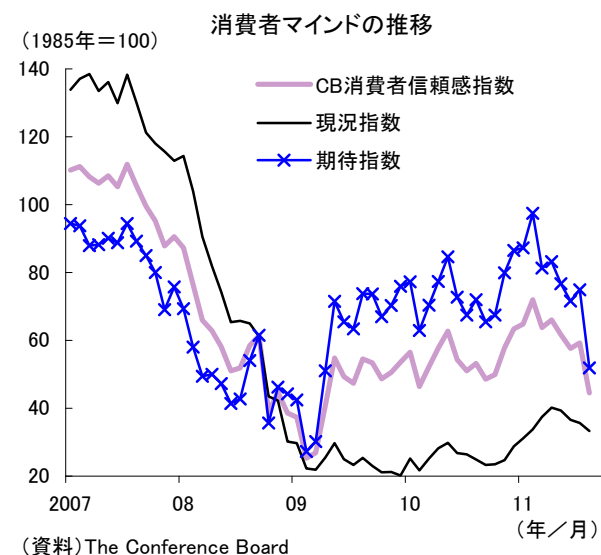
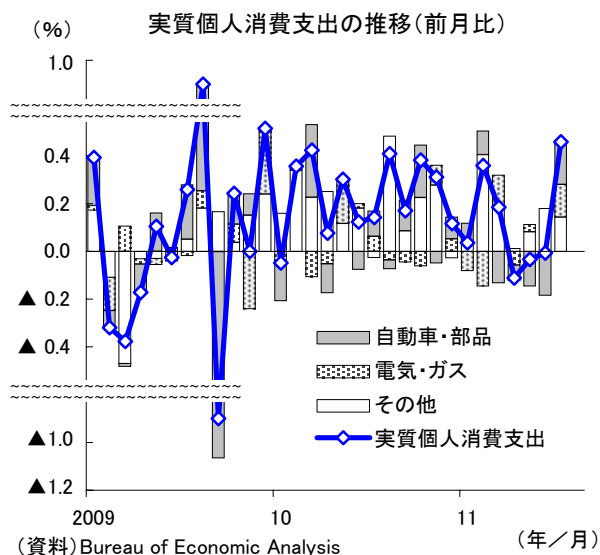
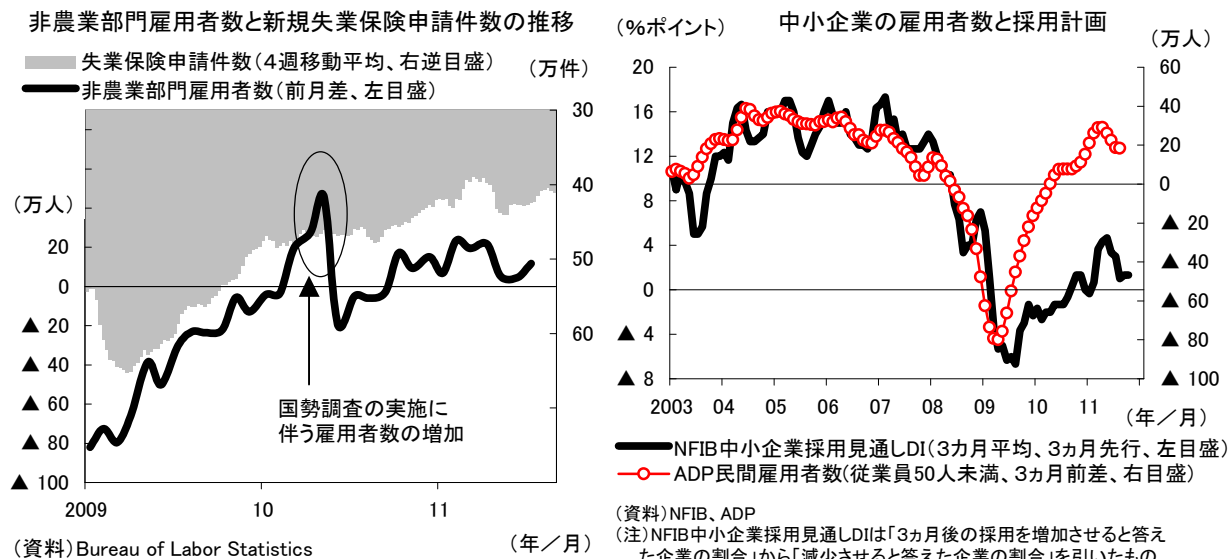
7月の非農業部門雇用者数は前月差+11.7万人と、5月、6月の同+5万人前後の増加ペースからやや加速。4月から5月にかけて40万件台半ばまで増加していた新規失業保険申請件数も、足許で緩やかに減少。

もっとも、企業は新規採用に対して慎重な姿勢を堅持。採用計画に関するサーベイをみると、雇用の大半を占める中小企業の採用意欲が再び低下傾向。雇用者数の力強い増勢は期待し難い状況。

<家計部門>

7月の実質個人消費支出は、前月比+0.5%と09年12月以来の伸びを記録。内訳をみると、減産に伴う新車不足で減少が続いていた自動車・部品が、同+5.1%と大幅に増加したほか、中西部から東部にかけての記録的な猛暑で電気代などの光熱費が増加。

一方、消費者マインドは、足許で急速に悪化。8月のコンファレンス・ボード消費者信頼感指数は44.5と、09年4月以来の低水準に。とりわけ、経済の「先行き」見通しを示す期待指数が大幅に悪化しており、家計の防衛意識の強まりが個人消費の抑制につながる懸念。



新興国を中心とした海外部門の売上に支えられ、企業業績は堅調さを維持。

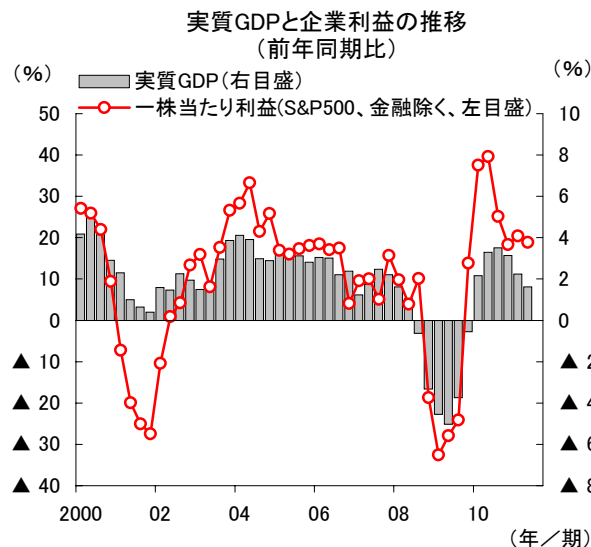
米国内の景気が減速傾向にある一方、企業業績は堅調に推移。S & P 500社（金融除く）の4～6月期一株当たり利益は、前年同期比+18.9%

（Bloomberg集計）と、3期連続で2割前後の増益を維持。新興国を中心とした海外部門の売上が業績の下支えに。

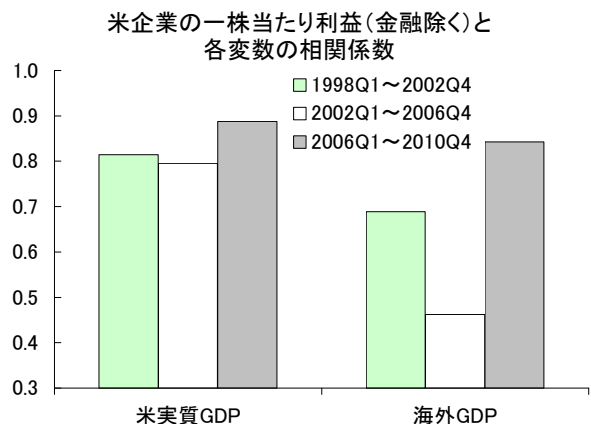
米企業の海外売上高比率は、2000年代入り後、大幅に上昇しており、09年には4割弱に。売上構造の変化を反映し、米企業一株当たり利益と海外GDPの相関係数は上昇しており、企業業績の海外経済への依存度が高まっていることを示唆。

ちなみに、海外子会社の売上高を地域別にみると、EUや日本、カナダなどのシェアが低下傾向にある一方、中国など新興国のシェアが大幅に上昇。先行きを展望しても、新興国での需要拡大が引き続き追い風となることで、企業業績は底堅さを維持する見込み。

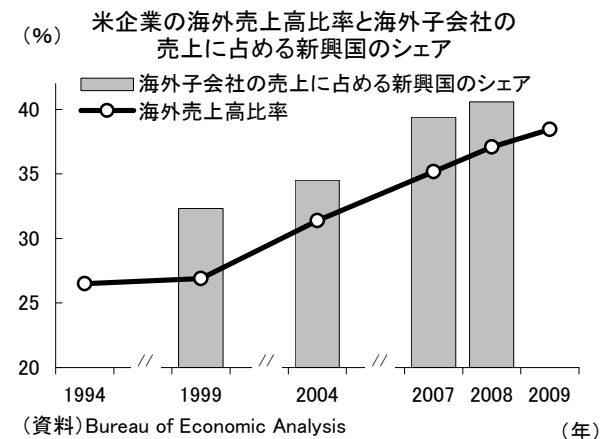
一方、企業の設備投資動向をみると、先行指標である資本財受注（非国防・航空）の増勢が明確化するなど、堅調に推移。足許の景況感の大幅な悪化が新規投資の先送りに繋がる懸念は残るものの、堅調な企業業績を背景とした情報化関連投資の積極化などが設備投資を下支えする公算。



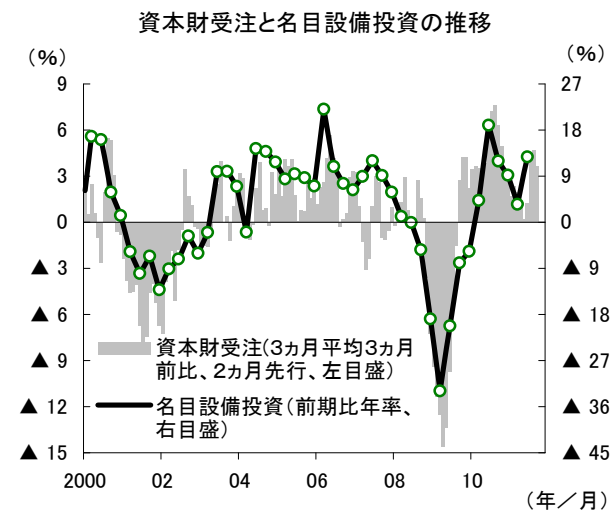
(資料) Bloomberg L.P., Bureau of Labor Statistics



(資料) Bloomberg L.P., IMFなどをもとに日本総研作成。
(注1) 各変数の前年同期比を用いて相関係数を計算。
(注2) 海外GDPは、ユーロ圏・英・加・メキシコ・日・BRICsの
実質GDPを指数化し、2010年のGDP(購買力平価ベース)
をもとに加重平均。



(資料) Bureau of Economic Analysis
(注1) 海外売上高比率＝海外子会社の売上高／
(海外子会社の売上高＋米本社の売上高) × 100 で計算。
(注2) 海外子会社の売上に占める新興国のシェアは、海外子会
社の売上全体からEU・カナダ・日本での売上を除いたもの。
データは1999、2004、2007、2008年のみ。



(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。

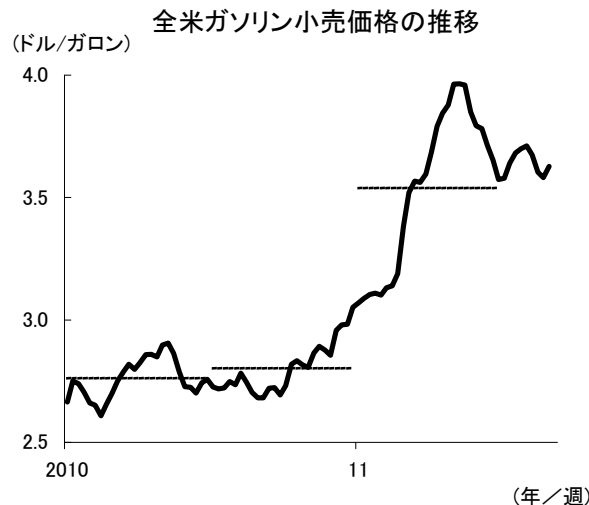
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年9月

ガソリン価格の高止まりが中低所得者層の消費や自動車販売を下押しする懸念。

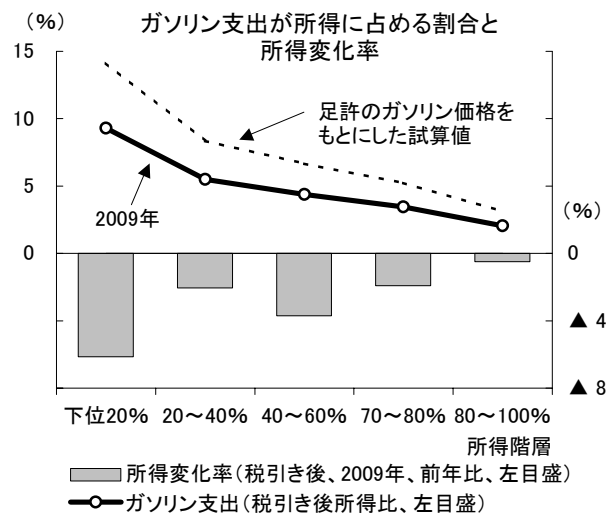
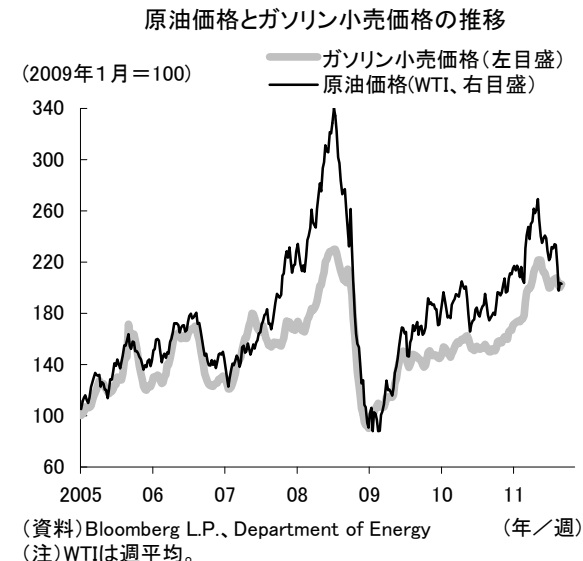
全米平均のガソリン小売価格は、本年5月に1ガロン3.9ドルまで上昇。その後は、原油価格の下落に伴いガソリン価格の上昇も一服したものの、価格の調整は原油に比べ限定的。7月半ばから8月にかけては1ガロン3.6～3.7ドル前後で高止まり。2009年初からの原油価格の上昇に比べ、ガソリン価格の上昇ペースは緩やかだったため、大幅な価格低下を期待し難い状況。

ガソリン価格の上昇により、所得に対するガソリン支出の比率が高い中低所得者層の購買力が大幅に低下。足許のガソリン価格をもとに試算すると、中低所得者層では、ガソリン支出の負担が所得の1割前後に上昇。中低所得者層は、金融危機以降所得が大きく落ち込んでおり、金融危機前に比べガソリン価格上昇に対して脆弱に。ガソリン価格の高止まり長期化を受け、中低所得者層の消費が大幅に落ち込む可能性も。

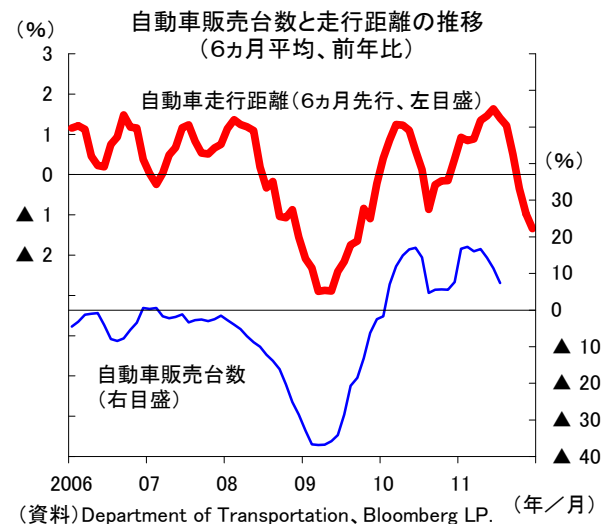
さらに、今春以降、全米の自動車走行距離が減少に転じるなど、自動車を使った外出を手控える動きが顕著に。こうした動きが、2008年のように自動車離れへと繋がれば、販売台数が再び減少に転じる恐れ。



(資料) Department of Energy
(注) 破線は、半期の平均価格。



(資料) Bureau of Labor Statistics



2011年後半にかけて持ち直しも、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の本格回復に伴い、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、ガソリン価格の高止まりや住宅価格の低迷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。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、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、8月9日のFOMCで、2013年半ばまで現行の超低金利政策を維持する可能性が高いとの認識を明らかに。景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、引き続き緩和的な政策スタンスを継続する見込み。

長期金利は、月々の経済指標で景気底割れ回避との見方が強まるに従い、レンジをやや切り上げる見込み。もっとも、欧州の債務問題に対する懸念や、FEDによる低金利政策の長期化など金利下押し圧力も根強く、総じて2%台後半を中心とした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)

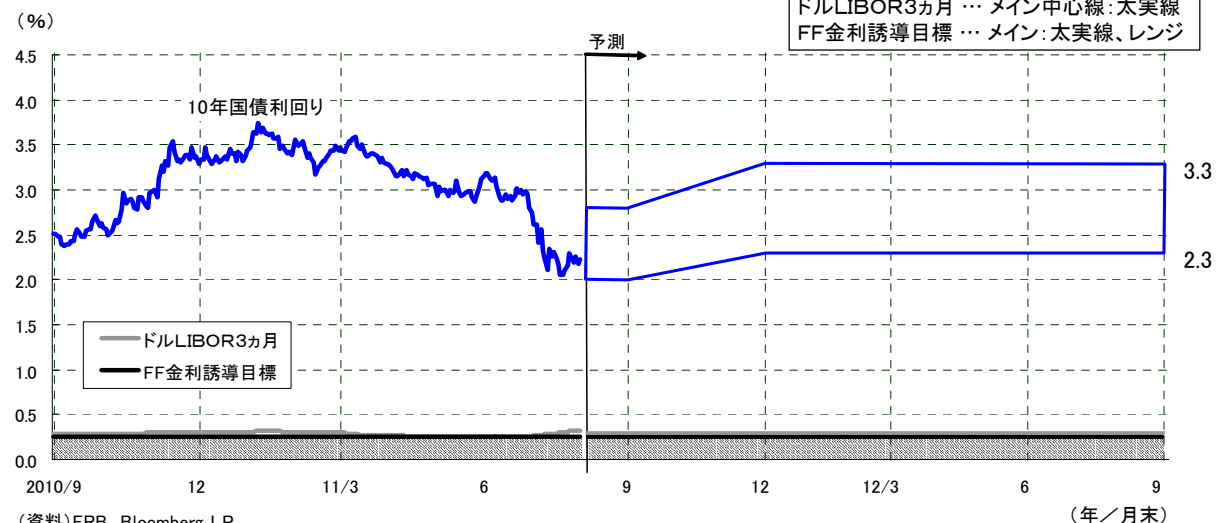
	2010年	2011年				2012年				2010年	2011年
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9		(実績)	(予測)
実質GDP	2.3	0.4	1.0	2.0	2.5	1.9	2.3	2.4		3.0	1.7
個人消費	3.6	2.1	0.4	2.0	2.4	1.8	2.2	2.3		2.0	2.2
住宅投資	2.5	▲ 2.4	3.4	3.1	2.4	3.2	3.6	3.7	▲ 4.3	▲ 1.8	
設備投資	8.7	2.1	9.9	6.9	8.1	4.8	6.9	7.1	4.4	7.8	
在庫投資	▲ 1.8	0.3	▲ 0.2	0.2	0.0	0.1	▲ 0.1	0.0	1.6	▲ 0.1	
政府支出	▲ 2.8	▲ 5.9	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	0.7	▲ 1.9	
純輸出	1.4	▲ 0.3	0.1	▲ 0.3	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.0	
輸出	7.8	7.9	3.1	5.8	6.4	6.9	6.6	6.4	11.3	7.0	
輸入	▲ 2.3	8.3	1.9	6.8	5.4	5.1	5.3	5.6	12.5	5.8	
実質最終需要	4.2	0.0	1.2	1.8	2.5	1.9	2.4	2.4	1.4	1.9	
消費者物価	1.3	2.1	3.4	3.2	2.8	1.9	1.7	1.8	1.6	2.9	
除く食料・エネルギー	0.7	1.1	1.5	1.6	1.6	1.4	1.4	1.5	1.0	1.4	

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



2013年半ばまで現行の超低金利政策を維持する可能性が高いとの認識を明らかに。

FEDは8月9日のFOMCで、景気判断を下方修正するとともに、現在の経済状況のもとでは少なくとも2013年半ばまで現行の超低金利政策（FFレート誘導目標：0.00～0.25%）を維持する可能性が高いとの認識を明らかに。

一方、今回のFOMCでは、追加の量的緩和策（QE3）やその他の政策手段についても議論が行われており、声明文の中で「必要に応じて追加の景気支援策を実施する用意がある」と言及。FRB議長は8月26日の講演で、9月のFOMCの日程を2日間に延長し、本格的に協議する意向を表明しており、何らかの追加景気刺激策が実施される可能性。

もっとも、市場が期待するQE3については、さらなるバランスシートの拡大がドル安や資源価格の上昇につながるリスクも大きく、実施には高いハードル。足許の物価動向をみると、コアPCEデフレーター伸びが前年比+1.5%まで加速するなど、インフレ圧力がやや増大。こうした点を踏まえれば、9月のFOMCでは、ツイストオペ（FEDが保有する短期証券を一部売却し、より長期のものと入れ替えることで保有資産の構成を長期化する政策）などバランスシートの拡大を伴わない政策手段が検討される見通し。

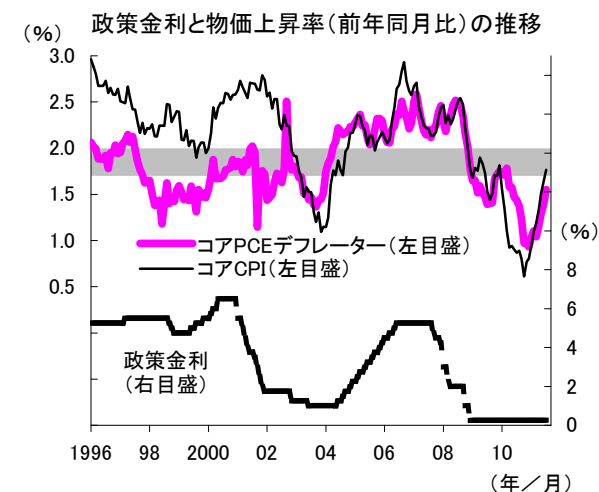
FOMC声明(要旨)

今回(8月9日)		前回(6月21、22日)
・0～0.25%のレンジ(据え置き)。 ・インフレ見通しを含めた経済状況が少なくとも2013年半ばまで異例な低金利を正当化する可能性が高いと想定。	FFレート (誘導目標)	・0～0.25%のレンジ(据え置き)。 ・インフレ見通しを含めた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想定。
・景気回復は予想していたより著しく緩慢。ここ数ヶ月で労働市場の状況は悪化。個人消費も横ばいに。 ・最近になって、エネルギーと一部の商品の価格が既往ピークから下落し、インフレは緩やかになった。 ・長期のインフレ期待も安定している。 ・経済の回復ペースは、今後数四半期、過去のFOMCで想定していたよりも幾分緩慢になると予想。さらに、景気見通しに対する下振れリスクも増大している。 ・失業率の低下も緩やかなものにとどまる見込み。 ・インフレは数四半期かけてFRBが適切と考える水準、もしくはそれを下回る水準に落ち着く見込み。	景気判断・インフレ認識	・景気回復は予想より幾分遅い。労働市場の指標も想定より弱いものの、個人消費は拡大が持続。 ・インフレはここ数ヶ月上向きに。一部商品や輸入品の価格上昇が主因だが、サプライチェーンの障害も反映。 ・もっとも、長期のインフレ期待は安定している。 ・経済の回復ペースは今後数四半期かけて持ち直す。 ・失業率も、最大限の雇用確保と物価安定の促進に適切な水準に向け、再び低下する見込み。 ・インフレは過去の商品価格上昇による影響が後退するに連れ、FRBが適切と考える水準、もしくはそれを下回る水準に落ち着く見込み。
・保有証券の償還資金による再投資を継続し、保有証券の規模・構成については定期的に見直し、調整。 ・今回FOMCでは景気回復を支援するための政策手段を協議。こうした政策を適切に導入する用意がある。	非伝統的金融政策	・保有証券の償還資金による再投資を継続し、保有証券の規模・構成については定期的に見直し、調整。

(資料)FRBを基に日本総研作成

ジャクソンホールでのバーナンキ議長の講演(8/26)

- ※ 2011年上半年の経済成長は想定よりもかなり緩やかであり、商品価格上昇などの一時的な要因では景気の弱さの一部しか説明できない。
- ※ このため、向こう数四半期の経済見通しを下方修正。もっとも、穏やかな景気回復は続き、次第に強さを増すと想定。
- ※ 必要な措置がとられれば、金融危機や景気後退によって米経済の長期的な潜在成長力が損なわれることはない。
- ※ 8月のFOMCでは、最近の見通しを反映して2013年半ばまで現在の超低金利を維持する可能性が高いとの認識を提示。これは、FOMCが最も可能性が高いと判断するシナリオにおいて、政策金利の誘導目標が少なくとも今後2年にわたり現在の低水準に据え置かれることを意味。
- ※ 9月のFOMCでは、追加的な金融刺激の手段について本格的に議論するため、日程を当初の1日から2日間に延長。
- ※ FOMCは、景気回復を促進するために適切な手段を講じる用意がある(具体的な追加緩和の手段には言及せず)。



(資料)FRB, Bureau of Labor Statistics, BEA

(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%)。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年9月

欧州経済概説（2011年9月）

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

- 4～6月期のユーロ圏実質GDP成長率は、前期比年率+0.7%と前期（同+3.4%）から大幅に鈍化。ドイツ（同+0.5%）、フランス（同▲0.0%）が大きく減速。
- ・ドイツの景気減速の主因は、輸出の増勢鈍化。輸出に対し先行性を有する国外からの製造業受注にも頭打ち感。
- ・こうしたなか、ドイツ国内の機械・プラント受注も増勢鈍化。
- ・一方、ユーロ圏の個人消費は低迷が持続。6月の小売売上数量は前年比▲0.6%と2ヵ月連続で減少。
- ・厳しい雇用環境や緊縮財政を受けた消費者マインドの悪化が背景。

【フランスへの信用不安波及】

- ・フランスでは、8月初の米国債の格下げ後、国債の格下げ観測が高まり、CDS保証料率は過去最高水準に急上昇。
- ・緊縮財政が景気悪化を招き、財政再建が遅れる事態となれば、国債価格が下落に転じる恐れ。
- ・フランスのみならず、オランダやドイツなど、景気の牽引役となってきた国の銀行は多額のフランス国債を保有しており、フランス国債の価格下落は、金融システムを混乱させ、ユーロ圏景気のリセッション入りを招く恐れ。

【景気の見通し】

- ・ユーロ圏景気は、新興国向け輸出が引き続き下支えに作用するものの、ユーロ高により輸出の増勢鈍化が避けられない見込み。加えて、①緊縮財政、②高インフレ率を受けた実質購買力の低下、などを背景に域内需要の低迷も見込まれ、景気の停滞が長期化する見通し。

2. ユーロ圏金利見通し

【金融政策・長期金利】

- ・ECBは、債務危機の深刻化を受け、流通市場での国債買い入れプログラムを再開。政策金利は、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、当面現行水準の据え置きが続く見通し。

- ・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や、緊縮財政等による低成長の長期化が金利抑制に作用し、当面低水準で推移。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. 英国景気の見通しと展望

【景気の見通し】

英国景気は、低迷が長期化。

- ・6月の英国製造業生産は前月比▲0.4%と低下。今春以降横ばい圏内での推移が続くなど、生産は頭打ち。
- ・①米欧の景気減速、②利上げ等による新興国の景気拡大ペースの鈍化、等を受けた輸出の減少が主因。
- ・一方、内需の低迷は長期化。7月の既存店小売売上高は前年比▲0.6%と減少。自動車販売台数も13ヵ月連続で減少。
- ・背景には、失業者数の増加、インフレ率の高止まりによる実質賃金の減少、それらを受けた消費者信頼感の悪化が指摘可能。

【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維持する見通し。
- ・英10年国債利回りは、景気の低迷が長期化するなか、低水準の推移が持続。もっとも、インフレ懸念や国債需給悪化懸念が金利を押し上げるリスクも。

4～6月期実質GDPは前期比年率+0.7%と減速。域内需要は低迷長期化。

4～6月期のユーロ圏実質GDPは、前期比年率+0.7%と前期（同+3.4%）から大幅に鈍化。牽引役のドイツ（+0.5%←+5.5%）、フランス（▲0.0%←+3.6%）が大きく減速したことが主因。

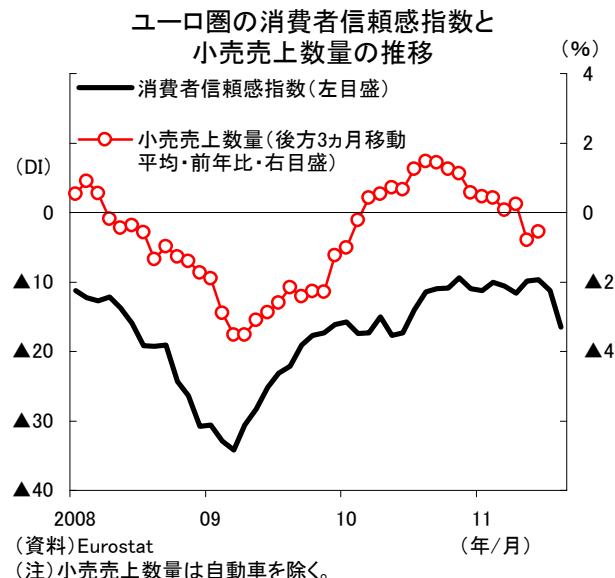
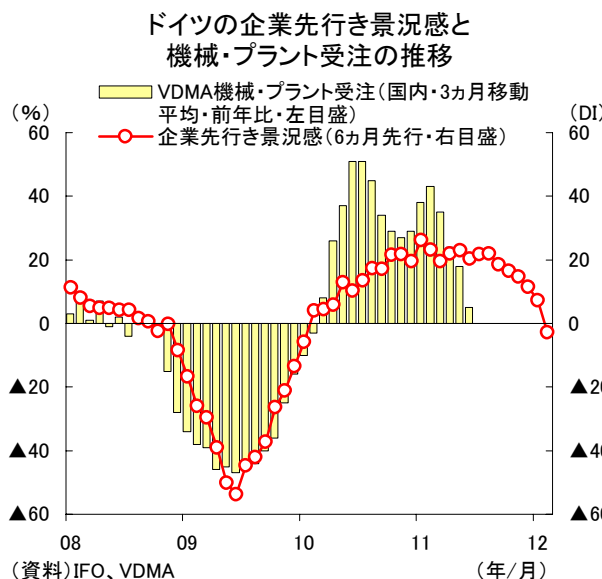
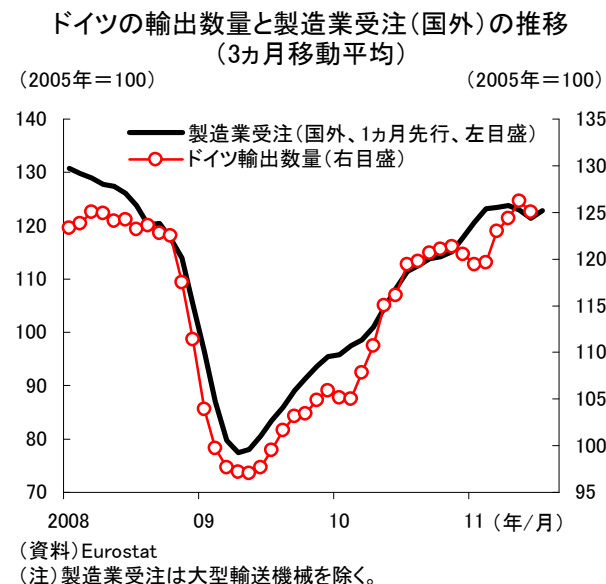
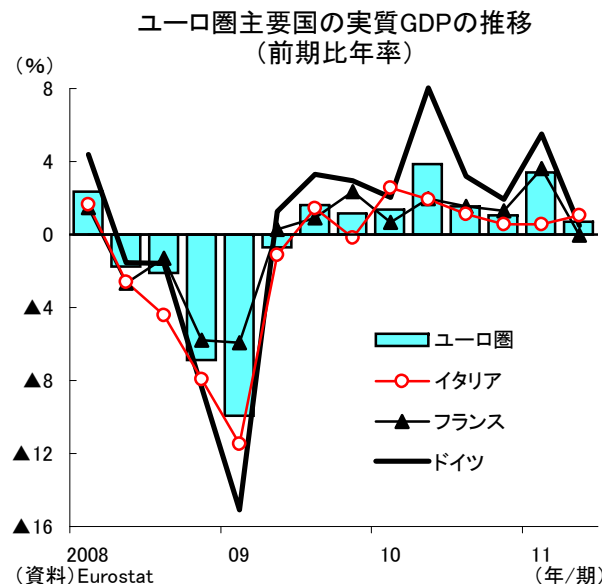
＜企業部門＞

ドイツの景気減速の主因は、①ユーロ高、②米国の景気減速、③新興国での金融引き締めによる景気拡大ペースの鈍化、等を受けた輸出の増勢鈍化。輸出に対し先行性を有する国外からの製造業受注に頭打ち感が強まっており、今後、輸出の増勢加速は期待薄。

こうしたなか、ドイツ国内の機械・プラント受注も増勢が急激に鈍化。輸出の増勢鈍化、欧州債務問題の深刻化、等を背景に、企業の先行き景況感は急速に悪化しており、設備投資は今後頭打ちとなる公算大。

＜家計部門＞

ユーロ圏の個人消費は低迷が持続。6月の小売売上数量は前年比▲0.6%と2ヵ月連続で減少。消費者信頼感指数も足許で急激に悪化。厳しい雇用環境や緊縮財政を踏まえると、消費者マインドの改善は期待しにくく、ユーロ圏個人消費の低迷は長期化する公算。



信用不安がフランス国債の価格下落に繋がれば、金融システムは混乱へ。

フランスでは、8月初の米国債の格下げ後、国債の格下げ観測が高まり、CDS保証料率は過去最高水準に急上昇。景気の減速によって債務削減目標を達成できなくなるとの懸念が背景。

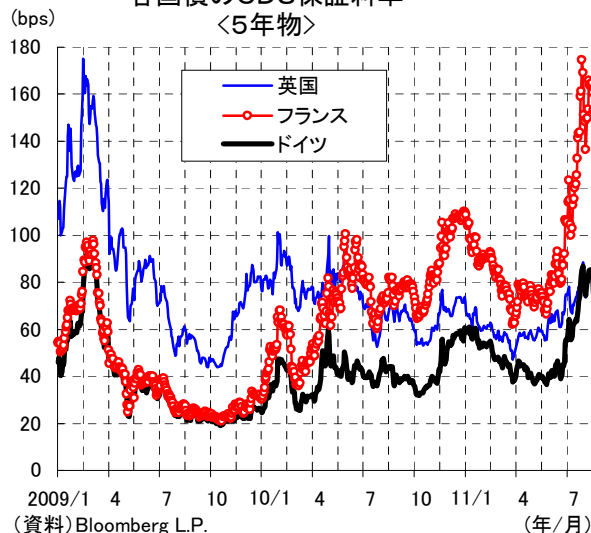
これを受けて、フランス政府は成長見通しを引き下げる（11年+1.75%←+2.0%、12年+1.75%←+2.25%）と同時に、追加の財政赤字削減策（高額所得者への増税、たばこ・アルコール税引き上げ等）を策定し、債務削減目標を堅持する姿勢。

足許では、フランス国債は依然として安全資産とみなされ、利回りは低水準で推移。もっとも、緊縮財政が景気悪化を招き、財政再建が遅れる事態となれば、国債価格が下落に転じる恐れ。

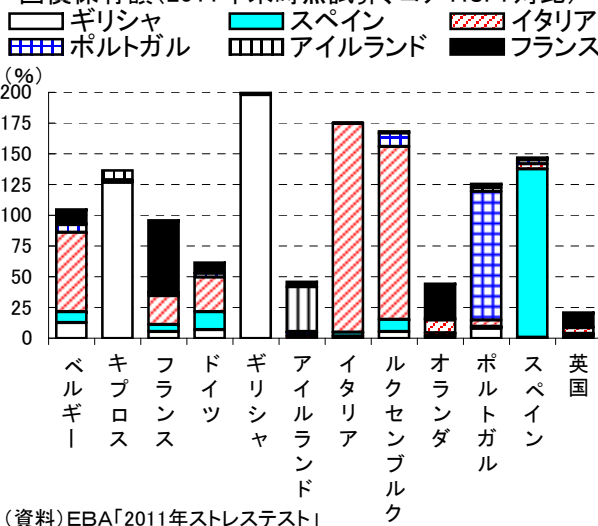
フランスのみならず、オランダやドイツなど、景気の牽引役となってきた国の銀行は多額のフランス国債を保有しており、フランス国債の価格下落は、これらの国の金融システムを混乱させ、ユーロ圏景気のリセッション入りを招く恐れ。

実際、フランスの金融機関は、7～9月期に融資態度を厳格化する方針。

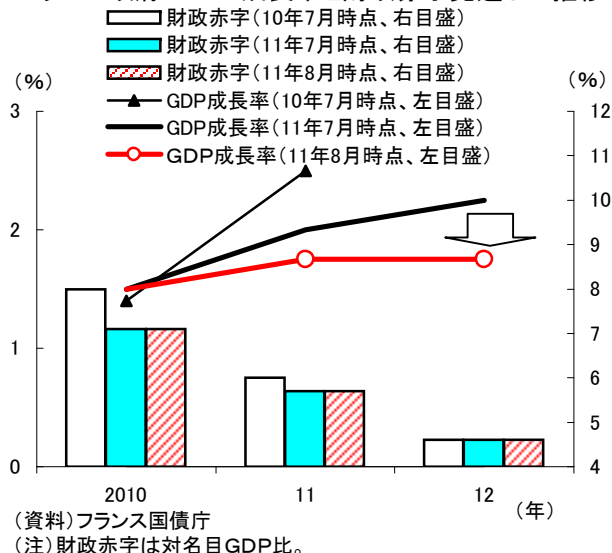
各国債のCDS保証料率
＜5年物＞



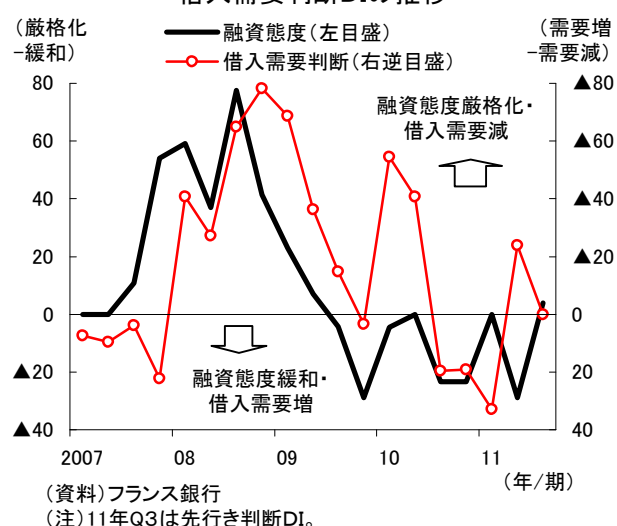
各国ストレステスト対象行のPIIGS・フランス
国債保有額(2011年末時点試算、コアTier1対比)



フランス政府のGDP成長率と財政赤字見通しの推移



フランス金融機関の企業向け融資態度と
借入需要判断DIの推移



輸出の頭打ちと内需の低迷に伴い、景気低迷が長期化。

<企業部門>

6月の英国製造業生産は前月比▲0.4%と低下。今春以降横ばい圏内での推移が続くなど、生産は頭打ち。背景として、①米欧の景気減速、②利上げ等による新興国の景気拡大ペースの鈍化、等を受けた輸出の減少が指摘可能。

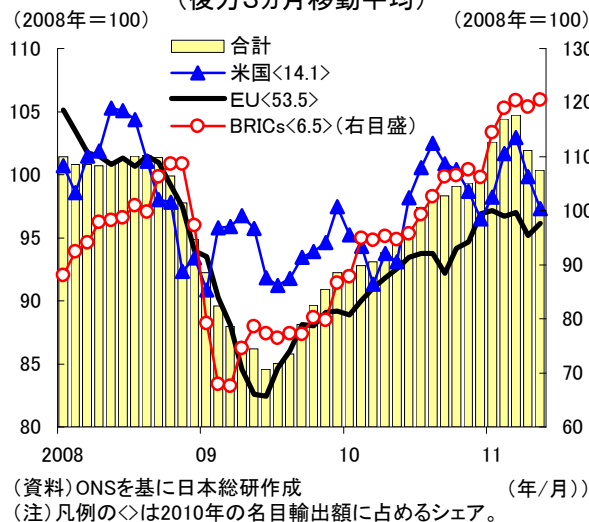
<家計部門>

一方、内需の低迷は長期化。7月のBRC小売売上高（既存店ベース・3ヵ月移動平均）は前年比▲0.6%と減少。自動車販売台数も13ヵ月連続で減少。

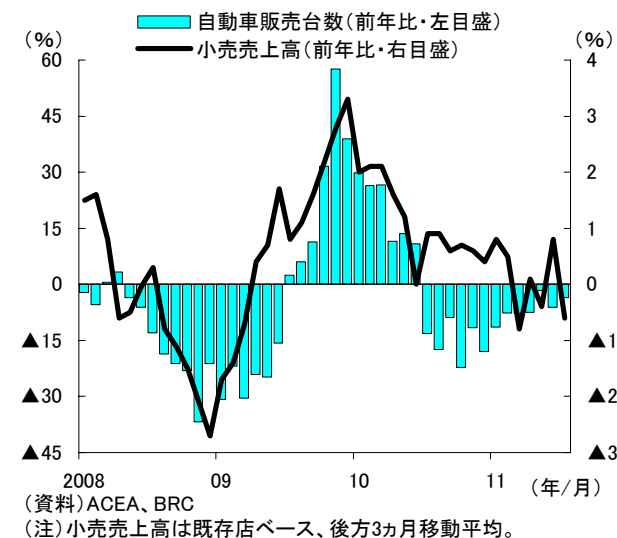
背景には、失業者数の増加、インフレ率の高止まりによる実質賃金の減少、それらを受けた消費者マインドの悪化が指摘可能。とりわけ、若年層の雇用環境が悪化しており、7月の若年層（18～24歳）の失業者数は5ヵ月連続の増加。5月のILO基準の失業率も18%の高水準。

住宅価格の調整、家計のバランスシート調整が依然道半ばの状況下、個人消費の低迷は長期化の公算。

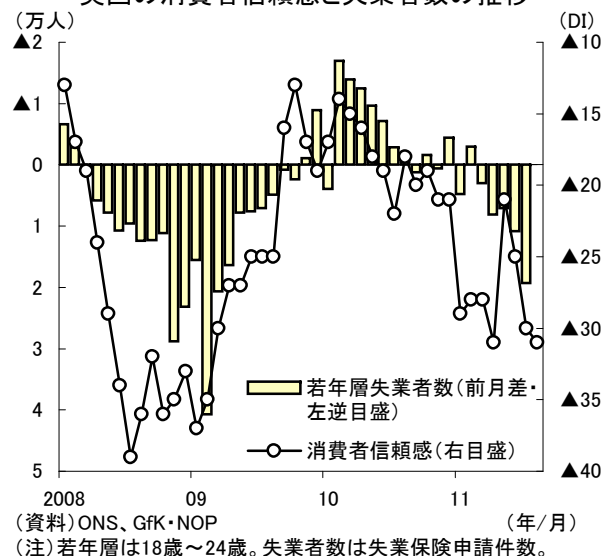
英国の実質輸出の推移
（後方3ヵ月移動平均）



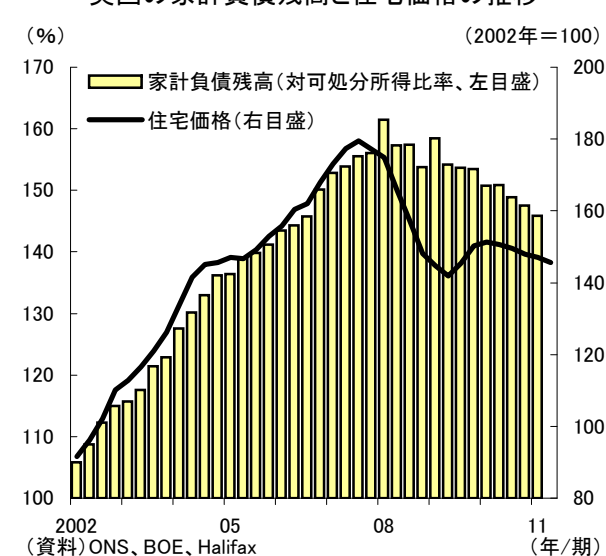
英国の自動車販売台数と小売売上高の推移



英国の消費者信頼感と失業者数の推移



英国の家計負債残高と住宅価格の推移



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低迷長期化。

ユーロ圏景気は、新興国向け輸出が引き続き下支えとなるものの、ユーロ高により輸出の増勢鈍化が避けられない見込み。加えて、①緊縮財政、②高インフレ率を受けた実質購買力の低下、などを背景に域内需要の低迷も見込まれ、景気の停滞が長期化する見通し。南欧債務問題が金融システムの混乱を招けば景気後退に陥るリスクも。

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、エネルギーコストの高止まりが広範囲な品目の価格上昇圧力となるため、2011年中は2%台半ばで推移する見通し。2012年以降は、原油高の影響が一巡するにつれてECB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、原油価格の高止まり、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。もっとも、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	2011年
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	(実績)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.6	1.1	3.4	0.7	0.7	0.6	0.5	0.7	1.8	1.8
	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	1.9	5.5	0.5	1.6	1.7	1.6	2.1	3.6	3.0
	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	1.3	3.6	▲ 0.0	0.8	0.8	0.7	0.6	1.4	1.6
	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)

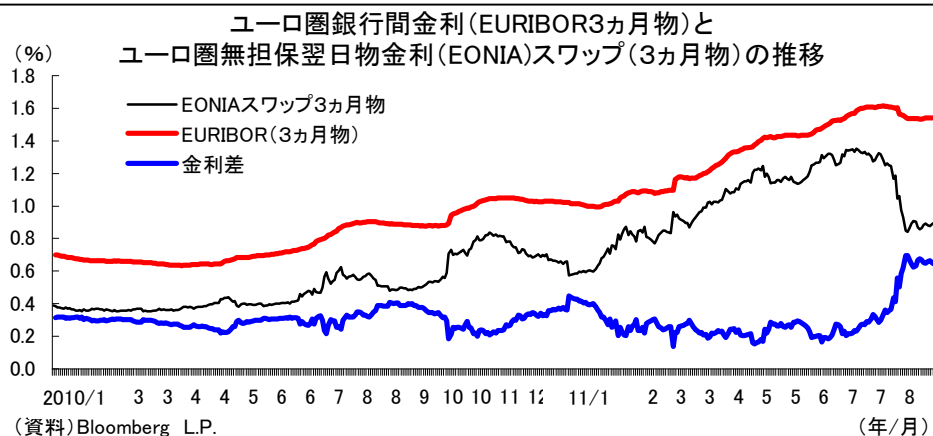
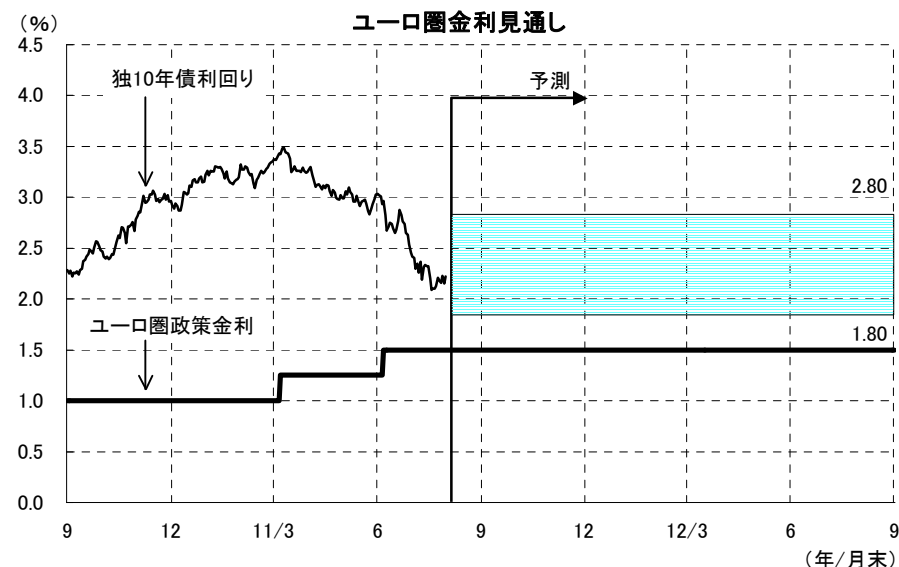
安全資産選好の強まりを受け、独国債は当面低水準で推移。

ECBは、債務危機の深刻化を受け、流通市場での国債買い入れプログラムを再開。政策金利は、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、当面現行水準の据え置きが続く見通し。

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や、緊縮財政等による低成長の長期化が金利抑制に作用し、当面低水準で推移。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。

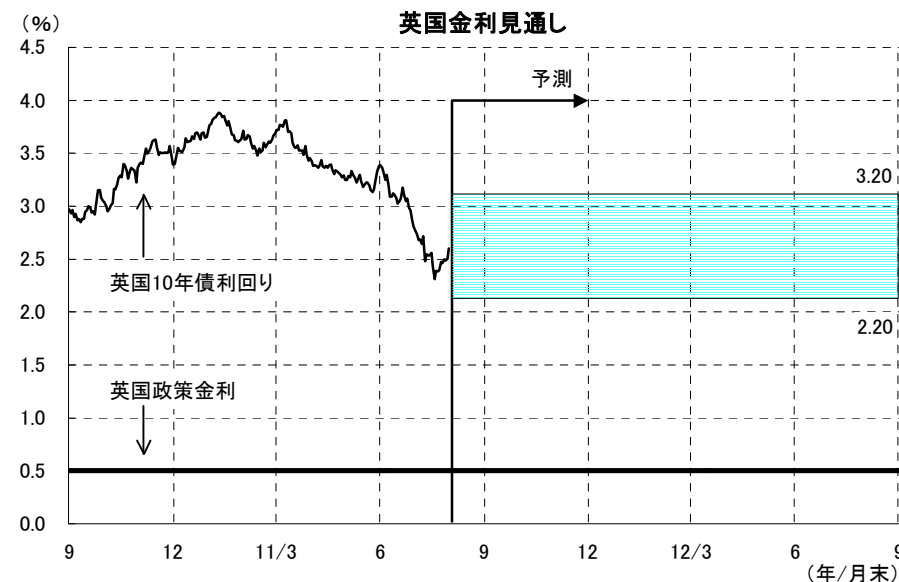
BOEは、インフレ率の上振れを警戒しつつも、景気回復を優先させる姿勢を示しており、当面は現行の政策金利水準を維持する見通し。

英10年国債利回りは、景気の低迷が長期化するなか、低水準の推移が持続。もっとも、インフレ懸念や国債需給悪化懸念が金利を押し上げるリスクも。



<短期金利>

8月入り後、ECBの利上げ観測の後退や、ECBによる流動性供給を受けて3ヵ月物金利スワップは低下。一方、信用不安の拡大から銀行間金利は高止まり。両者の金利差は大幅に拡大。



原油価格：当面、振れの激しい展開に。

<原油市況>

8月のWTI先物は、米景気指標の悪化を受けた世界的な株安や、米国債の格下げに伴う市場の混乱などを背景に、月前半に大幅下落。9日には、2010年10月以来となる80ドル割れ。

その後は、米景気指標の強弱に左右されながら、85ドルを挟む水準で一進一退の推移に。月末近くには、米東海岸を通過したハリケーンによる製油所の稼働停止などを受け、80ドル台後半へ上昇。

なお、8月下旬にリビアのカダフィ政権が事実上崩壊したものの、原油生産の本格回復にはなお時間を要するとの見方から、現時点で価格下押し圧力は限定的。

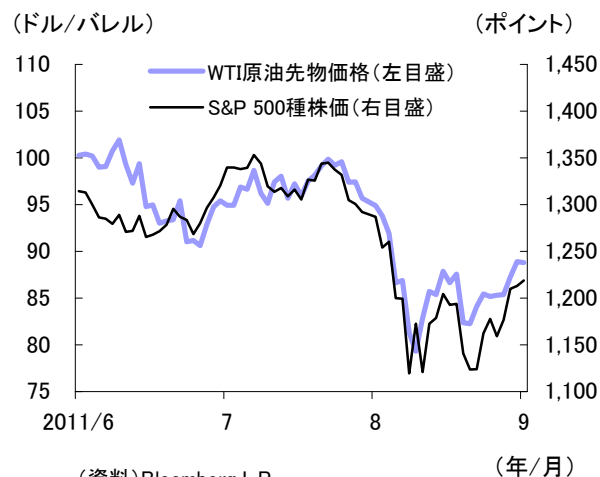
<投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、8月入りの原油価格の大幅下落に伴い減少。8月後半には、約10ヵ月ぶりの水準まで縮小。

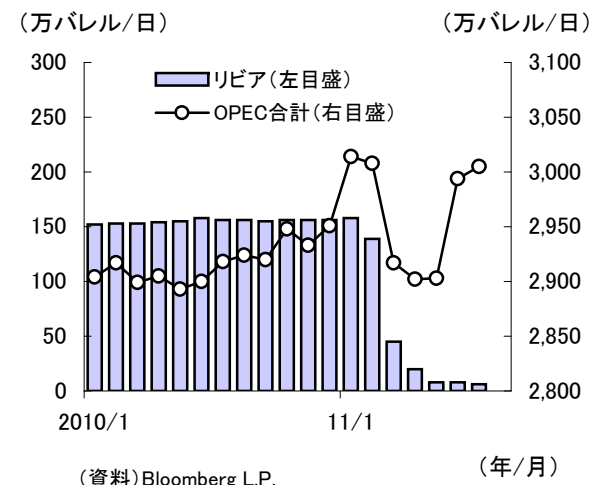
<原油価格見通し>

WTI先物は、欧州債務問題に対する根強い懸念や世界景気の先行き不透明感の強まりなどが価格を下押し。一方、新興国における需要拡大が価格下支えに作用。上下両方向の圧力が並存するなか、当面、現行水準を中心としつつも、振れの激しい展開となる見通し。

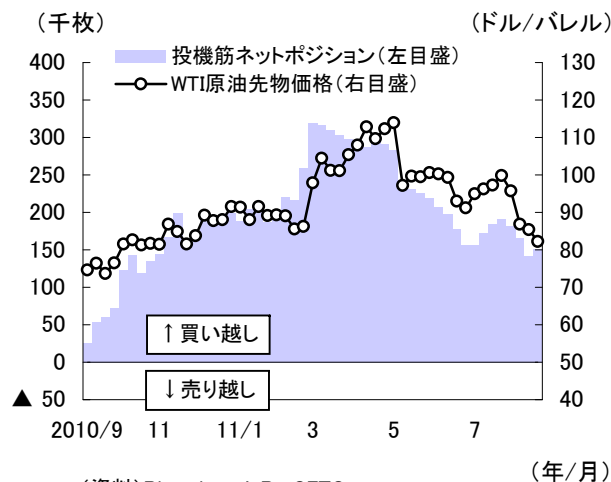
WTI原油先物価格と米S&P500種株価



リビアおよびOPECの原油生産量



投機筋のWTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し
(期近物、週平均)



中国原油需要：増勢に鈍化の兆しも、一時的な動きにとどまる公算。

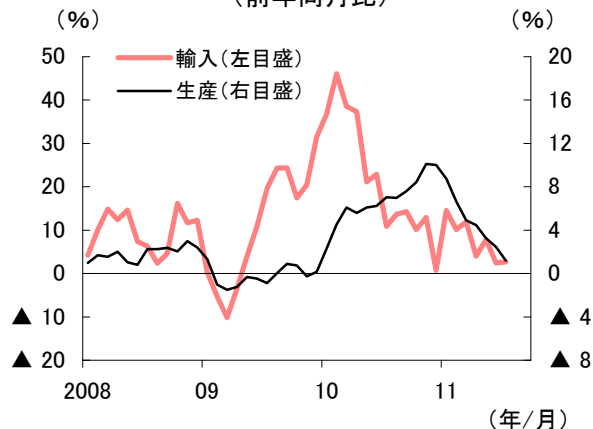
金融引き締め等により、中国の景気が減速するなか、中国の原油需要拡大ペースが鈍化するとの見方が台頭。実際に2011年入り後、中国の原油生産量および輸入量は、前年比伸び率が鈍化傾向に。また、IEAは8月10日に発表した月次レポートにおいて、2011、12年の中国の原油需要見通しを下方修正。

こうした中国の原油需要鈍化懸念は、足元の原油価格下押し要因に。

もっとも、景気に先行するPMI新規受注指数が足元で下げ止まりつつあることなどを踏まえると、中国景気の減速およびそれを受けた石油需要の鈍化は、一時的な動きにとどまる公算。

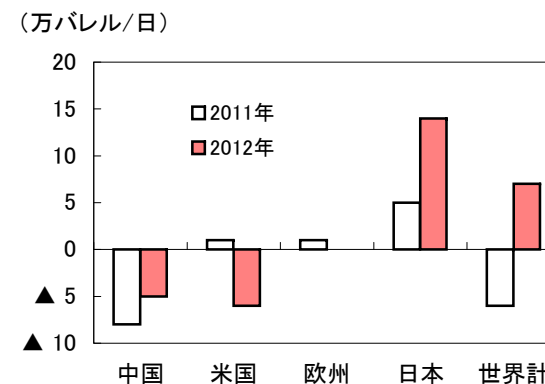
ちなみに、世界の原油需要の地域別構成比をみると、日米欧など先進国のシェアが低下する一方、中国の構成比が1割超にまで上昇。中国の原油需要動向が世界の原油価格に与える影響は、一段と強まっていく見通し。

中国の原油生産量と原油輸入量
(前年同月比)



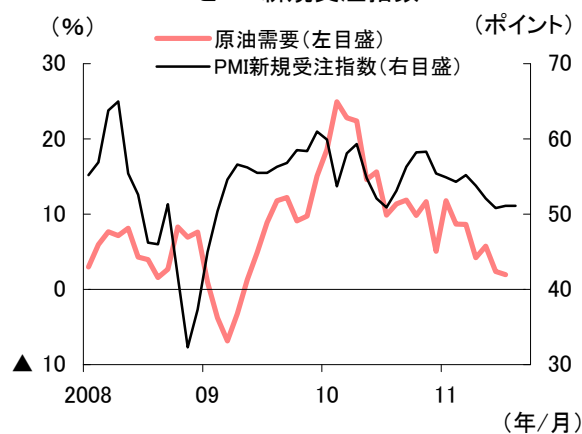
(資料) Bloomberg L.P.
(注)「輸入」、「生産」とも後方3ヵ月移動平均。

IEAの原油需要見通し修正幅
(2011年8月見通しー7月見通し)



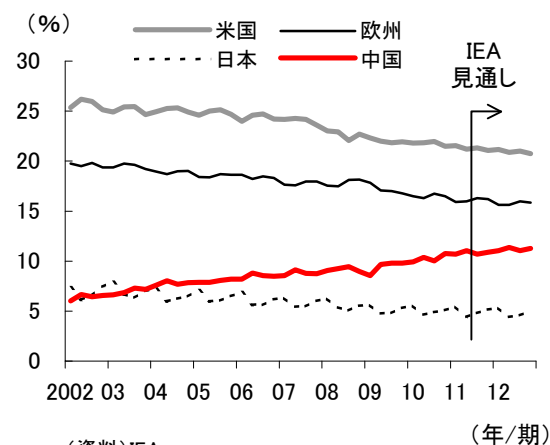
(資料) IEA
(注)「欧州」はOECD加盟国。

中国の原油需要(前年同月比)
とPMI新規受注指数



(資料) Bloomberg L.P.
(注)「原油需要」は、原油生産＋原油輸入－原油輸出。後方3ヵ月移動平均。

原油需要の地域別構成比



(資料) IEA
(注1) 見通しは2011年8月時点。
(注2) 欧州はOECD加盟国。

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ヵ月 (%)	6ヵ月 (%)	2年 (%)	5年 (%)	10年 (%)		短期 (%)	長期 (%)	¥/\$	¥/Eur		F F 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
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	0.25	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	0.25	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	0.24	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	0.23	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	0.23	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	0.25	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	0.36	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	0.45	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	0.43	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	0.35	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	0.31	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	0.29	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	0.29	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	0.29	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	0.29	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	0.31	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	0.31	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	0.27	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	0.26	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	0.24	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	0.22	2.98	12515.68	1.54	2.78
11/8	0.30	0.081	0.33	0.44	0.33	0.46	1.03	1.02	1.475	1.35	77.22	110.62	9072.94	0.10	0.26	2.29	11326.62	1.50	2.25

（注）公定歩合とプライムレートは月末値。