

海外経済展望

2011年10月

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/>

【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10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	: 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10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は解消しつつあるものの、輸出の増勢鈍化などを背景に、景況感が悪化。家計部門でも、雇用・所得環境の改善が緩やかななか、米欧の債務問題を受けた株安などを背景にマインドが悪化。

<企業部門>

- ・製造業を中心に景況感が低迷。米欧の債務問題を受けた株式市場の下落や、中国を中心としたアジア向け輸出の減少などが背景。
- ・中国国内製造業の景況感を表すPMI指数に下げ止まりの動き。中国国内で在庫調整が進展するに従い、米国の中国向け輸出も徐々に回復に向かう公算。
- ・日本の震災に伴う供給網寸断は解消しつつあり、影響の大きかった自動車生産も、震災前とほぼ同程度の水準に回復。

<雇用情勢>

- ・8月の非農業部門雇用者数は前月から横ばい。失業率も、5月以降、9%台で高止まり。
- ・消費者マインドも低迷が持続。「職をみつけるのが困難」と答えた消費者の割合が半数に達するなど、厳しい雇用情勢が下押し要因に。
- ・家計の所得環境をみても、8月の可処分所得は11ヵ月ぶりに減少。物価変動の影響を除いた実質ベースでは、2009年10月以来の減少幅に。

2. トピックス

①雇用の構造問題

- ・雇用の伸びが緩やかにとどまる背景として、人材が不足している業種・職種と失業者が求める仕事の間 mismatchesが生じている可能性。
- ・加えて、失業期間の長期化も、失業者のスキル低下などを通じ、円滑な就業を阻害。
- ・雇用の増加ペースが力強さを取り戻すためには、失業者の業種・職種の転換や長期失業者への就業支援など構造的問題の解消に向けた取り組みが必要。

組みが必要。

②景気対策

- ・オバマ大統領は、9月8日の議会演説で、総額4,470億ドルに上る景気対策を発表。一方、9月19日には、景気対策の財源確保を含めた財政赤字削減策も発表。
- ・景気対策では、緊急失業給付の継続など既存政策の延長に加え、給与税の企業負担分の引き下げなどを提案。支出額の大部分が2012年に集中しており、対策が実現すれば、同年のGDPを+1.7%程度押し上げる見込み。
- ・もっとも、下院で過半数を握る共和党は、歳出増加を伴う施策や増税措置に強く反対。民主党のなかにも、ヘルスケア関連の支出抑制などに反対する声。景気対策・財政再建ともに、実現は不透明。

3. 景気・金利見通し

<景気見通し：徐々に持ち直しも、力強い回復は期待薄。>

- ・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。供給網の本格回復に伴う、自動車生産・販売の増加などを背景に、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、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、景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、引き続き緩やか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、その後は2%台半ばを中心とした低位安定推移が続く見通し。

企業の景況感は低迷持続も、供給網寸断に伴う悪影響は解消へ。

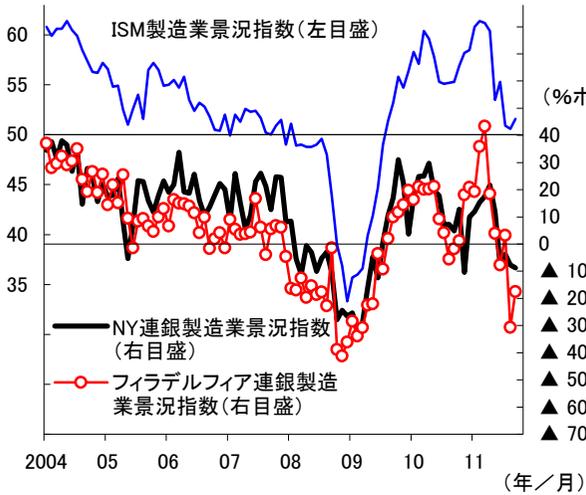
<企業部門>

製造業を中心に景況感の低迷が持続。9月のISM製造業景況指数は、51.6と3ヵ月ぶりに上昇したものの、拡大・縮小の分かれ目となる「50」近辺で推移。各地区連銀のサーベイでも、製造業の景況指数はマイナス圏で推移。景況感低迷の背景としては、米欧の債務問題に伴う株式市場の下落に加え、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を指摘可能。とりわけ、中国を中心としたアジア向けが減少。

もっとも、中国国内製造業の景況感を表すPMI指数には下げ止まりの動きがみられ、受注指数の大幅な低下にも歯止め。中国国内で在庫調整が進展するに従い、米国の中国向け輸出も徐々に回復に向かう公算。

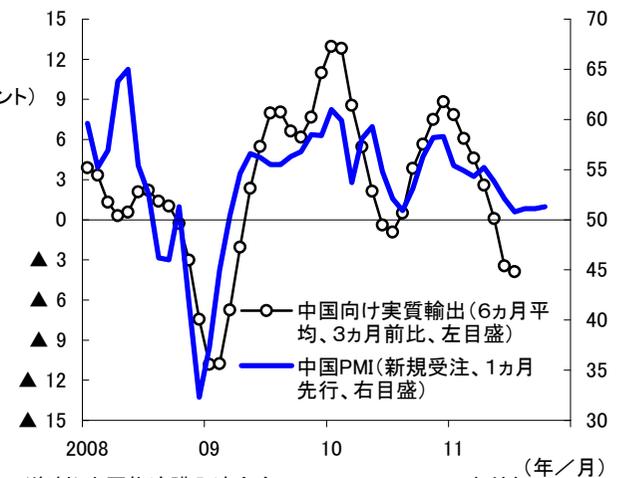
一方、米国国内の製造業の生産活動をみると、8月の製造業生産指数は前月比+0.4%と、4ヵ月連続の上昇。日本の震災に伴う供給網寸断は解消に向かっており、影響の大きかった自動車生産も、震災前とほぼ同程度の水準に回復。新車の供給不足に伴い減少していた販売台数も持ち直し。

(%ポイント) 製造業の景況感の推移



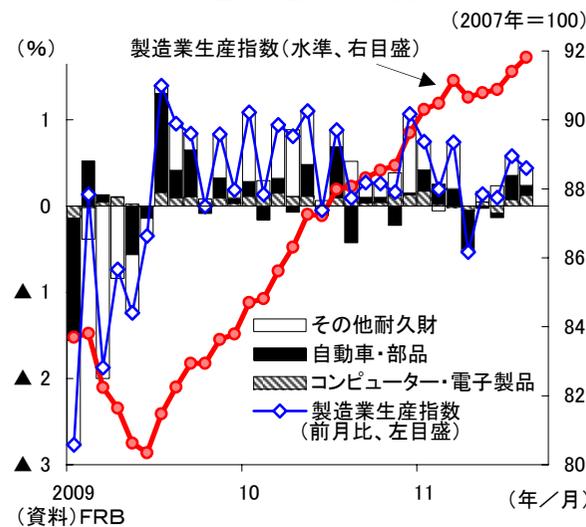
(資料)ISM、フィラデルフィア連銀、NY連銀

(%) 中国向け輸出と中国PMIの推移 (%ポイント)



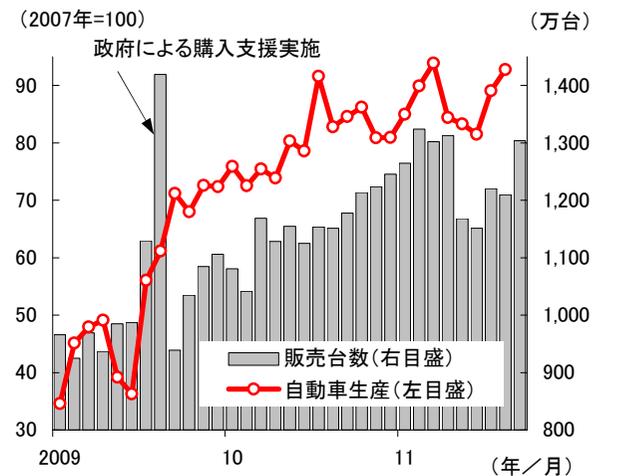
(資料)中国物流購入連合会、U.S. Census Bureauなどをもとに日本総研作成。

製造業生産指数の推移



(資料)FRB

自動車生産・販売台数の推移



(資料)FRB、Bureau of Economic Analysis
(注)2011年9月の販売台数は、Autodataによる速報値。

雇用に対する不安が重石となり、消費者マインドは低迷。

<雇用情勢>

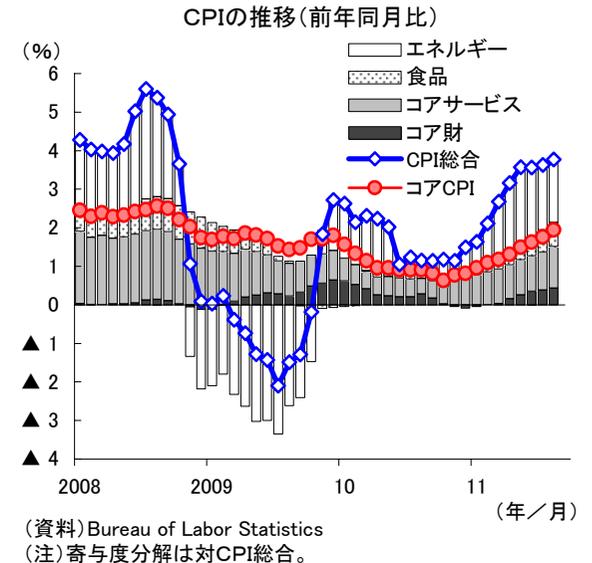
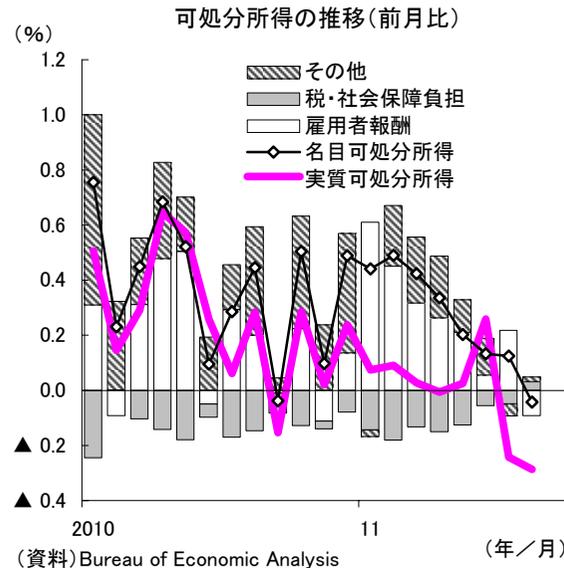
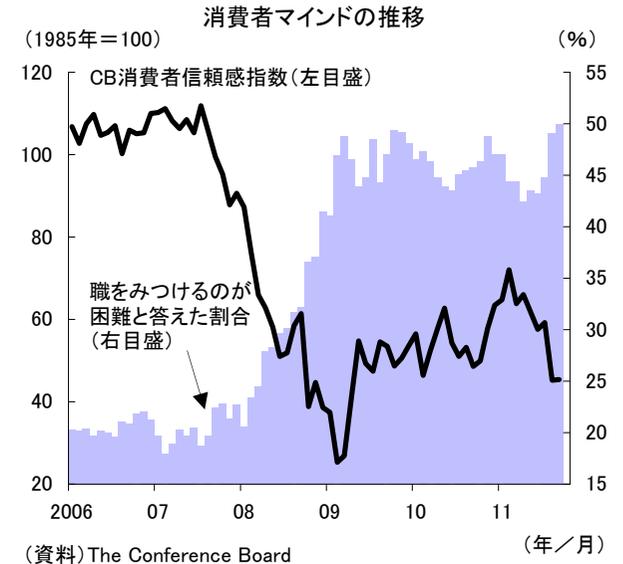
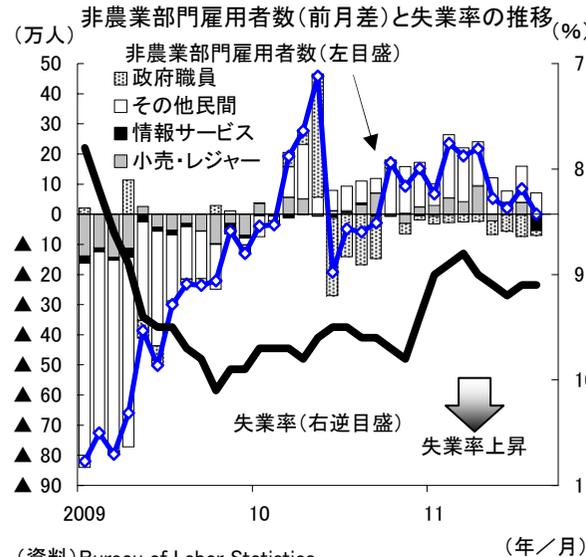
8月の非農業部門雇用者数は、前月から横ばい。大手通信会社のストライキの影響(▲4.5万人、9月は押し上げ要因に)が大きいものの、同要因を除いても、5月以降の増加ペースは、月+5万人前後と弱い動き。失業率も、9%台で高止まり。

こうしたなか、消費者マインドも低迷が持続。カンファレンスボード消費者信頼感指数は、2月をピークに30ポイント近く低下。「職をみつけるのが困難」と答えた消費者の割合が半数に達するなど、厳しい雇用情勢が下押し要因に。

一方、家計の所得環境をみると、8月の可処分所得は、雇用者報酬の減少を主因に11ヵ月ぶりの減少。物価変動の影響を除いた実質ベースでは、2009年10月以来の減少幅に。

<物価>

8月の消費者物価指数は、前年比+3.8%と2008年9月以来の高い伸び。内訳をみると、ガソリンなどエネルギー価格の高止まりや食料品の値上がりに加え、エネルギー・食料品を除いたコアベースの騰勢も加速。ドル安などを受けた衣料品の値上がりや、持家から賃貸へのシフトを受けた家賃の上昇がコア指数を押し上げ。



業種・職種の不マッチなど構造的な問題が雇用の回復を阻害。

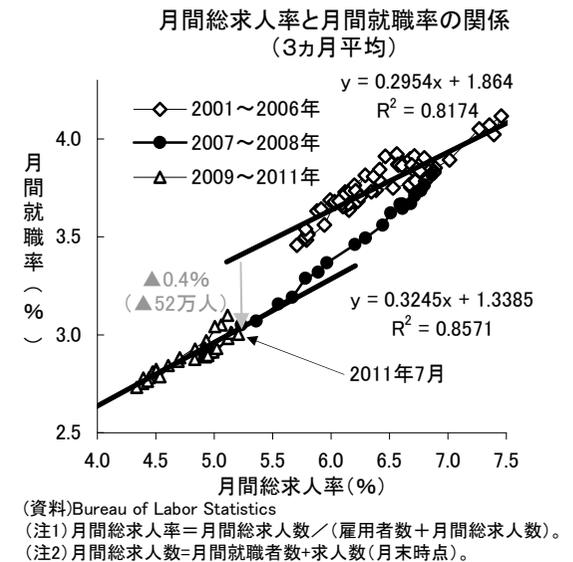
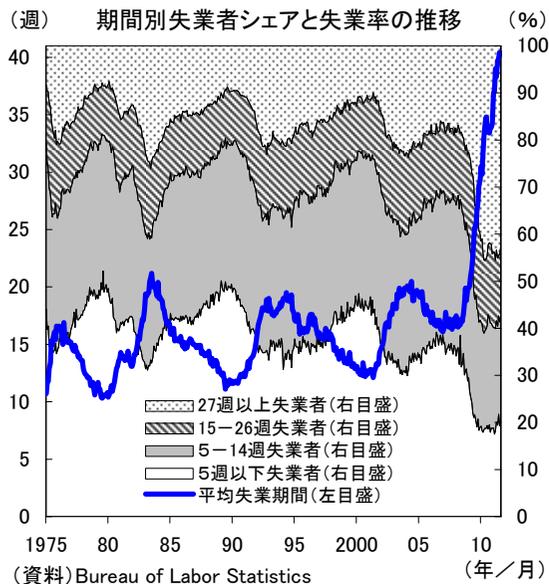
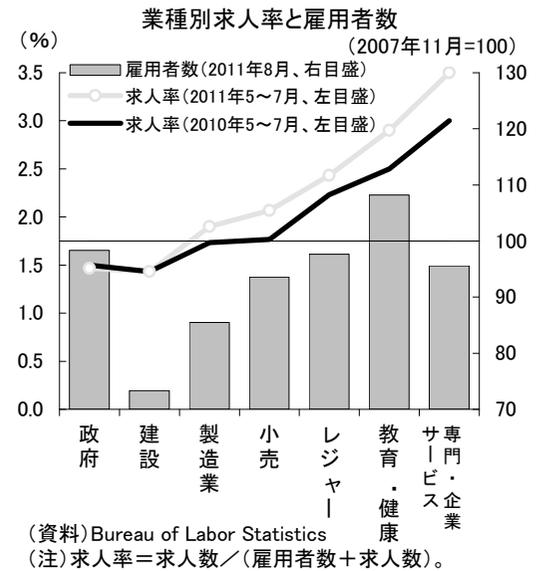
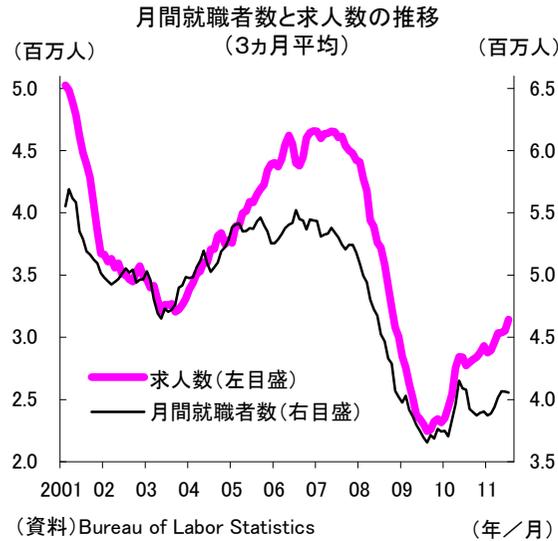
雇用の伸びが緩やかにとどまる背景として、人材が不足している業種・職種と失業者が求める仕事の間で乖離（ミスマッチ）が生じている可能性。月間の就職者数は低水準での横ばい推移が続く一方、求人数（月末時点）は緩やかに持ち直しており、企業の求人増加が実際の雇用増に結びついていないことを示唆。

業種別の求人率をみると、教育・健康や専門・企業サービスなどで求人率が上昇する一方、住宅バブルの崩壊に伴い大量の失業者が出た建設業などでは、求人の増加はみられず。人出が不足している業種と失業者の間にミスマッチが存在していることを示唆。加えて、失業期間の長期化も、失業者のスキル低下などを通じ、円滑な就業を阻害している可能性。期間別失業者のシェアをみると、半年以上の失業者が全体の半数近くに上っており、平均失業期間は40週に上昇。

月間の総求人数（※1）と就職者数の関係を見ると、2007年以降、両者の関係は下方にシフト。足許では、ミスマッチなどの構造的な要因により、月間の就職者数が52万人程度押し下げられている可能性。雇用者数でみると、月10万人程度、雇用の増加が抑制されていると試算（※2）。雇用の増加ペースが力強さを取り戻すためには、失業者の業種・職種の転換や長期失業者への就業支援など構造的な問題の解消に向けた取り組みが必要。

（※1）月末時点での求人数+月間の就職者数。

（※2）就職が容易になると、転職を目的とした退職が増えるなど、月間の就職者数が増加すると自発的失業者も増加（両者は、就業者数が1人増加すると自発的失業者が0.82人増加するという関係）。こうした関係を踏まえたうえで試算（52万人×（1-0.82））。



オバマ大統領は総額4,470億ドルに上る景気対策を発表するも、実現は不透明。

オバマ大統領は、9月8日の議会演説で、雇用創出を目的とした総額4,470億ドルに上る景気対策を発表。緊急失業給付の継続など既存政策の延長に加え、給与税の企業負担分の引き下げなどを提案。一方、9月19日には、景気対策の財源確保を含めた財政赤字削減策も発表。アフガンやイラクからの撤退による戦費の削減に加え、富裕層やエネルギー業界への増税などにより、財政再建を実現する方針。

景気対策の内容をみると、雇用創出企業への減税など、景気浮揚効果が大きいとされる施策を新規に実施。また、今回の景気対策は支出額の大部分が2012年に集中しており、単年でみれば、2009年2月に成立した景気対策（ARRA）と同程度の規模に。対策が実現すれば、2012年のGDPを+1.7%ポイント程度押し上げる見込み。

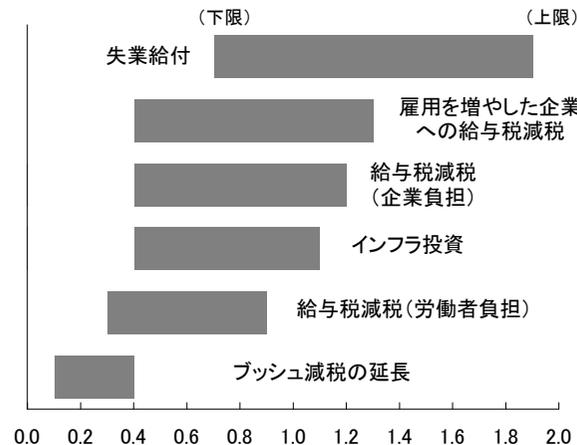
もっとも、下院で過半数を握る共和党は、インフラ投資など歳出増加を伴う施策や増税に強く反対。一方、民主党のなかにも、赤字削減策に盛り込まれたヘルスケア関連の支出抑制などに反対する議員が存在。景気対策・財政再建ともに、実現は不透明。

オバマ大統領の雇用対策(米国雇用法)

	総額 (億ドル)	対名目 GDP比
給与税減税延長・拡充(12年末まで)	2,400	1.6%
労働者負担の税率引き下げ (6.2%⇒3.1%、11年は1年間限定で4.2% への引き下げ実施)	(1,750)	(1.2%)
企業負担の税率引き下げ (6.2%⇒3.1%、500万ドルまでは無条件 とし、それ以上は新規雇用者と給与を 引き上げた従業員分のみ減税)	(650)	(0.4%)
設備投資減税延長(12年末まで)	50	0.03%
インフラ関連投資	1,050	0.7%
失業者支援	970	0.6%
州政府の財政支援(教職員再雇用など)	(350)	(0.2%)
失業給付の延長	(490)	(0.3%)
長期失業者を雇用した企業へ減税など	(130)	(0.1%)
合計	4,470	3.0%

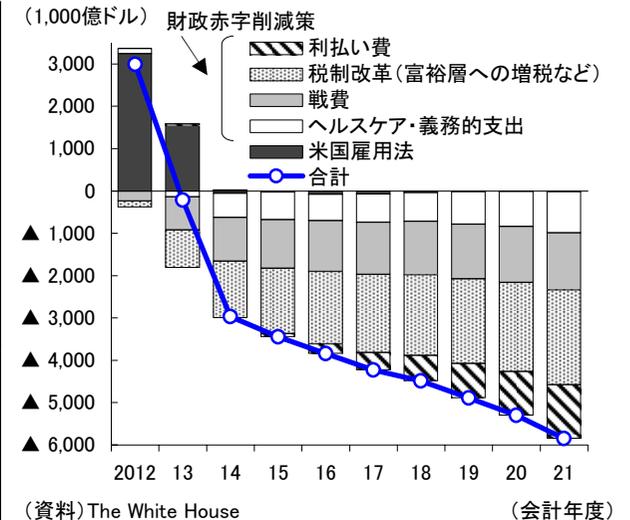
(資料) The White Houseなどをもとに日本総研作成。

主要政策の政府乗数(CBO試算)



(資料) CBO

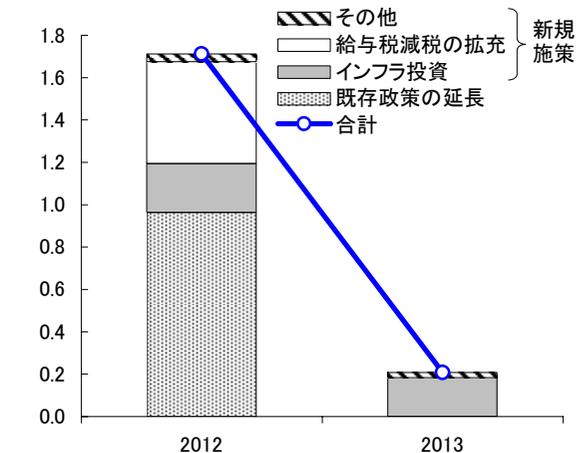
オバマ大統領による財政赤字削減の提案



(資料) The White House

(会計年度)

米国雇用法によるGDPへの影響(2011年対比)



(資料) CBOなどをもとに日本総研作成。

(暦年)

景気は徐々に持ち直しも、力強い回復は期待薄。

<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。供給網の本格回復に伴う、自動車生産・販売の増加などを背景に、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、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、その後は2%台半ば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)

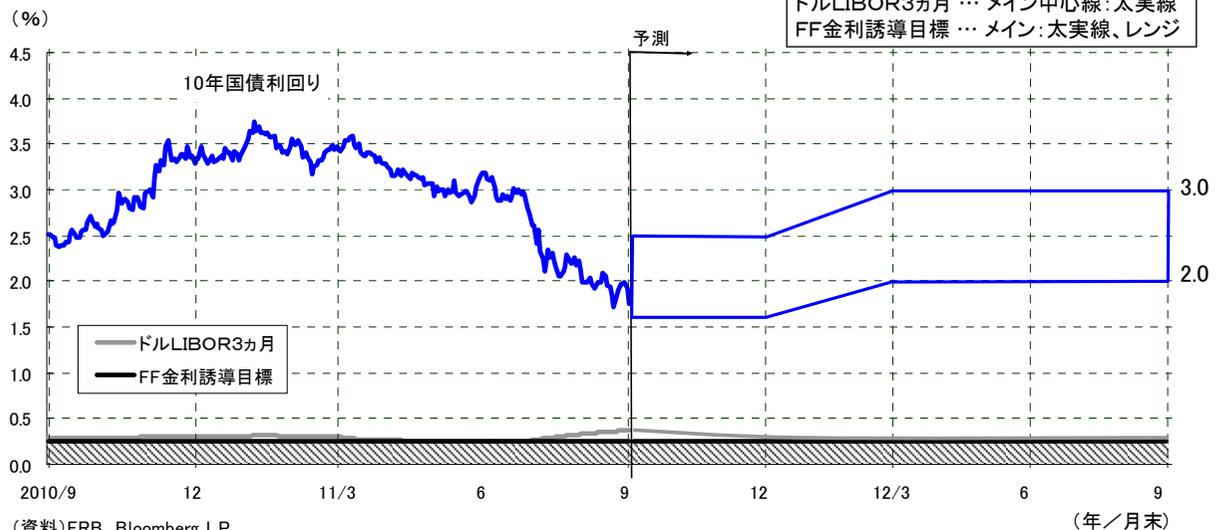
	2010年	2011年				2012年				2010年	2011年
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(実績)	(予測)	
実質GDP	2.3	0.4	1.3	2.0	2.2	1.8	2.3	2.4	3.0	1.7	
個人消費	3.6	2.1	0.7	1.8	2.4	1.7	2.2	2.3	2.0	2.2	
住宅投資	2.5	▲2.4	4.2	2.7	2.4	3.2	3.6	3.7	▲4.3	▲1.7	
設備投資	8.7	2.1	10.3	6.7	8.1	4.8	6.9	7.1	4.4	7.9	
在庫投資	▲1.8	0.3	▲0.3	▲0.1	0.0	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	0.2	0.2	▲0.3	0.1	0.0	▲0.1	▲0.5	0.0	
輸出	7.8	7.9	3.6	6.8	6.2	6.7	6.6	6.4	11.3	7.2	
輸入	▲2.3	8.3	1.4	4.4	6.8	5.1	5.3	5.6	12.5	5.5	
実質最終需要	4.2	0.0	1.6	2.1	2.2	1.8	2.4	2.5	1.4	2.0	
消費者物価	1.3	2.1	3.4	3.7	3.4	2.4	2.2	1.8	1.6	3.2	
除く食料・エネルギー	0.7	1.1	1.5	1.8	1.8	1.6	1.6	1.5	1.0	1.5	

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



(資料)FRB、Bloomberg LP.

長期国債購入・短期国債売却により、保有証券の平均残存期間を長期化することを決定。

FEDは9月20、21日のFOMCで、保有証券の平均残存期間を長期化することを決定。具体的には、2012年6月末までに残存期間6年～30年の米国債を4,000億ドル購入するとともに、残存期間3年未満の国債を同額売却（ツイスト・オペ）する計画。

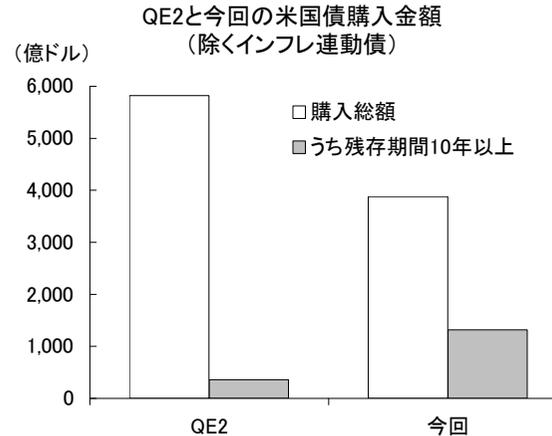
今回の施策では、QE2でほとんど購入のなかった残存期間10年以上の国債の購入規模（全体の32%）が大きいことが特徴。このため、30年債については一定程度の金利低下が期待可能。もっとも、長期金利の指標となる10年債の利回りは既に歴史的低水準にあり、さらなる低下余地は限定的。このため、長期金利の押し下げによる景気浮揚効果は小。

一方、FEDは保有するMBS・政府機関債の償還資金について、MBSに再投資することを決定（これまでは、米国債に再投資）。春以降、米国債とMBSの利回りは拡大傾向にあり、こうした政策変更を通じ、MBSや住宅ローンの金利を押し下げる狙い。もっとも、現状では住宅ローン金利の低下による住宅購入や借り換え促進への寄与は限定的。住宅市場の改善には、金融政策による金利の押し下げだけでなく、家計の雇用・所得環境の改善や政府による住宅ローンの借り換え促進策などが必要。

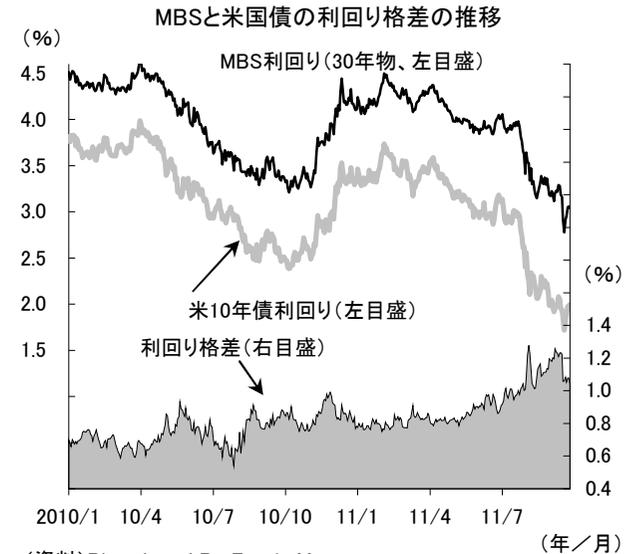
FOMC声明(要旨)

今回(9月20、21日)		前回(8月9日)
<ul style="list-style-type: none"> 0～0.25%のレンジ(据え置き)。 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)	<ul style="list-style-type: none"> 0～0.25%のレンジ(据え置き)。 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。
<ul style="list-style-type: none"> 景気回復は依然として緩慢であり、労働市場は引き続き弱い。個人消費も緩やかな増加にとどまっている。 エネルギーと一部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。長期のインフレ期待もなお安定。 経済の回復ペースは、今後数四半期のうちにやや上向くと引き続き予想するが、国際金融市場の緊張など景気見通しに対し著しい下振れリスクが存在。 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	<ul style="list-style-type: none"> 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。 エネルギーと一部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。長期のインフレ期待もなお安定。 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。 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。
<ul style="list-style-type: none"> 来年6月末までに残存期間6～30年の米国債4,000億ドルを購入し、残存期間3年以下のものを同額売却。 MBS、政府機関債の償還資金をMBSに再投資する(米国債の償還資金は従来通り米国債に再投資)。 今後も、必要に応じて景気回復を支援するための政策を導入する用意がある。 	非伝統的金融政策	<ul style="list-style-type: none"> 景気回復を支援するための政策手段を協議しており、こうした政策を適切に導入する用意がある。

(資料)FRBを基に日本総研作成



(資料)Federal Reserve Bank of NYをもとに日本総研作成。
(注1)概算の残存期間別購入割合をもとに試算。
(注2)残存期間10年以上の購入金額は、直近発行の10年債を含まず。



(資料)Bloomberg LP., Fannie Mae

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年10月

欧州経済概説（2011年10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。

- ・ユーロ圏の鉱工業生産は横ばい推移が持続。主因は域内需要の低迷・域外向け輸出の頭打ち。輸出頭打ちの背景は、欧米景気の減速感の強まりと、新興国の景気拡大ペース鈍化。
- ・金融セクターでは景況感が悪化。信用収縮による企業の資金調達難から設備投資が失速すれば、リセッションに陥るリスク。
- ・一方、ユーロ圏の個人消費は低迷が持続。7月の小売売上数量は前年比▲0.2%と3ヵ月連続で減少。厳しい雇用・所得環境に加え、足許では債務問題の深刻化を受けて消費者マインドが急速に悪化。

【欧州債務問題とECB】

- ・ギリシャでは債務削減計画が難航。EU・IMF・ECBによる審査の承認を得られず、融資が延期。
- ・一方、EFSFの規模の拡大等に関して、各国の足並みは揃わず、債務問題の収束には時間を要する見通し。
- ・こうしたなか、債務問題対応は実質的にECB頼みの状況。もっとも、流通市場での国債買い入れプログラムによる、利回り抑制効果は一時的。
- ・9月のユーロ圏インフレ率が前年比+3.0%と上振れし、利下げによる景気支援も難しい状況。

【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となるものの、①緊縮財政、②高インフレ率を受けた実質購買力の低迷、③債務問題深刻化を受けたマインドの悪化、等を背景に域内需要が低迷し、低成長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、インフレ率が高水準で推移しているため、当面現行の政策金利水準での様子見を余儀なくされる見通し。欧州銀の資金繰り懸念が強まるなか、10月初の理事会では、1年物の流動性供給措置やカバード・ボンドの買い入れ再開に踏み切る公算。

- ・独10年国債利回りは、債務問題深刻化を受けた安全資産選好の強まりにより、当面低水準で推移。その後も、緊縮財政等による成長ペース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】

英国景気は、低迷が長期化。

- ・内需は低迷が長期化。8月の既存店小売売上高は前年比▲0.2%と2ヵ月連続の減少。背景は、住宅価格の下落や失業者数の増加、実質賃金の減少、それらを受けた消費者マインドの悪化。
- ・7月の英国製造業生産は前月比+0.1%と、横ばい圏内での推移が持続。①米欧の景気減速、②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。
- ・英国の銀行はアイルランドやスペイン、イタリア向けエクスポージャーが大きく、これらの国で債務問題が深刻化すれば、英国金融システムに混乱が生じるリスクも。

【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。金融市場の状況次第では、量的緩和の拡大も視野に。
- ・英10年国債利回りは、景気低迷の長期化懸念の強まりを受け、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。

輸出は増勢鈍化。消費者マインドの悪化により域内消費の低迷が長期化。

<企業部門>

ユーロ圏の鉱工業生産は横ばい推移が持続。主因は域内需要の低迷に加え、牽引役となってきた域外向け輸出が頭打ちとなったこと。足許ではユーロ圏外からの製造業受注が2ヵ月連続で減少しており、生産の先行きに懸念。

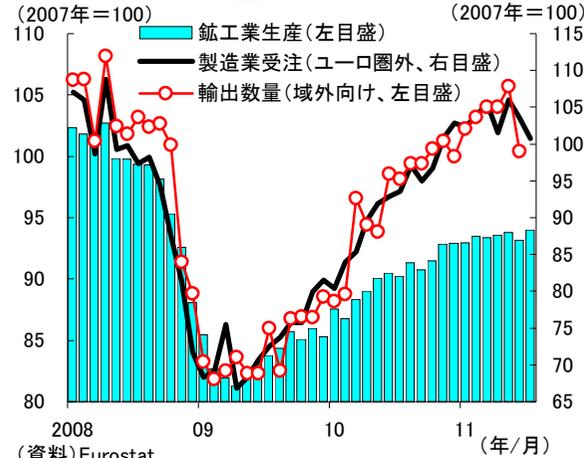
輸出頭打ちの背景には、欧米景気に減速感が強まっていることに加え、新興国の景気拡大ペースの鈍化が指摘可能。ドイツの地域別輸出をみると、EU向け・米国向けではほぼ横ばいの推移が続く一方、新興国向けも足許で頭打ち感。

こうしたなか、欧州債務問題の深刻化に伴い、金融セクターでは景況感が悪化しており、今後、貸出は弱含みに転じる公算。足許の資本財受注は堅調に推移しているものの、信用収縮による企業の資金調達難から設備投資が失速すれば、欧州景気はリセッションに陥るリスク。

<家計部門>

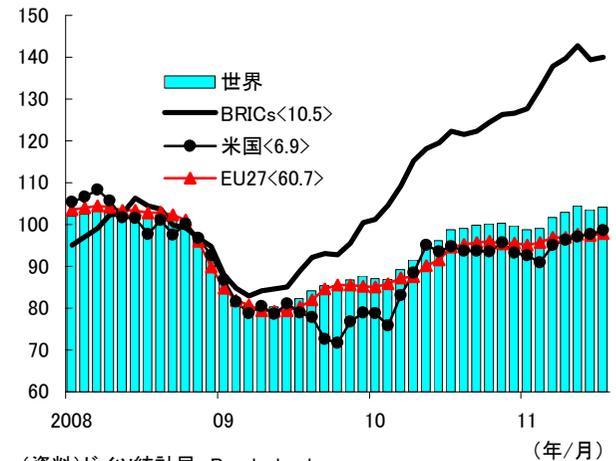
ユーロ圏の個人消費は低迷が持続。7月の小売売上数量は前年比▲0.2%と3ヵ月連続の減少。PIIGS諸国を中心に厳しい雇用・所得環境が続いていることに加えて、足許では欧州債務問題の深刻化を受けて株価が下落し、消費者マインドが大幅に悪化。債務問題が収束するまで、消費者マインドの改善は期待しにくく、ユーロ圏個人消費の低迷は長期化する見込み。

ユーロ圏の鉱工業生産・製造業受注(域外から)・輸出数量の推移(季調値)



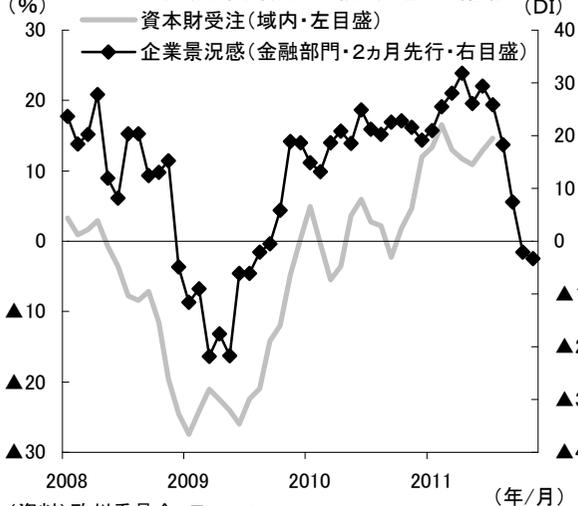
(資料) Eurostat
(注) 製造業受注は、大型輸送機械除く。
鉱工業生産は、建設・エネルギーを除く。

ドイツの地域別輸出数量の推移 (2008年=100)



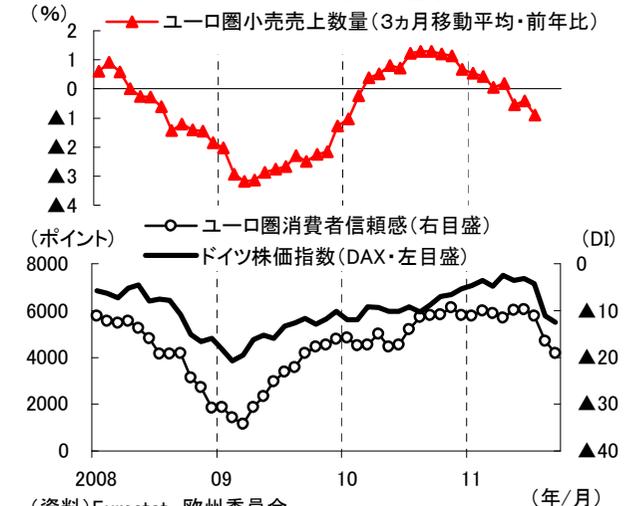
(資料) ドイツ統計局、Bundesbank
(注) 輸出数量は輸出価格指数を基に日本総研作成。
凡例<>内は2010年各目輸出全体に占める各地域のシェア。

企業景況感(金融部門)とユーロ圏資本財受注(前年比)の推移



(資料) 欧州委員会、Eurostat

ユーロ圏消費者信頼感指数・小売売上数量・ドイツ株価指数の推移



(資料) Eurostat、欧州委員会

ECBは国債買い入れによる重債務国支援継続も、早期利下げは難しい状況。

9月初、ギリシャでは債務削減計画の実施が難航し、融資の前提となる、四半期毎のEU・IMF・ECB（トロイカ）による審査で承認を得られず。これを受けギリシャ政府は公務員給与削減、年金改革などの追加緊縮策を議決したものの、国民の反発が強く、債務削減計画の履行は当面難航する見込み。

一方、ドイツ議会は、7月のユーロ圏首脳会議で合意した、ギリシャ向け第2次支援・EFSFの機能拡充策を承認。もっとも、債務問題がイタリア・スペインに飛び火するなか、EFSFの規模拡大が不可欠な情勢。これに関しては各国の足並みは揃わず、債務問題の収束に向け各国が合意を得るには時間を要する見通し。

こうしたなか、債務問題対応は実質的にECB頼みの状況。EFSFの機能拡充の承認が滞るなか、ECBが8月に流通市場での国債買い入れプログラムを再開。もっとも、中銀としての信認確保の観点から大規模な国債買い入れは困難。利回り抑制効果は一時的にとどまり、イタリア・スペイン国債利回りは再び上昇傾向。

さらに、景気減速を受け、市場ではECBの利下げ観測も浮上。実際、現在の政策金利はドイツを除くユーロ圏諸国の適正政策金利に比べ高水準。もっとも、9月のユーロ圏消費者物価の速報値は、ユーロ換算の原油価格の高止まりを受け、前年比+3.0%（8月同+2.5%）と上振れ。こうしたなか、ECBの早期利下げによる景気支援も難しい状況。

トロイカによる審査・融資の日程と規模

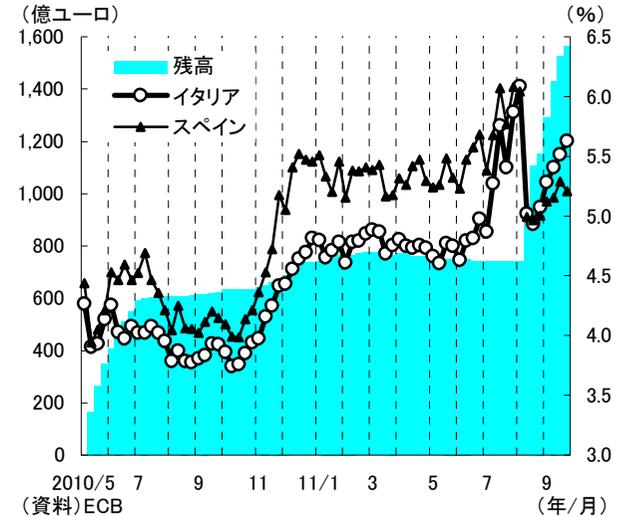
(億ユーロ)

	ギリシャ		アイルランド		ポルトガル	
	EFSF・EU	IMF	EFSF・EU	IMF	EFSF・EU	IMF
～2010年末	275	105				
11年Q1	109	41	120	58		
11年Q2	87	33	30	14	123	64
11年Q3	58	22	30	15	76	39
11年Q4	36	14	77	38	53	27
11年	290	110	257	125	252	130
12年	176	64	127	63	167	84
13年	59	21	66	36	67	33
14年					34	17
合計	800	300	450	225	520	264
全体	1100		675		784	

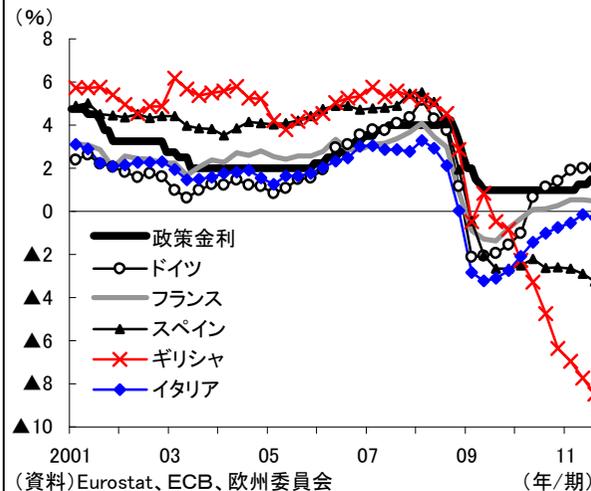
(資料) 欧州委員会

(注) 色塗りは未承認。ギリシャは第2次支援が未承認のため、第1次支援の金額。

ECBの国債買い入れ残高と
イタリア・スペインの10年債利回りの推移(週次)

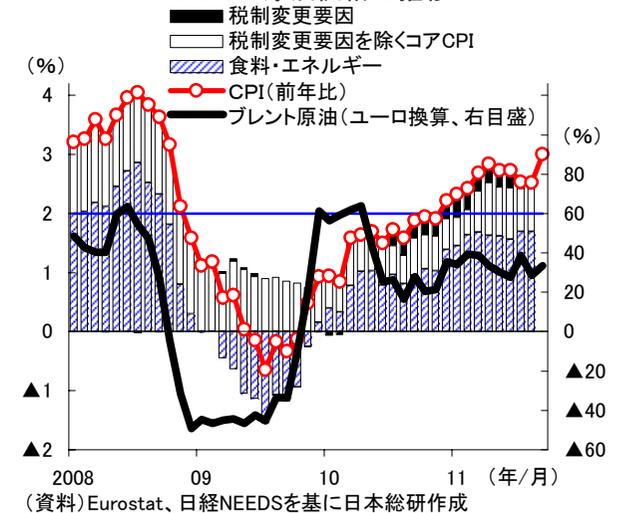


各国の適正政策金利水準の推移



(注) 適正金利はGDPギャップ、インフレ率、潜在成長率を用いた、変形テイラールールにより日本総研作成。

ユーロ圏消費者物価指数と
ブレント原油価格の推移



内需の低迷と輸出の頭打ちを受け、景気低迷が長期化。

<家計部門>

内需は低迷が長期化。8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▲0.2%と2ヵ月連続で減少。自動車販売台数は14ヵ月ぶりに前年比プラス（+7.3%）となったものの、依然低水準。

背景には、住宅価格の下落や失業者数の増加、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、失業者数が8月に前月比+2.03万人と6ヵ月連続で増加するなど、雇用環境が厳しさを増すなか、個人消費の低迷は長期化の公算。

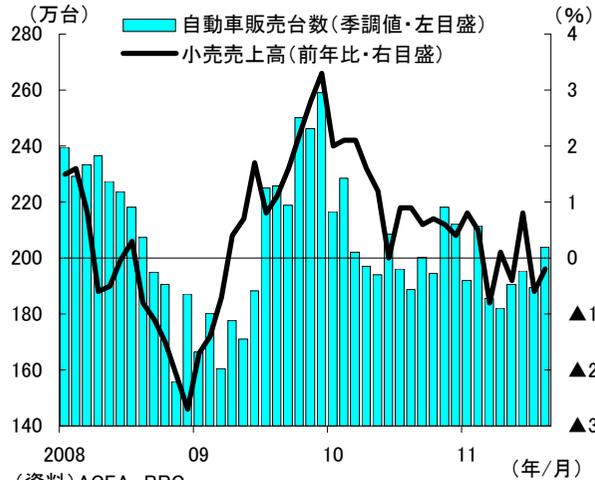
<企業部門>

7月の英国製造業生産は前月比+0.1%と今春以降横ばい圏内での推移が持続。背景として、①米欧の景気減速、②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。

<金融部門>

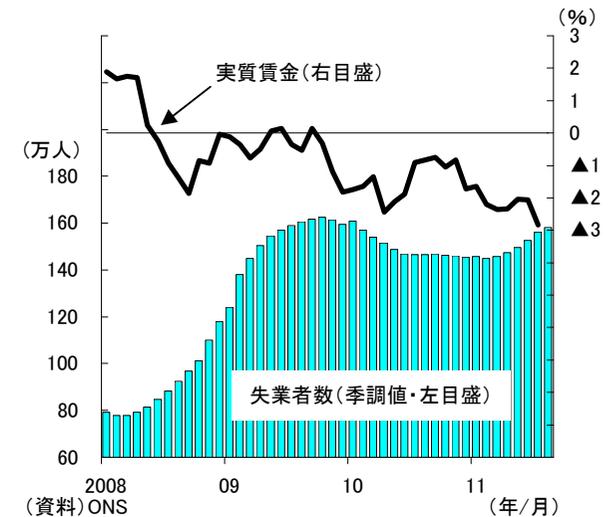
英国の銀行によるPIIGS諸国向けエクスポージャーをみると、アイルランドやスペイン、イタリア向けが大きく、これらの国で債務問題が深刻化すれば、英国金融システムに混乱が生じるリスクも。

英国の自動車販売台数と小売売上高の推移



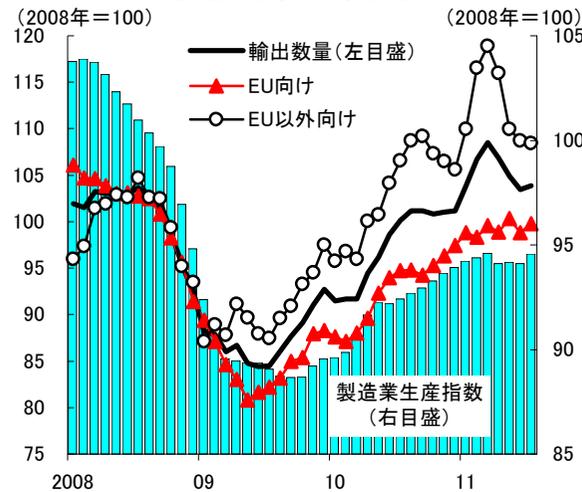
(資料) ACEA, BRC
(注) 自動車販売台数の季調値は日本総研作成。
小売売上高は既存店ベース、後方3ヵ月移動平均。

英国の失業者数と実質賃金の推移



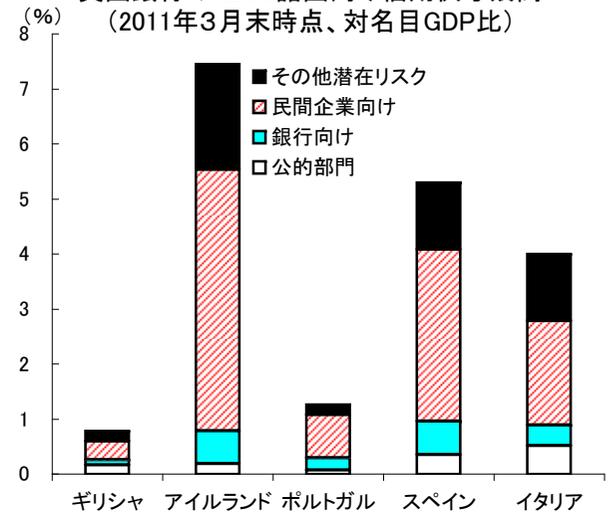
(資料) ONS
(注) 実質賃金前年比は、名目平均賃金前年比-CPI前年比。

英国の製造業生産と輸出
(季調値・後方3ヵ月移動平均)



(資料) ONS

英国銀行のPIIGS諸国向け信用供与残高
(2011年3月末時点、対名目GDP比)



(資料) BIS, IMF
(注) その他潜在リスクは、デリバティブ商品など。

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、①緊縮財政、②高インフレ率を受けた実質購買力の低迷、③債務問題深刻化を受けたマインドの悪化、等を背景に域内需要が低迷し、低成長が長期化する見通し。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%台後半で推移する見通し。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、エネルギーコストの高止まり、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、原油高の影響剥落とあいまって、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			
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
ユーロ圏	実質GDP	1.2	3.1	0.6	0.7	0.6	0.5	0.7	0.9	1.8	1.6		
	消費者物価指数	2.0	2.5	2.8	2.7	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6	2.7		
ドイツ	実質GDP	1.9	5.5	0.5	1.7	0.7	1.4	1.8	1.9	3.6	2.9		
	消費者物価指数	1.6	2.1	2.5	2.6	2.3	2.1	1.9	1.8	1.2	2.3		
フランス	実質GDP	1.3	3.7	0.0	0.8	0.8	0.7	0.6	1.0	1.4	1.7		
	消費者物価指数	1.9	2.0	2.2	2.3	2.2	2.1	1.8	1.6	1.7	2.1		
英国	実質GDP	▲ 2.0	1.9	0.7	0.4	0.5	0.4	0.6	0.7	1.4	0.9		
	消費者物価指数	3.4	4.2	4.4	4.5	4.5	2.8	2.6	2.4	3.3	4.4		

(予測)

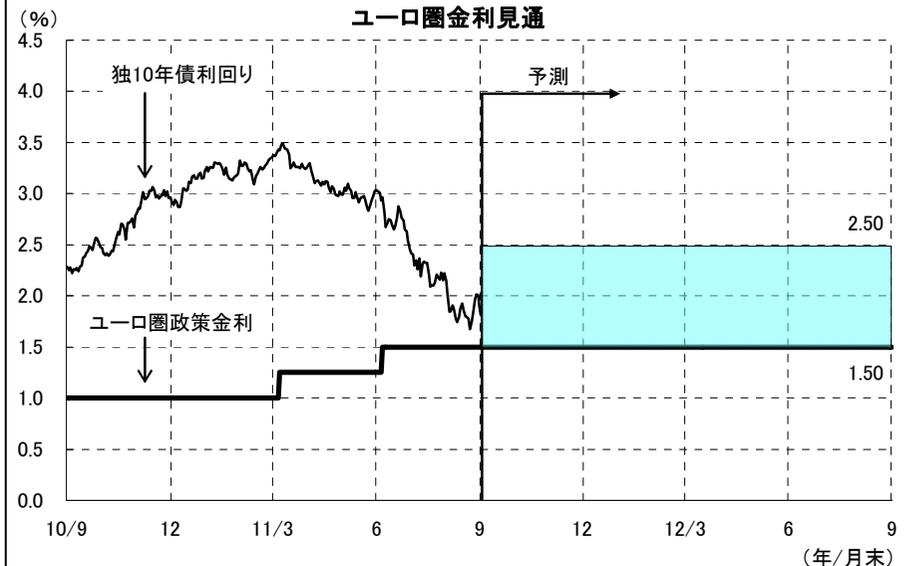
安全資産選好の強まりを受け、独国債は当面低水準で推移。

ECBは、インフレ率が高水準で推移しているため、当面現行の政策金利水準での様子見を余儀なくされる見通し。欧州銀の資金繰り懸念が強まるなか、10月初の理事会では、1年物の流動性供給措置やカバード・ボンドの買い入れ再開に踏み切る公算。

独10年国債利回りは、債務問題深刻化を受けた安全資産選好の強まりにより、当面低水準で推移。その後も、緊縮財政等による成長ペース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。

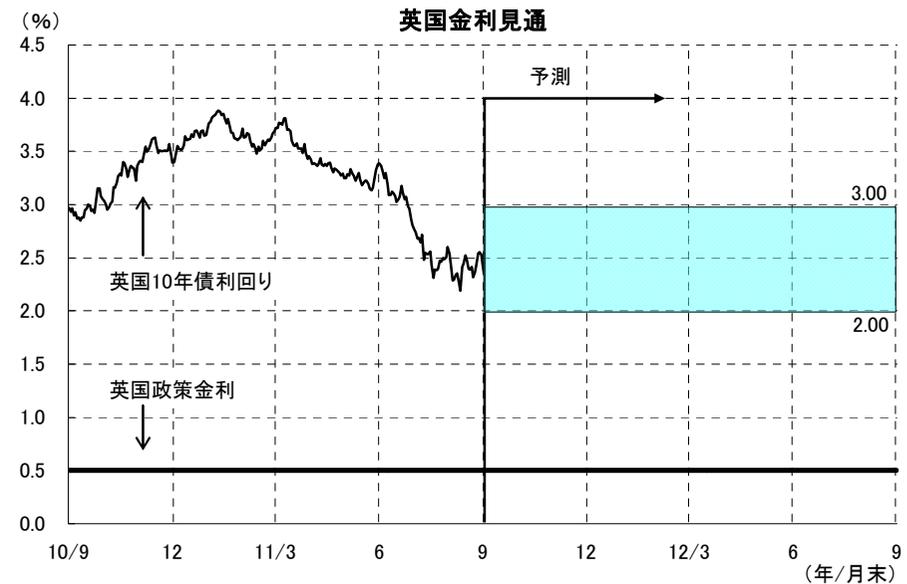
BOEは、インフレ率の上振れを警戒しつつも、景気回復を優先させる姿勢を示しており、当面は現行の政策金利水準を維持する見通し。金融市場の状況次第では、量的緩和の拡大も視野に。

英10年国債利回りは、景気低迷の長期化懸念の強まりを受け、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。



<英独仏のCDS保証料率>

南欧債務問題の深刻化を背景に、フランス国債の格下げ懸念、ドイツの負担増懸念が高まり、両国債のCDSは過去最高水準に上昇。一方、英国は緊縮財政が奏功し、仏独に比べ小幅な上昇。



原油価格：当面、現行水準を中心としつつも、振れの激しい展開に。

<原油市況>

9月のWTI先物は、欧州債務問題の動向等に一喜一憂しながら、月前半は80ドル台後半で揉み合う展開に。

月半ばには、90ドル台に乗せる場面もあったものの、その後、国際機関による原油需要見通しの引き下げや、世界経済の先行き懸念の強まりなどを背景に、80ドルを挟む水準まで急落。

月末から10月初めには、株価の一段安につられ、70ドル台後半まで下落。

<投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、9月下旬にやや大きく縮小。また、総建玉残高が大幅に減少し、2010年12月以来の低水準に。リスク回避の動きが強まっていることを示唆。

<原油価格見通し>

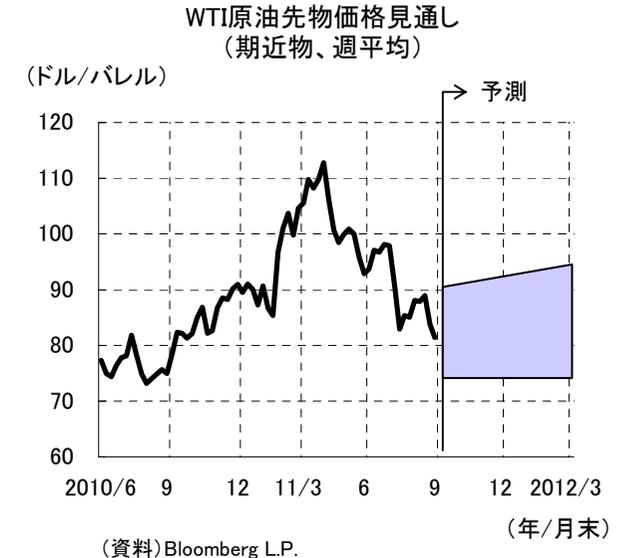
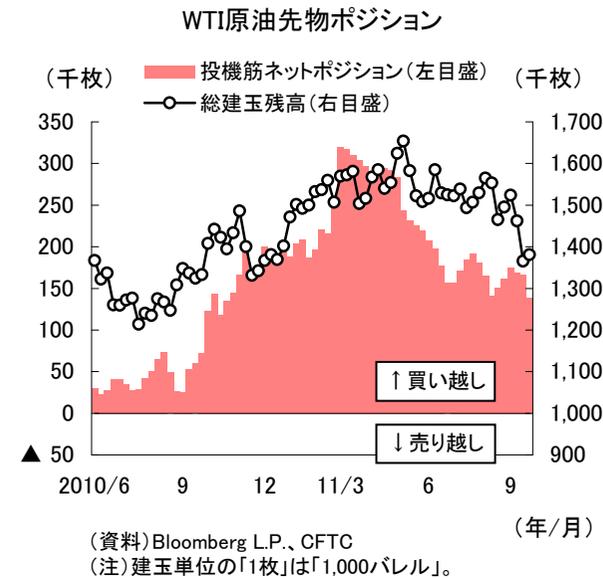
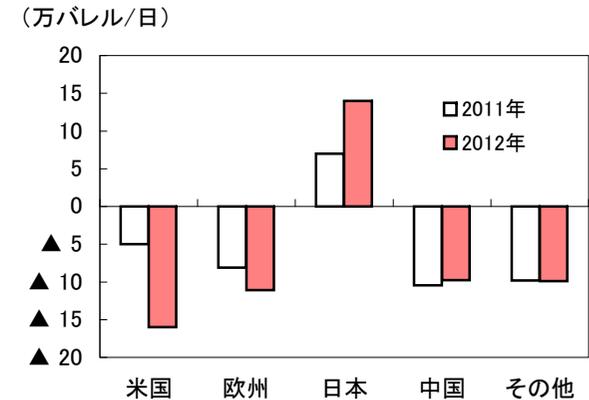
WTI先物は、欧州債務問題に対する根強い懸念や世界景気の先行き不透明感の強まりなどが価格を下押し。一方、新興国における需要拡大が価格下支えに作用。

供給面をみると、リビアの原油生産再開が価格下押し要因となる一方、原油価格の下落傾向を受けたOPEC産油国による減産観測が価格上押し要因に。

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。



IEAの原油需要見通し修正幅
(2011年9月見通しの7月対比変化幅)



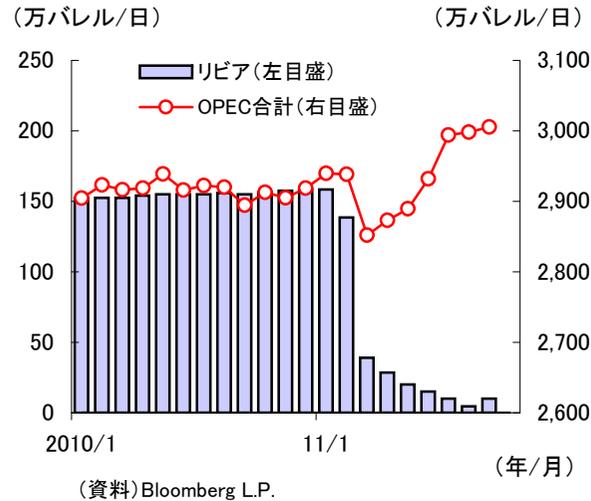
リビアの原油生産再開：先行きの生産水準に不透明感が強く、市場の反応は限定的

リビアでは、8月下旬にカダフィ政権が事実上崩壊。これを受け、内戦によりほぼ停止していた原油生産が9月10日に再開。

もともと、生産施設周辺の治安状況や関連設備の被害状況に不明な点が多く、生産量の本格回復時期をめぐり様々な見方が交錯。リビア関係者が短期間で回復を見込む一方、国際機関等では本格回復にはなお時間を要するとの見方が大勢。このため、カダフィ政権崩壊や原油生産再開に対する市場の反応は限定的。

なお、これまでリビアの内戦に伴う原油生産の落ち込み分は、サウジアラビアやクウェート、UAEなどの増産により補われてきた格好。今後、リビアの生産回復が進む場合、これらの国々の減産動向が焦点に。とりわけ、生産量の大きいサウジアラビアの生産動向が、原油市場の波乱要因となる可能性。

リビアおよびOPECの原油生産量



リビア原油生産をめぐる要人・国際機関等の見方

<楽観派>

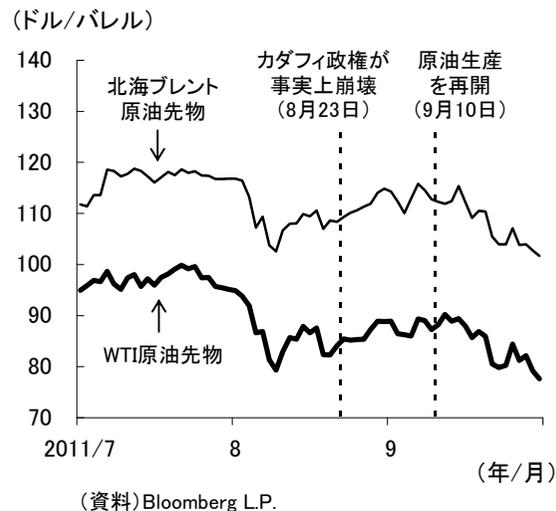
- ・2012年末までに内戦前の水準（日量160万バレル）に回復（リビア中央銀行当局者、9月15日）
- ・6ヵ月以内に日量80～100万バレルに回復（リビア国営石油会社・ベロウイン会長、9月14日）
- ・3ヵ月以内に日量60万バレル、1年以内に内戦前の水準に回復（リビア石油会社AGOCO、9月13日）
- ・6ヵ月以内に日量100万バレル、1年半以内に内戦前の水準へ回復（OPEC月報、9月12日）

<慎重派>

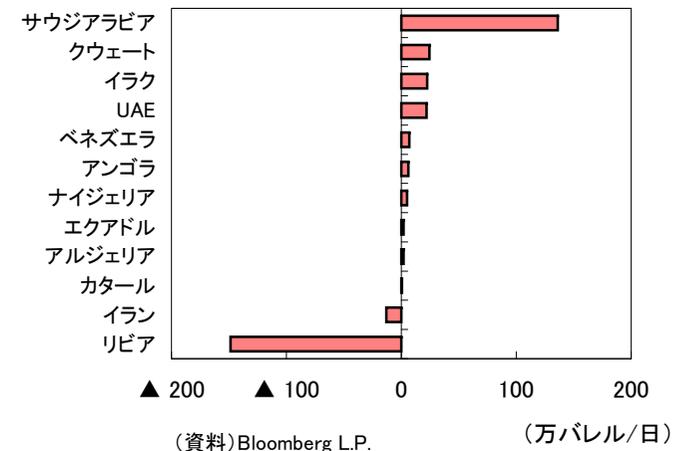
- ・2011年末までに日量35～40万バレル、12年末までに同110万バレルまで回復。内戦前の水準に戻るには2～3年が必要（IEA月報、9月13日）
- ・2012年末までに日量80万バレルへ回復（米EIA月報、9月7日）

(資料)各種報道等より日本総研作成

原油価格の推移



リビア内戦開始後のOPEC加盟国の原油生産量増減 (2011年1月から9月まで)



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)	F F 0/N	ユーロ3カ月	10年国債	N Y ダウ 工業株	ユーロ3カ月	10年国債
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
11/9	0.30	0.080	0.33	0.43	0.34	0.46	1.00	1.00	1.475	1.40	76.84	105.89	8695.42	0.08	0.31	1.96	11175.45	1.48	1.87

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。