

海外経済展望

2011年11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11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、下記までお願いいたします。

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11月)

1. 米国経済の現状：景況感の低迷が続くも実体経済には底堅さ

- ・足許の米国経済は、欧州の債務問題を受けた金融市場の混乱などを背景に企業・家計マインドが慎重化する一方、実体経済には底堅さ。企業部門では、日本の震災に伴う供給制約が解消されるなか、自動車を中心に生産が持ち直し。家計部門においても、雇用情勢の緩やかな改善が続くなか、個人消費が底堅く推移。

<2011年7～9月期実質GDP速報>

- ・2011年7～9月期実質GDPは前期比年率+2.5%と、2009年7～9月期以来の高い伸び。
- ・内訳をみると、個人消費の増勢加速に加え、設備投資の増加が成長率を押し上げ。

<企業部門>

- ・日本の震災に伴う供給網寸断が解消されるなか、自動車を中心に生産が持ち直し。
- ・自動車以外の業種においても、受注環境は改善傾向。企業の設備投資が堅調なことなどが背景に。

<雇用情勢>

- ・9月の非農業部門雇用者数は、前月差+10.3万人となり、月+10万人前後の増加ペースが持続。
- ・もっとも、失業率は9%台で高止まり。適当な職がみつからず不本意ながらパートタイムに従事する者が、足許で再び増加するなど、雇用情勢には依然として厳しさも。

2. トピックス

①家計のバランスシート調整

- ・家計の債務負担をみると、金利低下と債務圧縮を受け、債務返済額が可処分所得に占める割合は過去最低水準まで低下。低金利が続く限り、債務返済圧力が消費を一段と下押しする懸念は小。
- ・もっとも、家計の債務残高は依然として高水準。過剰債務を抱える状況下、新規の借入れは抑制された状態が持続。
- ・家計は可処分所得対比で15%前後の過剰債務を抱えていると試算。

家計の過剰債務が解消されるのは、債務削減が足許のペースで行われた場合、2014年半ば以降、債務削減が再び加速するケースでも2年程度を要する見込み。

②住宅ローンの借り換え支援

- ・オバマ大統領は、9月に打ち出した景気対策の議会審議が一向に進まないなか、住宅ローンの借り換え支援など、議会承認を必要としない景気支援策を発表。
- ・住宅ローンの借り換え支援では、2009年4月に導入された借り換え促進プログラム(HARP)の対象拡充・手数料負担軽減などを実施。より多くの世帯が金利低下の恩恵を受けられるようになると期待。
- ・もっとも、今回の支援策は、遅延なく返済を行なっている世帯が対象。住宅ローンの延滞率は高止まりしており、返済が困難な世帯に対する支援策の拡充も必要に。

3. 景気・金利見通し

<景気見通し：2%前後の緩やかな成長ペースが続く見通し。>

- ・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。
- ・もっとも、雇用・所得環境の改善が緩慢ななか、家計の過剰債務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%前後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、引き続き緩和政策スタンスを継続する見込み。
- ・長期金利は、景気底割れ懸念の後退に伴い、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。

7～9月期実質GDP成長率+2.5%、4四半期ぶりの高い伸びに。

<2011年7～9月期実質GDP速報>

10月27日発表の2011年7～9月期実質GDP（速報値）は前期比年率+2.5%と、2009年7～9月期以来の高い伸び。内訳をみると、個人消費の増勢加速（4～6月期：同+0.7%→7～9月期：+2.4%）に加え、設備投資の増加が成長率を押し上げ。

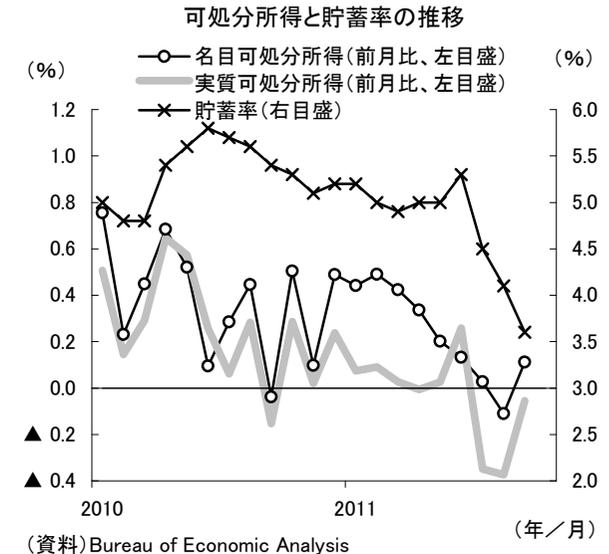
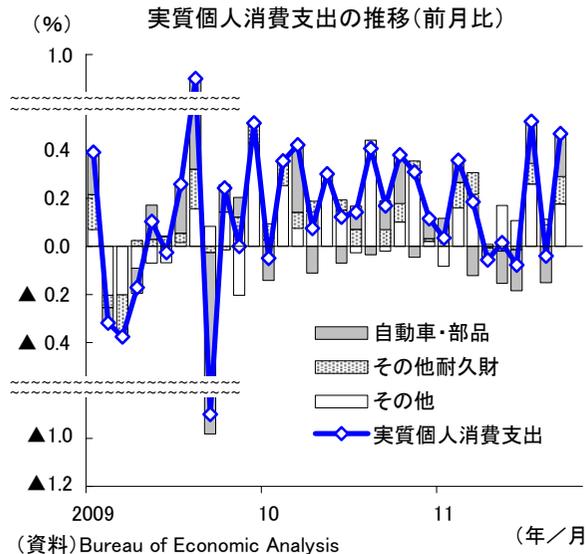
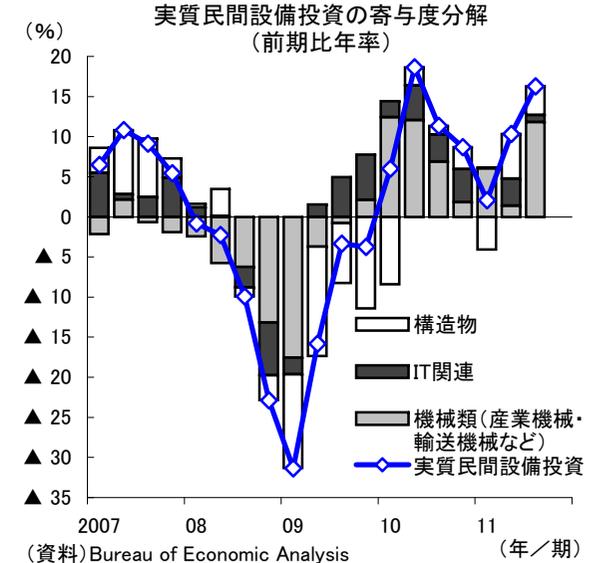
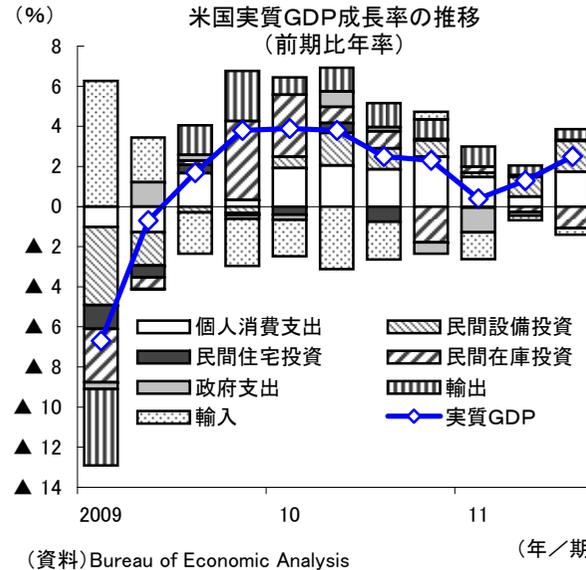
<設備投資>

7～9月期の実質民間設備投資は、前期比年率+16.3%。堅調な企業業績などを背景に、5四半期ぶりの高い伸び。産業機械・輸送機械など機械類への投資が大きく増加したほか、構築物への投資も2四半期連続で堅調な伸びに。

<個人消費>

9月の実質個人消費は前月比+0.5%と、7月に続き高い伸びを記録。自動車の購入が大きく増加したほか、電子製品など自動車以外の耐久財消費も堅調。

一方、可処分所得の伸びは大きく鈍化しており、物価変動の影響を除いた実質ベースでみると、3ヵ月連続で減少。家計は貯蓄の抑制・取り崩しにより消費を拡大しており、9月の貯蓄率は3.6%と2007年12月以来の低水準に。所得環境の顕著な改善がみられない限り、消費の拡大ペース維持は困難。



自動車を中心に企業の生産活動は持ち直しも、雇用情勢は厳しさが持続。

<企業部門>

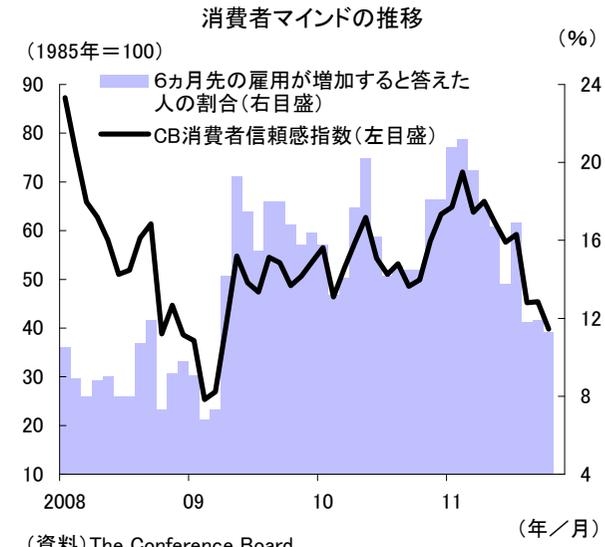
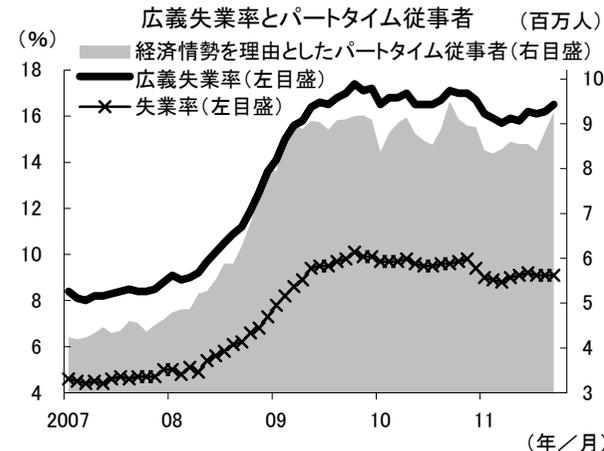
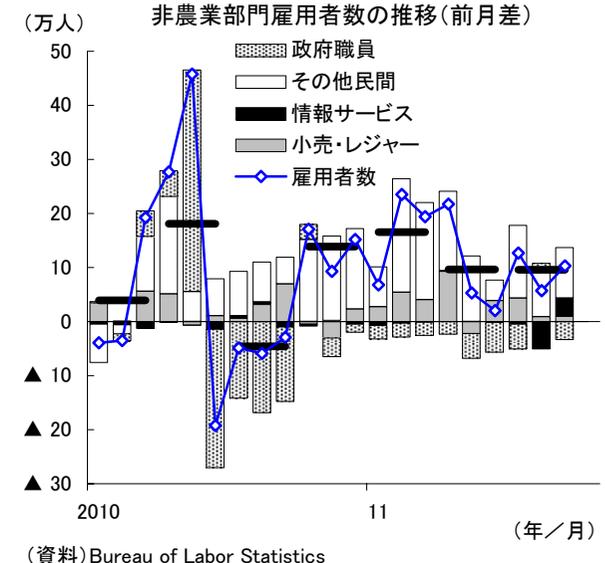
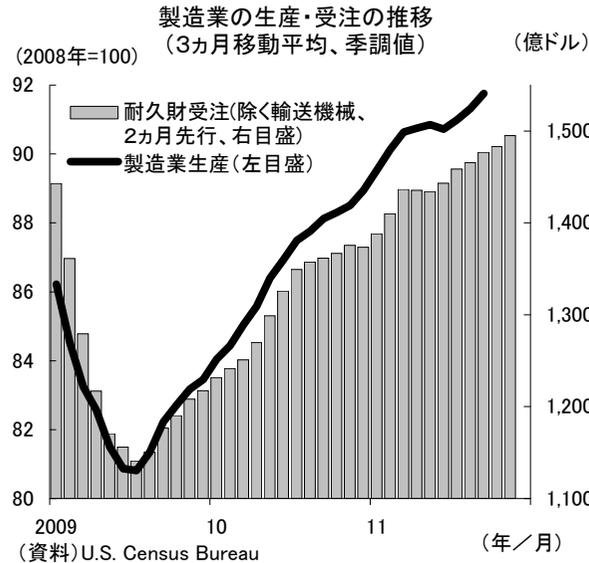
日本の震災に伴う供給網寸断が解消されるなか、自動車を中心に生産が持ち直し。自動車以外の業種においても、受注環境は改善傾向。企業の設備投資が堅調なことなどが背景。新興国向けを中心とした輸出減速の影響が懸念されるものの、生産は底堅さを維持する公算。

<雇用情勢>

9月の非農業部門雇用者数は、前月差+10.3万人となり、月+10万人前後の増加ペースが持続。雇用情勢は緩やかながらも改善傾向を維持。

もともと、9月の失業率は9.1%と、9%台で高止まり。適当な職が見つからず不本意ながらパートタイムに従事する者が、足許で再び増加するなど、雇用情勢は依然として厳しさが持続。求職意欲喪失者などを含めた広義失業率は、2010年12月以来となる16.5%に上昇。

消費者マインドも低迷が持続。10月のカンファレンスボード消費者信頼感指数は39.8と、2009年3月以来の低水準に。欧州の債務問題を背景とした金融市場の混乱はやや沈静化しつつあるものの、先行きの雇用に対する不安がマインドの下押しに作用。



(注1) 広義失業率=(完全失業者+縁辺労働者+経済情勢を理由としたパートタイム従事者)/(労働力人口+縁辺労働者)
 (注2) 縁辺労働者:今の景気などを理由に適当な職がなく職探しを断念した者(求職意欲喪失者)のほか、家事育児のため就業継続が困難な者。

家計の債務負担は大きく低下も、過剰債務の解消にはなお時間を要する公算。

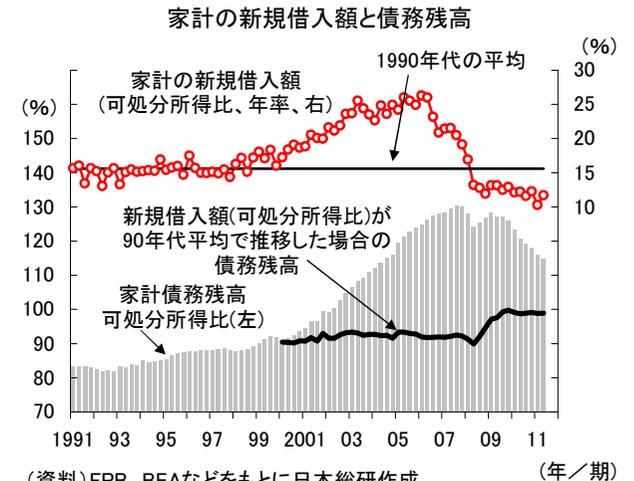
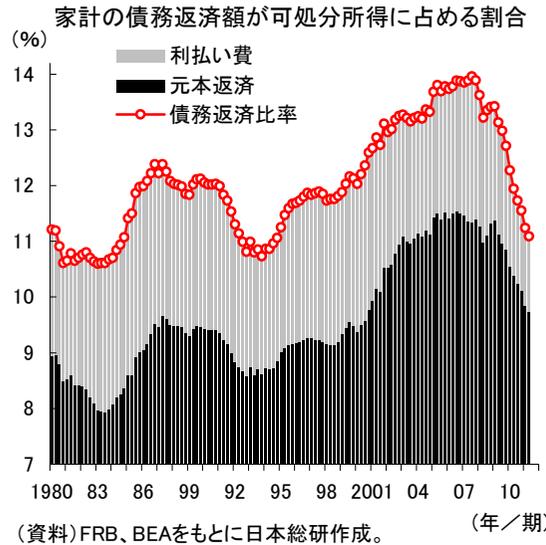
家計の債務負担をみると、債務返済額が可処分所得に占める割合は、約17年ぶりの水準まで低下。債務圧縮の進展に加え、歴史的な低金利のもとで借り換えが進んだことなどが背景。低金利が維持される限り、債務返済圧力が消費を一段と下押しする懸念は小。

もっとも、債務残高の対可処分所得比は114.7%と高水準。家計は依然として過剰債務を抱える状況にあり、新規の借り入れは抑制された状態が持続。

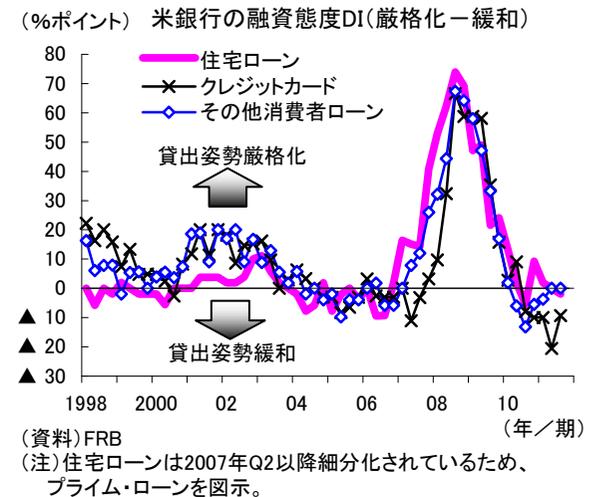
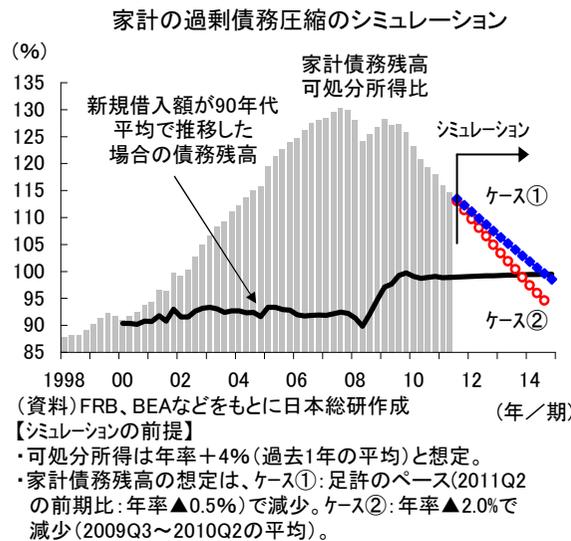
ちなみに、家計の新規借入額の対可処分所得比が90年代にかけて概ね16%前後で安定していたことを踏まえると、家計は可処分所得対比で15%前後の過剰債務を抱えていると試算(※)。家計の過剰債務が解消されるのは、債務削減が足許のペースで行われた場合、2014年半ば以降、債務削減が再び加速するケースでも2年程度を要する見込み。

一方、金融機関の融資態度をみると、貸出姿勢の厳格化に歯止めがかかりつつあるものの、住宅ローンを中心に貸出姿勢緩和の動きは限定的。借り入れを伴う消費、住宅購入の力強い回復には、なお時間を要する公算。

(※) 90年代の平均ペースで新規借入が行われていた場合、11年6月末時点での債務残高は、対可処分所得比で99.1%。



(注1) 新規借入額は債務純増額、元本返済額、償却額(償却率から推計)をもとに試算。
(注2) 新規借入額(可処分所得比)が90年代の平均(15.9%)で推移した場合の債務残高は、債務返済額(債務残高比)が90年代後半の平均、償却率が90年代平均で推移すると仮定。

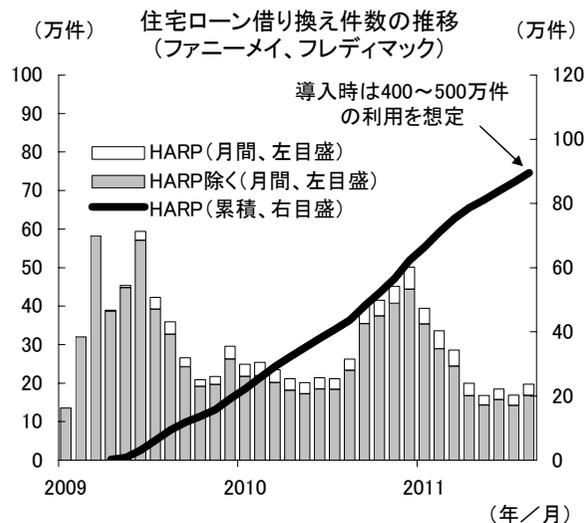


住宅ローンの借り換え支援など、議会承認を必要としない景気支援策を発表。

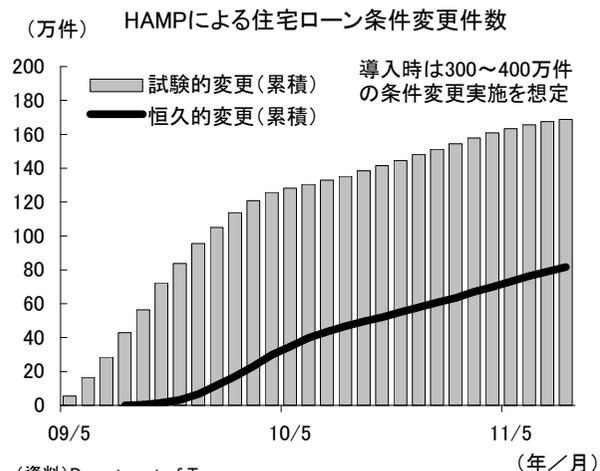
オバマ大統領が9月に打ち出した景気対策は、共和党の強い反発により、議会審議が一向に進まず。こうしたなか、大統領は、住宅ローンの借り換え支援や学資ローンの返済緩和など、議会承認を必要としない景気支援策を発表。

住宅ローンの借り換え支援では、2009年4月に導入された借り換え促進プログラム（HARP）を拡充。HARPは、ローン残高が住宅の資産価値を上回る世帯を中心に、借り換えが困難な世帯を対象とした制度。もっとも、ローン残高の上限が住宅価値の125%に設定され、資産価値を上回るローンを保有する世帯のうち半分近くが対象外となっていたため、利用が進まず。今回の制度変更では、こうした上限の撤廃や借り換え手数料の軽減により、より多くの世帯が金利低下の恩恵を受けられるようになると期待。

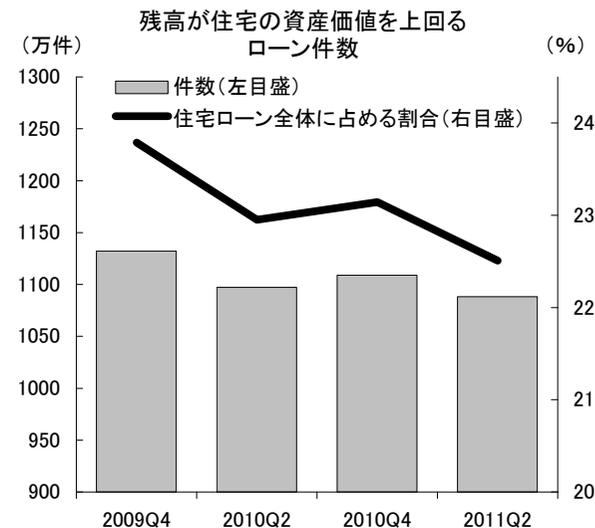
もっとも、今回の支援策は、遅延なく返済を行なっている世帯が対象。返済が滞っている世帯に対しては、住宅ローンの条件変更促進プログラム（HAMP）が実施されているものの、基準が厳しいこともあり、恒久的な条件変更に至ったケースは限定的。住宅ローンの延滞率は高止まりしており、こうした返済が困難な世帯に対する支援策の拡充も必要に。



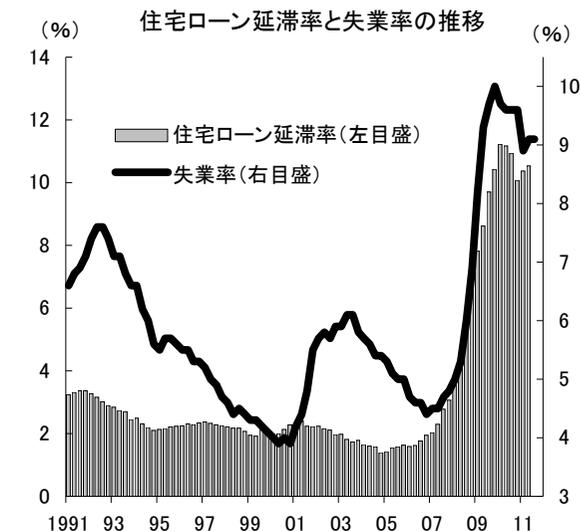
(資料) FHFA
(注) HARPは2009年4月以降実施。



(資料) Department of Treasury
(注1) HAMP (Home Affordable Modification Program): 住宅ローンを支払可能な条件へ変更するため、政府が促進するプログラム (09年4月より実施)。
(注2) 恒久変更に移行するには、3ヵ月~5ヵ月の試験的変更期間中に、遅滞なくローンの支払を行い、かつ必要な書類を作成することが条件。



(資料) First American Corelogic



(資料) MBA, Bureau of Labor Statistics

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年11月

2%前後の緩やかな成長ペースが続く見通し。

<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。

もともと、雇用・所得環境の改善が緩慢ななか、家計の過剰債務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%前後の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、景気底割れ懸念の後退に伴い、レンジをやや切り上げる見込み。もともと、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)

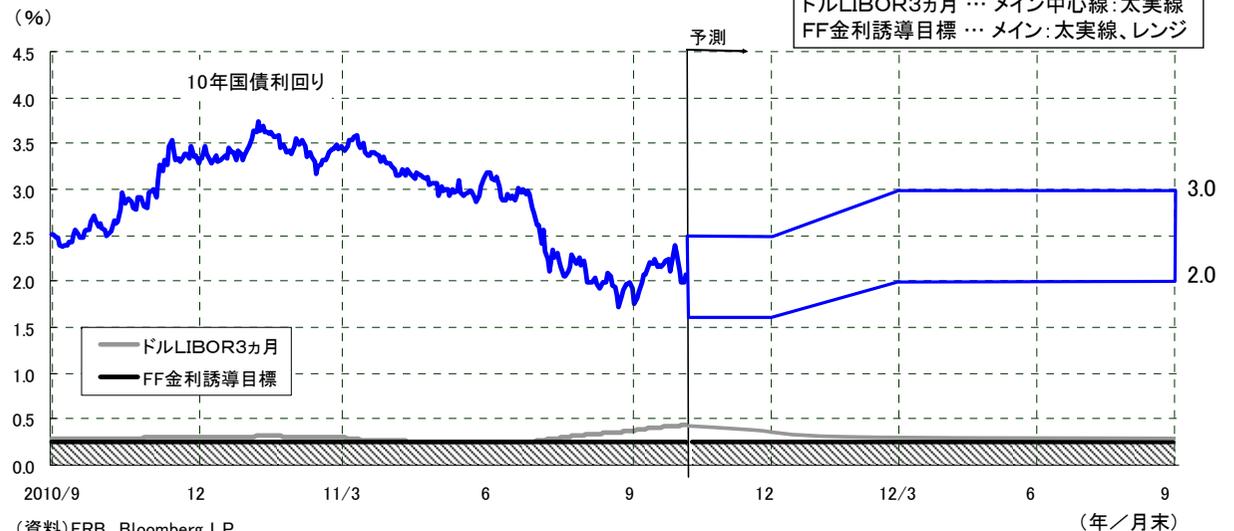
	2011年				2012年			2010年	2011年	2012年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	0.4	1.3	2.5	2.1	1.7	2.0	2.0	3.0	1.8	2.0
個人消費	2.1	0.7	2.4	2.3	1.6	2.0	2.0	2.0	2.3	1.9
住宅投資	▲2.4	4.2	2.4	2.1	2.3	2.6	2.8	▲4.3	▲1.8	2.5
設備投資	2.1	10.3	16.3	9.2	2.4	6.2	6.3	4.4	9.2	7.3
在庫投資	0.3	▲0.3	▲1.1	▲0.2	0.3	0.1	0.0	1.6	▲0.3	▲0.1
政府支出	▲5.9	▲0.9	0.0	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.3	0.7	▲1.9	▲0.4
純輸出	▲0.3	0.2	0.2	▲0.2	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.5	0.0	▲0.0
輸出	7.9	3.6	4.0	4.6	5.6	5.7	6.2	11.3	6.7	5.2
輸入	8.3	1.4	1.9	5.2	4.5	5.4	5.6	12.5	5.1	4.5
実質最終需要	0.0	1.6	3.6	2.3	1.4	2.0	2.0	1.4	2.2	2.1
消費者物価	2.1	3.4	3.8	3.4	2.5	2.2	1.8	1.6	3.2	2.1
除く食料・エネルギー	1.1	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	1.0	1.6	1.6

(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。

予測 →

米国金利見通し



バーナンキ議長は追加緩和の可能性に言及も、バランスシートの拡大には高いハードル。

FEDは11月1、2日のFOMCで、現行の金融政策（0.00～0.25%の政策金利、保有証券の平均残存期間の延長）の維持を決定。景気の現状判断については、上方修正。声明では、「景気回復が7～9月期にかけてやや力強さを増した」との認識を示した上で、個人消費の拡大ペースが加速したことを指摘。一方、景気の先行きについては、「緩やかな景気回復ペースが続く」との従来の見方を維持。

今回のFOMCでは、追加金融緩和の実施は見送られたものの、FOMC後の記者会見でバーナンキ議長は「適切であれば追加緩和の用意がある」と発言。「MBSの買い入れは実行可能な選択肢」など、具体的な手段についても言及。住宅市場の緩慢な回復に対する懸念を強めており、景気回復ペースの加速には住宅セクターの改善が必要との認識。

もっとも、MBS購入の再実施といったバランスシートの拡大を伴う措置は、ドル安や資源価格の上昇につながるリスクも大。足許の物価動向をみると、コアPCEデフレーター伸びは前年比1%台半ばから後半で推移。ドル安に伴う輸入物価の上昇などがインフレ率の押し上げ要因に。バランスシート拡大を伴う緩和策の実施には、高いハードルがあると判断。

FOMC声明(要旨)

今回(11月1、2日)		前回(9月20、21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7～9月期にやや力強さを増した。 労働市場は引き続き弱い。個人消費は、ここ数カ月、拡大ペースがやや加速した。 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。 今後数四半期にわたり緩やかな景気回復ペースを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"> 景気回復は依然として緩慢。 労働市場は引き続き弱く。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。
<ul style="list-style-type: none"> 9月のFOMCで発表した「保有証券の平均残存期間延長」、「MBS、政府機関債の償還資金をMBSへ再投資」という政策を継続。 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"> 短期国債の売却・長期国債の購入により、保有証券の平均残存期間を延長。MBS、政府機関債の償還資金はMBSに再投資する。 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。

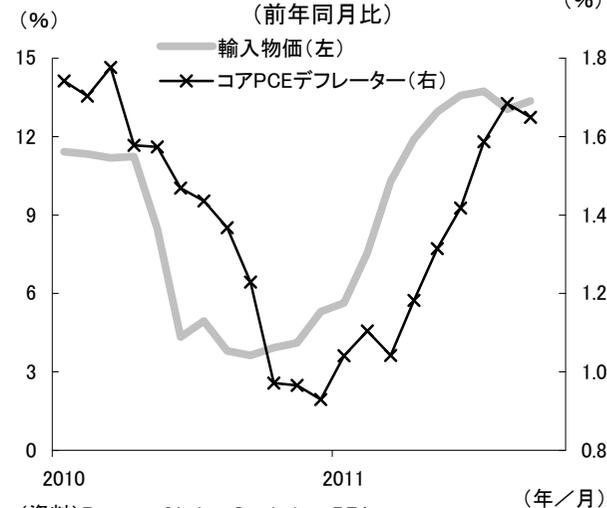
(資料)FRBを基に日本総研作成

FOMC後の記者会見でのバーナンキ議長の発言

- ※ 7～9月期は消費支出が強まり、企業の設備投資も堅調。今後、数四半期は緩やかな経済成長が続く見込み。
- ※ 中期的な経済見通しを再び下方修正した。金融システムの改善や住宅市場の回復に予想以上に時間がかかり、家計の債務圧縮など他の要因と重なり景気回復を遅らせている。
- ※ 景気回復ペースは苛立たしいほど緩慢である公算大。失業率は2014年においても正常な水準を上回る見込み。
- ※ 適切であれば追加の金融緩和策の用意がある。
- ※ 住宅市場の問題が経済が速やかに回復しない大きな理由。
- ※ MBSの買い入れは実行可能な選択肢。
- ※ 政策金利の決定を経済状況や時期と結びつける手段も、興味深い選択肢。

(資料)各種報道をもとに日本総研作成。

輸入物価とコアPCEデフレーター推移 (前年同月比) (%)



(資料)Bureau of Labor Statistics、BEA

欧州経済概説（2011年11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。

- ・ユーロ圏の輸出は頭打ち。背景は、米英景気の減速感の強まりと、新興国景気の拡大ペース鈍化。
- ・債務問題の深刻化を受け、企業マインドが急速に悪化。ドイツでは先行き景況感の悪化に伴い、設備投資も増勢鈍化の公算。
- ・債務問題は欧州金融セクターの貸出態度を厳格化させ、設備投資や住宅投資を抑制する見込み。とりわけフランスでは、住宅価格が低下に転じ、個人消費も弱含むリスク。

【欧州債務問題「包括戦略」合意】

- ・10月27日未明、ユーロ圏首脳は欧州債務問題に対する「包括戦略」に合意。①民間投資家の持つギリシャ国債の50%へアカット、②銀行の中核的自己資本比率9%への増強、③EFSFの実質支援能力拡大、の三本柱。
- ・もっとも、欧州銀の資本増強が信用収縮を招くリスク、EFSFの支援能力がイタリア・スペインへの信用不安波及を防ぐには力不足である懸念、などが残存。
- ・実際、イタリア・スペイン国債利回りは高止まり。ドイツはEFSF拡大後のECBによる国債買い入れに反対しており、予断を許さない状況が持続。

【景気の見通し】

- ・ユーロ圏景気は、輸出が頭打ちとなるなか、①緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題深刻化を受けたマインド慎重化、等を背景に域内需要が低迷し、低成長が長期化。信用不安に伴う景気下押し効果が顕在化する2012年初には一時的にマイナス成長となる見通し。

2. ユーロ圏金利見通し

【金融政策・長期金利】

- ・ECBは、ドラギ新総裁就任後も、債務問題に対しては国債買い入れ策等で対応しつつ、政策金利は、インフレ率の上昇を受け、当面現行水準で維持する見込み。その後、景気の低迷が長引き、インフレ率の上昇一服が確認される来年初には利下げに転じる公算。

- ・独10年国債利回りは、欧州債務問題の長期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、欧州財政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7～9月期実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と増勢が加速。前期の東日本大震災に伴うサプライチェーン寸断等の反動により、サービス業・製造業が持ち直したことが主因。

- ・一方、建設業は前期比マイナス。製造業による建設投資・住宅投資が減少。製造業による建設投資の減少は、米欧の景気減速・新興国の景気拡大ペースの鈍化を受けた輸出の鈍化が背景。
- ・住宅投資の減少の背景として、雇用・所得環境の悪化。さらに金融機関が住宅向け与信を減らせば、住宅価格は軟調な推移が続く見込み。
- ・住宅価格の下落は、貯蓄率の高止まりを通じて個人消費の低迷を長期化させるリスク。

【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年初にかけては、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などが金利を押し上げるリスクも。

輸出の頭打ち、企業・消費者マインドの冷え込みにより景気低迷が長期化。

<企業部門>

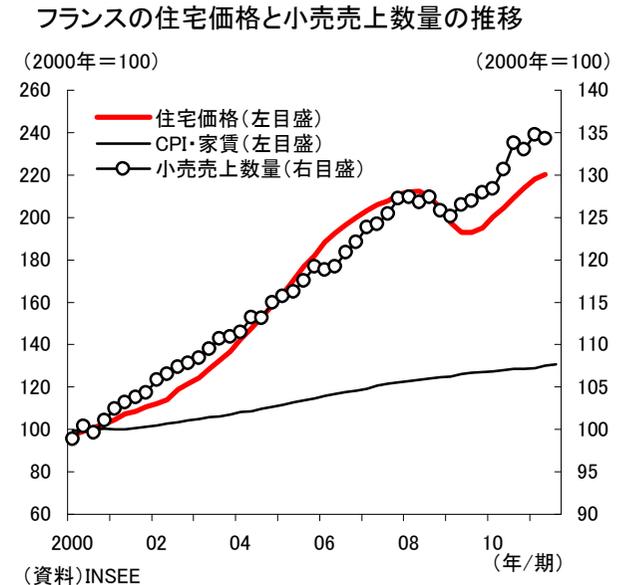
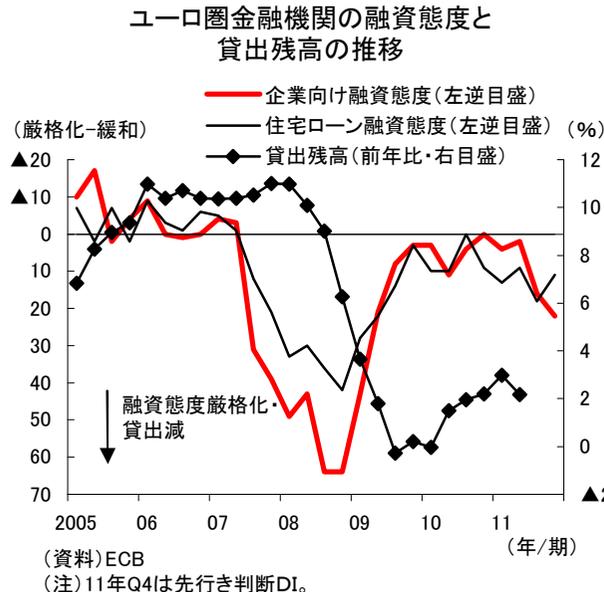
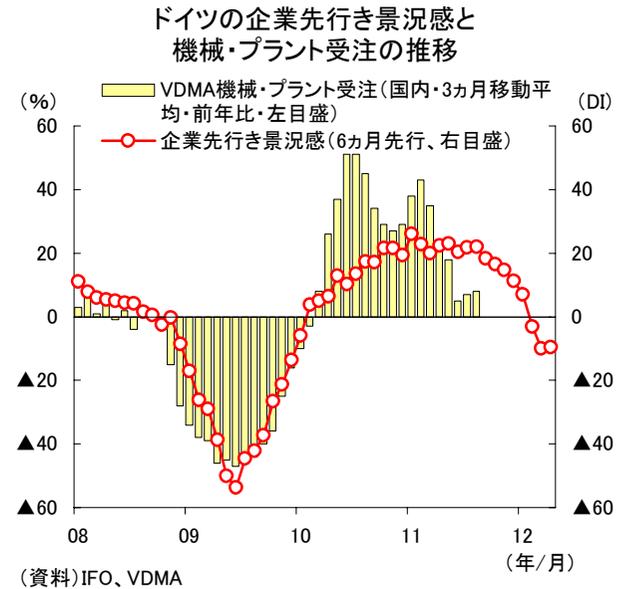
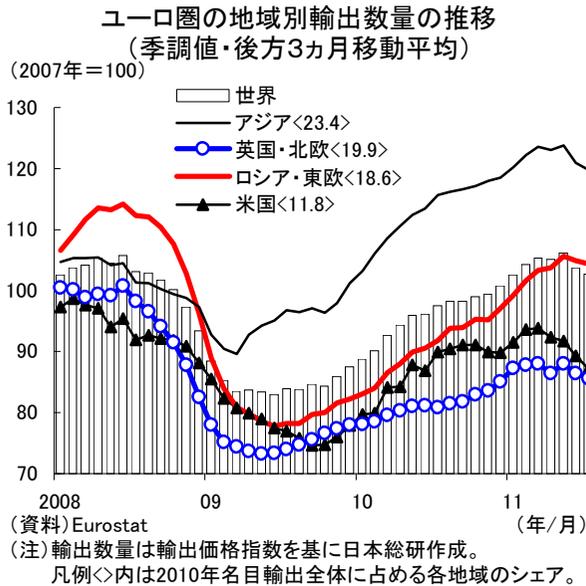
ユーロ圏の輸出は頭打ち。米英景気の減速、新興国景気の拡大ペースの鈍化が背景。米国での雇用・所得環境改善の遅れ、新興国でのインフレ等を勘案すれば、景気の牽引役となってきた外需の再加速は当面期待しづらい状況。

輸出の頭打ちに加え、欧州債務問題の深刻化を背景に、足許では企業マインドが急速に悪化。ドイツの企業先行き景況感^(DI)は3ヵ月連続で好不況の分かれ目となる0を下回っており、設備投資も今後頭打ちとなる公算大。

ユーロ圏の設備投資環境は、金融セクターからの下押し圧力も強まっている状況。欧州債務問題の深刻化を受け、金融機関の資本制約が厳しくなるなか、貸出態度は厳格化の方向。今後貸出抑制が本格化すれば、設備投資は減少が避けられない見込み。

<家計部門>

フランスでは低金利や政府の優遇税制を背景に住宅価格が上昇。もっとも、緊縮財政や銀行の貸出態度厳格化に伴い、今後住宅価格が下落に転じれば個人消費が冷え込む可能性。欧州全域で消費者マインドが悪化するなか、域内需要の低迷を深刻化させる恐れ。



債務問題「包括戦略」合意も、抜本解決には力不足。

10月26～27日未明にかけてのユーロ圏首脳会議において、欧州債務問題に対する「包括戦略」が合意に達し、ギリシャの突発的デフォルト回避には一応の目処。

「包括戦略」では、民間投資家の持つギリシャ国債について、損失負担割合を額面の50%へ引き上げ、さらに銀行に中核的自己資本比率を9%以上へ増強することを要請。これに伴い、EBAは1,000～1,100億ユーロの資本増強が必要と試算しているものの、ドイツ国債等の含み益を除けば、最大2,200億ユーロの資本増強が必要になる可能性。銀行が公的資金注入を避けるため、分子の資本積み増しに加え、分母の資産縮小に動き、信用収縮に繋がるリスク。

また、重債務国の国債買い支え、銀行の資本増強支援策として、EFSFの実質支援能力の拡大も決定。4,400億ユーロから既に用途が確定的な1,700億ユーロを除いた2,700億ユーロを原資に、①イタリア・スペイン国債の一部保証、②特別目的事業体(SPV)の設立、等により外部資金を呼び込み、実質的な支援能力を1兆ユーロにまで拡大。もっとも、イタリア・スペイン国債を買い支えるには力不足。

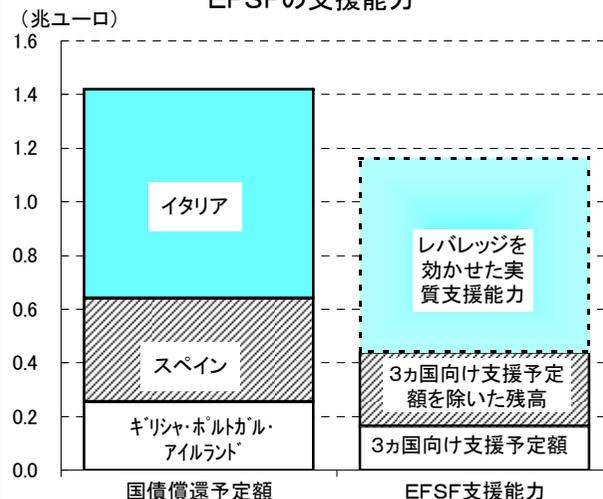
こうしたなか、イタリア・スペインの長期金利は上昇。ドラギECB新総裁は国債買い入れ拡大に慎重な姿勢を示したほか、ドイツはEFSF拡大後のECBによる買い入れに反対しており、「最後の貸し手」不在の状況が持続。

欧州債務問題「包括戦略」合意の概要

ギリシャ支援策
民間投資家のもつギリシャ国債の額面50%のヘアカットでIIFと合意。これにより、2020年の公的債務を名目GDP比120%まで縮小。
銀行資本増強
銀行の中核的自己資本(コアTier1)比率を9%まで増強。各行は市場で自力で資本調達を目指し、不足する場合は各国が公的資金注入、さらに不足する場合はEFSFが資本注入する。
EFSFの支援能力拡大
現在の4,400億ユーロの資金のうち、アイルランド・ポルトガル・ギリシャへの支援で使用される予定額を除いた2,000～2,500億ユーロを原資に、レバレッジを効かせ、1兆ユーロ程度まで実質的な支援能力を拡大。 レバレッジ案① イタリア・スペイン国債の一部を保証し、投資家の購入を促進。 レバレッジ案② 特別目的事業体(SPV)を設立し、外部資金を呼び込んだ上で国債買い支えや融資、資本注入を行う。

(資料) 欧州議会

欧州重債務国の2014年末までの国債元利払いとEFSFの支援能力

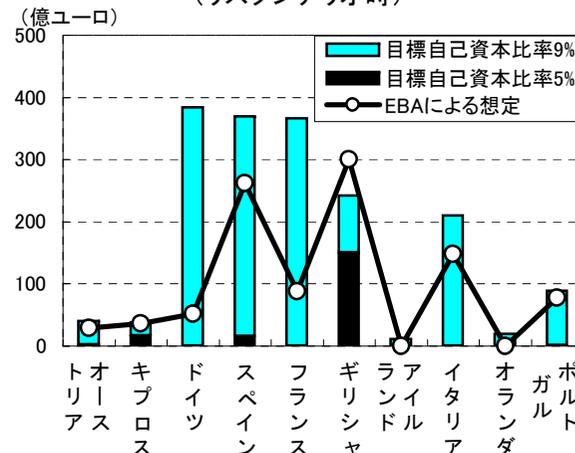


(資料) 欧州議会、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

(注) 2011年10月末時点。短期債の借り換えは除く。

図中「3カ国」とはギリシャ・ポルトガル・アイルランド。そのうち、ギリシャ支援計画は、ギリシャへの融資、銀行セクターへの資本注入、担保用債権の発行の総額。

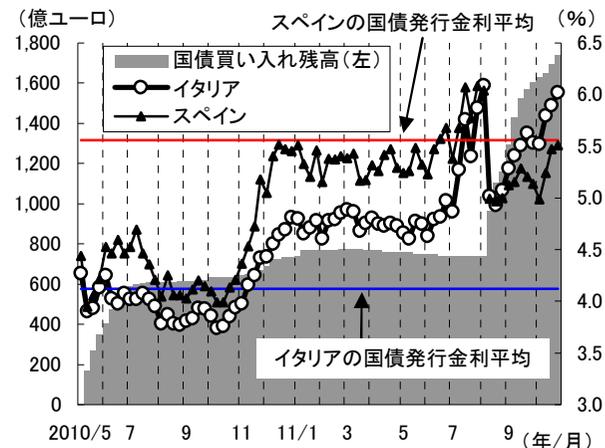
各国ストレステスト対象行の必要増資額 (リスクシナリオ時)



(資料) EBA「2011年ストレステスト」を基に日本総研作成

(注) ギリシャ国債のヘアカット率を50%と仮定。その他の条件はEBAのリスクシナリオと同様。

スペイン・イタリア10年債利回りとECBの国債買い入れ残高の推移(週次)



(資料) ECB

(注) 国債発行金利平均は2014年までに償還予定の国債の支払い利息を発行残高で除して算出。

7～9月期実質GDP成長率は加速したものの、住宅市場に懸念。

英国の7～9月期実質GDPは、前期比年率+2.1%と、前期(+0.4%)から増勢が加速。ロイヤル・ウェディングに伴う操業停止や、東日本大震災のサプライチェーン寸断があった前期の反動により、サービス業・鉱工業が持ち直したことが主因。

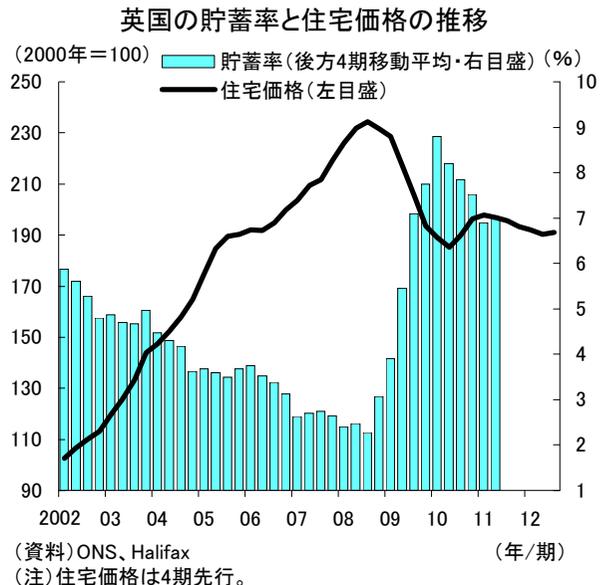
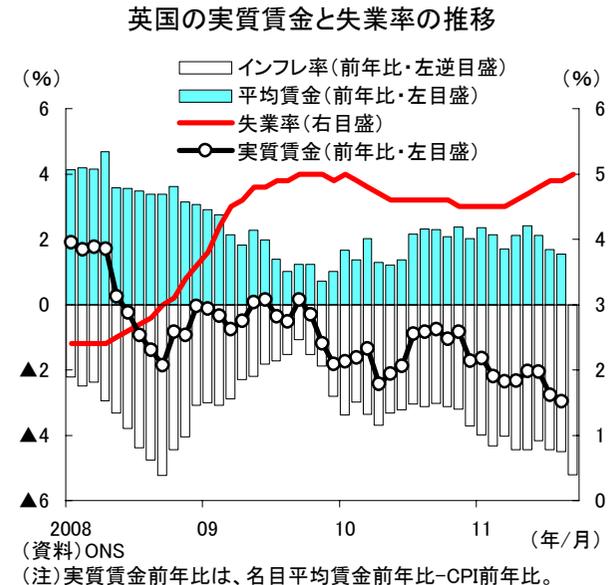
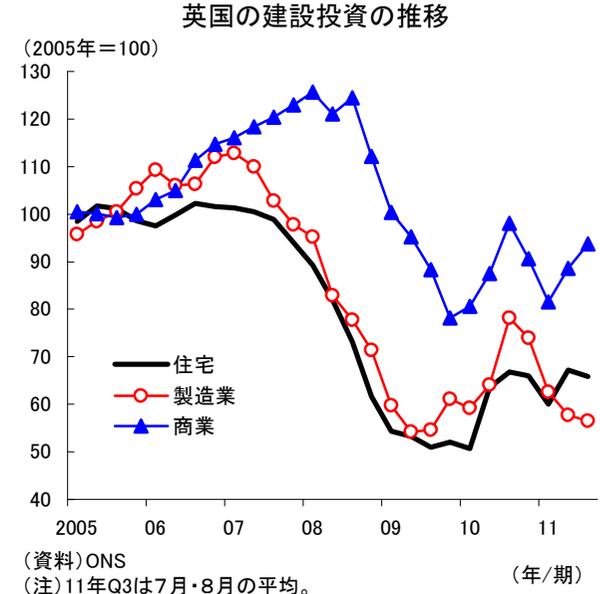
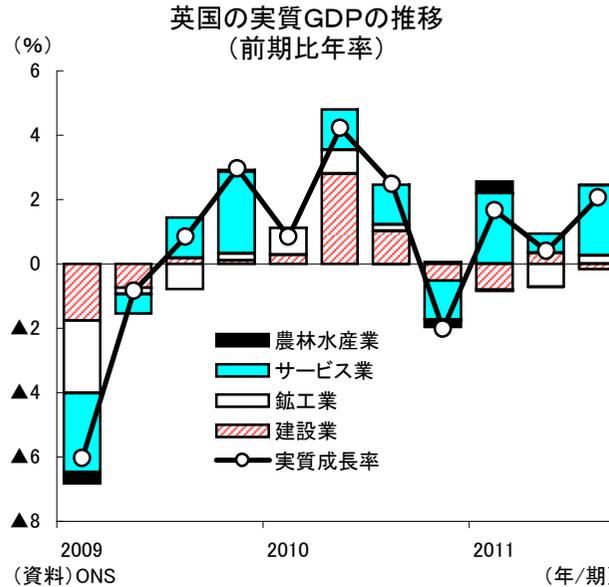
一方、建設業は前期比小幅マイナス。商業セクターによる建設投資は持ち直しているものの、製造業による建設投資・住宅投資が減少。

製造業による建設投資の減少は、米欧の景気低迷・新興国の景気減速を受けた輸出の鈍化が背景。

住宅投資については、9月の失業率が5.0%に上昇したほか、インフレ率の上昇により実質賃金の減少も加速するなど、雇用・所得環境の悪化が下押しに作用。

さらに、欧州債務問題の深刻化を契機に、金融機関が住宅向け与信を減らす懸念も高まっており、住宅価格は今後も軟調に推移する公算。

住宅価格の下落は消費者マインドを下押しし、貯蓄率の高止まりを招来。このため、個人消費の低迷が長期化する見通し。



緊縮財政、企業・消費者マインドの悪化に伴う内需低迷を主因に低迷長期化。

ユーロ圏景気は、輸出が頭打ちとなるなか、①緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題深刻化を受けたマインド慎重化、等を背景に域内需要が低迷し、低成長が長期化。信用不安に伴う景気下押し効果が顕在化する2012年初には一時的にマイナス成長となる見通し。

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、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年初にかけては、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%台後半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			2011年	2012年
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(予測)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	1.1	3.1	0.7	0.6	0.5	▲ 0.4	0.6	0.9	1.7	0.4	
	消費者物価指数	2.0	2.5	2.8	2.7	2.9	2.5	2.1	1.8	2.7	2.0	
ドイツ	実質GDP	1.9	5.5	0.5	1.7	0.7	0.4	0.8	1.3	2.9	0.9	
	消費者物価指数	1.6	2.1	2.5	2.7	2.6	2.1	1.9	1.8	2.5	1.9	
フランス	実質GDP	1.3	3.7	0.0	0.9	0.2	▲ 1.1	0.9	1.2	1.6	0.3	
	消費者物価指数	1.9	2.0	2.2	2.3	2.2	2.1	1.8	1.6	2.2	1.7	
英国	実質GDP	▲ 2.0	1.6	0.4	2.1	0.4	▲ 0.0	0.6	0.5	0.9	0.6	
	消費者物価指数	3.4	4.2	4.4	4.7	4.7	3.1	2.8	2.5	4.5	2.7	

→ (予測)

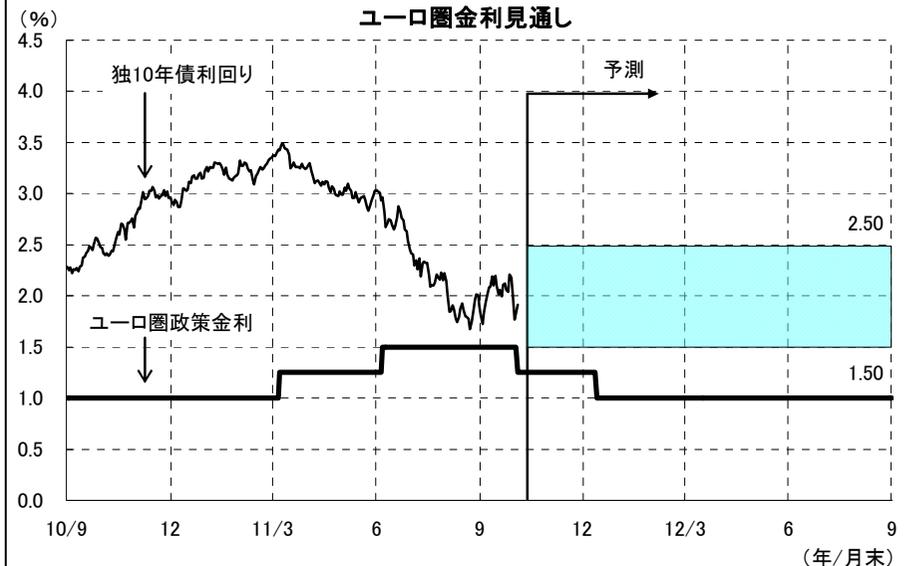
ECBは利下げに転換。債務問題深刻化に伴う、景気下振れリスク上昇が背景。

ECBは、11月3日の理事会において、0.25%の政策金利引き下げを決定。ドラギ新総裁は、欧州債務問題の深刻化を背景に、景気の下振れリスクが高まっていると判断。今後は、景気見通しの下方修正を経て、追加利下げに踏み切る見通し。

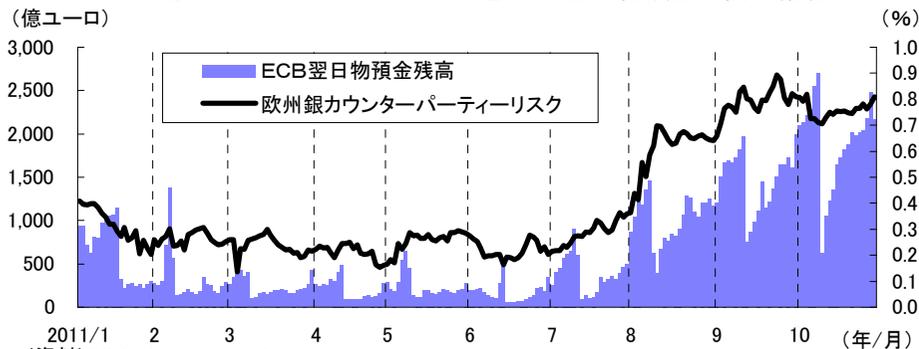
独10年国債利回りは、欧州債務問題の長期化を受けた安全資産選好の強まりにより、当面低水準で推移。その後も、緊縮財政等による成長ペース鈍化が金利抑制に作用。一方で、欧州財政問題に伴うドイツの負担増への懸念が金利を押し上げるリスクも。

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継続する見通し。

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などが金利を押し上げるリスクも。



欧州銀カウンターパーティーリスクとECB翌日物預金残高の推移

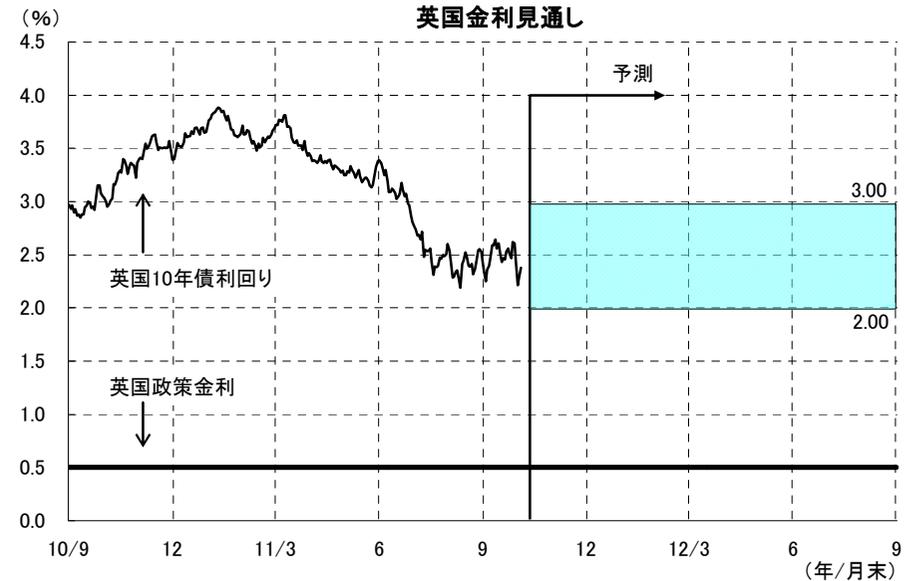


(資料) ECB、Bloomberg L.P.

(注)カウンターパーティーリスクは3カ月物銀行間金利-翌日物金利スワップ(3カ月物)。

<欧州銀行信用リスク>

欧州債務問題「包括戦略」合意後も銀行間の信用不安は残存。欧州銀行間金利は高止まり。欧州銀からECBへの翌日物預金残高も高水準で推移し、銀行間融資が軟調。



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>

10月のWTI先物は、欧州債務危機の深刻化懸念などから、月初に約1年ぶりとなる70ドル台半ばまで急落。もっとも、その後は、欧州債務問題解決に向けた取り組みへの期待や米景気指標の改善、原油在庫の減少などを背景に上昇。月下旬には、約2ヵ月半ぶりに90ドル台を回復。

なお、先物市場では、原油価格が90ドル台に乗せた24日以降、期近物価格が期先物価格を上回る状況に。この間、期先物価格の動きは相対的に小さく、期近物市場でやや過熱感が強まっていることを示唆。

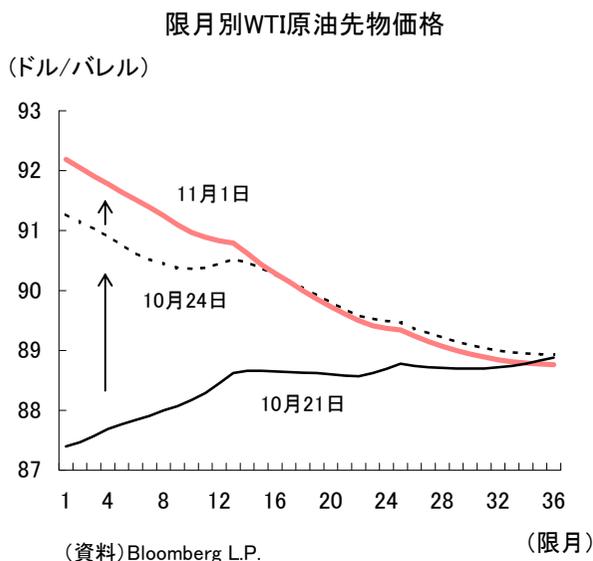
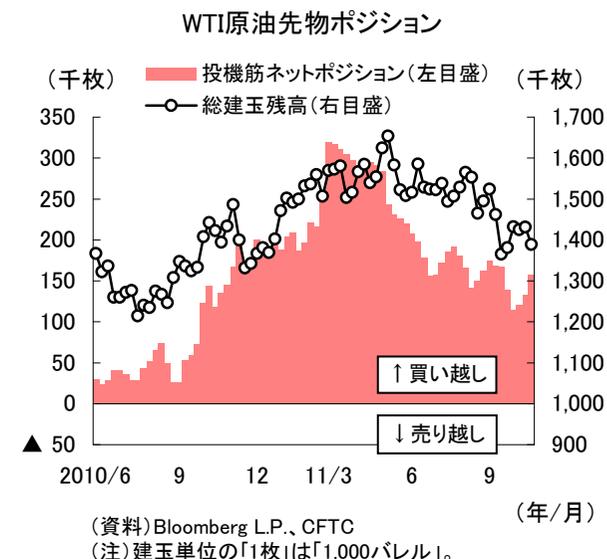
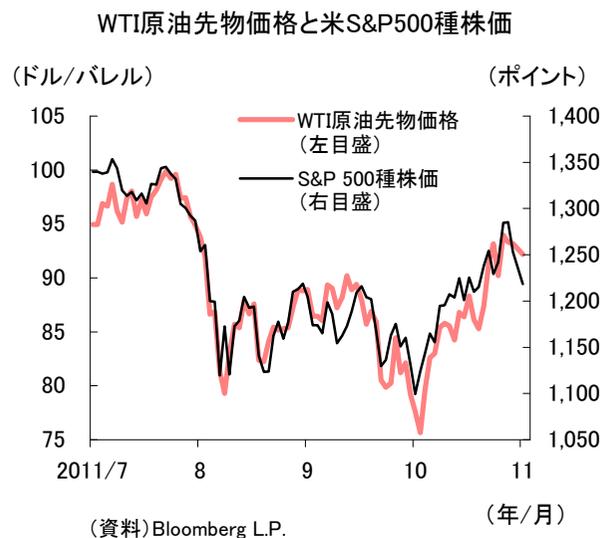
<投机筋・投机資金の動向>

投机筋の買いポジションは、10月初めに大きく減少したものの、月下旬にかけて増加。欧州での危機対応策進展に伴い、リスク回避の動きにやや一服感。

<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。



米国原油在庫：足元で減少傾向も、在庫調整はほぼ完了。

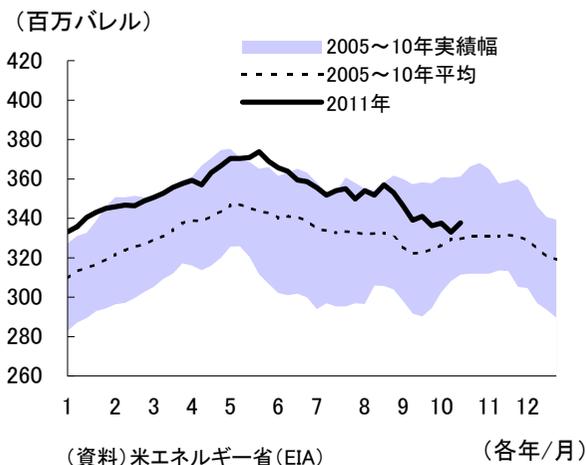
米国の原油在庫は、夏場にかけて高水準での推移が続いていたものの、足元で例年並みの水準まで減少。例年、ドライブシーズンが終了する9月半ば以降在庫が増加する傾向があることから、予想に反した在庫の減少が、原油価格上昇に作用。

今局面の原油在庫の減少は、石油製品需要の増加によるものではなく、需要低迷に伴う原油生産・輸入の抑制によるもの。

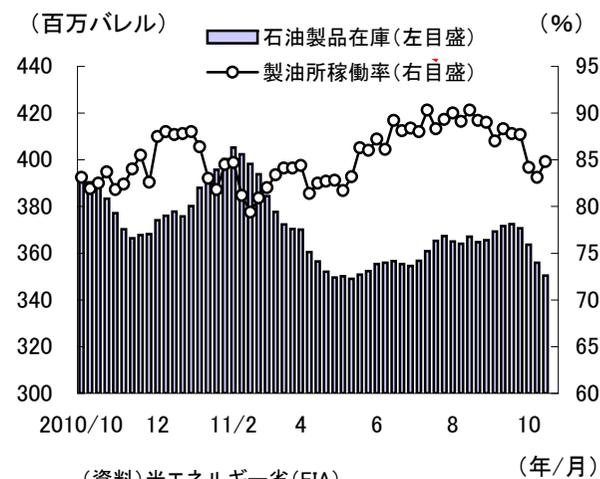
実際に、9月下旬以降、製油所稼働率が低下傾向にあるほか、石油製品在庫も減少傾向で推移。また、石油製品出荷は今春以降の原油価格の下落にもかかわらず、低調な動きが持続。とりわけ、ガソリン出荷は前年を下回る推移が長期化。

もっとも、原油の在庫率をみると、すでに本年1月以来の水準まで低下。在庫調整は相当程度進んでいるものとみられ、今後需要が持ち直せば、在庫水準の低さが需給逼迫感を招き、原油価格上昇圧力となる可能性。

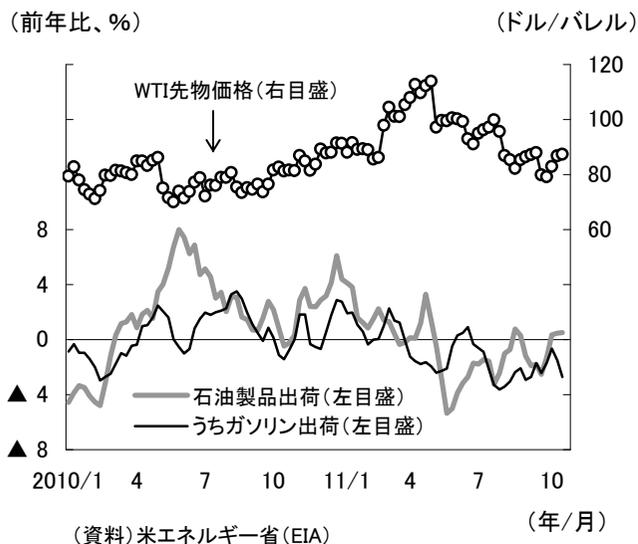
米国の原油在庫



米国の石油製品在庫と製油所稼働率



原油価格と米国の石油製品出荷



原油の在庫率



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	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
08/3	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
11/10	0.30	0.081	0.33	0.43	0.35	0.47	1.01	1.01	1.475	1.40	76.77	105.24	8733.56	0.07	0.36	2.13	11515.93	1.51	2.04

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。