

海外経済展望

2011年12月



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 ～ 6)

欧 州 II － (1 ～ 6)

原油価格 III － (1 ～ 2)

◆本資料は2011年11月30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12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。

<企業部門>

- ・製造業生産は拡大が持続。供給網寸断の解消を受け、自動車生産の回復が続いたほか、堅調な設備投資を背景に資本財の生産が増加。

<雇用情勢>

- ・非農業部門雇用者数は月+10万人前後の増加ペースを維持。失業保険申請件数も緩やかな減少が持続。

2. トピックス

①年末商戦

- ・年末商戦の序盤戦であるブラック・フライデーを含む週末の売上は、前年比+16.4%と力強い滑り出し。
- ・所得階層別にみると、年収5万ドル以上の世帯で客足、平均支出額ともに堅調。
- ・もっとも、欧州債務問題や米議会での政治的対立が消費者マインドの重石となるなか、年末商戦後半の売上が低調に終わる可能性も。

②新興国向け輸出の牽引力

- ・これまで輸出拡大を牽引してきた新興国向けで増加ペースに陰り。中国を筆頭に、景気過熱・インフレ抑制に向けた金融引き締めに伴い成長ペースが鈍化してきたことが背景。
- ・もっとも、新興国の多くでは、足許でインフレ率や住宅価格の騰勢に歯止めがかかりつつあり。各国の金融引き締め姿勢が和らぐにつれ、輸出の一段の落ち込みは回避される見込み。
- ・加えて、新興国の需要取り込みに向けた米企業の取り組みも、引き続き輸出の増加を下支えする公算。

③財政赤字削減を巡る議会の対立

- ・財政赤字削減策の策定を目指してきた超党派委員会は、最終期限である10月23日を前に協議の決裂を発表。
- ・今後も財政赤字削減に向けた協議が続けられるものの、具体策をまとめた法案が2012年1月15日までに議会で成立しない場合、8月に成立した予算管理法にもとづき、国防費を中心に強制的に歳出削減を実施。
- ・議会では、国防費の大幅削減を懸念し、同措置の修正を目指す共和党議員も。歳出削減幅が縮小されれば、米国債のさらなる格下げを招く恐れ。

3. 景気・金利見通し

<景気見通し：回復基調は維持するものの、力強い成長は期待薄。>

- ・米国経済は、新興国向け輸出の増加や、企業業績・設備投資の底堅さが景気下支えに作用し、緩やかな回復基調を維持する公算。
- ・もっとも、①家計の過剰債務の圧縮、②住宅価格の低迷持続、③雇用・所得環境の緩慢な回復、④欧州の債務問題を受けたマインドの低迷、などが足かせとなるため、力強い回復は期待できず。
- ・こうしたなか、財政出動による景気押し上げが期待されるものの、オバマ大統領が9月に打ち出した景気・雇用対策は、共和党の反対により実現が不透明。一方、州・地方政府においては、連邦政府による財政支援打ち切りに伴い財政状況が悪化しており、歳出削減の動きが持続する公算。
- ・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ていく見込み。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%台前半から半ばを中心とした低位安定推移が続く見通し。

製造業の生産拡大が持続も、住宅市場は改善の兆しがみられず。

<企業部門>

製造業生産は拡大が持続。10月の製造業生産指数は前月比+0.5%と、6ヵ月連続で上昇。供給網寸断の解消を受け自動車生産の回復が続いたほか、堅調な設備投資を背景に資本財の生産などが増加。

<雇用情勢>

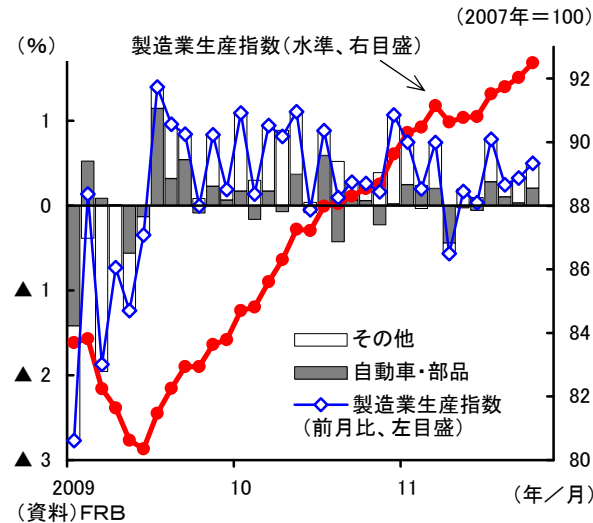
10月の非農業部門雇用者数は、前月差+8.0万人と月10万人前後の増加ペースを維持。失業保険申請件数も緩やかな減少が続き、足許では40万件を下回る週も。

こうしたなか、消費者マインドに持ち直しの動き。11月のカンファレンスボード消費者信頼感指数は、前月差+15.1ポイントと2003年4月以来の上昇幅を記録。もっとも、水準としては急落前の7月を下回っており、依然として停滞感の強い状況。

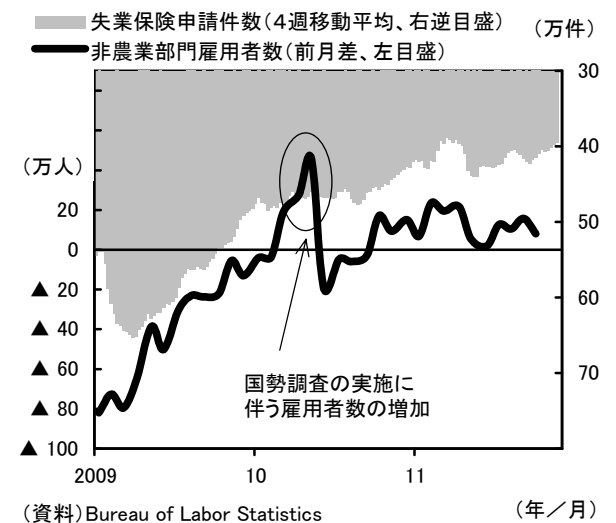
<住宅市場>

10月の中古住宅販売件数は年率497万件と、年初から同500万件前後の推移が持続。販売件数の回復が明確化するまでは、在庫率の顕著な低下は見込み難く、住宅価格への下押し圧力が根強く残る見込み。

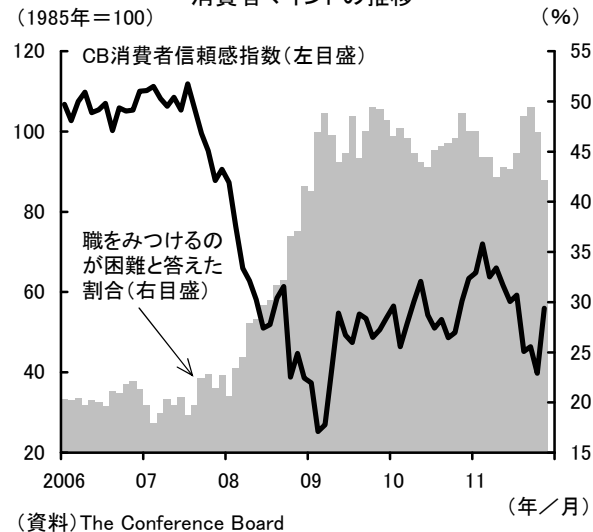
製造業生産指数の推移



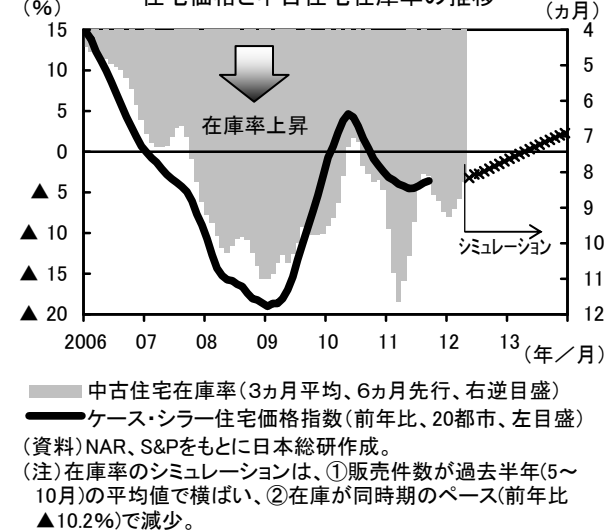
非農業部門雇用者数と新規失業保険申請件数の推移



消費者マインドの推移



住宅価格と中古住宅在庫率の推移



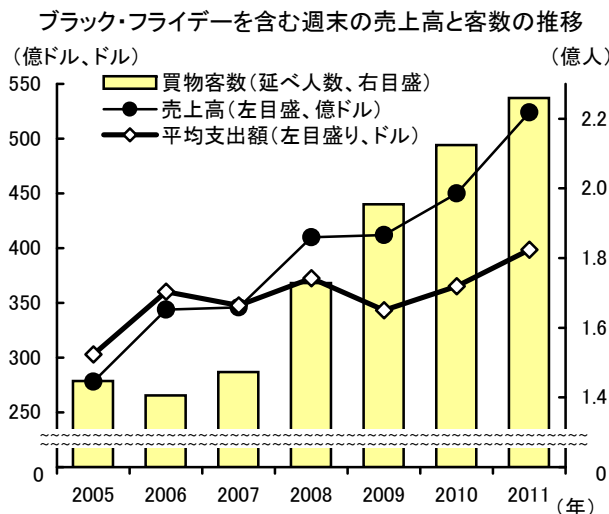
年末商戦の滑り出しは好調も、先行き失速の可能性。

米国では、感謝祭明けの金曜日（25日）にあたるブラック・フライデー（※）から年末商戦が本格化。全米小売業協会（NRF）によると、今年の年末商戦の売上高は前年比+2.8%と、昨年（同+5.2%）に比べ増勢が鈍化する見込み。

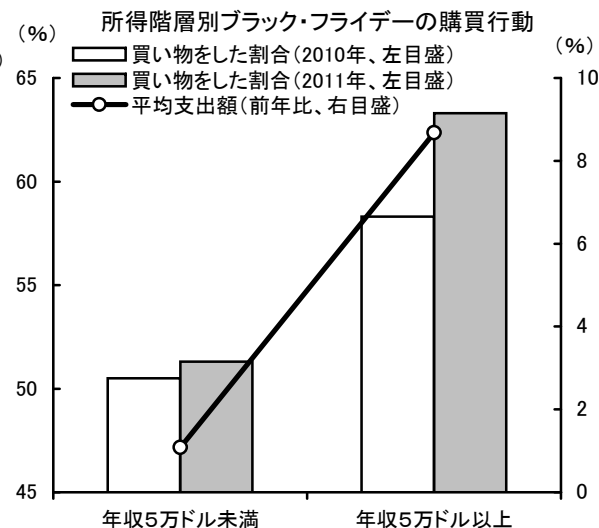
こうした見通し的一方、ブラック・フライデーを含む週末の売上高は前年比+16.4%と、力強い滑り出し。買い物客数、平均支出額ともに、前年に比べ増加。販売時間の延長や大幅な値引きセールなどが売上増加に寄与した模様。所得階層別の購買行動をみると、年収5万ドル以上の世帯の客足が堅調であり、平均支出額も1割近く増加。

もともと、堅調な売上の持続性には疑問も。近年、多くの消費者が年末商戦での購入を前倒しする傾向。11月末時点の購入進捗率は38.6%と、過去3年間と同様に高水準。昨年は、株高やブッシュ減税の延長決定などを受けたマインドの改善が、年末にかけての堅調な売上に寄与したものの、2008年、09年は終盤にかけて失速。欧州債務問題や議会における政治的対立がマインドの重石となるなか、年末商戦後半の売上が低調に終わる可能性も。

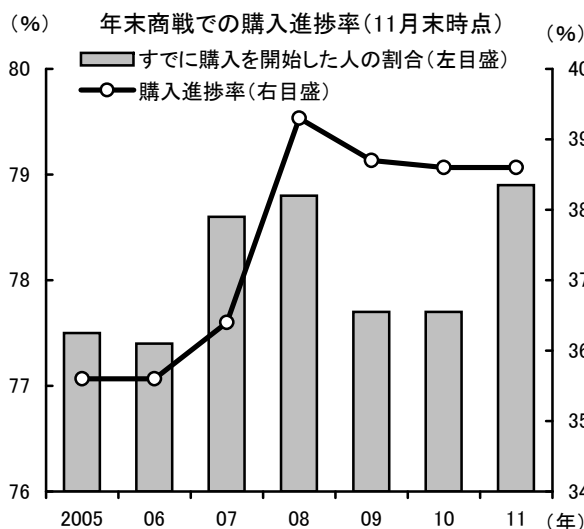
※ブラック・フライデーという名称は、年末商戦の本格化により、多くの店の収益が黒字になることに由来。



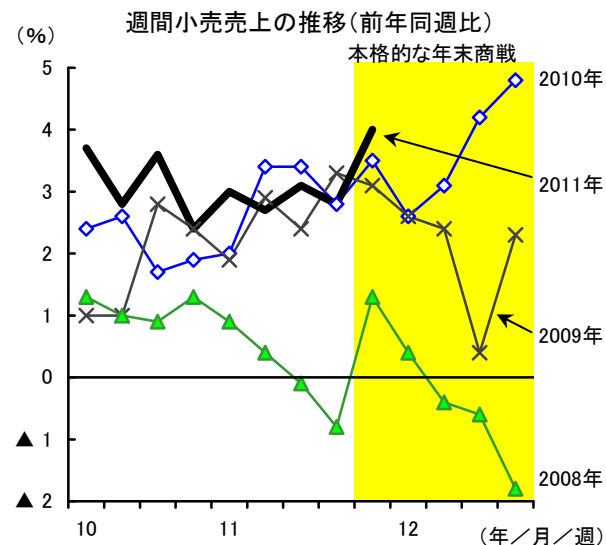
(資料) National Retail Federation
(注) 各年の感謝祭(木曜)～日曜の売上高・買い物客数。



(資料) National Retail Federation



(資料) National Retail Federation



(資料) International Council of Shopping Centers

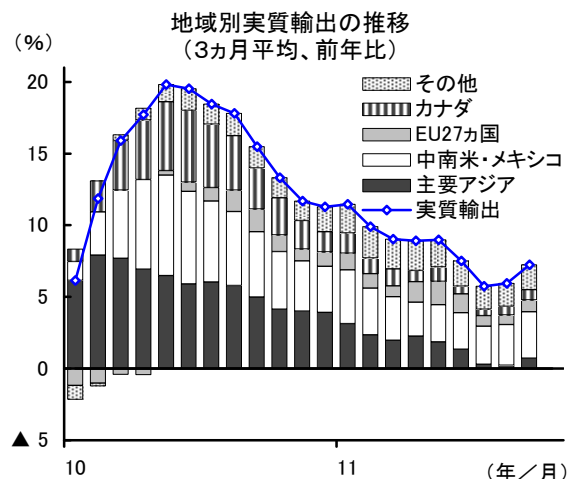
新興国経済減速の影響が顕在化も、輸出の一段の落ち込みは回避される見通し。

地域別の輸出動向をみると、これまで輸出拡大を牽引してきた新興国向けで増加ペースに陰り。とりわけ、アジア向けが大幅に減速。中国を筆頭に、景気過熱・インフレ抑制に向けた金融引き締めに伴い成長ペースが鈍化してきたことが背景。

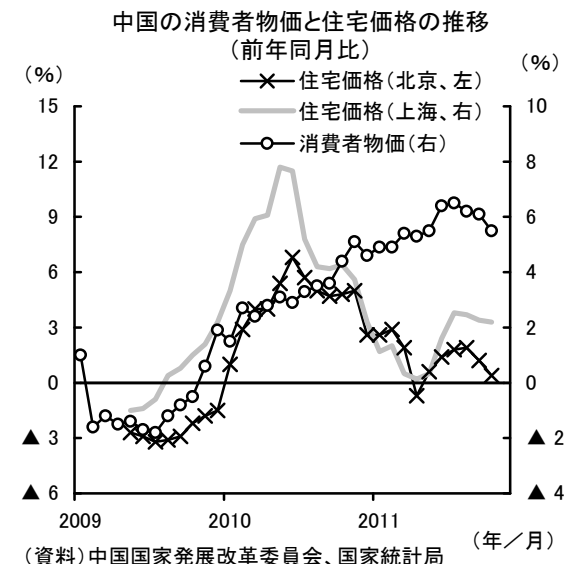
もっとも、先行き新興国向け輸出が腰折れするとみるのは早計。新興国の多くでは、足許でインフレ率や住宅価格の騰勢に歯止めがかかりつつある状況。各国の金融引き締め姿勢が和らぐにつれて、輸出の一段の落ち込みは回避される見込み。

新興国向け輸出の増加は現地需要の拡大のみならず、海外進出等を通じた米国企業による新興国需要の積極的な取り込みが寄与した側面も。過去10年間でアジアを中心に新興国への対外直接投資残高が2.5倍に増加するなか、新興国向け輸出のシェアは5割近くに上昇。新興国の需要取り込みに向けた米企業の取り組みが、今後も輸出の増加を下支えする公算。

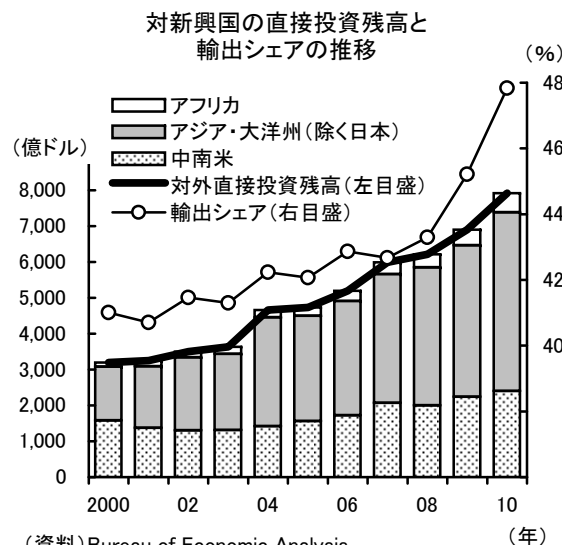
新興国需要の取り込みは、輸出の増加に加え、投資収益の受け取りなどを通じて企業利益の押し上げに作用する見込み。実際、米企業は、国内景気が減速するなかでも、新興国を中心とした海外部門の売上増を牽引役に2割前後の増益ペースを維持。輸出の増加や堅調な企業業績を背景に、設備投資も底堅さを維持する見通し。



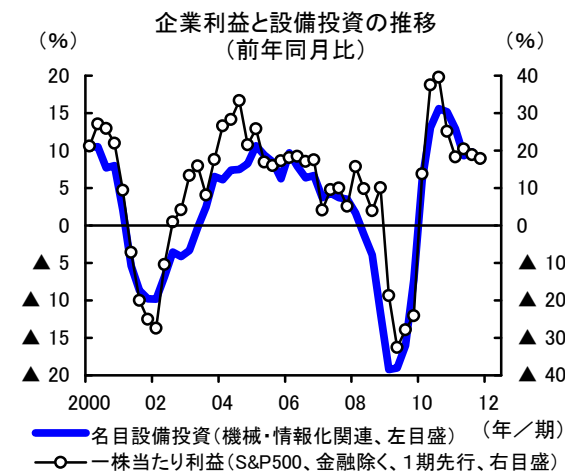
(資料) U.S. Census Bureau, Bureau of Labor Statistics
(注1) 地域別の実質輸出は日本総研作成。
(注2) 主要アジアは、日本・中国・NIEs・ASEAN・インド。



(資料) 中国国家発展改革委員会、国家統計局



(資料) Bureau of Economic Analysis



(資料) Bureau of Economic Analysis, Bloomberg L.P.
(注) 2011Q3の一株当たり利益は11月29日までに決算発表済みの企業。

財政赤字削減を巡り政治的対立が鮮明化、景気対策の実現も不透明に。

8月に成立した予算管理法にもとづき財政赤字削減策の策定を目指してきた超党派委員会は、最終期限（11月23日）を前に協議の決裂を発表。メディケアなど給付プログラムの抜本的改革を拒む民主党議員と、富裕層を主な対象とした増税措置への反対が根強い共和党議員との間の意見の隔たりを埋めきれず。

今後も財政赤字削減に向けた協議が続けられるものの、具体策をまとめた法案が2012年1月15日までに議会で成立しない場合、予算管理法にもとづき強制的に国防費を中心に歳出削減を実施。議会では、国防費の大幅削減の影響を懸念する共和党議員を中心に、同措置の修正を目指す動きも。

オバマ大統領は、同措置の修正に対し拒否権の行使も辞さない姿勢を示しているものの、歳出削減幅が縮小されれば、米国債のさらなる格下げを招く可能性。格下げ懸念が高まることで、株式市場などに下押し圧力が強まる見込み。

議会における政治的対立の深刻化を受け、9月にオバマ大統領が提案した景気・雇用対策の実現も困難に。共和党議員のなかには、給与税減税など既存政策の失効により景気が大きく落ち込むリスクを懸念する声が出ており、11年末で期限切れとなる施策の延長については合意が成立すると期待されるものの、先行きは不透明。既存政策がすべて打ち切られた場合、12年のGDPは▲0.8%程度下押しされると試算。

民主・共和両党の財政赤字削減案
(2012年度～2021年度) (億ドル)

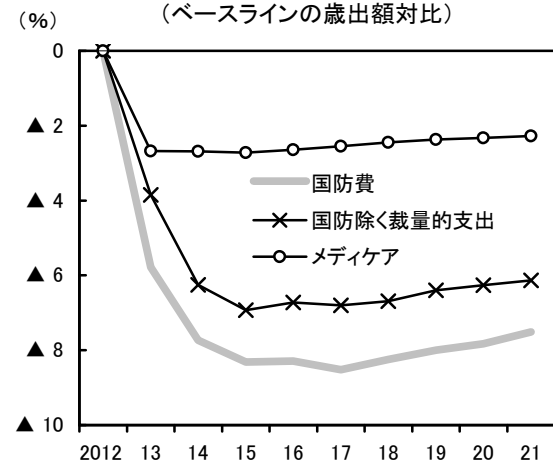
	民主党案	共和党案
増税措置	4,340	▲ 8,260
歳出削減	21,600	25,200
メディケア・メディケイド	4,750	6,850
その他の義務的支出	3,850	6,850
裁量的支出	13,000	11,500
利払い費の減少	4,890	3,200
財政赤字削減額	30,830	20,140

(資料) Center on Budget and Policy Priority

(注1) 削減額は超党派委員会が想定するベースライン予算対比。

(注2) 増税措置のマイナスは、減税の実施を織り込んだもの。

強制歳出削減による削減率
(ベースラインの歳出額対比)

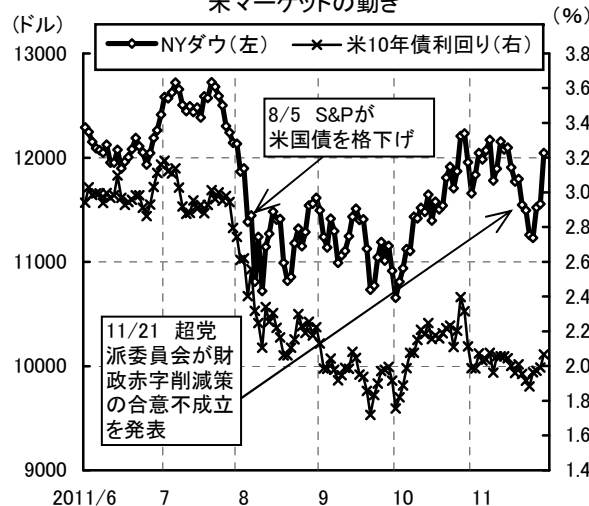


(会計年度)

(資料) CBOをもとに日本総研作成。

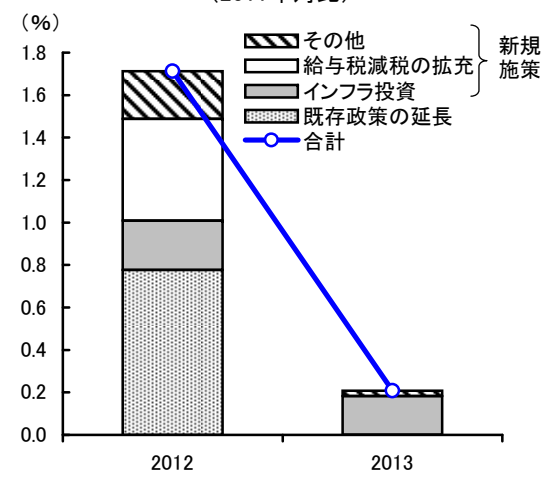
(注) 国防費は戦費など海外緊急作戦対応費を除くベース。

米マーケットの動き



(資料) Bloomberg L.P.

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)

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年12月

回復基調は維持するものの、力強い成長は期待薄。

<景気見通し>

米国経済は、新興国向け輸出の増加や、企業業績・設備投資の底堅さが景気下支えに作用し、緩やかな回復基調を維持する公算。

もっとも、①家計の過剰債務の圧縮、②住宅価格の低迷持続、③雇用・所得環境の緩慢な回復、④欧州の債務問題を受けたマインドの低迷、などが足かせとなるため、力強い回復は期待できず。

こうしたなか、財政出動による景気押し上げが期待されるものの、オバマ大統領が9月に打ち出した景気・雇用対策は、共和党の反対により実現が不透明。一方、州・地方政府においては、連邦政府による財政支援打ち切りに伴い財政状況が悪化しており、歳出削減の動きが持続する公算。

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ていく見込み。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%台前半から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 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
実質GDP	1.3	2.0	2.1	1.7	2.0	2.0	2.2	3.0	1.7	1.9
個人消費	0.7	2.3	2.3	1.6	2.0	2.0	2.1	2.0	2.3	1.9
住宅投資	4.2	1.6	2.1	2.3	2.6	2.8	3.0	▲ 4.3	▲ 1.9	2.5
設備投資	10.3	14.8	9.2	2.4	6.2	6.3	7.2	4.4	9.0	7.1
在庫投資	▲ 0.3	▲ 1.6	▲ 0.2	0.3	0.1	0.0	▲ 0.1	1.6	▲ 0.3	▲ 0.2
政府支出	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	0.7	▲ 1.9	▲ 0.4
純輸出	0.2	0.5	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.5	0.1	▲ 0.0
輸出	3.6	4.3	4.6	5.6	5.7	6.2	6.5	11.3	6.8	5.3
輸入	1.4	0.5	5.2	4.5	5.4	5.6	5.6	12.5	4.9	4.3
実質最終需要	1.6	3.6	2.3	1.4	2.0	2.0	2.3	1.4	2.2	2.1
消費者物価	3.4	3.8	3.4	2.5	2.2	1.8	1.8	1.6	3.2	2.1
除く食料・エネルギー	1.5	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	1.5	1.0	1.6	1.6

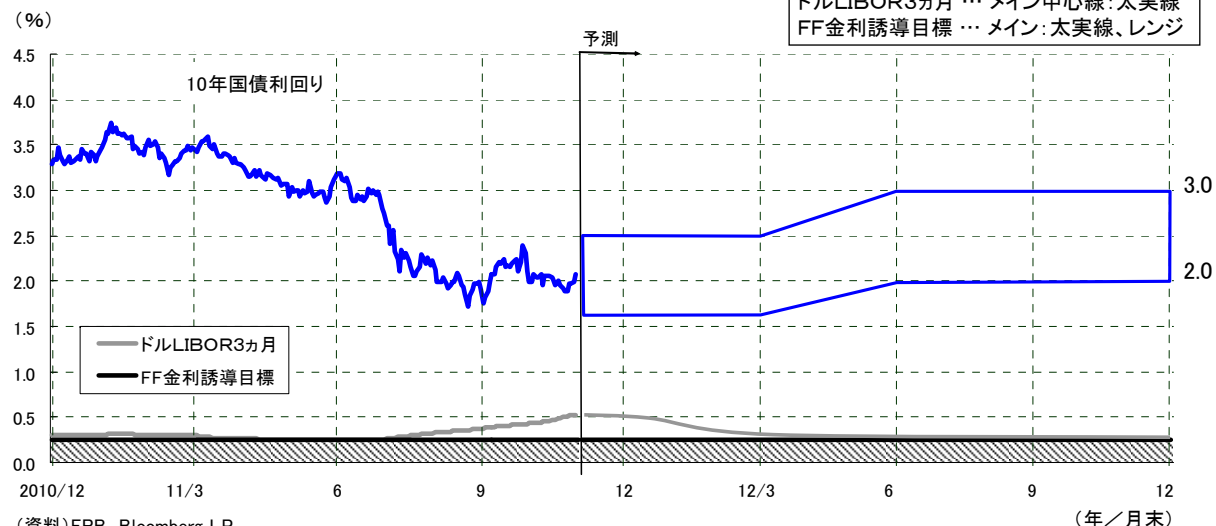
予測

(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

10年債利回り … メイン:レンジ
ドルLIBOR3ヵ月 … メイン:中心線:太実線
FF金利誘導目標 … メイン:太実線、レンジ



(資料) FRB, Bloomberg L.P.

欧州経済概説（2011年12月）

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

7～9月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率+0.6%と、今春以降の減速が持続。

- ・ドイツでは設備投資が堅調。もともと、欧州債務問題の深刻化を受け、金融機関の景況感が悪化しており、貸出抑制姿勢が強まる公算。ドイツの設備投資は増勢が鈍化する見込み。
- ・一方、ユーロ圏の個人消費は低迷が長期化。10月のユーロ圏失業率が10.3%と過去最高を記録するなど、PIIGS諸国に加え、中核国の雇用も弱含み。雇用情勢の厳しさが消費者マインドを下押し。

【債務問題の中東欧への波及】

- ・「包括戦略」合意後も欧州債務問題は依然予断を許さない状況。11月下旬には独国債入札で札割れが発生するなど、中核国への波及が本格化する兆し。
- ・ユーロ圏での信用不安は新興国にも広がる恐れ。ユーロ圏金融機関が新興国向けエクスポージャーを縮小すれば、新興国景気の拡大ペース鈍化を招き、ユーロ圏の新興国向け輸出にはね返る見込み。
- ・なかでもユーロ圏輸出の約2割を占める中東欧諸国は、海外からの資金調達の大半をユーロ圏銀行に依存。
- ・債務問題の深刻化に加え、輸出環境の悪化懸念から、ドイツ企業の先行き景況感は急速に悪化。今後、設備投資を中心にドイツの景気が悪化すれば、ドイツ向け輸出の減少を通じ、周辺国の景気が一段と悪化する可能性。

【景気の見通し】

- ・ユーロ圏景気は、加盟各国の緊縮財政、雇用・所得環境の悪化が続くなか、①新興国向け輸出の増勢鈍化、②債務問題の深刻化を受けた企業・消費者マインドの悪化、③金融不安に伴う投資活動停滞、なども加わり、年初にかけてマイナス成長に転じる見込み。その後は、アジア新興国の景気持ち直しやユーロ安を受けた輸出の増加を主因に、持ち直しに転じるとみられるものの、内需拡大が見込めないなか、回復ペースは緩慢にとどまる見通し。

2. ユーロ圏金利見通し

【金融政策・長期金利】

- ・ECBは、各国の債務問題対応に進展がみられないなか、次回理事会にも、追加利下げに踏み切る見込み。さらに、イタリア・スペイン国債の買い入れ増加に踏み込む可能性も。
- ・独10年国債利回りは、欧州債務問題に伴うドイツの負担増への懸念などから、足許で急上昇。今後はドイツの負担増懸念が上昇圧力として作用する一方、周辺国からの資金逃避や低成長が金利低下圧力として作用し、波乱含みの展開が続く見通し。

3. 英国景気の現状と展望

【景気の現状】

英国では、輸出が減少したほか、個人消費も低迷が長期化。

- ・輸出減少の主因は、主力の欧米向けの減少と、牽引役となってきた新興国向けの頭打ち。今後、輸出シェアの半数を占めるユーロ圏・中東欧の景気悪化が見込まれるなか、英国の輸出は一段と冷え込む公算。
- ・一方、個人消費の低迷長期化の背景は、雇用・所得環境悪化。
- ・さらに、住宅価格の低迷や、消費者マインドの悪化、英国政府の財政緊縮姿勢にも変化はみられず、個人消費は低迷が長期化する見込み。

【景気の見通し】

- ・英国景気は、EU向け輸出が減少するなか、2012年初にかけてマイナス成長となる見込み。その後も、BOEによる量的緩和と拡大などが景気の下支えとなるものの、家計のバランスシート調整の持続等を背景に、個人消費を中心に停滞感の強い展開が長期化する見通し。

4. 英国金利見通し

【金融政策・長期金利】

- ・BOEは、景気悪化によるインフレ下押し圧力の強まりを強調するなど、景気回復を優先する姿勢。現行の政策金利水準を維持するとともに、景気悪化に応じて量的緩和と拡大も視野。
- ・英10年国債利回りは、欧州債務問題の深刻化に伴うユーロ圏からの逃避資金の流入により、低水準で推移。英国景気の低迷長期化が見込まれるほか、債務問題の解決にはなお時間を要するとみられることから、当面低水準での推移が続く見通し。もともと、国債需給悪化懸念などが金利を押し上げるリスクも。

企業・消費者マインドの冷え込みにより、域内需要低迷が長期化。

7～9月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率+0.6%と、今春以降の減速が持続。設備投資が堅調なドイツが同+2.0%とユーロ圏景気を牽引。フランスも支援策打ち切りの影響で自動車販売が大幅に減少した前期の反動により同+1.6%と高い伸び。一方、P I I G S諸国に加え、これまで堅調だったオランダでも、雇用の悪化等を背景にマイナス成長に転換。

<企業部門>

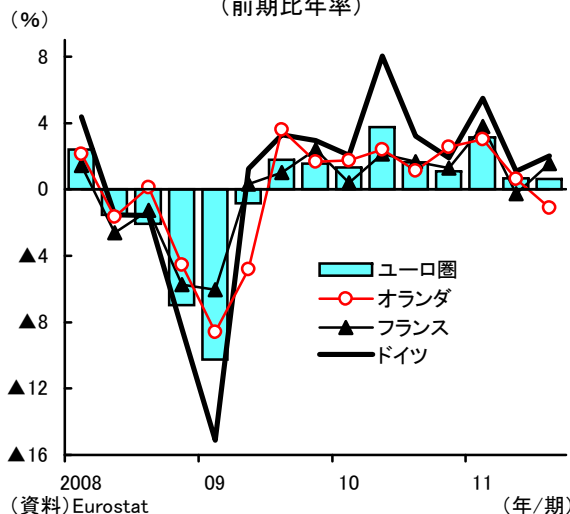
欧州債務問題の深刻化を受け、企業景況感が悪化。とりわけ、金融機関の景況感が急速に悪化しており、今後、貸出抑制姿勢が強まる公算。ユーロ圏、とりわけドイツの景気回復を牽引してきた設備投資は増勢が大きく鈍化する見通し。

<家計部門>

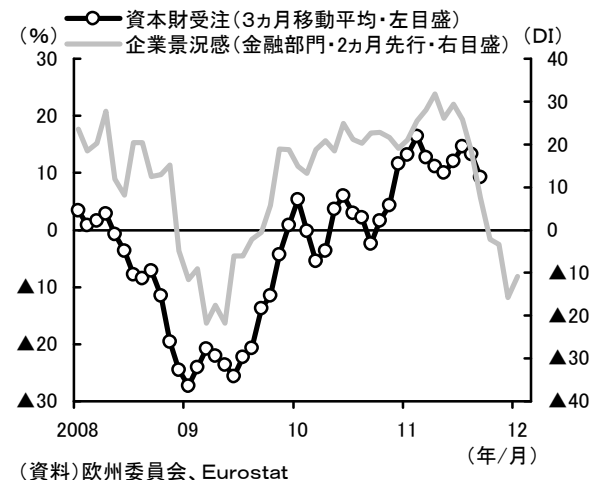
一方、ユーロ圏の雇用情勢は厳しさが持続。10月のユーロ圏失業率は10.3%と過去最高を記録。財政不安が深刻化するP I I G S諸国で雇用環境の悪化が続いているほか、足許では中核国の雇用も弱含み。消費者の雇用に対する見通しも急速に悪化しており、雇用情勢の厳しさが消費者マインドを下押し。

債務問題が深刻化した夏場以降、ユーロ圏の消費者マインドの悪化に歯止めがかからず、個人消費は低迷が長期化する見込み。

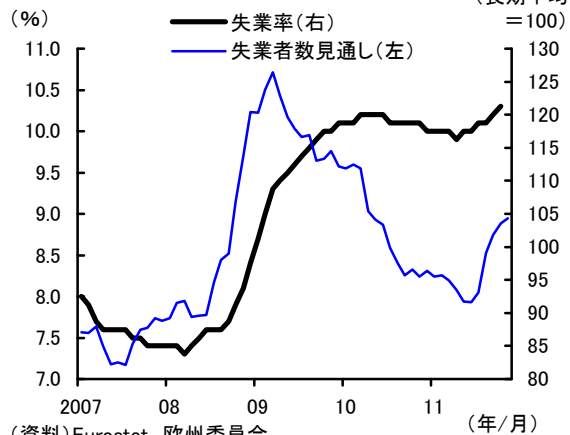
ユーロ圏各国の実質GDPの推移
(前期比年率)



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

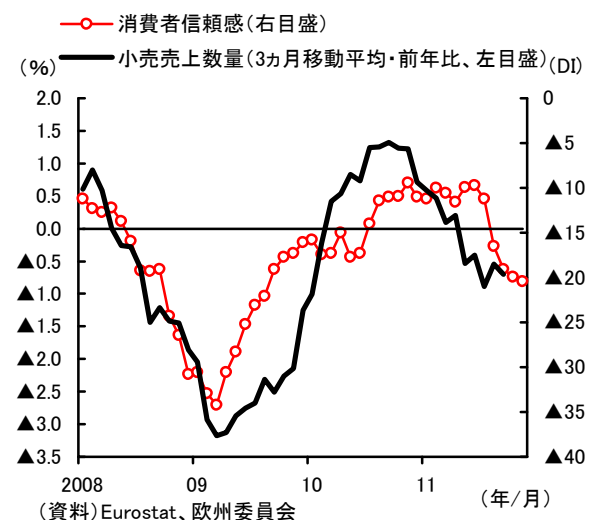


ユーロ圏の失業率と
消費者の失業者数見通し



(注) 失業者数見通しは、消費者信頼感調査における、先行き12ヵ月の失業者数の増減見通し。

ユーロ圏の小売売上数量と消費者信頼感の推移



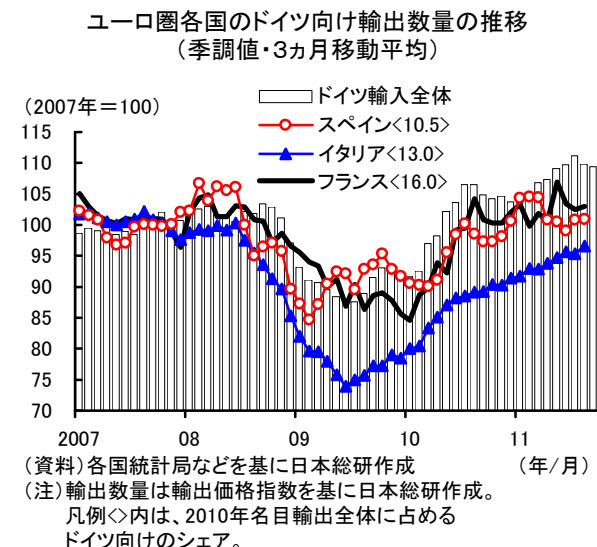
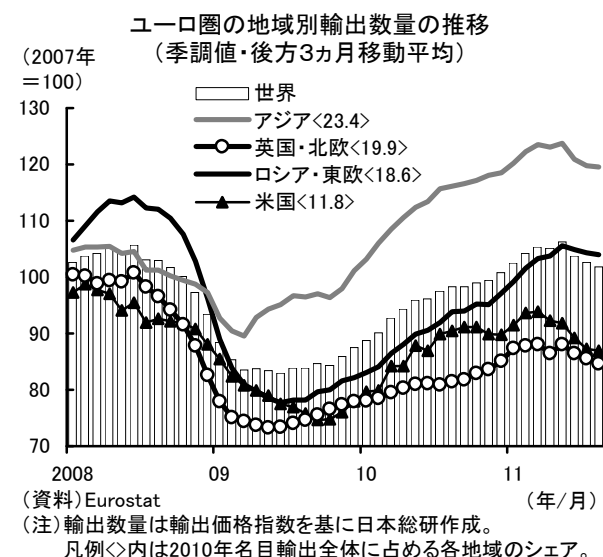
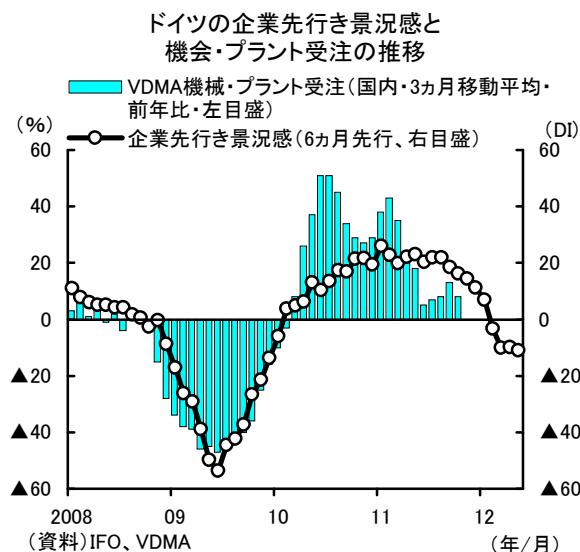
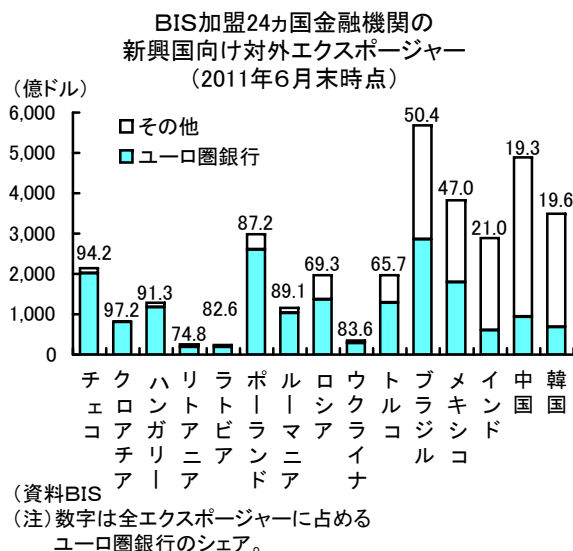
債務問題の深刻化は中東欧経済に悪影響。輸出の下振れを招く恐れ。

10月下旬にユーロ圏各国は債務問題に対する「包括戦略」で合意。もっとも、直後にギリシャ・イタリアで政治混乱から政権交代が起こるなど、債務問題は依然予断を許さない状況。11月下旬には独
国債入札で札割れが発生するなど、中核国への波及が本格化する兆し。

債務問題の深刻化を受け、ユーロ圏の国債を大量に保有するユーロ圏金融機関に対する信用不安が増大。ユーロ圏での信用不安は新興国にも広がる恐れ。これまでユーロ圏金融機関は積極的に新興国向け投資を実行し、新興国の景気拡大を支援。債務問題に伴う損失や資本規制の強化を受け、ユーロ圏金融機関が新興国向けエクスポージャーを縮小すれば、新興国景気の拡大ペース鈍化を招き、それがユーロ圏の新興国向け輸出にはね返る見込み。

なかでも中東欧諸国は、海外からの資金調達の大半をユーロ圏銀行に依存。中東欧はユーロ圏の輸出の約2割を占めており、中東欧の景気悪化に伴い、ユーロ圏輸出が大きく下振れするリスク。

債務問題の深刻化に加え、輸出環境の悪化懸念から、ドイツ企業の先行き景況感が急速に悪化。今後、設備投資を中心にドイツの景気が悪化すれば、ドイツ向け輸出の減少を通じ、周辺国の景気が一段と下振れる可能性。



輸出の減少、個人消費の低迷により低迷長期化。

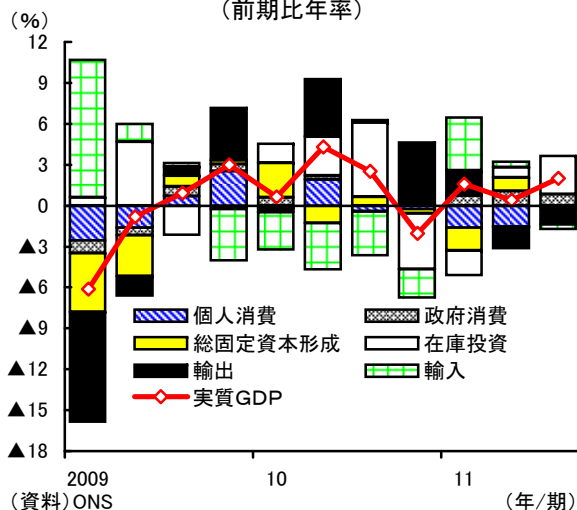
英国の7～9月期実質GDPは、前期比年率+2.0%と、前期（同+0.4%）から増勢が加速したものの、主因は在庫の増加で、最終需要はマイナス。輸出の減少が下押しに作用したほか、個人消費も低迷が長期化。

輸出は、景気の低迷が続く欧米向けで減少。一方、牽引役となってきた新興国向けも、新興国の景気拡大ペースの鈍化を受け、足許で頭打ち。今後、輸出シェアの半分を占めるユーロ圏・中東欧の景気悪化が見込まれるなか、英国の輸出は一段と冷え込む公算。

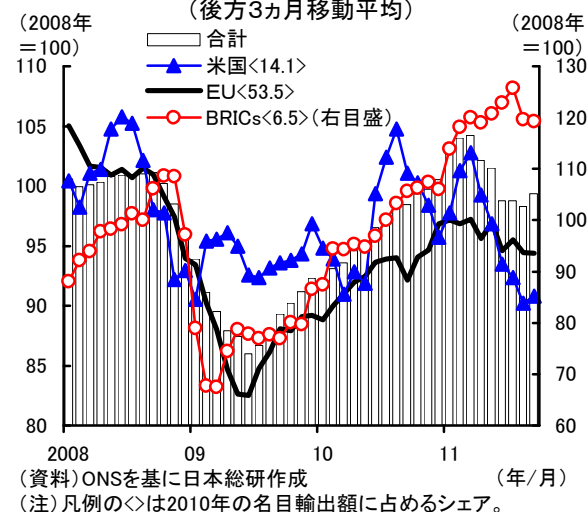
個人消費についてみると、10月のBRC小売売上高（既存店ベース、3ヵ月移動平均）は前年比▲0.3%と減少。自動車販売台数も年率200万台を下回る低水準での推移が持続。

背景には、雇用・所得環境の悪化長期化。10月の失業者数（失業保険申請ベース）は8ヵ月連続で増加。前年比5%と高止まりするインフレ率が引き続き実質賃金の下押しに作用。さらに、住宅価格の低迷や、消費者マインドの悪化、英国政府の財政緊縮姿勢にも変化はみられず、個人消費は低迷が長期化する見込み。

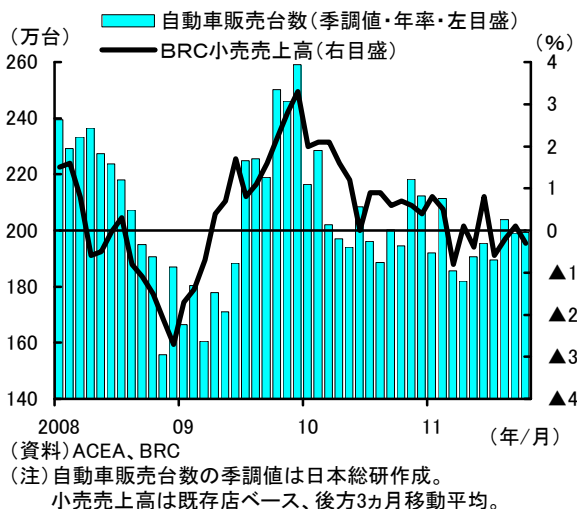
英国の実質GDP成長率の推移
(前期比年率)



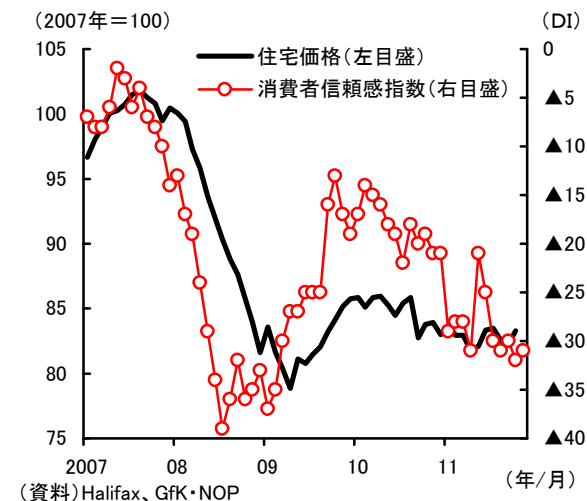
英国の実質輸出の推移
(後方3ヵ月移動平均)



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住宅価格の推移



輸出の牽引力減衰、内需低迷を受けマイナス成長へ。

ユーロ圏景気は、加盟各国の緊縮財政、雇用・所得環境の悪化が続くなか、①新興国向け輸出の増勢鈍化、②債務問題の深刻化を受けた企業・消費者マインドの悪化、③金融不安に伴う投資活動停滞、なども加わり、年初にかけてマイナス成長に転じる見込み。その後は、アジア新興国の景気持ち直しやユーロ安を受けた輸出の増加を主因に、持ち直しに転じるとみられるものの、内需拡大が見込めないなか、回復ペースは緩慢にとどまる見通し。

インフレ率は、2012年入り以降、原油高の影響一巡や景気の低迷を背景に、E C Bの目標水準に向けて伸びが鈍化していく見込み。

英国景気は、E U向け輸出が減少するなか、2012年初にかけてマイナス成長となる見込み。その後も、B O Eによる量的緩和拡大などが景気の下支えとなるものの、家計のバランスシート調整の持続等を背景に、個人消費を中心に停滞感の強い展開が長期化する見通し。

インフレ率は、付加価値税増税や原油高の影響が剥落する2012年初に大きく低下。その後は景気低迷の長期化がデフレ圧力として作用し、2012年末にかけてB O Eの目標水準である2%程度まで低下する見通し。

<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、%)

		2011年				2012年				2010年	2011年	2012年
		1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	3.1	0.7	0.6	▲ 1.0	▲ 0.8	0.4	0.9	1.1	1.8	1.6	▲ 0.0
	消費者物価指数	2.5	2.8	2.7	2.9	2.5	2.1	1.8	1.7	1.6	2.7	2.0
ドイツ	実質GDP	5.5	1.1	2.0	0.1	0.2	0.8	1.3	1.5	3.6	3.1	0.8
	消費者物価指数	2.1	2.5	2.7	2.7	2.1	1.9	1.8	1.7	1.2	2.5	1.9
フランス	実質GDP	3.8	▲ 0.2	1.6	▲ 0.5	▲ 0.4	0.9	0.9	1.2	1.4	1.6	0.3
	消費者物価指数	2.0	2.2	2.3	2.3	1.9	1.6	1.6	1.5	1.7	2.2	1.7
英国	実質GDP	1.6	0.4	2.0	▲ 0.5	▲ 1.2	0.6	0.5	0.5	1.8	0.9	0.1
	消費者物価指数	4.2	4.4	4.7	4.7	3.1	2.8	2.5	2.2	3.3	4.5	2.7

(予測)

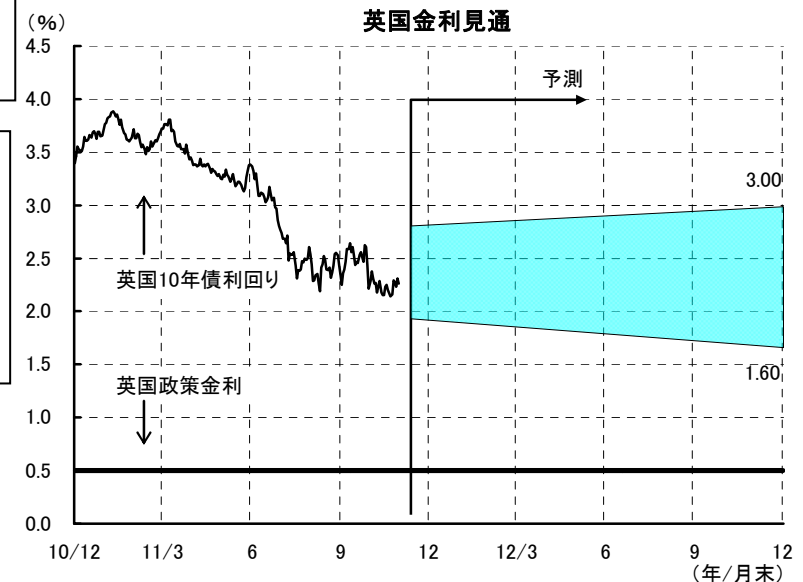
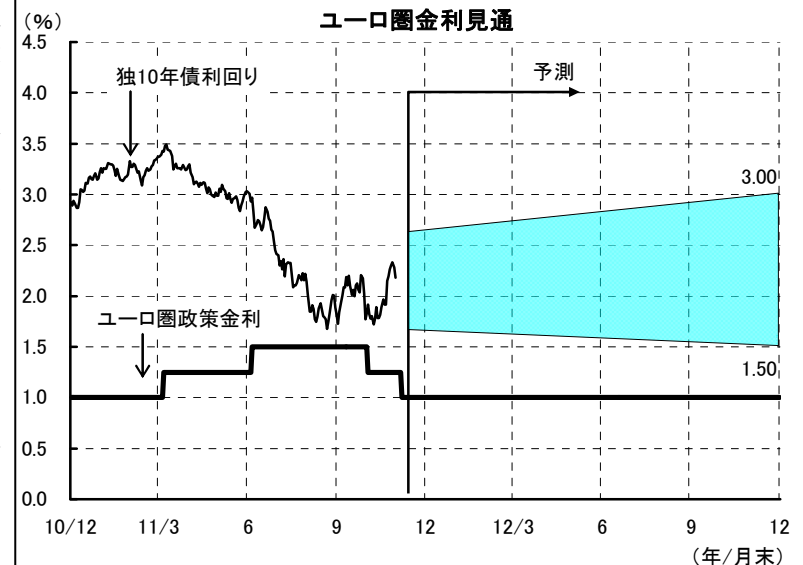
欧州債務問題に伴う負担増懸念から独国債利回りが急上昇。先行き波乱含み。

ECBは、債務問題深刻化や景気下振れリスクの高まりを受け、11月の理事会で0.25%の利下げを実施。またイタリア・スペイン国債の買い入れを継続。事態の改善がみられないなか、次回理事会にも追加利下げに踏み切る見込み。さらに、イタリア・スペイン国債の買い入れ増加に踏み込む可能性も。

独10年国債利回りは、11月下旬の独国債入札が札割れとなるなど、欧州債務問題に伴うドイツの負担増への懸念などから、足許で急上昇。今後もドイツの負担増に対する懸念が上昇圧力として作用する一方、債務問題深刻化を受けた周辺国からの資金逃避や、緊縮財政等による低成長が金利低下圧力として作用し、2%を中心としながらも、波乱含みの展開が続く見通し。

BOEは、景気悪化によるインフレ下押し圧力の強まりを強調するなど、景気回復を優先する姿勢。現行の政策金利水準を維持するとともに、景気悪化に応じて量的緩和拡大も視野。

英10年国債利回りは、欧州債務問題の深刻化に伴うユーロ圏からの逃避資金の流入により、低水準で推移。英国景気の低迷長期化が見込まれるほか、債務問題の解決にはなお時間を要するとみられることから、当面低水準での推移が続く見通し。もっとも、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欧州銀ドル調達コストの推移



＜欧州銀行信用リスク＞

欧州銀の信用リスクが増大するなか、ドル資金の調達が困難化。これを受け、11月30日に日米欧の主要中銀は、ドル資金供給策の拡充で合意。

(資料) Bloomberg L.P.

(注1)カウンターパーティーリスクは3ヵ月物欧州銀行間金利-翌日物金利スワップ(3ヵ月物)。

(注2)ドル調達コストは、3ヵ月物ユーロ/ドルクロス通貨ベーススワップ-3ヵ月物欧州銀行間金利。

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>

11月のWTI先物は、中国での金融引き締め姿勢緩和への期待や米景気指標の改善を背景に、月半ばにかけて90ドル台後半へ上昇。

16日には、パイプラインの逆送計画表面化（メキシコ湾岸からWTI原油の受け渡し拠点であるクッシングへ送油していたパイプラインの一部を逆送する、という計画が明らかとなり、クッシングの余剰在庫が減少するとの思惑が浮上）を受け、100ドルを上回る水準まで急伸。これを受け、WTI原油と北海ブレント原油のスプレッドは、約8ヵ月ぶりとなる10ドル前後まで縮小。

その後、やや弱含む場面もみられたものの、月末近くには、イランの核開発疑惑を受けた緊張の高まりや、米景気指標の改善などを受け、再び100ドル台乗せ。

<投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、11月入り後、小幅上昇。もっとも、積極的な資金流入は見られず。

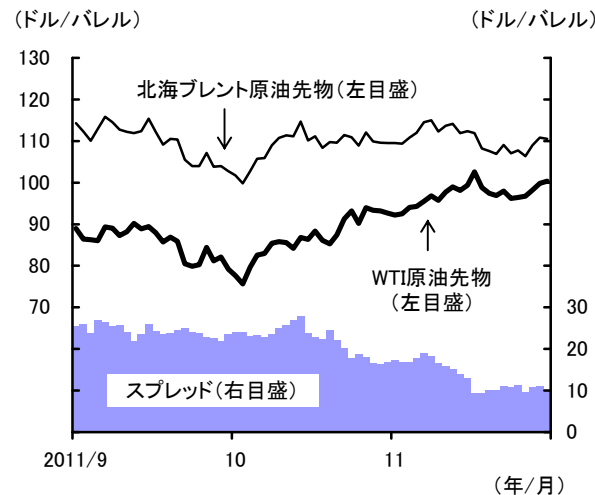
<原油価格見通し>

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。また、イラン・シリア情勢の緊迫化など中東地域の地政学リスクの高まりが再び意識される状況に。

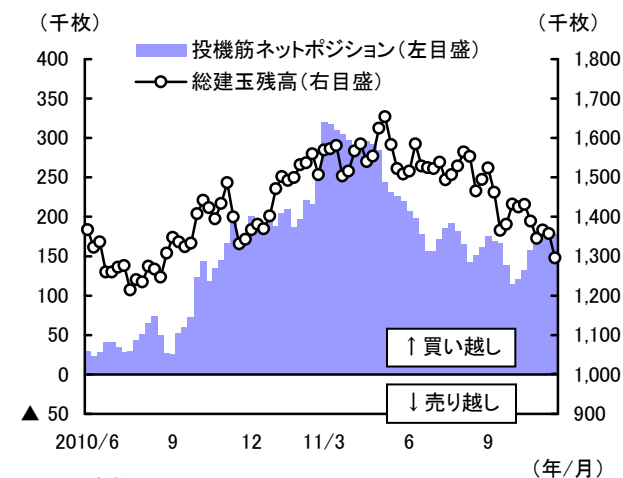
上下両方向の圧力が並存するなか、当面、現行水準を中心としつつも、振れの激しい展開となる見通し。

原油価格の推移



(資料) Bloomberg L.P.

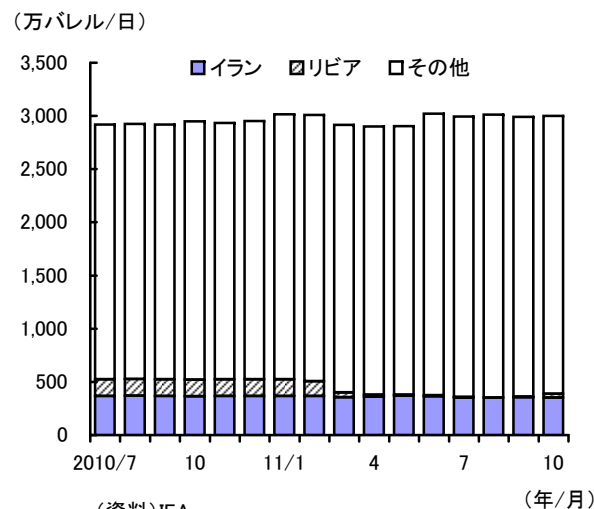
WTI原油先物ポジション



(資料) Bloomberg L.P., CFTC

(注) 建玉単位の「1枚」は「1,000バレル」。

OPECの原油生産量



(資料) IEA

WTI原油先物価格見通し
(期近物、週平均)



(資料) Bloomberg L.P.

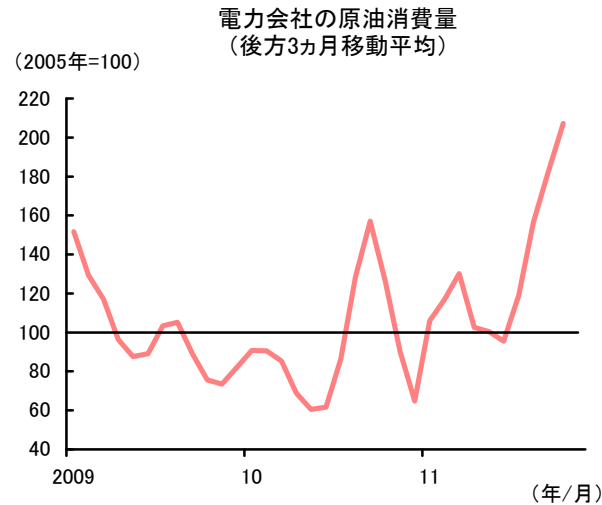
わが国原油需要：火力発電需要は増加も、産業部門の需要低迷が続く見通し。

わが国では、東日本大震災後、原子力発電所の停止や再稼働の延期が続くなか、代替電源として火力発電に依存せざるを得ない状況。LNG火力や石炭火力とともに石油火力による代替も進んでいるとみられ、電力会社の原油消費量は今夏以降、大幅に増加。

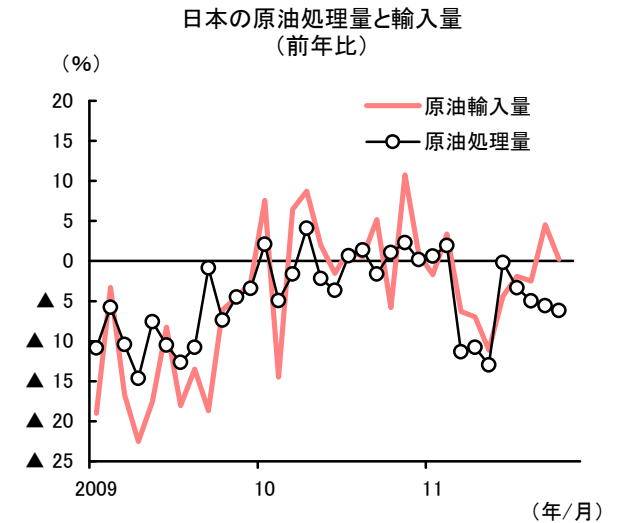
もっとも、わが国全体の原油需要は、春先以降、弱含み傾向。原油輸入量は9月以降、前年比プラスに転じたものの、総じて弱い動きが持続。また、原油処理量は3月以降、8ヵ月連続の前年割れに。

背景には、わが国経済の低迷や省エネ化に伴う石油消費の伸び悩み。わが国の石油製品需要を用途別にみると、運輸部門や製造業（化学用原料および鉱工業）で全体の8割弱を占める一方、電力部門は全体の5%程度。需要全体でみると、産業部門の影響が極めて大きく、足許では同部門の需要減が電力部門の需要増を上回る格好に。

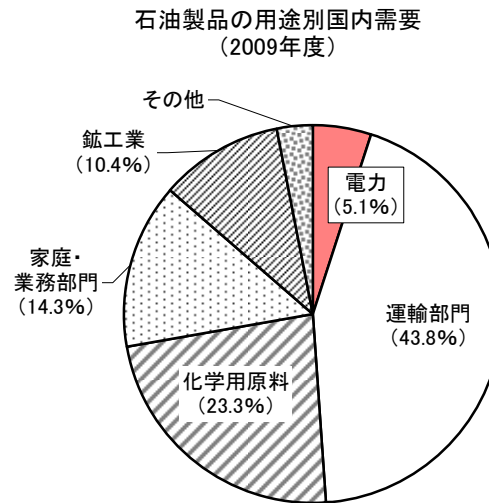
10～12月期以降は、復興需要の顕在化などから原油需要の増加が見込まれるものの、リーマン・ショック前に比べ大幅に低い水準。わが国原油需要は盛り上がり欠ける状況が続く見通し。



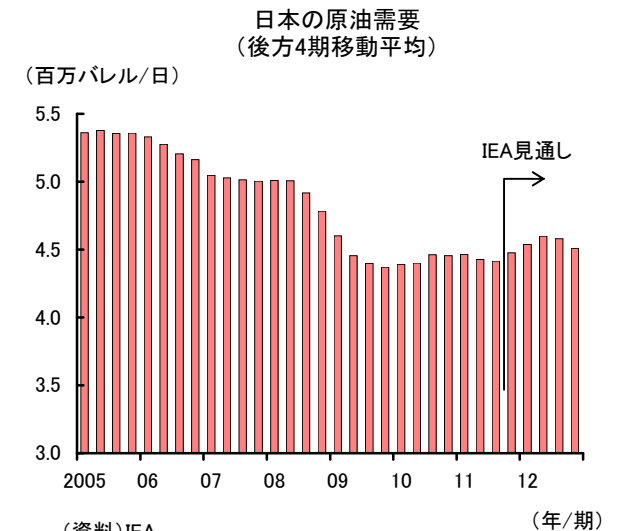
(資料)電気事業連合会「発受電速報」
(注)原油消費量は、原油および重油の合計。



(資料)経済産業省「資源・エネルギー統計」



(資料)石油連盟「今日の石油産業2011」



(資料)IEA
(注)見通しは2011年11月時点。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2011年12月

内外市場データ（月中平均）

	短期金利		ユーロ円(TIBOR)		円・円スワップ			国債 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カ月	10年国債	N Y ダウ 工業株	1-03カ月	10年国債
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
11/11	0.30	0.073	0.31	0.41	0.35	0.45	0.95	0.94	1.475	1.40	77.54	105.05	8506.11	0.08	0.36	2.00	11804.33	1.43	1.95

（注）公定歩合とプライムレートは月末値。