

海外経済展望

2012年1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 ～ 7)

欧 州 II － (1 ～ 6)

原油価格 III － (1 ～ 2)

◆本資料は2012年 1 月 4 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（2012年1月）

1. 米国経済の現状：底堅い景気回復が持続

- ・足許の米国経済は、輸出の増加などを背景に企業部門が総じて堅調さを維持。出荷・受注の拡大を背景に、製造業の景況感も持ち直し。一方、家計部門でも、緩やかな雇用改善が続くなか、個人消費に底堅さ。

<企業部門>

- ・12月の地区連銀製造業景況指数は、ニューヨーク・フィラデルフィアともに、2011年春以来の高水準に。出荷・新規受注の増加が、景況感の改善に寄与。

<輸出>

- ・足許で輸出の増勢はやや加速。地域別にみると、2011年初から減少が続いていたアジア向けで持ち直しの動き。

<雇用情勢>

- ・11月の非農業部門雇用者数は、前月差+12.0万人と月+10万人をやや上回る増加ペースが持続。失業保険申請件数も緩やかな減少が続き、足許では40万件を下回る水準に。
- ・もっとも、平均失業期間が長期化するなか、就業を希望しながらも求職活動を休止する失業者が過去最大に増加するなど、雇用環境には依然厳しさも。

2. トピックス

①個人消費の先行き

- ・議会では、2011年末で失効予定だった給与税減税や長期失業者向けの失業給付などについて、2ヵ月間の延長で合意。
- ・民主・共和両党の首脳部は、減税・失業給付の1年間延長が必要との認識を共有。今後は、12年末までの延長に向けた協議が進められる見込み。
- ・もっとも、財政赤字抑制のための財源確保を巡り、両党の意見の隔たりは依然として大きく、協議は難航が予想。減税・失業給付延長に対する不透明感が再び強まれば、消費者マインドの悪化を通じ消費に悪影響が出てくる懸念も。

②個人消費の先行き

- ・個人消費は、年末商戦を中心に足許で堅調に推移。11月24日の感謝祭直後の週末の売上が好調だった反動もあり、商戦中盤はやや伸び悩みがみられたものの、終盤にかけて増勢が再び加速。
- ・もっとも、先行き個人消費の拡大ペースは鈍化する公算。足許の消費押し上げに寄与している自動車販売の回復は、新車不足で先送りとなっていた需要の消化に伴い、押し上げ効果が減衰していく見込み。
- ・マインド面でも、欧州債務問題の長期化や給与税減税の延長を巡る政治的混乱が重石となる恐れ。

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欧州債務問題の長期化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、財政政策による景気押し上げが期待されるものの、民主・共和両党の対立が鮮明化するなか、景気浮揚につながる財政出動の実現は困難。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、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などに伴い、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。

製造業の景況感に持ち直しの動き。輸出の増勢は足許でやや加速。

<企業部門>

製造業の景況感に持ち直しの動き。地区連銀製造業景況指数は、ニューヨーク・フィラデルフィアともにプラスに転換。輸出の増加や個人消費の持ち直しを受けた出荷・新規受注の増加が、景況感の改善に寄与。

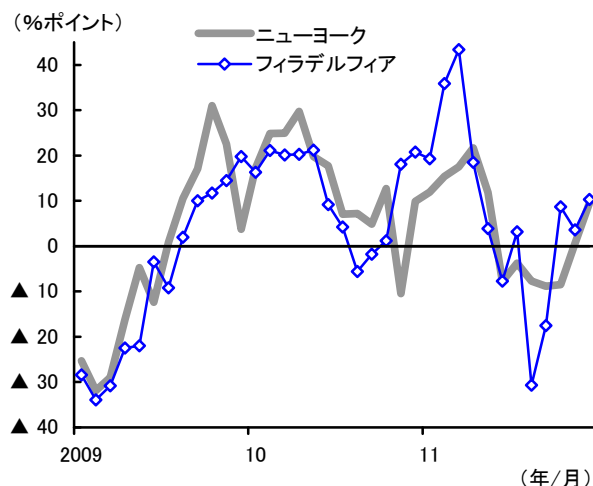
一方、11月の製造業生産指数は、前月比▲0.3%と7ヵ月ぶりに低下。タイの洪水の影響を受けた日系メーカーの減産により、自動車生産が前月比▲3.4%と大きく減少したことが主因。もともと、11月に減産を実施していた日系メーカーも、12月には生産水準を回復させており、影響は限定的と判断。

<輸出>

足許で輸出の増勢はやや加速。地域別にみると、2011年初から減少が続いていたアジア向けで持ち直しの動き。中国を中心に、金融引き締めの影響が一巡してきたことが背景に。

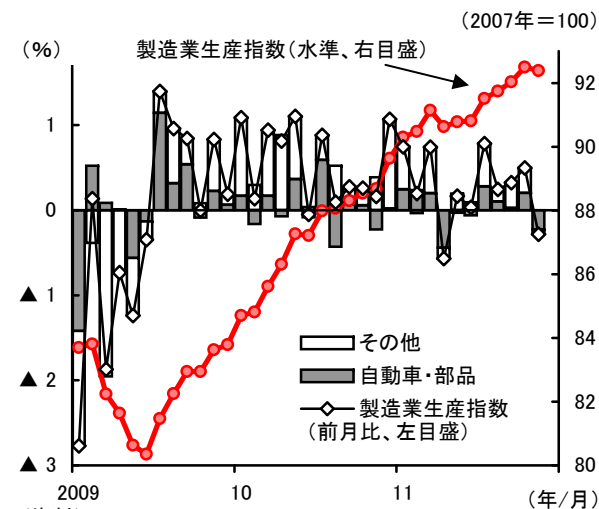
もともと、欧州向け輸出比率が高い中国などでは、欧州経済の減速を受け輸出の増勢鈍化が明確化。欧州債務危機の深刻化を背景にアジア地域の景気が大幅に減速すれば、米国からの輸出にも悪影響が出てくる懸念。

地区連銀製造業景況指数の推移



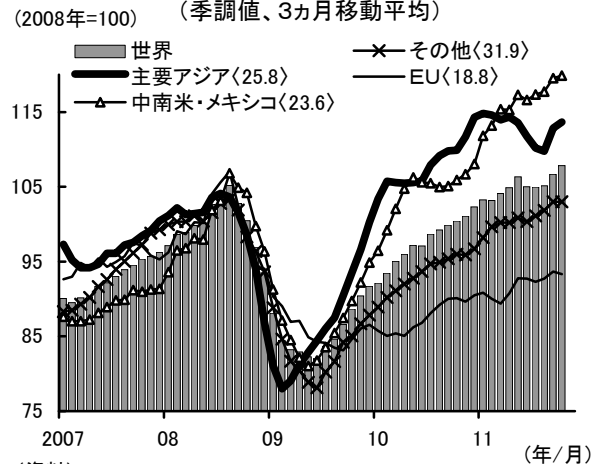
(資料) Federal Reserve Bank of New York,
Federal Reserve Bank of Philadelphia

製造業生産指数の推移



(資料) FRB

地域別実質輸出の推移
(季調値、3ヵ月移動平均)

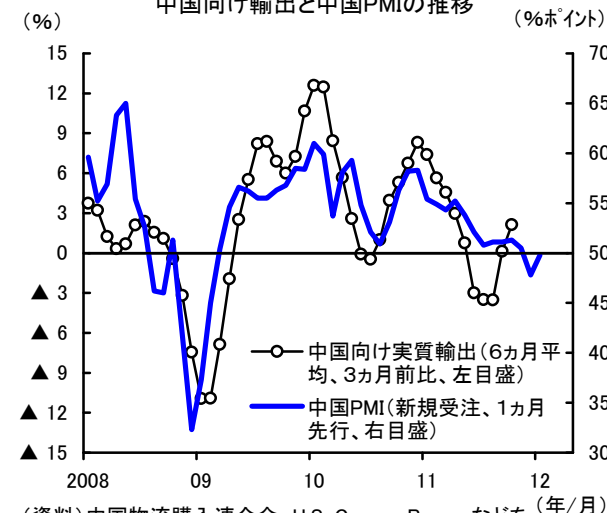


(資料) U.S. Census Bureau, Bureau of Labor Statistics

(注1) 地域別の実質輸出は日本総研作成。△は2010年のシェア。

(注2) 主要アジアは、日本・中国・NIEs・ASEAN・インド。

中国向け輸出と中国PMIの推移



(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。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年1月

雇用情勢は緩やかな改善が持続するも、求職活動休止者が多数存在。

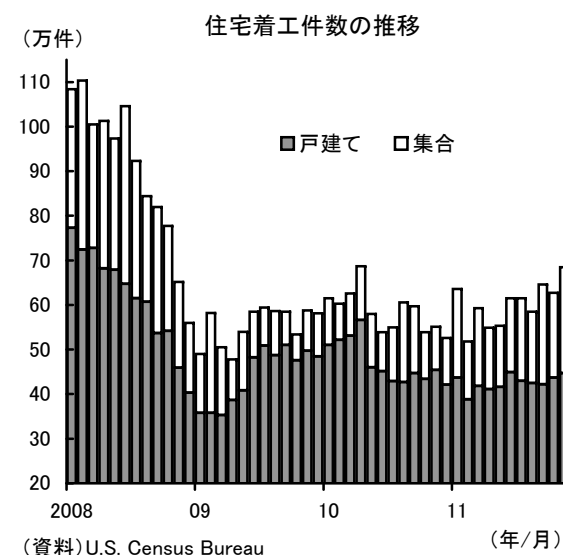
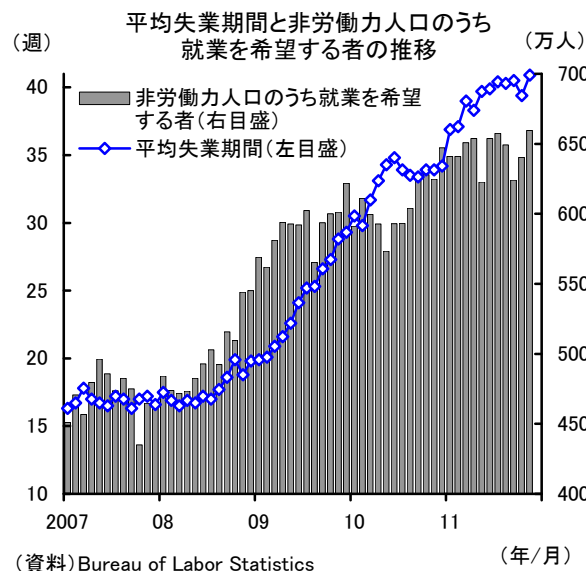
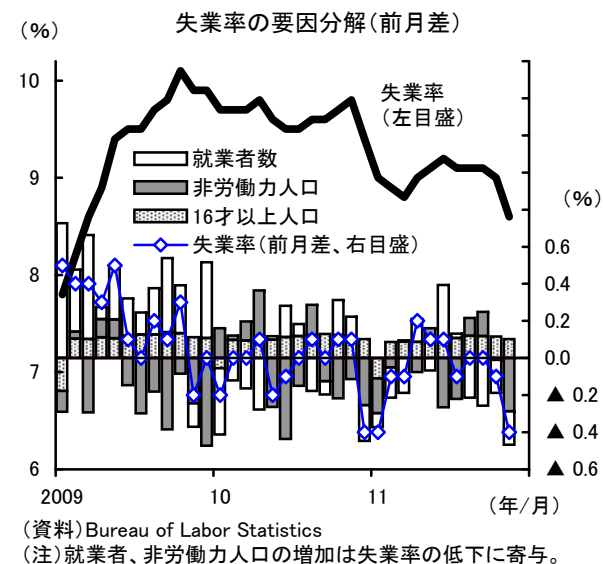
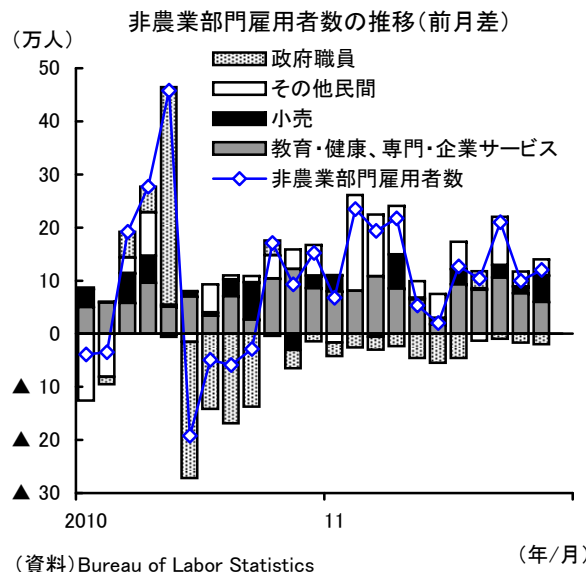
<雇用情勢>

11月の非農業部門雇用者数は、前月差+12.0万人と月+10万人をやや上回る増加ペースが持続。業種別にみると、教育・健康や企業向けサービスの分野で増加が続いたほか、小売業で年末商戦に向けた雇用が増加。失業保険申請件数も緩やかな減少が続き、足許では40万件を下回る水準に。

こうしたなか、11月の失業率は8.6%と、前月(9.0%)に比べ大きく低下。もっとも、これは労働市場からの退出者(非労働力人口)の増加による影響が大。平均失業期間が長期化するなか、就業を希望しながらも求職活動を休止する失業者が過去最大に増加。

<住宅市場>

春以降、住宅着工件数は緩やかに増加。11月の着工件数は年率68.5万件と、10年4月以来の高水準に。内訳をみると、戸建て住宅は低水準での底ばいが続く一方、集合住宅の着工が大幅に増加。所得が低迷するなか、住宅ローンの借入れが困難な世帯や、ローン負担に耐え切れなくなった世帯を中心に、賃貸物件への需要が高まっていることが背景に。もっとも、こうした持ち家から賃貸への需要シフトは、住宅販売の抑制要因となっており、販売件数は新築・中古ともに低水準での推移が持続。



給与税減税は2ヵ月延長も、2012年末までの継続に向けた協議は難航が予想。

<給与税減税延長>

議会では、2011年末で失効予定だった給与税減税（労働者負担分の給与税の税率を6.2%⇒4.2%に引き下げ）や長期失業者向けの失業給付などについて、2ヵ月間の延長で合意。これら施策の失効は、12年のGDPを▲0.8%程度押し下げるインパクトがあっただけに、年初から景気が大きく落ち込むリスクは回避。

民主・共和両党の首脳部は、これら措置の1年間延長が必要との認識を共有しており、今後は、12年末までの延長に向けた協議が進められる見込み。もっとも、財政赤字抑制のための財源確保を巡り、両党の意見の隔たり（共和党：歳出削減、民主党：富裕層への新規課税）は依然として大きく、協議は難航が予想。減税・失業給付延長に対する不透明感が再び強まれば、消費者マインドの悪化を通じて消費に悪影響が出てくる懸念も。

<2012年度予算>

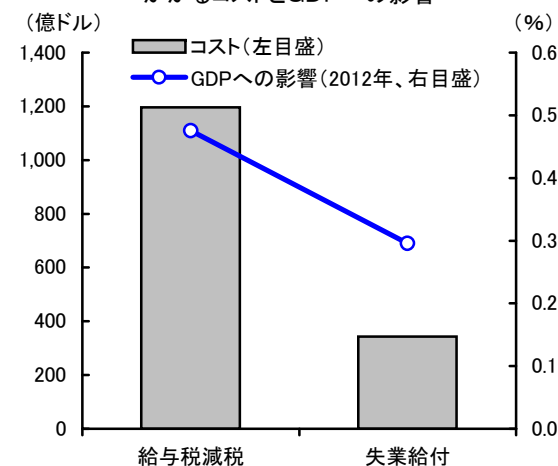
12月16、17日には、2012会計年度（11年10月～12年9月）の歳出法案が上下両院で成立。これにより、12年度中の行政サービス執行に必要な予算が確保され、議会における政治対立が政府機関の閉鎖を招く事態は回避。法案によると、12年度の裁量的支出（歳出法に基づき決定される支出で社会保障費などを含まず、歳出全体の4割弱に相当）は3年連続で減少する見込み。

一時的給与税減税延長法の詳細

(億ドル)	
給与税減税の2ヵ月延長 (自営業者については、減税対象の所得を18,350ドルに制限)	208
失業保険給付の2ヵ月延長 (長期失業者向けの給付支給を延長)	85
メディケア対象者診療に対する診療給付の2ヵ月延長	41
財源の確保 (ファニーメイ・フレディマックが金融機関から住宅ローンを買取る際の保証料を引き上げ。)	▲357 (2012～21年度)
その他 (カナダ・米国間のパイプライン計画承認の是非を60日以内に判断するよう要請)	—
財政赤字への影響(2012～21年度)	▲23

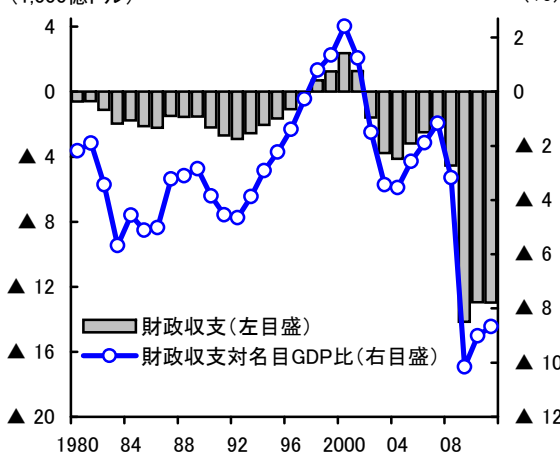
(資料) CBO、下院議事規則委員会
(注) マイナスは財政赤字削減への寄与。

給与税減税・失業給付の1年間延長にかかるコストとGDPへの影響



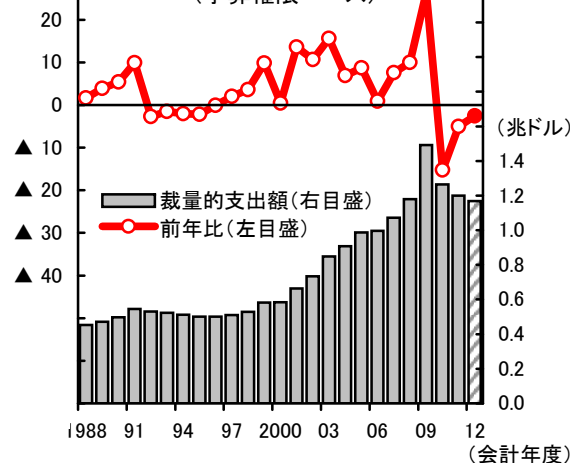
(資料) CBOなどをもとに日本総研作成。

連邦政府財政収支の推移



(資料) Department of The Treasury
(注) 会計年度は前年10月～当年9月。

連邦政府の裁量的支出の推移
(予算権限ベース)



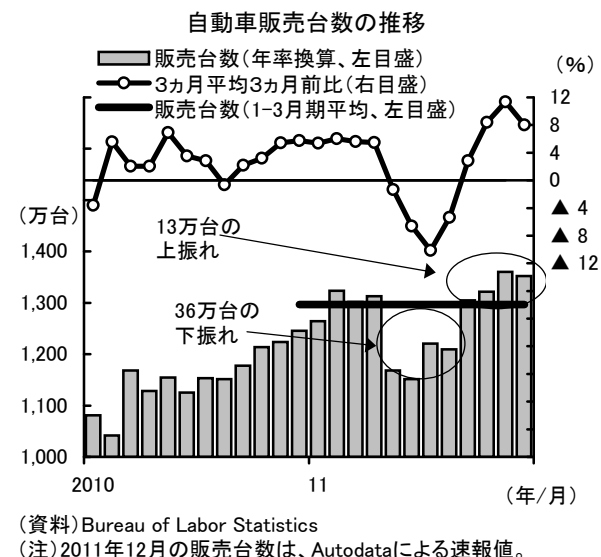
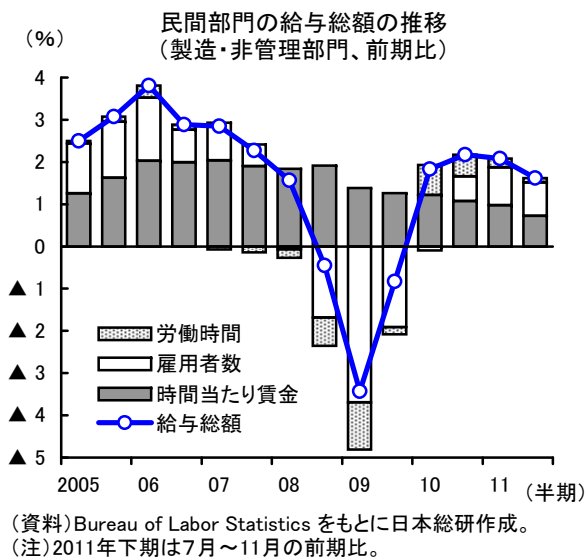
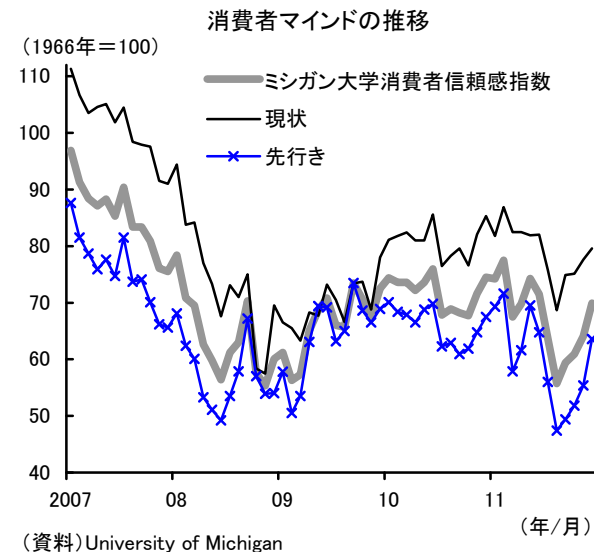
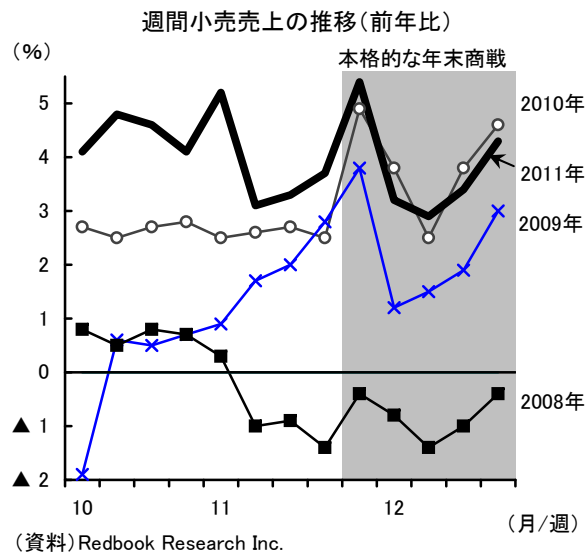
(資料) OMB、下院歳出委員会をもとに日本総研作成。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年1月

年末商戦の売上は堅調も、個人消費は先行き減速の見込み。

個人消費は、年末商戦を中心に足許で堅調に推移。週次小売統計によると、感謝祭直後の週末（11月最終週）の売上が好調だった反動もあり、商戦中盤はやや伸び悩みがみられたものの、終盤にかけて増勢が再び加速。クリスマスに向けた大幅な値引きセールや販売時間延長といった販売促進策に加え、消費者マインドの持ち直しも売上増加に寄与。12月のミシガン大学消費者信頼感指数は69.9と、半年ぶりの水準に上昇。とりわけ、経済の先行きに対する見通しの改善が、消費下支えに作用。

もっとも、先行き個人消費の拡大ペースは鈍化する公算。まず、家計の所得環境をみると、賃金の低迷が所得の伸びを抑制。雇用の増加ペースも緩やかにとどまっており、所得環境の顕著な改善は期待薄。加えて、足許の消費押し上げに寄与している自動車販売の回復についても、新車不足で先送りとなっていた需要の消化に伴い、押し上げ効果が徐々に減衰していく見込み。マインド面でも、欧州債務問題の長期化や給与税減税の延長を巡る政治的混乱が重石となる恐れ。



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欧州債務問題の長期化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、財政政策による景気押し上げが期待されるものの、民主・共和両党の対立が鮮明化するなか、景気浮揚につながる財政出動の実現は困難。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、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などに伴い、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)

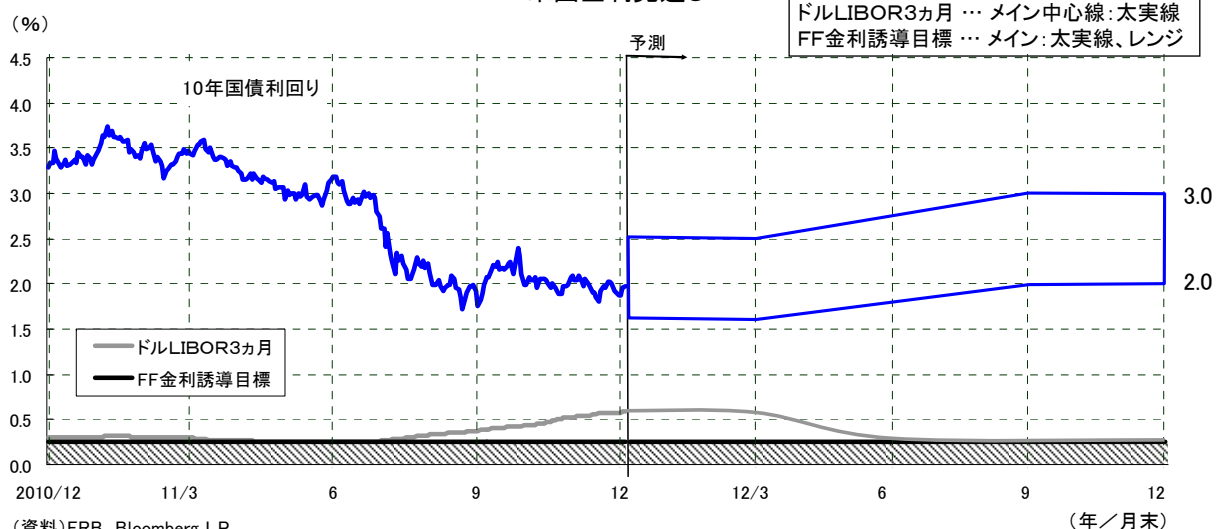
	2011年			2012年				2010年 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12			
実質GDP	1.3	1.8	2.1	1.7	2.0	2.0	2.2	3.0	1.7	1.9
個人消費	0.7	1.7	2.3	1.6	2.0	2.0	2.1	2.0	2.2	1.8
住宅投資	4.2	1.2	2.1	2.3	2.6	2.8	3.0	▲ 4.3	▲ 1.9	2.4
設備投資	10.3	15.7	9.2	2.4	6.2	6.3	7.2	4.4	9.1	7.2
在庫投資	▲ 0.3	▲ 1.4	▲ 0.2	0.3	0.1	0.0	▲ 0.1	1.6	▲ 0.3	▲ 0.1
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	0.4	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.5	0.1	▲ 0.0
輸出	3.6	4.7	4.6	5.6	5.7	6.2	6.5	11.3	6.8	5.3
輸入	1.4	1.2	5.2	4.5	5.4	5.6	5.6	12.5	5.0	4.4
実質最終需要	1.6	3.2	2.3	1.4	2.0	2.0	2.3	1.4	2.1	2.1
消費者物価	3.4	3.8	3.4	2.4	2.0	1.8	1.8	1.6	3.2	2.0
除く食料・エネルギー	1.5	1.9	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5	1.0	1.7	1.7

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



景気の現状認識を若干上方修正するも、先行きについては慎重な見方を維持。

FEDは12月13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、労働市場を中心にやや上方修正。声明では、「労働市場にやや改善がみられた」との認識を示した上で、「世界経済が減速するなかでも景気は緩やかに拡大している」と指摘。一方、景気の先行きについては、「国際金融市場の緊張が引き続き著しい下振れリスクとなっている」と指摘するなど、慎重な見方を維持。

今回のFOMCでは、市場が目指す追加金融緩和の実施は見送られた一方、次回FOMC（1月24、25日）から政策金利（FFレート）に関するFOMCメンバーの見通しを公表することを決定。

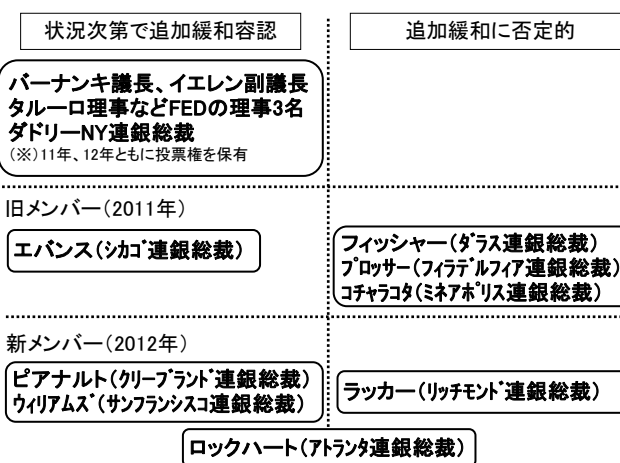
なお、本年1月から、追加緩和や低金利政策の長期化に否定的だった3名の連銀総裁が政策決定の投票メンバーから外れ、より緩和的な金融政策を打ち出しやすい環境に。次回FOMCでは、FEDが超低金利政策を維持する期間（2013年半ば）のさらなる延長を示唆する可能性も。市場でも、低金利政策の一段の長期化は避けられないとの見方が大勢。

FOMC声明(要旨)

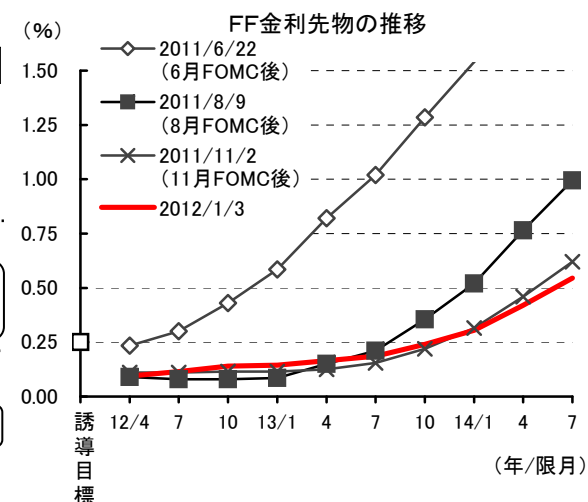
今回(12月13日)		前回(11月1、2日)
0～0.25%のレンジ(据え置き)。 - 経済状況が少なくとも2013年半ばまで異例な低金利を正当化する可能性が高いと想定。	FFレート(誘導目標)	0～0.25%のレンジ(据え置き)。 - 経済状況が少なくとも2013年半ばまで異例な低金利を正当化する可能性が高いと想定。
- 景気は、世界経済が減速するなかでも緩やかに拡大。 労働市場の状況はやや改善しているが、失業率は依然高止まり。個人消費は引き続き増加。 - インフレは今年初めより緩やかになり、長期のインフレ期待もなお安定。 - 今後数四半期にわたり緩やかな景気回復ペースを引き続き予想するが、国際金融市場の緊張が引き続き景気見通しに対する著しい下振れリスクとなっている。 - 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。	景気判断・インフレ認識	- 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、ここ数ヵ月、拡大ペースがやや加速した。 - インフレは今年初めより緩やかになり、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。
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	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。

(資料)FRBを基に日本総研作成

FOMCで投票権を持つメンバーの交代



(資料)FRB、Bloomberg L.P. などをもとに日本総研作成。



(資料)FRB、Chicago Board of Trade

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年1月

欧州経済概説（2012年1月）

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

ユーロ圏景気は悪化。

- ・2011年10月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.1%と2ヵ月連続で減少。欧州銀による資金引き揚げ等を受け中東欧を中心に新興国景気が減速するなか、域外からの受注が減少傾向に。
- ・一方、ユーロ圏の個人消費は低迷が長期化。雇用情勢の悪化、債務問題が消費者マインドを下押し。
- ・金融機関の貸出は軟調。企業・消費者マインドの悪化に伴う借入需要の減少に加え、欧州銀の貸出態度厳格化が背景。

【EUサミット、財政協定合意】

- ・2011年12月初、EU首脳会議において、英国を除くEU各国は「財政協定」を含む新条約の締結を目指すことで合意。
- ・合意内容は、①財政収支目標を各国の基本法に明記、②財政赤字が対名目GDP比3%を超えた場合の自動制裁の導入、③ESMの稼働前倒し、④IMFへの追加拠出、⑤10月末のユーロ圏「包括戦略」の迅速な実施、等。
- ・重債務国に対する金融安定網の抜本的拡充は先送り。イタリアスペインでは2012年前半に多額の国債償還が予定されており、今後両国のデフォルト懸念が強まる恐れ。
- ・こうしたなか、ECBは域内銀行への大規模な長期資金供給オペを実施。銀行間市場の緊張緩和、銀行による国債への投資拡大が期待されるものの、域内銀行は2012年前半に大量の社債償還を控えており、大半が同資金に充当される見込み。

【景気の見通し】

- ・ユーロ圏景気は、加盟各国で緊縮財政、雇用・所得環境の悪化が続くなか、①資金流出圧力にさらされている中東欧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金融不安に伴う企業の投資活動停滞、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、12月の理事会で、2ヵ月連続となる利下げと、銀行への期間3年の資金供給オペの実施を決定。一方、国債買入れ拡大は見送り。今後景気の下振れ明確化に伴い、過去最低水準（1.00%）を超えて追加利下げを行う見通し。
- ・独10年国債利回りは、欧州債務問題が深刻化するなか、安全資産選好の強まりにより低下。先行きは、緊縮財政等による景気悪化や、周辺国からの資金逃避が金利低下圧力として作用する一方、債務問題に伴うドイツの負担増懸念や、ユーロへの信認低下が上昇圧力として作用し、現行水準を中心に振れの大きい展開が続く見通し。

3. 英国景気の現状と展望

【景気の現状】

英国景気は悪化。

- ・2011年10月の英国製造業生産は、前月比▲0.7%の大幅減。輸出が、主力のEU向けの減少と、牽引役の新興国向けの頭打ちを主因に減少。
- ・一方、個人消費の低迷が長期化。雇用・所得環境の悪化や、住宅価格の低迷に伴う、消費者マインドの悪化が背景。

【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、声明で景気悪化によるインフレ率の大幅な低下リスクを強調するなど、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、景気の低迷や、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、当面低位安定が続く見通し。

債務問題の深刻化が実体経済を下押し。内外需ともに低迷。

<企業部門>

10月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.1%と2ヵ月連続で減少。鉱工業生産は2011年入り後、ほぼ横ばい圏内での推移が持続。欧州銀による資金引き揚げ等を受け中東欧諸国を中心に新興国景気が減速するなか、域外からの製造業受注が足許で減少傾向に。今後、輸出の減少を背景に、鉱工業生産も当面弱含みの推移となる見通し。

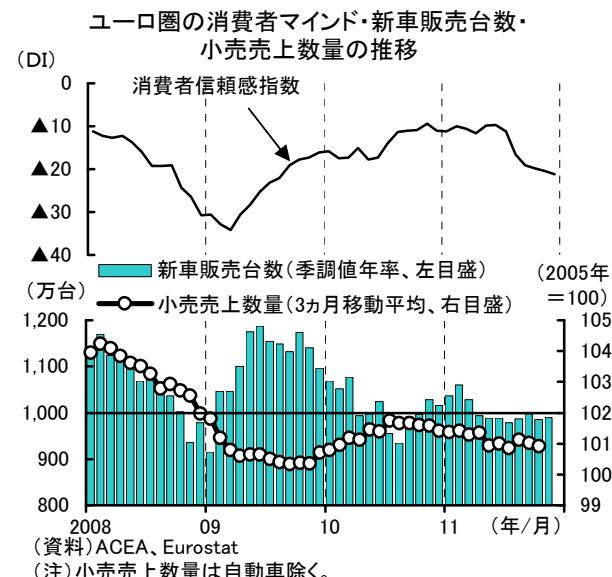
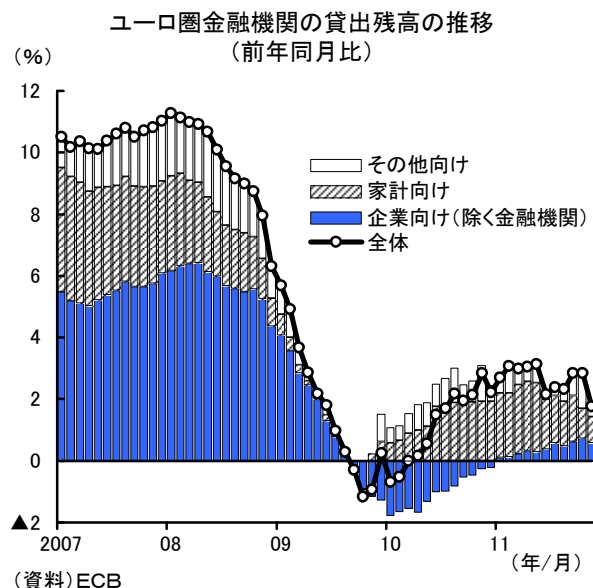
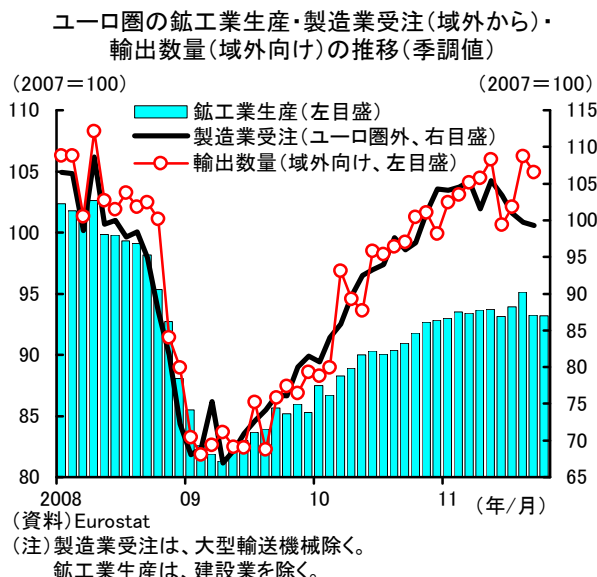
<家計部門>

一方、ユーロ圏の個人消費は低迷が持続。自動車販売台数、小売売上数量ともに低水準での推移が持続。背景として、雇用環境の悪化や、欧州債務問題の深刻化を受けた消費者マインドの悪化が指摘可能。

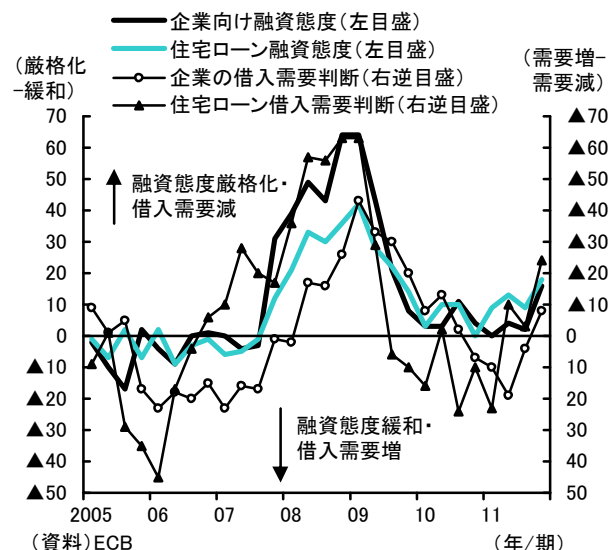
<金融セクター>

11月のユーロ圏金融機関による貸出残高は、前年比+1.8%と前月（同+2.8%）から伸びが鈍化。企業向け貸出の低迷が続いているほか、足許では家計向け貸出の伸びも鈍化傾向に。

企業・消費者マインド悪化に伴う借入需要の減少に加え、債務問題深刻化を受けた欧州銀の貸出態度厳格化が背景。ECBは積極的に流動性供給を行なっているものの、欧州銀の信用不安が払拭されない限り、景気支援効果は限られる見込み。



ユーロ圏金融機関の融資態度と借入需要判断DIの推移



EU首脳は財政規律強化に合意したものの、安全網の拡充は先送り

12月初のEU首脳会議において、英国を除くEU各国は「財政協定」を含む新条約の締結を目指すことで合意。具体的内容は、①景気変動の影響を除いた構造的財政赤字を対名目GDP比0.5%未満に制限、②財政赤字が同3%を超えた場合の自動制裁の発動、等。

一方、重債務国に対する金融安定網の抜本的拡充は先送り。拡充策として、①ECBの大規模な国債買入れ、②EFSF・ESMへの各国の拠出金増額による支援能力拡大、③ESMの銀行化によるECBからの融資受け入れ、④ユーロ共同債の導入、等が期待されるものの、最大の支援国ドイツ、ECBともに慎重姿勢を崩さず。

安全網拡充の先送りを受けて、重債務国の長期金利は高止まり。2012年前半に、イタリア・スペインで多額の国債償還が予定されていることから、今後イタリア・スペインでデフォルト懸念が強まる恐れ。「財政協定」に関しても、その基準は財政健全国のドイツでさえ達成が難しい厳格さ。今後、各国に一層の緊縮財政を強いることにより、景気悪化を増幅させる恐れ。

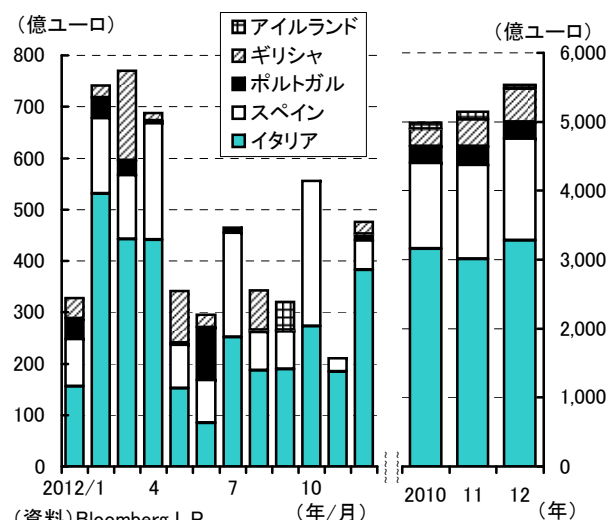
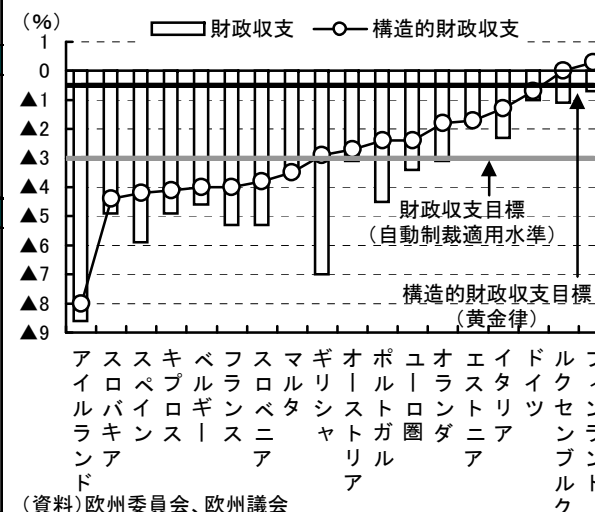
こうしたなか、ECBは域内銀行への大規模な長期資金供給オペを実施。銀行間市場の緊張緩和、銀行による国債への投資拡大が期待されるものの、域内銀行は2012年前半に大量の社債償還を控えており、大半が同資金に充当される見込み。実際、ECBへの預金残高が過去最高に。

EU首脳会議(12月8～9日)での主な合意事項

新条約の制定	
・ 2012年3月までに、英国を除くEU26カ国で、「財政協定」を含む新条約の締結を目指す。	
「財政協定」	
・ 構造的財政赤字を対名目GDP比0.5%未満に制限する「黄金律」を、各国の基本法に明記する。	
・ 財政赤字が対名目GDP比3%を超えた場合、ユーロ圏加盟国の過半数の反対がない限り、自動的に制裁が発動される。	
・ EU機関による各国の予算案や経済情勢の監視・評価体制を強化。	
債務問題安定化策の強化	
・ レバレッジによるEFSF(4,400億ユーロ)の支援能力拡大の迅速な実施。	
・ ESM(欧州安定メカニズム: 恒久的救済基金、ユーロ圏各国が資本金を投入する欧州版IMF、支援能力は最大5,000億ユーロ)の稼働を、2013年半ばから2012年7月に前倒し。	
・ EFSFは2013年半ばまで稼働し、当面はESMとの併用。その後ESMに引き継ぎ。	
・ 2012年3月に、EFSFとESMを合わせた支援能力の上限見直しを実施(現在の上限は5,000億ユーロ)。	
・ ESMによる支援の際の民間投資家負担は、IMFの基準・事例に従う。	
・ EU各国はIMFに2,000億ユーロを追加拠出し、危機対応を求める。	

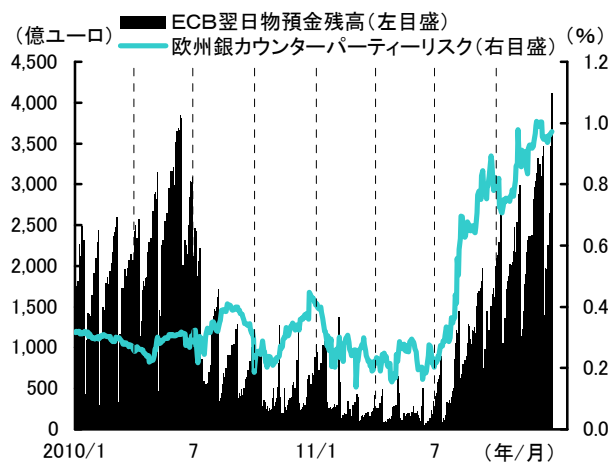
(資料) 欧州議会

PIIGS諸国の国債償還予定額

(資料) Bloomberg L.P.
(注) 前年末時点。ユーロ圏各国の財政収支と構造的財政収支の推移
(2012年見通し、対名目GDP比)

(資料) 欧州委員会、欧州議会

ユーロ圏銀行間リスクと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ヵ月物銀行間金利-翌日物金利スワップ(3ヵ月物)。

輸出の減少、個人消費の低迷により低迷長期化。

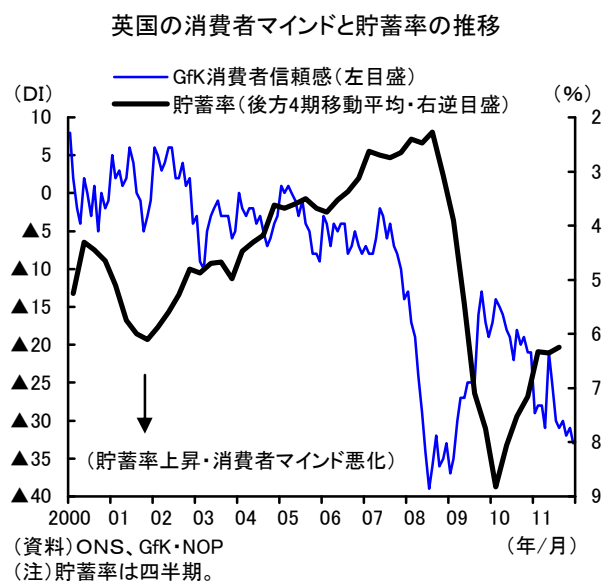
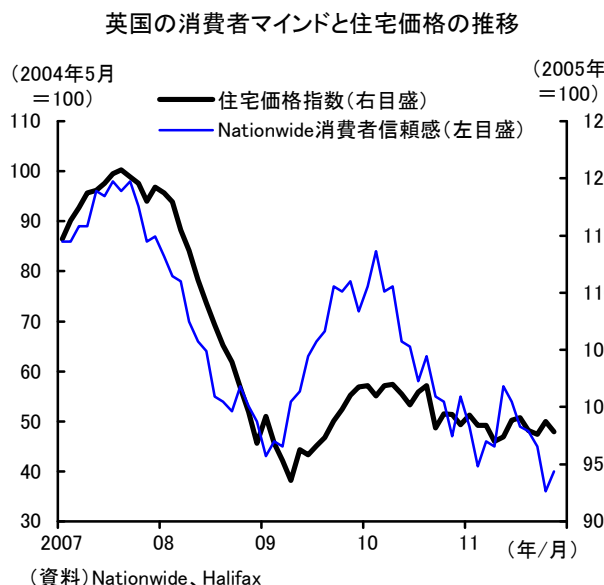
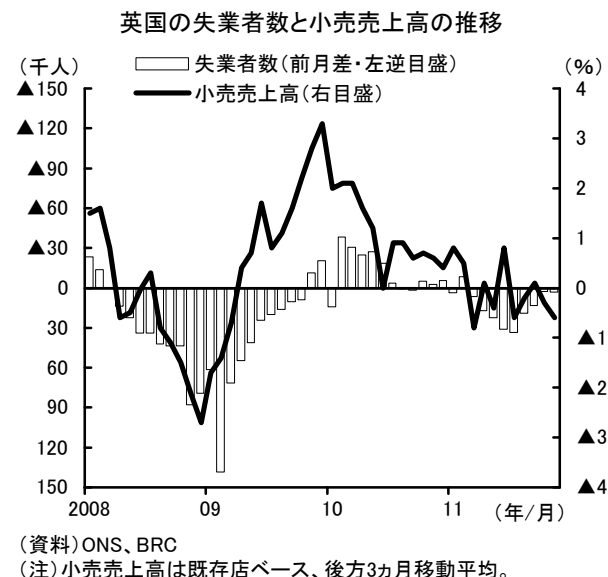
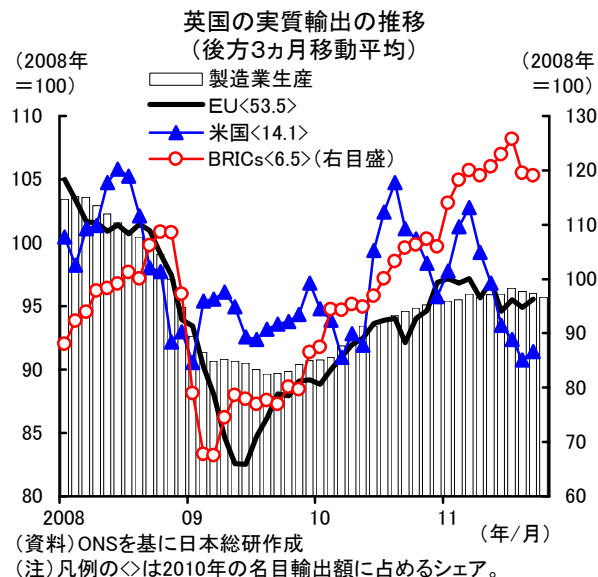
<企業部門>

10月の英国製造業生産は前月比▲0.7%の大幅減。背景には輸出の減少。主力のEU向けが、欧州債務問題の深刻化等を受けた景気悪化に伴い低迷。牽引役となってきた新興国向けも、新興国景気の拡大ペース鈍化を受け、足許で頭打ちに。

<家計部門>

一方、個人消費についてみると、11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2ヵ月連続の減少。背景として、失業者数の増加が続くなど、雇用の悪化が指摘可能。

また、住宅価格の低迷が消費者マインド悪化に作用。住宅価格の低迷が長期化するなか、消費者マインドの顕著な改善は期待し難く、貯蓄率の高止まりを通じて、個人消費を抑制し続ける見通し。



輸出の牽引力減衰や内需低迷を受け、マイナス成長へ。

ユーロ圏景気は、加盟各国で緊縮財政、雇用・所得環境の悪化が続くなか、①資金流出圧力にさらされている中東欧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金融不安に伴う企業の投資活動停滞、なども加わり、年央にかけてマイナス成長が続く見込み。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、原油高の影響一巡や景気の低迷を背景に、ECBの目標水準（2%未満）に向けて鈍化していく見込み。

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BOE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	▲ 2.4	▲ 1.4	▲ 0.8	0.7	0.8	1.9	1.6	▲ 0.8
	消費者物価指数	2.5	2.8	2.7	2.9	2.3	1.9	1.7	1.5	1.6	2.7	1.9
	ドイツ	実質GDP	5.5	1.1	2.0	▲ 2.0	▲ 0.4	▲ 0.3	1.3	3.7	3.0	0.1
		消費者物価指数	2.1	2.5	2.7	2.7	2.0	1.8	1.7	1.1	2.5	1.8
	フランス	実質GDP	3.7	▲ 0.2	1.2	▲ 2.4	▲ 1.3	▲ 0.7	0.5	1.5	1.5	▲ 0.7
		消費者物価指数	2.0	2.2	2.3	2.3	1.9	1.6	1.5	1.7	2.2	1.7
英国	実質GDP	1.7	▲ 0.0	2.3	▲ 2.0	▲ 2.1	0.6	0.4	0.4	2.1	0.9	▲ 0.4
	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）

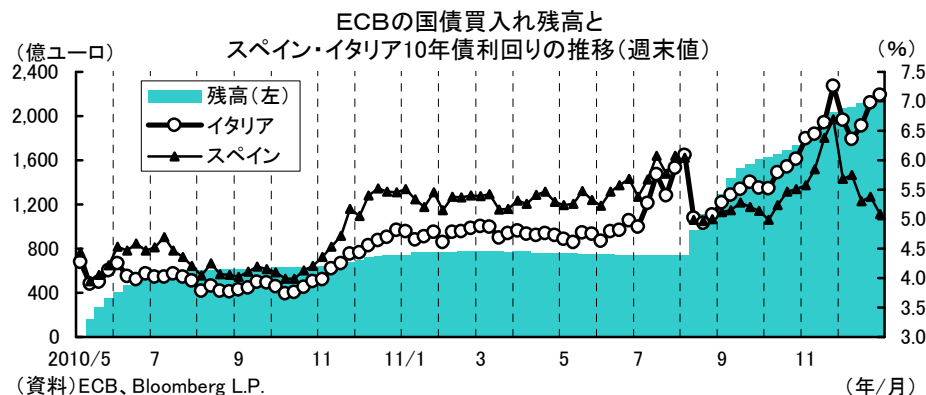
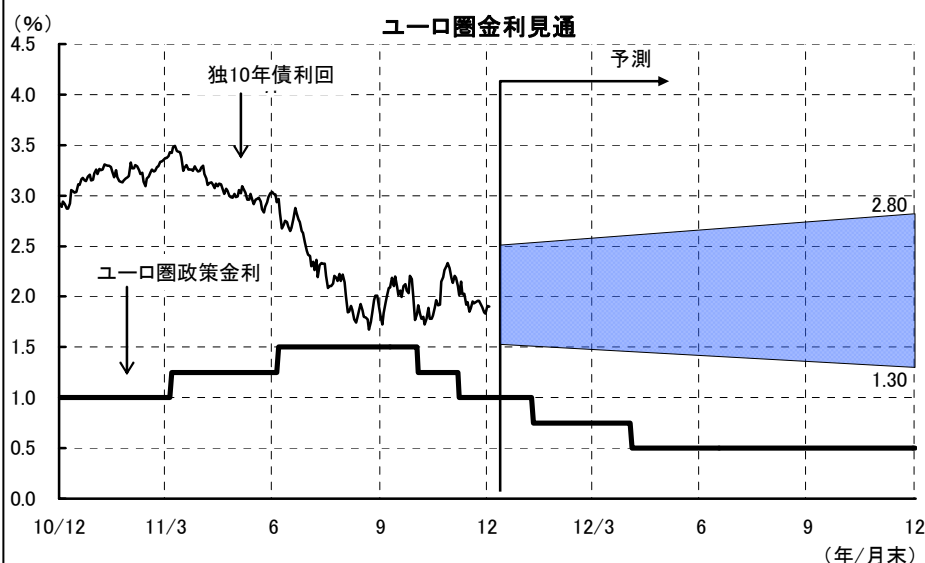
ECBは2ヵ月連続の利下げ。流動性供給は拡充も、国債買入れ拡大には慎重。

ECBは、12月の理事会で、2ヵ月連続となる0.25%の利下げと、銀行への期間3年の資金供給オペの実施を決定。一方、国債買入れ拡大は見送り。今後、景気の下振れ明確化に伴い、過去最低水準（1.00%）を超えて追加利下げを行う見通し。

独10年国債利回りは、欧州債務問題が深刻化するなか、安全資産選好の強まりにより低下。先行きは、緊縮財政等による景気悪化や、周辺国からの資金逃避が金利低下圧力として作用する一方、債務問題に伴うドイツの負担増懸念や、ユーロへの信認低下が上昇圧力として作用し、現行水準を中心に振れの大きい展開が続く見通し。

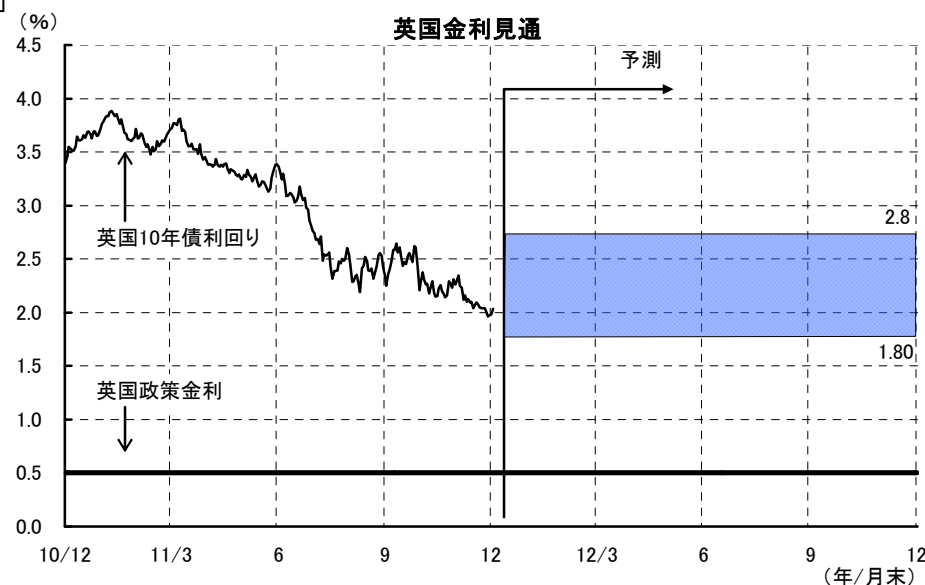
BOEは、声明で景気悪化によるインフレ率の大幅な低下リスクを強調するなど、景気回復を優先する姿勢。現行の政策金利水準を維持するとともに、景気悪化に応じて量的緩和拡大も視野。

英10年国債利回りは、景気の低迷や、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等により、当面低位安定が続く見通し。



<ECBの国債買入れ策>

ECBは2011年8月以降、国債買入れを再開し、一時的に重債務国の長期金利の低下に寄与。もっとも足許では、インフレ警戒感や中央銀行の独立性の観点などから、国債買入れ拡大に慎重姿勢を堅持。イタリアでは長期金利が7%を上回る水準まで上昇。



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>

2011年12月のWTI先物は、欧州債務問題の深刻化やそれを受けたドル高ユーロ安などを背景に、月半ばにかけて、11月上旬以来となる90ドル台前半まで下落。もっとも、その後は米景気指標の改善やイラン情勢の緊迫化などを受け、再び100ドル前後へ上昇。

なお、14日に開催されたOPEC総会では、イラクを含む新たな生産枠を日量3,000万バレルとすることで合意。現状の生産水準を追認する内容であったことから、市場の反応は限定的。

<投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、12月半ば以降やや減少。欧州債務問題の深刻化などを受け、投資家にリスク回避の動き。

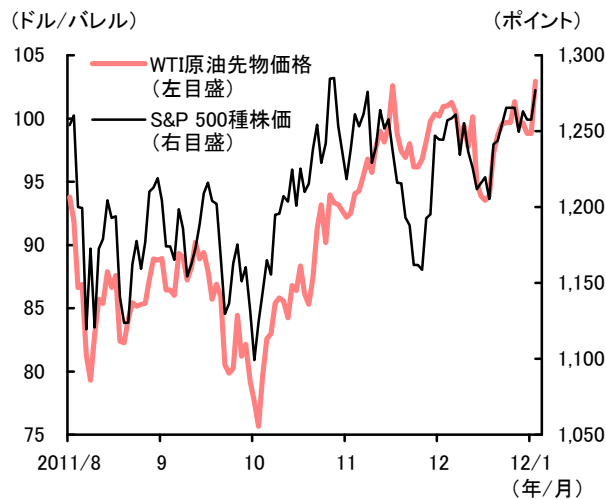
<原油価格見通し>

WTI先物は、欧州債務問題の深刻化や、世界景気に対する先行き不透明感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価格押し上げ要因に。

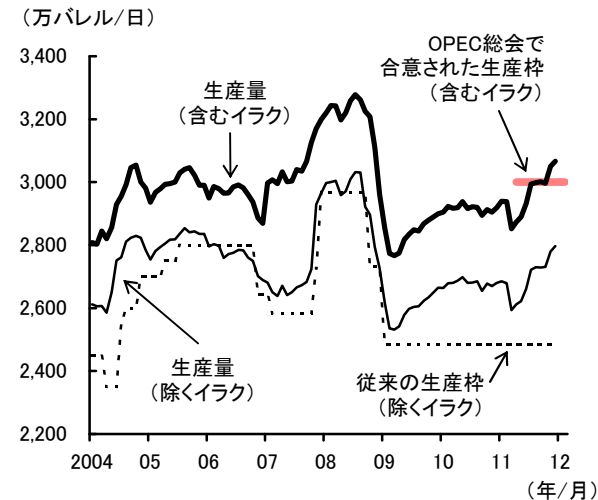
上下両方向の圧力が並存するなか、当面、現行水準を中心としつつも、振れの激しい展開となる見通し。

WTI原油先物価格と米S&P500種株価



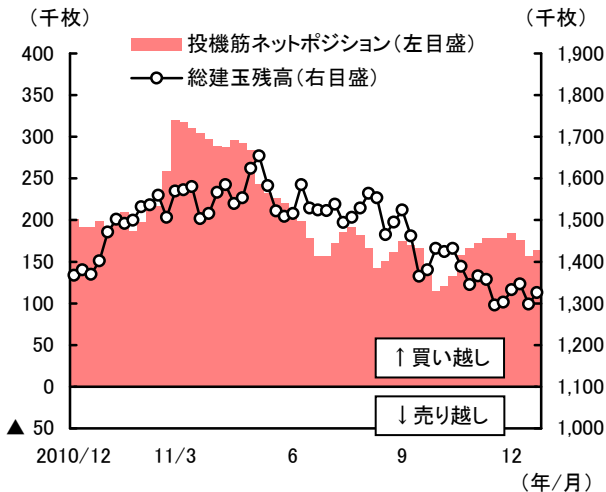
(資料) Bloomberg L.P.

OPECの原油生産量と生産枠



(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」。

WTI原油先物価格見通し
(期近物、週平均)



(資料) Bloomberg L.P.

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年1月

イラン情勢：米国による原油禁輸措置が、市場の波乱要因に。

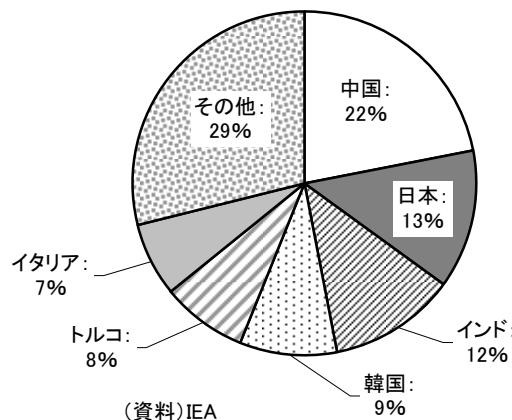
米議会は12月中旬に、イランに対する追加制裁法案を可決。同法案では、イラン中央銀行と取引のある外国金融機関に対して、米金融機関とのドル取引を制限。イランの原油取引では主にイラン中央銀行が輸入代金の決済を担っており、実質的にイランからの原油輸入が困難に。

法案には、制裁の適用までに半年間の猶予が設けられているほか、大統領判断で制裁の適用を一定期間免除できる特例等が盛り込まれているものの、制裁の効力を大きく損なう措置は期待しづらい状況。

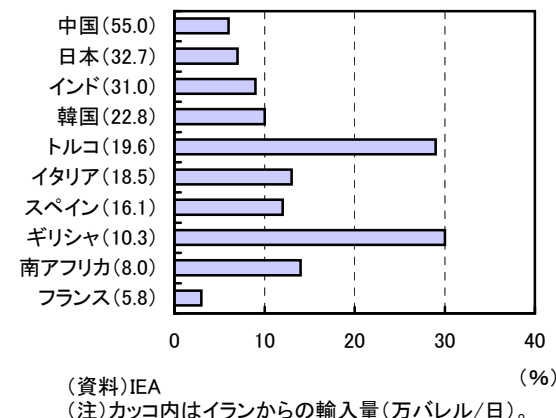
イランの原油輸出先をみると、わが国を含むアジア向けが全輸出量の5割以上を占めており、アジア市場への影響が大。また、債務問題を抱える南欧諸国でも、イラン産原油への依存度が高く、対応を迫られる可能性。

イランの原油生産量は日量約350万バレル（うち輸出量は同約250万バレル）と、OPECの余剰生産能力に匹敵する規模。イランの原油輸出が大幅に減少した場合、その他OPEC加盟国による代替が期待される一方、OPECの余剰生産能力が大幅に縮小する公算。世界的に高水準の原油需要が見込まれるなか、供給能力への不安が原油価格の大幅な上昇を招く恐れも。

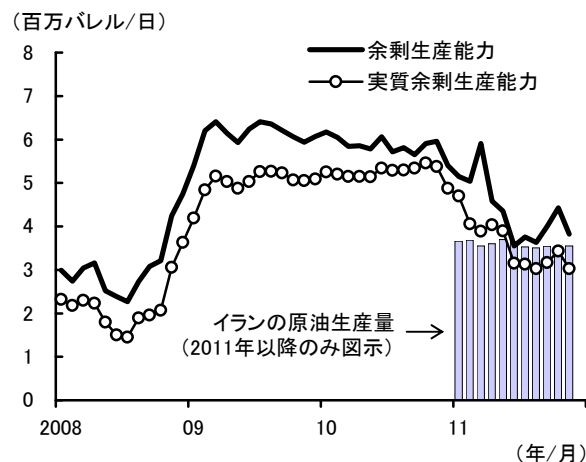
イランの原油輸出量の国別割合
(2011年1～9月)



各国の原油輸入に占めるイランの割合
(2011年1～9月、輸入量上位10カ国)



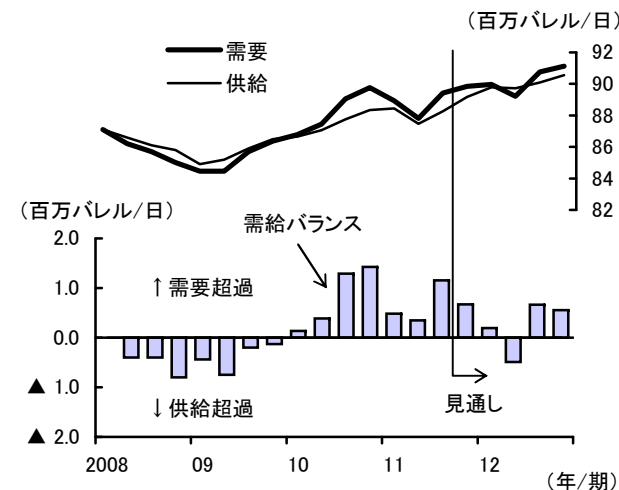
OPECの余剰原油生産能力
(イランを除く)



(資料)IEA

(注)実質余剰生産能力は、政情不安などで実質的に増産が難しい国(2011年11月時点では、イラク、ナイジェリア、ベネズエラ、リビア)を除いた余剰生産能力。

原油の需給バランス



(資料)IEA

(注)2011年10～12月期以降は、OPEC加盟国の生産量を日量3,000万バレル(生産枠水準)と仮定。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年1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
08/5	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
11/12	0.30	0.078	0.33	0.43	0.38	0.49	1.00	1.00	1.475	1.40	77.85	102.58	8505.99	0.07	0.37	1.97	12075.68	1.36	1.99

（注）公定歩合とプライムレートは月末値。