

海外経済展望

2012年2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2012年2月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記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 : 03-6833-6096	Mail : murase.takuto@jri.co.jp)
欧州経済・金利	: 菊地 (Tel : 03-6833-6228	Mail : kikuchi.hideaki@jri.co.jp)
原油動向	: 藤山 (Tel : 03-6833-2453	Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)

米国経済概説 (2012年2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。生産・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。

<2011年10～12月期実質GDP速報>

- ・2011年10～12月期実質GDPは前期比年率+2.8%と、2010年4～6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、在庫投資の増加が成長率の押し上げに寄与。

<設備投資>

- ・企業の設備投資は、足許で増勢が大きく鈍化しており、先行指標である資本財受注（非国防・航空）の伸びも頭打ちに。
- ・企業の投資マインドは改善傾向にあるものの、2012年初からの設備投資減税縮小に伴い、企業の投資活動は一時的に伸び悩む公算。

<雇用情勢>

- ・12月の非農業部門雇用者数は前月差+20.0万人と、過去2ヵ月に比べ増加ペースが加速。もっとも、12月の雇用者数の増加を業種別にみると、小売や宅配など年末商戦関連の一時雇用が増勢加速の主因。

2. トピックス

①製造業の対外競争力

- ・堅調な生産活動の背景として、米製造業の対外競争力の高まりが指摘可能。
- ・1990年代以降、企業のコスト削減努力や生産性上昇に伴い、米国内製造業の単位労働コストは大きく低下。ドル安の進行もあり、米国内生産のコスト競争力は相対的に改善。
- ・こうしたなか、新興国での生産を米国内に戻す計画を発表するなど、米製造業に国内生産回帰の動き。米製造業の対外競争力の上昇が生産活動・設備投資を下支えする公算。

②FED WATCH

- ・FEDは、長期間にわたり雇用の改善が緩慢なものにとどまるとの経済見通しのもと、これまで「2013年半ばまで」が妥当としてきた超低金利政策の継続期間を「2014年終盤まで」に延長。
- ・「2014年終盤まで」という超低金利政策の継続期間延長は、事前の市場予想よりも踏み込んだ措置。今回の決定を受け、中長期債の金利は一段と低下。
- ・もっとも、今回初めて公表されたFOMCメンバーの政策金利見通しをみると、17人中6人が2012～13年中の利上げ開始を予想するなど、見通しに大きなバラツキ。今後のインフレ動向次第では、緩和的な金融政策の継続を巡り、FOMC内で意見の対立が生じる可能性。

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。

2011年10～12月期実質GDP成長率+2.8%、6四半期ぶりの高い伸びに。

<2011年10～12月期実質GDP速報>

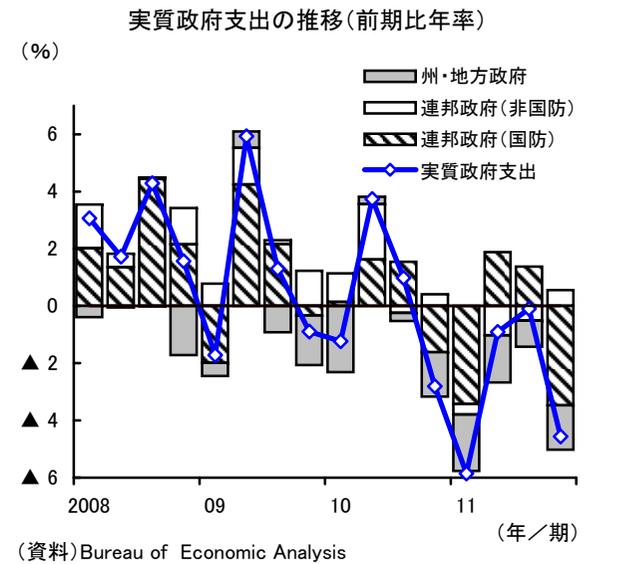
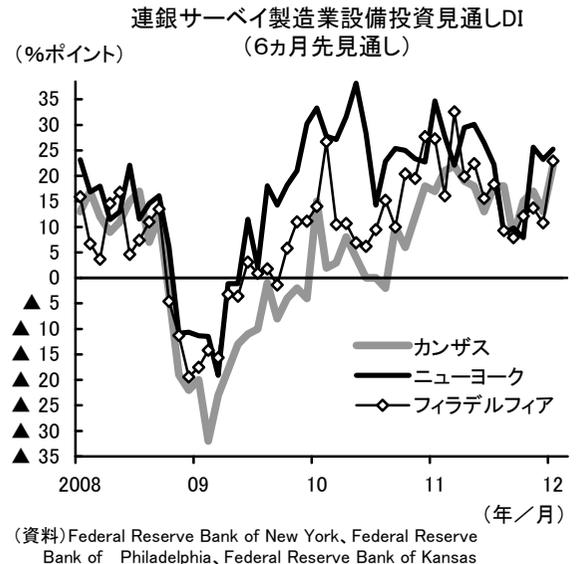
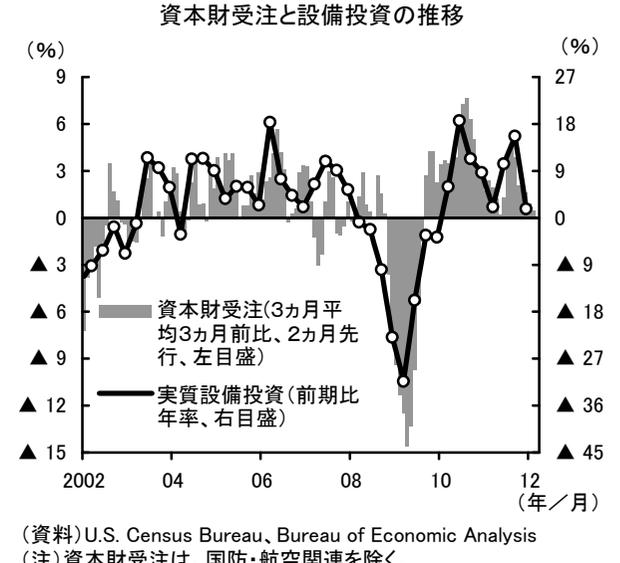
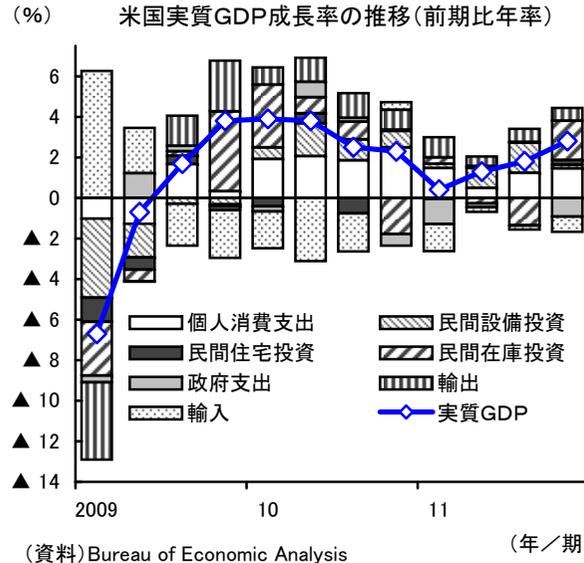
1月27日発表の2011年10～12月期実質GDP（速報値）は前期比年率+2.8%と、10年4～6月期以来の高い伸び。内訳をみると、個人消費の増勢加速（7～9月期：同+1.7%→10～12月期：同+2.0%）に加え、在庫投資の増加（前期比年率寄与：+1.9%ポイント）が成長率の押し上げに寄与。

<設備投資>

11年10～12月期の実質民間設備投資は前期比年率+1.7%と、前期（同+15.7%）に比べ大きく鈍化。先行指標である資本財受注（非国防・航空）の伸びも頭打ちに。企業の投資マインドは足許で改善傾向にあるものの、12年初からの減税縮小（設備投資の特別償却制度、11年：100%即時償却可⇒12年：50%即時償却可）に伴い、企業の投資活動は一時的に伸び悩む公算。

<政府支出>

11年10～12月期の実質政府支出は、前期比年率▲4.6%と5四半期連続の減少。内訳をみると、厳しい財政状況が続く州・地方政府で支出の減少が続いたほか、国防費も同▲12.5%と大幅に減少。



家計の所得増加は限定的であり、消費の拡大ペース維持は困難。

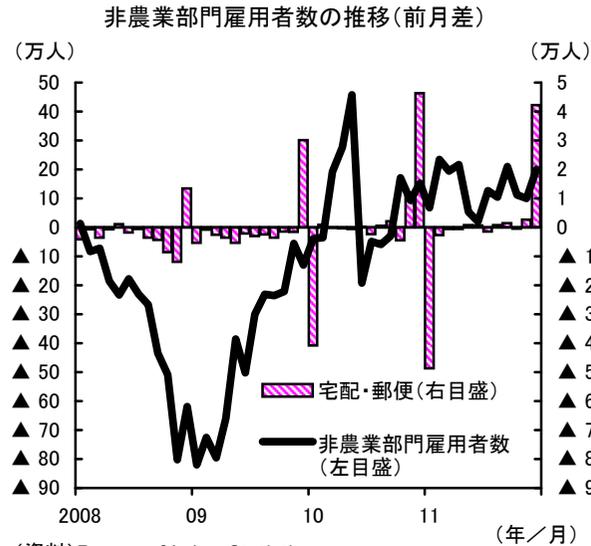
<雇用情勢>

12月の非農業部門雇用者数は前月差+20.0万人と、過去2ヵ月（10月：同+11.2万人、11月：同+10.0万人）と比べ増加ペースが加速。もっとも、12月の雇用者数の増加を業種別にみると、小売や宅配など年末商戦関連の一時雇用が増勢加速の主因。今後も雇用者数の力強い増勢が続くとみるのは早計。

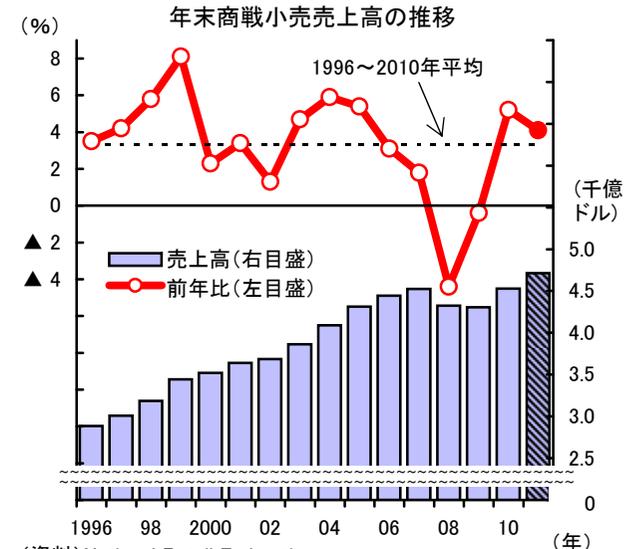
<個人消費>

全米小売業協会の集計によると、2011年の年末商戦の売上は前年比+4.1%と、過去15年間の平均（1996年～2010年：同+3.3%）を上回る伸び。大幅な値引きセールなど年末商戦期間中の販売促進策に加え、消費者マインドの持ち直しが、消費下支えに作用。実際、1月のミシガン大学消費者信頼感指数は75.0と、昨年8月以降、5ヵ月連続で上昇。とりわけ、経済の先行きに対する見通しが大きく改善。

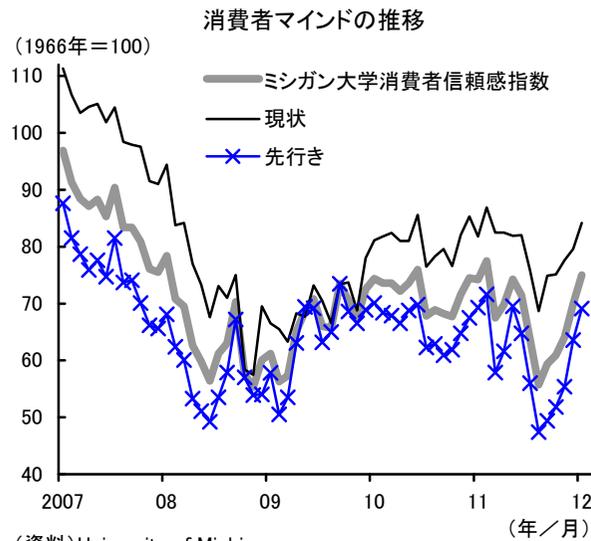
もっとも、家計の所得環境をみると、賃金の低迷を主因に所得の増加は限定的。貯蓄率が大きく低下しており、家計は貯蓄の抑制・取り崩しにより消費を拡大しているのが実情。所得環境の顕著な改善がみられない限り、消費の拡大ペース維持は困難。



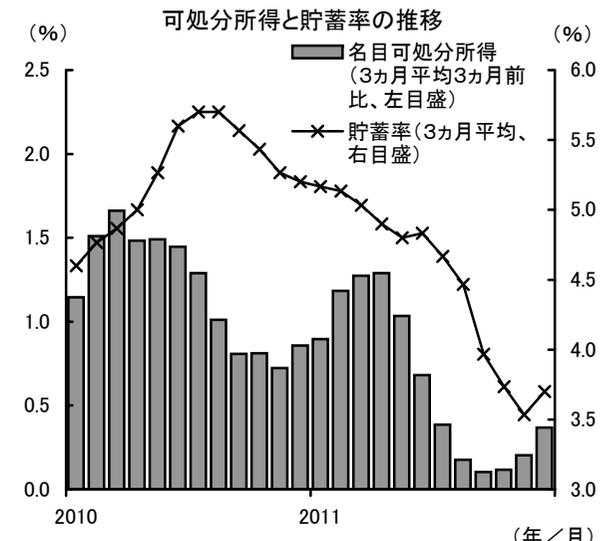
(資料) Bureau of Labor Statistics



(資料) National Retail Federation



(資料) University of Michigan



(資料) Bureau of Economic Analysis

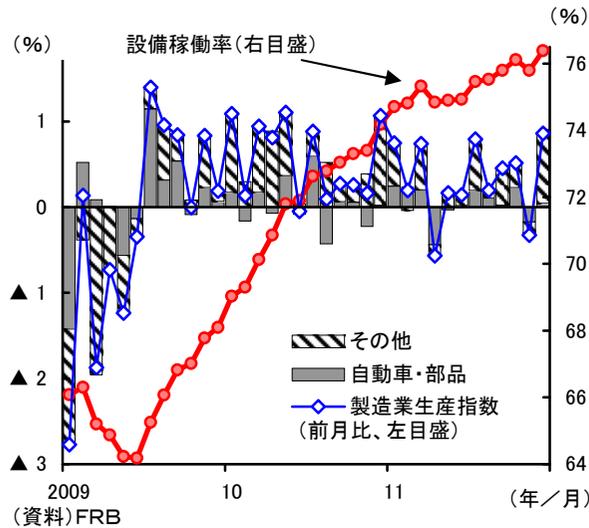
米製造業の対外競争力上昇が、生産活動・設備投資を下支え。

企業部門では、製造業の生産拡大が持続。12月の製造業生産指数は、前月比+0.9%と10年12月以来の高い伸び。設備稼働率も76.4%とリーマン・ショック前の水準を回復し、08年5月以来の高水準に。

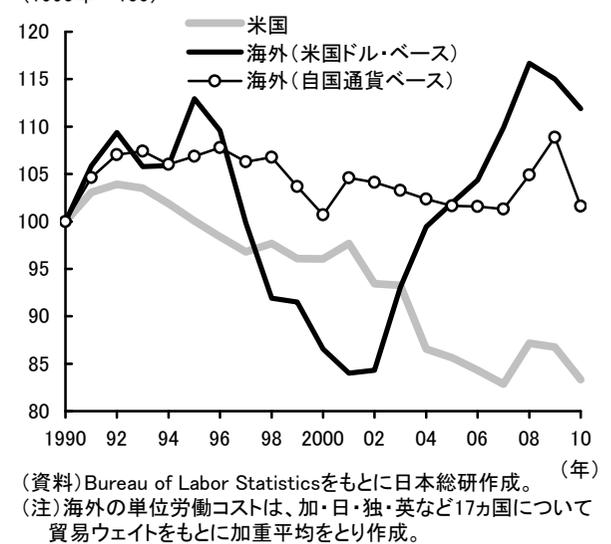
堅調な生産活動の背景として、米製造業の対外競争力の高まりが指摘可能。90年代以降、企業のコスト削減努力や生産性上昇に伴い、米国内製造業の単位労働コストは大きく低下。一方、米国外では、ドル安の進行などに伴い、2000年代前半から単位労働コストが大きく上昇しており、米国内生産のコスト競争力は相対的に改善。輸入物価と生産者物価をもとに内外価格差をみると、消費財を中心に総じて国内生産財の割安感が強まる方向で推移。

こうしたなか、新興国での生産を米国内に戻す計画を発表するなど、米製造業に国内生産回帰の動き。製造業の生産能力指数をみると、コンピューター・電子製品などの業種で生産能力の大幅な拡充がみられるほか、多くの業種で生産設備の縮小に歯止めがかかっており、米製造業の対外競争力の上昇が生産活動・設備投資を下支えする公算。

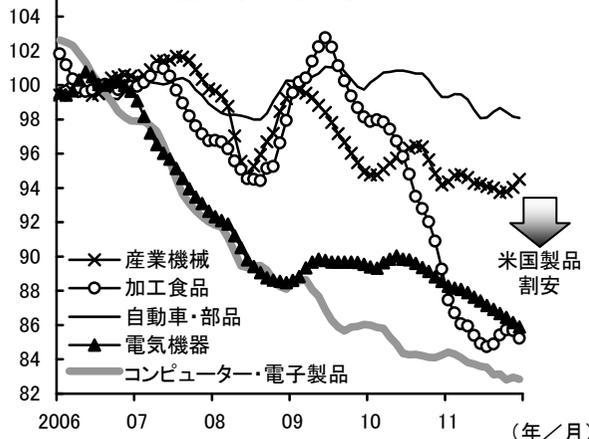
製造業生産指数と設備稼働率の推移



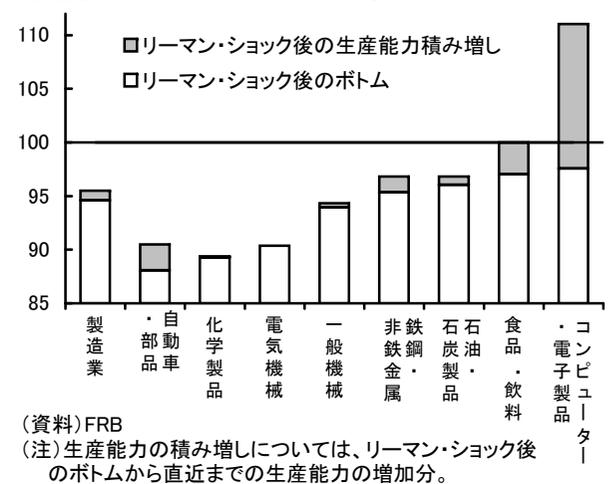
(1990年=100) 製造業の単位労働コストの推移



(2006年=100) 米国製品の内外価格差の推移
(生産者物価/輸入物価、2006年=100)



製造業の生産能力
(直近ピーク=100) (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、景気浮場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				2011年 (実績)	2012年 (予測)
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12		
実質GDP	0.4	1.3	1.8	2.8	1.6	2.0	2.0	2.2	1.7	2.0
個人消費	2.1	0.7	1.7	2.0	1.3	2.0	2.0	2.1	2.2	1.7
住宅投資	▲ 2.4	4.2	1.3	10.9	2.3	2.4	2.8	3.0	▲ 1.4	4.0
設備投資	2.1	10.3	15.7	1.7	0.2	4.8	6.3	7.2	8.6	5.0
在庫投資	0.3	▲ 0.3	▲ 1.4	1.9	0.8	0.2	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.4
政府支出	▲ 5.9	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 4.6	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 2.1	▲ 1.1
純輸出	▲ 0.3	0.2	0.4	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0
輸出	7.9	3.6	4.7	4.7	4.8	5.7	6.2	6.5	6.8	5.1
輸入	8.3	1.4	1.2	4.4	4.9	5.4	5.6	5.6	5.0	4.4
実質最終需要	0.0	1.6	3.2	0.8	0.8	1.8	2.0	2.3	1.9	1.6
消費者物価	2.1	3.4	3.8	3.3	2.4	2.0	1.8	1.8	3.2	2.0
除く食料・エネルギー	1.1	1.5	1.9	2.2	2.0	1.8	1.6	1.6	1.7	1.7

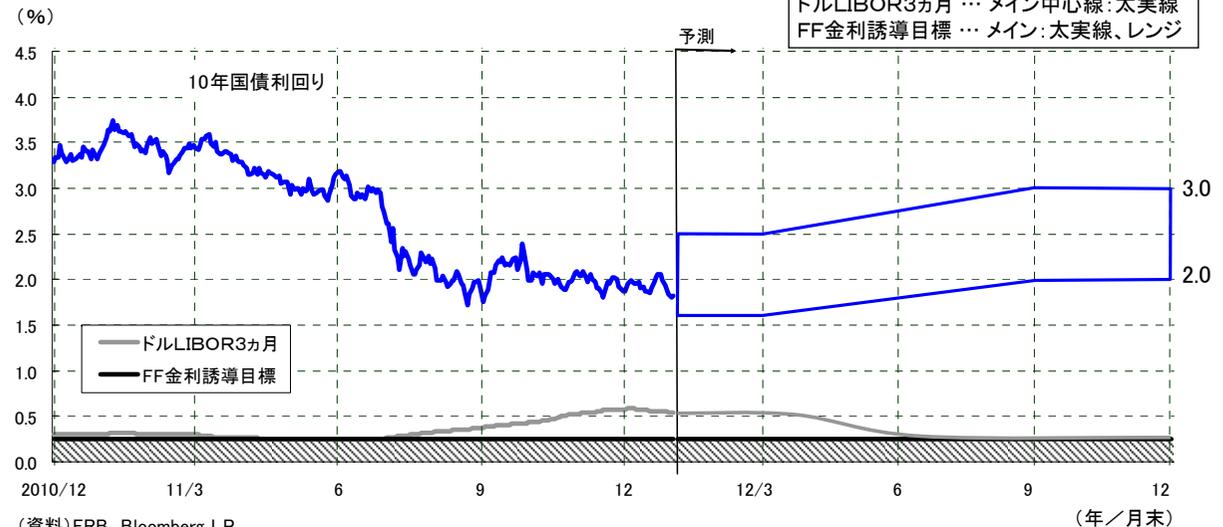
予測

(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

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 LP.

(年/月末)

現行の超低金利政策を「2014年終盤まで」継続することを示唆。

FEDは1月24、25日のFOMCで、①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、②最新の経済見通しの発表、③FOMCメンバーの利上げ開始時期・政策金利見通しの発表、④2014年終盤までの現行政策金利の維持、⑤FOMCの長期目標・政策方針に関する声明文の発表、などを決定・実施。

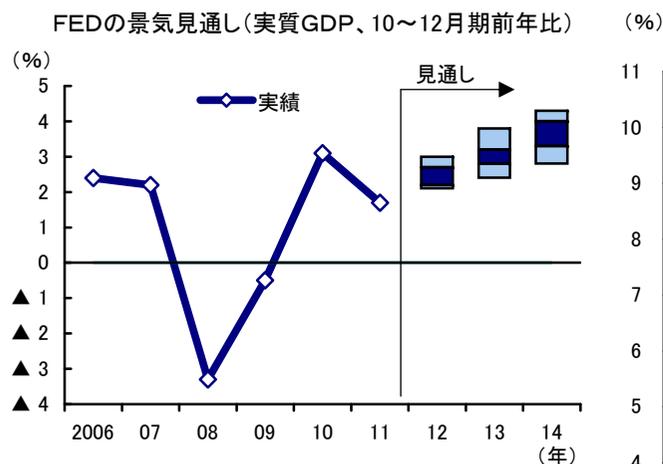
まず、最新の経済見通しでは、実質GDP成長率（10～12月期前年比）の中心レンジを、12年が+2.2%～+2.7%、13年が+2.8～+3.2%と予測。緩やかに成長率が加速していくとの見方を維持しつつも、前回予測（2011年11月公表、12年：+2.5～+2.9%、13年：+3.0～+3.5）から小幅下方修正。一方、失業率の見通しは、14年末時点（10～12月期中平均）で6.7～7.6%と、長期間にわたり雇用の改善が緩慢なものにとどまると予測。

こうした経済見通しのもと、FEDはこれまで「2013年半ばまで」が妥当としてきた超低金利政策の継続期間を「2014年終盤まで」に延長。

FOMC声明(要旨)

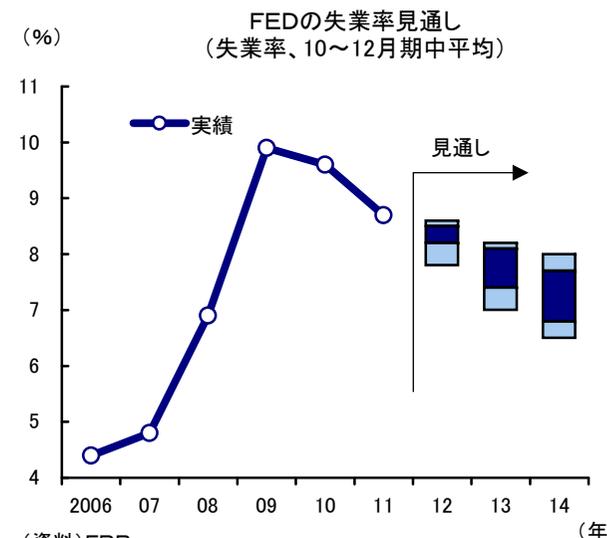
今回(2012年1月24、25日)		前回(2011年12月13日)
<ul style="list-style-type: none"> 景気回復と適正なインフレ水準の実現を支援するため、非常に緩和的な金融政策を維持する方針。 FFレートの誘導目標は0～0.25%のレンジに据え置き。 経済状況が少なくとも2014年終盤まで異例な低金利を正当化する可能性が高いと想定。 9月のFOMCで発表した「保有証券の平均残存期間延長」などの政策を継続。 	金融政策	<ul style="list-style-type: none"> FFレートの誘導目標は0～0.25%のレンジに据え置き。 経済状況が少なくとも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。 9月のFOMCで発表した「保有証券の平均残存期間延長」などの政策を継続。
<ul style="list-style-type: none"> 景気は世界経済が減速するなかでも緩やかに拡大。 労働市場の状況は一段と改善しているが、失業率は依然高止まり。個人消費は引き続き増加。 インフレはここ数ヶ月抑制されており、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	<ul style="list-style-type: none"> 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。

(資料)FRBを基に日本総研作成



(資料)FRB

(注1)見通し囲み部分は予想レンジ、内、濃い部分が中心レンジ。
(注2)中心レンジは全員の見通しから上位、下位それぞれ3人分を除いて幅で示したもの



(資料)FRB

(注)見通しは囲み部分は予想レンジ、内、濃い部分が中心レンジ。

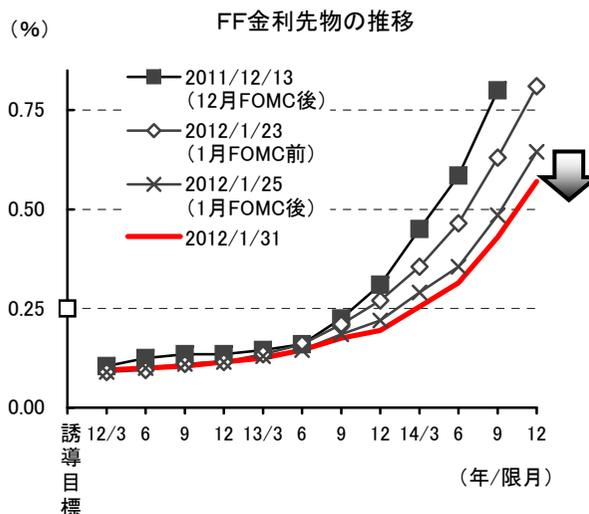
(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年2月

緩和的な金融政策の継続を巡り、FOMC内の意見対立が鮮明化する可能性。

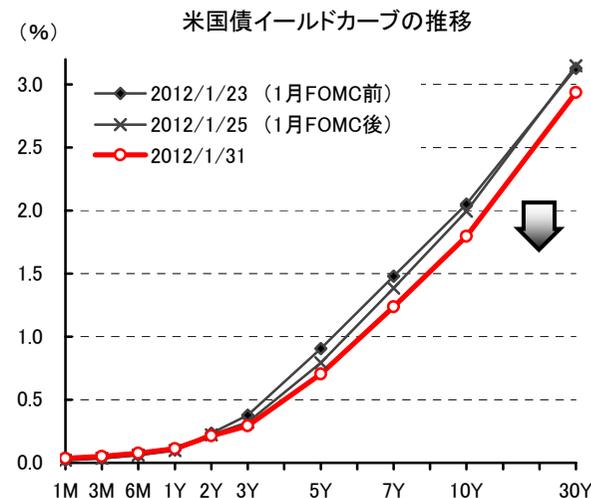
「2014年終盤まで」という超低金利政策の継続期間延長は、事前の市場予想よりも踏み込んだ措置。米国の金利は、短期・中期ともに、既に歴史的な低水準にあるものの、今回の決定を受け、中長期債の金利は一段と低下。

また、今回初めて発表された「FOMCの長期目標・政策方針」に関する声明文では、長期的なインフレ率の目標値を個人消費デフレーターで年率+2%と明示する一方、雇用の最大化（数値基準は明示せず）も政策目標であることを強調。バーナンキ議長もFOMC後の記者会見で、雇用改善のためにインフレ率の上振れを許容する可能性に言及。超低金利政策の長期化とあわせ、金融政策を通じ景気・雇用回復を支援するというFEDの姿勢が強く感じられる内容。

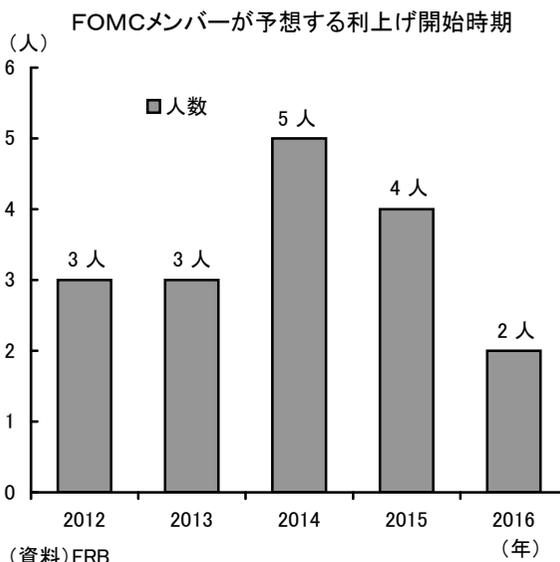
もっとも、FOMCメンバーの政策金利見通しをみると、17人中6人が2012～13年中の利上げ開始を予想するなど、見通しに大きなバラツキ。インフレ・リスクを警戒するメンバーからは、14年末までに政策金利を2.75%まで引き上げることになるとの予想も。今後のインフレ動向次第では、緩和的な金融政策の継続を巡り、FOMC内で意見の対立が生じる可能性。



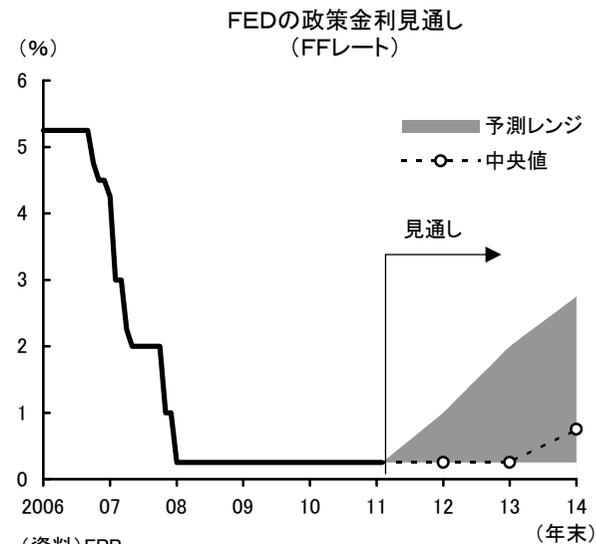
(資料)FRB、Chicago Board of Trade



(資料)Bloomberg L.P.



(資料)FRB



(資料)FRB

欧州経済概説（2012年2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11月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.1%と3ヵ月連続で減少。輸出の頭打ちを背景に、牽引役のドイツでも同▲0.6%と弱含み。
- ・ユーロ圏金融機関が貸出抑制姿勢を強めるなか、企業の設備投資も減少。
- ・一方、個人消費は低迷持続。11月の小売売上高は前月比▲0.8%と大幅減少。背景には雇用の悪化。

【債務問題とEUサミット】

- ・1月30日のEU首脳会議において、英国・チェコを除くEU25カ国は、均衡財政の法制化を柱とする「財政協定」に合意。
- ・もっとも、債務問題の先行き不透明感は払拭されず。まず、ギリシャと民間債権者の間での債務削減協議が難航。
- ・また、金融安全網の拡充は先送り。S & Pによる格下げに伴い、EFSFの支援能力低下のリスク。こうした中でも、ESM・EFSFの規模拡大にドイツは反対姿勢。IMFによる融資枠拡大についても米国が慎重姿勢で実現は不透明。
- ・フランス大統領選などリスクイベントが控えており、今後も欧州債務問題は世界経済の攪乱要因となり続ける見通し。

【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、1月に政策金利を過去最低水準（1.00%）で据え置き、昨年12月に実施した長期流動性供給の効果を見極める姿勢。今後、インフレ圧力の緩和、景気の下振れが明確化するのに伴い、追加利下げに踏み切る見通し。
- ・独10年国債利回りは、景気悪化、ギリシャの債務削減協議の難航を背景とした安全資産選好の強まり、等により低下。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、2%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】

- 英国の10～12月期実質GDP成長率は前期比年率▲0.8%とマイナス成長に転化。
- ・主因は製造業の落ち込み。債務問題等を受けた欧州景気の悪化に伴う、ユーロ圏・中東欧向け輸出の減少が背景。
- ・一方、個人消費の低迷が長期化。消費者マインドの悪化に歯止めがかからず。

【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、資産買い入れ枠も拡大する見込み。
- ・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实体经济を下押し。企業・家計部門ともに低迷長期化。

ユーロ圏では景気悪化が明確化。イタリア中銀が中心となって推計するユーロ圏の月次GDP（ユーロコイン指数）は、1月まで4ヵ月連続でマイナスに。

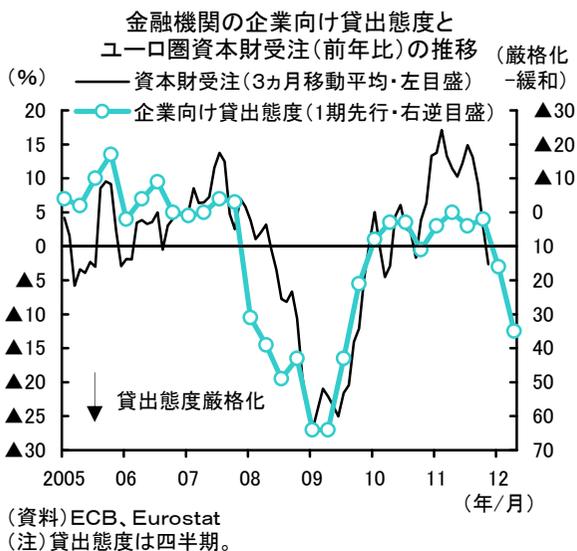
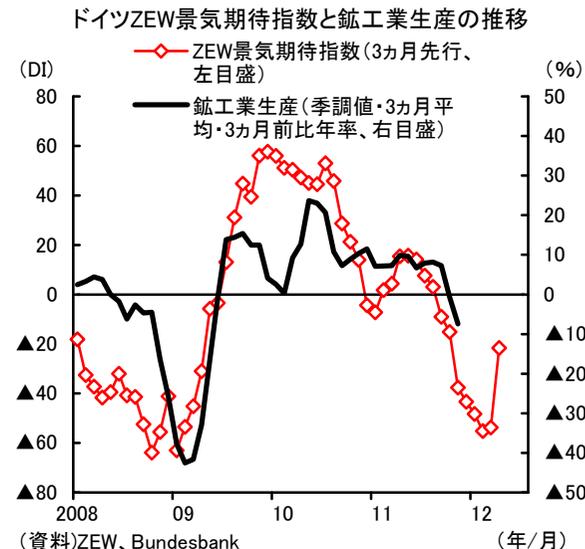
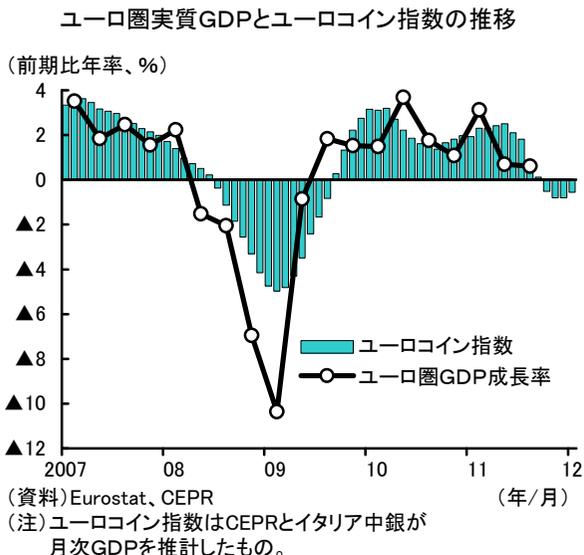
<企業部門>

2011年11月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.1%と3ヵ月連続で減少。輸出の頭打ちを背景に、牽引役のドイツでも同▲0.6%と弱含み。ZEW景気期待指数は、足許で急回復したものの、水準は依然として低く、2012年前半のドイツの生産は低迷が続く見込み。

金融機関が、債務問題の深刻化を背景とした景況感の悪化に伴い、貸出抑制姿勢を強めるなか、企業の設備投資が急速に減少。足許では、ECBの流動性供給措置を受け、市場は落ち着きを取り戻しているものの、債務問題の抜本的解決は依然見込めず、資本増強を迫られている状況下、金融機関の貸出態度軟化は期待薄。企業の設備投資は当面減少が続く見通し。

<家計部門>

一方、ユーロ圏の個人消費は低迷が持続。11月の小売売上数量は前月比▲0.8%と大幅減少。背景として、12月のユーロ圏失業率が10.4%とユーロ導入後最悪となるなど、雇用環境の悪化が指摘可能。



財政協定の締結で合意も、債務問題は燻り続ける見込み。

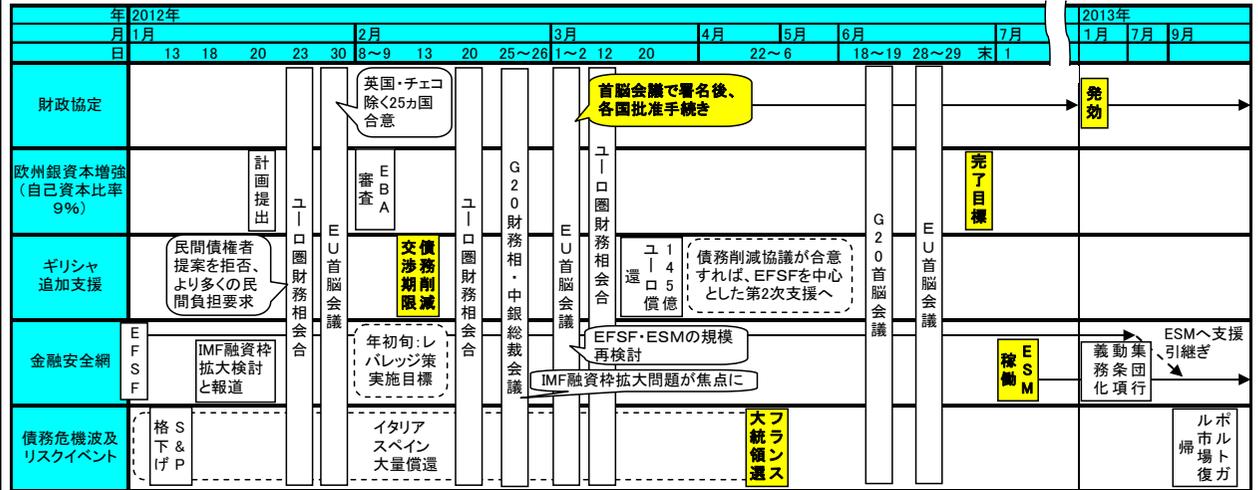
1月30日のEU首脳会議において、英国・チェコを除くEU25カ国は、均衡財政の法制化を柱とした「財政協定」の締結で合意。早ければ、2013年予算から発効される見込み。

もっとも、財政規律が強化されても、債務問題の先行き不透明感は払拭されず。まず、ギリシャと民間債権者の間での債務削減協議が難航。実質的な交渉期限が2月中旬に迫るなか、依然予断を許さない状況。

また、金融安全網の拡充も先送り。1月中旬にS&Pがフランスなど欧州9カ国、及びEFSFを格下げ。これに伴い、EFSFの資金調達コストの上昇などから、重債務国に対する支援能力が低下するリスク。こうした中でも、ESM・EFSFの規模拡大に対して、ドイツは反対姿勢を堅持。IMFの融資枠拡大についても米国が慎重姿勢で実現は不透明。

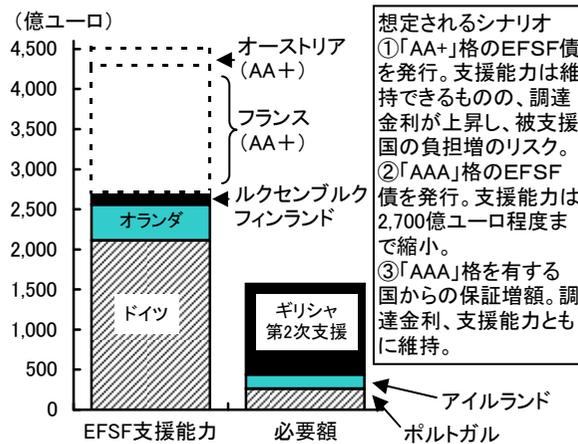
足許では、ECBによる長期資金供給オペにより、一時的に金融市場は落ち着きつつある状況。もっとも、ポルトガルの長期金利は13年9月の市場復帰の実現性が疑われるなか、ユーロ導入後最高水準にまで上昇。ECBによる直接の国債買入れ拡大が期待薄ななか、今後も、イタリア・スペインの国債大量償還、フランス大統領選などリスクイベントが控えており、欧州債務問題は世界経済の攪乱要因となり続ける見込み。

欧州債務問題をめぐる動き



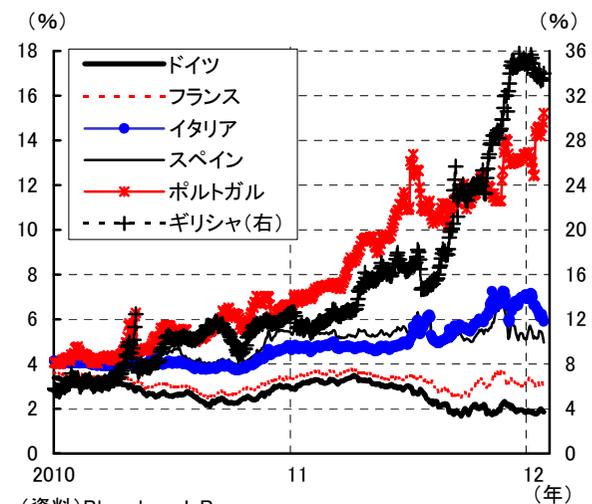
(資料) 欧州議会、EBA、EFSF、各種報道等を基に、日本総研作成

格下げ後のEFSF支援能力



(資料) EFSF 欧州議会などを基に日本総研作成
(注) ギリシャ第2次支援必要額は銀行資本増強支援等も含む。

主要欧州諸国の10年国債利回り



(資料) Bloomberg L.P.

10～12月期実質GDPはマイナス成長。輸出・個人消費の低迷が長期化。

英国の10～12月期実質GDPは前期比年率▲0.8%と、マイナス成長に転化。サービス業は横ばいとなったものの、製造業・建設業がマイナスに寄与。

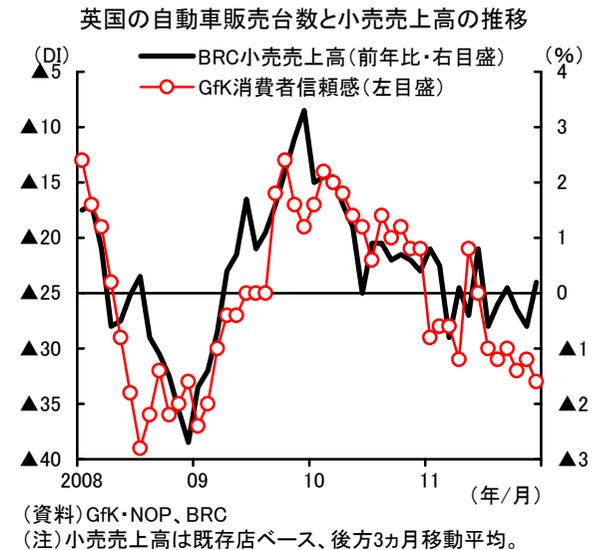
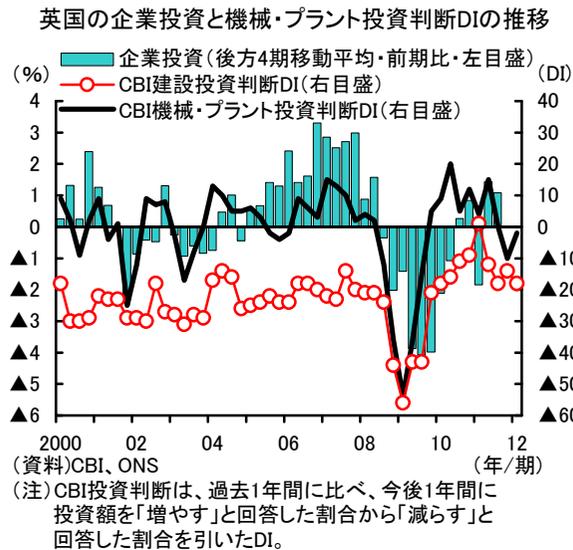
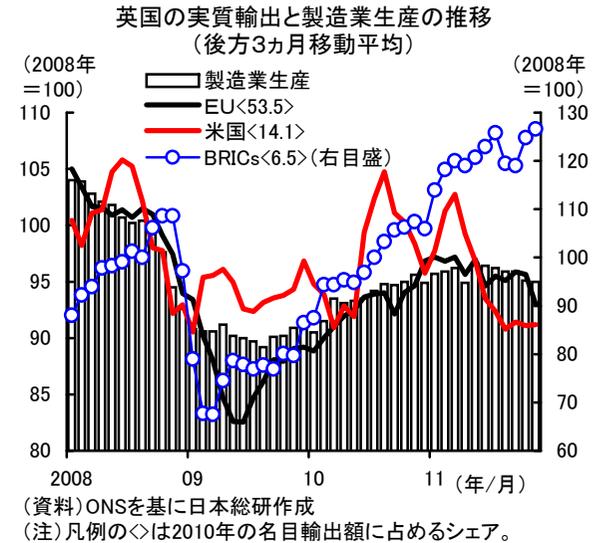
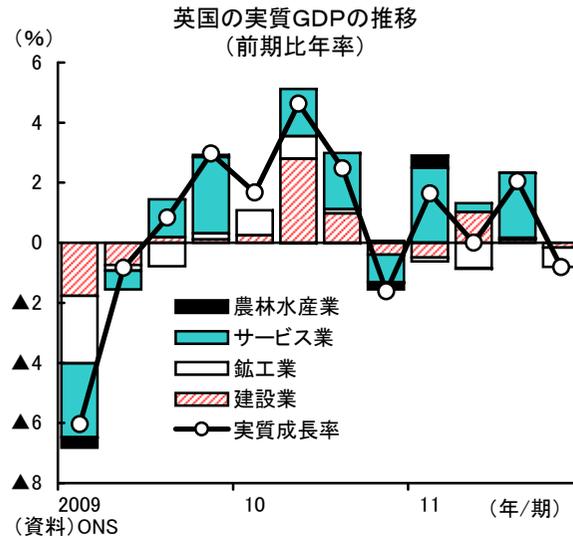
<企業部門>

製造業の落ち込みは輸出の減少が主因。新興国向け輸出は堅調なもの、債務問題の深刻化等を受けた欧州景気の悪化に伴い、主力のユーロ圏・中東欧向け輸出が減少。

製造業の低迷に伴い、企業の投資意欲も減衰。CBI投資判断DIは、投資額の先行き増減見込みの境目となる0を下回る水準で推移しており、企業の設備投資は低迷が長期化する見込み。

<家計部門>

一方、個人消費についてみると、12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3ヵ月ぶりに増加。もっとも、前年の大雪の反動と、年末商戦において、例年に比べ大幅な値下げが前倒しされたことが主因。消費者信頼感は依然として悪化が続いており、英国の個人消費の低迷は長期化する見通し。



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 (実績)	2011年 (予測)	2012年 (予測)
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
ユーロ圏	実質GDP	3.1	0.6	0.5	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 0.8	0.7	0.8	1.9	1.5	▲ 0.7
	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	▲ 1.2	▲ 0.4	▲ 0.3	1.3	1.5	3.7	3.1	0.2
	消費者物価指数	2.1	2.5	2.7	2.7	2.0	1.8	1.7	1.6	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	0.7	1.5	1.5	▲ 0.7
	消費者物価指数	2.0	2.2	2.3	2.6	1.9	1.6	1.6	1.5	1.7	2.3	1.7
英国	実質GDP	1.7	▲ 0.0	2.3	▲ 0.8	▲ 2.1	0.6	0.4	0.4	2.1	1.0	▲ 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)

ECBは政策金利据え置き。流動性供給措置の効果を見極める姿勢。

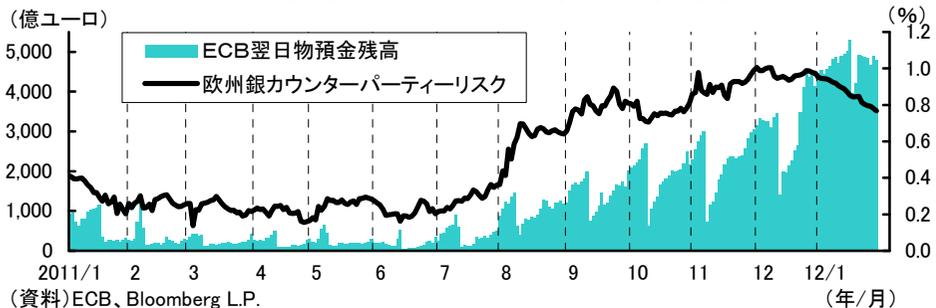
ECBは、1月に政策金利を過去最低水準（1.00%）で据え置き、昨年12月に実施した長期流動性供給の効果を見極める姿勢。先行きは、インフレ圧力の緩和、景気の下振れが明確化するのに伴い、追加利下げに踏み切る見通し。

独10年国債利回りは、景気悪化や、ギリシャの債務削減協議の難航を背景とした安全資産選好の強まりなどにより低下。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、2%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、資産買い入れ枠も拡大する公算。

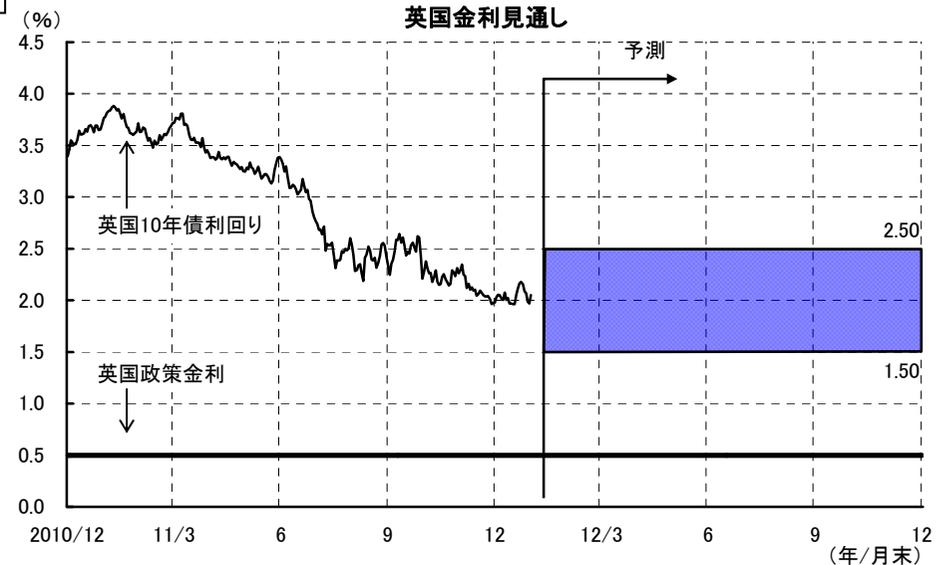
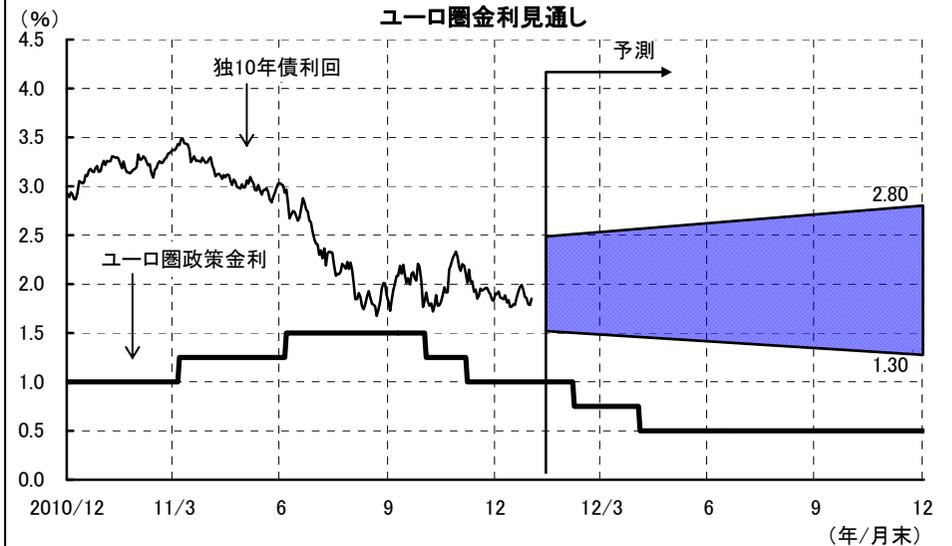
英10年国債利回りは、景気の低迷や、欧州債務問題の深刻化に伴うユーロ圏からの逃避資金の流入等により、当面低位安定が続く見通し。

ユーロ圏銀行間リスクとECB翌日物預金残高の推移



< ECBの流動性供給措置と銀行間市場 >

ECBは2011年12月21日に銀行への期間3年の大規模な資金供給オペを実施。これに伴い信用不安の拡大には歯止めがかかったものの、銀行間金利は依然高水準。銀行間取引が低調ななか、ECB翌日物預金残高は過去最高水準での推移が持続。



原油価格：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>

2012年1月のWTI先物は、EUによるイラン産原油の禁輸合意などを受け、月初に昨年5月以来となる103ドル台まで上昇。その後、S & Pによるフランスなど欧州9カ国の格下げやギリシャの債務減免交渉の難航を受けた欧州景気の先行き懸念、それを受けたユーロ安ドル高、米原油・ガソリン在庫の増加などから、やや弱含み。月末にかけては、100ドルを挟む水準で一進一退の推移に。

<投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、1月入り後、増加傾向に。イラン情勢の緊迫化を受け、投機資金の流入が活発化。

<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。

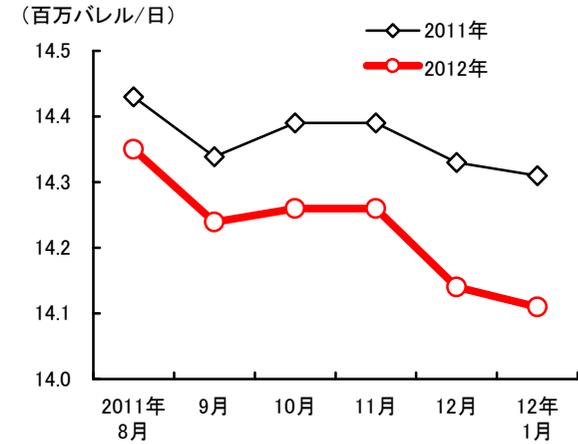
上下両方向の圧力が並存するなか、現行水準を中心としつつも、振れの激しい展開となる見通し。

主要国のイラン産原油をめぐる動き

米国	オバマ大統領が、主要国のイラン産原油の輸入を実質的に制限する追加制裁法案に署名(2011年12月31日、原油取引制限までの猶予期間は180日)
EU	1月4日にイラン産原油の禁輸で合意。23日に詳細を決定(新規契約は即時、既存契約は7月より)
日本	イラン産原油の輸入削減を表明(安住財務相、1月12日)
韓国	「石油の安定供給に向け代替輸入元の確保を急ぐ」(企画財務省、1月5日)
中国	「中国とイランの石油貿易は正当な商取引であり、保護されるべき」(温家宝首相、1月18日)
インド	「インドはイランから原油の購入を続ける」(ランジャン・マタイ外務次官、1月17日)
ロシア	「西側諸国による一方的な制裁は問題解決につながらない」(ラブロフ外相、1月23日)
トルコ	制裁には同調しない考えを示唆

(資料)各種報道等より日本総研作成

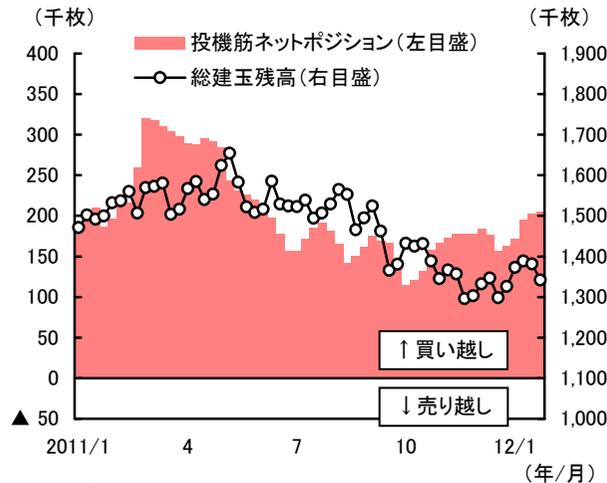
欧州(OECD加盟国)の原油需要見通し



(資料)IEA

(注)IEAによる各月時点の見通しを図示。

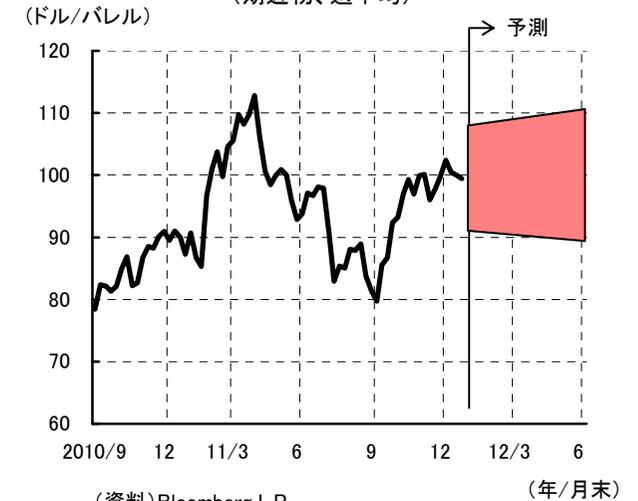
WTI原油先物ポジション



(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2月

原油動向②

原油需給：イラン情勢緊迫化が意識されるも、リビアの増産・欧米需要の低迷が需給緩和要因に。

EU27カ国は1月23日の外相理事会で、イラン産原油の輸入禁止を決定。EUでは既存契約について猶予期間（7月1日より輸入禁止）を設けているものの、イランが対抗措置としてEU向け原油輸出の即時停止を示唆するなど、先行きに不透明感。

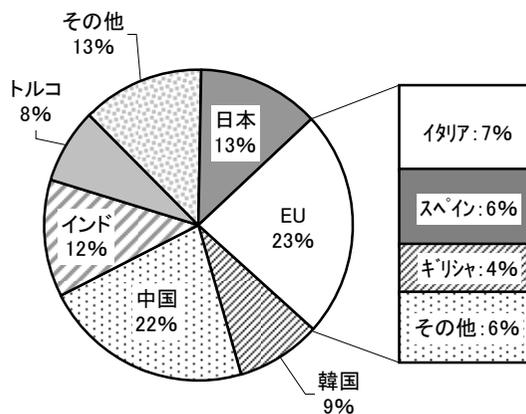
EU加盟国のなかではイタリアやスペイン、ギリシャなどでイラン産原油の輸入が多く、米国による制裁強化に伴い輸入削減を迫られている日本や韓国とあわせ、代替調達先の確保が急務に。生産余力のあるサウジアラビアが増産を示唆しているものの、禁輸措置の猶予期間が終了する年央に向けて需給逼迫感が強まる恐れ。

一方、需給緩和要因も並存。まず、供給面では、リビアの原油生産能力の回復が当初見込みから前倒しで進んでおり、年半ばには内戦前の水準まで持ち直すとの見方も浮上。

需要面では、景気の悪化を受け、欧州の原油需要が低迷。加えて、米国ではガソリン価格の高止まりなどから、2011年春以降、ガソリン出荷が大幅に減少。米景気の回復が緩やかなペースにとどまるなか、米国のガソリンおよび原油需要は弱い動きが続く公算。

原油市場では当面、需給逼迫・緩和の両面を睨んだ相場展開となる見通し。

イランの原油輸出量の国別割合
(2011年1～9月)



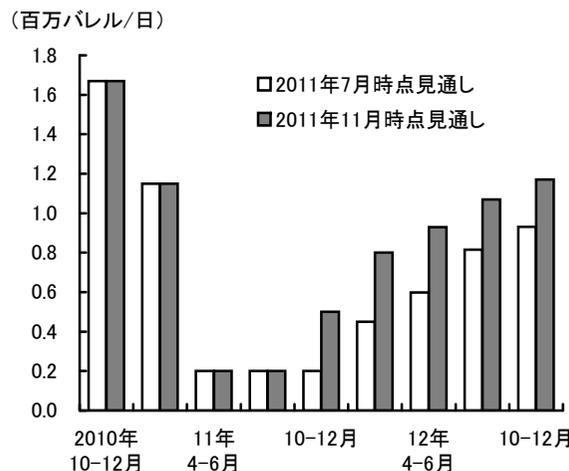
(資料)IEA

イラン産原油の代替調達をめぐる各国・機関の動向

日本	玄葉外相がサウジアラビア、UAE、カタールを歴訪(1月6日～)
スペイン	イラン産原油の禁輸に伴う供給減少分の供給保証をサウジアラビアに要請(1月23日、ガルシアマルガロ外相)
ギリシャ	イラン産原油の代替をサウジアラビアと協議中(1月23日、ディマス外相)
韓国	金滉植首相がオマーン、UAEを歴訪(1月12日～)
中国	温家宝首相がサウジアラビア、UAE、カタールを歴訪(1月14日～)
サウジアラビア	イランに対する制裁が実施された場合でも、不足する原油はサウジアラビアがまかなえるとの見方を示唆(1月16日、ヌアイミ石油相)
IEA	イランによるホルムズ海峡封鎖などの事態に備え、原油備蓄の放出など緊急対応策を協議(1月5日)

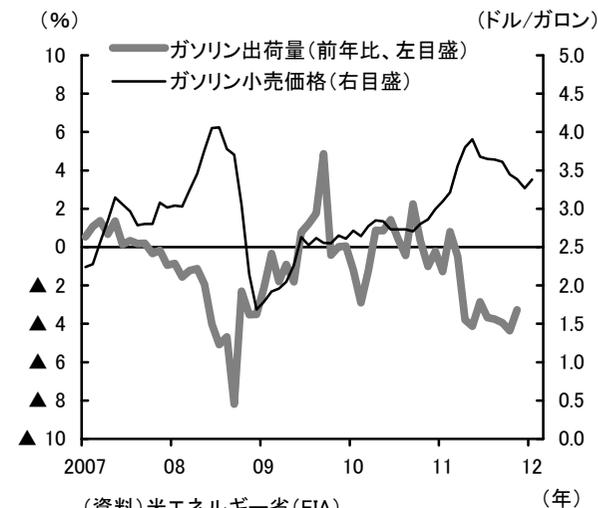
(資料)各種報道等より日本総研作成

リビアの原油生産能力見通し



(資料)IEA

米国のガソリン出荷量と小売価格



(資料)米エネルギー省(EIA)

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年2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	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)	FF 0/N	1-03ヵ月	10年国債	N Yダウ 工業株	1-03ヵ月	10年国債
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
12/1	0.30	0.081	0.33	0.43	0.37	0.47	0.98	0.97	1.475	1.40	76.97	99.35	8616.71	0.09	0.35	1.94	12550.89	1.16	1.86

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。