

海外経済展望

2012年3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2012年3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 : 03-6833-6096	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3月）

1. 米国経済の現状：回復ペースが緩やかに持ち直し。

- ・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を維持。生産・受注の拡大を受け、景況感も改善傾向。一方、家計部門では、雇用環境の改善が続くなか個人消費に底堅さ。

<企業マインド>

- ・企業マインドは、製造業・非製造業ともに改善傾向。各地区連銀の製造業サーベイでは、ほとんどの地区で景況指数の上昇傾向が持続。非製造業の景況感も、昨年末から本年初にかけて急回復。

<生産活動・設備投資>

- ・製造業の生産活動はリーマン・ショック前の水準をほぼ回復。足許では、出荷・受注の伸び加速を受けて在庫調整圧力が緩和しており、在庫を積み増す動きが生産活動を下支え。
- ・設備投資は、12年初からの減税縮小に伴い、増勢が急速に鈍化。企業の投資マインドは足許で改善傾向にあるものの、減税縮小の影響が一巡するまでは、投資活動の伸び悩みが続く公算。

<雇用・所得環境>

- ・雇用者数の増加ペースは緩やかに加速。1月の非農業部門雇用者数は前月差+24.3万人と、11年4月以来の高い伸びに。
- ・一方、賃金の伸びは低迷。雇用全体の8割近くを占める製造・非管理職では、1月の時間当たり賃金の伸びが前年比+1.5%と統計開始以来最低水準に。

2. トピックス

①住宅市場の調整

- ・住宅市場では、緩やかながらも改善の動き。1月の販売件数は、新築、中古ともに2010年春以来の水準を回復。
- ・需要持ち直しは、住宅市場の調整進展が主因。住宅バブル期に大幅に上昇した全米の持ち家比率は、04年をピークに低下。足許では、世帯主の年齢構成から試算される適正比率とほぼ同水準に。
- ・もっとも、住宅ローン延滞率の高止まりを背景に、金融機関の新規融資姿勢は依然慎重であり、住宅販売の力強い回復にはなお時間を要する公算。

- ・差し押さえ手続き中の物件が依然多く残るなか、価格下落の主因である差し押さえ物件の流入は今後も続く見込み。住宅価格への下押し圧力も根強く残る見通し。

②原油価格上昇の影響

- ・昨年秋以降、世界的な景気回復期待の高まりやイラン情勢の緊迫化を背景に、原油価格が上昇。ガソリン価格の上昇傾向も明確化しており、家計のマインド悪化・購買力低下を通じ個人消費を下押しする懸念。
- ・もっとも、中長期的な視点からは、原油価格上昇による悪影響を緩和させる米経済の構造変化が指摘可能。
- ・自動車の燃費向上などを受けたガソリン消費の抑制や石油製品の輸出拡大が、原油価格上昇に伴う海外への所得流出を抑制。米経済は原油価格上昇への耐性を徐々に高めつつあるとの見方が可能。

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。
- ・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、景気回復期待が高まるに従い、上昇圧力がやや強まる見込み。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、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。

製造業の生産活動はリーマン・ショック前の水準をほぼ回復。

<企業マインド>

企業マインドは、製造業・非製造業ともに改善傾向。各地区連銀サーベイでは、2月のニューヨーク連銀製造業景況指数が2010年6月以来の高水準まで上昇するなど、ほとんどの地区で景況指数の上昇傾向が持続。

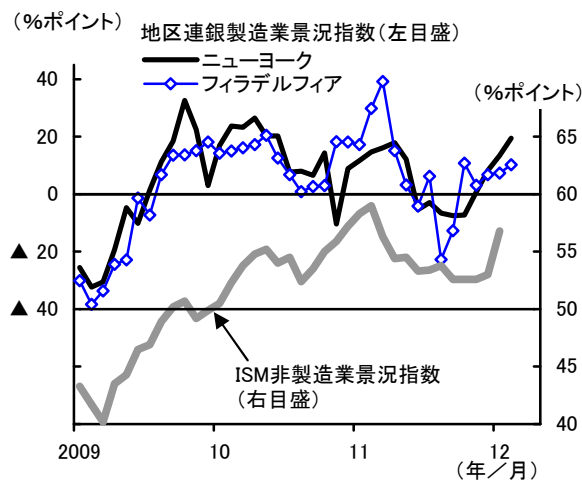
一方、非製造業の景況感も、昨年末から本年初にかけて急回復し、ISMの景況指数は11年2月以来の高水準に。

<生産活動・設備投資>

1月の製造業生産指数は、前月比+0.8%と昨年12月（同+1.5%）に続き高い伸び。製造業の生産活動は、リーマン・ショック前（08年8月）の水準をほぼ回復。出荷・受注の伸び加速を受けて在庫調整圧力が緩和しており、在庫を積み増す動きが生産活動を下支え。

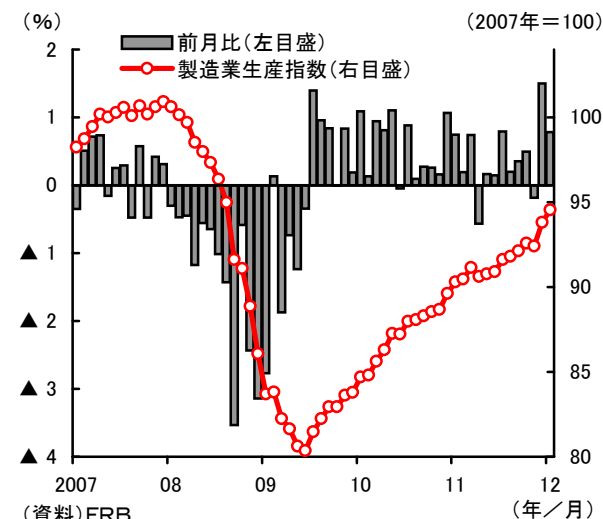
一方、企業の設備投資は、12年初からの減税縮小（設備投資の特別償却制度縮小）に伴い、増勢が急速に鈍化。先行指標である資本財受注（非国防・航空）をみると、1月は前月比▲4.5%と、11年1月以来の大幅減。企業の投資マインドは足許で改善傾向にあるものの、減税縮小の影響が一巡するまでは、投資活動の伸び悩みが続く公算。

企業マインドの推移



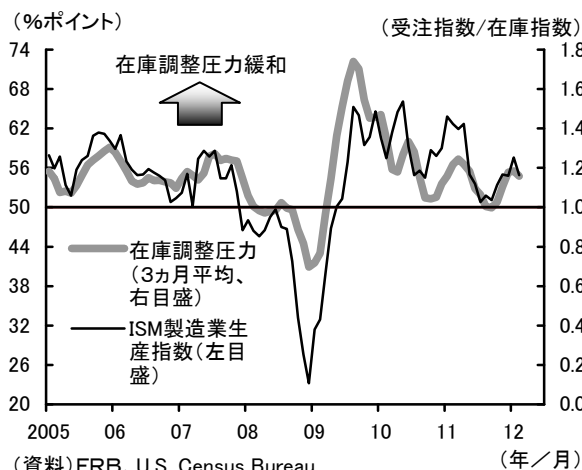
(資料) Federal Reserve Bank of New York, Federal Reserve Bank of Philadelphia, ISM

製造業生産指数の推移



(資料) FRB

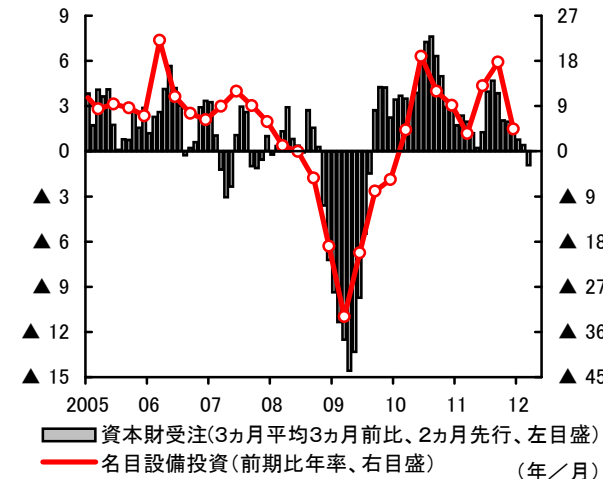
製造業の生産活動と在庫調整圧力の推移



(資料) FRB, U.S. Census Bureau

(注) 在庫調整圧力が「1」を上回ると、企業にとって在庫を積み増すインセンティブが働く。

資本財受注と名目設備投資の推移



(資料) U.S. Census Bureau, Bureau of Economic Analysis

(注) 資本財受注は、国防・航空関連を除く。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年3月

雇用の増加が続く一方、賃金の伸びは低迷。家計の所得増加は限定的。

<雇用・所得環境>

雇用者数の増加ペースは緩やかに加速。1月の非農業部門雇用者数は前月差+24.3万人と、11年4月以来の高い伸びに。温暖な天候が建設業やレジャー関連などの雇用増加に寄与したほか、生産拡大に伴い製造業の雇用者数の伸びが加速。

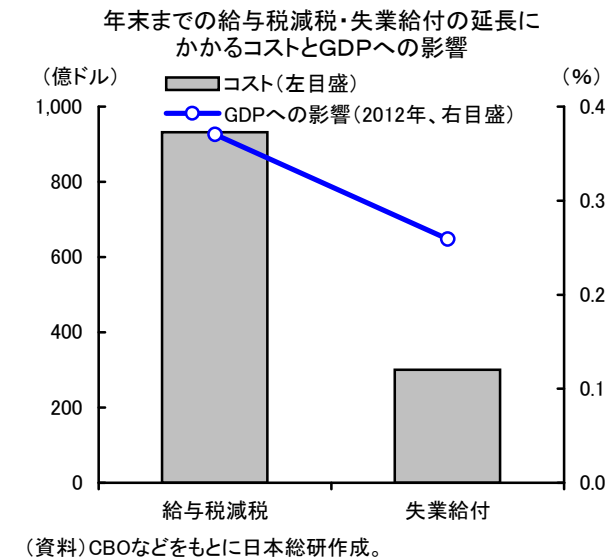
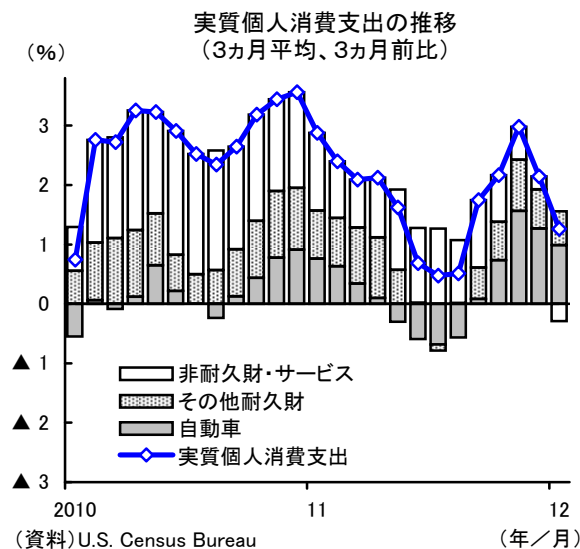
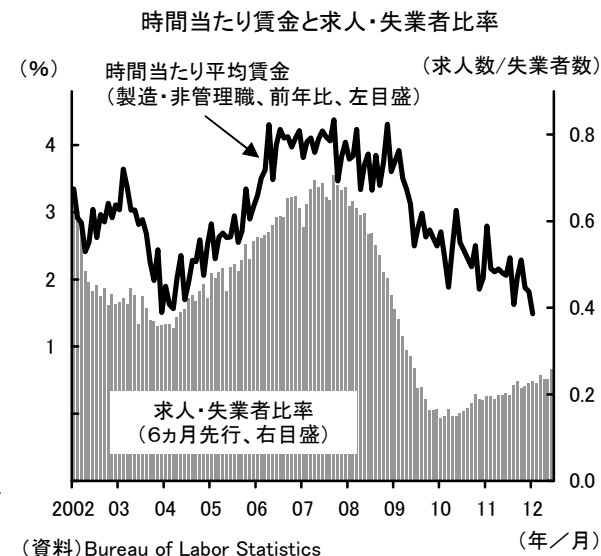
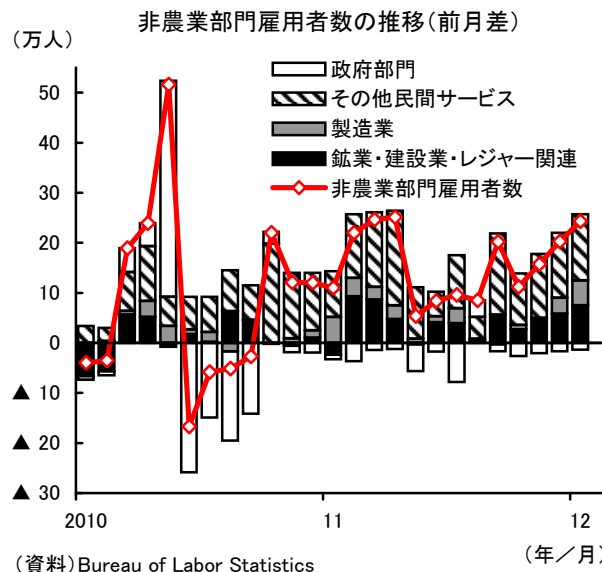
一方、賃金の伸びは低迷。雇用全体の8割近くを占める製造・非管理職では、1月の時間当たり賃金の伸びが前年比+1.5%と統計開始以来最低水準に。労働市場では、大幅な需給緩和状態が続いており、賃金の低迷は長期化する公算。家計の所得増加も緩やかなペースにとどまる見込み。

<個人消費>

所得の改善が限定的ななか、足許の個人消費は自動車販売の回復に支えられた格好。新車不足で先送りされていた需要が消化されていくのに伴い、個人消費の増加ペースも鈍化する公算。

<給与税減税延長>

議会では、2月末で終了予定（昨年12月に11年末までの措置を2ヵ月延長）だった給与税減税と長期失業者向け失業給付について、年末まで延長する法案を可決。これら施策の終了はGDPを▲0.6%程度押し下げるインパクトがあっただけに、景気が大きく落ち込むリスクは回避。



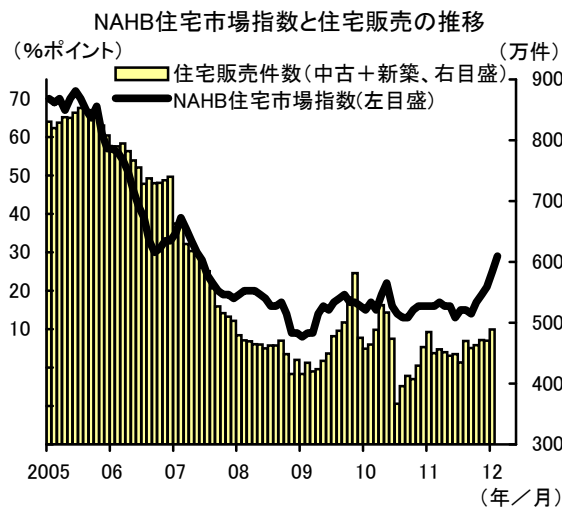
住宅市場の調整は徐々に進展も、力強い回復にはなお時間を要する公算。

住宅市場では、緩やかながらも改善の動き。1月の販売件数は、新築、中古ともに2010年春以来の水準を回復したほか、2月のNAHB住宅市場指数（住宅建設業者の景況感を表す指数）は07年5月以来の高水準に。

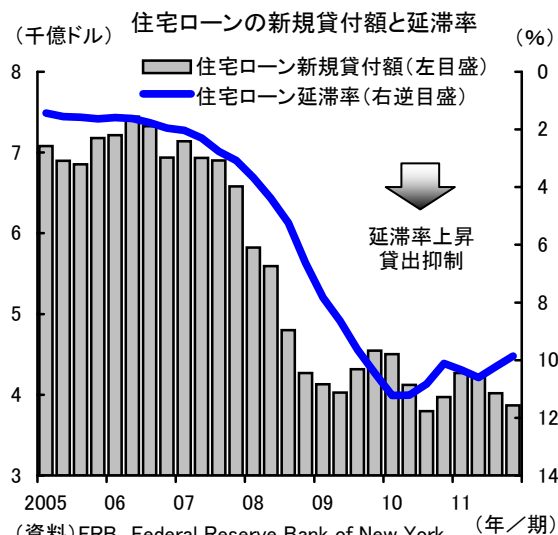
需要持ち直しは、住宅市場の調整進展が主因。住宅バブル期に大幅に上昇した全米の持ち家比率は、04年をピークに低下。足許では、世帯主の年齢構成から試算される適正比率とほぼ同水準まで低下しており、持ち家比率の大幅な低下に歯止め。今後は世帯数の増加に伴う需要増が期待可能。

もっとも、金融機関の融資抑制が依然として住宅市場の回復を阻害。延滞率の高止まりを背景に、金融機関は住宅ローンの融資に対して慎重な姿勢を崩しておらず、新規の住宅ローン貸付額は低水準での推移が持続。延滞率の顕著な低下と金融機関の融資拡大がみられるまでは、住宅販売の力強い回復は困難。

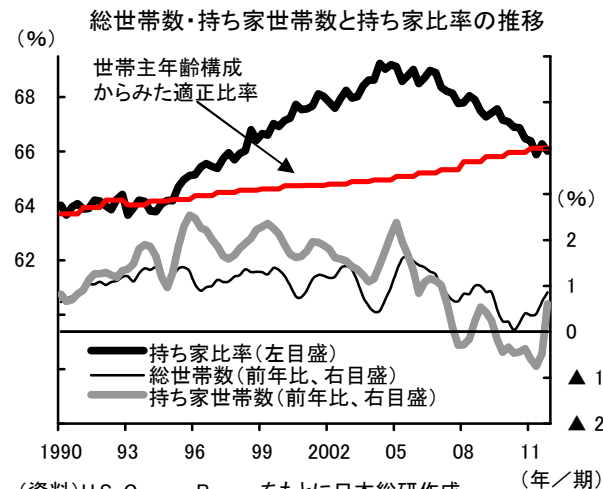
一方、供給側をみると、中古住宅の在庫は07年7月のピーク対比4割以上減少。住宅価格と相関の高い在庫率も、06年3月以来の水準まで低下。もっとも、差し押さえ手続き中の物件が依然多く残るなか、価格下落の主因である差し押さえ物件の流入は今後も続く公算。住宅価格への下押し圧力は根強く残る見込み。



(資料) NAHB, U.S. Census Bureau, NAR

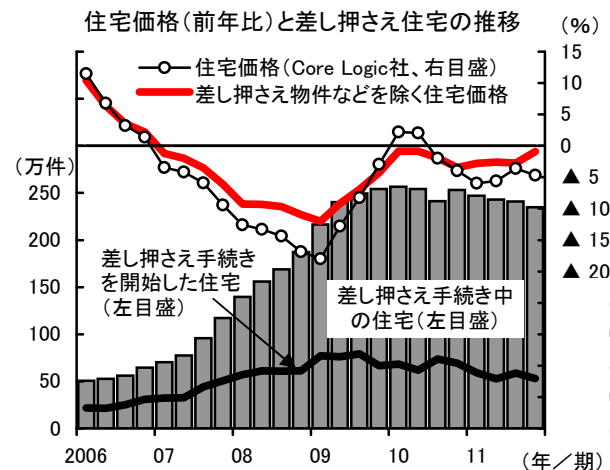


(資料) FRB, Federal Reserve Bank of New York
(注) 新規貸付額は後方4期移動平均。



(資料) U.S. Census Bureauをもとに日本総研作成。

(注) 適正比率は、1990～94年の世帯主年齢別の持ち家比率を基準に、毎年の年齢別世帯数をもとに試算。2011年の年齢別世帯数は、10年の各年齢別世帯数の伸びをもとに算出。



(資料) Core Logic, MBAをもとに日本総研作成。

(注1) 住宅価格は四半期末月の前年同月比。

(注2) 差し押さえ手続き中の住宅は、MBAの住宅ローン延滞率調査の「ハレツ」が全米のローン件数の8割程度と仮定し試算。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年3月

原油価格上昇が米経済を下押しするリスクは大きいものの、影響を緩和する構造変化も。

昨年秋以降、世界的な景気回復期待の高まりやイラン情勢の緊迫化などを背景に、原油価格が大きく上昇。代表的な指標であるWTI先物は、足許で100ドルを上回る水準で推移。こうしたなか、ガソリン価格の上昇傾向も明確化しており、原油価格の上昇が続けば、家計のマインド悪化・購買力低下を通じ、個人消費を落ち込ませるリスク。

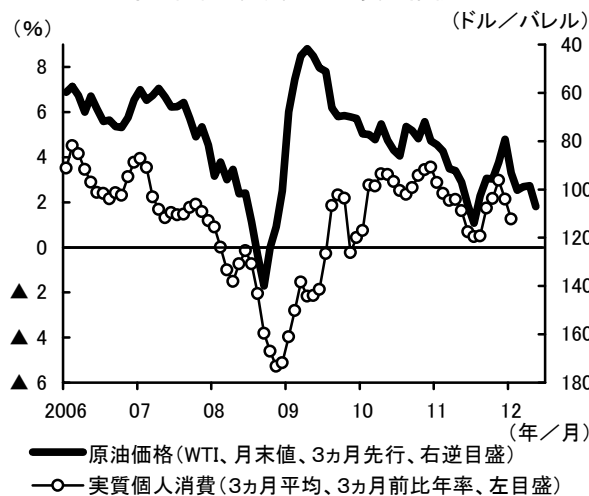
もっとも、中長期的な視点からは、原油価格上昇による悪影響を緩和させる米経済の構造変化が指摘可能。

第1に、原油・石油製品の国内需要の約5割を占める自動車燃料の消費抑制。2007年以降、①ガソリン価格高騰を受けた自動車の利用抑制の定着、②自動車の燃費向上、③小型車・低燃費車への需要シフト、などに伴い、消費量の伸びは頭打ちに。

第2に、石油製品の輸出増加。中南米を中心とした新興国での需要拡大などを背景に、実質ベースでみた石油製品の輸出額は、年率+20%近いハイペースで増加。

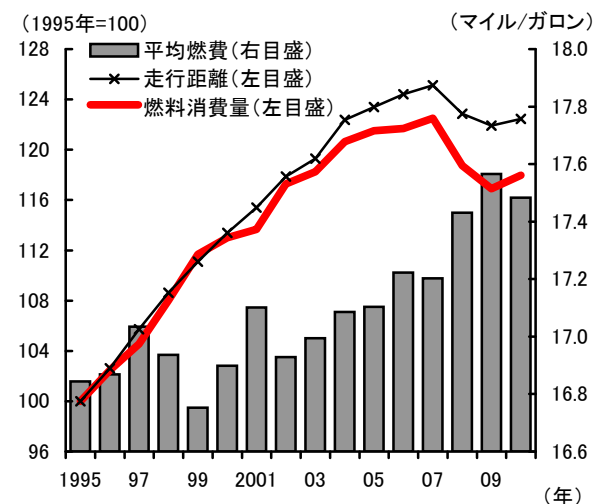
こうした要因は、原油価格上昇に伴う海外への所得流出を抑制。価格上昇による悪影響は依然として大きいものの、米経済は原油価格上昇への耐性を徐々に高めつつあるとの見方が可能。

原油価格と実質個人消費の推移



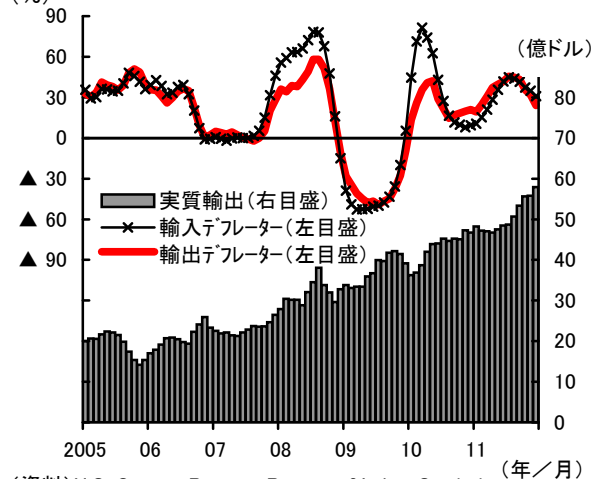
(資料) Bloomberg L.P., Bureau of Economic Analysis

全米の自動走行距離と燃料消費、平均燃費の推移



(資料) U.S. Department of Transportation

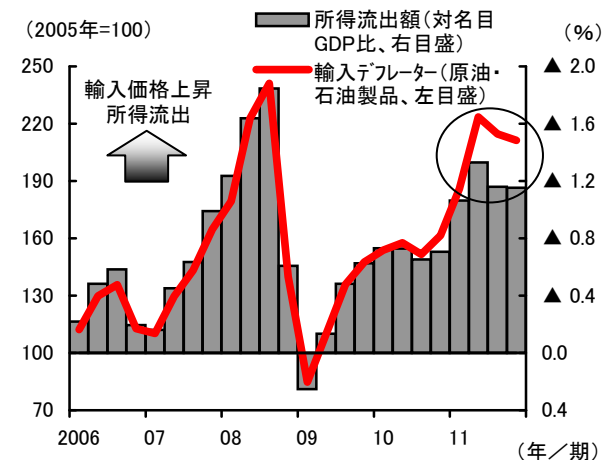
石油製品の実質輸出と輸出入価格（前年比）の推移



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

(注) グラフは3ヵ月移動平均。

原油・石油製品の価格上昇に伴う所得流出額



(資料) U.S. Census Bureau

(注) 所得流出額は2005年の輸出入価格を基準に算出。

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しており、景気浮揚につながる財政出動の実現は困難。

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、景気回復期待が高まるに従い、上昇圧力がやや強まる見込み。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、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)

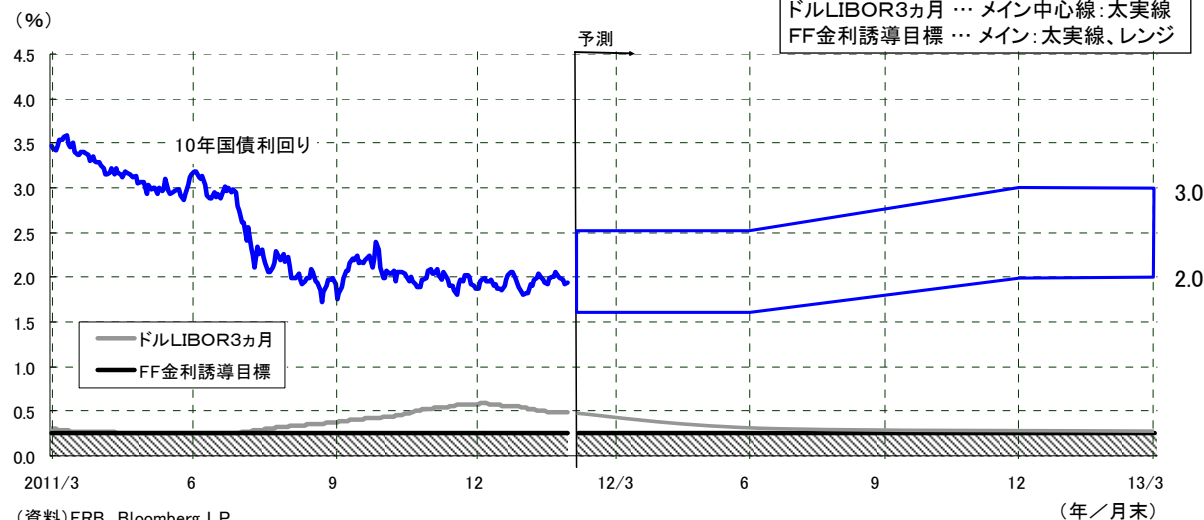
	2011年			2012年				2013年	2011年	2012年	2013年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	1.3	1.8	3.0	1.6	2.0	2.2	2.3	1.2	1.7	2.1	2.1
個人消費	0.7	1.7	2.1	1.3	2.0	2.2	2.3	1.0	2.2	1.8	2.0
住宅投資	4.2	1.3	11.5	4.7	3.6	3.8	3.9	4.4	▲ 1.3	5.1	4.3
設備投資	10.3	15.7	2.8	2.8	4.8	6.3	7.2	3.0	8.7	5.9	5.5
在庫投資	▲ 0.3	▲ 1.4	1.9	0.4	0.2	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.3	0.0
政府支出	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 4.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 2.1	▲ 1.1	▲ 0.1
純輸出	0.2	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
輸出	3.6	4.7	4.3	5.3	5.7	6.2	6.5	6.7	6.8	5.2	6.7
輸入	1.4	1.2	3.8	4.9	5.4	5.6	5.6	5.5	4.9	4.2	5.7
実質最終需要	1.6	3.2	1.1	1.2	1.8	2.2	2.4	1.1	2.0	1.8	2.1
消費者物価	3.4	3.8	3.3	2.5	2.1	1.9	1.8	1.7	3.2	2.1	1.8
除く食料・エネルギー	1.5	1.9	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	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



(資料) FRB, Bloomberg L.P.

欧州経済概説（2012年3月）

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

2011年10～12月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率▲1.3%と、10四半期ぶりのマイナス成長。

- ・フランスが同+0.9%と堅調だった一方、ドイツが同▲0.7%とマイナス転化。イタリアは同▲2.9%と2四半期連続のマイナスとなり、景気後退局面入り。
- ・アジア向け・米国向け輸出が堅調なものの、中東欧向け輸出が減少。ドイツの設備投資も頭打ち。
- ・一方、個人消費は低迷持続。12月の小売売上高は前月比▲0.4%と2ヵ月連続で減少。背景には消費者マインドの低迷。

【ギリシャ第2次支援合意】

- ・2月下旬のユーロ圏財務相会合において、ギリシャ第2次支援が合意。これに伴い、短期的なギリシャのデフォルトは回避。
- ・民間投資家の関与（PSI）、公的部門の関与、EFSF・IMFからの支援等により、公的債務残高を、2020年までに対名目GDP比120.5%にまで削減する計画。
- ・PSIの債務削減は、元本の53.5%に上り、利息の減少も含めた正味現在価値では70%超の減価となる見込み。
- ・集団行動条項の適用によるCDSの発動懸念などのリスクも。
- ・賃金カットなどの「内的減価」政策が求められるなか、名目GDPの縮小により、公的債務残高の対GDP比が上振れる可能性。

【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の停滞、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、2月末に2回目となる期間3年の長期流動性供給オペを実施。1回目と合わせて1兆ユーロ超の流動性供給により、市場の緊張は緩和。一方、政策金利を過去最低水準（1.00%）で据え置き。先行き、景気後退に陥るなか、インフレ圧力の緩和が明確化すれば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、欧州債務問題の長期化を受けた安全資産選好の強まり等により1%台後半の低水準で推移。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、現行水準を中心とした推移が続く見通し。

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。

- ・輸出・個人消費がプラスに寄与した一方、在庫投資・設備投資がマイナスに寄与。
- ・インフレ率低下を受けた実質賃金の下落ペース緩和に伴い、消費者マインドの悪化に歯止め。

【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続く見通し。

4. 英国金利見通し

【金融政策・長期金利】

- ・BOEは、2月に量的緩和を拡大。政策金利は当面据え置く一方、景気支援を優先する姿勢を維持するなか、状況次第で量的緩和を拡大する見込み。
- ・英10年国債利回りは、ユーロ圏からの逃避資金の流入、景気の低迷長期化により、当面低位安定が続く見通し。

2011年10～12月期実質GDPは前期比年率▲1.3%。内外需ともに低迷。

ユーロ圏では景気悪化が明確化。2011年10～12月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率▲1.3%と、10四半期ぶりのマイナス成長。自動車販売の持ち直しを受けてフランスが同+0.9%と堅調だった一方、ドイツが同▲0.7%とマイナス転化。イタリアは同▲2.9%と2四半期連続のマイナスとなり、景気後退局面入り。

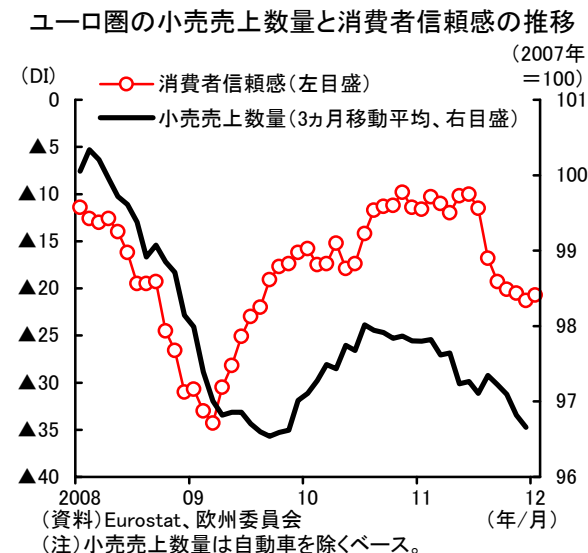
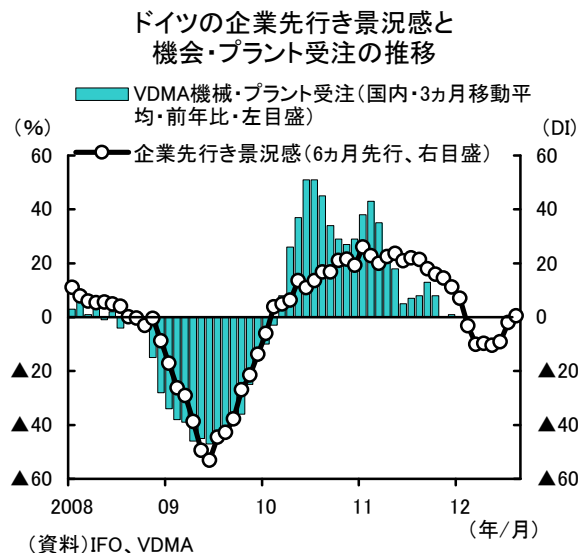
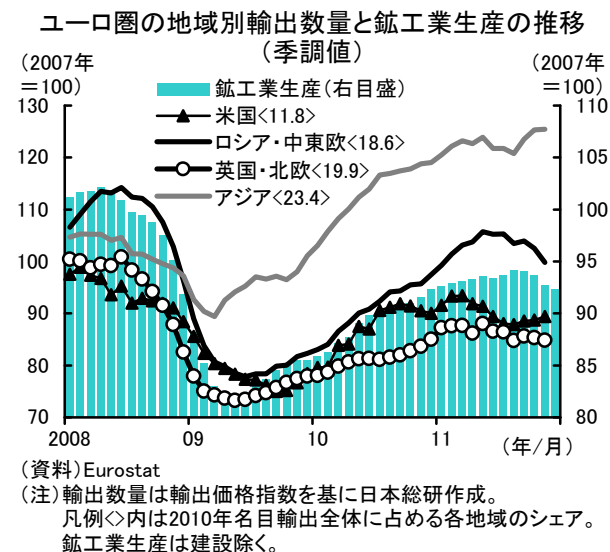
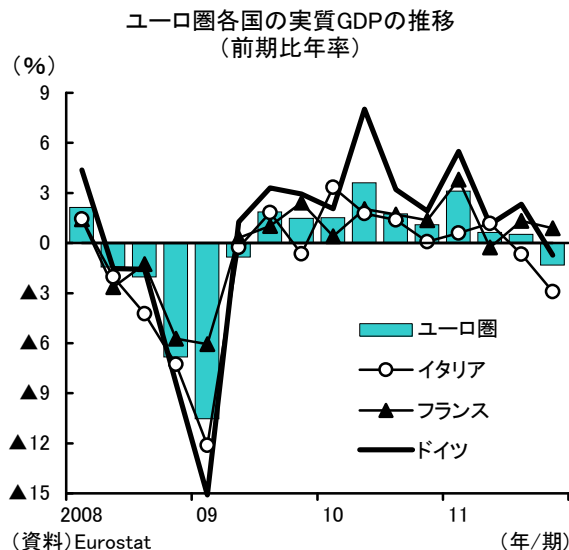
<企業部門>

2011年12月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲1.1%と大幅減少。主因は輸出の弱含み。アジア向け・米国向けが堅調に推移する一方、主力の中東欧向けで減少が加速。債務問題の深刻化を受けた、欧州銀による海外資産圧縮の動きが、中東欧景気の下押しに作用。

加えて、EU向け輸出が伸び悩むなか、欧州景気の牽引役となってきたドイツの設備投資も頭打ちに。足許ではドイツの景況感は持ち直しに転じているものの、欧州景気の早期回復が見込み難い状況下、ドイツの設備投資は年央にかけて低迷が続く公算。

<家計部門>

一方、ユーロ圏の個人消費は低迷が持続。12月の小売売上数量は前月比▲0.4%と2ヵ月連続で減少。背景として、各国の緊縮財政、雇用・所得環境の悪化に伴う消費者マインドの低迷が指摘可能。



ギリシャの突発的デフォルトは回避。景気悪化など、実現性に不安要素も。

2月20～21日のユーロ圏財務相会合において、ユーロ圏各国は、民間投資家の関与（PSI）による債務再編を含むギリシャ向け第2次支援の実施で合意。これに伴い、3月20日に大量の国債償還が迫っていたギリシャの突発的デフォルトは回避される見込み。

ギリシャ第2次支援は、PSI、公的部門の関与、EFSF・IMFからの支援等により、ギリシャの公的債務残高を、2020年までに対名目GDP比120.5%にまで削減する計画。

PSIは、①民間投資家が保有するギリシャ国債の元本の53.5%の削減、②残り46.5%を、低利のギリシャ長期債等と交換、などが軸。約1,070億ユーロのギリシャ債務を削減する内容で、民間投資家の持つギリシャ債権の損失割合は正味現在価値で70%超となる見込み。

この他、ECB・各国中銀によるギリシャ国債保有に伴う利益の還元、第1次支援での各国のギリシャ向け融資金利の軽減等、公的部門も一定の負担を受け入れ。

もっとも、PSIへの民間投資家の参加率、集団行動条項（CAC：一定割合の債権者の合意があれば、債務再編を全債権者に強制できる）の適用によるCDS発動懸念等、その実現性には依然不透明な要素も。加えて、緊縮財政が一段の景気悪化を招き、財政目標達成を困難化させる悪循環のリスクも残存。

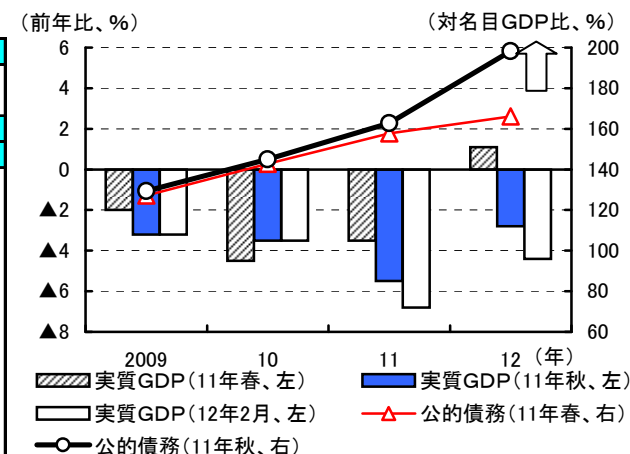
また、域内競争力回復に向け、ギリシャでは賃金カットなどの「内的減価」政策が求められるなか、名目GDPの縮小により、公的債務残高の対GDP比がむしろ上振れる可能性。

ギリシャ第2次支援の概要

目標
・公的債務残高を2020年までに対GDP比120.5%まで削減
内容
民間投資家関与 (PSI)
・保有ギリシャ債の元本の53.5%削減を要請
・残りを以下の新規債権に
①額面の31.5%と同額の期間11～30年のギリシャ国債 (交換後の利回りは30年平均で3.65%)
②額面の15%と同額の期間2年以内のEFSF債 (これに関連してEFSFはギリシャに300億ユーロを貸出)
・集団行動条項(CAC)の溯及的導入
・PSIを通して、約1,070億ユーロの債務削減を予定
公的部門関与
・ECB・各国中銀は、ギリシャ国債保有によって得た利益を還元
・第1次支援のEU各国からのギリシャ向け融資金利を、溯及して1.5%へ軽減
EFSF・IMFの支援
・2014年までに1,300億ユーロの支援
・PSIの参加率を上げるための信用補完
・ギリシャによる各国中銀の持つギリシャ国債買い戻しを支援
・ギリシャ国債利払いの代行
・ギリシャ銀の資本増強支援
その他(支援の条件等)
・欧州委員会のタスクフォースがギリシャに常駐 財政状況を監視
・債務返済用の「特別勘定」の設置
・2013年のプライマリーバランスの黒字化
・2012年に3.25億ユーロの歳出削減
・経済成長のための構造改革の実施

(資料) 欧州議会、IMF、ギリシャ財務省、等を基に
日本総研作成

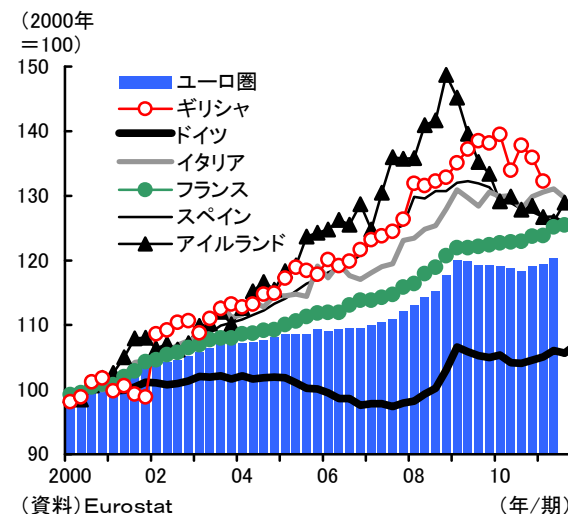
ギリシャの成長率と公的債務の推移



(資料) 欧州委員会

(注) 凡例()内は、見通し発表時期。

ユーロ圏各国の単位労働コストの推移



10～12月期実質GDPはマイナス成長。個人消費は5四半期ぶりのプラス。

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。輸出・個人消費がプラスに寄与した一方、在庫投資・設備投資がマイナスに寄与。

<企業部門>

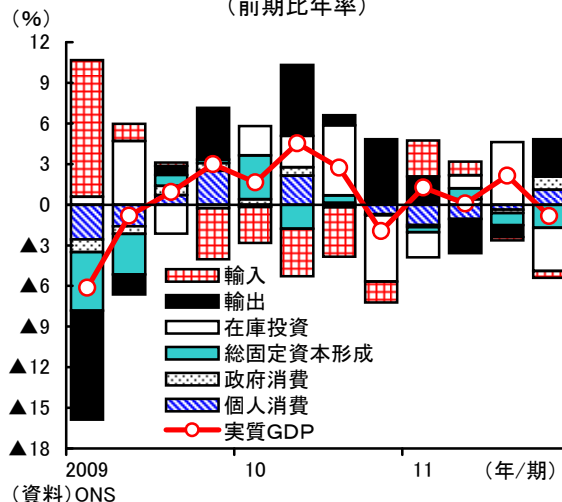
輸出増は米国および新興国向けが牽引。一方、債務問題の深刻化等を受けた欧州景気の悪化に伴い、主力のEU向けは低迷が持続。

<家計部門>

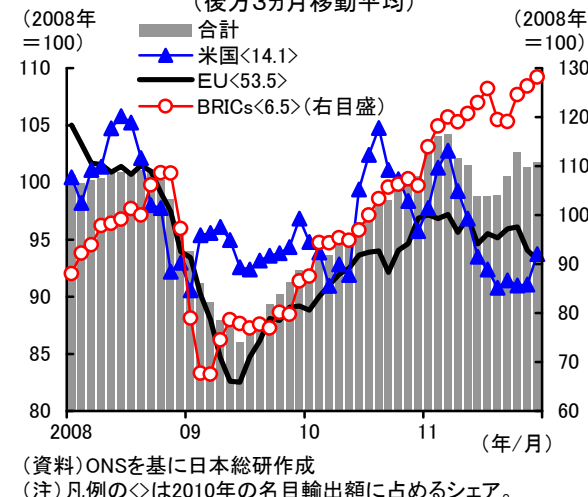
1月、2月の英国GfK消費者信頼感指数は▲29と、昨年末の▲33から改善し、消費者マインドの悪化に歯止め。インフレ率の低下を受けて、実質賃金の下落ペースが緩和していることが背景。

インフレ率低下の主因は、2年連続で続いた付加価値税増税の影響の剥落。もっとも、エネルギー価格の高止まりを受け、消費者物価指数は依然高水準で推移。イラン情勢等、中東の地政学リスクが高まるなか、原油価格は高止まりが続くとみられ、当面インフレ率の一段の低下は期待薄。英国個人消費は力強い回復には至らない見込み。

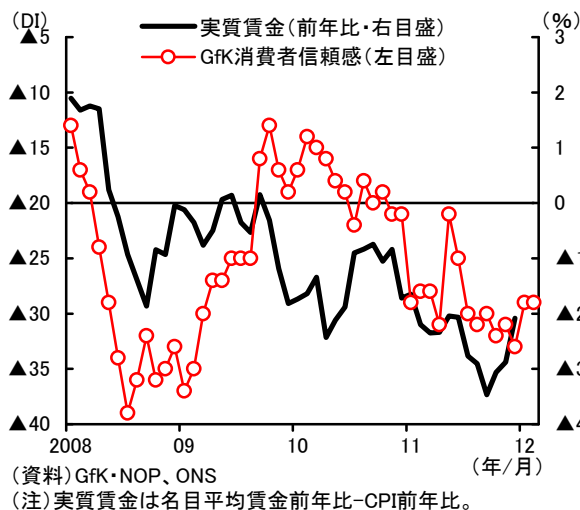
英国の実質GDP成長率の推移
(前期比年率)



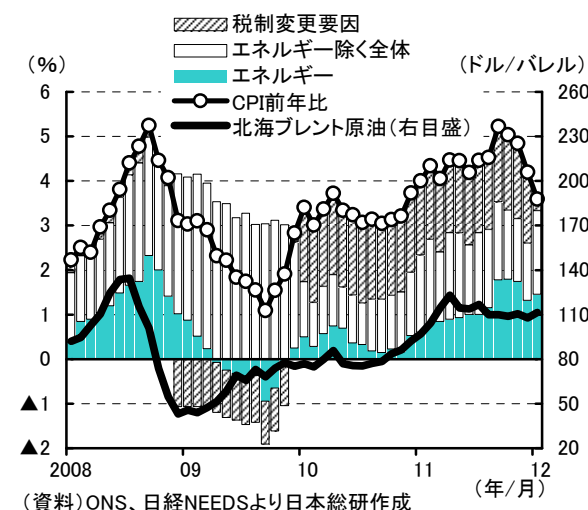
英国の実質輸出の推移
(後方3ヵ月移動平均)



英国の消費者信頼感と実質賃金の推移



英国の消費者物価指数の推移



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・消費者マインドの低迷、③金融不安に伴う企業の投資活動の停滞、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、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続く見通し。

インフレ率は、付加価値税増税の影響が剥落する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				2013年	2011年	2012年	2013年
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	（実績）	（予測）	（予測）
ユーロ圏	実質GDP	0.6	0.5	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 0.8	0.7	0.8	0.8	1.5	▲ 0.6	0.6
	消費者物価指数	2.8	2.7	2.9	2.5	2.1	1.8	1.6	1.5	2.7	2.0	1.5
ドイツ	実質GDP	1.1	2.3	▲ 0.7	▲ 0.4	▲ 0.3	1.3	1.5	1.4	3.0	0.3	1.3
	消費者物価指数	2.5	2.7	2.7	2.3	2.1	1.9	1.6	1.6	2.5	2.0	1.5
フランス	実質GDP	▲ 0.3	1.3	0.9	▲ 1.3	▲ 0.7	0.5	0.7	0.8	1.7	▲ 0.0	0.6
	消費者物価指数	2.2	2.3	2.6	2.4	1.8	1.6	1.5	1.4	2.3	1.8	1.4
英国	実質GDP	0.1	2.2	▲ 0.8	▲ 1.6	0.6	0.4	0.4	0.6	1.0	0.0	0.8
	消費者物価指数	4.4	4.7	4.7	3.3	2.9	2.6	2.3	2.0	4.5	2.8	1.8

（予測）

欧州金利見通し

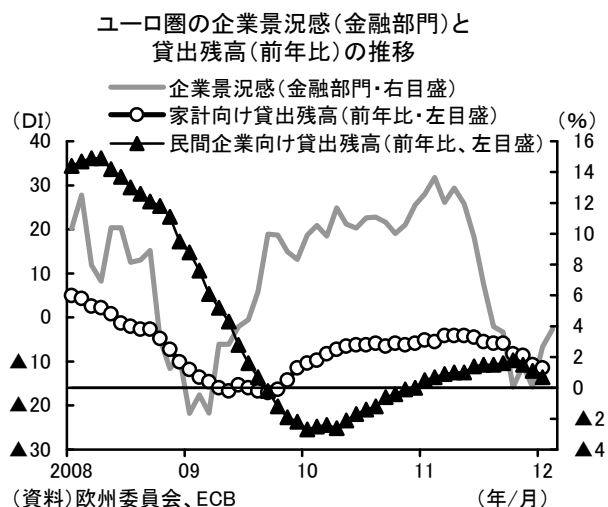
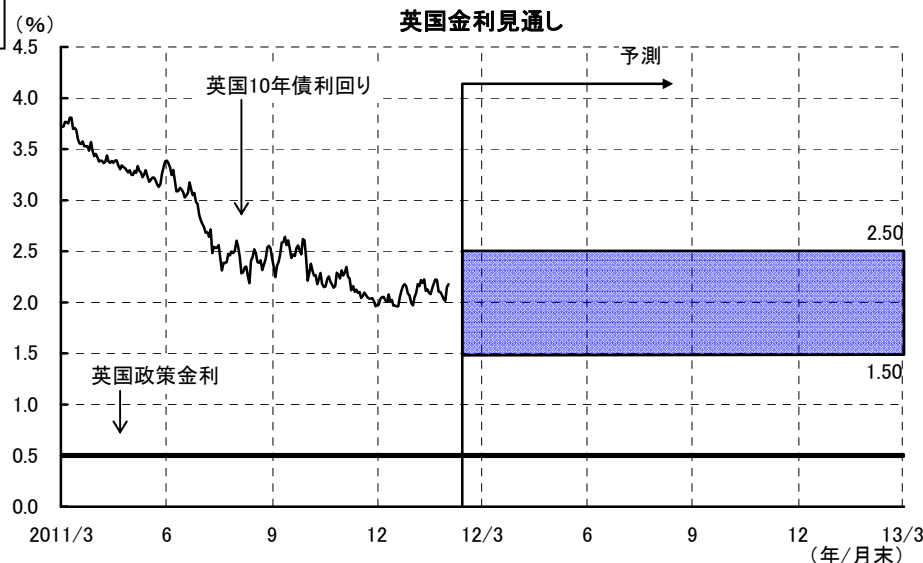
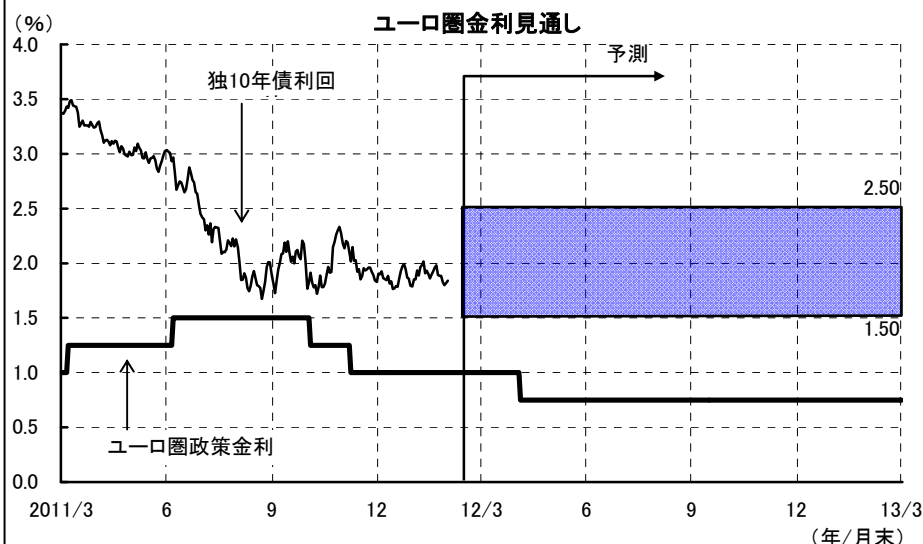
ECBは昨年末と2月末の2回の長期流動性供給オペで1兆ユーロを供給。

ECBは、2月末に2回目となる期間3年の長期流動性供給オペを実施。欧州銀の応札額は、前回の4,890億ユーロを上回る約5,300億ユーロ。合わせて1兆ユーロの長期流動性供給策により、市場の緊張は緩和。一方、政策金利は過去最低水準（1.00%）で据え置き。もっとも、景気後退に陥るなか、インフレ圧力の緩和が明確化すれば、先行き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、欧州債務問題の長期化を受けた安全資産選好の強まりなどにより1%台後半の低水準で推移。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、現行水準を中心とした推移が続く見通し。

BOEは、2月に量的緩和を拡大し、国債買い入れ枠を500億ポンド増額。政策金利は当面据え置く一方、景気支援を優先する姿勢を維持するなか、状況次第で量的緩和を拡大する見込み。

英10年国債利回りは、ユーロ圏からの逃避資金の流入、景気の低迷長期化を受け、当面低位安定が続く見通し。



<ユーロ圏の金融機関の貸出動向>

ECBによる大規模な資金供給オペに伴い信用不安の拡大に歯止め。もっとも、欧州銀の貸出は1月も低迷持続。貸出の増加を通じた、実体経済への支援効果が顕在化するには、なお時間を要する見込み。

原油価格：当面、上振れリスクの強い状況が続く見通し。

<原油市況>

2012年2月のWTI先物は、米原油・ガソリン在庫の増加や、ドル高ユーロ安などを受け、月初に一時90ドル台半ばまで下落。その後は、ギリシャの債務再編・追加支援策をめぐる交渉の進展やイラン情勢の緊迫化、米景気指標の改善などを背景に大きく上昇。月下旬には、2011年5月初め以来となる110ドルに迫る場面も。

<投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、2月半ば以降、大幅に増加。イラン情勢の緊迫化などを背景に投機資金の流入が活発化し、2011年5月以来の高水準に。

<原油価格見通し>

WTI先物は、欧州債務問題や世界景気に対する先行き不透明感が、価格下押しに作用。もっとも、①イラン情勢の緊迫化など地政学リスクの高まり、②世界的な金融緩和に伴う投機資金の流入、③新興国における需要拡大、などが価格押し上げ材料に。

当面、上振れリスクの強い状況が続く見通し。

WTI原油先物価格と米S&P500種株価

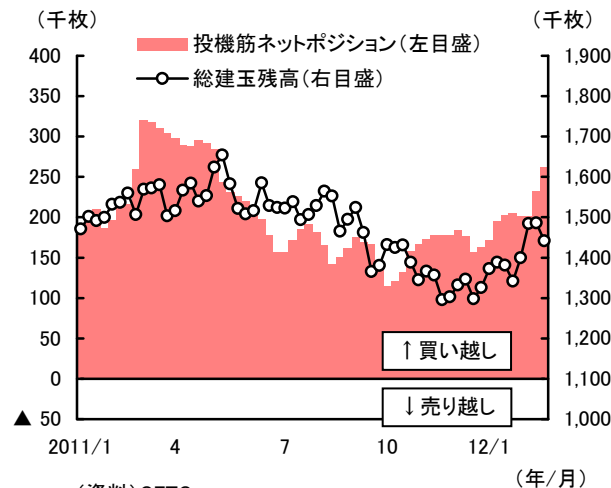


最近のイラン情勢

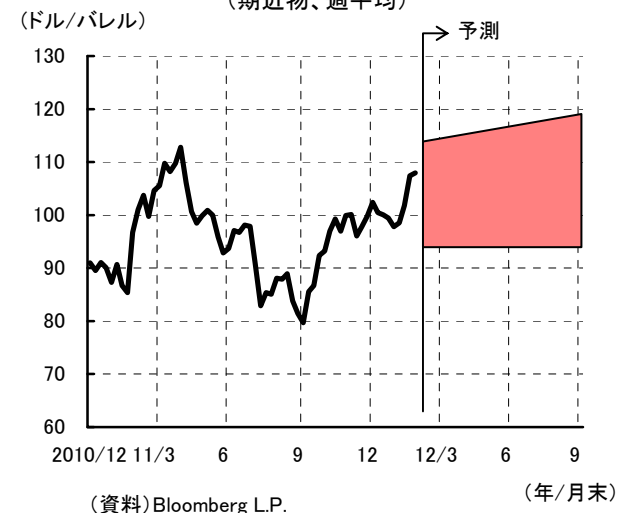
1月23日	・EUがイラン産原油の禁輸を決定(7月1日より)
29～31日	・IAEA代表団がイランを訪問
30日	・イラン・カセミ石油相が、EU向け原油輸出の即時停止を示唆
2月4日	・カセミ石油相が、イラン産原油の代替供給を表明している一部OPEC加盟国を非難
15日	・イランが新型遠心分離機や国産燃料棒の装填など核技術の開発成果を公表 ・イラン国営放送がイタリアやギリシャなどEU6か国への原油輸出を停止したと報道。その後、イラン石油省が報道を否定
19日	・イランが英仏向け原油輸出の停止を発表
20～21日	・IAEA代表団がイランを訪問。イランが核関連施設への立ち入りを拒否

(資料) 各種報道等より日本総研作成

WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し
(期近物、週平均)



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年3月

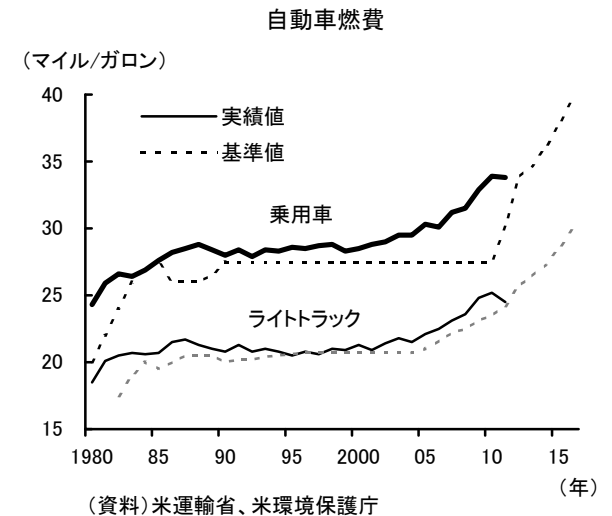
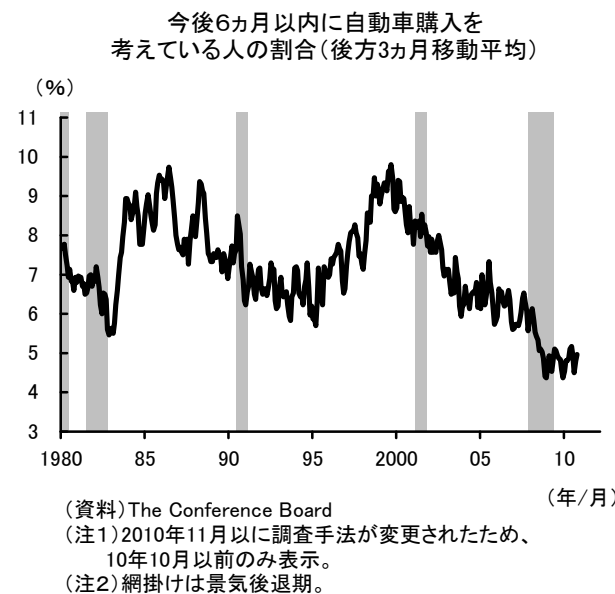
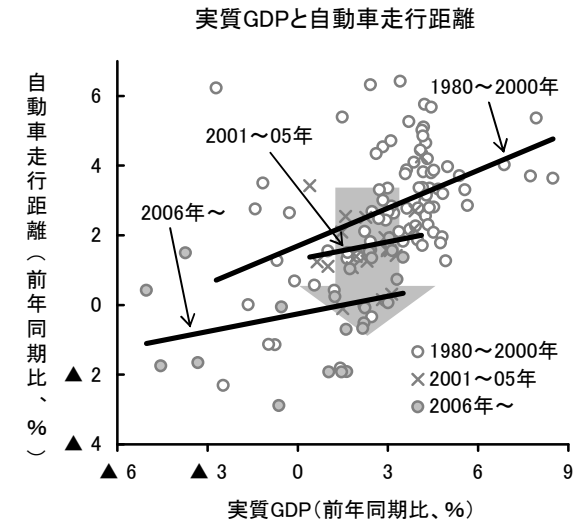
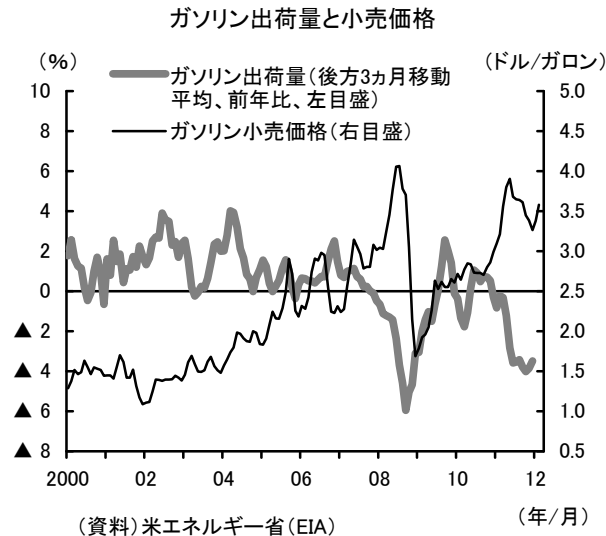
米国ガソリン需要：自動車の利用抑制と燃費向上が、構造的な下押し要因に。

米国では、2011年入り後、ガソリン出荷が大幅に減少。足許のガソリン需要の低迷は、ガソリン価格の高止まりが主因ながら、自動車市場の構造変化も一因。

第1に、自動車の利用抑制。米国の実質GDPと自動車走行距離の関係をみると、近年、経済成長に応じた自動車走行距離の伸びの下方シフトが鮮明に。背景には、ガソリン価格高騰に伴う自動車の利用抑制の定着や、自動車購入意欲の趨勢的な低下。先行きも、ガソリン価格の大幅な下落は見込み難いほか、消費者の自動車離れの広がりなどから、自動車走行距離は低迷が続く見込み。

第2に、自動車の燃費向上。米国内で販売された自動車の燃費は、1980年代半ばから90年代後半にかけて横ばいで推移したものの、2005年前後から改善傾向が明確化。12年以降も燃費基準の大幅な引き上げが予定されており、燃費の向上が加速する公算。

こうした構造的な下押し圧力を受け、米国のガソリン需要は低迷が長期化する見通し。米国では石油製品消費の5割弱をガソリンが占めており、米原油需要の抑制要因に。



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0/N (%)	3カ月 (%)	6カ月 (%)	2年 (%)	5年 (%)	10年 (%)		短期 (%)	長期 (%)	¥/\$	¥/Eur		F F 0/N	ユーロ3カ月	10年国債	N Y ダウ 工業株	ユーロ3カ月	10年国債
08/7	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
12/2	0.30	0.085	0.33	0.44	0.35	0.46	0.98	0.96	1.475	1.40	78.45	103.85	9242.33	0.12	0.32	1.96	12889.05	0.98	1.90

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。