海 外 経 済 展 望

2012年4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４月２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４月）

１．米国経済の現状：底堅い回復が持続。

・足許の米国経済は、非農業部門雇用者数の増加ペースが３ヵ月連続で前月差＋20万人超となるなど、景気回復に底堅さ。企業部門においても、生産活動の拡大が続くなか、製造業・非製造業ともに景況感は改善傾向。

＜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＞
・２月の製造業生産指数は前月比＋0.3％と、過去２ヵ月に比べ増加ペースが鈍化。設備投資の減速に加え、輸出の増勢鈍化が生産活動の下押し要因に。
・輸出受注指数は、本年入り後、上昇傾向にあり、先行き輸出は持ち直しに向かう公算。

＜雇用・所得環境＞
・２月の非農業部門雇用者数は前月差＋22.7万人と、３ヵ月連続で同＋20万人超の増加。
・一方、賃金は低迷が続いており、家計所得の伸びは鈍化傾向。物価上昇を加味した実質ベースでみると、家計の可処分所得の伸びはゼロ近傍で推移。

２．トピックス

①ガソリン価格上昇の影響
・全米平均のガソリン小売価格は、足許で3.9ドル台と、昨年５月とほぼ同水準まで上昇。
・ガソリン価格の上昇は個人消費の下押しに作用する公算。もっとも、国内天然ガス価格の下落を受けた電気・ガス料金の低下や、自動車の利用抑制の定着と燃費向上に伴うガソリン消費の減少が、ガソリン価格上昇の悪影響を緩和させる見込み。
・原油・ガソリン価格の一段かつ急激な上昇がなければ、昨年前半のような大幅な消費減速は回避される見通し。

②労働市場の流動性低下
・昨年央以降の雇用者数の増勢加速は、離職者数の減少が主因。新規に創出された雇用を表す月間の就業者数の増加は、足許で頭打ち。
・就職者・離職者ともに低水準での推移が続いており、労働市場の流動性が低下していることを示唆。
・新規雇用の低迷は、①求人・失業者間の業種・職種の偏在、②失業期間の長期化に伴うスキル低下、③住宅市場の低迷などが、職種・地域をまたいだ円滑な就業を阻害していることが一因。
・労働市場の流動性低下は、失業者の就労意欲の低下や長期失業者の固定化を招来。失業に備えた貯蓄の積み増しなど、就業者の消費意欲の低下に繋がるリスクも。

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家計の過剰債務圧縮、②住宅価格の低迷持続、③所得環境の緩慢な回復、などが足かせとなるため力強い回復は期待できず。
・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：夏場にかけて上昇も、その後は２％台半ばで安定へ。＞
・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、ギリシャの債務問題に対する懸念の緩和や米景気回復に伴う追加金融緩和観測の後退などが、金利押し上げに作用。ツイストオペが終了する夏場にかけては、長期債の需給軟化からも金利上昇圧力が強まることから、長期金利はレンジをやや切り上げる見込み。
・もっとも、ＦＥＤによる低金利政策の長期化など金利下押し圧力も根強く、その後は２％台半ばを中心とした安定推移が続く見通し。

企業の景況感は製造業・非製造業ともに改善傾向。

＜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。各地区連銀のサーベイでは、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。

＜生産活動＞

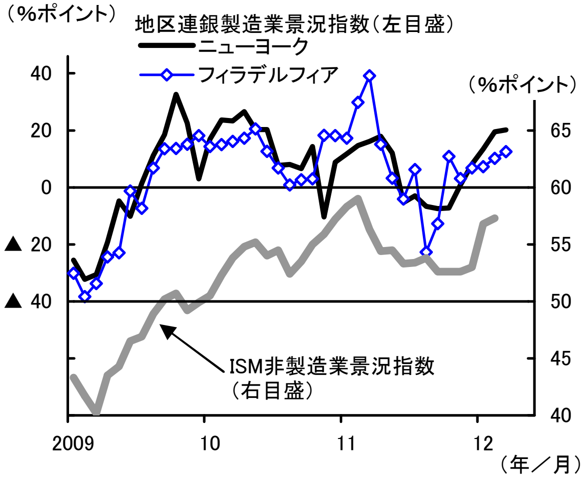
２月の製造業生産指数は前月比＋0.3%と、過去２ヵ月（11年12月：同＋1.5%、12年１月：同＋1.2%）に比べ増加ペースが鈍化。設備投資の減速に伴い一般機械・コンピューターなどの資本財の増勢が鈍化したほか、自動車の増産の動きも一巡。加えて、昨年半ば以降、輸出の増勢が鈍化していることも生産活動の下押し要因に。もっとも、輸出受注指数は、本年入り後、上昇傾向にあり、先行き輸出は持ち直しに向かう公算。

＜住宅市場＞

２月の新築住宅販売件数は、前月比▲1.6%と２ヵ月連続の減少。中古住宅販売も２月は前月比▲0.9%となるなど、住宅需要は本格回復には至らず。

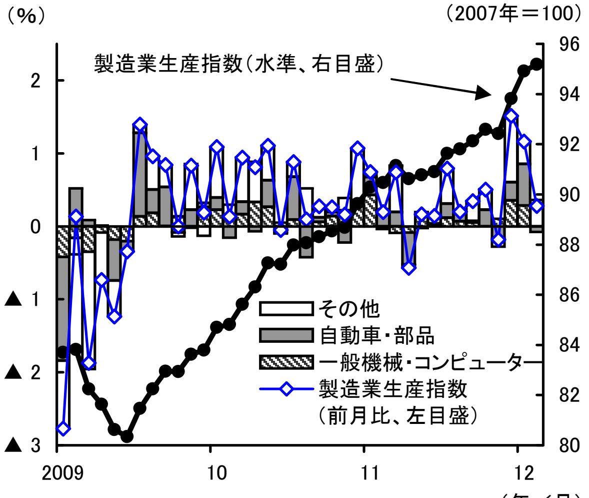
こうしたなか、住宅価格は下落傾向が続いており、１月のケース・シラー住宅価格指数は、２ヵ月連続でリーマン・ショック後の最低値を更新。

企業マインドの推移



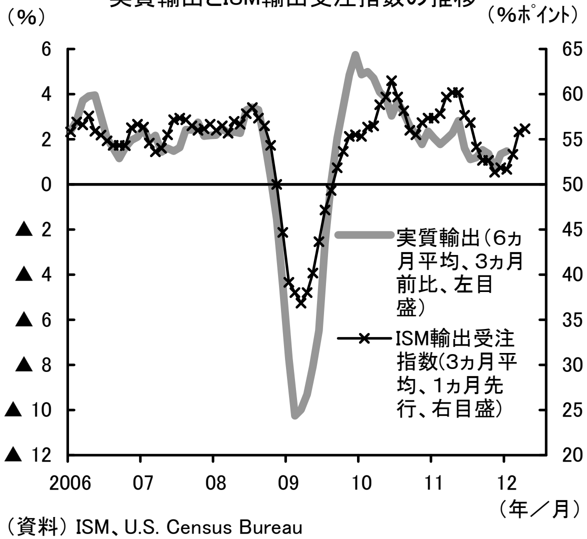
(資料)Federal Reserve Bank of New York、Federal Reserve Bank of Philadelphia、ISM

製造業生産指数の推移



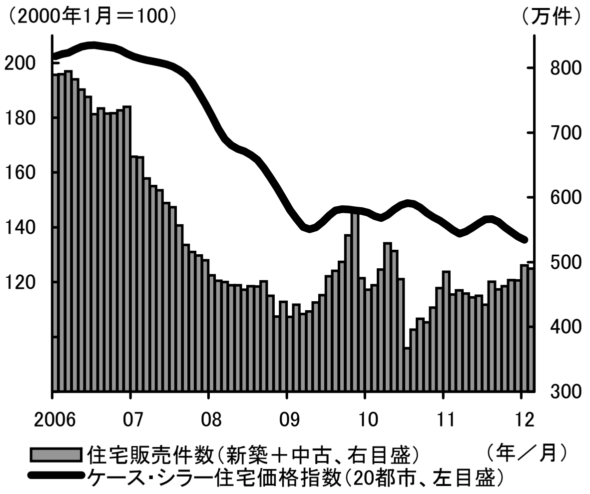
(資料)FRB

実質輸出とISM輸出受注指数の推移



(資料) ISM、U.S. Census Bureau

住宅販売件数と住宅価格の推移



(資料)S&P、NAR、U.S. Census Bureau

賃金の低迷により家計所得の改善は限定的、ガソリン価格の上昇が個人消費を押し上げ。

＜雇用・所得環境＞

２月の非農業部門雇用者数は前月差＋22.7万人と、３ヵ月連続で同＋20万人超の増加。失業保険申請件数も、足許で30万件台半ばまで減少。

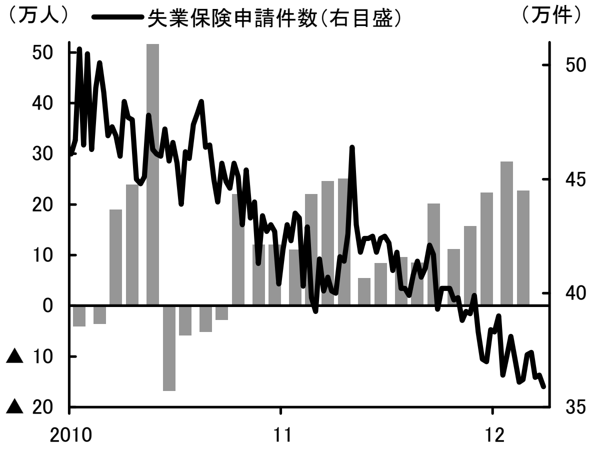
一方、賃金は低迷が続いており、家計所得の伸びはむしろ鈍化傾向。物価上昇を加味した実質ベースでみると、家計の可処分所得の伸びはゼロ近傍で推移。

賃金の低迷が続く背景として、労働市場の需給が大幅な緩和状態にあることに加え、最近の雇用創出が低賃金の業種・職種中心であることが指摘可能。過去１年間の雇用者数の増加を職種別にみると、相対的に賃金が低い製造・運搬やサービス職などが中心。住宅市場の低迷や州・地方政府の厳しい財政状況を反映し、建設・土木作業従事者や教職員（専門職に分類）など、賃金の比較的高い職種の雇用創出力は大きく低下しており、賃金の増勢加速は期待し難い状況。

＜個人消費＞

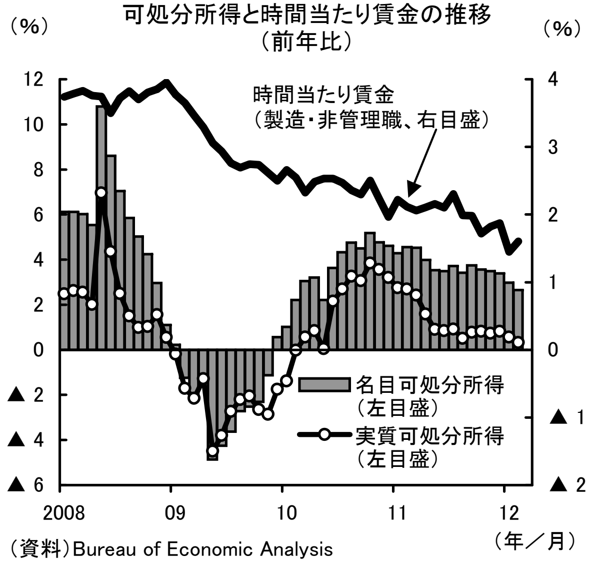
２月の小売売上高は前月比＋1.1％と、５ヵ月ぶりの高い伸び。もっとも、温暖な天候やガソリン価格の上昇などが売上を押し上げた側面も。価格変動の影響を除いた実質ベースでみると、増加ペースの顕著な加速はみられず。

非農業部門雇用者数と新規失業保険申請件数



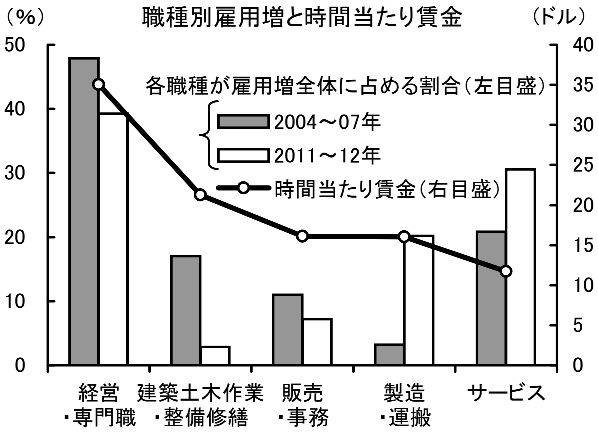
（資料）Bureau of Labor Statistics

可処分所得と時間当たり賃金の推移（前年比）



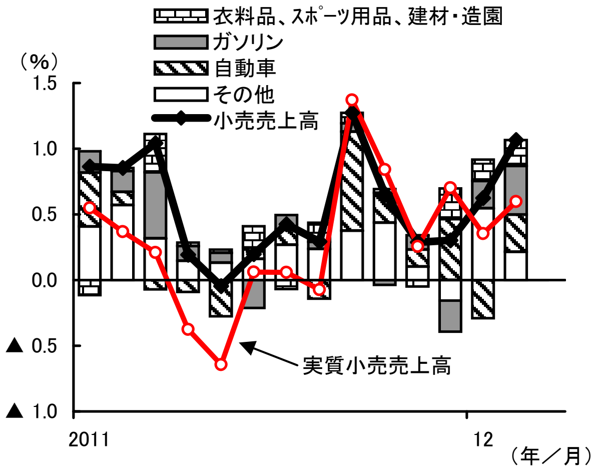
（資料）Bureau of Economic Analysis

職種別雇用増と時間当たり賃金



（資料）Bureau of Labor Statistics
（注1）雇用者数は、自営業者などを含む数値。
（注2）職種別雇用増の2011～12年は、11年1～2月平均の雇用者数と12年1～2月平均の雇用者数を比較。

小売売上高の推移（前月比）



（資料）U.S. Census Bureau、Bureau of Labor Statistics
（注）実質値は、業態別売上高を該当する品目別CPIで実質化。

原油価格の一段の上昇がなければ、昨年前半のような大幅な消費減速は回避可能。

本年入り後、原油価格の高止まりを背景に、ガソリン価格の上昇傾向が明確化。全米平均のガソリン小売価格は、足許で3.9ドル台と、昨年５月とほぼ同水準に。

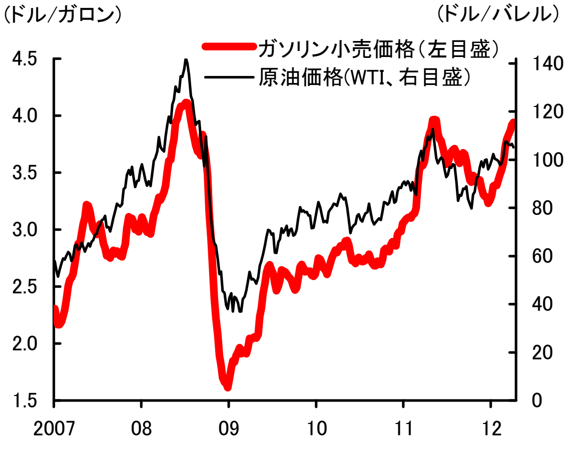
ガソリン価格の上昇は、家計のマインド悪化・購買力低下を通じ、個人消費の下押しに作用。もっとも、以下２つの要因が価格上昇の悪影響を緩和させる公算。

第１に、国内天然ガス価格の下落を受けた電気・ガス料金の低下。米国では、シェールガスを中心とした非在来型天然ガスの国内生産拡大などを背景に、天然ガス価格が大きく下落。これに連動する形で電気・ガス料金は低下傾向にあり、家計の負担抑制に作用。

第２に、自動車の利用抑制の定着や燃費向上に伴うガソリン消費の減少。全米のガソリン消費量は、2008年をピークに減少しており、ガソリン価格の変動が家計の購買力に与える影響は低下傾向に。

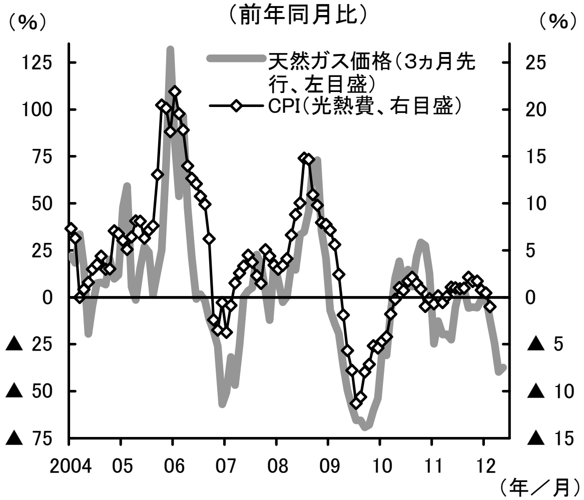
これらの要因に加え、今冬の温暖な天候による暖房費の減少もあり、エネルギー支出が可処分所得に占める割合は、足許で抑制された状態。イラン情勢の緊迫化などによる原油・ガソリン価格の一段かつ急激な上昇がなければ、昨年前半のような大幅な消費減速は回避される見通し。

原油価格とガソリン小売価格の推移



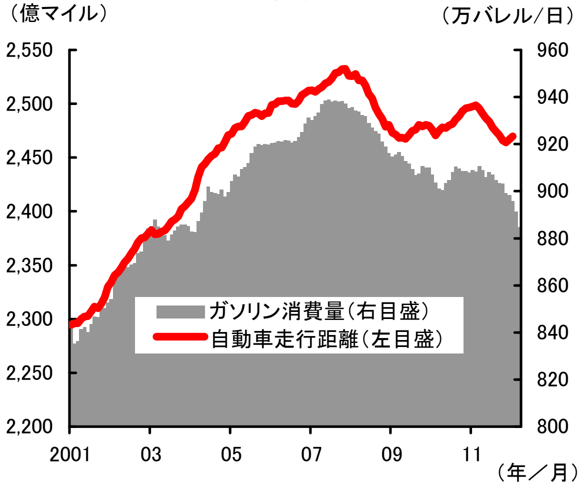
(資料)Bloomberg L.P.、Department of Energy
(注)WTIは週平均。

天然ガス価格と光熱費の推移
(前年同月比)



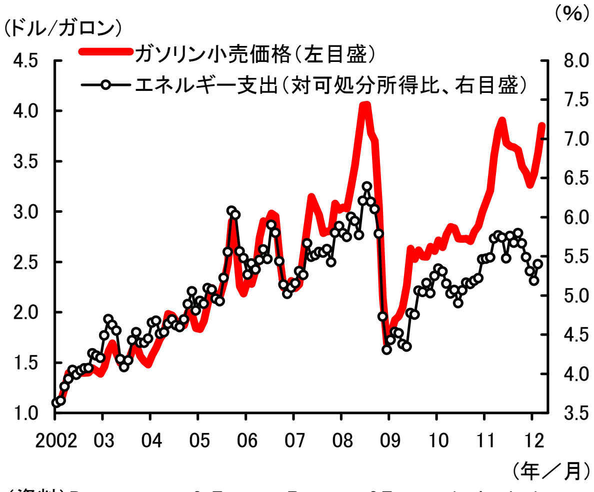
(資料)Bureau of Labor Statistics、Bloomberg L.P.

全米の自動車走行距離とガソリン消費の推移
(12ヵ月移動平均)



(資料)U.S. Department of Transportation

ガソリン価格とエネルギー支出の推移



(資料)Department of Energy、Bureau of Economic Analysis

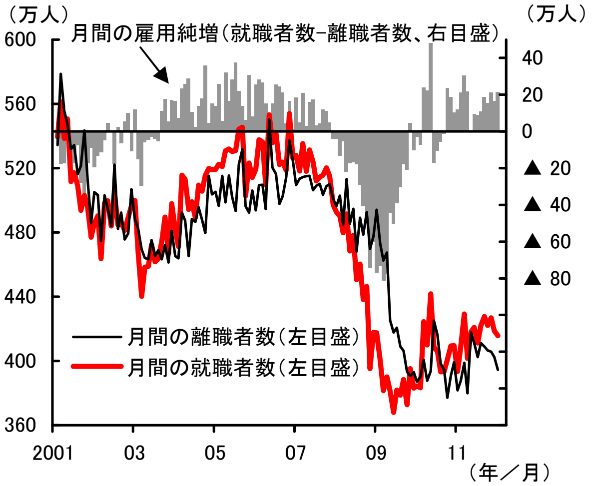
雇用者数の増勢は加速も、新規雇用は依然低迷しており労働市場の流動性低下を示唆。

非農業部門雇用者数の増加幅が３ヵ月連続で前月差＋20万人超を記録するなど、雇用情勢の改善が明確化。もっとも、11年央以降の雇用者数の増加を月間の就職者数と離職者数にわけてみると、雇用者数の増勢加速は、離職者数の減少が主因。新規に創出された雇用を表す月間の就業者数の増加は、足許で頭打ちに。就職者・離職者ともに低水準での推移が続いており、労働市場の流動性が低下していることを示唆。

新規雇用の低迷は、①求人・失業者間の業種・職種の偏在、②失業期間の長期化に伴うスキル低下、③住宅市場の低迷などが、職種・地域をまたいだ円滑な就業を阻害していることが一因。実際、企業の採用意欲は改善傾向にあるものの、求人数の増加が就職者数の増加に結びついていない状況。

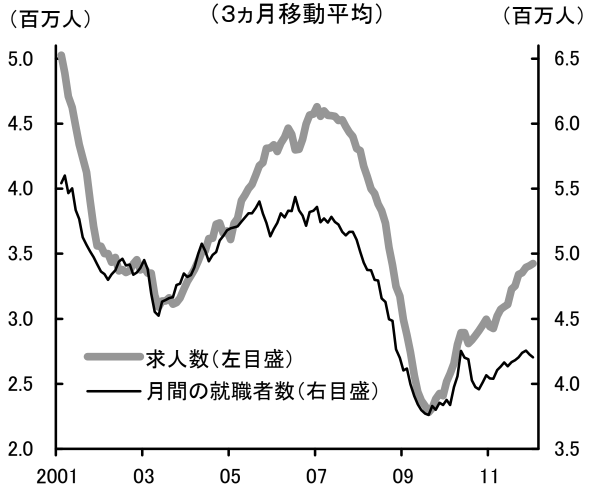
労働市場の流動性低下は、失業者の就労意欲の低下や長期失業者の固定化を招来。また、失業後の再就職が困難になることで、失業に備えた貯蓄の積み増しなど、就業者の消費意欲の低下に繋がるリスクも。

月間の就職者数・離職者数の推移



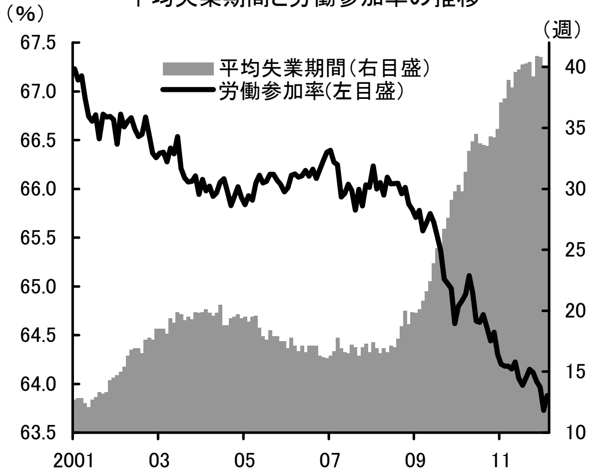
(資料)Bureau of Labor Statistics

月間就職者数と求人数の推移
(3ヵ月移動平均)



(資料)Bureau of Labor Statistics (年／月)

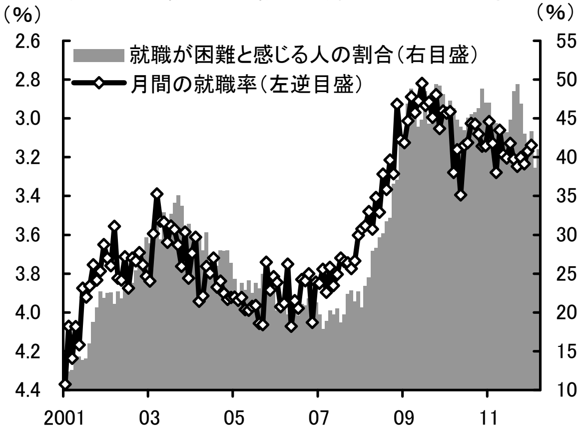
平均失業期間と労働参加率の推移



(年／月)

(資料)Bureau of Labor Statistics
(注)労働参加率＝(就業者＋失業者)/16歳以上人口。

月間の就職率と就職が困難と感じる人の割合



(年／月)

(資料)Bureau of Labor Statistics、Conference Board
(注1)就職率＝月間の就職者数/雇用者数。
(注2)就職が困難と感じる人の割合は、カンファレンス・ボードの消費者調査における回答者の割合。

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家計の過剰債務圧縮、②住宅価格の低迷持続、③所得環境の緩慢な回復、などが足かせとなるため力強い回復は期待できず。

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、ギリシャの債務問題に対する懸念の緩和や米景気回復に伴う追加金融緩和観測の後退などが、金利押し上げに作用。ツイスト・オペが終了する夏場にかけては、長期債の需給軟化からも金利上昇圧力が強まることから、長期金利はレンジをやや切り上げる見込み。

もっとも、ＦＥＤによる低金利政策の長期化など金利下押し圧力も根強く、その後は２％台半ばを中心とした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）

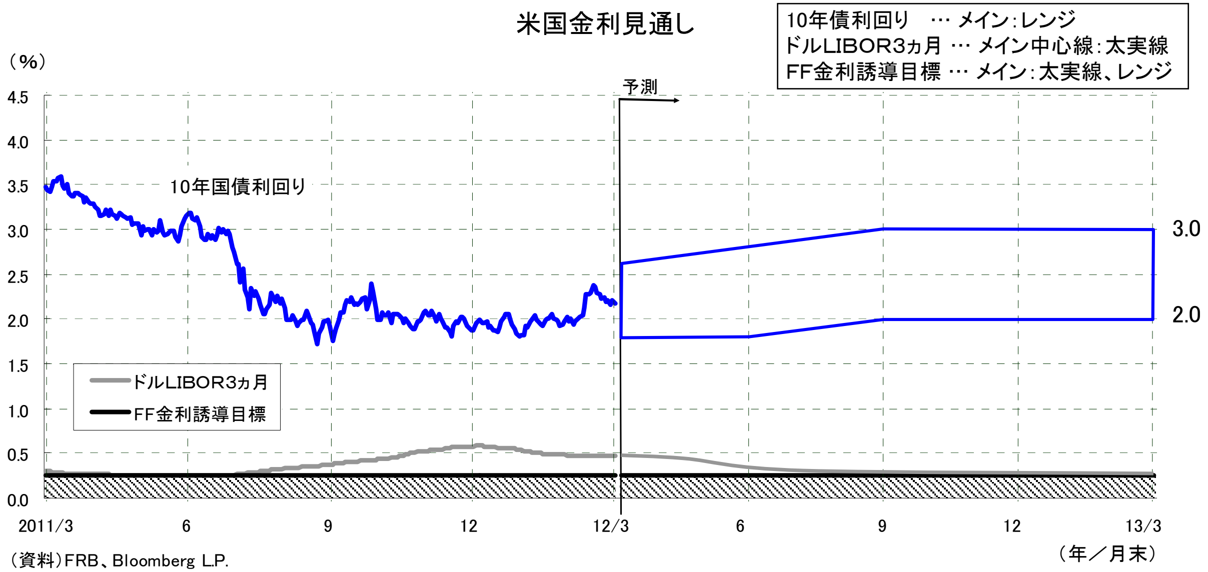
	2011年			2012年				2013年	2011年	2012年	2013年
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	（実績）	（予測）	（予測）
実質GDP	1.3	1.8	3.0	1.6	2.0	2.2	2.3	1.2	1.7	2.1	2.1
個人消費	0.7	1.7	2.1	1.3	2.0	2.2	2.3	1.0	2.2	1.8	2.0
住宅投資	4.2	1.3	11.6	4.7	3.6	3.8	3.9	4.4	▲ 1.3	5.1	4.3
設備投資	10.3	15.7	5.2	2.8	4.8	6.3	7.2	3.0	8.8	6.3	5.5
在庫投資	▲ 0.3	▲ 1.4	1.8	0.4	0.2	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.2	0.3	0.0
政府支出	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 4.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 2.1	▲ 1.0	▲ 0.1
純輸出	0.2	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0
輸出	3.6	4.7	2.7	5.3	5.7	6.2	6.5	6.7	6.7	4.9	6.7
輸入	1.4	1.2	3.7	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・ｴﾈﾙｷﾞｰ	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.

（株）日本総合研究所 海外経済展望 2012年4月

景気の現状判断をやや上方修正、市場では米景気の先行きに対する楽観的な見方が拡大。

ＦＥＤは３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。

声明では、設備投資の増加や最近の失業率の低下に言及するなど、景気の現状判断をやや引き上げ。今後数四半期の経済見通しについても、「緩慢（modest）な景気回復が続く」という従来の予想を、「緩やか（moderate）な景気回復が続く」に修正。これらの文言変更は、ＦＥＤが足許の景気回復の持続性に対し信頼感を強めていることを示唆しており、早期の追加金融緩和実施の可能性は後退。利上げの時期についても、「2014年初に前倒しされる」との見方が大勢に。

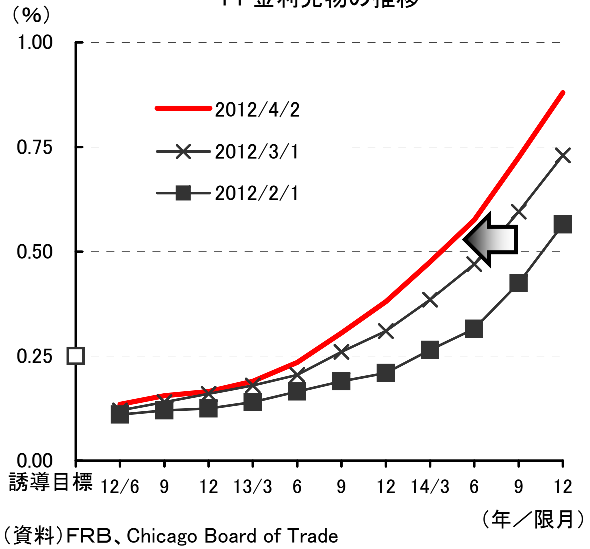
こうしたＦＯＭＣの結果を受け、市場では米景気の先行きに対する楽観的な見方が拡大。３月上旬まで2.0％前後で推移していた長期金利は、ＦＯＭＣ後、一時2.4％近くまで上昇。ツイスト・オペが終了する夏場にかけては、中長期債の需給悪化による上昇圧力も強まるとみられ、長期金利は当面上振れしやすい地合いに。

FOMC声明（要旨）

今回（3月13日）		前回（1月24、25日）
・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**	・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。
・景気は緩やかに拡大。 ・労働市場は一段と改善。**失業率はここ数ヵ月で顕著に改善**も、依然高水準。個人消費と**企業の設備投資は引き続き増加**。 ・今後数四半期にわたり**緩やかな景気回復**を予想。**国際金融市場の緊張は和らいできている**ものの、引き続き景気見通しに対する著しい下振れリスク。 ・**このところの原油・ガソリン価格の上昇はインフレを一時的に押し上げる**も、その後はFRBが適切と考える水準か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**	・景気は世界経済が減速するなかでも緩やかに拡大。 ・労働市場は一段と改善も、失業率は依然高止まり。個人消費は引き続き増加も企業の設備投資は減速。 ・今後数四半期にわたり緩慢な景気回復を予想。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。 ・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。

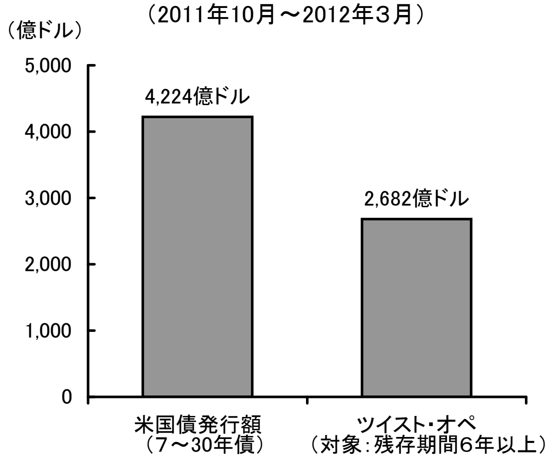
（資料）FRBをもとに日本総研作成。

FF金利先物の推移



（資料）FRB、Chicago Board of Trade

米国債発行額とツイスト・オペによる購入金額
（2011年10月～2012年3月）



（資料）Federal Reserve Bank of NY、Department of Treasuryをもとに日本総研作成。

欧州経済概説（2012年４月）

１．ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

ユーロ圏はリセッション入りした公算。３月のユーロ圏購買担当者景気指数（ＰＭＩ総合）は48.3と、２ヵ月連続で低下し、昨年９月以降、景況感の分かれ目となる50を下回る水準で推移。

- １月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比＋0.2％と小幅増加。もっとも、同月のユーロ圏外からの製造業受注は、中東欧や中国など新興国での景気拡大ペース鈍化を背景に大幅減少。
- ＥＣＢによる大規模な流動性供給以降、消費者マインドの悪化に歯止め。もっとも、２月のユーロ圏失業率は10.8％とユーロ導入後最悪となるなど、雇用環境の悪化が持続。
- さらに、足許では原油高に伴うエネルギー価格の高止まりを受け、インフレ率が高水準で推移。実質購買力の低下を通じて、家計消費を圧迫。

【スペイン財政懸念】

- ３月30日のユーロ圏財務相会合において、ユーロ圏各国は金融安全網の上限を、8,000億ユーロへ拡充することで合意。もっとも、実質的な新規融資可能額は5,000億ユーロ。
- 2012～14年までのスペイン国債償還見込み額が、約3,000億ユーロであることを勘案すれば、債務問題を完全に払拭するには至らず。
- こうしたなか、スペイン財政が新たな火種に。ラホイ政権は、景気の下振れを主因に財政赤字目標の達成を諦め、財政再建計画の下方修正をＥＵに申告。
- そもそも、スペインでは失業率、不良債権比率の上昇に歯止めがかからず。住宅価格の調整が消費者マインドを下押しし、国内需要が縮小する構造も残存。景気後退と財政悪化の悪循環に陥るリスク。

【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原油価格の高止まりを受けた消費者マインドの悪化、なども加わり、年央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、内需拡大が見込めず、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回の長期流動性供給オペで、合わせて市場に１兆ユーロ超を供給。これを受けた市場の緊張緩和に加え、原油価格の上昇を受けたインフレ率の高止まりを背景に、政策金利を現行水準で据え置く見通し。
- 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。今後も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し、現行の低水準での推移が続く見込み。ドイツ景気の持ち直し等が期待される年後半以降は、金利が上振れしやすい地合いに。

３．英国景気の現状と展望

【景気の現状】

英国景気は悪化。

- 英国小売売上高は、消費者マインドの悪化に歯止めがかかったことを受けて持ち直し。もっとも、原油高を受けて、消費者マインドに再び悪化の兆し。加えて、住宅価格の低迷が貯蓄率の高止まりを招来。
- 英国政府は、３月下旬に2012年度予算を公表。税制の組み換えを中心に、経済成長に配慮した計画に。
- もっとも、公的債務残高が高水準で推移するなか、景気刺激措置には限界。

【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、景気支援を優先する姿勢を維持しており、政策金利は当面据え置くと同時に、状況次第で一段の量的緩和拡大へ。
- 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。

ユーロ圏は２期連続のマイナス成長でリセッション入りの公算。

３月のユーロ圏購買担当者景気指数（ＰＭＩ総合）は48.3と、２ヵ月連続で低下し、昨年９月以降、景況感の分かれ目となる50を下回る水準での推移が持続。ＰＭＩ総合と高い相関を有するユーロ圏実質ＧＤＰ成長率（前期比年率）は２四半期連続のマイナスとなり、リセッション入りした公算。

＜企業部門＞

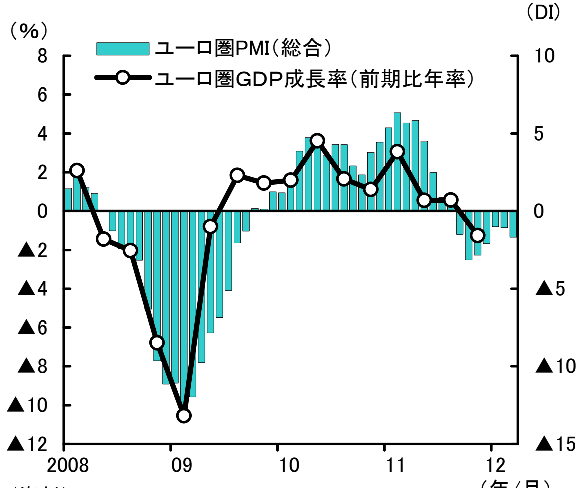
１月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比＋0.2％と小幅増加。もっとも、同月のユーロ圏外からの製造業受注は、中東欧や中国など新興国での景気拡大ペース鈍化を背景に大幅減少。昨年秋以降の減産傾向からは抜け出せない見込み。

＜家計部門＞

ＥＣＢによる大規模な流動性供給以降、消費者マインドの悪化に歯止め。もっとも、２月のユーロ圏失業率は10.8％とユーロ導入後最悪となるなど、雇用環境の悪化が持続。こうしたなか、小売売上数量も減少傾向が持続。

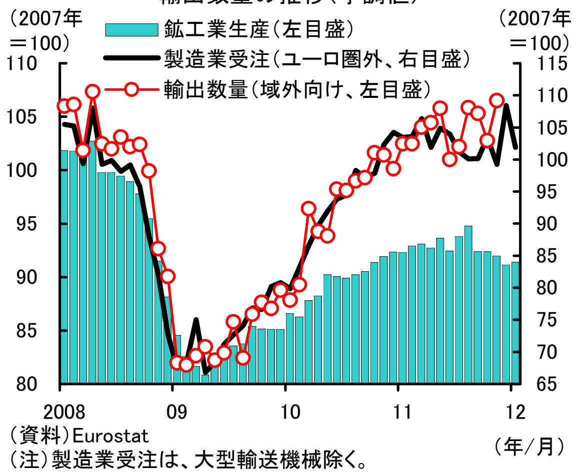
さらに、足許では原油高に伴うエネルギー価格の高止まりを受け、インフレ率が高水準で推移。実質購買力の低下を通じて、家計消費を圧迫。

ユーロ圏実質GDPとPMI（総合）の推移



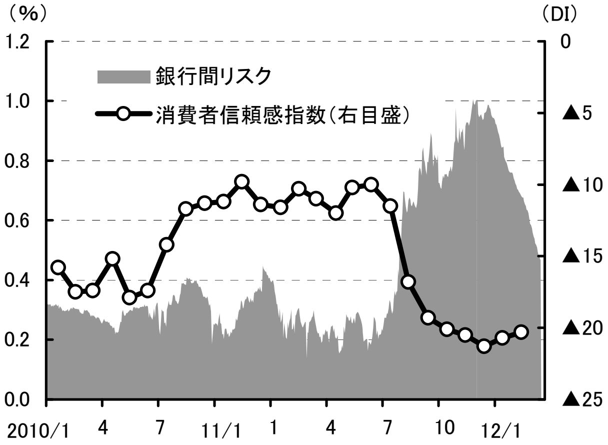
（資料）Eurostat、Markit

ユーロ圏の鉱工業生産・製造業受注（域外から）・輸出数量の推移（季調値）



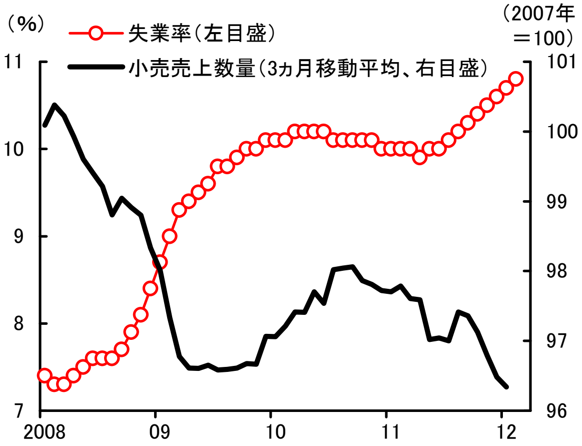
（資料）Eurostat
（注）製造業受注は、大型輸送機械除く。
鉱工業生産は、建設業を除く。

ユーロ圏銀行間リスクと消費者信頼感の推移



（資料）Bloomberg L.P.
（注）銀行間リスクはEURIBOR（3ヵ月物）−EONIAスワップ（3ヵ月物）。
（年/月）

ユーロ圏の小売売上数量と失業率の推移



（資料）Eurostat
（注）小売売上数量は自動車を除くベース。
（年/月）

ユーロ圏各国は金融安定網拡充で合意。スペイン財政の悪化が新たな火種に。

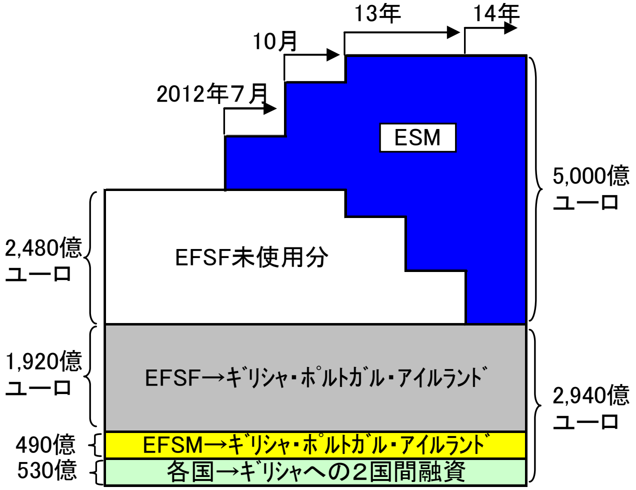
３月30日のユーロ圏財務相会合において、ユーロ圏各国は金融安全網の上限を、従来の5,000億ユーロから8,000億ユーロへ拡充することで合意。もっとも、既に重債務国向け融資で支出が決まっている3,000億ユーロを、ＥＳＭの5,000億ユーロと併存させる計画で、実質的な新規融資可能額は5,000億ユーロ。

短期債の借り換え分を考慮しない2012～14年までの国債償還見込み額が、スペインで約3,000億ユーロ、イタリアで約5,500億ユーロであることを勘案すれば、金融安全網の規模は債務問題を完全に払拭するには至らず。

こうしたなか、スペイン財政が新たな火種に。契機はラホイ国民党新政権が、景気の下振れを主因に財政赤字目標の達成を諦め、財政再建計画の下方修正をＥＵに申告したこと。加えて、新たな財政再建計画も、景気の下振れを踏まえると、実現性は不透明。2012年度予算案では、追加の増税策を盛り込むものの、国民に不人気な付加価値税増税を見送り、法人税を増税。企業への負担の大きい緊縮策が景気を一層下押しするリスク。

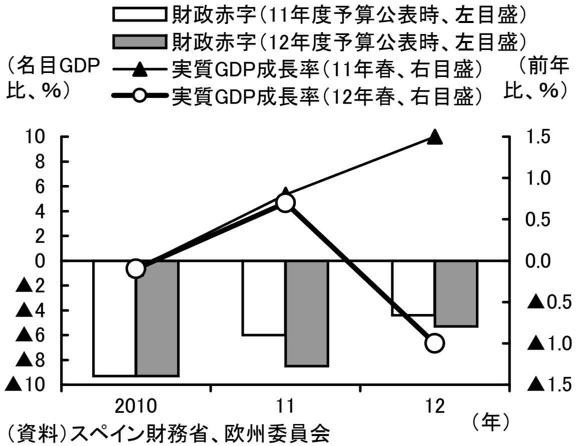
そもそも、スペインでは失業率、不良債権比率の上昇に歯止めがかからず。住宅価格の調整が消費者マインドを下押しし、国内需要が縮小する構造も残存。景気後退と財政悪化の悪循環に陥るリスク。

欧州金融安全網拡充の概要



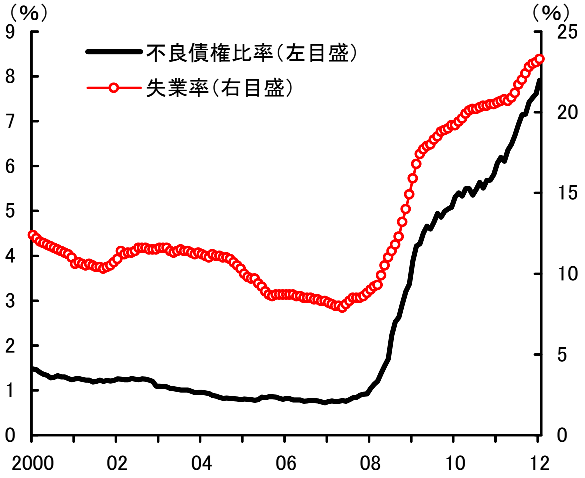
（資料）欧州議会、欧州委員会を基に日本総研作成

スペインの財政赤字見通しと
実質GDP成長率見通しの推移



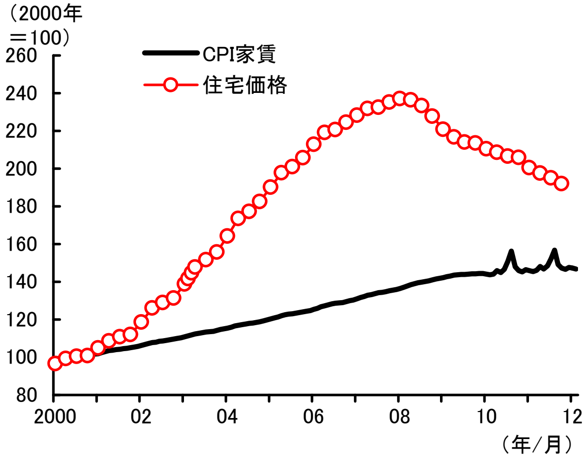
（資料）スペイン財務省、欧州委員会
（注）実質GDP成長率は欧州委員会の見通し。
　　（）内は見通し公表時期。

スペインの失業率と不良債権比率の推移



（資料）Eurostat、スペイン中銀　　（年/月）

スペインの住宅価格とCPI家賃の推移



（資料）Eurostat、MINISTERIO DE VIVIENDA
（注）住宅価格は四半期。

英国経済の現状

慎重な消費者マインド、緊縮財政を背景に内需の低迷が長期化。

＜家計部門＞

２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、３ヵ月連続の増加。欧州債務問題に対する過度な懸念の後退、インフレ率低下を受けた実質賃金の下げ止まり、等を受けて消費者マインドの悪化に歯止めがかかったこと等が背景。

もっとも、足許では、原油高を受けて、消費者マインドに再び悪化の兆し。今後エネルギー価格が一段と上昇すれば、消費者マインドは一段と悪化するリスク。

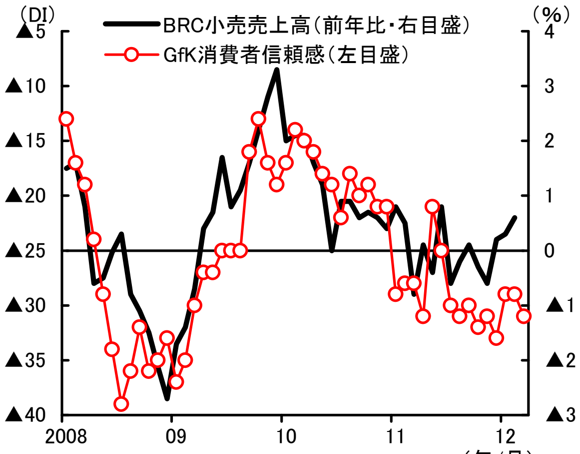
加えて、住宅価格の低迷が貯蓄率の高止まりを招いており、英国個人消費の力強い回復は期待薄。

＜公共部門＞

英国政府は、３月下旬に2012年度予算を公表。財政赤字を削減しつつ法人税率を引き下げるなど、税制の組み換えを中心に、経済成長に配慮した計画に。

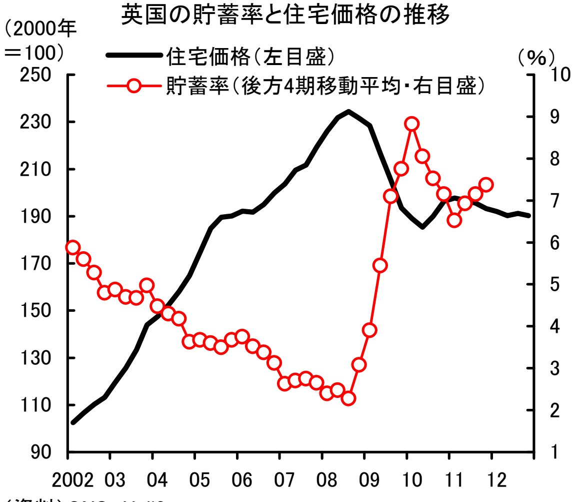
もっとも、公的債務残高が高水準で推移するなか、景気刺激措置には限界。さらに、新予算計画は2013年以降２%超の成長を前提としており、内需の力強い回復が期待し難い状況下、財政赤字削減目標の達成が困難となるリスクも。

英国の消費者信頼感と小売売上高の推移



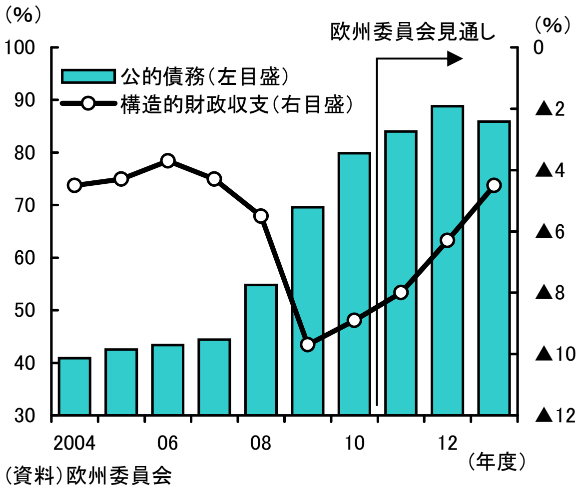
(資料)GfK・NOP、BRC
(注)小売売上高は既存店ベース、後方3ヵ月移動平均。

英国の貯蓄率と住宅価格の推移



(資料)ONS、Halifax
(年/期)
(注)住宅価格は4期先行。

英国の公的債務と構造的財政収支の推移
(対名目GDP比)



(資料)欧州委員会

英国の2012年度予算案の概要

目標	・財政赤字見通し(対GDP比) 2012年度7.6%、13年度5.9%、14年度4.3%
	・公的債務残高(対GDP比) 2012年度71.9%、13年度75%、14年度76.3%
前提	・経済成長見通し引き上げ 2012年0.8%、13年2.0%、14年2.7%、15年3.0%
景気刺激	・法人税率引き下げ 2012年24%(←26%)、13年23%、14年22%
	・所得税最高税率引き下げ(2013年4月より) 年収15万ポンド以上で45%(←50%)
増税	・銀行税引き上げ(0.105%←0.05%) 法人税下げの恩恵を銀行が受けるのを防ぐ
	・不動産取得印紙税引き上げ 200万ポンド以上の不動産取得に7%の印紙税
	・脱税対策強化

(資料)OBR、HM Treasury

欧州経済見通し

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原油価格の高止まりを受けた消費者マインドの悪化、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、足許では原油価格の高止まりを受け高水準で推移しているものの、景気の低迷を背景に、年末にかけて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し、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、2013年初にかけて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（実績）	2012年（予測）	2013年（予測）
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
ユーロ圏	実質GDP	0.5	0.6	▲ 1.3	▲ 0.9	▲ 0.5	0.3	0.8	0.8	1.4	▲ 0.4	0.7
	消費者物価指数	2.8	2.7	2.9	2.7	2.4	2.1	2.0	1.8	2.7	2.3	1.5
ドイツ	実質GDP	1.1	2.3	▲ 0.7	▲ 0.4	0.2	0.9	1.2	1.4	3.0	0.3	1.3
	消費者物価指数	2.5	2.7	2.7	2.4	2.2	2.0	1.9	1.7	2.5	2.1	1.5
フランス	実質GDP	▲ 0.3	1.3	0.9	▲ 0.9	0.0	0.4	0.7	0.8	1.7	0.2	0.7
	消費者物価指数	2.2	2.3	2.6	2.5	2.3	2.0	2.0	1.7	2.3	2.2	1.4
英国	実質GDP	▲ 0.2	2.3	▲ 1.2	▲ 0.7	0.1	0.4	0.4	0.6	0.9	0.1	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）

インフレ率の高止まりにより、政策金利は据え置きへ。

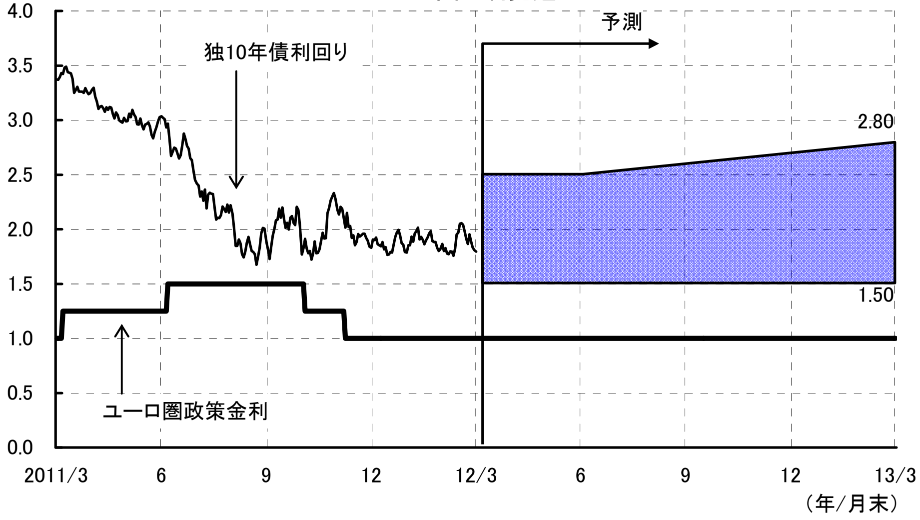
ＥＣＢは２回の長期流動性供給オペで、合わせて市場に１兆ユーロ超を供給。これを受けた市場の緊張緩和に加え、原油価格の上昇を受けたインフレ率の高止まりを背景に、政策金利を現行水準で据え置く見通し。

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。今後も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し、現行の低水準での推移が続く見込み。ドイツ景気の持ち直し等が期待される年後半以降は、金利が上振れしやすい地合いに。

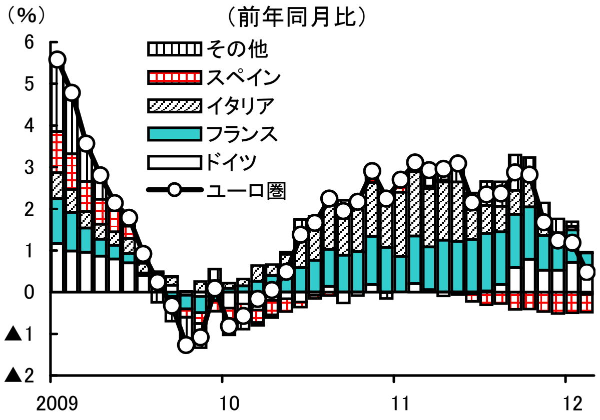
ＢＯＥは、２月の政策決定会合で量的緩和を拡大。景気支援を優先する姿勢を維持しており、政策金利は当面据え置くと同時に、状況次第で一段の量的緩和拡大へ。

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。

ユーロ圏金利見通し



ユーロ圏各国金融機関の民間向け貸出残高の推移
（前年同月比）

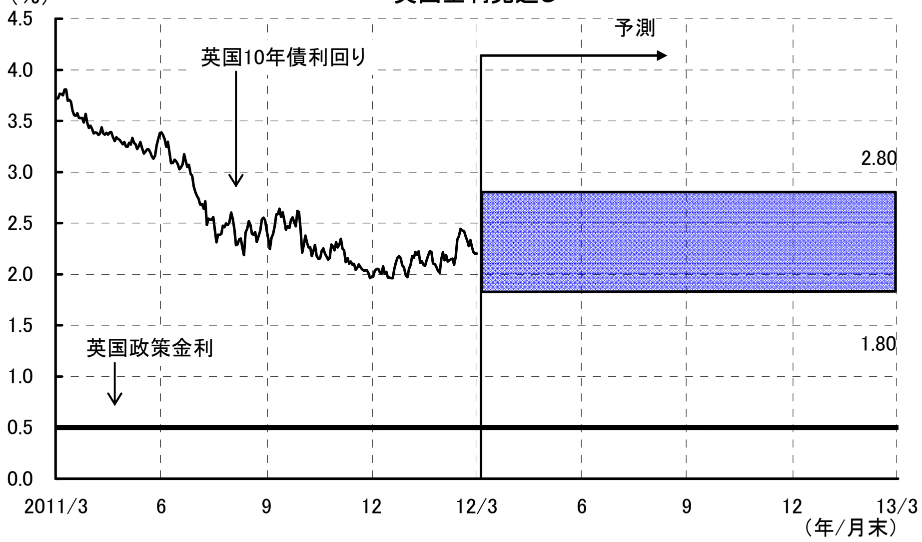


(資料)ECB
(注)金融機関向けを除く。

＜ユーロ圏の金融機関の貸出動向＞

２月に貸出の伸びが鈍化。とりわけスペインでは住宅バブルの調整が進むなか、貸出の減少が持続。ＥＣＢの流動性供給は国債購入や銀行の社債償還等に充てられており、実体経済へのプラス効果は現状みられず。

英国金利見通し



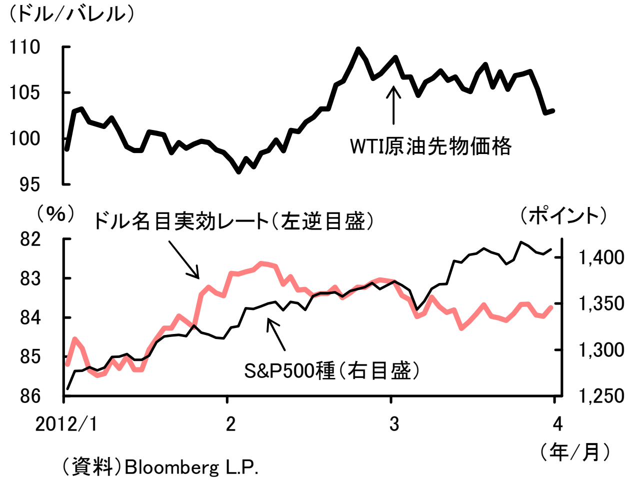
原油価格：当面、上振れリスクの強い状況が続く見通し。

＜原油市況＞
2012年３月のＷＴＩ先物は、サウジアラビアで石油パイプラインが爆発したとの報道を受け、月初に一時110ドル台まで上昇。もっとも、直後に同報道が否定されたことから大きく反落。その後は、米欧中の景気の先行きやイラン情勢に対する思惑が錯綜するなか、一進一退の展開に。月末近くには、米仏などでの戦略備蓄放出観測の強まりを受け、102ドル台まで急落。

＜投機筋・投機資金の動向＞
投機筋の買いポジションは、３月入り後、年初来の増加傾向が一服。もっとも、原油価格が高止まるなか、依然として高水準での推移が持続。

＜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となり、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、ドル名目実効レート



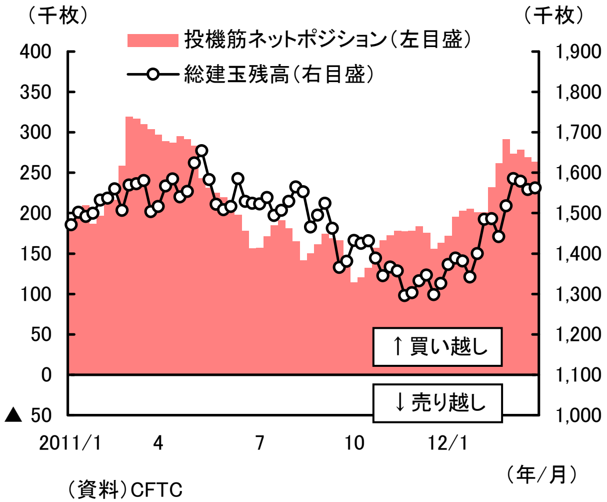
(資料)Bloomberg L.P.
(注)ドル名目実効レートは、JPモルガンチェース銀行算出。

イラン情勢をめぐる諸外国の動き

2月28日	・米エネルギー省のチュー長官が、戦略備蓄放出の可能性を示唆
3月13日	・米政府高官がサウジアラビアに、原油の増産を要請
15日	・米英が戦略石油備蓄の放出で合意したとの報道。ただし、直後に米政府が否定
20日	・サウジアラビアのヌアイミ石油相が、必要であれば同国の生産水準を引き上げる用意があると発言
22日	・EUが、イラン制裁措置で禁止を検討していたEU域内保険会社による原油輸送に関する再保険の引受を、7月1日まで一部可能とすることで合意
28日	・フランスのベッソンエネルギー担当相が、米国などと戦略備蓄の放出を検討していることを表明

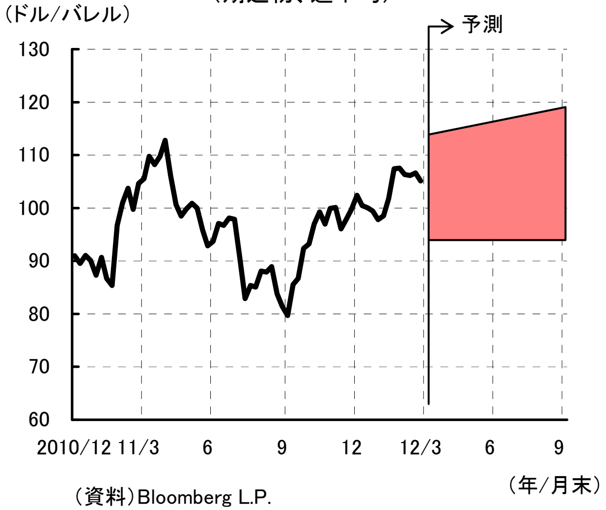
(資料)各種報道等より日本総研作成

WTI原油先物ポジション



(資料)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.

欧州原油市場：イラン情勢の緊迫化を受けた供給懸念の強まりが価格を押し上げ。

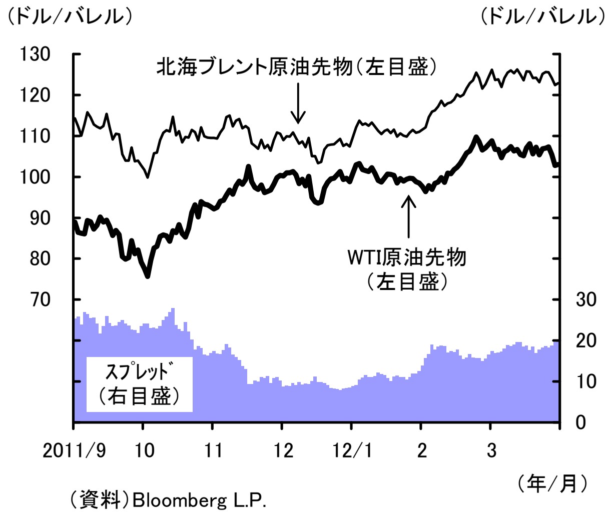
10ドル前後で推移していた北海ブレント原油とＷＴＩ原油のスプレッドが、２月入り後再び拡大し、足許で20ドル弱の水準に。

背景にはイラン情勢の緊迫化を受けた欧州での需給逼迫懸念の強まり。イランの原油輸出先として約４分の１を占めるＥＵは、１月下旬にイラン産原油の禁輸を決定。全面的な禁輸は７月からとなるものの、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、供給懸念が強まる状況。加えて、欧州の原油・石油製品在庫が、景気の先行き不透明感を受けた精製活動の低迷により例年に比べ低水準であることも、需給逼迫感を招く一因に。

こうしたなか、内戦により原油生産がほぼゼロまで落ち込んでいたリビアでは、昨年10月以降、生産量が大きく回復。ＯＰＥＣの余剰生産能力の過半を有するサウジアラビアも、必要であれば増産に応じる用意があると重ねて表明しており、両国からの供給上積み期待が、供給懸念の緩和要因として作用する見込み。

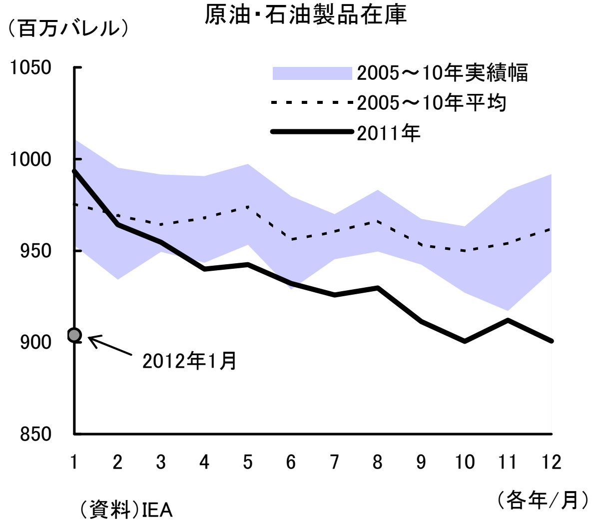
もっとも、サウジアラビアの余剰生産能力は、これまでの増産により既に足許で2007年前後の水準まで低下。一段の増産による同国の余剰生産能力の低下は、むしろ先行きの供給能力への懸念を招き、原油価格を押し上げるリスクも。

原油価格の推移



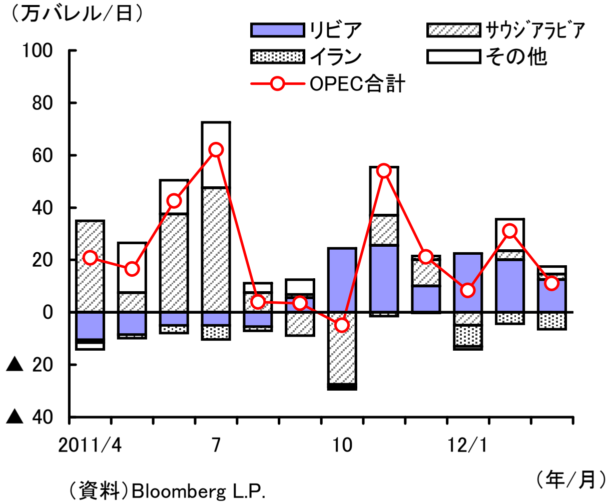
(資料)Bloomberg L.P.

欧州(OECD加盟国)の
原油・石油製品在庫



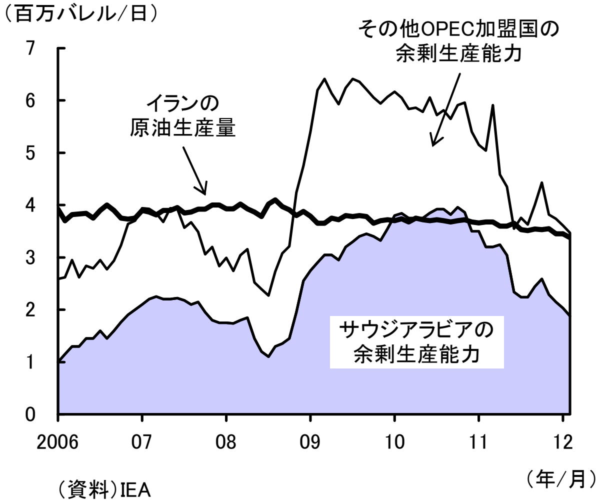
(資料)IEA

OPECの原油生産量(前月差)



(資料)Bloomberg L.P.

イランの原油生産量と
OPECの余剰生産能力



(資料)IEA

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O/N	３カ月	６カ月	２年	５年	10年	10年物	短期	長期	￥／＄	￥／Eur	株価	ＦＦ O/N	ﾕｰﾛ3ヵ月	10年国債	ＮＹダウ	ﾕｰﾛ3ヵ月	10年国債
	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）	（%）			（円）				工業株		
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
12/3	0.30	0.084	0.33	0.44	0.35	0.48	1.04	1.00	1.475	1.35	82.43	108.83	9962.35	0.14	0.30	2.16	13079.47	0.76	1.88

（注）公定歩合とプライムレートは月末値。