

海外経済展望

2012年5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5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5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、株高などを支えに個人消費が底堅く推移するなか、雇用にも改善の動きが広がっており、底堅い回復が持続。もっとも、減税縮小の影響を受け企業の設備投資が減速するなど、力強い成長には至っておらず。

<2012年1～3月期実質GDP速報>

- ・2012年1～3月期実質GDP（速報値）は前期比年率+2.2%と、景気減速に陥った11年1～9月期を上回る伸びを維持。

<個人消費>

- ・1～3月期の実質個人消費は、10年10～12月期以来の高い伸び。所得環境の改善が緩慢ななか、株高を背景とした消費性向の上昇が個人消費の押し上げに寄与した形。

<設備投資>

- ・12年初からの減税縮小を受け、設備投資は伸び悩み。1～3月期の実質民間設備投資は、09年10～12月期以来の減少。
- ・企業の投資マインドは足許で改善傾向にあり、減税縮小の影響が一巡するに従い、設備投資は持ち直しに向かう公算。

<企業部門>

- ・製造業の生産拡大に頭打ち感。日本の震災・タイの洪水による影響剥落後の自動車の増産や、在庫積み増しの動きが一巡してきており、先行き製造業の生産活動は伸び悩む可能性。

2. トピックス

①外需のマイナス幅縮小

- ・過去の景気拡大期では、外需はマイナス寄与となることが多かったものの、2009年春から続く今回の景気拡大期においては、12四半期中5四半期で純輸出がプラスに寄与。
- ・今局面について詳しくみると、リーマン・ショック後の落ち込みからの輸出の急回復や、消費の低迷を映じた輸入の伸び悩みが、外需のマイナス幅縮小に寄与。
- ・こうした内外需要の動向に加え、今局面では、原油・天然ガスの国内生産拡大、国内製造業の対外競争力向上といった構造変化も、輸出拡大・輸入抑制に寄与。

- ・これらの要因により、輸入浸透度の上昇に歯止めがかかりつつあるほか、輸出依存度は上昇傾向が持続。景気拡大時に純輸出のマイナス寄与が目立つというこれまでの回復パターンが、徐々に変化してきた可能性。

②オバマ・ロムニーの財政政策

- ・共和党の大統領候補を決める予備選挙では、ロムニー前マサチューセッツ州知事の指名がほぼ確定。
- ・ロムニー氏は、法人税などの減税を提案する一方、大幅な歳出カットによる財政赤字削減を主張。富裕層への増税を財政再建の中心に据えるオバマ大統領とは対照的。
- ・最新の世論調査をみると、大統領選挙ではオバマ大統領、議会選挙では共和党が、それぞれ優勢な状況。大統領・上下院のねじれ状態が解消されなければ、財政再建を巡る政治的混乱が経済の足かせに。

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、引き続き緩やかな政策スタンスを継続する見通し。
- ・長期金利は、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する見込み。夏場にかけては、ツイストオペの終了に伴う長期債の需給緩和も、金利上昇圧力になる可能性。
- ・もっとも、低金利政策の長期化など金利下押し圧力も根強く、持続的な金利上昇には至らない見通し。

1～3月期実質GDP成長率+2.2%、前期に比べ個人消費の増勢が加速。

<2012年1～3月期実質GDP速報>

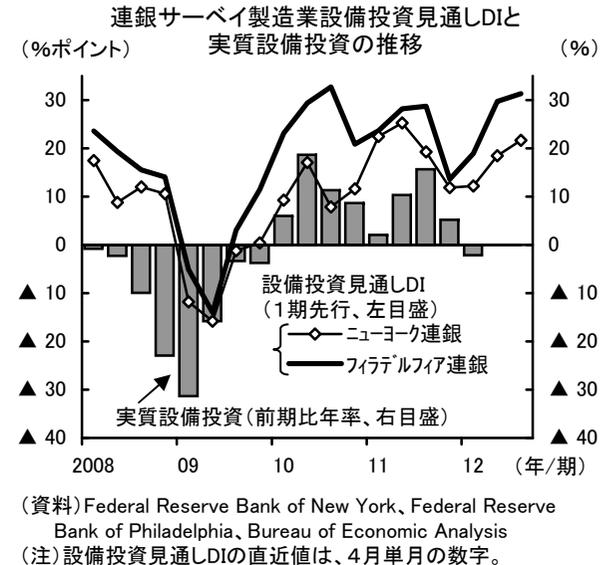
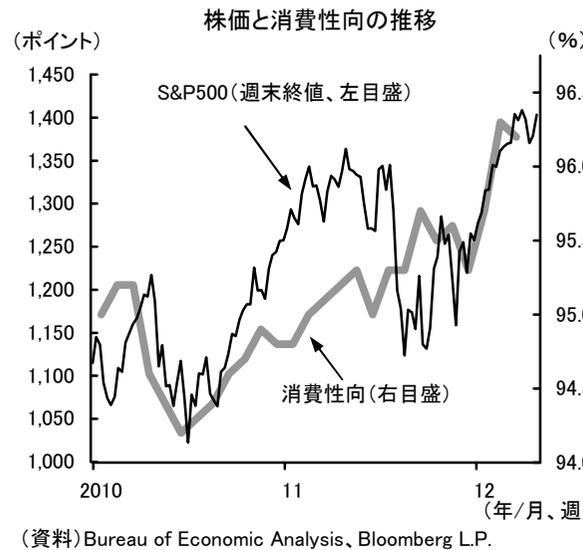
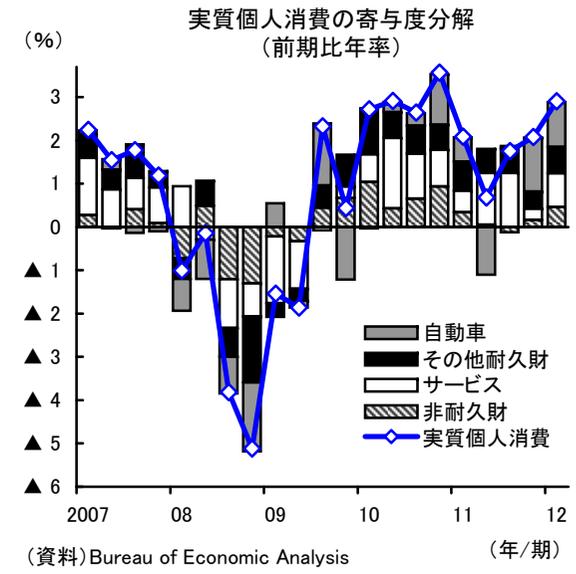
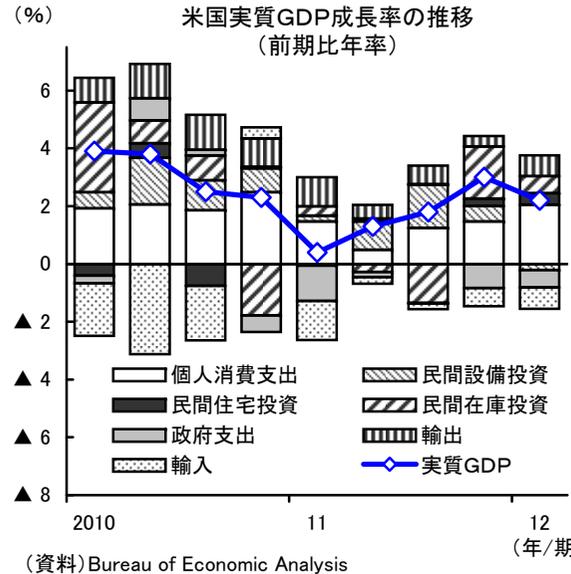
4月27日発表の2012年1～3月期実質GDP（速報値）は前期比年率+2.2%と、前期（同+3.0%）に比べ減速したものの、景気減速に陥った11年1～9月期を上回る伸びを維持。内訳をみると、個人消費の増勢が前期に比べ大幅に加速。

<個人消費>

1～3月期の実質個人消費は前期比年率+2.9%と、10年10～12月期以来の高い伸び。自動車など耐久財への支出が好調であり、所得環境の改善が緩慢ななか、株高を背景とした消費性向の上昇が個人消費の押し上げに寄与した形。もっとも、足許では株価の騰勢に一服感がみられており、消費性向の一段の上昇は期待し難い状況。先行き個人消費の増勢は鈍化が避けられない見通し。

<設備投資>

12年初からの減税縮小を受け、設備投資は伸び悩み。1～3月期の実質民間設備投資は前期比年率▲2.1%と、09年10～12月期以来の減少。もっとも、企業の投資マインドは足許で改善傾向にあり、減税縮小の影響が一巡するに従い、設備投資は持ち直しに向かう公算。



製造業の生産拡大に頭打ち感、温暖な天候などを受けた雇用の上振れも一服。

<企業部門>

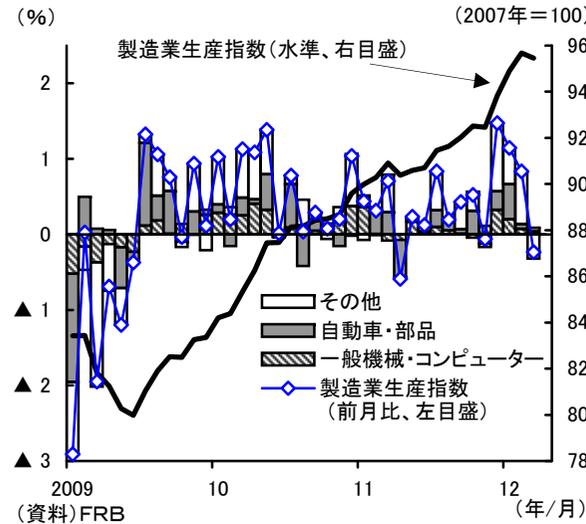
製造業の生産拡大に頭打ち感。3月の製造業生産指数は前月比▲0.2%と、4ヵ月ぶりに低下。各地区連銀の製造業サーベイでは、4月のニューヨーク連銀景況指数が5ヵ月ぶりの低水準に落ち込むなど、多くの地区で景況指数の改善傾向が一服。足許では、日本の震災・タイの洪水による影響剥落後の自動車の増産や、在庫積み増しの動きが一巡してきており、先行き製造業の生産活動は伸び悩む可能性。

<雇用情勢>

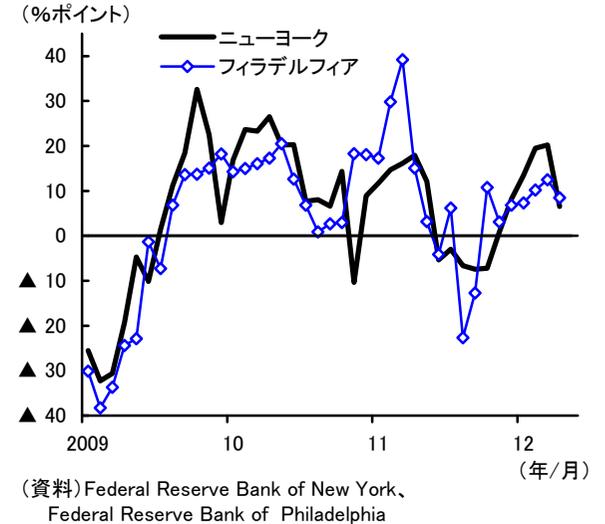
3月の非農業部門雇用者数は、前月差+12万人と5ヵ月ぶりの低い伸び。温暖な天候などを受けた雇用の上振れが一服。

今後を展望すると、企業の採用計画では、大企業を中心に採用活動を慎重化する動きはみられず、雇用の増勢は続く見通し。もっとも、スキル・技能のミスマッチや失業期間の長期化、住宅市場の低迷・住宅ローン残高を下回る水準への資産価値下落による転居の制約などが、円滑な就労を阻害している側面があり、企業の求人数に比べて就職者数の増加は緩やかにとどまる見通し。

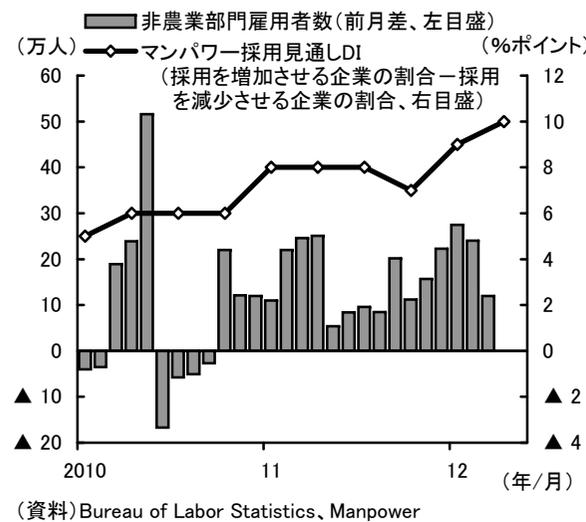
製造業生産指数の推移



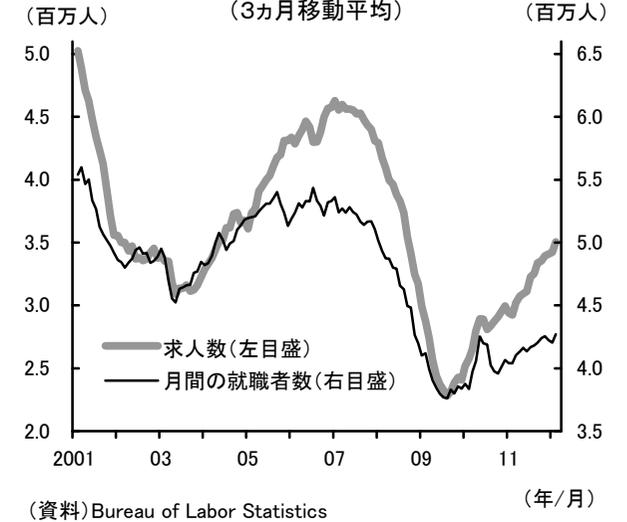
地区連銀製造業景況指数の推移



非農業部門雇用者数と企業の採用計画



月間就職者数と求人数の推移 (3ヵ月移動平均)



トピックス①:外需のマイナス幅縮小

原油・天然ガスの生産拡大、製造業の競争力向上が輸出拡大・輸入抑制に寄与。

過去の景気拡大期では、外需はマイナス寄与となることが多かったものの、2009年春から続く今回の景気拡大期においては、12四半期中5四半期で純輸出がプラスに寄与。

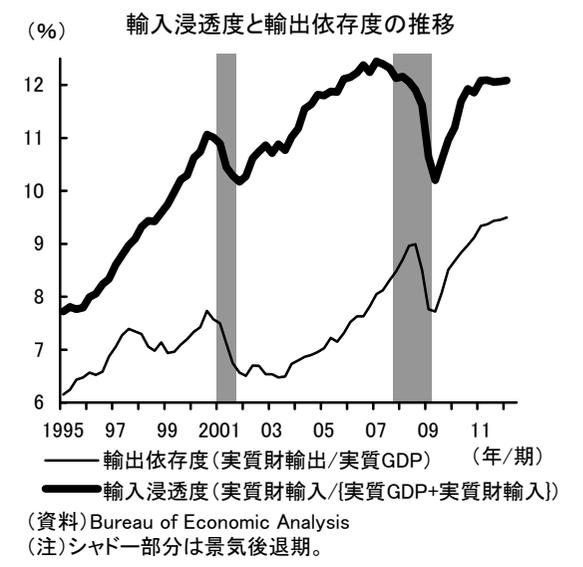
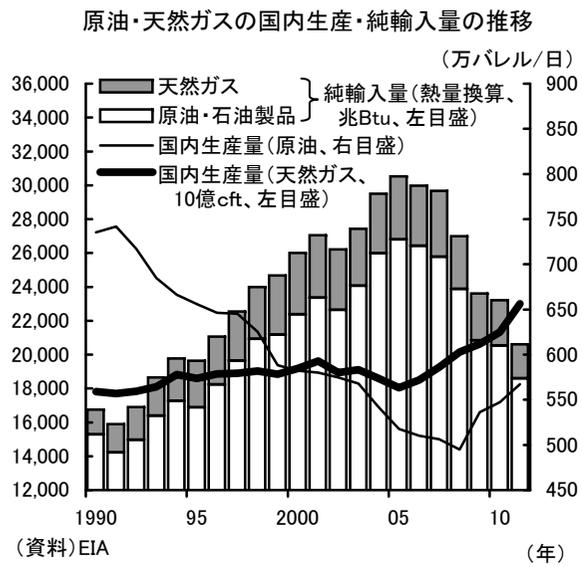
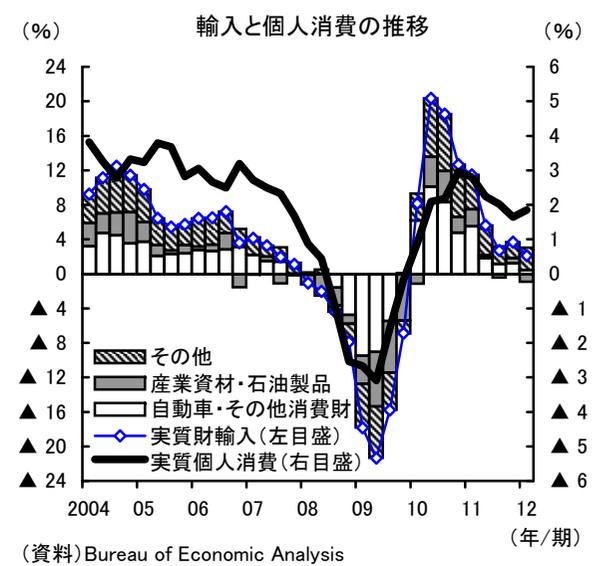
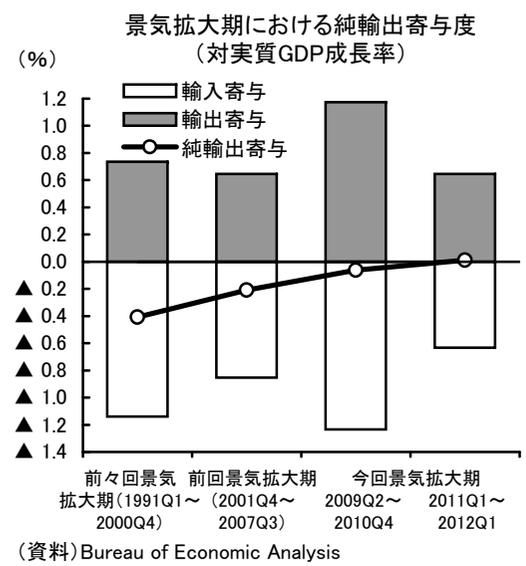
今局面について詳しくみると、2009～10年にかけては、リーマン・ショック後の落ち込みから輸出が急回復したことが、外需のマイナス幅縮小に寄与。一方、11年以降は、個人消費の低迷が輸入の伸びを抑制。財輸入を品目別にみると、足許で消費財の伸び悩みが顕著。

加えて、今局面では、こうした内外需要の動向だけでなく、以下2つの構造変化が輸出拡大・輸入抑制に作用。

第1に、原油・天然ガスの国内生産拡大。シェールガスやシェールオイル、深海部油田などの生産拡大を受け、原油・天然ガスの国内生産量が増加に転じたことが、原油・天然ガスの輸入減少・石油製品の輸出増加に寄与。

第2に、国内製造業の対外競争力向上。企業のコスト削減やドル安の進行、新興国での賃金上昇などに伴い、米国製品の競争力が相対的に改善。

こうした要因により、輸入浸透度の上昇に歯止めがかかりつつあるほか、輸出依存度は上昇傾向が持続。景気拡大時に純輸出のマイナス寄与が目立つというこれまでの回復パターンが、徐々に変化してきた可能性。



ロムニー氏は、法人税などの減税を提案する一方、歳出は大幅にカットする意向。

共和党の大統領候補を決める予備選挙では、獲得代議員数第2位のサントラム元上院議員が選挙戦からの撤退を表明。ロムニー前マサチューセッツ州知事の大統領候補指名がほぼ確定。そこで以下では、ロムニー氏とオバマ大統領の政策を比較。

ロムニー氏は、連邦法人税率の引き下げ(35%⇒25%)や相続税の撤廃などを提案。減税の実施により景気回復を促進する計画。一方、財政再建については、メディケア・メディケイドを中心に大幅な歳出削減を実施することで、債務残高の膨張に歯止めをかける意向。富裕層への増税を財政再建の中心に据えるオバマ大統領とは対照的。

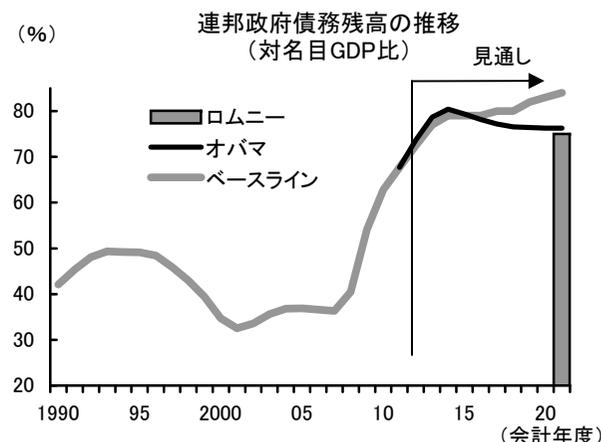
税政策が家計所得に与える影響について詳しくみると、ロムニー氏の政策は、家計全体として税引き後所得の増加につながるものの、減税の恩恵は高所得者層に集中。所得階層の上位1%層では、オバマ大統領の政策と比較し、2割程度、税引き後所得に開きが生じる結果に。

最新の世論調査では、オバマ大統領の支持率がロムニー氏を上回っており、現時点ではオバマ大統領が優勢な状況。一方、大統領選挙と同時に行われる議会選挙では、共和党が優勢。大統領・上下院のねじれ状態が解消されなければ、財政再建を巡る政治的混乱が経済の足かせとなる恐れ。

オバマ・ロムニーの財政赤字削減計画 (2013~2021年度)

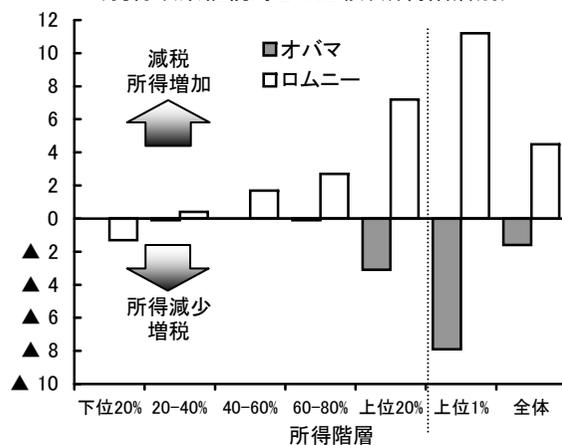
	オバマ	ロムニー
(億ドル)		
税制改革	16,500	▲ 12,700
プッシュ減税	7,300 (富裕層打ち切り)	— (全所得層延長)
法人税	— (減税検討も予算教書に盛り込まず)	▲ 9,400
富裕層の税控除を制限	5,000	—
その他増減税措置	4,200	▲ 3,300
歳出削減	▲ 300	32,200
メディケア・メディケイド	2,800	5,100
その他具体化している政策	▲ 3,100	9,100
具体的な削減項目は未提案	—	18,000
合計	16,200	19,500

(資料) OMB, CRFBなどをもとに日本総研作成。
 (注1) 赤字削減の比較対象は、現行法制度下の財政見通しに、プッシュ減税延長、イラク・アフガンからの撤退、強制歳出カットの停止などを加味。
 (注2) オバマ大統領の赤字削減額は、2013年度予算教書をもとに試算。ロムニー氏の削減額は、CRFBによる試算の低債務シナリオ。
 (注3) 税制改革のマイナスは減税、歳出削減のマイナスは歳出増。



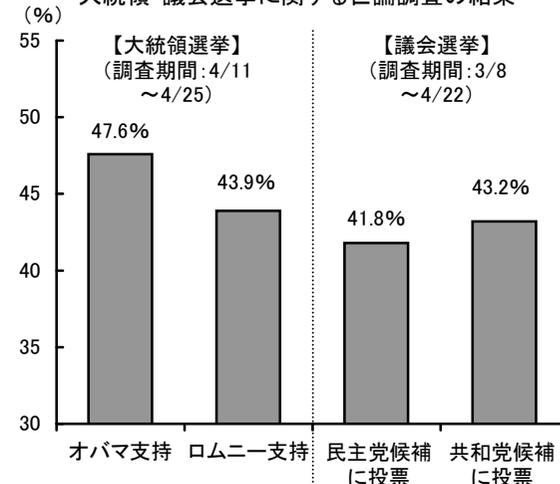
(資料) CBO, CRFBなどをもとに日本総研作成。
 (注) 見通しは、オバマ大統領の債務残高がCBO試算(2013年度予算教書)。ロムニー氏、ベースラインは、CRFB試算(ベースラインは、現行法制度下の財政見通しにプッシュ減税延長、イラク・アフガンからの撤退、強制歳出カットの停止などを加味)。

両候補の税政策による税引き後所得の変化 (現行政策継続時との比較、所得階層別)



(資料) Tax Policy Center

大統領・議会選挙に関する世論調査の結果



(資料) Real Clear Politics
 (注) 主要世論調査の平均。

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所得環境の緩やかな回復、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通し。

長期金利は、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する見込み。夏場にかけては、ツイストオペの終了に伴う長期債の需給緩和も、金利上昇圧力になる可能性。

もっとも、低金利政策の長期化など金利下押し圧力も根強く、持続的な金利上昇には至らない見通し。

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)

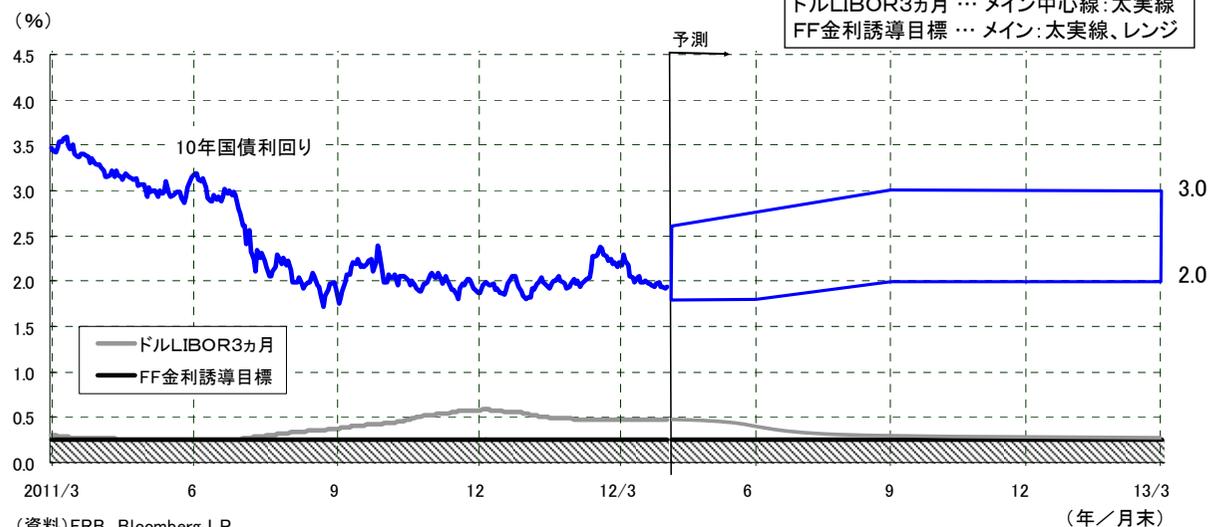
	2011年				2012年				2013年	2011年	2012年	2013年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(実績)	(予測)	(予測)	
実質GDP	1.3	1.8	3.0	2.2	1.9	2.2	2.3	1.2	1.7	2.2	2.1	
個人消費	0.7	1.7	2.1	2.9	1.6	2.1	2.3	1.0	2.2	2.1	1.9	
住宅投資	4.2	1.2	11.6	19.1	5.2	3.8	3.9	4.1	▲ 1.3	8.9	4.3	
設備投資	10.3	15.7	5.2	▲ 2.1	4.4	6.3	7.0	3.0	8.8	4.9	5.4	
在庫投資	▲ 0.3	▲ 1.4	1.8	0.6	0.0	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	0.3	▲ 0.0	
政府支出	▲ 0.9	▲ 0.1	▲ 4.1	▲ 3.0	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 2.1	▲ 1.7	▲ 0.1	
純輸出	0.2	0.4	▲ 0.3	▲ 0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	
輸出	3.6	4.7	2.7	5.4	5.4	5.8	6.5	6.7	6.7	4.8	6.6	
輸入	1.4	1.2	3.7	4.3	3.2	4.6	5.3	5.1	4.9	3.5	5.2	
実質最終需要	1.6	3.2	1.1	1.6	1.9	2.2	2.5	1.2	2.0	2.0	2.1	
消費者物価	3.4	3.8	3.3	2.8	2.3	2.0	2.0	1.8	3.2	2.3	1.9	
除く食料・エネルギー	1.5	1.9	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	2.0	1.8	

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



バーナンキ議長の発言などを踏まえれば、追加緩和の可能性は小さいと判断。

FEDは4月24、25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。

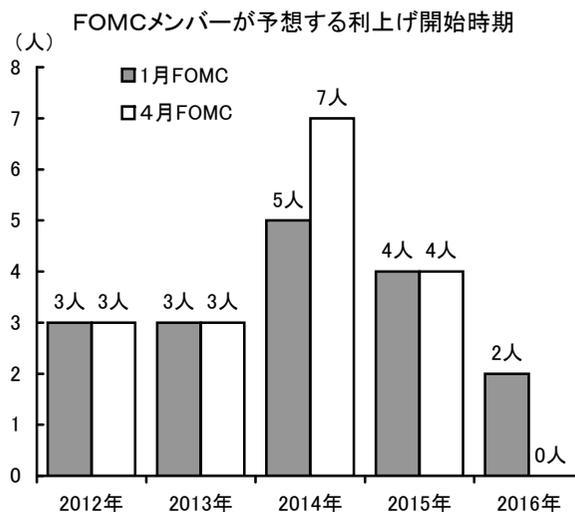
市場で注目されていたQE3については、バーナンキ議長がFOMC後の記者会見で、「必要なら一段の金融緩和を行う容易ができてきている」と言及したものの、「今の時点では現状の政策がほぼ正しい」とも発言。FOMCメンバーの政策金利予測をみると、前回（1月）時点と比較し、全体として利上げ時期が前倒しされ、利上げペースも早まった形。足許の景気回復の持続性に信頼感を強めているメンバーや、金融緩和の長期化がインフレに与える悪影響を懸念するメンバーが、徐々に増えていることを示唆。こうした点を踏まえれば、追加緩和実施のハードルは一段と高まったとの見方が可能。

一方、6月末で終了予定のツイスト・オペについては、①FEDは、ツイストオペ終了時の保有証券の規模・資産構成が維持されれば、金利に与える影響は小さいと判断していること、②バーナンキ議長が記者会見で、「市場は既にツイスト・オペの終了をある程度織り込んでい」と発言していること、などを踏まえれば、実施期間が延長される可能性は小さいと判断。

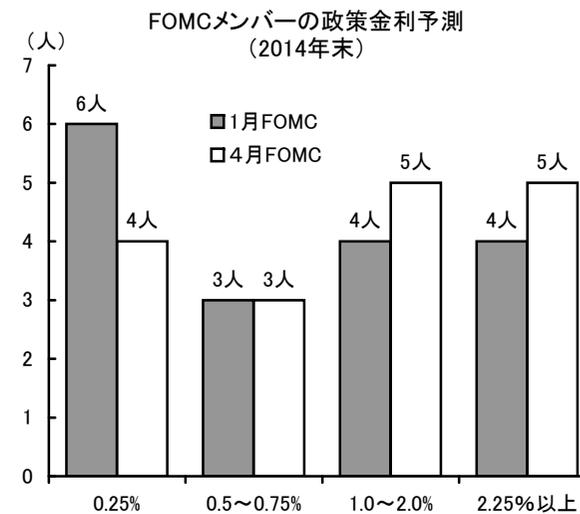
FOMC声明(要旨)

今回(4月24、25日)		前回(3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レイト誘導目標は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	<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レイト誘導目標は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。
<ul style="list-style-type: none"> 景気は緩やかに拡大。 労働市場はここ数ヶ月改善。失業率も低下したが、依然高水準。住宅部門は、改善の兆しがいくつかみられるものの、依然として低迷。 今後数四半期にわたり緩やかな景気回復にとどまるが、その後は徐々に加速すると予想。 原油・ガソリン価格上昇を反映しインフレは幾分上向き。 今年に入ってから原油・ガソリン価格の上昇がインフレに与える影響は一時的とみられ、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	<ul style="list-style-type: none"> 景気は緩やかに拡大。 労働市場は一段と改善。失業率はここ数ヶ月で顕著に低下も、依然高水準。住宅部門は依然として低迷。 今後数四半期にわたり緩やかな景気回復を予想。 インフレはここ数ヶ月抑制された状態。 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。

(資料)FRBをもとに日本総研作成。



(資料)FRB



(資料)FRB

(FFレイト)

欧州経済概説 (2012年5月)

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

ユーロ圏景気は低迷持続。

- ・4月のユーロ圏景況感は92.8と、前月(94.5)から悪化。9ヵ月連続で長期平均である100を下回る水準で推移。
- ・ドイツ鋳工業生産は、輸出の主力であるユーロ圏・中東欧向けが減少するなか、昨年秋以降の横ばい推移から脱却できず。
- ・ユーロ圏景気の牽引役となってきたドイツの設備投資も、足許で減少。前半は減少傾向が続く見通し。
- ・一方、ユーロ圏個人消費は低迷持続。2月の小売売上高は前月比▲0.1%と5ヵ月連続で減少。背景には雇用・所得環境の悪化に加え、原油高を受けた消費者マインドの低迷。

【南欧で債務問題】

- ・ECBの長期流動性供給措置(LTRO)の効果が一巡するなか、景気悪化と財政赤字拡大の悪循環が再び意識されはじめ、イタリア・スペインの長期金利が上昇。
- ・LTROは金融システムの安定には寄与したものの、民間向け貸出の伸びの鈍化には歯止めがかからず、実体経済への押し上げ効果は限定的。
- ・緊縮財政・金融機関のバランスシート調整が長期化するなか、イタリア・スペインの景気悪化は不可避。
- ・一方、G20各国はユーロ圏の安全網拡充の取り組みに一定の評価を示し、4,300億ドルを上回るIMF資金基盤増強に合意。もっとも、イタリア・スペインの国債償還額、金融機関の不良債権額を勘案すれば、安全網の規模は依然不十分。

【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。

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、政策金利を現行の過去最低水準で据え置く見通し。
- ・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。先行きを展望しても、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、当面現行の低水準での推移が続く見込み。年後半以降は、ドイツ景気を持ち直し等を背景に、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】

- ・英国の1～3月期実質GDPは前期比年率▲0.8%。2期連続のマイナス成長となり、英国経済はリセッション入り。
- ・サービス業は小幅プラスを維持したものの、建設業が大幅に悪化。緊縮財政、雇用の悪化、製造業の低迷が長期化するなか、建設業が英国景気の重石となる構図が長期化する公算。

【景気の見通し】

- ・英国景気は、EU向け輸出が減少するなか、年央にかけてマイナス成長となる見込み。その後は、ロンドン五輪や、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、政策金利を当面据え置く見通し。景気が一段と下振れすれば、追加量的緩和へ踏み切る可能性も。
- ・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。

脆弱な域内需要を受け、ユーロ圏はリセッション入りの公算。

4月のユーロ圏景況感は92.8と、前月(94.5)から悪化。9ヵ月連続で長期平均である100を下回る水準で推移。イタリア・スペインなど重債務国の低迷が続いているほか、昨年末以降持ち直してきたドイツでも再び悪化。

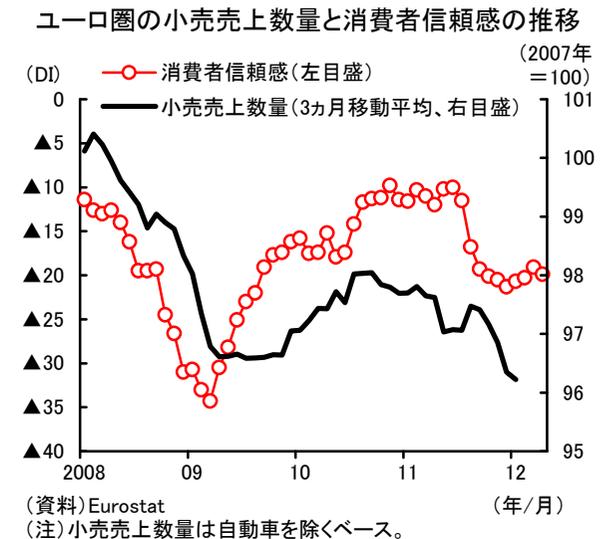
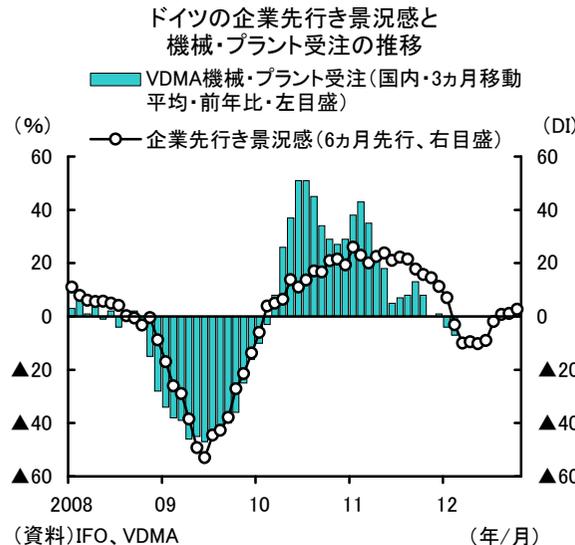
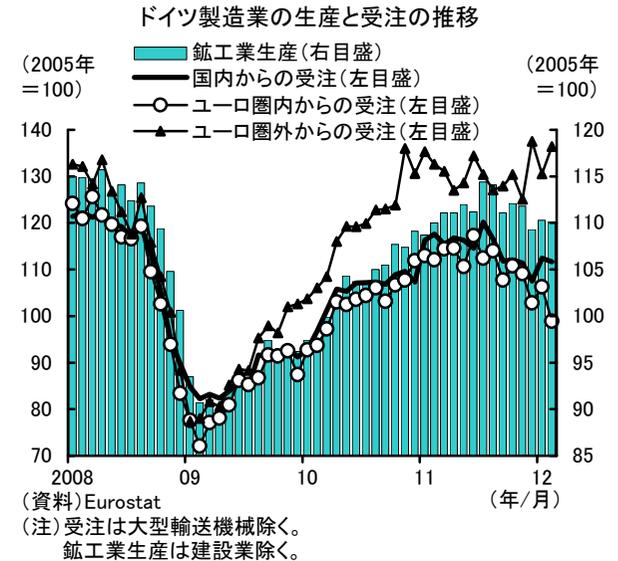
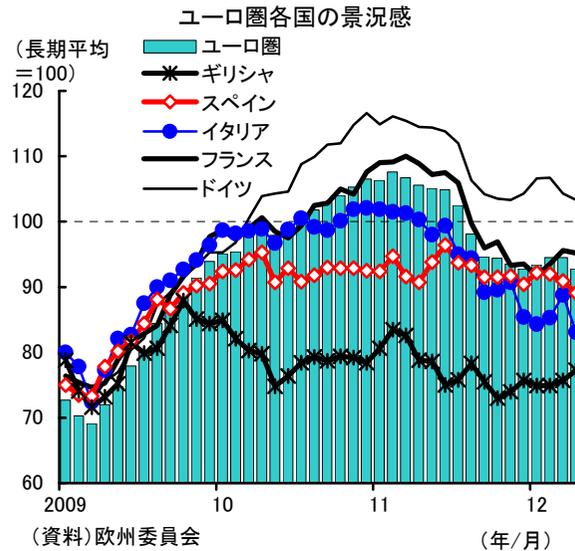
<企業部門>

2月のドイツ鉱工業生産（建設業除く）は前月比▲0.2%と、2ヵ月ぶりの減少となり、昨年秋以降の横ばい推移から脱却できず。生産に先行する受注動向をみると、米国・アジア新興国向け輸出が持ち直しているものの、主力のユーロ圏・中東欧向け輸出が減少しているほか、緊縮財政等を受け、内需も弱含み。

こうしたなか、ユーロ圏景気の牽引役となってきたドイツの設備投資についても、VDMA機械・プラント受注（国内）が足許で2ヵ月連続の減少。ドイツ企業の先行き景況感との連動性を踏まえると、少なくとも前半は減少傾向が続く見通し。

<家計部門>

2月のユーロ圏小売上数量は前月比▲0.1%と5ヵ月連続の減少。背景として、雇用・所得環境の悪化に加え、原油高を受けた実質購買力の低下に伴う消費者マインドの低迷が指摘可能。



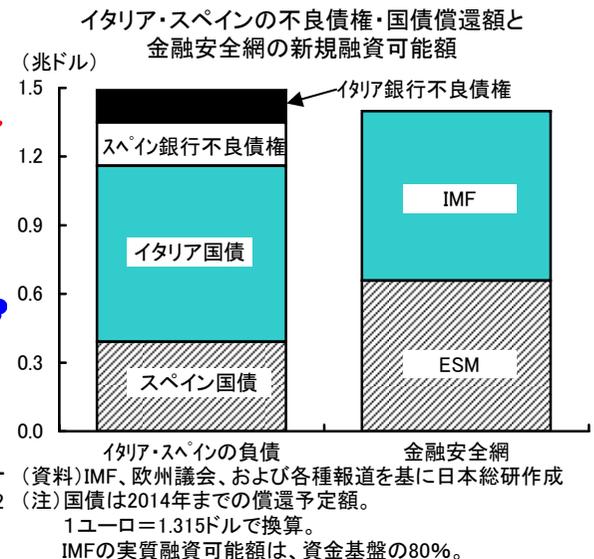
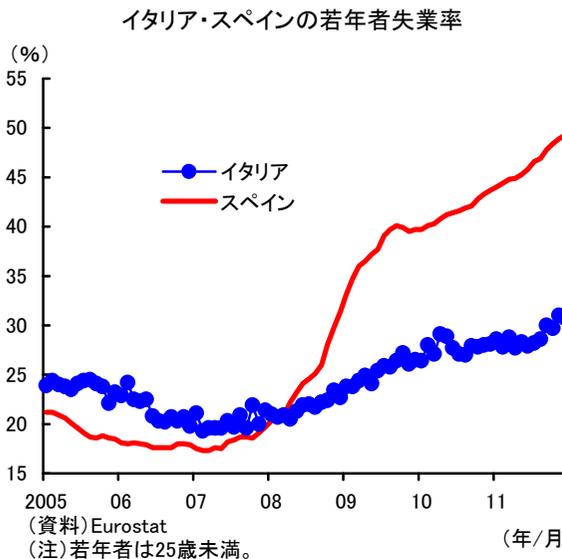
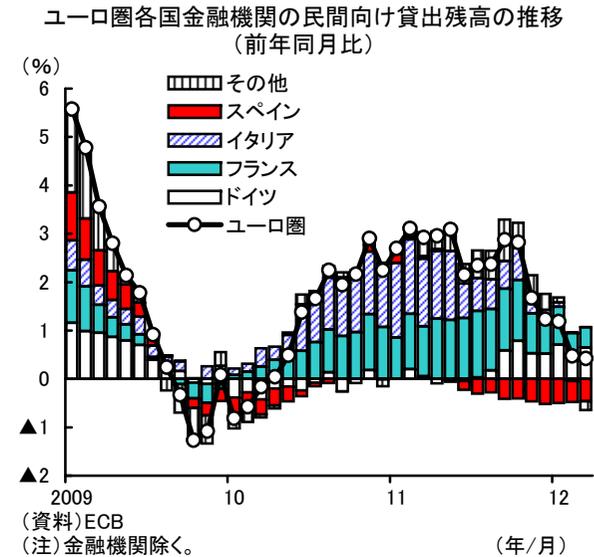
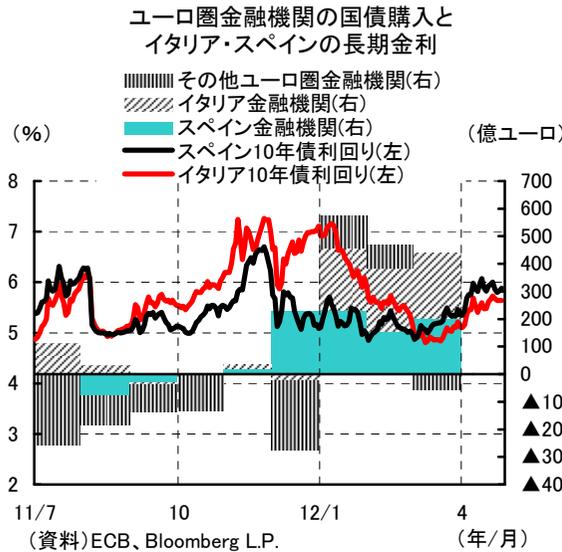
ECBの流動性供給措置の効果が一巡するなか、実体経済の弱さが焦点に。

2012年3月入り後、イタリア・スペインの長期金利が再び上昇傾向に。昨年末からの両国長期金利の低下は、ECBによる1兆ユーロ超の長期流動性供給措置(LTRO)を受けた両国の金融機関の積極的な国債購入が一因。足許ではその効果が一巡するなか、景気悪化と財政赤字拡大の悪循環が再び意識され始めた格好。

LTROは、金融システムの安定には寄与したものの、実体経済への押し上げ効果は限定的。LTRO実施後も、民間向け貸出の伸びの鈍化には歯止めがかからず。とりわけ、スペインでは住宅市場の調整が続くなか、銀行の不良債権が増加しており、貸出の減少が持続。

各国政府の緊縮財政、金融機関のバランスシート調整が長期化するなか、イタリア・スペインの実体経済の悪化は不可避。両国では、若年層を中心に失業率の上昇に歯止めがかからず、2月の若年層失業率はイタリアで31.9%、スペインで50.5%まで上昇。域内競争力回復を目的とした労働市場改革に伴い、失業率が一時的に一段と上昇する可能性も。

一方、G20各国は3月末のESM拡充合意に一定の評価を示し、4,300億ドルを上回るIMF資金基盤増強に合意。もっとも、①2014年までの国債償還額がスペインで約4,000億ドル、イタリアで約7,500億ドルあること、②さらに両国の金融機関の不良債権が現時点で約3,300億ドルあること、等を勘案すれば、安全網の規模は依然不十分。



1～3月期実質GDPは2期連続のマイナス成長となりリセッション入り。

英国の1～3月期実質GDPは前期比年率▲0.8%。2期連続のマイナス成長となり、英国経済はリセッション入り。サービス業は小幅プラスを維持したものの、建設業が大幅に悪化。

英国では家計のバランスシート調整の長期化を背景に、住宅の新規着工件数が低水準で推移。着工に先行する住宅ローン承認件数も2月以降減少に転じており、住宅市場の回復は期待薄。

企業の建設投資についても、製造業の低迷が長期化するなか、増加は見込めず。CBI企業建設投資判断DIも、マイナス圏内での推移が持続。

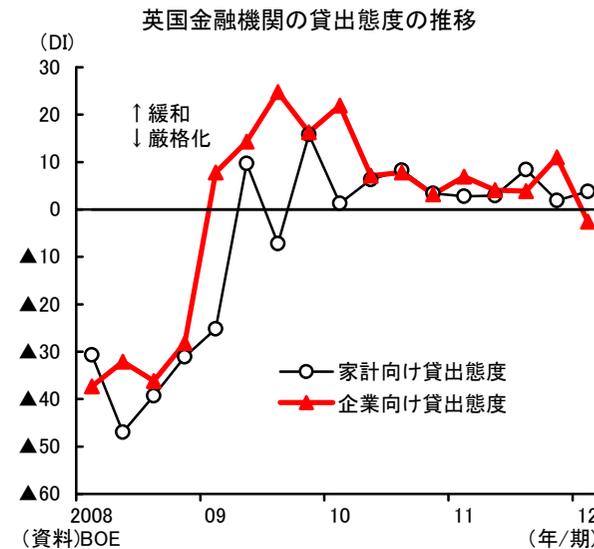
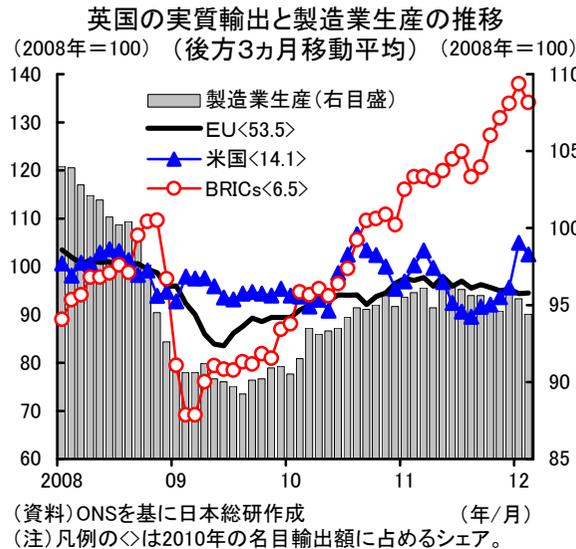
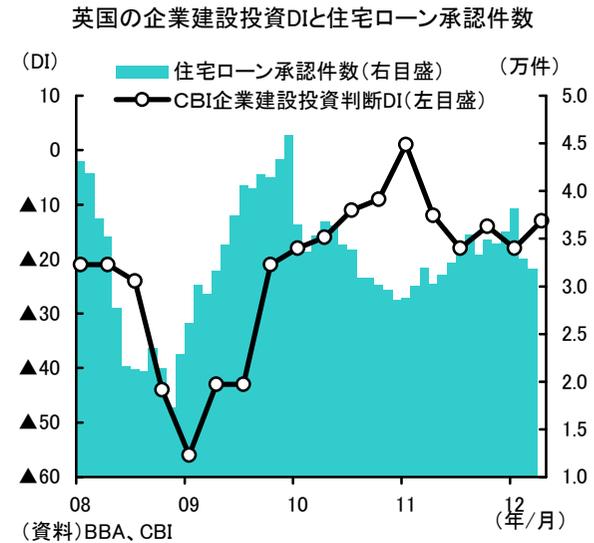
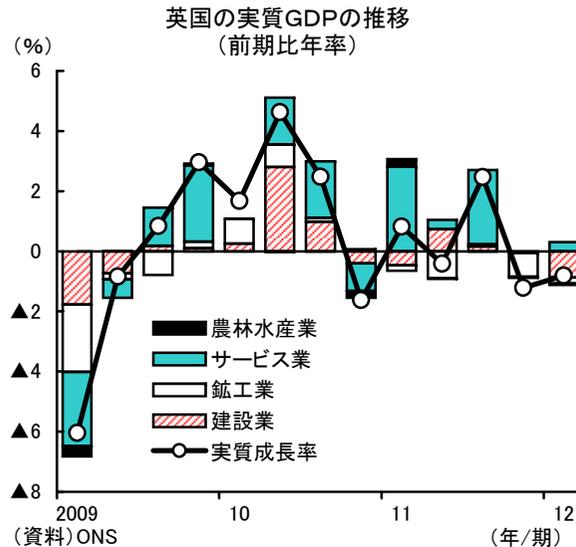
加えて、政府の緊縮財政下、公共施設の補修・建て替え需要も減少が見込まれており、建設業が英国景気の重石となる構図が長期化する公算。

<企業部門>

2月の英国製造業生産は、前月比▲1.0%と2ヵ月連続の減少。米国、新興国向け輸出が堅調に推移しているものの、主力のEU向け輸出が減少していることが背景。

<金融部門>

英国の金融機関は、足許で企業向けの貸出態度を厳格化。欧州債務問題による金融機関への直接的影響は比較的軽微だったものの、緊縮財政や家計のバランスシート調整に伴う内需の低迷に加え、欧州債務問題の長期化を受けた多国籍企業の業績悪化懸念が背景。



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、年央にかけてマイナス成長となる見込み。その後は、ロンドン五輪や、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剥落、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	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	0.6	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.5	0.3	0.8	0.8	1.5	▲ 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	▲ 0.1	1.3	0.6	▲ 0.6	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	2.6	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	▲ 0.8	▲ 0.1	0.9	0.4	0.6	0.7	▲ 0.0	0.8
	消費者物価指数	4.4	4.7	4.7	3.5	2.9	2.6	2.3	2.0	4.5	2.8	1.8

→ (予測)

欧州金利見通し

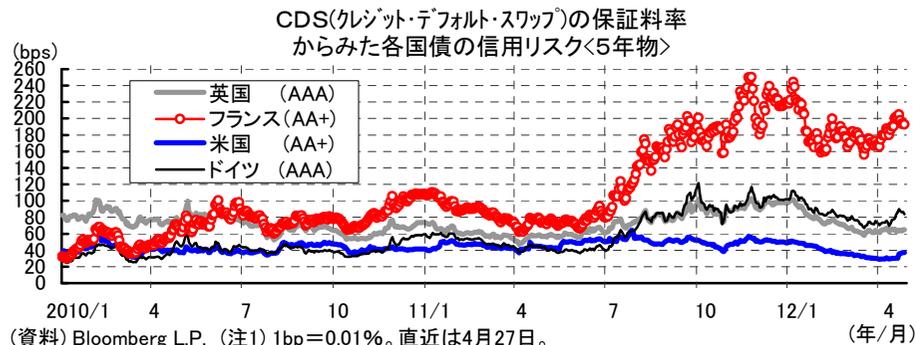
インフレ率の高止まりにより、政策金利は据え置きへ。

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、政策金利を現行の過去最低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。先行きを展望しても、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、当面現行の低水準での推移が続く見込み。年後半以降は、ドイツ景気の持ち直し等を背景に、金利が上振れしやすい地合いに。

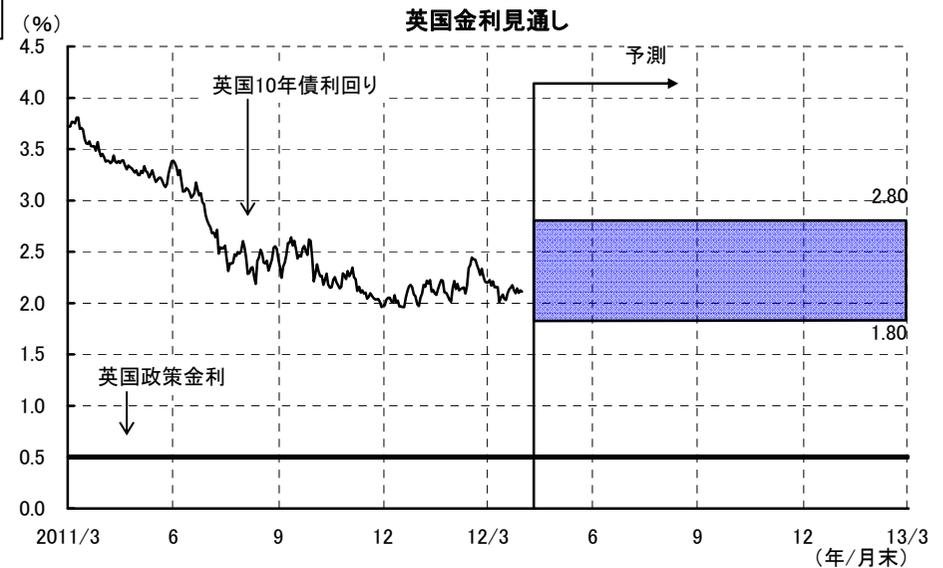
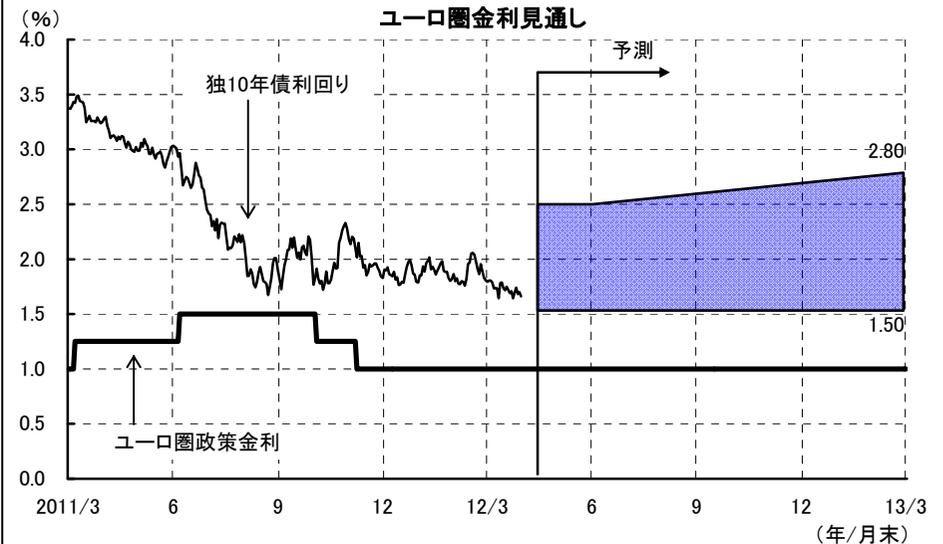
BOEは、景気支援を優先する姿勢を維持しており、政策金利を当面据え置く見通し。景気が一段と下振れすれば、追加量的緩和へ踏み切る可能性も。

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。



<フランス国債の信用リスク上昇>

フランス国債のCDSが足許で再び上昇。5月初に大統領選を控え、財政拡張的政策を掲げるオランド氏が、現職のサルコジ大統領に対して優位に立っていることが背景。



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4月のWTI先物は、米国原油需要の鈍化や在庫の増加、FRBによる追加緩和観測の後退を受けたドル高などを背景に、月初に100ドル前半まで下落。その後は、米国景気の先行きや欧州債務問題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、米株価の上昇などを背景にやや強含み。

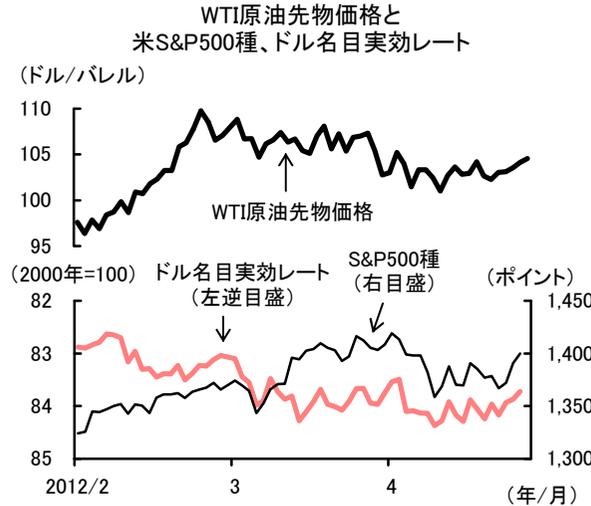
なお、イラン情勢に対する懸念は根強いものの、リビアの生産が順調に回復するなか、OPECの原油生産量が高水準で推移しており、需給逼迫感は緩和の方向。

<投機筋・投機資金の動向>

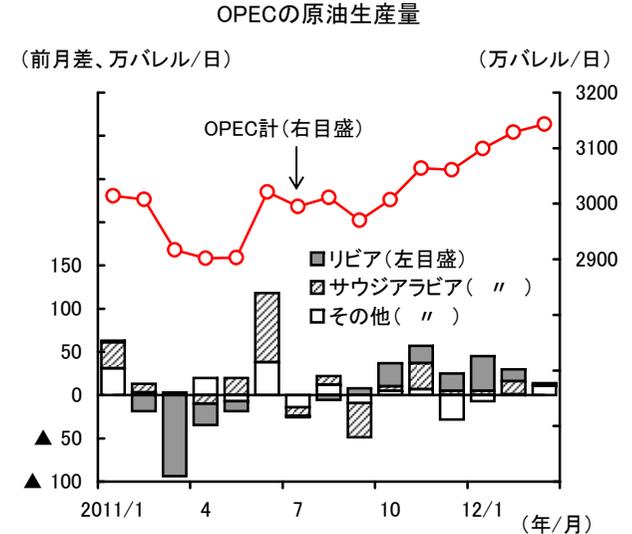
投機筋の買いポジションは、4月上旬に大きく減少。もっとも、原油価格が高止まるなか、月半ばには減少傾向が一服。

<原油価格見通し>

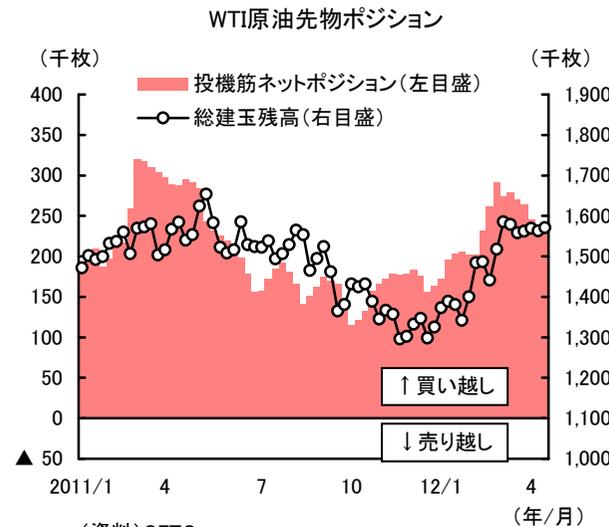
WTI先物は、欧州債務問題や世界景気に対する先行き不透明感が、価格下押しに作用。もっとも、①イラン情勢の緊迫化など地政学リスクの残存、②世界的な金融緩和に伴う投機資金の流入、③新興国における需要拡大、などが価格押し上げ材料となり、当面、上振れリスクの強い状況が続く見通し。



(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。



(資料) IEA



(資料) CFTC
(注)建玉単位の「1枚」は「1,000バレル」。



(資料) Bloomberg L.P.

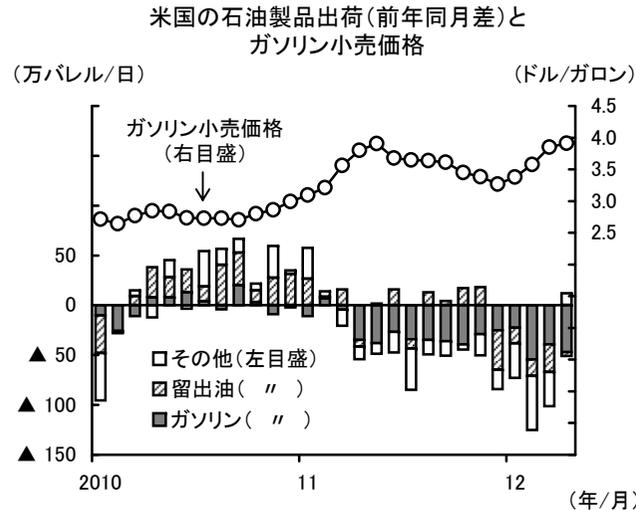
米中原油需要：米国は需要低迷が長期化、中国は緩やかに持ち直しへ。

米国では、ガソリンを中心とした石油製品の需要低迷が持続。昨年末にかけて緩やかに低下していたガソリン価格が、2012年入り後、再び上昇に転じ、需要抑制に作用。加えて、記録的な暖冬が、暖房油を含む留出油需要の押し下げ要因に。これらを受け、米国の原油在庫は例年対比高水準で推移。

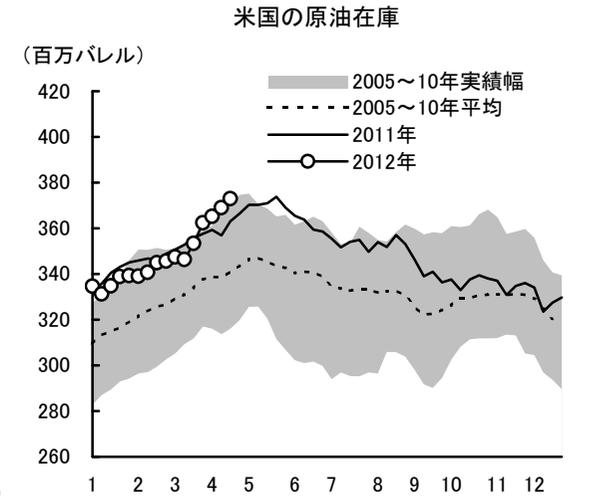
中国でも、景気減速を受け、原油需要の伸びが鈍化傾向。2011年半ば以降、中国の原油精製量は、概ね前年比+5.0%を下回る水準で推移。

先行きを展望すると、米国では、5月末のドライブシーズン入りを控え、原油在庫は減少に向かう公算。もっとも、足許のガソリン需要の低迷は、自動車の利用抑制や燃費向上などの構造変化も一因とみられ、ガソリン需要は弱い動きが続く見込み。

一方、中国では、金融緩和や景気刺激策の実施等を背景とした内需の回復を受け、一段の景気減速は回避される見込み。これに伴い、原油需要は緩やかに持ち直し見通し。



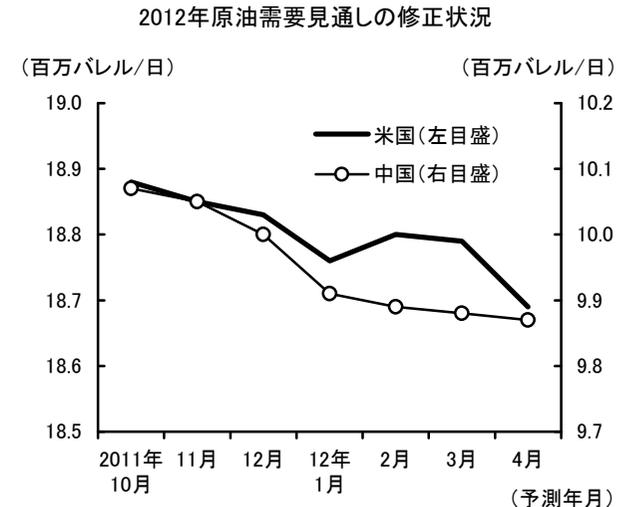
(資料)米エネルギー省(EIA)
(注)2012年2月以降の石油製品出荷は週次速報ベース。



(資料)米エネルギー省(EIA) (各年/月)



(資料)中国国家统计局、HSBC (年/月)



(資料)IEA
(注)IEAによる各月時点の見通しを図示。

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
08/8	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
12/4	0.30	0.084	0.33	0.44	0.35	0.48	1.04	1.00	1.475	1.35	81.49	107.14	9627.42	0.16	0.31	2.03	13030.75	0.66	1.73

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。