

海外経済展望

2012年6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6月4日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

◆本資料に関するご照会は、下記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6月)

1. 米国経済の現状：回復ペースが鈍化。

- ・足許の米国経済は、株価の騰勢一服を受け個人消費が伸び悩むなど、回復ペースが鈍化。記録的な暖冬で冬季の雇用が押し上げられた反動もあり、非農業部門雇用者数の増加ペースも減速。

<個人消費>

- ・4月の小売売上高は、昨年12月以来の低い伸び。株価の騰勢一服を受け、消費性向の上昇を通じた消費拡大が頭打ちに。

<雇用・所得環境>

- ・5月の非農業部門雇用者数は前月差+6.9万人と、昨年末から本年初にかけての月+20万人超の増加ペースに比べ大きく鈍化。
- ・賃金も低迷が持続。5月の時間当たり賃金の伸びは、統計開始以来最低の水準に。

<企業部門>

- ・製造業の景況感改善に頭打ち感。5月のISM製造業景況指数は、3ヵ月ぶりに低下。
- ・もっとも、新規受注指数は昨年4月以来の高水準にあり、製造業の生産活動が大きく腰折れする可能性は小。

<輸出>

- ・3月の実質輸出は前月比+3.6%と、8ヵ月ぶりの高い伸び。地域別に見ると、中南米向けが輸出拡大を牽引。

2. トピックス

①家計債務・住宅市場の調整進展

- ・家計部門では、住宅バブル期に発生した過剰債務の圧縮が着実に進展。住宅ローン・消費者信用ともに残高の可処分所得比が、ピークに比べ大幅に低下。
- ・消費者ローンの需要増加が続くなど、家計は借入れを伴う消費の拡大に前向きになりつつあり。
- ・住宅市場においても、住宅在庫の減少を主因に需給バランスが大幅に改善。
- ・住宅ローンの延滞率は依然高水準にあり、金融機関は新規の住宅ローン融資に対し慎重な姿勢を崩しておらず。住宅市場の本格回復には、なお時間を要する公算。

②財政の崖

- ・米国内では、「財政の崖」と呼ばれる大規模な財政緊縮の影響を懸念する声が台頭。議会が対策を講じない場合、ブッシュ減税・給与税減税の失効と13年初からの歳出削減により、13年のGDPは▲2.0%程度押し下げられる公算。
- ・11月の大統領選挙を控え、オバマ大統領と共和党との意見対立は一段と深刻化しており、緊縮財政回避の先行きは不透明。
- ・年末にかけて、連邦政府の法定債務上限引き上げが、再び政治問題化する懸念も。

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、製造業を中心に企業部門が総じて堅調。家計の債務調整も徐々に進展しており、回復基調を維持する公算。
- ・もっとも、①労働市場の大幅な需給緩和を受けた賃金の伸び悩み、②住宅価格の低迷持続、などが足かせとなるため、力強い回復は期待できず。
- ・加えて、大幅な財政赤字に直面している政府部門の歳出削減も、景気を下押しする公算。11月の大統領選挙を控え、民主・共和両党の意見の対立が激化しており、財政政策を巡る政治的混乱が経済の足かせとなるリスク。
- ・結果として、2%台半ばとみられる潜在成長率を下回る緩やかな成長ペースにとどまる見通し。

<金利見通し：低水準での一進一退の推移が長期化する見通し。>

- ・FEDは、景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、引き続き緩やかな政策スタンスを継続する見通し。
- ・長期金利は、当面、ギリシャの政治的混乱など欧州の債務問題に対する懸念が金利抑制に作用するものの、夏場以降は、ツイストオペの終了に伴う長期債の需給緩和などが、金利を押し上げる可能性も。
- ・もっとも、財政政策を巡る米国内の政治的混乱など、金利下押し圧力も根強く、低水準での一進一退の推移が長期化する見通し。

株価の騰勢一服・温暖な天候による押し上げ一巡で、消費・雇用は弱い動き。

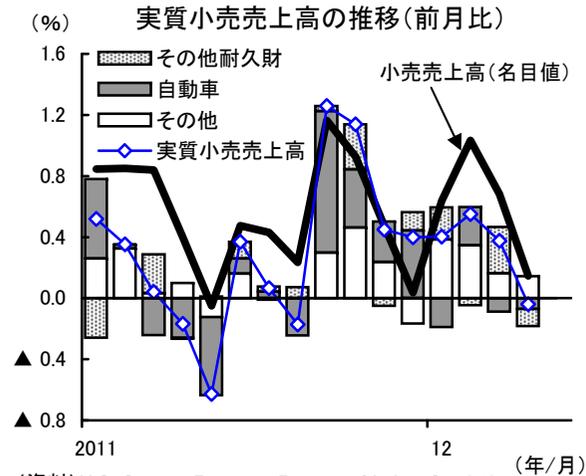
<個人消費>

4月の小売売上高は前月比+0.1%と、昨年12月以来の低い伸び。物価変動の影響を除いた実質ベースでは8ヵ月ぶりに減少。品目別にみると、自動車など耐久財の落ち込みが主因。株価の騰勢一服を受け、消費性向の上昇を通じた消費拡大が頭打ちに。5月以降、株価は大幅に下落しており、逆資産効果を通じた消費性向の低下が、個人消費の下押しに作用する恐れ。

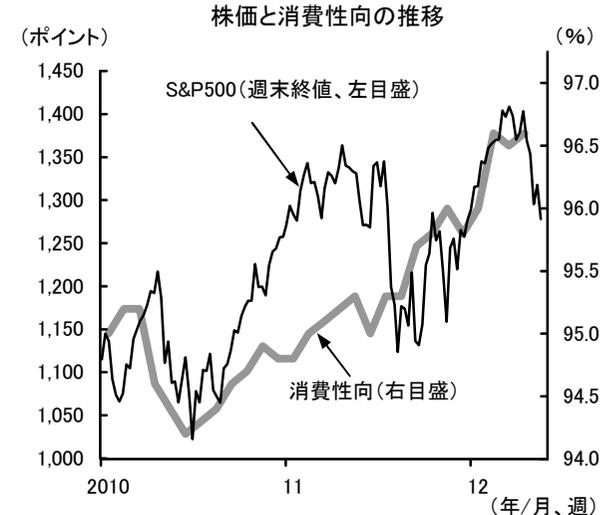
<雇用・所得環境>

5月の非農業部門雇用者数は、前月差+6.9万人と昨年5月以来の低い伸び。3月から5月にかけての増加ペースは月+10万人弱と、昨年末から本年初にかけての月+20万人超の増加から大きく鈍化。業種別にみると、今冬に大幅に増加していた建設業などが減少に転じており、雇用の減速は記録的な暖冬の反動という側面も。

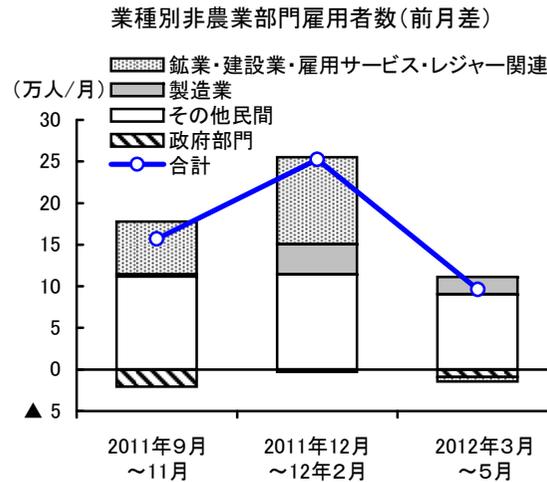
一方、賃金も低迷が持続。5月の時間当たり賃金（製造・非管理職）の伸びは、前年比+1.4%と統計開始以来最低の水準に。労働市場では大幅な需給緩和状態が続いており、賃金の力強い上昇を通じた家計所得の改善は、当面、期待し難い状況。



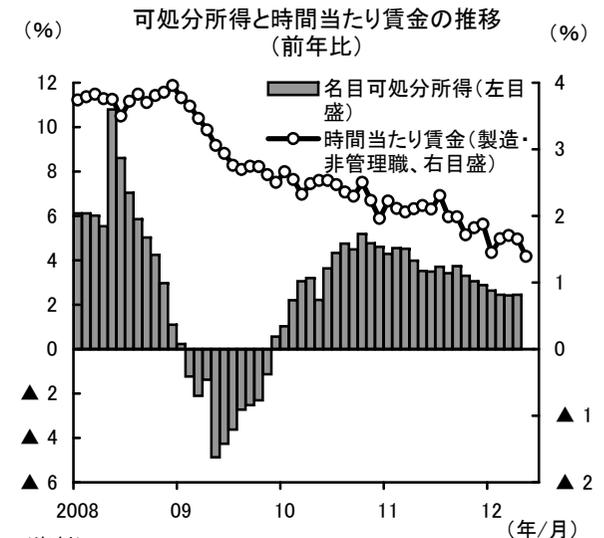
(資料) U.S. Census Bureau, Bureau of Labor Statistics
 (注1) 業態別の売上高を該当する品目別CPIで実質化。
 (注2) その他耐久財は、家具、電気製品、建材・造園。



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



(資料) Bureau of Labor Statisticsをもとに日本総研作成。
 (注) 各期間における前月差の平均。



(資料) Bureau of Economic Analysis

製造業の景況感改善にやや頭打ち感も、生産活動の大幅失速は回避される公算。

<企業部門>

製造業の景況感改善に頭打ち感。5月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数が8ヵ月ぶりのマイナスとなったほか、5月のISM製造業景況指数も3ヵ月ぶりに低下。

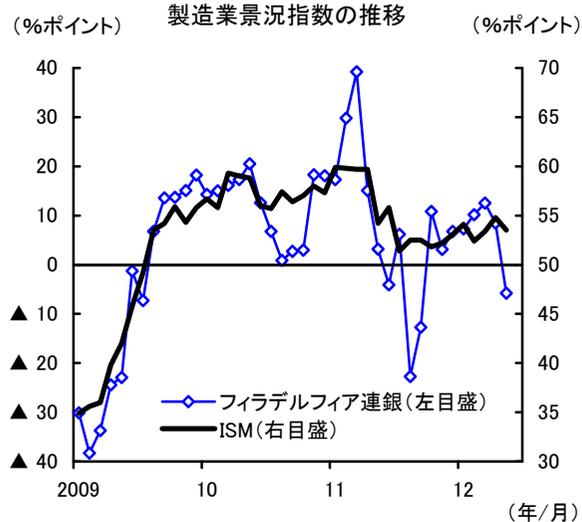
ISM景況指数の内訳をみると、生産・在庫指数が低下。欧州の信用不安などを背景に、企業が生産拡大による在庫積み増しに慎重になりつつあることを示唆。もっとも、新規受注指数は昨年4月以来の高水準にあり、製造業の生産活動が大きく腰折れする可能性は小。

<輸出>

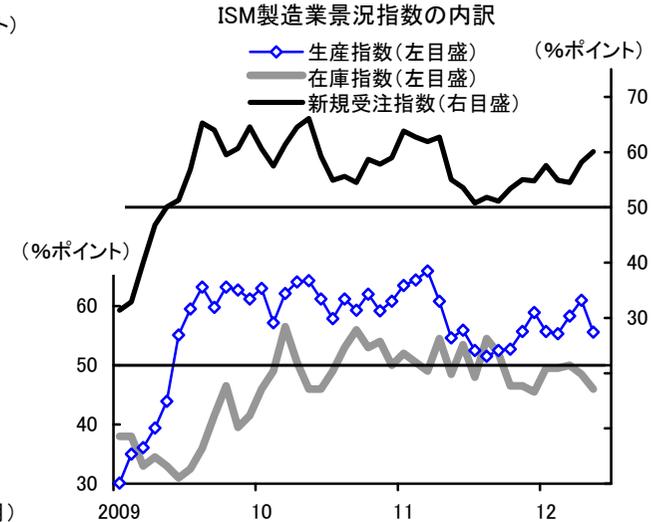
3月の実質輸出は前月比+3.6%と、8ヵ月ぶりの高い伸び。地域別にみると、中南米向けが輸出拡大を牽引。

<設備投資>

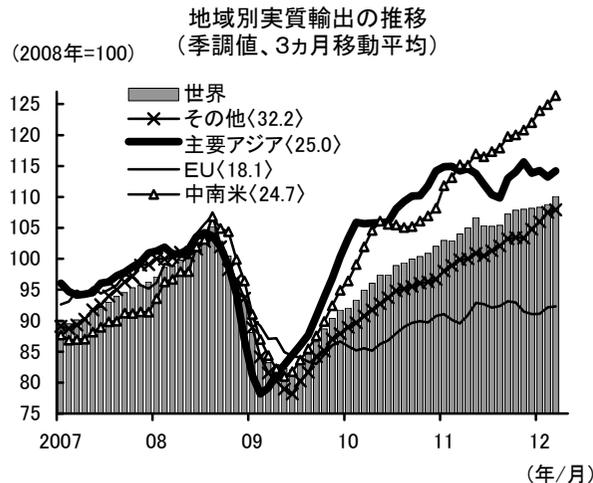
企業の設備投資は、12年初からの減税縮小を受け伸び悩み。先行指標である資本財受注（除く国防・航空）をみると、4月は前月比▲2.1%と2ヵ月連続の減少。もっとも、製造業の設備稼働率は前回の景気拡大期におけるピークと同程度の水準まで回復しており、さらなる生産拡大には生産能力の積み増しが不可欠に。減税縮小の影響が一巡するに依り、設備投資は持ち直しに向かう公算。



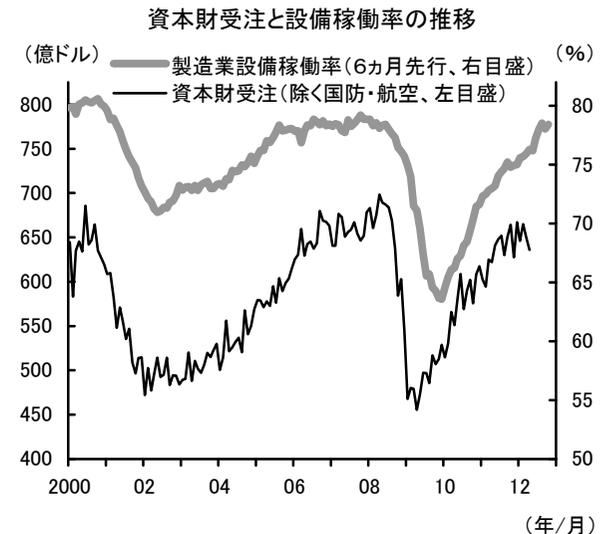
(資料)ISM、Federal Reserve Bank of Philadelphia



(資料)ISM



(資料)U.S. Census Bureau、Bureau of Labor Statistics
 (注1)地域別実質輸出は日本総研作成。△は2011年のシェア。
 (注2)主要アジアは、日本・中国・NIEs・ASEAN・インド。



(資料)FRB、U.S. Census Bureau

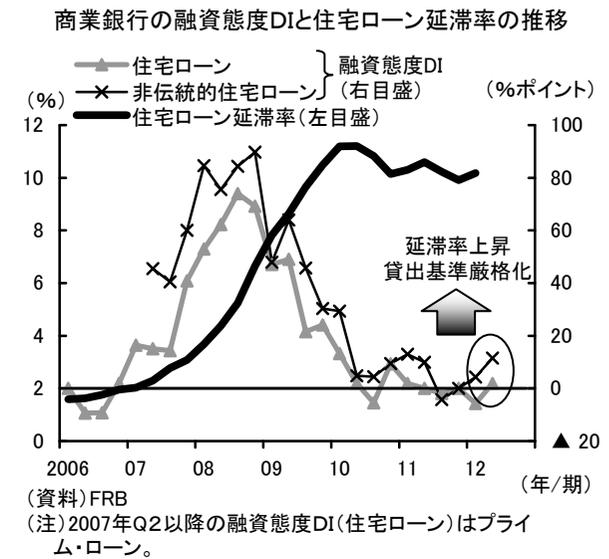
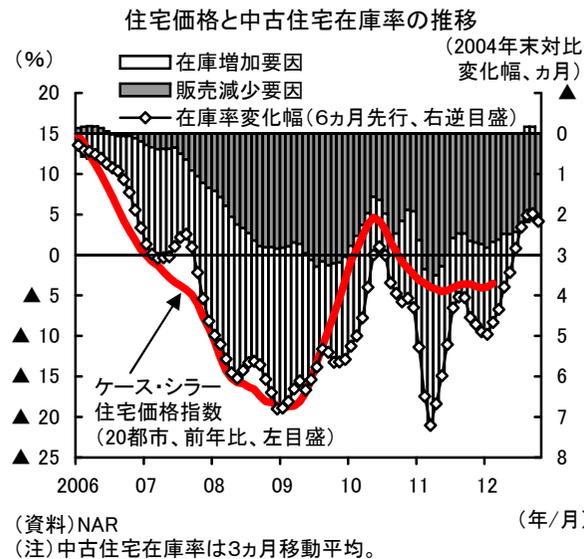
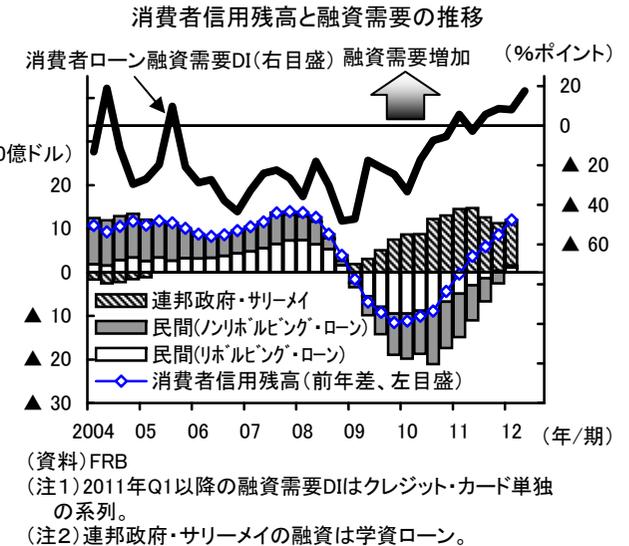
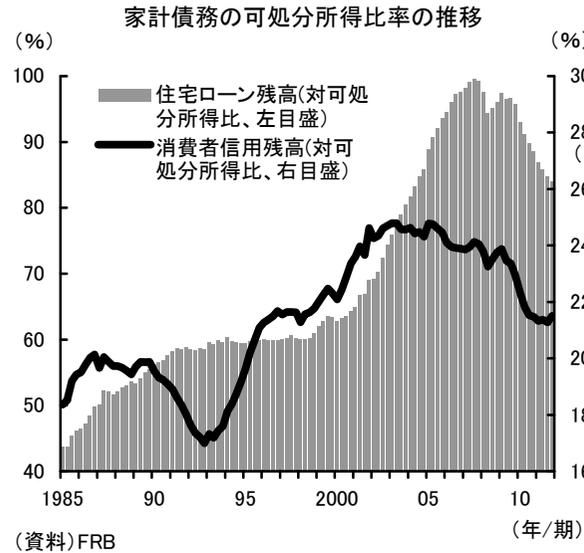
家計の債務調整は着実に進展も、住宅市場の本格回復にはなお時間を要する公算。

家計部門では、住宅バブル期に発生した過剰債務の圧縮が着実に進展。住宅ローン残高の可処分所得比をみると、2005年のピーク対比15%ポイント強低下。消費者信用残高の可処分所得比は、90年代半ばの水準まで低下。

消費者信用残高の内訳をみると、これまで減少が続いていたクレジットカードなどのリボルビング・ローンや、自動車ローンなどのノンリボルビング・ローンが、足許で増加に転換。融資需要も増加傾向が続いており、家計が借入れを伴う消費の拡大に前向きになりつつあることを示唆。

一方、住宅市場においても、住宅在庫の減少を主因に需給バランスが大幅に改善。中古住宅の在庫率は、足許で6.5ヵ月前後と、06年半ばの水準まで低下。住宅価格の下落ペースも緩和方向。

もっとも、住宅ローンの延滞率は依然高水準にあり、金融機関は新規の住宅ローン融資に対し慎重な姿勢を崩しておらず。銀行の融資担当者に対するFRBの四半期調査をみると、足許で再び住宅ローンの融資基準を厳格化する動き。住宅市場の本格回復には、なお時間を要する公算。



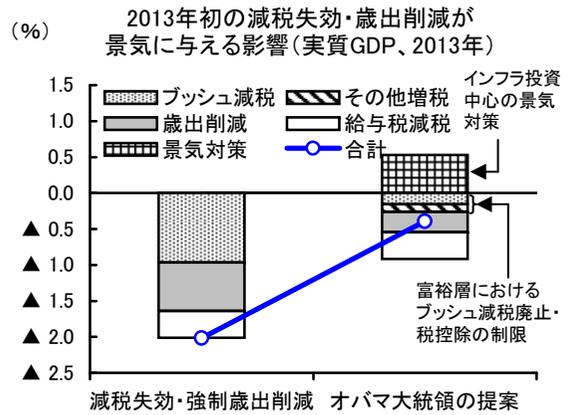
大統領選挙を控えオバマ大統領と共和党の意見対立が激化しており、先行きは不透明。

米国内では、「財政の崖」と呼ばれる大規模な財政緊縮の影響を懸念する声が台頭。議会が対策を講じない場合、ブッシュ減税・給与税減税が12年末で失効となるほか、予算管理法（11年8月成立）にもとづく歳出削減が13年初から実施される予定。これらにより、13年のGDPは▲2.0%程度押し下げられると試算。

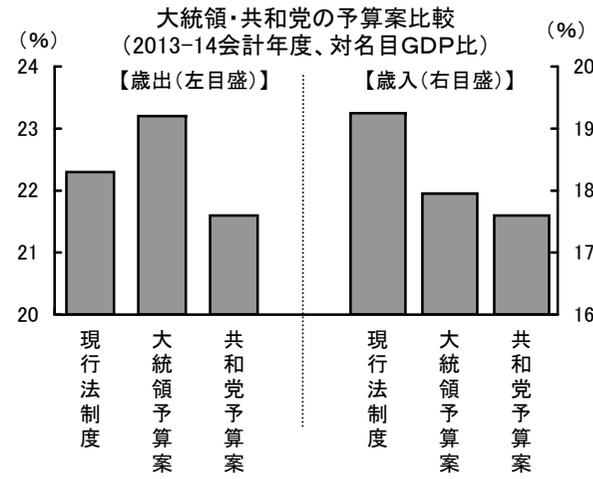
オバマ大統領、共和党ともに過度な緊縮財政の回避が必要との認識は共有しているものの、11月の大統領選挙を控え、両者の意見対立は一段と深刻化。ブッシュ減税の延長などで妥協案の成立が期待されるものの、先行きは不透明。

ちなみに、ブッシュ減税などの現行減税措置が延長された場合、予算管理法と同規模の歳出削減（10年間で1.2兆ドル）を実施したとしても、名目GDP比5%前後の財政赤字が続く見込み。米国債の格下げリスク払拭には、中長期的な財政再建計画の策定が不可欠に。

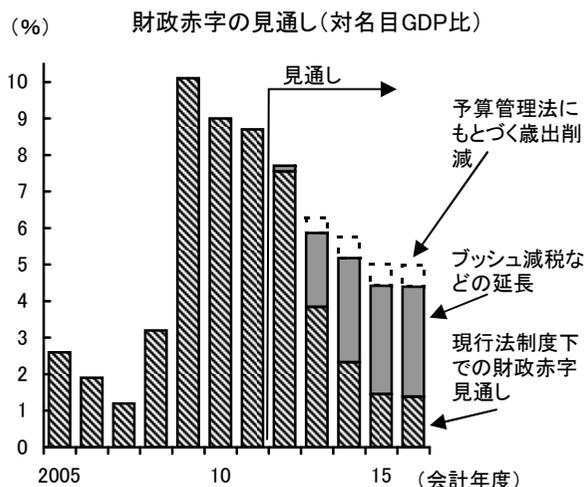
また、年末にかけて、連邦政府の法定債務上限引き上げが、再び政治問題化する懸念も。連邦政府の債務残高は、12年度末（12年9月）には16兆ドル超に達し、法定上限（16兆3,940億ドル）に迫る見込み。議会における政治的対立を背景に上限引き上げの協議が難航すれば、昨夏同様、金融市場に混乱が広がるリスク。



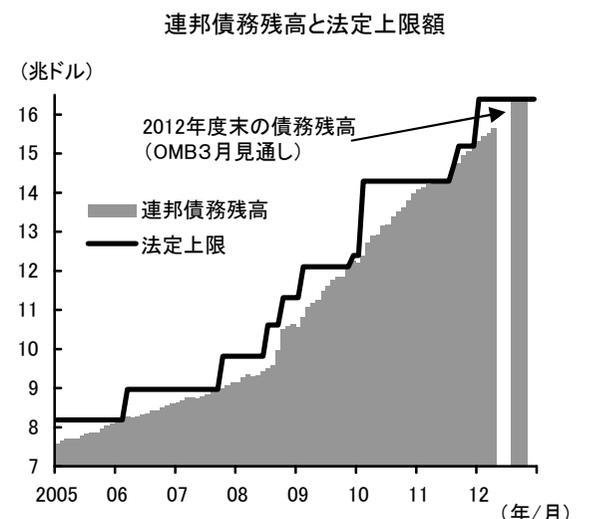
(資料) OMB, CRRF, CBOなどをもとに日本総研作成。
 (注1) オバマ大統領の提案は、予算教書で提案された政策のうち2013年以降の政策のみ実施した場合の影響を試算。
 (注2) 減税失効・強制歳出削減は、毎年延長されている減税措置が失効となった場合の影響などを含まず。このため、財政の崖に関するCBOの試算結果(2012年5月)に比べ、GDPへの影響が小さくなっている。



(資料) CBO, House Budget Committee
 (注) 現行法制度では、予算管理法にもとづき13年初から歳出削減が実施されるほか、ブッシュ減税などの減税措置が廃止。



(資料) CBOをもとに日本総研作成。
 (注) ブッシュ減税などの延長は、現行減税(給与税減税除く)と診療報酬削減凍結の恒久化による財政赤字への影響(利払い費増加を含む)。



(資料) Department of the Treasury, OMB

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、製造業を中心に企業部門が総じて堅調。家計の債務調整も徐々に進展しており、回復基調を維持する公算。

もっとも、①労働市場の大幅な需給緩和を受けた賃金の伸び悩み、②住宅価格の低迷持続、などが足かせとなるため、力強い回復は期待できず。

加えて、大幅な財政赤字に直面している政府部門の歳出削減も、景気を下押しする公算。11月の大統領選挙を控え、民主・共和両党の意見の対立が激化しており、財政政策を巡る政治的混乱が経済の足かせとなるリスク。

結果として、2%台半ばとみられる潜在成長率を下回る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、当面、ギリシャの政治的混乱など欧州の債務問題に対する懸念が金利抑制に作用するものの、夏場以降は、ツイストオペの終了に伴う長期債の需給緩和などが、金利を押し上げる可能性も。

もっとも、財政政策を巡る米国内の政治的混乱など、金利下押し圧力も根強く、低水準での一進一退の推移が長期化する見通し。

米国経済・物価見通し

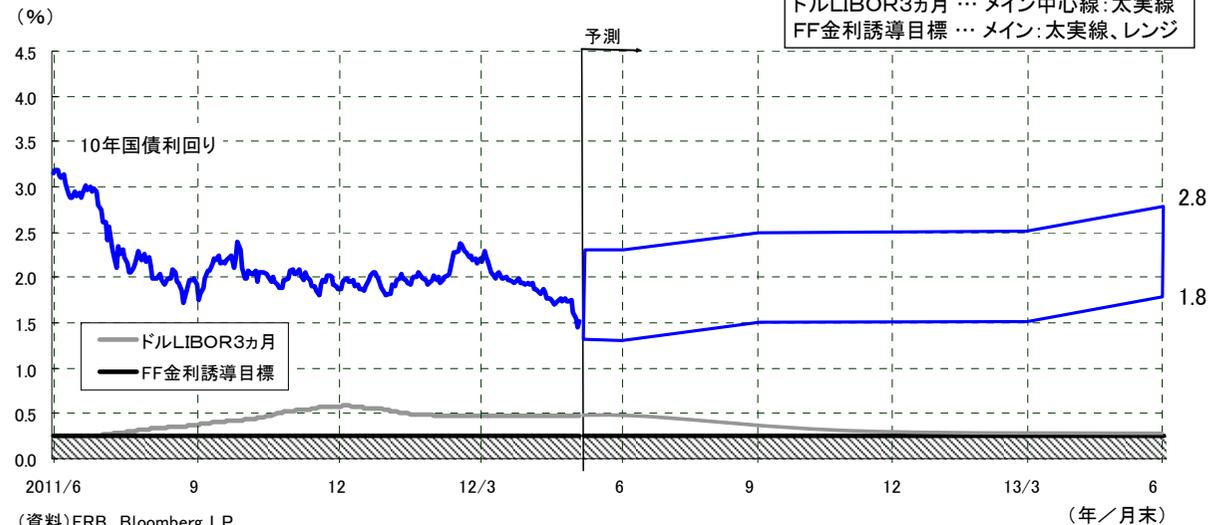
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2011年			2012年			2013年		2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6			
実質GDP	1.8	3.0	1.9	1.8	2.2	2.3	1.2	2.2	1.7	2.1	2.1
個人消費	1.7	2.1	2.7	1.6	2.1	2.3	2.3	2.4	2.2	2.0	2.4
住宅投資	1.3	11.6	19.4	5.2	3.8	3.9	4.1	4.6	▲ 1.3	8.9	4.3
設備投資	15.7	5.2	1.9	4.4	6.3	7.0	3.2	6.3	8.8	6.0	5.6
在庫投資	▲ 1.4	1.8	0.2	0.0	0.0	▲ 0.1	0.3	0.0	▲ 0.2	0.2	0.0
政府支出	▲ 0.1	▲ 4.2	▲ 3.9	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 8.0	▲ 3.0	▲ 2.1	▲ 2.0	▲ 3.0
純輸出	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
輸出	4.7	2.7	7.2	5.4	5.8	6.5	6.7	7.1	6.7	5.3	6.6
輸入	1.2	3.7	6.1	3.2	4.6	5.3	3.4	4.5	4.9	3.9	4.6
実質最終需要	3.2	1.1	1.7	1.8	2.3	2.5	1.0	2.2	2.0	2.0	2.0
消費者物価	3.8	3.3	2.8	2.3	2.0	2.0	1.8	1.8	3.2	2.3	1.9
除く食料・エネルギー	1.9	2.2	2.2	2.0	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	2.0	1.8

(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



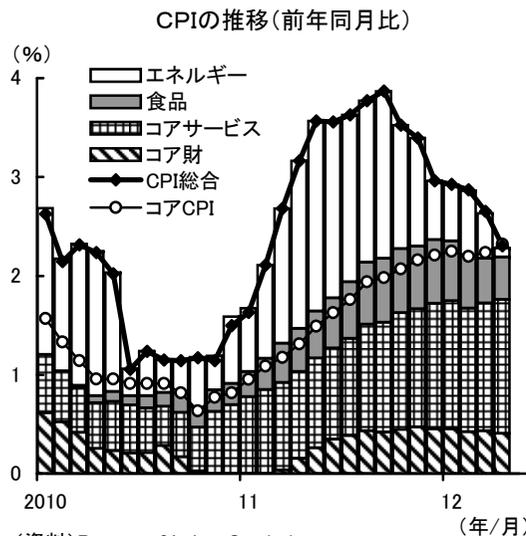
追加金融緩和の実施は、インフレ期待の大幅低下・雇用の一段の悪化が条件に。

市場では、ツイスト・オペ終了後の金融政策の動向が焦点に。足許では、原油・ガソリン価格の下落を受け、消費者物価の上昇率は大きく低下。FEDがQE3などの追加金融緩和に踏み切る余地は拡大しており、次回FOMC（6月21、22日）において、何らかの景気刺激策が実施されるとの見方も。

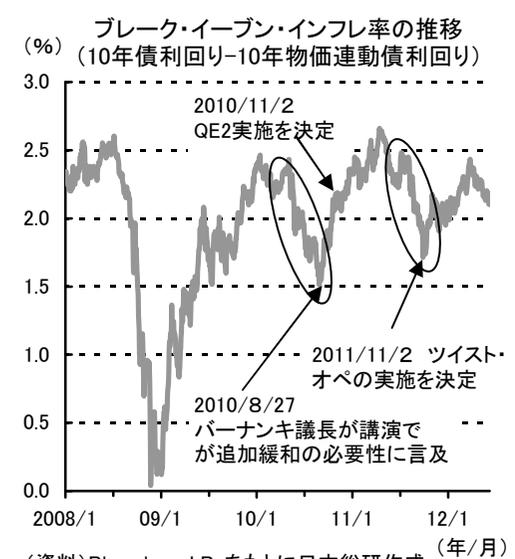
もっとも、FOMCメンバーの最近の発言をみると、追加緩和の実施に慎重な意見が多数存在。これまで一段の金融緩和に前向きな姿勢を示してきたダドリーNY連銀総裁も、追加緩和の実施は景気のさらなる下振れやデフレ懸念の高まりが条件となることを示唆。

そこで、追加緩和実施の条件を推察するため、過去の追加緩和決定時のインフレ期待・雇用情勢を確認すると、以下の2点を指摘可能。①バーナンキ議長がQE2の可能性を示唆した10年8月や、ツイスト・オペの実施を決定した11年11月には、市場のインフレ期待を表すブレイク・イーブン・インフレ率（10年債と10年物価連動債の利回り格差）が1%台半ば近くまで低下。②追加緩和を実施したFOMCでは、直近の雇用統計で雇用者数の減少が持続、もしくは、増勢が頭打ちに。

足許では、市場のインフレ期待が低下傾向にあるほか、雇用者数の増加ペースも大きく鈍化しており、追加緩和の可能性が高まっているとの見方が可能。もっとも、過去の追加緩和決定時ほどのデフレ懸念の高まり・雇用情勢の悪化は確認できず、直ちに追加緩和が実施される可能性は小さいと判断。



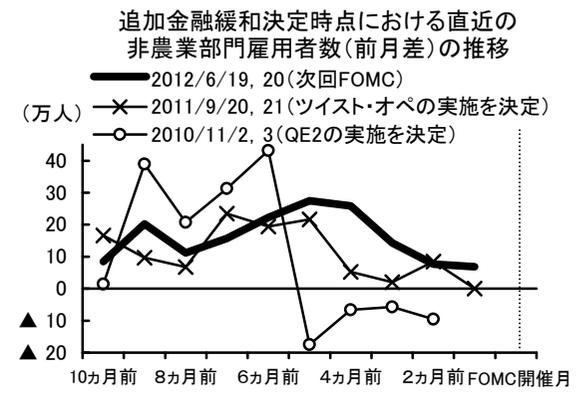
(資料) Bureau of Labor Statistics
(注) 寄与度分解は対CPI総合。



追加金融緩和を巡る最近の発言

- ウィリアムズ※(サンフランシスコ連銀総裁): 5/3**
現時点でQE3を発動することには賛成しかねる。
- ラッカー※(リッチモンド連銀総裁): 5/7**
刺激策は失業にほとんど影響を与えず、インフレ押し上げのリスクを高めるだけ。
- ブラード(セントルイス連銀総裁): 5/16**
金融政策を積極的に進め過ぎれば、1970年代のような(インフレ高進の)状況を再発させる恐れ。
- ダドリー※(ニューヨーク連銀総裁): 5/24**
景気下振れやデフレのリスクが著しく上昇すれば追加緩和に傾くが、経済が引き続き拡大するかぎり、追加措置に伴う効果が費用を上回る公算は小さい。
- ロックハート※(アトランタ連銀総裁): 5/30**
さらなる金融政策の緩和は、適切かつ必要。

(資料) 各種報道をもとに日本総研作成。
(注) ※印は6月のFOMCで投票権を持つメンバー。



(資料) Bureau of Labor Statistics
(注1) 追加金融緩和を決定したFOMC時点で最新の雇用統計の数値を图示(例えば、2010/11/2, 3のFOMCの場合、2010/10/8に公表された9月雇用統計が最新の統計であり、FOMC時点では2か月前の雇用者数まで判明)。
(注2) グラフは発表時点での速報値を图示しており、後日遡及改定されている。

欧州経済概説 (2012年6月)

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

1～3月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率+0.1%と、2四半期連続のマイナス成長は回避されたものの、ユーロ圏景気は減速傾向。

- ・米国・新興国向け輸出の増加を主因に、ドイツが同+2.1%と堅調な伸び。もっとも、主力のユーロ圏向け輸出が減少傾向をたどるなか、今後の力強い回復は期待薄。
- ・一方、南欧諸国では、緊縮財政等を受けて、景気の悪化が深刻化するなか、失業者の増加に歯止めがかからず。
- ・欧州債務問題の再燃を受け、金融機関の景況感が足元で再び悪化。貸出姿勢が厳格化するなかで、設備投資の減少が長期化する見込み。

【仏・ギリシャ選挙と債務問題】

- ・5月初のフランス大統領選で、成長重視を標榜したオランド氏が勝利。ギリシャでは反緊縮を主張する野党勢力躍進し、6月17日に再選挙が実施される結果に。
- ・ギリシャではEU・IMFによる第2次支援の条件である追加緊縮策の導入が不透明に。反緊縮派が再選挙に勝利すれば、支援が打ち切られ、ユーロ離脱を余儀なくされる恐れ。
- ・ギリシャの離脱自体が大規模な信用収縮につながるリスクは小さいものの、他の重債務国のユーロ離脱を連想させ、市場の混乱を招く恐れ。
- ・オランド仏新大統領は経済成長への配慮を求める議論を主導。6月末の首脳会談では、成長戦略協定が締結される見込み。もっとも、構造改革には時間を要し、域内需要の低迷長期化は不可避。

【景気の見通し】

- ・ユーロ圏景気は、①加盟各国での緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題再燃を受けた企業・消費者マインドの悪化、等を背景に、4～6月期は再びマイナス成長となる見込み。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加が持ち直しに寄与するとみられるものの、スペイン・イタリアを中心に信用不安が熾り続けるなか、内需は低迷が長期化する見通し。

2. ユーロ圏金利見通し

【金融政策・長期金利】

- ・債務問題再燃に伴い、ECBに対する利下げ圧力が強まっているものの、長期流動性資金供給により、短期金融市場に混乱がみられないなか、ECBは当面は現行の政策金利水準で維持する見通し。ただし、市場の混乱が再燃すれば、国債購入プログラムを再開する可能性も。
- ・独10年国債利回りは、景気悪化や、欧州債務問題の再燃を受けた安全資産選好の強まりなどにより、1%台前半まで低下。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、当面低水準での推移が続く見通し。

3. 英国景気の現状と展望

【景気の現状】

英国の1～3月期実質GDP改定値は前期比年率▲1.3%と速報値から下方修正。政府消費が増加に寄与した一方、国内民間需要は脆弱。

- ・輸出の過半を占めるEU向けの減少が続くなか、製造業の力強い回復は期待薄。
- ・依然として厳しい雇用環境に加え、欧州債務問題再燃が消費者マインド悪化に作用。個人消費の低迷は長期化。

【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、ロンドン五輪により景気が一時的に上振れる可能性があるものの、家計のバランスシート調整の持続等を背景に、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、当面低水準での推移が続く見通し。

1～3月期実質GDPは前期比ほぼ横ばい。南欧では景気悪化が深刻化。

1～3月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率+0.1%と、2四半期連続のマイナス成長は回避されたものの、ユーロ圏景気は減速傾向が持続。国別にみると、ドイツが同+2.1%と堅調な伸びとなる一方、南欧重債務国では景気の悪化が深刻化。

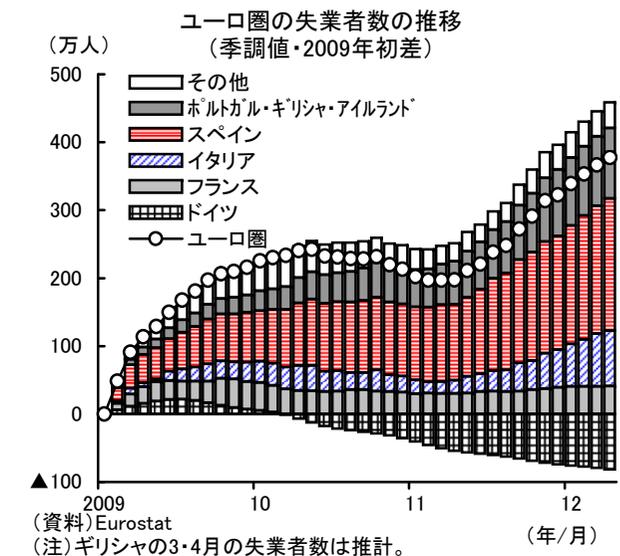
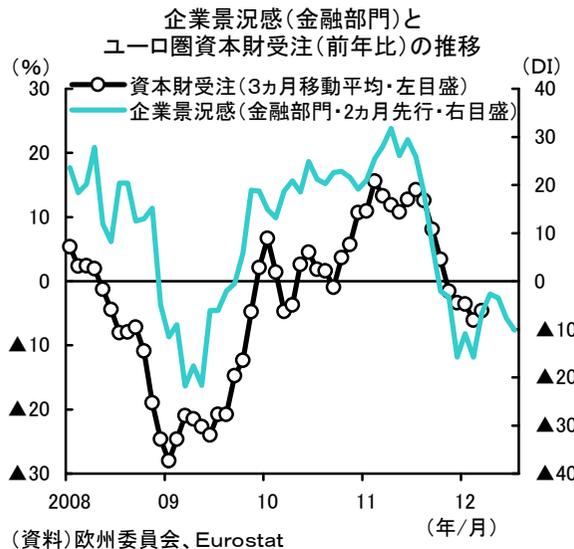
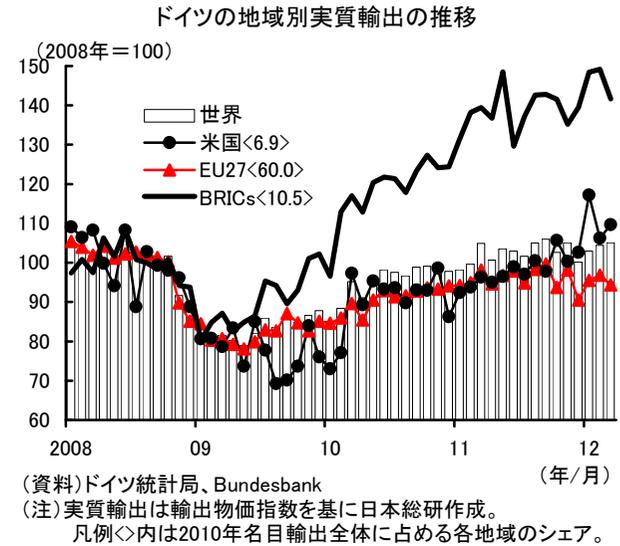
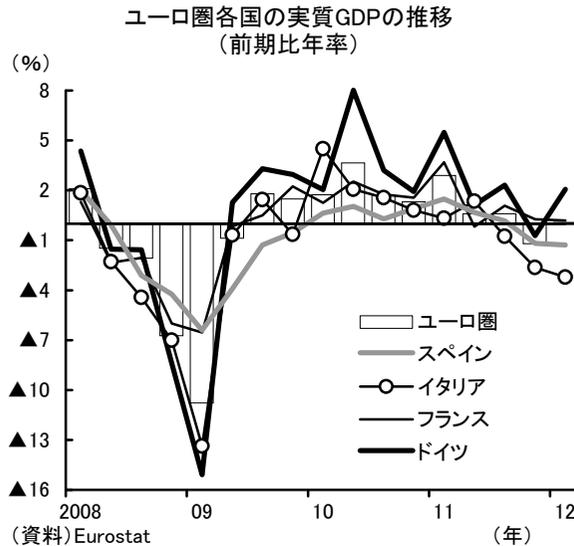
<企業部門>

ドイツでの景気持ち直しの主因は、米国・新興国向け輸出の増加。もっとも、主力のEU向けが減少傾向をたどるなか、今後の力強い回復は期待薄。

一方、欧州債務問題の再燃を受け、金融機関の景況感が足元で再び悪化。貸出姿勢が厳格化するなかで、設備投資の減少が長期化する見込み。

<家計部門>

4月のユーロ圏失業率は11.0%と、過去最高水準で推移。失業者数は1740万人と、14ヵ月連続で増加。ドイツでは失業者数が減少しているものの、緊縮財政等を受けて南欧重債務国では失業者の増加に歯止めがかからず。雇用環境に改善が見られないなか、ユーロ圏の域内需要は今後も低迷が長期化する公算。



緊縮財政に対する反発が強まるなか、成長戦略が焦点に。

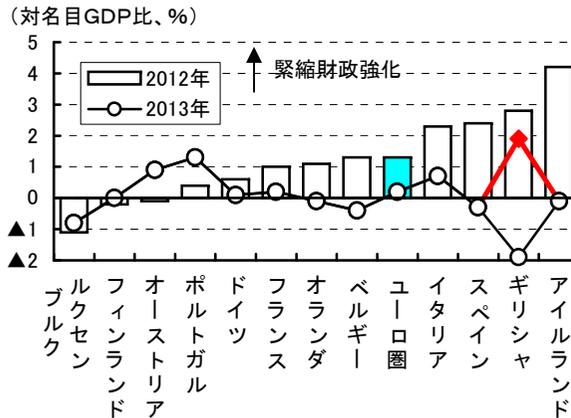
厳しい緊縮財政に対する反発が強まるなか、5月初のフランス大統領選では成長重視を標榜したオランド氏が勝利。また、ギリシャでは反緊縮を主張する野党勢力が躍進し、6月17日に再選挙が実施される結果に。

ギリシャでは、EU・IMFによる第2次支援策の条件として、2020年までに公的債務を対名目GDP比120%まで引き下げることが求められており、2012年中に、2013～14年にかけての追加緊縮策を議決する必要。もっとも反緊縮派の躍進に伴い、追加緊縮策の導入に不透明感が台頭。仮に、再選挙で反緊縮派が勝利し、追加緊縮策を反故にすれば、EU・IMFからの支援が打ち切れ、ギリシャはユーロ離脱を余儀なくされる恐れ。

ちなみに、欧州銀の対ギリシャ与信をみると、仏銀による民間企業向け融資が比較的高水準ながら、ユーロ圏の金融機関は既にギリシャ向け与信を大幅に圧縮しており、ギリシャの離脱が大規模な信用収縮につながるリスクは小。もっとも、他の重債務国のユーロ離脱を連想させ、市場の混乱を招く恐れ。

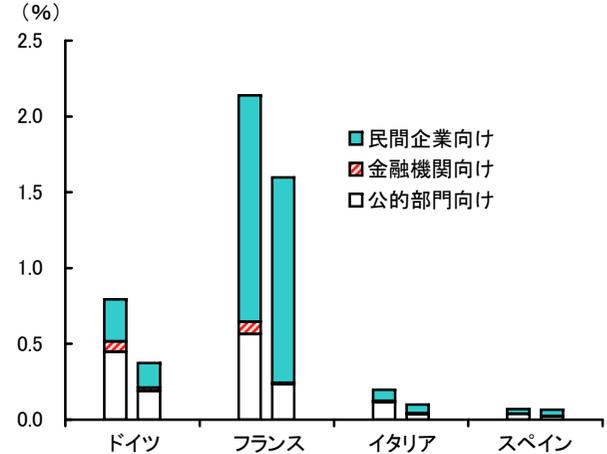
一方、オランド仏新大統領は、ドイツ主導の緊縮路線に異を唱え、経済成長への配慮を求める議論を主導。6月末の首脳会談では、成長戦略協定が締結される見込み。もっとも、ドイツ・ECBは成長戦略として、財政支出ではなく、専ら構造改革の加速を主眼としていること、一方で成長戦略協定の労働市場改革等が、域内競争力格差の是正に効果を発揮するには時間を要することを勘案すれば、ユーロ圏内需の低迷が長期化するのとは不可避。

ユーロ圏各国の構造的財政収支(前年差)



(資料) 欧州委員会
(注) ギリシャの◆は欧州委員会が求める追加緊縮策の導入を2012年中に議会承認できた場合。

各国銀行のギリシャ向け信用供与残高 (左: 2010年末時点、右: 2011年末時点、対名目GDP比)



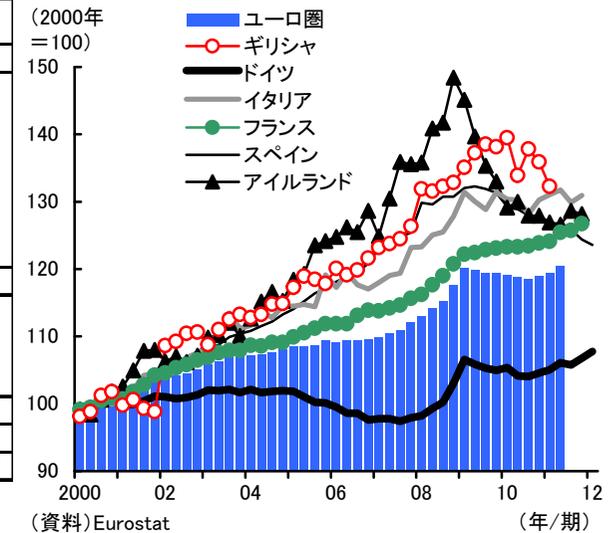
(資料) BIS、IMF

成長戦略協定で想定される政策

成長戦略「欧州2020」(2010年6月採択)の枠組みでの構造改革加速・成長投資前倒し
構造改革
<ul style="list-style-type: none"> ・中小企業競争力強化(支払遅延防止指令) ・交通産業での障壁廃止 ・デジタル市場の統合深化 ・イノベーション加速: R&D投資目標GDP比3% ・グリーン成長産業の活発化 ・労働市場柔軟化による成長産業への人材供給 ・海外からの投資活動の活発化
成長投資前倒し
<ul style="list-style-type: none"> ・成長産業へのEU予算からの投資 ・交通・通信インフラ投資向け基金の設立(500~800億ユーロ)、プロジェクト債の発行(2.3億ユーロ) ・欧州投資銀行(EIB)の融資能力拡大(100億ユーロ資本増強)
成長投資の原資として金融取引課税
5月30日に上記成長戦略に関する各国別提言を発表
6月28・29日の首脳会議で上記成長戦略を土台に、協定締結を目指す

(資料) 欧州委員会、各種報道

ユーロ圏各国の単位労働コストの推移



(資料) Eurostat

脆弱な国内民間需要を主因に、景気悪化が持続。

英国の1～3月期実質GDP改定値は前期比年率▲1.3%と、速報値(同▲0.8%)から下方修正。内訳をみると、社会保険費や国防費を中心に政府消費が増加に寄与した一方、国内民間需要は脆弱。

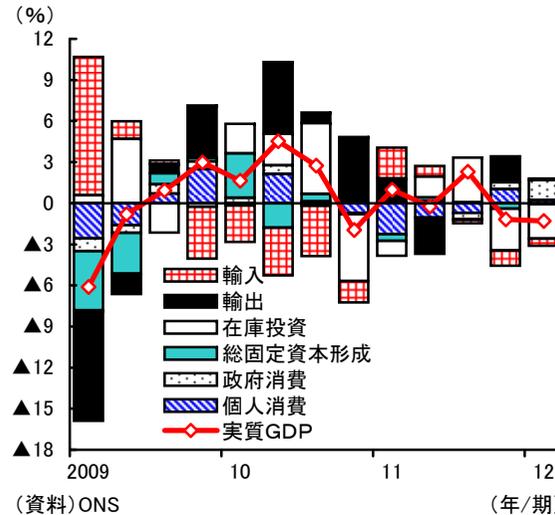
<企業部門>

3月の英国製造業生産は、前月比+0.8%と3ヵ月ぶりの増加。米国、新興国向け輸出の増加が主因。もっとも、輸出の過半を占めるEU向けの減少を勘案すれば、今後力強い増加は期待薄。

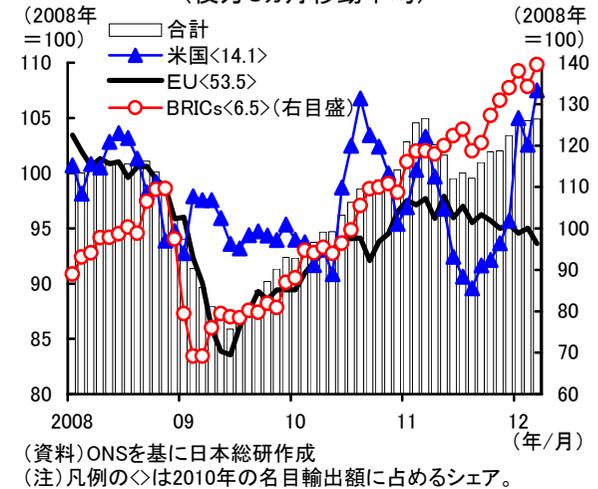
<家計部門>

4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5ヵ月ぶりの減少。背景には、消費者マインドの悪化。昨年末以降、インフレ率の低下を受けた実質賃金の下げ止まり等が消費者マインドの持ち直しに寄与してきたものの、依然として厳しい雇用環境に加え、足元では欧州債務問題の再燃による英国景気への悪影響に対する懸念がマインド悪化に作用。

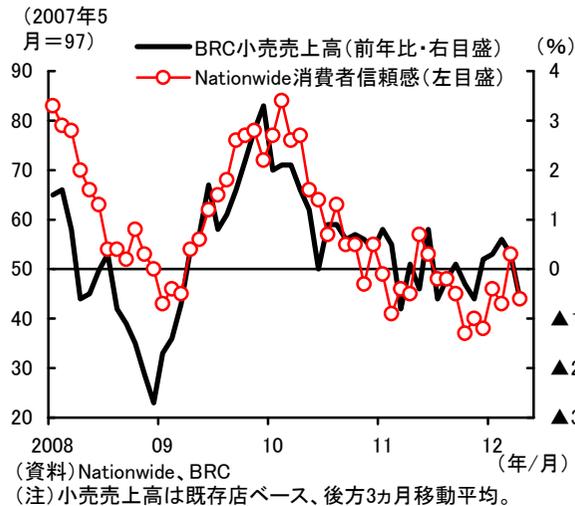
英国の実質GDP成長率の推移



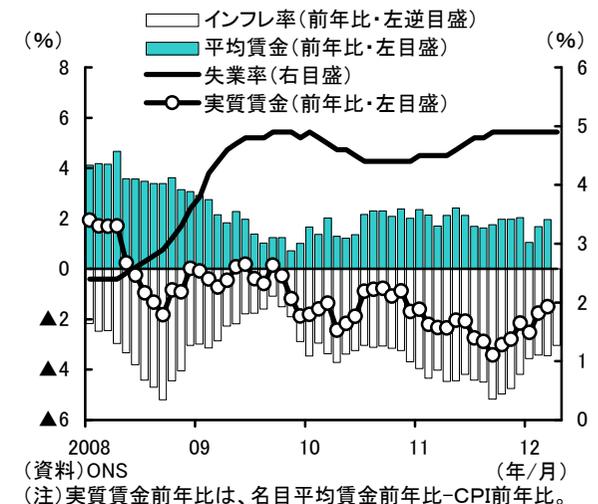
英国の実質輸出の推移
(後方3ヵ月移動平均)



英国の消費者信頼感と小売売上高の推移



英国の実質賃金と失業率の推移



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、①加盟各国での緊縮財政、②雇用・所得環境の悪化、③債務問題再燃を受けた企業・消費者マインドの悪化、等を背景に、4～6月期は再びマイナス成長となる見込み。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加が持ち直しに寄与するとみられるものの、スペイン・イタリアを中心に信用不安が燻り続けるなか、内需は低迷が長期化する見通し。

インフレ率は、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、ロンドン五輪等により景気が一時的に上振れる可能性があるものの、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 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6			
ユーロ圏	実質GDP	0.6	▲ 1.2	0.1	▲ 0.8	0.3	0.8	0.8	0.9	1.5	▲ 0.2	0.7
	消費者物価指数	2.7	2.9	2.7	2.4	2.1	2.0	1.7	1.5	2.7	2.3	1.6
ドイツ	実質GDP	2.3	▲ 0.7	2.1	▲ 0.5	0.9	1.2	1.4	1.5	3.0	0.9	1.3
	消費者物価指数	2.7	2.7	2.4	2.1	2.0	1.9	1.7	1.7	2.5	2.1	1.7
フランス	実質GDP	1.1	0.3	0.2	▲ 1.0	0.4	0.7	0.8	0.9	1.7	0.2	0.7
	消費者物価指数	2.3	2.6	2.6	2.3	2.0	1.9	1.6	1.5	2.3	2.2	1.5
英国	実質GDP	2.3	▲ 1.2	▲ 1.3	▲ 0.0	1.0	0.5	0.6	1.1	0.7	▲ 0.1	0.8
	消費者物価指数	4.7	4.7	3.5	2.8	2.5	2.2	1.9	1.8	4.5	2.8	1.8

→ (予測)

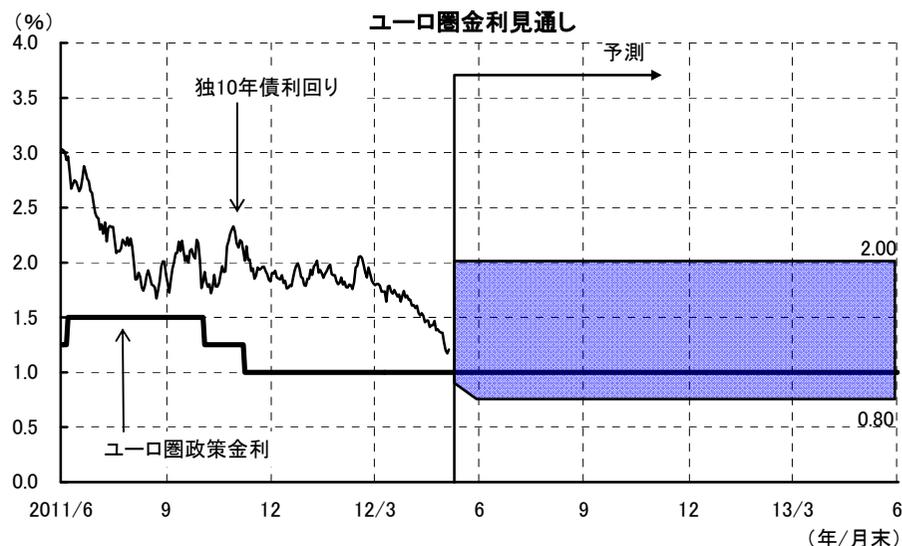
債務問題再燃を受けた安全資産選好の強まりから、独英長期金利が大きく低下。

債務問題再燃に伴い、ECBに対する利下げ圧力が強まっているものの、長期流動性資金供給により短期金融市場に混乱がみられないなか、ECBは当面は現行の政策金利水準で維持する見通し。ただし、ギリシャの再選挙の結果などから、市場の混乱が再燃すれば、国債購入プログラムを再開する可能性も。

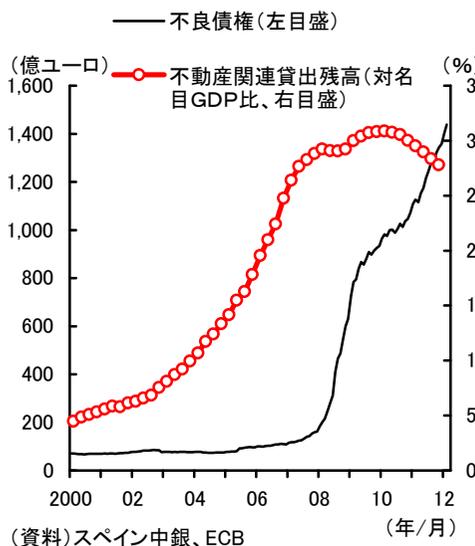
独10年国債利回りは、景気悪化や、欧州債務問題の再燃を受けた安全資産選好の強まりなどにより1%台前半まで低下。先行きを展望しても、緊縮財政等による景気悪化や、周辺国からの資金逃避が金利低下圧力として作用し、当面低水準での推移が続く見通し。

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、当面低水準での推移が続く見通し。



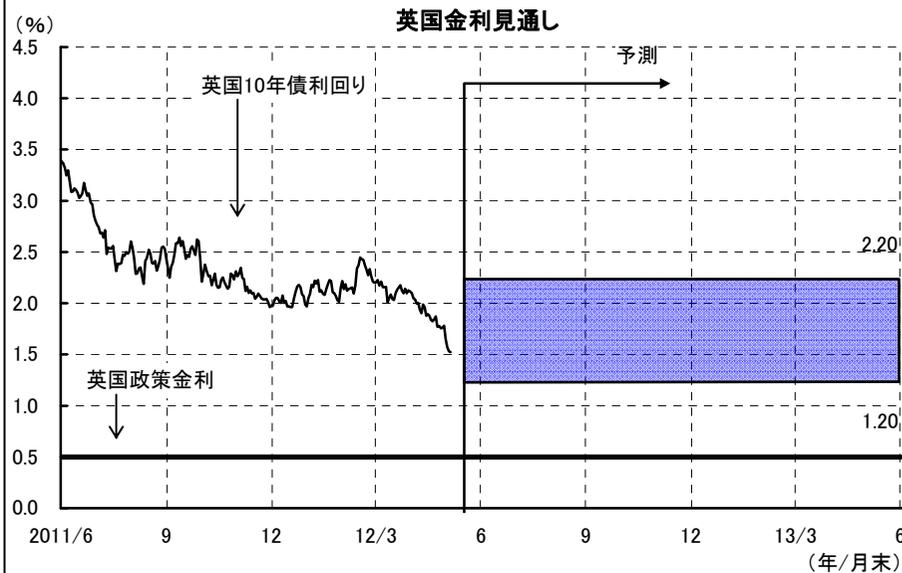
スペインの不良債権・不動産関連融資の推移



<スペイン不良債権問題再燃>

スペインでは銀行の不良債権問題が再燃。ラホイ政権は、不動産市場の調整が続くなか、銀行部門に不動産関連融資に対する300億ユーロの引当金積み増しを要求。もっとも、不良債権処理策としては力不足の公算。

一方、国内大手行バンキアは190億ユーロの公的支援を要請。支援方法をめぐり、スペイン政府はECBの関与を求めたことから、ECBとの対立が浮き彫りとなっており、当面スペインの銀行部門は市場のかく乱要因となる見込み。



原油価格：上下両方向に振れの激しい展開に。

<原油市況>

2012年5月のWTI先物は、ユーロ圏景気の先行きに対する不透明感の高まりや、米国の雇用関連指標の悪化などを受け、月初に100ドル割れ。月下旬にかけては、ギリシャのユーロ離脱観測やそれを受けたユーロ安ドル高、中国の景気減速懸念などを背景に、じりじりと下値を切り下げる展開に。

イランの核開発をめぐる協議の難航が下支え要因となったものの、月末近くには、スペインの金融不安や米景気の減速懸念を受け、2011年10月以来となる80ドル台前半まで急落。

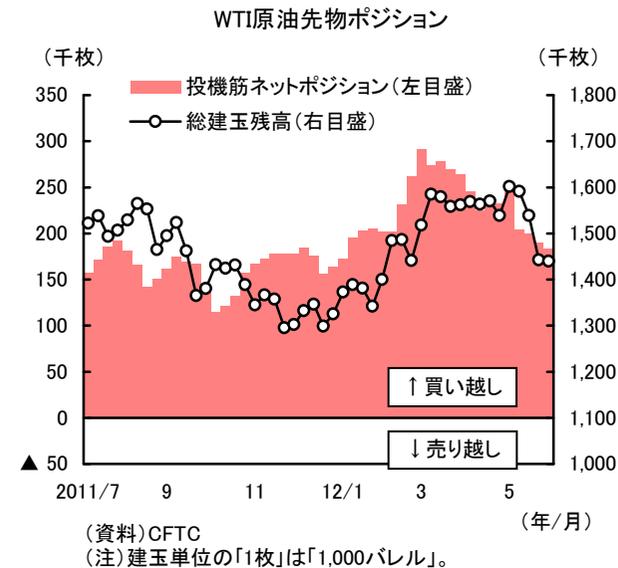
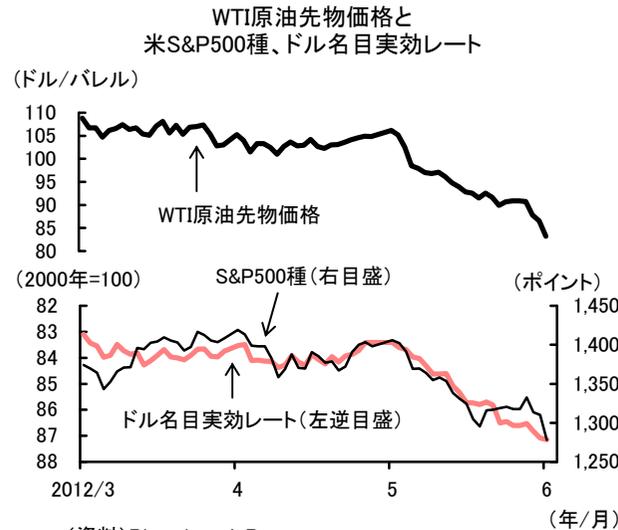
<投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、5月入り後、大幅に減少。総建玉残高も減少に転じるなど、投資家にリスク回避の動き。

<原油価格見通し>

WTI先物は、当面、ギリシャのユーロ離脱懸念など欧州債務問題の深刻化や、米国・中国の景気減速懸念などが、価格下押し要因に。

もっとも、①欧米のイラン制裁本格化に伴う需給逼迫懸念、②世界的な金融緩和の長期化に伴う投機資金の流入、③新興国景気の持ち直しに伴う需要拡大期待、なども根強く、夏場以降は上下両方向に振れの激しい展開となる見通し。



最近の原油市場をめぐる要人発言

- ・ヌアミ・サウジアラビア石油相(5月8日)
(生産枠の引き上げについて、)「(次回OPEC総会で)議論する必要がある」
- ・ヌアミ・サウジアラビア石油相(5月13日)
「世界の原油供給が需要を上回っているため、原油価格は下落する必要がある」
- ・ファンデルフーフェンIEA事務局長(5月23日)
「欧米諸国による制裁と禁輸措置が発表されて以来、石油市場ではイラン産原油が約30万バレル減少している」
- ・クリントン米国务務長官(5月24日)
(米欧、ロシアなど6カ国とイランの核開発をめぐる協議の結果を受け、)「双方の提案には著しい隔たりがある」(現時点では)全ての制裁を維持していく」

(資料)各種報道等より日本総研作成



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年6月

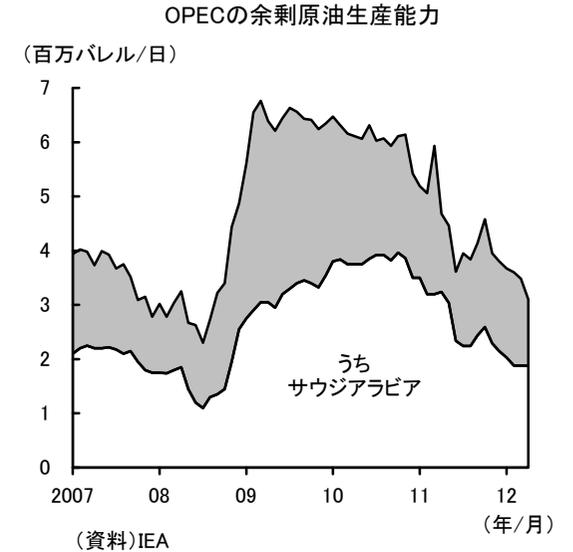
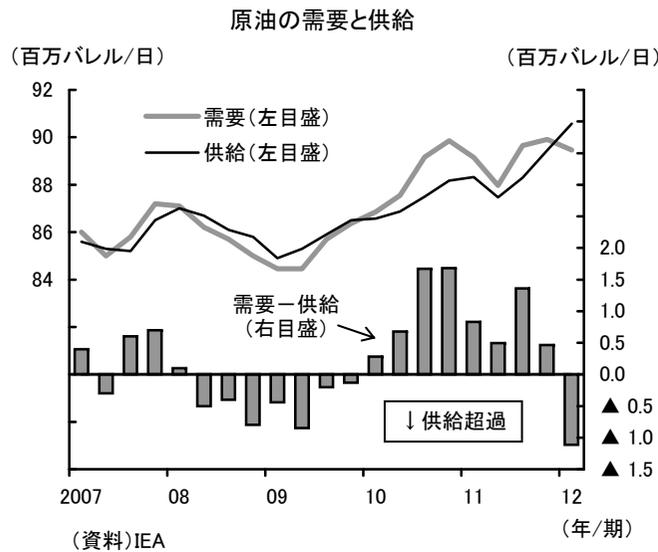
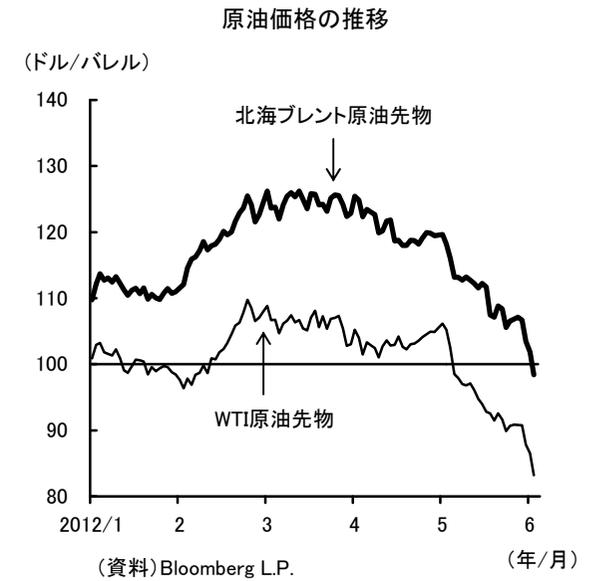
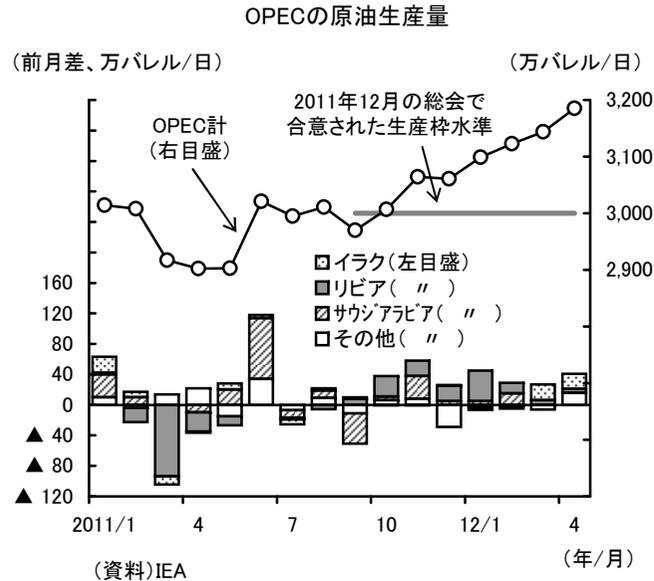
6月OPEC総会：原油生産枠は現状維持となる見込み。

OPECは6月14日に総会を開催予定。サウジアラビアのヌアイミ石油相が原油生産枠の引き上げについて、「議論する必要がある」と発言するなど、昨年12月に引き上げられた生産枠の追加引き上げの有無が焦点に。

足許のOPECの原油生産量をみると、リビアやイラクの生産量回復を受け、高水準で推移。昨年12月のOPEC総会で、当時の生産水準を追認する形で生産枠が引き上げられたことを踏まえると、足許の生産水準である3,100～3,200万バレル程度に生産枠が引き上げられる可能性も。

もっとも、足許の原油需給は、OPECの増産や世界的な景気減速を受け、供給超過の状態。また、5月入り後、原油価格はサウジアラビアのヌアイミ石油相が好ましいとする水準（北海ブレントで100ドル程度）まで急落。加えて、OPECの余剰原油生産能力は既に2008年半ば以来の水準まで減少しており、一段の生産枠の引き上げは、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。

以上を踏まえると、今回のOPEC総会での生産枠の引き上げは、見送られる公算。



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)	F F 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
08/9	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
12/5	0.30	0.084	0.33	0.37	0.35	0.43	0.89	0.85	1.475	1.35	79.70	101.95	8842.54	0.16	0.28	1.78	12721.08	0.61	1.46

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。