

# 海外経済展望

2012年7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7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	: 井上 恵理菜 (Tel : 03-6833-6380 Mail : inoue.erina@jri.co.jp)
	藤山 光雄 (Tel : 03-6833-2453 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)
欧州経済・金利	: 菊地 秀朗 (Tel : 03-6833-6228 Mail : kikuchi.hideaki@jri.co.jp)
原油動向	: 藤山 光雄

# 米国経済概説 (2012年7月)

## 1. 米国経済の現状：改善ペースが鈍化。

- ・足許の米国経済は、雇用者数や所得の増加ペースが減速し、企業の景況感が弱含み傾向になるなど、改善ペースが鈍化。一方、住宅価格の上昇など、住宅市場に底打ちの兆し。

### <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2ヵ月連続の10万人割れ。
- ・5月の時間当たり賃金（製造・非管理職）は、前年比+1.4%と統計開始以来最低の伸び。

### <個人消費>

- ・5月の小売売上高（名目）は、ガソリン価格の下落や暖冬に伴う冬場の建材売上増加の反動を主因に、前月比▲0.2%と減少。

### <企業部門>

- ・製造業の景況感は、欧州債務問題の再燃などを背景に弱含み傾向。

### <住宅市場>

- ・5月の住宅着工件数は減少したものの、住宅着工許可件数は年率78万件と2008年9月以来の高水準となり、回復傾向を維持。
- ・ケース・シラー住宅価格指数は3ヵ月連続の上昇。

## 2. トピックス

### ①欧州債務問題の波及

- ・欧州債務問題の再燃を受け、足許で製造業の先行き見通しが急速に慎重化。
- ・もっとも、①中南米向けやアジア向けを中心とした輸出の増加、②生産能力の積み増しに伴う設備投資の持ち直し、などから、企業部門は総じて底堅さを維持する見込み。
- ・一方、家計部門では、所得環境が脆弱ななか、欧州情勢の混乱から株価が一段と下落すれば、消費者マインドの悪化を通じた消費の抑制を招く恐れ。
- ・なお、米銀は欧州重債務国向けの潜在的エクスポージャーを多く抱えており、ポルトガルやスペインのデフォルト懸念が強まれば、米銀の経営に大きな影響を与えるリスク。

### ②住宅市場の持ち直し

- ・住宅市場の回復は、所得層や地域ごとにばらつき。
- ・金融機関の貸出スタンスは、依然として信用力の低い層で著しく慎重。
- ・また、住宅価格を州別にみると、大きなばらつき。とりわけ、所得が伸び悩む州では、住宅価格も低迷が続く傾向。
- ・住宅市場の本格的な回復には、所得層や地域での広範な持ち直しが必要であり、住宅市場の回復は、当面、緩慢なペースにとどまる見通し。

## 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底堅さを維持。家計の債務調整も着実に進展しており、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住宅市場の緩慢な改善、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、引き続き緩やかな政策スタンスを継続する見通し。状況次第で追加金融緩和も検討へ。
- ・長期金利は、当面、欧州の債務問題に対する懸念が金利を抑制。一方、米国経済の底堅さが意識される場面では、景気持ち直しへの期待が金利押し上げに作用し、低水準での一進一退の推移が続く見通し。
- ・2013年春頃からは、米国景気の下振れリスクが徐々に後退し、長期金利は緩やかに上昇へ。

## 雇用・所得環境の改善ペース鈍化が鮮明に。

### <雇用・所得環境>

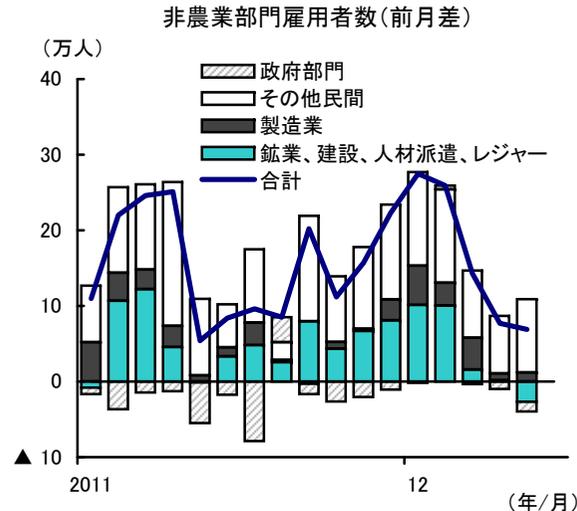
5月の非農業部門雇用者数は、前月差+6.9万人と2ヵ月連続の10万人割れ。記録的な暖冬の影響で押し上げられていた建設業やレジャー産業での落ち込みを背景に、増加ペースの鈍化が持続。

5月の可処分所得は前年比+2.6%と小幅な増加にとどまったほか、時間当たり賃金（製造・非管理職）が前年比+1.4%と統計開始以来最低の伸びとなるなど、雇用・所得環境の改善ペースの鈍化が鮮明に。

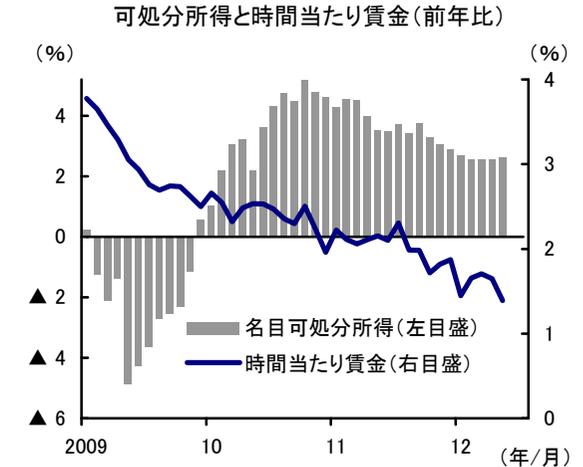
### <個人消費>

5月の小売売上高（名目）は前月比▲0.2%と2ヵ月連続の減少。内訳をみると、ガソリン価格の下落によりガソリンの売上が大幅に減少したほか、暖冬に伴う冬場の売上増加の反動から建材が減少。ちなみに、実質ベースでは、前月比+0.1%と小幅に増加。

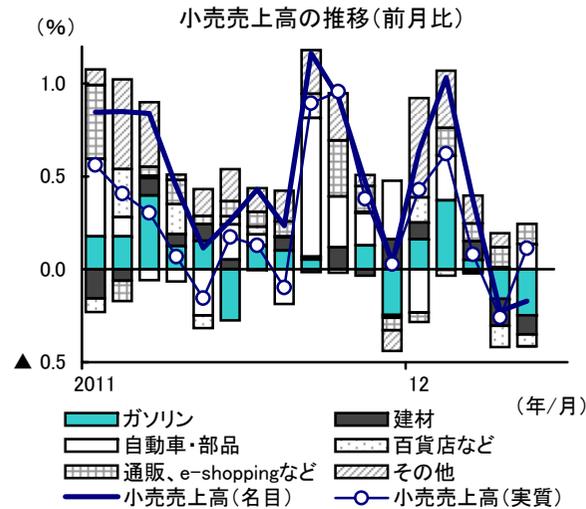
一方、5月のCPIは前月比▲0.3%と、ガソリン価格の下落を背景に大きく低下。6月入り後も、原油価格は大きく下落しており、エネルギー価格高騰による家計消費への下押し圧力は緩和へ。



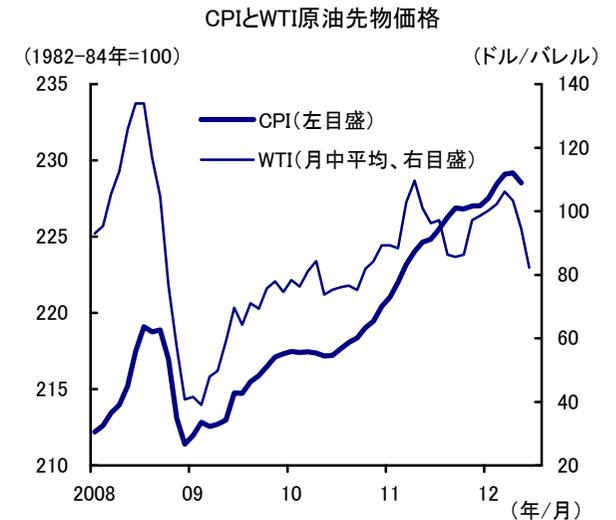
(資料) Bureau of Labor Statistics



(資料) Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics  
(注) 時間あたり賃金は、生産従事者、サービス部門非管理職。



(資料) U.S. Census Bureau, FRB



(資料) U.S. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg L.P.

## 製造業の景況感は弱含み傾向にある一方、住宅市場に底打ちの兆し。

### <企業部門>

製造業の景況感は、足許で弱含み傾向。6月のISM景況指数は、49.7と約3年ぶりに景況判断の分かれ目となる50を下回ったほか、地区連銀の景況感も大幅に悪化。欧州債務問題の再燃や、世界的な景気減速懸念などが背景。

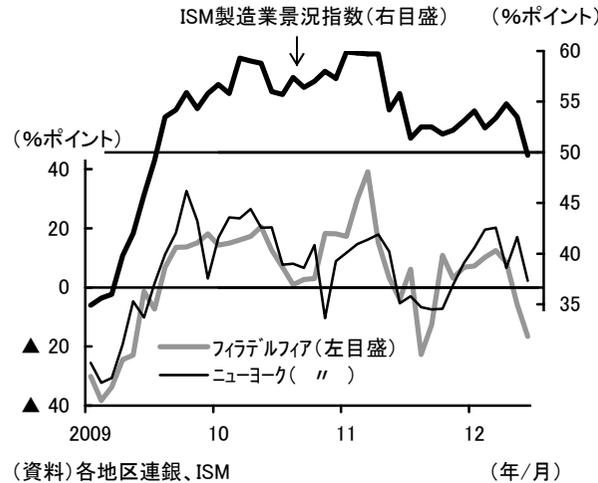
5月の製造業生産は、3月に続いて前月比マイナスに転化するなど頭打ちの様相。日本の震災やタイの洪水によるマイナス影響剥落に伴い続いていた、自動車の増産が一巡したことから、自動車・部品の生産が6ヵ月ぶりに減少。

### <住宅市場>

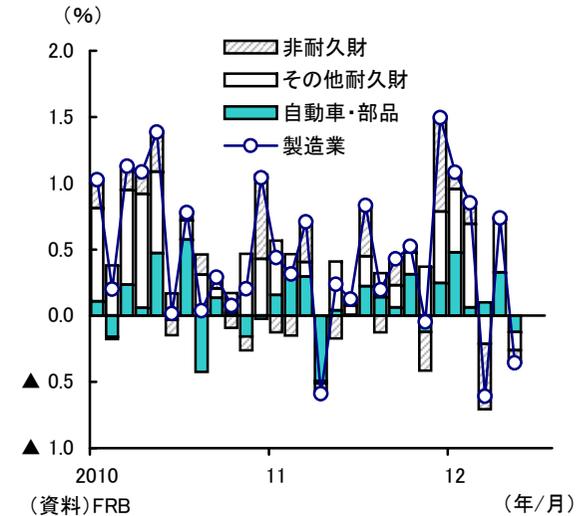
5月の住宅着工件数は前月比▲4.8%と、昨年末以降、一進一退の動きが持続。もっとも、内訳をみると、振れの激しい集合住宅が減少する一方、戸建は3ヵ月連続で増加。住宅着工の先行指標となる住宅着工許可件数は、年率78万件と2008年9月以来の高水準となるなど、住宅着工は緩やかながらも回復傾向を維持。

さらに、サブプライムローンを通じた物件や高額物件等を含んだケース・シラー住宅価格指数と、より信用力の高い物件のみを対象にしたFHFA住宅価格指数がともに、3ヵ月連続で上昇し、住宅価格に底打ちの兆し。

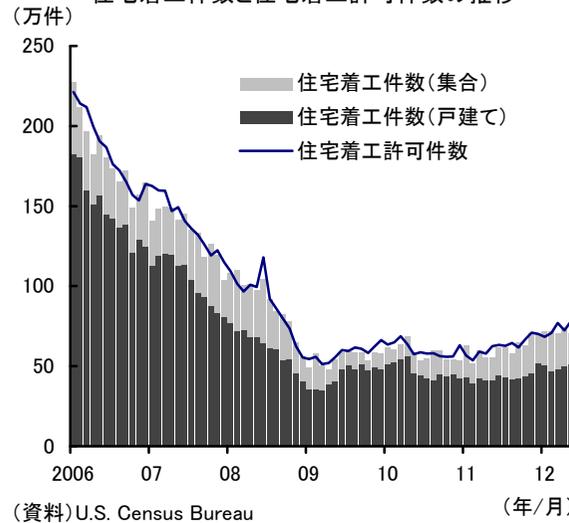
ISM製造業景況指数と地区連銀景況指数



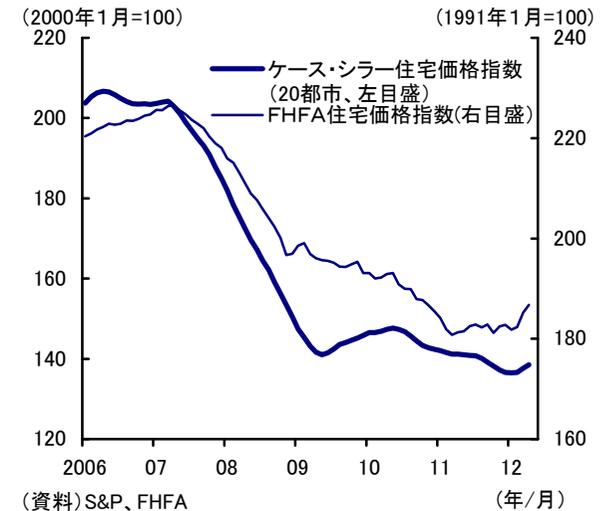
製造業生産(前月比)



住宅着工件数と住宅着工許可件数の推移



住宅価格指数の推移(季節調整値)



## 製造業は底堅さを維持。家計・金融部門では下振れリスクも。

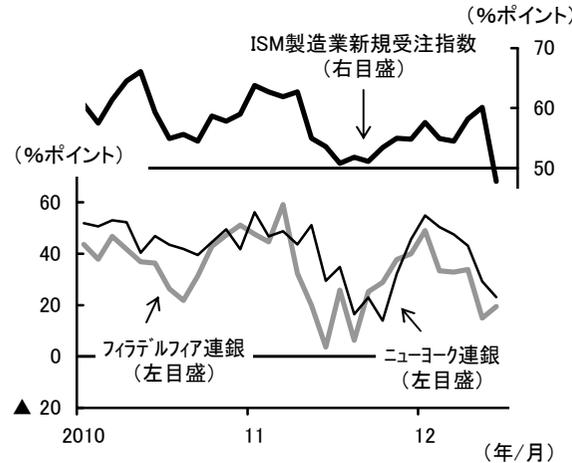
ギリシャの政治的混乱やスペインの金融不安を受けた欧州債務問題の再燃、中国の成長鈍化観測などを背景に、足許で製造業の先行き見通しが急速に慎重化。

もっとも、製造業の企業活動が大きく腰折れする可能性は小さく、一時的なマインドの悪化にとどまる公算。米国の実質輸出をみると、EU向けは横ばいながらも、規模の大きい中南米向けで増加が続いているほか、アジア向けも底堅い動き。また、設備稼働率が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するなか、足許で伸び悩みがみられる設備投資は、先行き生産能力の積み増しに伴い持ち直しに向かう公算。以上を踏まえると、企業部門は総じて底堅さを維持する見込み。

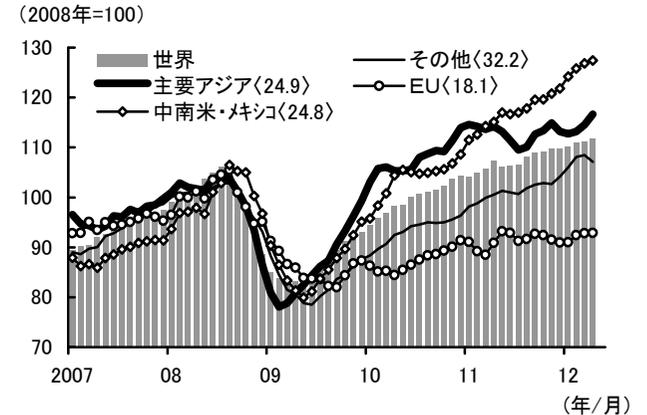
一方、家計部門では、欧州債務問題の再燃が株価の下落などを通じて、消費者マインドを下押し。所得環境が脆弱ななか、欧州情勢の混乱から株価が一段と下落すれば、消費者マインドの大幅な悪化を招き、個人消費の抑制につながる恐れ。

なお、米銀の抱える欧州重債務国向け信用についてみると、直接的な与信は限定的。もっとも、CDS取引の「プロテクションの売り」などを含む潜在的エクスポージャーが大きく、ポルトガルやスペインでデフォルト懸念が強まれば、米銀の経営に大きな影響を与えるリスク。

製造業のISM新規受注指数と  
地区連銀景況指数(6ヵ月先見通し)



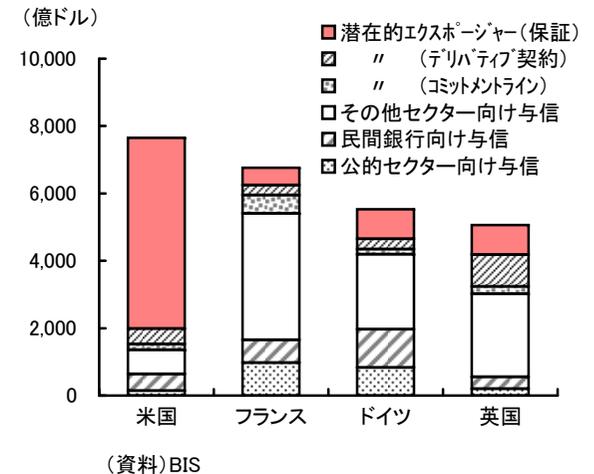
地域別実質輸出  
(季調値、3ヵ月移動平均)



株価と消費者マインド



各国銀行のPIIGS向け与信・  
潜在的エクスポージャー(2011年12月末)



## 住宅市場は回復傾向も、所得層や地域で格差。

住宅市場は、足許で販売件数や価格に改善の動きがみられるなど、底入れの兆し。もっとも、住宅市場の回復は、所得層や地域ごとにばらつき。

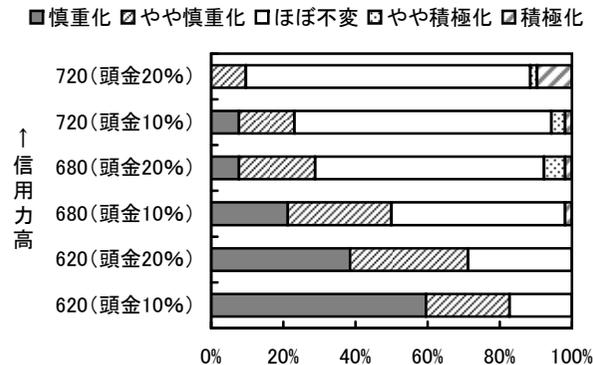
まず、金融機関の住宅ローン貸出スタンスは、依然として信用力の低い層で著しく慎重。米国の住宅ローン金利は過去最低水準まで低下しているものの、その恩恵を受けられる層に偏りがみられる状況。

足許の持ち家比率をみると、低所得者の多い黒人やヒスパニックの低下が相対的に大きく、信用力の低い層による住宅の購入が、依然として困難であることを示唆。所得階層別の消費者マインドをみても、過去の景気回復局面に比べ、今局面では低所得層のマインドの改善に遅れ。

さらに、住宅市場の回復度合いは、地域別にも大きな差。米連邦住宅金融局の発表する全米平均の住宅価格は、2011年春先以降、持ち直しつつあるものの、州別にみると大きなばらつき。とりわけ、所得が伸び悩む州では、住宅価格も低迷が続く傾向。

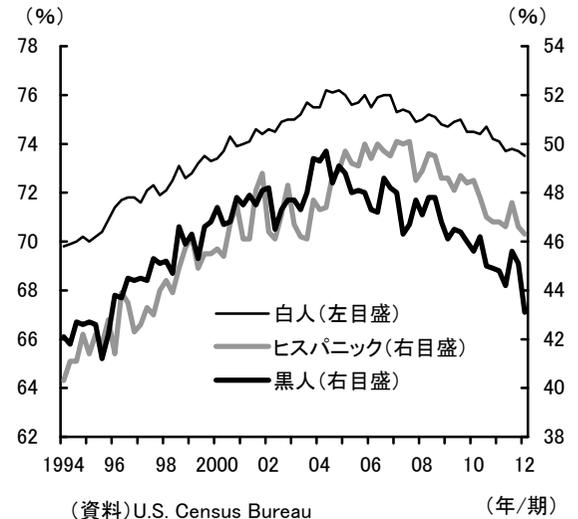
以上を踏まえると、住宅市場の本格的な回復には、所得層や地域での広範な持ち直しが必要。住宅市場の回復は、当面、緩慢なペースにとどまる見通し。

金融機関のFICOスコア別住宅ローン貸出スタンス  
(2012年4月調査、対2006年)



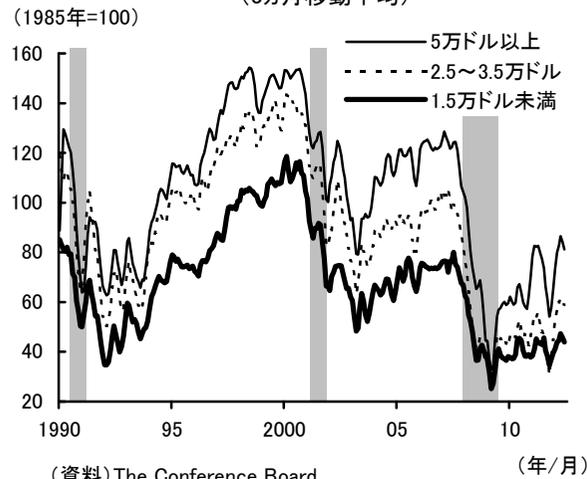
(資料)FRB  
(注)全回答に占める各回答の割合。  
(注)FICOスコアの平均水準は、680~700点。

人種別持ち家比率



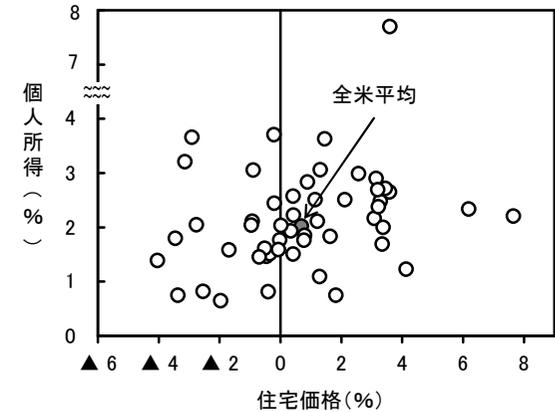
(資料)U.S. Census Bureau

所得階層別消費者マインド  
(3ヵ月移動平均)



(資料)The Conference Board  
(注)シャド一部分は景気後退期。

2012年1~3月期の州別住宅価格と個人所得  
(2011年4~6月期対比)



(資料)FHFA, U.S. Bureau of Labor Statistics  
(注)2011年4~6月期は、全米平均住宅価格の直近ボトム期。

## 回復基調を維持するものの、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底堅さを維持。家計の債務調整も着実に進展しており、回復基調を維持する公算。

もつとも、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住宅市場の緩慢な改善、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込み。

長期金利は、当面、欧州の債務問題に対する懸念が金利を抑制。一方、米国経済の底堅さが意識される場面では、景気持ち直しへの期待が金利押し上げに作用し、低水準で一進一退の推移が続く見通し。2013年春頃からは、米国景気の下振れリスクが徐々に後退し、長期金利は緩やかに上昇へ。

### 米国経済・物価見通し

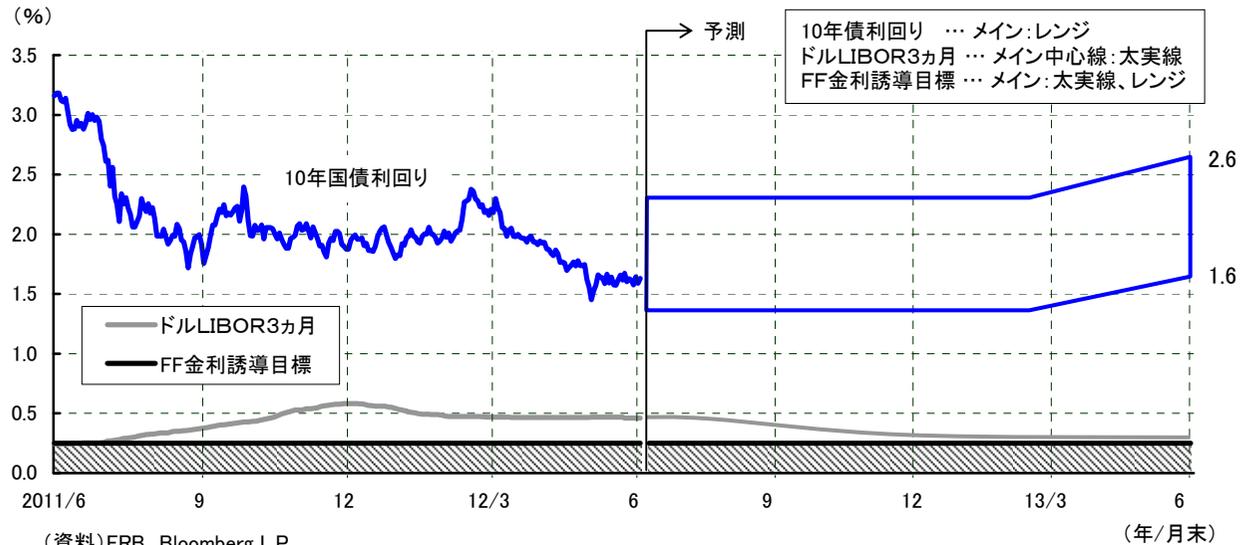
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	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	2.5	1.6	2.1	2.3	2.3	2.4	2.2	2.0	2.3	
住宅投資	1.3	11.6	20.0	5.2	3.8	3.9	4.1	4.6	▲1.3	9.1	4.3	
設備投資	15.7	5.2	3.1	4.4	6.3	7.0	3.2	6.3	8.8	6.3	5.7	
在庫投資	▲1.4	1.8	0.1	0.0	0.0	▲0.1	0.3	0.0	▲0.2	0.1	0.0	
政府支出	▲0.1	▲4.2	▲4.0	▲0.7	▲0.3	▲0.3	▲8.0	▲3.0	▲2.1	▲2.1	▲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	0.2	
輸出	4.7	2.7	4.2	5.4	5.8	6.5	6.7	7.1	6.7	4.5	6.6	
輸入	1.2	3.7	2.7	3.2	4.6	5.3	3.4	4.5	4.9	3.1	4.5	
実質最終需要	3.2	1.1	1.8	1.8	2.3	2.4	1.0	2.2	2.0	2.0	2.0	
消費者物価	3.8	3.3	2.8	1.9	1.4	1.5	1.5	1.7	3.2	1.9	1.8	
除く食料・エネルギー	1.9	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	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



## 景気の現状判断、見通しを下方修正。状況次第で追加金融緩和も検討へ。

FEDは6月19、20日のFOMCで、ツイスト・オペ（保有証券の平均残存期間の延長）を、2012年末まで延長することを決定。一方、市場で注目されていたQE3（バランスシートの拡大を伴う債券の買い入れなど）の実施や、超低金利政策の継続期間の延長は見送り。

FOMCの声明では、足許の景気判断について、「緩やかに拡大」との見方が維持されたものの、雇用や家計支出について回復ペースの鈍化を指摘。バーナンキ議長はFOMC後の記者会見で、「労働市場に継続的な改善がみられなければ、追加的な措置を講じる用意がある」と言明。

また、FOMCメンバーの経済見通しが4月時点の見通しから大きく下方修正されたほか、政策金利予測も4月に示された利上げペースの加速見通しを撤回する動き。景気の下振れリスクを強く意識し、緩和的なスタンスが総じて強まる格好に。

バーナンキ議長は、大幅な追加金融緩和策の実施にあたっては、雇用情勢や欧州債務問題の行方を慎重に見極める姿勢を堅持しているものの、当面、市場では早期の追加金融緩和への期待がくすぶり続ける見通し。

FOMC声明(要旨)

今回(6月19、20日)		前回(4月24、25日)
<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>FFレイト誘導目標は0～0.25%のレンジに据え置き。</li> <li>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。</li> <li>「保有証券の平均残存期間長期化」などの政策を、<b>2012年末まで継続することを決定。</b></li> <li>物価安定のもとで、力強い景気回復や<b>労働市場の持続的な改善</b>を後押しするため、必要に応じて<b>追加的な行動をとる用意がある。</b></li> </ul>	金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>FFレイト誘導目標は0～0.25%のレンジに据え置き。</li> <li>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。</li> <li>9月のFOMCで発表した「保有証券の平均残存期間長期化」などの政策を継続。</li> <li>物価安定のもとで、力強い景気回復を後押しするため、保有証券の規模と構成を定期的に見直し、必要に応じて調整する用意がある。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>景気は緩やかに拡大。</li> <li><b>雇用の伸びはここ数ヵ月鈍化。</b>失業率も依然高水準。<b>家計支出の伸びは、今年前半に比べやや減速しているように見受けられる。</b></li> <li>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<b>非常に緩やかに</b>加速すると予想。その結果、失業率は<b>緩慢にしか低下しない。</b></li> <li><b>原油・ガソリン価格の下落を反映し、インフレは低下。</b></li> <li>インフレは、中期的に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。</li> </ul>	景気判断・インフレ認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>景気は緩やかに拡大。</li> <li>労働市場はここ数ヵ月改善。失業率も低下したが、依然高水準。家計支出は増加が続いている。</li> <li>今後数四半期にわたり緩やかな景気回復にとどまるが、<b>その後は徐々に加速すると予想。</b>その結果、失業率は徐々に低下していく。</li> <li>原油・ガソリン価格の上昇を反映し、インフレは幾分上向き。</li> <li>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。</li> </ul>

(資料)FRB発表資料をもとに日本総研作成

FOMCメンバーの経済・物価見通し(中心レンジ)

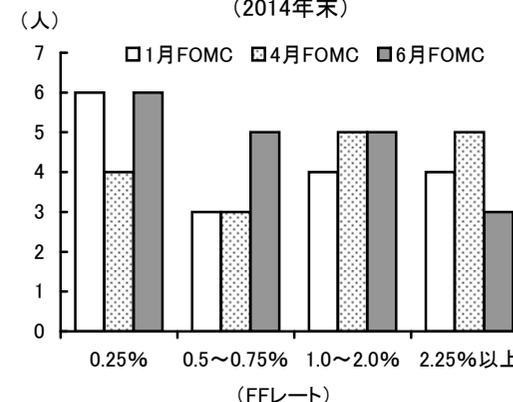
	中心レンジ (%)			
	実質GDP	失業率	PCEデフレーター	コア
2012年	1.9～2.4	8.0～8.2	1.2～1.7	1.7～2.0
4月見通し	2.4～2.9	7.8～8.0	1.9～2.0	1.8～2.0
2013年	2.2～2.8	7.5～8.0	1.5～2.0	1.6～2.0
4月見通し	2.7～3.1	7.3～7.7	1.6～2.0	1.7～2.0
2014年	3.0～3.5	7.0～7.7	1.5～2.0	1.6～2.0
4月見通し	3.1～3.6	6.7～7.4	1.7～2.0	1.8～2.0

(資料)FRB発表資料をもとに日本総研作成

(注1)「中心レンジ」は、全員の見通しから上位・下位それぞれ3人分を除いて幅で示したもの。

(注2)実質GDP、PCEデフレーターは各年の10～12月期の前年比、失業率は各年10～12月期平均。

FOMCメンバーの政策金利予測 (2014年末)



(資料)FRB

(注)6月FOMCより、新たに2名のFRB理事が参加。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年7月

# 欧州経済概説 (2012年7月)

## 1. ユーロ圏景気の現状と展望

### 【景気の現状】

- ユーロ圏景気は悪化が明確化。6月のユーロ圏PMI指数(総合)は46.0と5ヵ月連続で景況感の分かれ目となる50を下回る。
- ・4月のドイツ鉱工業生産は前月比▲2.0%と大幅減。景気悪化の続くユーロ圏からの受注の減少が主因。
  - ・一方、南欧諸国を中心に、雇用悪化に歯止めがかからず。5月のユーロ圏失業率は11.1%と過去最悪を更新。企業の雇用姿勢も厳格化しており、当面雇用の改善は期待薄。
  - ・雇用悪化に伴い、域内個人消費は低迷長期化。ユーロ圏自動車販売台数は、2012年入り後、前年比1割減での推移。

### 【EU首脳会議】

- ・6月末のEU首脳会議では、1,200億ユーロ(ユーロ圏名目GDP比1.3%)の成長投資を含む「成長・雇用協定」で合意。
- ・加えて、ESMによる銀行部門への直接資本注入を可能にしたほか、EFSF・ESMによる国債買い入れを検討する等、金融安定化策でも合意。
- ・これを受け、スペイン・イタリアの長期金利は大きく低下。
- ・もっとも、住宅価格の調整長期化が見込まれるなか、スペイン・イタリアの金融機関の不良債権はさらに増加する見通し。2015年までの両国の国債償還予定額が合計1兆ユーロを超えることも勘案すれば、現状の欧州金融安全網の規模(5,000億ユーロ)では、金融市場の先行き懸念払拭には力不足。

### 【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債務問題の長期化を受けた企業・消費者マインドの低迷、等を背景に、2012年秋口にかけて悪化が続く見込み。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加が期待されるほか、所得・雇用環境の改善に伴うドイツの国内需要の拡大が見込まれ、マイナス成長から脱け出す見通し。もっとも、スペイン・イタリア等の南欧重債務国では、緊縮財政が続くほか、金融システム不安の解消も見込めず、内需の持ち直しは期待できず。ユーロ圏全体では極めて緩慢な成長ペース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】

- ・欧州債務問題が深刻化し、景気の悪化が明確化するなか、6月末のEU首脳会議では、金融機関への支援等で前進。ECBはEU首脳会議と歩調を合わせ、景気を支援するため、7月にも過去最低水準を更新する、0.75%への利下げを実施する公算。
- ・独10年国債利回りは、ギリシャの短期的なユーロ離脱懸念の後退を受け、投資家の過度なリスク回避姿勢が緩むなか、1.5%前後まで上昇。先行きを展望すると、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、債務問題に関するドイツの負担増懸念が金利上昇圧力にもなりかねず、当面現行水準での推移が続く見込み。

## 3. 英国景気の現状と展望

### 【景気の現状】

- 英国景気は低迷が長期化。
- ・4月の製造業生産は前月比▲0.6%と2ヵ月ぶりの減少。主因は輸出の減少。これまで牽引してきた米国・新興国向け輸出に頭打ちの兆し。輸出の過半を占めるEU向けも、減少が持続。
  - ・厳しい雇用・所得環境、住宅価格の低迷長期化等を受け、消費者マインドは低迷。個人消費の持ち直しは期待薄。

### 【景気の見通し】

- ・英国景気は、夏場にかけてはロンドン五輪、秋以降は新興国・ドイツ向け輸出の増加等を受け、緩やかな持ち直しに転じる見込み。もっとも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。欧州債務問題深刻化を受け、景気の下振れリスクが高まるなか、早晩量的緩和拡大へ踏み切る公算。
- ・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。

## 景気悪化が明確化。失業者数の増加に歯止めがかからず。

ユーロ圏では景気悪化が明確化。6月のユーロ圏PMI指数（総合）は46.0と、5ヵ月連続で景況感の分かれ目となる50を下回る水準で推移。過去のPMI指数との連動性を踏まえると、4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.0%程度になる見込み。

### <企業部門>

牽引役のドイツでも景気悪化の兆し。4月のドイツ鉱工業生産は前月比▲2.0%と大幅減。南欧諸国で緊縮財政を主因とする景気悪化が続くなか、ユーロ圏内からの受注の減少が景気を下押し。

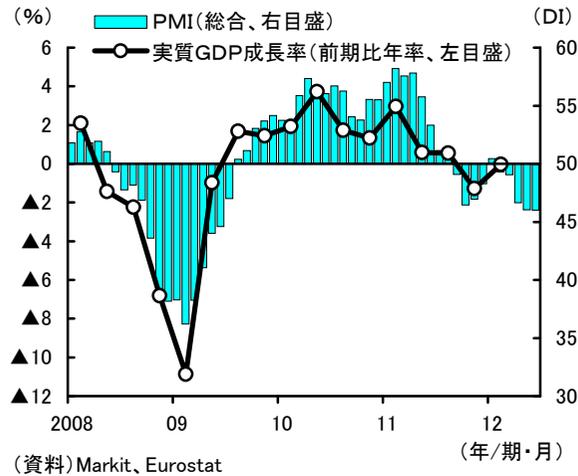
### <家計部門>

南欧諸国を中心に、ユーロ圏の雇用の悪化に歯止めがかからず。5月のユーロ圏失業率は11.1%と過去最悪を更新。

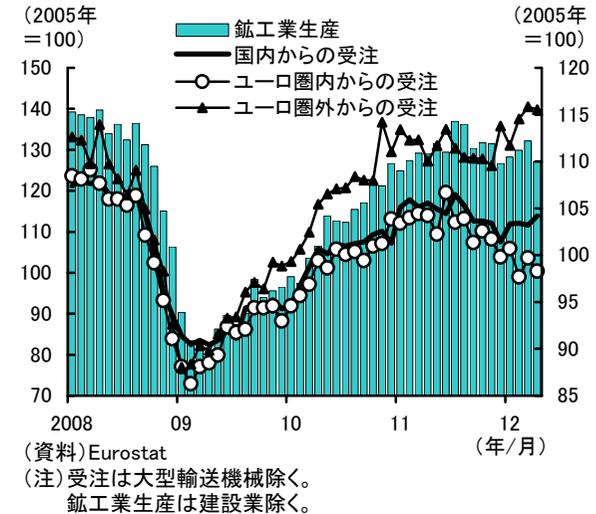
昨年末以降持ち直していた企業の雇用姿勢が足許で急速に厳しくなっていることを踏まえれば、今後も失業の増加が続く見込み。

雇用の悪化を受けた消費者マインドの低迷に伴い、域内個人消費は低迷が長期化。2012年入り後、ユーロ圏自動車販売台数は前年比1割減で推移。好調に推移していたドイツの自動車販売が頭打ちとなる一方、南欧諸国に加え、フランスでも大幅減が持続。

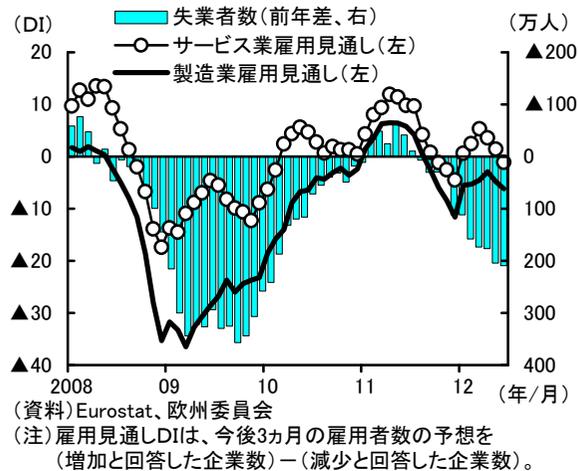
ユーロ圏実質GDP成長率とPMI指数（総合）の推移



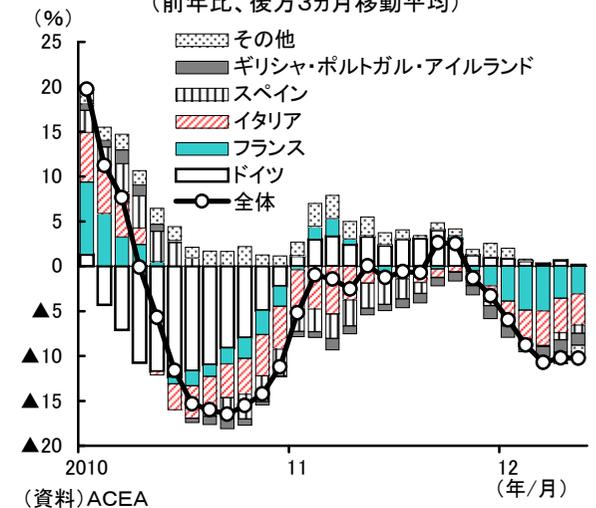
ドイツ製造業の生産と受注の推移



ユーロ圏の失業者数（前年差）と企業の雇用見通し



ユーロ圏の自動車販売台数の推移（前年比、後方3ヵ月移動平均）



## 金融安定化策に合意したものの、安全網の規模は依然不十分。

6月17日のギリシャ再選挙の結果、緊縮支持派が勝利し、短期的なギリシャのユーロ離脱懸念は後退。もっとも、スペインが銀行部門救済のため、1,000億ユーロの支援をEUに要請するなど、6月半ばに債務問題は極度に深刻化。

こうしたなか、6月28～29日のEU首脳会議では、1,200億ユーロ（ユーロ圏名目GDP比1.3%）の成長投資を含む「成長・雇用協定」で合意。加えて、足許で深刻化していた銀行部門と政府の相互依存関係を解消するため、ESMによる銀行への直接資本注入を可能にしたほか、EFSF・ESMによる国債買い入れを検討する等、金融安定化策でも合意。

これを受けて、スペインおよびイタリアの長期金利は大きく低下。

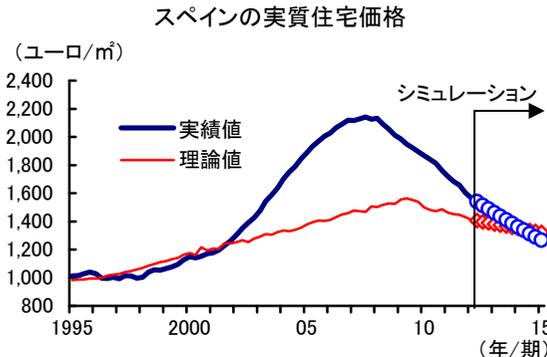
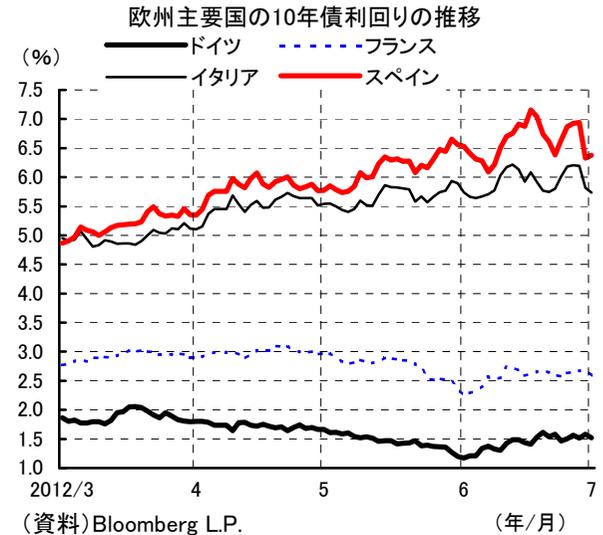
もっとも、住宅価格の調整長期化が見込まれるなか、スペイン・イタリアの金融機関の不良債権はさらに増加する見通し。2015年までの両国の国債償還予定額が合計1兆ユーロを超えることも勘案すれば、現状の欧州金融安全網の規模（新規融資可能額で5,000億ユーロ）では、金融市場の先行き懸念払拭には依然として力不足。

ドイツがユーロ共同債に反対の姿勢を崩さず、ECBが、ESMの銀行化・ECBからの借入による融資能力拡大案に対しても慎重姿勢を維持している状況下、南欧諸国の財政の持続可能性に対する懸念が再度浮上する可能性大。債務問題は今後も熾り続ける見通し。

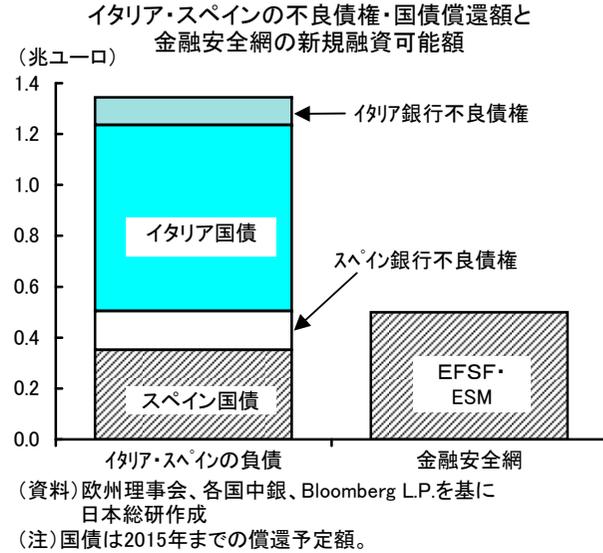
EU首脳会議での主な合意内容

<b>成長・雇用協定</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・欧州投資銀行(EIB)の100億ユーロの増資(融資能力は600億ユーロ増強)</li> <li>・EU構造基金からの550億ユーロの成長投資</li> <li>・プロジェクト債の試験的な導入(50億ユーロ)</li> <li>・構造改革の推進</li> </ul>
<b>金融安定化策</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ECBIに付随する、域内銀行部門の一元監督機関を年末までに設立</li> <li>・上記銀行監督機関設立後、ESMIによる銀行への直接資本注入を可能に</li> <li>・EFSF・ESMによる柔軟な金融支援を検討(支援条件に関するMOU(覚書)への同意を前提とした、発行・流通市場での南欧国債の買い入れを検討)</li> </ul>
<b>スペイン支援策</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ESMが稼動するまで、EFSFがスペイン銀行部門を支援</li> <li>・スペインへのEFSF・ESMによる支援には、優先弁済権は付与されない</li> </ul>

(資料)EU理事会



(注1) 理論値の推計式は以下の通り。  
 $\ln(\text{実質住宅価格}) = -3.986 + 0.935 \times \ln(\text{実質可処分所得})$   
 (t値) (-4.12) (11.23)  
 推計期間: 87/1Q~99/4Q、自由度修正済R<sup>2</sup>=0.716  
 (注2) シミュレーションは、実質住宅価格・実質可処分所得の、それぞれのピークから直近までの平均調整ベース。



## 厳しい雇用・所得環境、住宅価格の低迷長期化が個人消費の重石に。

### <企業部門>

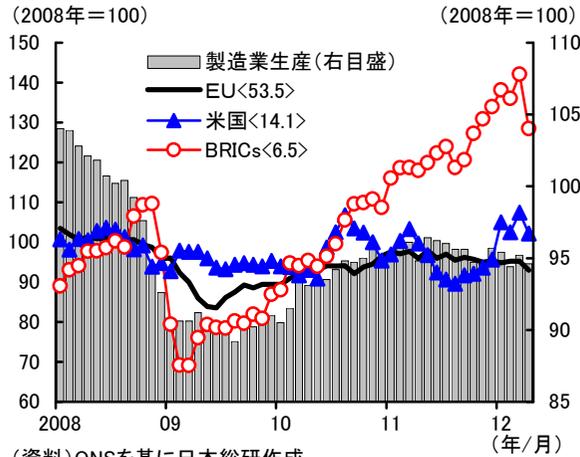
4月の英国製造業生産は、前月比▲0.6%と2ヵ月ぶりの減少。主因は輸出の減少。これまで牽引してきた米国、新興国向け輸出に頭打ちの兆しがみられる一方、輸出の過半を占めるEU向けは、ユーロ圏の景気悪化に加え、対ユーロでのポンド高による輸出下押し効果も加わり、減少が持続。

### <家計部門>

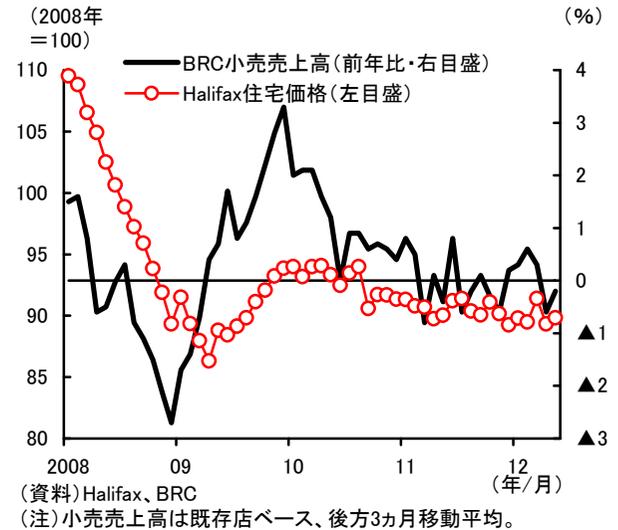
5月のBRC小売売上高（既存店ベース、3ヵ月移動平均）は、前年比▲0.2%と2ヵ月連続減少するなど、2011年以降横ばい推移が持続。住宅価格に持ち直しの兆しがみえないなか、消費者マインドの悪化が続いているほか、雇用・所得環境も厳しさが持続。昨年末以降、インフレ率は低下しているものの、名目賃金の伸びも弱く、実質ベースの賃金は依然として前年比マイナスで推移。失業率（失業保険申請ベース）も4.9%で高止まり。

足許では、金融機関貸出の減少が持続するなか、マネーサプライの減少が長期化。住宅ローン承認件数も再び減少傾向にあり、住宅価格の低迷が長期化する見通し。

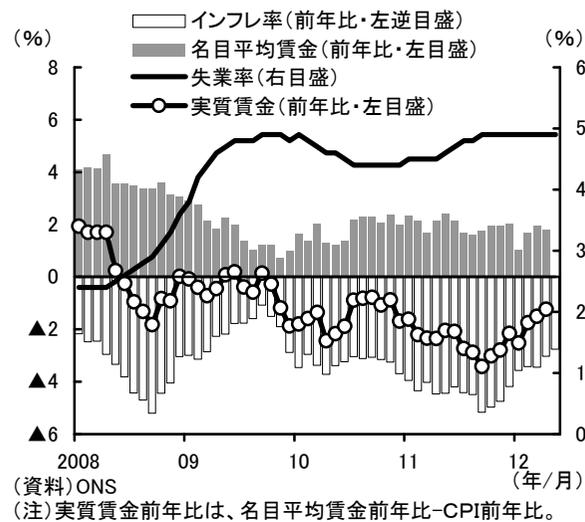
英国の実質輸出と製造業生産の推移  
(後方3ヵ月移動平均)



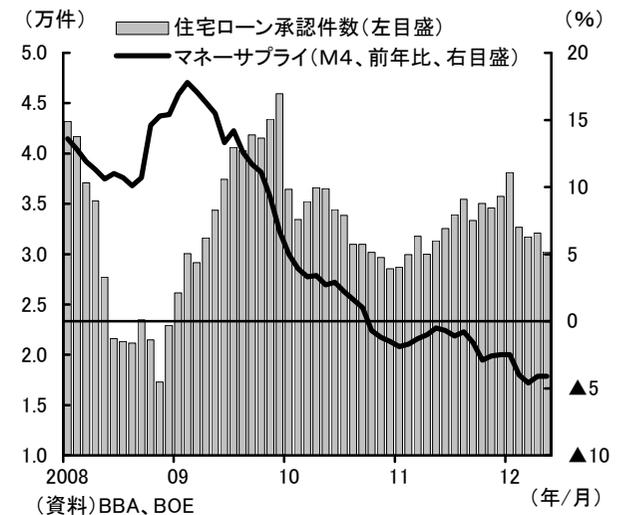
英国の消費者信頼感と小売売上高の推移



英国の実質賃金と失業率の推移



英国の住宅ローン承認件数とマネーサプライの推移



## 緊縮財政等を受け、域内需要が低迷。景気悪化が長期化。

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債務問題の長期化を受けた企業・消費者マインドの低迷、等を背景に、2012年秋口にかけて悪化が続く見込み。その後は、ユーロ安を受けた輸出の増加が期待されるほか、所得・雇用環境の改善に伴うドイツの国内需要の拡大が見込まれ、マイナス成長から脱け出す見通し。もっとも、スペイン・イタリア等の南欧重債務国では、緊縮財政が続くほか、金融システム不安の解消も見込めず、内需の持ち直しは期待できず。ユーロ圏全体では極めて緩慢な成長ペースが長期化する見通し。

インフレ率は、景気の低迷やエネルギー価格の高騰一服を背景に、2012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、夏場にかけてはロンドン五輪、秋以降は新興国・ドイツ向け輸出の増加等を受け、緩やかな持ち直しに転じる見込み。もっとも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、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	0.5	▲ 1.3	▲ 0.0	▲ 2.1	▲ 0.0	0.3	1.0	0.9	1.5	▲ 0.5	0.5
	消費者物価指数	2.7	2.9	2.7	2.5	2.1	2.0	1.7	1.5	2.7	2.3	1.7
ドイツ	実質GDP	2.3	▲ 0.7	2.1	▲ 1.3	0.9	1.2	1.4	1.5	3.0	0.7	1.2
	消費者物価指数	2.7	2.7	2.4	2.1	2.0	1.9	1.8	1.8	2.5	2.1	1.9
フランス	実質GDP	1.0	0.2	0.1	▲ 2.5	0.4	0.7	0.8	0.9	1.7	▲ 0.1	0.6
	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	1.7
英国	実質GDP	2.4	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 0.0	1.0	0.2	0.6	0.9	0.8	▲ 0.2	0.6
	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)

## 欧州金利見通し

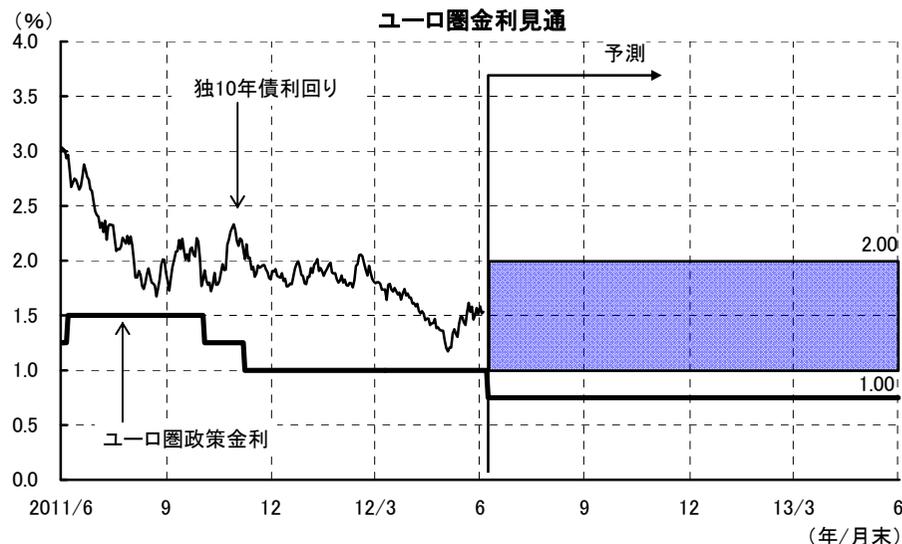
# 景気悪化が明確化するなか、ECBは過去最低水準を更新する利下げへ。

欧州債務問題が深刻化し、景気の悪化が明確化するなか、6月末のEU首脳会議では、金融機関への支援等で前進。ECBはEU首脳会議と歩調を合わせ、景気を支援するため、7月にも過去最低水準を更新する、0.75%への利下げを実施する公算。

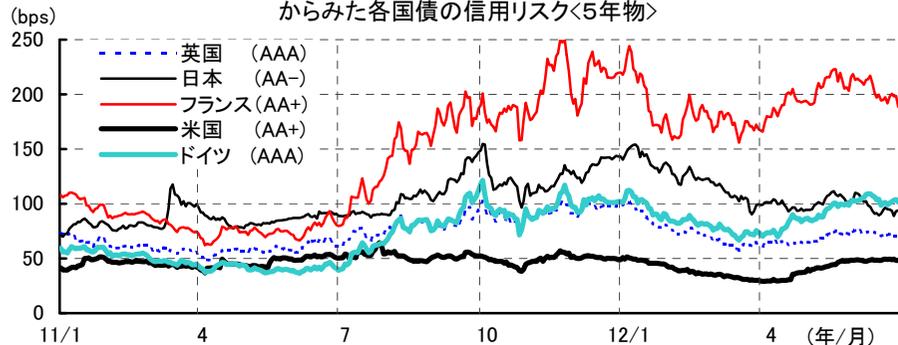
独10年国債利回りは、ギリシャの短期的なユーロ離脱懸念の後退を受け、投資家の過度なリスク回避姿勢が緩むなか、1.5%前後まで上昇。先行きを展望すると、緊縮財政等による景気悪化や、周辺国からの資金逃避が金利低下圧力として作用する一方、債務問題に関するドイツの負担増懸念が金利上昇圧力にもなりかねず、当面現行水準での推移が続く見込み。

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。欧州債務問題深刻化を受け、景気の下振れリスクが高まるなか、早晩量的緩和拡大へ踏み切る公算。

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。



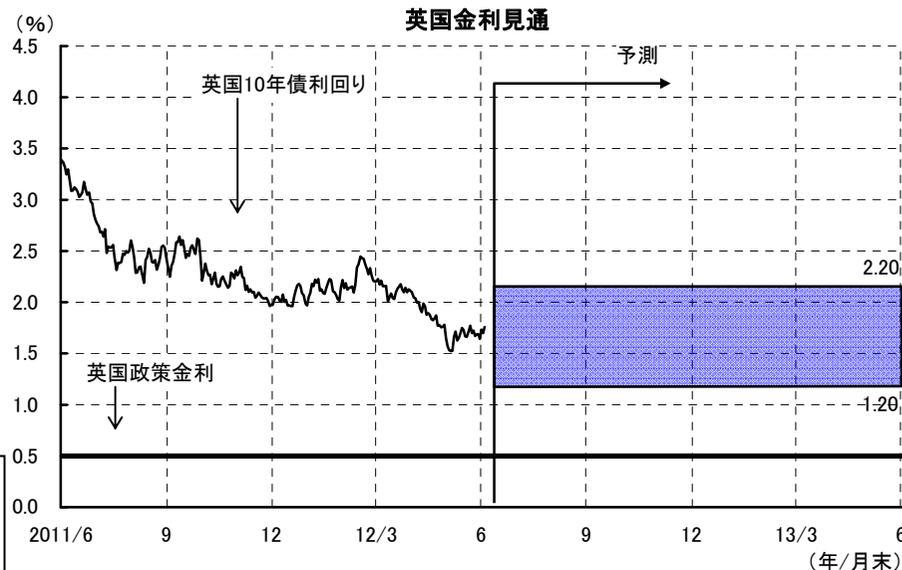
CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の保証料率からみた各国債の信用リスク<5年物>



(資料) Bloomberg L.P. (注1) 1bp=0.01%。直近は6月29日。  
(注2) 凡例のカッコ内はS&P社による各国の長期発行体格付け。

## <ドイツ国債の保証コスト上昇>

ドイツ国債のCDS保証料率は、欧州債務問題に伴うドイツの負担増懸念が強まるなか、2009年5月以来3年ぶりに日本国債のCDS保証料率を上回る水準にまで上昇。



# 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6月のWTI先物は、米雇用統計の悪化を受け、月初に80ドル前半まで下落。月下旬には、世界的に景気の先行き懸念が強まるなか、2011年10月初め以来となる80ドル割れまで下落。もっとも、月末には欧州首脳会議での銀行救済策などに関する合意を受け、80ドル台半ばまで急反発。

なお、6月14日のOPEC総会では、適切な生産水準を巡り加盟国間の意見の相違がみられたものの、市場の事前予想通り現行の生産枠の据え置きで合意。

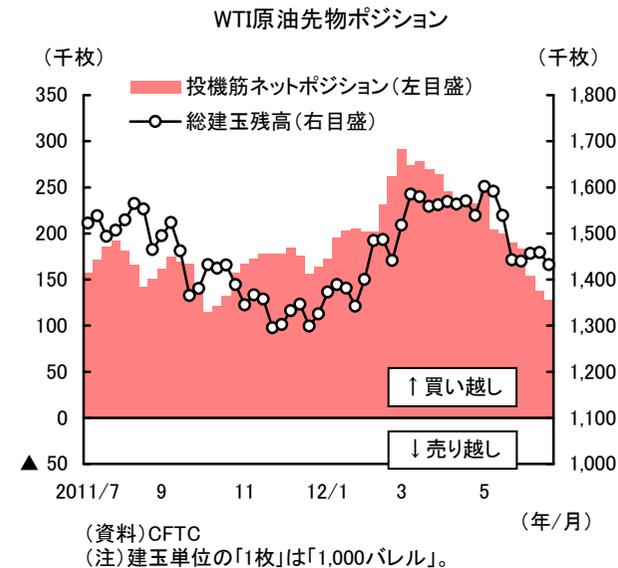
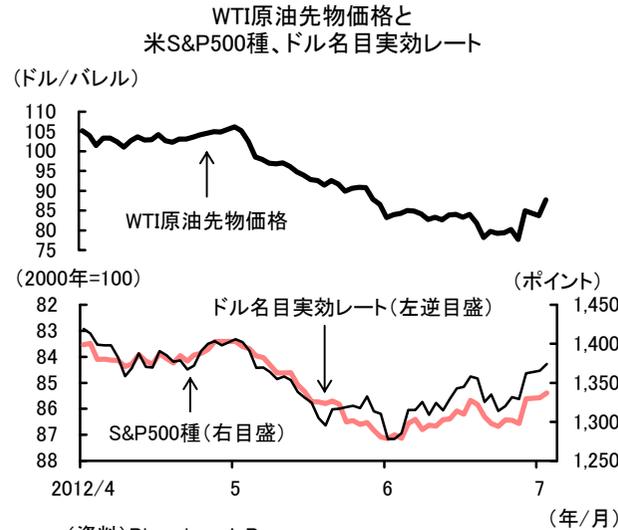
## <投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、5月入り後の減少傾向が持続。原油価格の先高観が薄らぐなか、投機筋の買いポジションの解消が加速。

## <原油価格見通し>

WTI先物は、当面、欧州債務問題や米国・中国の景気の先行きに対する不透明感が、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。



## OPEC総会前後の要人発言

- ・ヌアイミ サウジアラビア石油相(6月11日)  
「足許の原油価格の下落について、」世界経済に対するある種の刺激策としての役割を果たしてきた」
- ・ルアイビ イラク石油相(6月11日)  
「大幅な供給過剰が、短期間での原油価格の急落につながった」
- ・ノバドリ OPEC事務局長(6月14日)  
「加盟国に生産枠(日量3,000万バレル)を遵守するよう要請した。現在の生産量は日量3,160万バレルに達しており、引き下げが求められる」
- ・ユースフィ アルジェリア鉱業相(6月14日)  
「現在、正当化できない増産がみられる」
- ・ノバドリ OPEC事務局長(6月15日)  
「110ドルまでの原油価格は、世界経済への脅威ではない」

(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7月

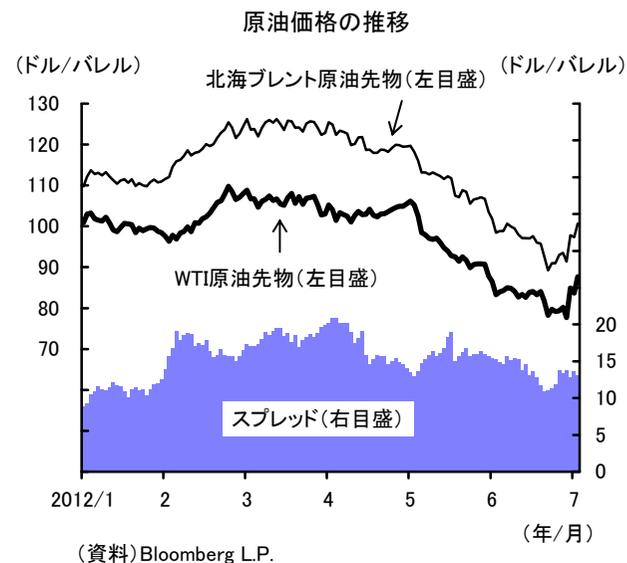
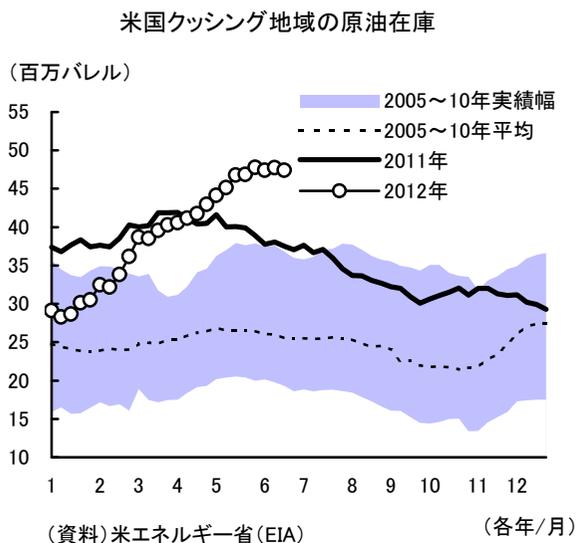
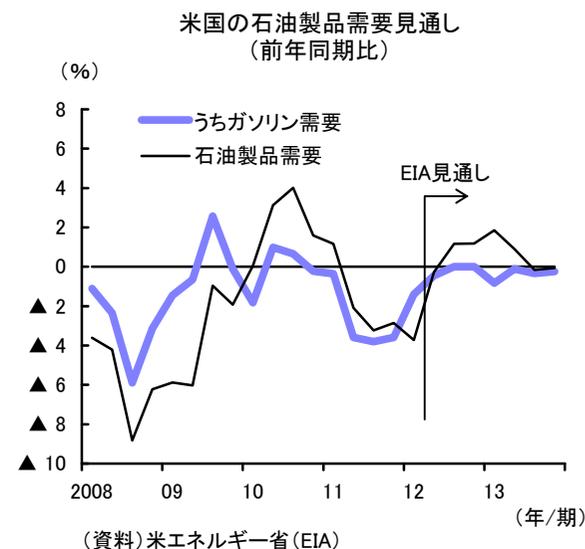
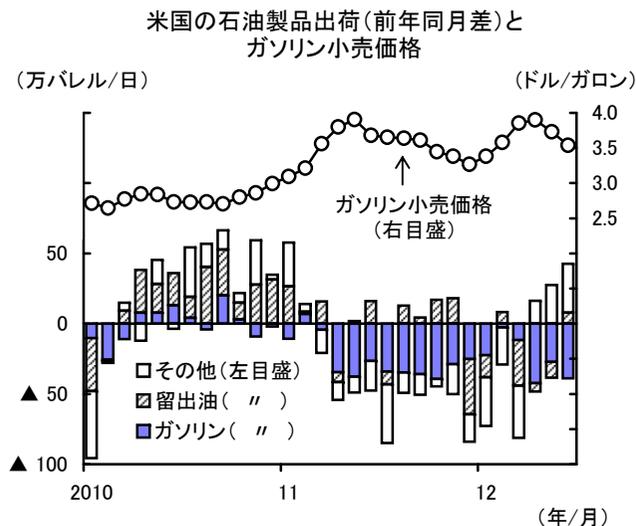
## 原油価格：ガソリン需要低迷等により、WTI原油に対する価格上昇期待が剥落。

足許の原油価格急落の主因は、世界経済に対する先行き不透明感の強まり。加えて、米国では以下の2点を背景に、WTI原油価格の上昇期待が剥落。

第一に、ガソリン需要の低迷持続。5月末のドライブシーズン入りや足許の原油価格の低下を受け、ガソリン需要の持ち直しが期待されていたものの、改善の兆しはみえず。先行きも、ガソリン需要は弱い動きが続く見通し。

第二に、WTI原油の受け渡し地点であるクッシング地域での原油在庫の高止まり。メキシコ湾岸からクッシングへ送油していたパイプラインの逆送が5月中旬に開始され、クッシング地域での余剰在庫減少期待が台頭。もっとも、足許まで在庫は高止まりが続いており、WTI原油に対する価格押し上げ効果はみられず。

ちなみに、WTI原油価格と北海ブレント原油価格のスプレッドが、5月半ば以降、縮小傾向に。ただし、前述の通りWTI原油に特有の価格押し上げ要因は見当たらず、足許のスプレッドの縮小は、欧州債務問題の深刻化を背景とした欧州での原油需要鈍化観測により、北海ブレント原油の価格がより大きく押し下げられたためと判断。



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 株価	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
08/10	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
12/6	0.30	0.076	0.33	0.44	0.34	0.41	0.85	0.83	1.475	1.35	79.32	99.39	8638.08	0.06	0.28	0.61	12544.90	0.57	1.43

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。