

# 海外経済展望

2012年8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8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	: 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8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、個人消費や雇用者数の伸びが鈍化しているほか、企業の景況感が弱含み傾向にあり、回復ペースが鈍化。

### <2012年4～6月期実質GDP速報>

- ・2012年4～6月期の実質GDP（速報値）は、前期比年率+1.5%と、個人消費の伸び鈍化を主因に減速。

### <個人消費>

- ・6月の小売売上高（名目）は、2008年以来となる3ヵ月連続のマイナス。ガソリン価格の下落に伴うガソリン売上の大幅な減少に加え、消費者マインドの悪化が消費を下押し。
- ・一方、7月入り後、米国中西部の干ばつの影響を受け、とうもろこしや大豆の先物価格が高騰。2013年入り後、食品価格への上昇圧力が高まる恐れ。

### <雇用情勢>

- ・6月の非農業部門雇用者数の伸びは、3ヵ月連続の10万人割れ。

### <企業部門>

- ・製造業の景況感は、欧州債務問題の深刻化や世界的な成長鈍化懸念を背景に弱含み。
- ・もっとも、在庫に積み上がりが見られないほか、新興国向け輸出の底堅さが見込まれ、生産活動が大きく腰折れする可能性は小。

## 2. トピックス

### ①住宅市場の持ち直し

- ・住宅市場は総じて回復傾向。住宅着工件数、住宅価格ともに、改善傾向が持続。また、住宅建設業者のマインドを示すNAHB住宅市場指数も、7月に大きく上昇。
- ・もっとも、住宅販売を価格帯別にみると、高価格住宅は足許で回復傾向にある一方、低価格住宅は伸び悩み。住宅市場の本格回復には、販売件数の多い低価格住宅の回復が不可欠。加えて、隠れ在庫の急速な市場への放出が、住宅価格下押しに作用する可能性も。
- ・以上を踏まえると、住宅市場の回復は緩やかなペースにとどまる見通し。

### ②個人消費の行方

- ・足許で、個人消費の減速傾向が鮮明に。背景には、家計の消費に対する慎重姿勢の強まり。
- ・欧州債務問題や米財政政策に対する不透明感の払拭は当面見込み難く、今後も消費者マインドの悪化が個人消費の下押し要因として作用し続ける見込み。一方、原油価格の下落や住宅価格の下げ止まりが、個人消費の下支え要因に。
- ・先行きを展望すると、個人消費の伸びは力強さを欠くものの、大幅な減速には至らない見通し。

## 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。もっとも、米国経済が底堅く推移するなか、金利低下余地は限られる見通し。
- ・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。

## 消費者マインドの悪化を背景に、個人消費の伸びが鈍化。

### <2012年4～6月期実質GDP速報>

2012年4～6月期の実質GDP（速報値）は、前期比年率+1.5%と前期（同+2.0%）に比べて減速。内訳をみると、個人消費の伸び鈍化が主因。

### <個人消費>

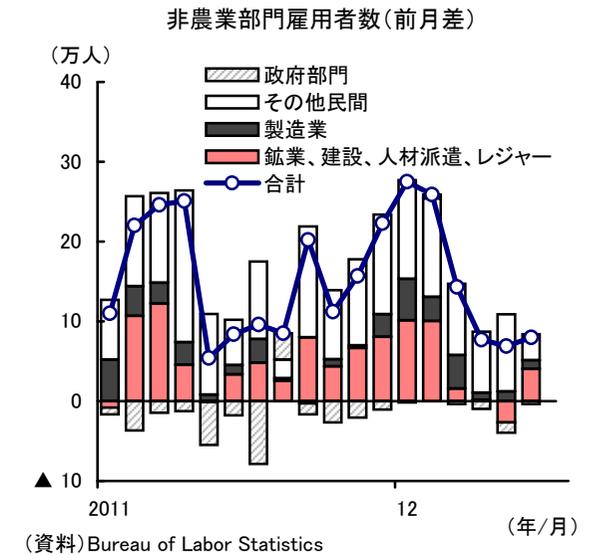
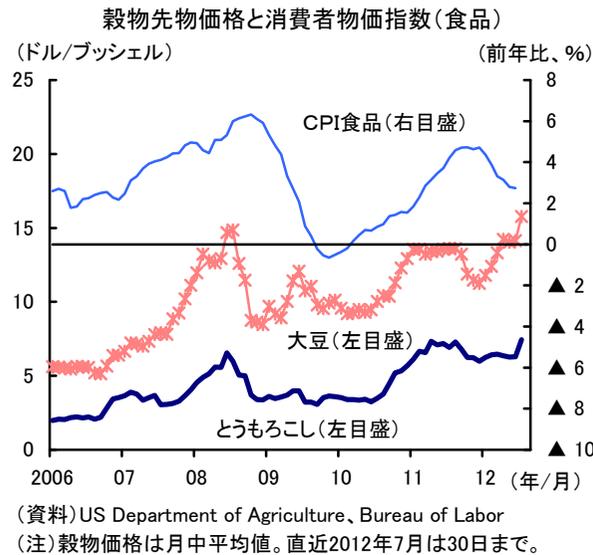
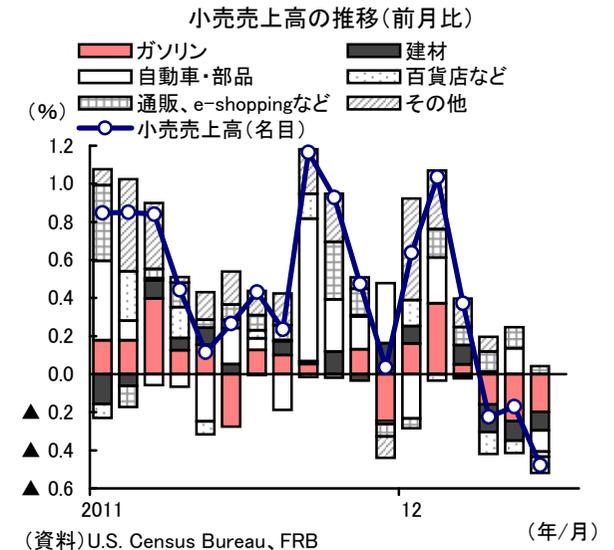
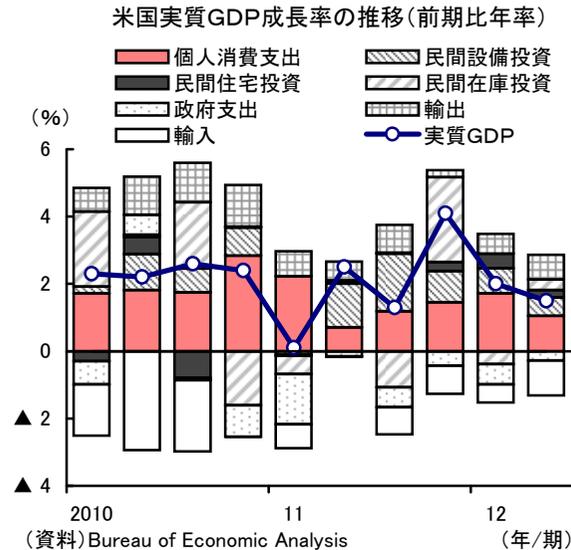
6月の小売売上高は、2008年以来となる3ヵ月連続のマイナス。主因は、ガソリン価格の下落に伴うガソリン売上の大幅な減少。加えて、欧州債務問題の再燃による消費者マインドの悪化が消費を下押し。実際、7月のミシガン大学消費者信頼感指数は3ヵ月連続の低下。

もっとも、ガソリン価格の下落は、エネルギー価格高騰による個人消費への下押し圧力を緩和する方向へ。

一方、7月入り後、米国中西部の干ばつの影響を受け、とうもろこしや大豆の先物価格が高騰。穀物価格の上昇は、半年から1年のラグを持って食品価格に波及する傾向。このため、飼料価格の高騰を背景とした動物性食品の価格上昇とも相まって、2013年入り後、食品価格への上昇圧力が強まる恐れ。

### <雇用情勢>

6月の非農業部門雇用者数の伸びは、冬場の温暖な天候の反動で落ち込んでいた建設業やレジャー産業がプラスに転じたものの、小売業や教育サービスでの大幅な鈍化を主因に3ヵ月連続の10万人割れ。



## 製造業の景況感は弱含み傾向にあるものの、生産活動腰折れの可能性は小。

### <企業部門>

製造業の景況感は、欧州債務問題の深刻化や世界的な成長鈍化懸念を背景に弱含み。7月のISM製造業景況指数は49.8と、2カ月連続で景況判断の分かれ目となる50割れ。

一方、6月の製造業生産は前月比+0.7%と増加。自動車需要や設備投資の底堅さを背景に、自動車および一般機械が増加に寄与。

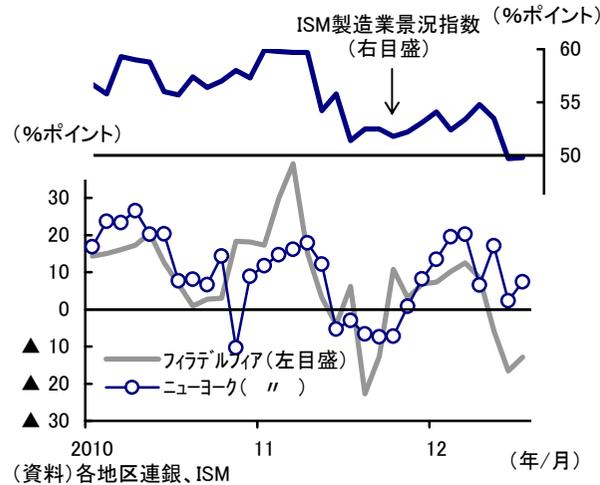
製造業の出荷・在庫バランスにも、出荷の減速に伴う過度な在庫の積み上がりはみられておらず、足許で生産活動が大きく腰折れする可能性は小。

### <輸出>

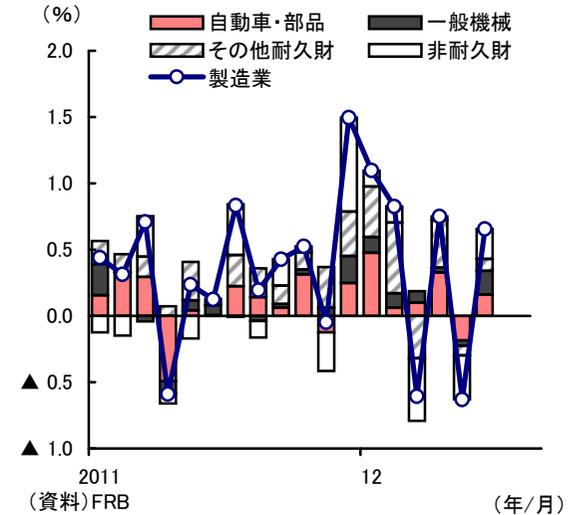
5月の実質輸出は、小幅増加。地域別内訳をみると、EU向けは低調な推移が続く一方、中南米・メキシコ向けは増勢を維持。

各国で景気テコ入れ策が打ち出されるなか、今後の先行きを展望すると、欧州経済は低迷が続くと予想されるものの、新興国では景気拡大ペースの持ち直しが見込まれ、新興国向け輸出は底堅さを維持する見通し。

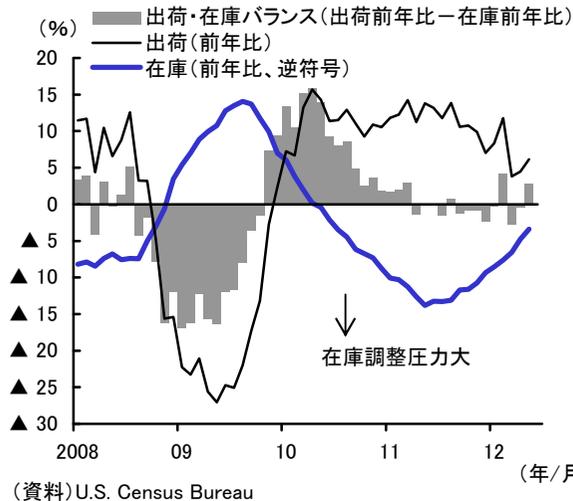
ISM製造業景況指数と地区連銀製造業景況指数



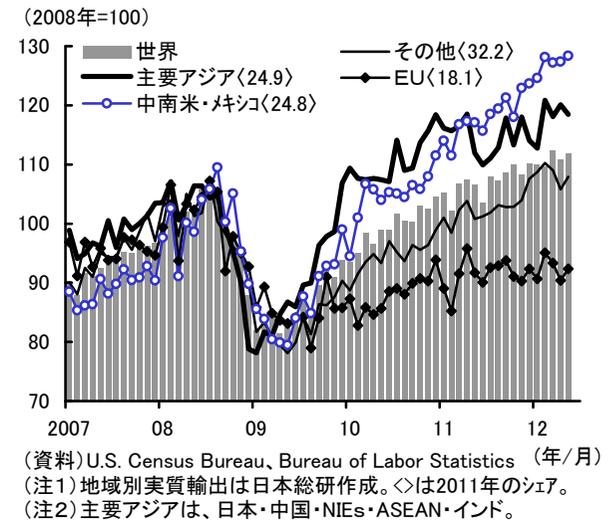
製造業生産(前月比)



製造業の出荷・在庫バランス



地域別実質輸出(季調値)



## 住宅市場は回復傾向も、低価格住宅の販売伸び悩みや隠れ在庫の顕在化が重石に。

住宅市場は総じて回復傾向。6月の住宅着工件数は年率76万戸と、2008年10月以来の水準まで持ち直したほか、ケース・シラー住宅価格指数も4ヵ月連続で上昇。また、住宅建設業者のマインドを示すNAHB住宅市場指数は、7月に前月の29から35へ大きく上昇。

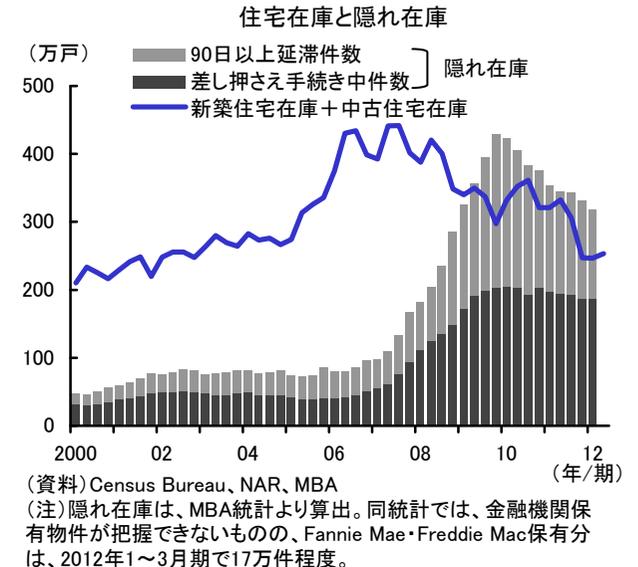
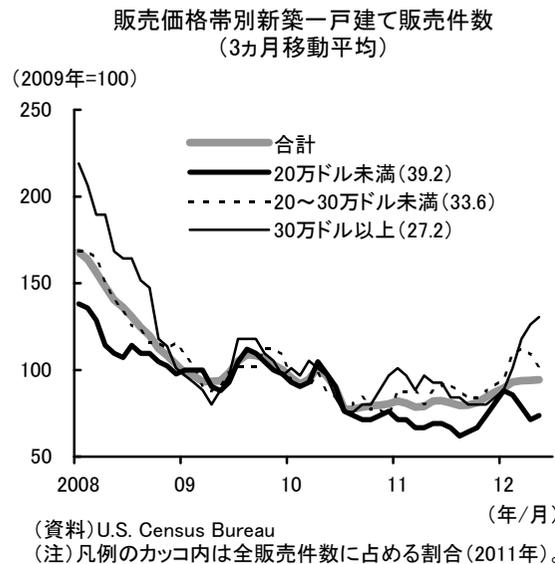
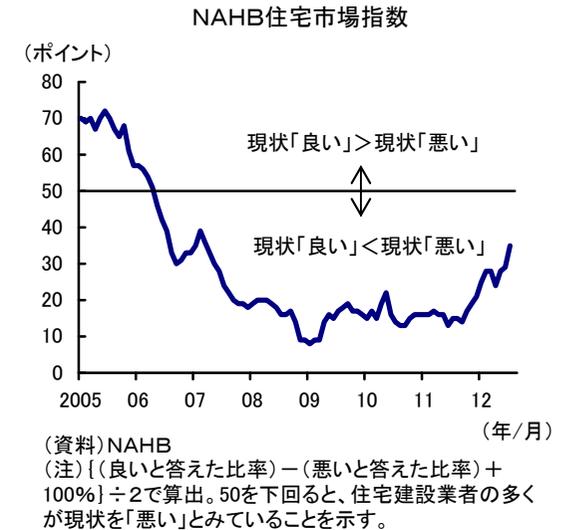
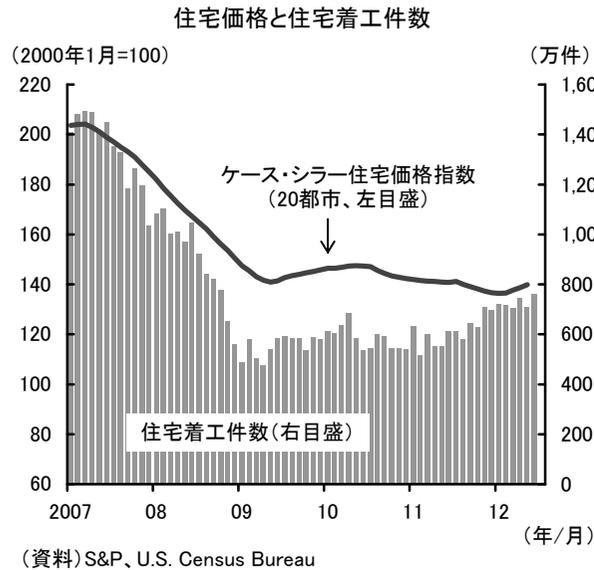
しかしながら、新築一戸建ての販売件数を価格帯別にみると、高価格住宅は足許で回復傾向にある一方、低価格住宅は伸び悩み。信用力の低い低所得者層では、金融機関からの借入が難しく、住宅購入が困難であることを示唆。低価格住宅は販売件数全体に占める割合が大きく、住宅市場の本格回復には低価格住宅の販売回復が不可欠。

加えて、隠れ在庫(注)の市場放出が住宅価格下押しに作用する可能性も。隠れ在庫は依然として高水準で推移しており、今後、金融機関が市場への放出を急速に進めば、住宅市場の需給が大幅に緩む恐れ。

以上を踏まえると、住宅市場は回復傾向にあるものの、低所得者層の住宅購入の回復や隠れ在庫の解消になお時間を要する見込み。このため、住宅市場の回復は緩やかなペースにとどまる見通し。

(注) 隠れ在庫とは、長期延滞中や差し押さえ手続き中の物件、差し押さえにより金融機関が保有する物件などを指し、今後市場への投入が予想される潜在的な住宅在庫。2010年末から2012年初めにかけて、金融機関の住宅差し押さえ手続きの不備を巡る問題で、差し押さえ物件の処理が滞っていたため、隠れ在庫の市場への投入が抑制されていたとみられている。

なお、延滞債務の返済や差し押さえ物件の賃貸用物件への転換などもあり、隠れ在庫が必ずしも全て市場へ投入される訳ではない。隠れ在庫の件数は調査機関・算出方法によって大きく異なるため、幅を持ってみる必要。ちなみに、Core Logic社では、2012年1～3月期の隠れ在庫を152万戸と推計している。



## 個人消費：原油価格の上昇一服、住宅価格の下げ止まりが下支え要因に。

足許で個人消費の減速傾向が鮮明に。背景には、①欧州債務問題の深刻化、②米財政政策をめぐる先行き不透明感、③中国を中心とした新興国景気の鈍化、などを受けた消費者マインドの悪化。

実際に、実質個人消費の変動を可処分所得と消費性向に分けてみると、足許の消費の減速は消費性向の低下による影響が大きく、家計の消費に対する慎重姿勢の強まりを示唆。

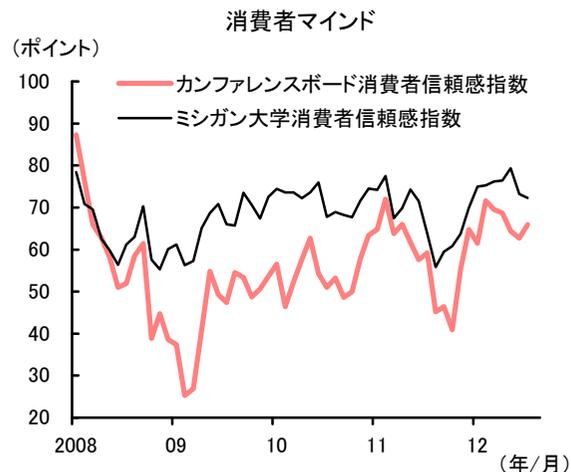
欧州債務問題や米財政政策に対する不透明感の払拭は当面見込み難く、今後も消費者マインドの悪化が個人消費の下押し要因として作用し続ける見込み。

一方、個人消費の下支え要因として以下の2点が指摘可能。

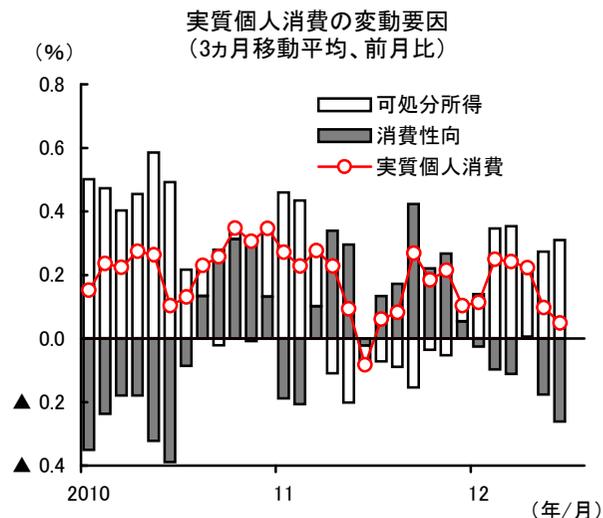
第1に、原油価格の下落。春先以降の原油価格の下落を受け、可処分所得に占めるエネルギー支出の比率が低下。今後、エネルギー価格高騰による個人消費への下押し圧力は緩和していく見込み。

第2に、住宅価格の下げ止まり。ケース・シラー住宅価格指数が4ヵ月連続で上昇するなど、足許で住宅価格に底入れの兆し。住宅価格の下落による個人消費へのマイナス影響は、緩やかに減衰していく公算。

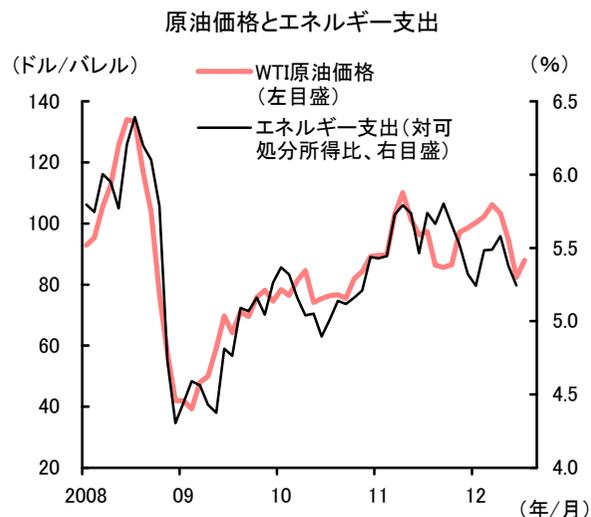
以上を踏まえ、先行きを展望すると、個人消費の伸びは力強さを欠くものの、大幅な減速には至らない見通し。



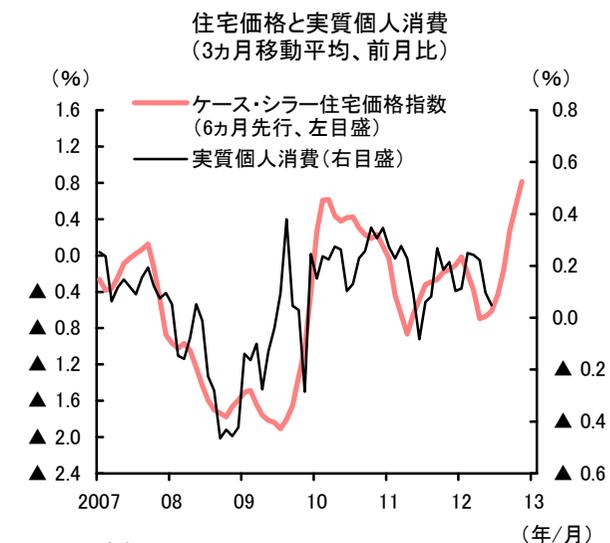
(資料)The Conference Board, University of Michigan  
(注)カンファレンスボードは1985年=100、ミシガン大学は1966年=100。いずれも総合指数。



(資料)Bureau of Economic Analysis



(資料)Bureau of Economic Analysis, Department of Energy



(資料)U.S. Census Bureau, S&P

## 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>

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。もっとも、米国経済が底堅く推移するなか、金利低下余地は限られる見通し。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)

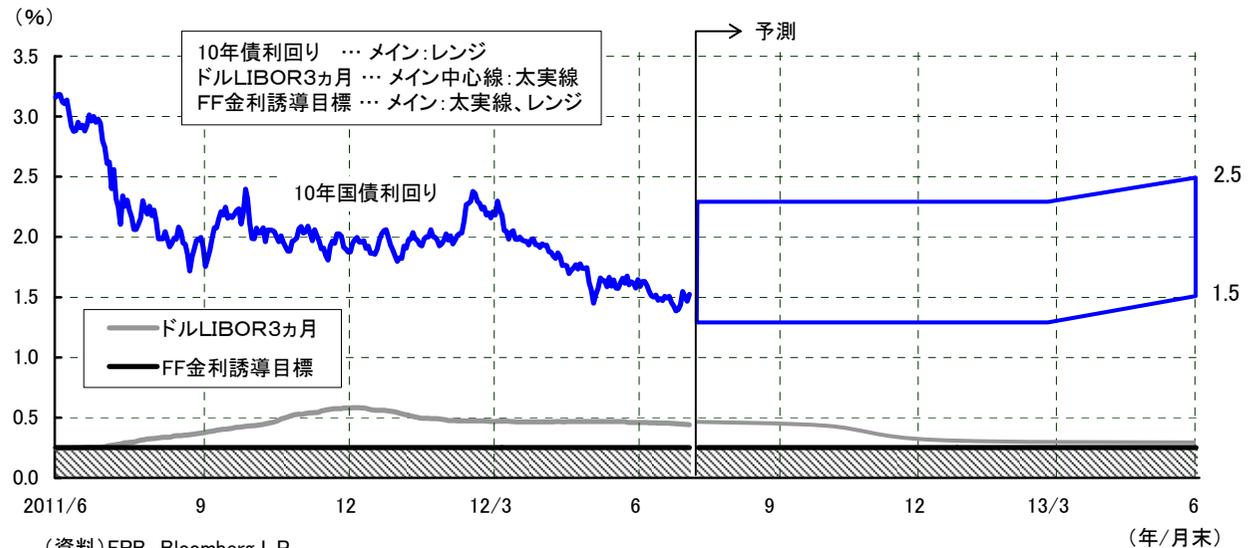
	2011年		2012年		2012年		2013年		2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6			
実質GDP	1.3	4.1	2.0	1.5	2.0	2.1	1.2	2.2	1.8	2.2	2.0
個人消費	1.7	2.0	2.4	1.5	2.0	2.1	2.1	2.3	2.5	1.9	2.2
住宅投資	1.4	12.1	20.5	9.7	4.2	4.2	4.5	4.9	▲ 1.4	10.2	4.9
設備投資	19.0	9.5	7.5	5.3	5.7	6.1	3.3	6.4	8.6	8.9	5.6
在庫投資	▲ 1.1	2.5	▲ 0.4	0.3	0.0	▲ 0.1	0.3	0.0	▲ 0.2	0.2	0.1
政府支出	▲ 2.9	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 1.4	▲ 1.1	▲ 0.5	▲ 8.0	▲ 3.0	▲ 3.1	▲ 2.0	▲ 3.2
純輸出	0.0	▲ 0.6	0.1	▲ 0.3	0.1	0.1	0.4	0.3	0.1	▲ 0.1	0.2
輸出	6.1	1.4	4.4	5.3	5.8	6.5	6.7	7.1	6.7	4.5	6.6
輸入	4.7	4.9	3.1	6.0	4.3	4.8	2.8	4.1	4.8	4.2	4.3
実質最終需要	2.3	1.5	2.4	1.2	2.0	2.3	0.9	2.2	2.1	2.1	1.9
消費者物価	3.8	3.3	2.8	1.9	1.6	1.7	1.7	1.8	3.2	2.0	1.8
除く食料・エネルギー	1.9	2.2	2.2	2.3	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	2.1	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



(資料) FRB, Bloomberg L.P.

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年8月

## 景気の現状判断を下方修正。状況次第で追加金融緩和を検討へ。

FEDは7月31日、8月1日のFOMCで、現行の金融政策の維持を決定。市場では、追加緩和に踏み切るとの見方が一部で浮上していたものの、新たな緩和策は打ち出されず。

一方、声明では、景気の現状判断を前回の「緩やかに拡大」から「やや減速」へ下方修正。また、金融政策については、「追加的な行動をとる用意がある」から「今後の経済・金融情勢を注視し、必要に応じて追加緩和策を講じる」と、やや踏み込んだ表現に。

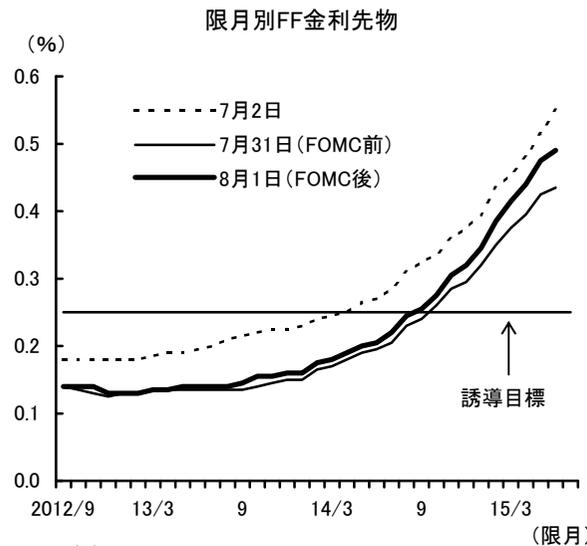
なお、金融緩和策として検討されているのは、①超低金利政策が正当化されるとする期間（いわゆる時間軸）の延長、②国債または住宅ローン担保証券（MBS）の買い入れ、③準備預金金利の引き下げ、④融資を条件とした低利の銀行向け貸し出し、など。

バーナンキ議長やその他FOMCメンバーの最近の発言を踏まえると、今秋にかけて景気の減速が続いた場合、9月12、13日に開催される次回FOMCで一段の追加金融緩和策が実施される可能性が大。

FOMC声明(要旨)

今回(7月31日、8月1日)		前回(6月19、20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。</li> <li>FFレート誘導目標は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>物価安定のもとで、力強い景気回復や労働市場の持続的な改善を後押しするため、<b>今後の経済・金融情勢を注視し、必要に応じて追加緩和策を講じる。</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。</li> <li>FFレート誘導目標は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>物価安定のもとで、力強い景気回復や労働市場の持続的な改善を後押しするため、必要に応じて追加的な行動をとる用意がある。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>景気は<b>今年上半期にかけて、やや減速</b>。</li> <li>雇用の伸びはここ数ヶ月鈍化。失業率も依然高水準。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。</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、その後は非常に緩やかに加速すると予想。その結果、失業率は緩慢にしか低下しない。</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>雇用の伸びはここ数ヶ月鈍化。失業率も依然高水準。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。</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、その後は非常に緩やかに加速すると予想。その結果、失業率は緩慢にしか低下しない。</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>

(資料)FRB発表資料をもとに日本総研作成



(資料)Bloomberg L.P.

追加金融緩和をめぐるFOMCメンバーの最近の発言

- ・ニューヨーク連銀ダドリー総裁(6月29日)  
「今後得られる様々なデータをもとに、見通しをさらに(下方に)調整する可能性がある」
- ・アトランタ連銀ロックハート総裁(7月13日)  
「直近の経済指標やその他の情報が示す景気動向が続く場合、これまでの見通しやそれを前提とした金融政策を支持できなくなる」
- ・クリーブランド連銀ピアナルト総裁(7月17日)  
「景気の減速が続き、インフレ率が2%を下回る水準で推移するリスクがある場合、追加緩和策が正当化され得る」
- ・バーナンキ議長(7月17、18日)  
「論理的には、米国債もしくは米国債とMBSを対象とするものなど異なる種類の資産購入プログラムがある」、「今後の政策方針について、市場とのコミュニケーションを利用することもできる」、「それぞれに利点とコストがあり、軽率に利用されるべきではないが、依然として景気を支援する効果を有する」

(資料)FRB、各地区連銀、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8月

# 欧州経済概説（2012年8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。5月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.6%と増加したものの、前月（同▲1.1%）の落ち込みを取り戻すには至らず。

- ・ドイツでは、雇用・所得環境の改善を受けて消費者マインドは良好。一方、輸出環境の悪化を背景に、企業マインドは急速に悪化。
- ・ドイツの周辺国からの輸入シェアは中間財・資本財が大きく、ドイツの生産・設備投資の回復が力強さを欠く状況下、ドイツのユーロ圏景気牽引力は限られる見込み。
- ・フランスでは住宅価格がピークアウト。今後、可処分対比割高な住宅価格は一段と下落する可能性。

### 【スペイン金融支援】

- ・スペインでは政府と金融機関の依存関係緊密化を背景に、国債価格の下落が国内金融機関の経営を圧迫。
- ・EUはスペイン銀行部門支援を決定したものの、金融市場の不安を払拭できず。
- ・加えて、7月に入り、複数の州政府が中央政府に支援を要請する事態に。スペイン政府はEUに財政赤字削減目標の達成期限の1年延期を要請し、容認されたものの、財政赤字拡大と景気悪化の悪循環が持続。
- ・こうしたなか、一元的な銀行監督機能として、また最後の貸し手として、ECBの役割拡大が不可欠な情勢。もっとも、ドイツ連銀を中心に反対も根強く、実現には高いハードル。

### 【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】

- ・ECBは、景気を支援するため、7月に過去最低水準を更新する、0.75%への利下げを実施。もっとも、資金需要が弱いなか、景気押し上げ効果は限定的。今後は、金融のトランスミッション機能回復のため、南欧国債買い入れ策等が検討される見込み。もっとも、ドイツ連銀の反対が根強く、その規模は限定的とならざるを得ない公算。
- ・独10年国債利回りは、債務問題が深刻化するなか、安全資産選好が強まり、1%台前半の低水準で推移。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】

- 英国の4～6月期の実質GDPは、前期比年率▲2.8%と大幅減。
- ・大雨の影響で建設業が大幅な落ち込み。①緊縮財政、②ユーロ圏向け輸出の減少、③営業日の減少、等を受け、製造業・サービス業でもマイナスに。
  - ・7～9月期は、特殊要因の反動からプラス成長への復帰が見込まれるものの、緊縮財政、家計のバランスシート調整が長期化するなか、景気停滞からは脱けだせない見通し。

### 【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、7月に量的緩和拡大を実施するなど、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。
- ・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。牽引役のドイツでも景気の先行きに不透明感。

5月のユーロ圏鉱工業生産は前月比+0.6%と増加したものの、前月(同▲1.1%)の落ち込みを取り戻すには至らず。内需が底堅いドイツ、輸出競争力が回復したアイルランドで堅調に推移する一方、競争力改善が遅れるフランスを含む南欧諸国が低調。

### <ドイツ>

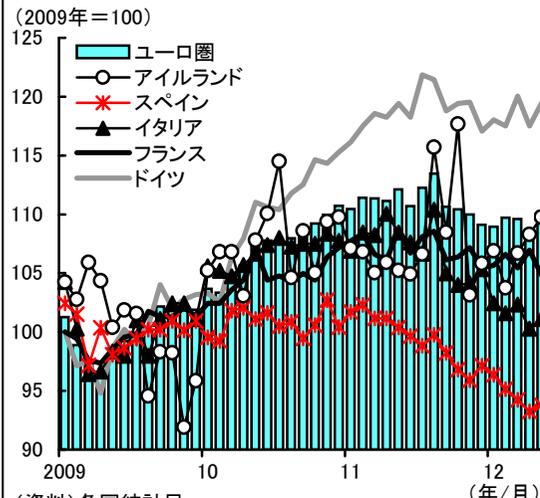
足許では、牽引役となってきたドイツの景気にも不透明感。低水準で推移する失業率や賃上げの動き等、雇用・所得環境の改善を受けて消費者信頼感が高水準で推移する一方、新興国での景気鈍化、欧州債務危機の深刻化等、輸出環境の悪化を受けて、企業の先行き景況感は急速に悪化。底堅い消費者マインドを背景に、ドイツの個人消費は堅調な推移が見込まれるものの、企業の景況感が悪化するなか、設備投資は低迷が長期化する見込み。

ドイツのユーロ圏からの輸入をみると、昨年中央、輸入数量が減少するなど、今のところドイツの内需拡大の恩恵を、周辺国は享受できていない状況。今後、ドイツの個人消費が堅調に推移すれば、周辺国からドイツへの消費財の輸出は増加に転じる公算。もっとも、ドイツの生産・設備投資の回復は力強さを欠いており、シェアの大きい中間財・資本財の輸入持ち直しには時間を要する見込み。当面ドイツの内需拡大を通じた周辺国へのプラス効果は限られる見込み。

### <フランス>

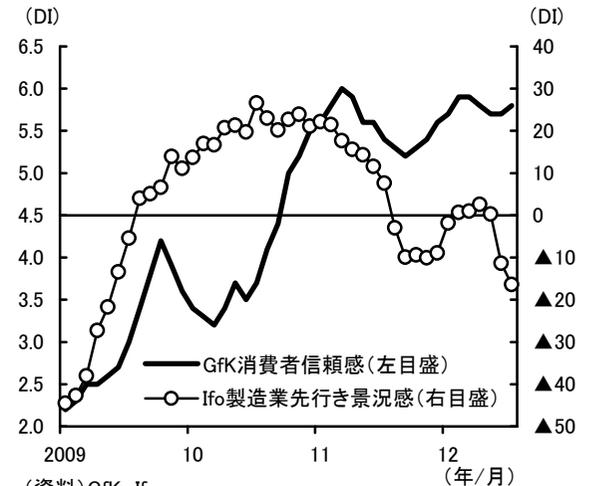
フランスでは、これまで個人消費を下支えしてきた住宅価格がピークアウト。債務問題深刻化を受けた金融機関の貸出姿勢厳格化、等が背景。オランダ政権は、不動産売買や賃貸収入に対する増税を企図しており、所得水準対比大幅な割高状況にあるフランスの住宅価格は今後一段と下落する可能性も。

ユーロ圏各国の鉱工業生産の推移



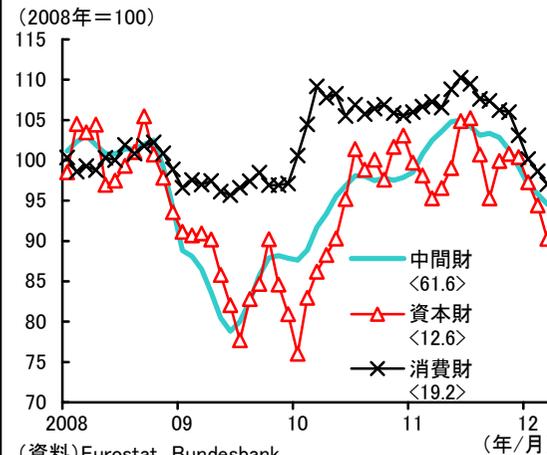
(資料) 各国統計局

ドイツの消費者信頼感と企業景況感の推移



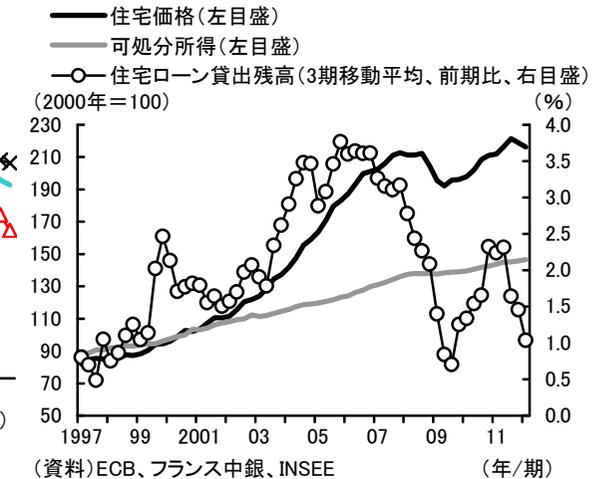
(資料) GfK, Ifo

ドイツのユーロ圏からの輸入数量の推移



(資料) Eurostat, Bundesbank  
(注) 凡例<>内は、ドイツのユーロ圏からの名目輸入金額(2011年)に占める財別のシェア。

フランスの住宅価格・可処分所得・住宅ローン貸出残高の推移



(資料) ECB, フランス中銀, INSEE

## 銀行部門・州政府への支援がスペイン財政を圧迫。財政収支改善策は難航。

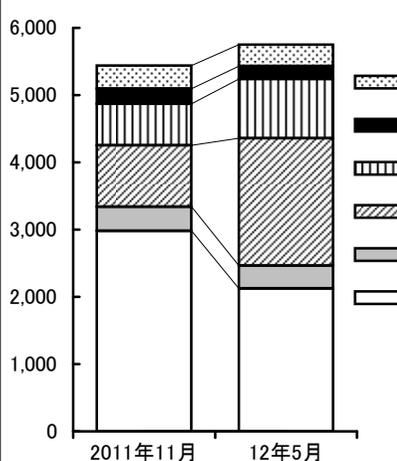
南欧国債利回りを総じて押し下げたECBによる大規模流動性供給以降、スペインでは、海外投資による国債保有圧縮が進む一方、民間金融機関の国債保有が増大し、スペイン金融機関と政府部門の依存関係が緊密化。足許すべての年限で金利が上昇するなか、住宅バブルの崩壊に伴う不良債権増加に加え、スペイン国債価格の下落がスペイン金融機関の経営を圧迫。

こうしたなか、EUは、6月末のEU首脳会議において、1,000億ユーロのスペイン銀行部門支援で合意。これを受け、7月半ばのユーロ圏財務相会合では、その詳細を示した覚書(MOU)を承認。もっとも、EFSF・ESMによる銀行への資本注入は、ECBへの欧州銀行監督機能一元化が実現するまでは、スペイン政府の銀行再編基金(FROB)を仲介した形に。このため、スペインの公的債務は当面増加が見込みまれ、金融市場の不安を払拭できず。

加えて、7月に入り、複数の州政府が中央政府へ支援を要請する事態に。そもそも、スペインは2010年以降中央政府の財政赤字は意欲的に削減してきたものの、自治権の強い州政府の財政を管理しきれず、景気悪化に伴う財政赤字拡大を看過。これを主因に、財政収支目標の達成が困難化し、EUに目標達成期限の1年延期を要請。EUはこれを容認したものの、金融支援の条件として新たな財政収支改善計画の完全な履行を求めており、スペイン政府は、今後も厳しい緊縮財政を維持せざるを得ない状況。

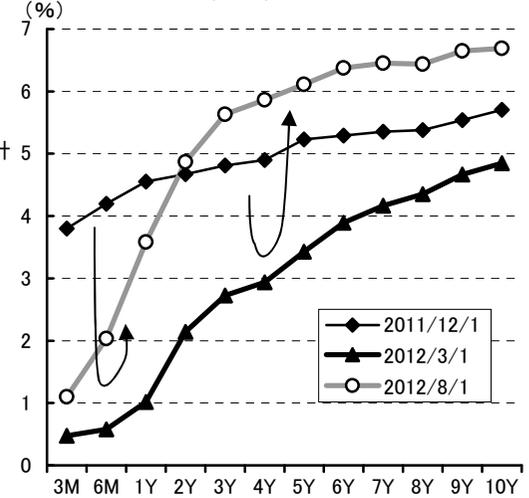
スペインをはじめとした南欧諸国で財政赤字拡大と景気悪化の悪循環が続くなか、政府と銀行の依存関係を分断するためには、一元的な銀行監督機能として、また最後の貸し手として、ECBの役割拡大が不可欠な情勢。もっとも、ドイツやドイツ連銀の反対も根強く、実現には高いハードル。

スペイン国債保有額 (億ユーロ)



(資料)スペイン国庫管理局

スペイン・イールドカーブ (%)



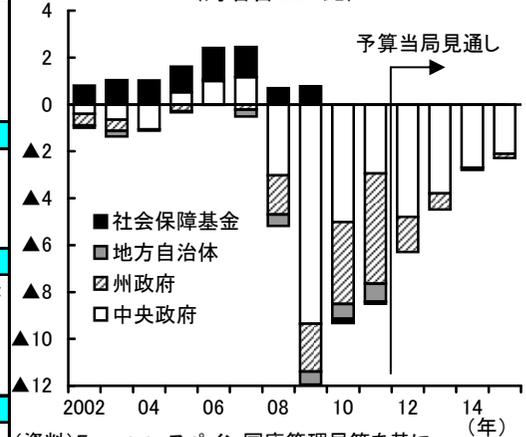
(資料)Bloomberg L.P.

スペイン銀行部門支援のための覚書(MOU)

<p><b>1,000億ユーロの支援合意</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>銀行の資本増強および安全網として資金を拠出</li> <li>9月までに14の銀行グループ(スペイン銀行部門の90%のシェア)に対しストレステストを実施し、正確な必要額を査定</li> <li>当座の緊急支援として300億ユーロを準備</li> </ul>
<p><b>EFSF・ESMからFROB(銀行再編基金)を通じて注入</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>銀行監督の一元化実現後は、銀行への直接資本注入を可能に</li> <li>当初はスペインの公的債務増加に作用</li> <li>優先弁済権は付与されず</li> </ul>
<p><b>銀行再編</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>資産管理会社(AMC、ニパッドバンク)を設立し、支援対象行の不良資産を分離</li> <li>必要であれば、銀行再編、破綻処理を実施</li> <li>破綻処理では、預金は保護するものの、劣後債を保有する民間投資家には一定の負担を要請</li> </ul>
<p><b>構造改革</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>銀行監督の強化と、金融システムの透明性改善</li> <li>欧州の合意に沿った、財政規律・構造改革の遵守</li> </ul>

(資料)ユーログループ発表をもとに日本総研作成

スペイン政府各部門の財政収支の推移 (対名目GDP比) (%)



(資料)Eurostat、スペイン国庫管理局等を基に日本総研作成

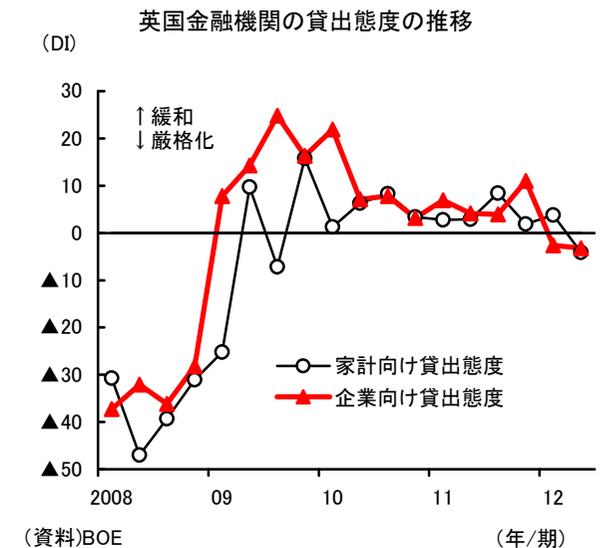
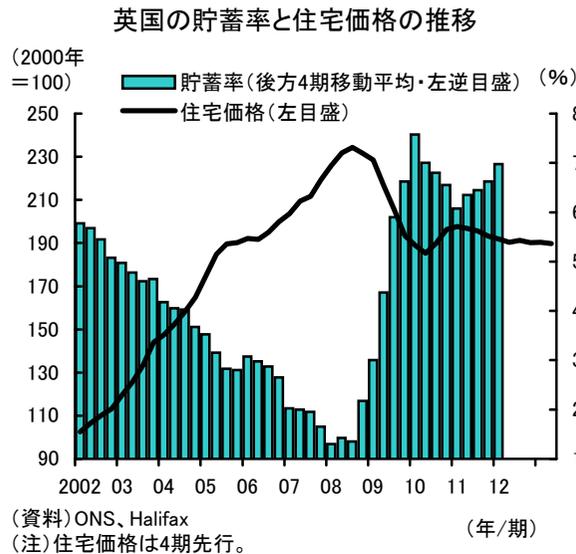
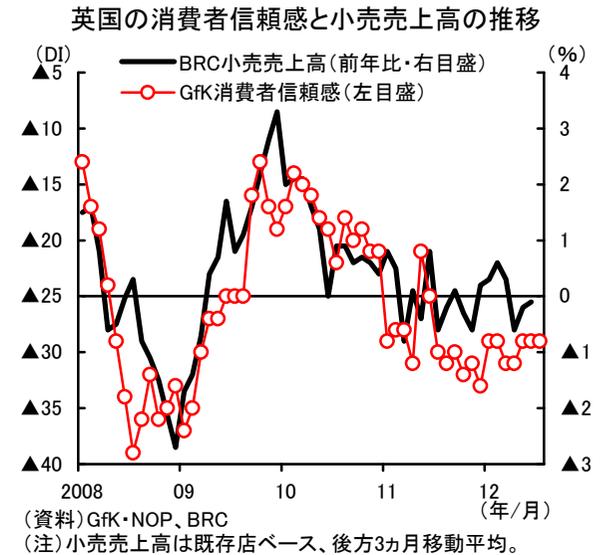
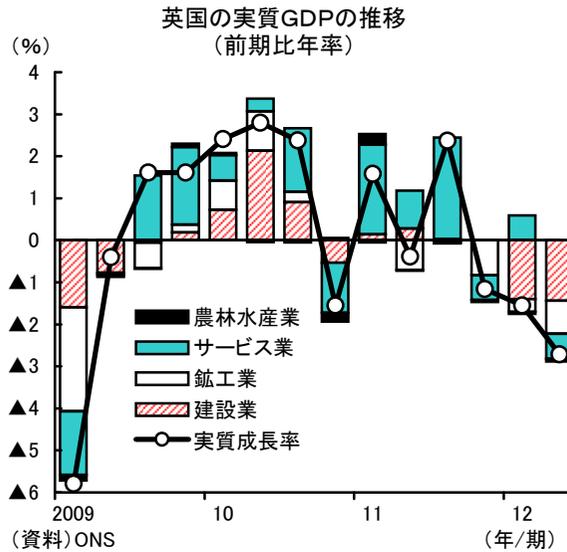
## 4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.8%。内需低迷が長期化。

英国の4～6月期実質GDPは前期比年率▲2.8%と、2009年春以来の大幅減。大雨の影響で建設業が2期連続で大幅に落ち込んだほか、①緊縮財政、②ユーロ圏向け輸出の減少、③エリザベス女王即位60周年記念式典に伴う営業日数の減少、等を受け、製造業・サービス業でもマイナスに。

6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▲0.1%と3ヵ月連続で減少。消費低迷の背景として、以下の2点を指摘可能。第1に、6月の失業率（失業保険申請ベース）が4.9%と高止まりするなど、依然として厳しい雇用情勢。第2に住宅価格の低迷長期化を受けた消費者マインドの冷え込み。これにより貯蓄率の高止まりが持続。

足許では、世界的な景気減速懸念の強まり等を受けて、金融機関の貸出姿勢が、家計・企業向けともに厳格化。住宅需要が抑制されるなか、当面住宅価格の持ち直しは期待薄。

なお、7～9月期は、大雨や営業日減少といった特殊要因の反動に加え、ロンドン五輪による消費刺激効果等が見込まれるため、プラス成長に復帰する見込み。もっとも、緊縮財政、家計のバランスシート調整が長期化するなか、景気停滞からは脱けだせない見通し。



## 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	0.4	▲ 1.3	0.1	▲ 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	▲ 2.8	1.0	0.2	0.6	0.9	0.8	▲ 0.7	0.5
	消費者物価指数	4.7	4.7	3.5	2.8	2.3	2.0	1.9	1.8	4.5	2.6	1.8

→ (予測)

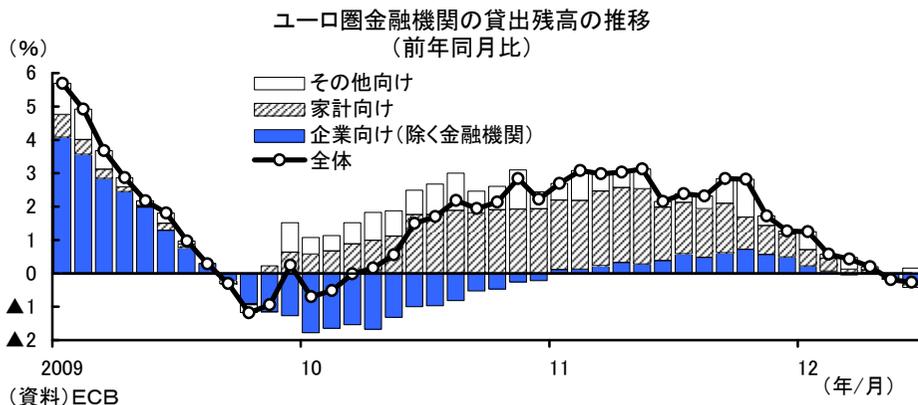
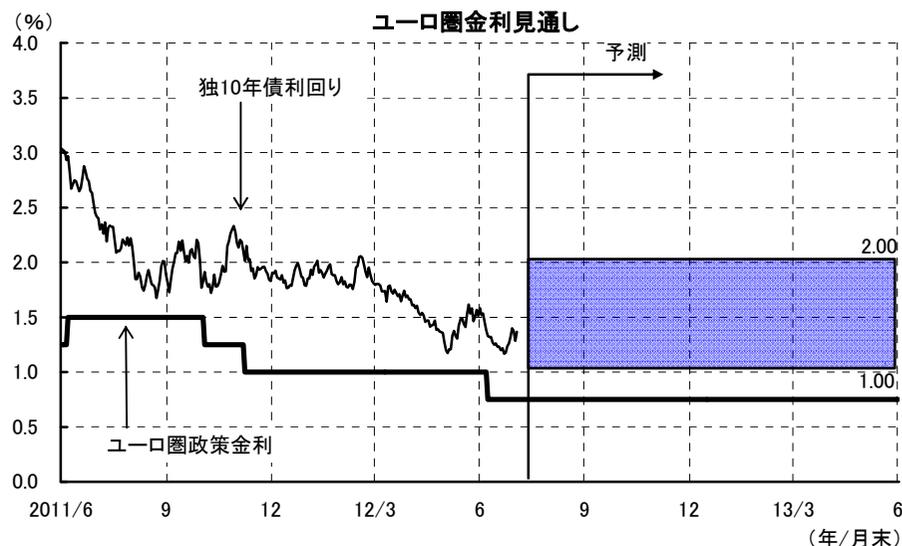
欧州金利見通し

## ECBへの国債買い入れ圧力が強まっているものの、大規模な介入は困難。

ECBは景気を支援するため、7月に過去最低水準を更新する、0.75%への利下げを実施。もっとも、貸出が前年比減少するなど、資金需要が弱いなか、景気押し上げ効果は限られる見込み。今後は、金融のトランスマッション機能回復を目的に、南欧国債の買い入れ策等が検討される見込み。もっとも、ドイツ連銀等の反対が根強いなか、その規模は限定的とならざるを得ない公算。

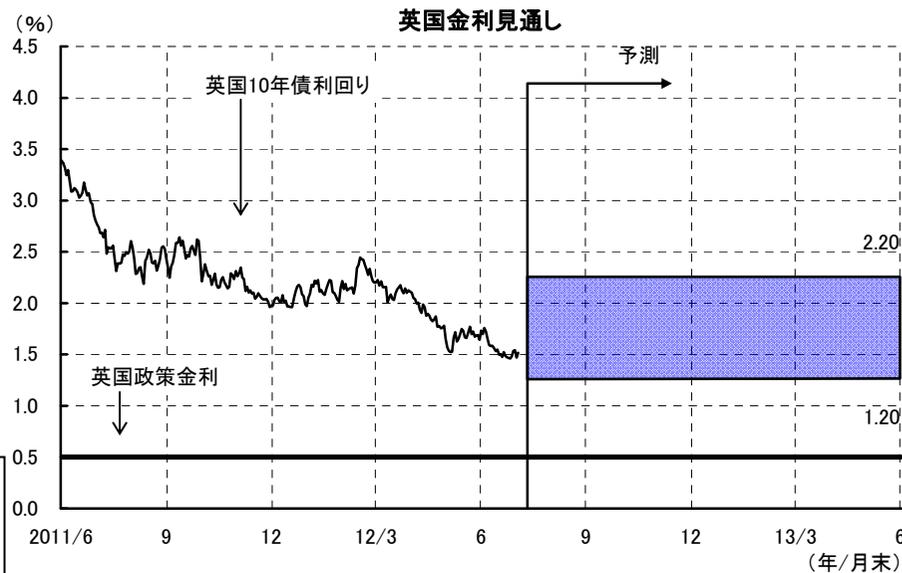
独10年国債利回りは、スペインが銀行部門の支援要請に追い込まれるなど債務問題が深刻化するなか、安全資産選好が強まり、1%台前半の低水準で推移。先行きを展望すると、緊縮財政等による景気悪化や、周辺国からの資金逃避が金利低下圧力として作用する一方、債務問題に関するドイツの負担増懸念が金利上昇圧力にもなりかねず、当面現行水準での推移が続く見込み。

BOEは、7月に量的緩和拡大を実施。景気支援を優先する姿勢を維持するなか、今後も状況次第で量的緩和を拡大する可能性。



### <ユーロ圏金融機関の貸出>

6月のユーロ圏金融機関の民間向け貸出残高は、前年同月比▲0.2%と、2ヵ月連続で減少。家計、企業ともにマインドが慎重化するなか、融資需要は頭打ちへ。



# 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7月のWTI先物は、月半ばにかけて、イラン情勢の緊迫化や米原油在庫の減少などが価格押し上げに作用する一方、世界的な景気減速懸念やユーロ安ドル高が上値を抑制し、85ドルを挟む水準で推移。その後は、米景気指標の改善やシリア情勢の緊迫化、米欧での追加金融緩和期待などを受け、強含み。月下旬には、約2ヵ月ぶりとなる90ドル台に乗せる場面も。

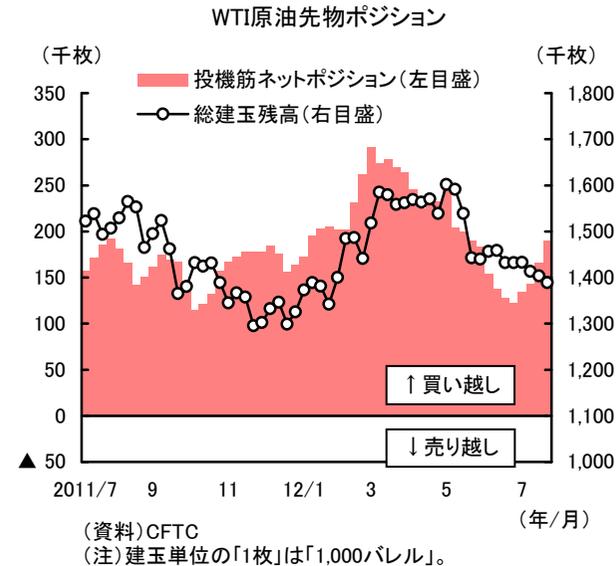
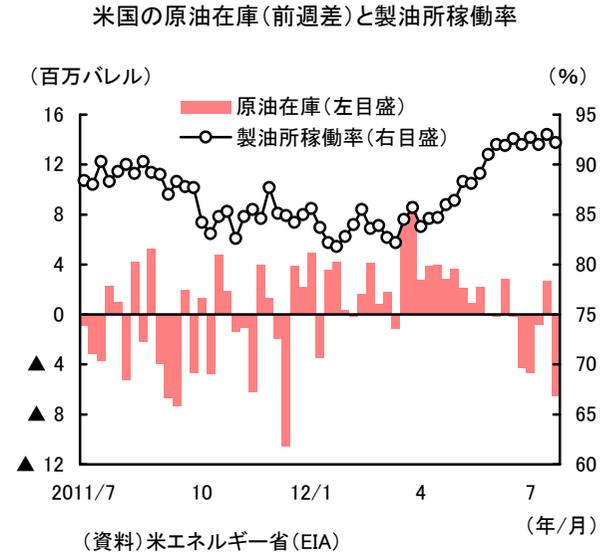
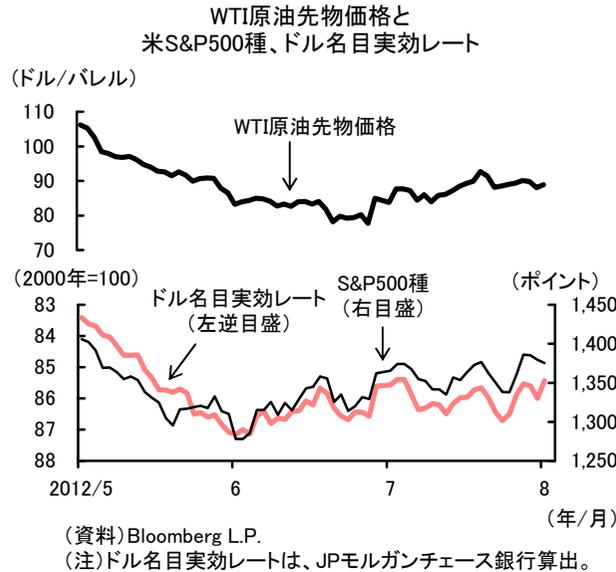
## <投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、7月に入り、大幅に増加。中東情勢の緊迫化を受け、投機資金の流入が活発化。

## <原油価格見通し>

WTI先物は、欧州債務問題の長期化や米国・中国の景気の先行きに対する不透明感が、価格下押しに作用。

もっとも、①イラン・シリア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、上下両方向に振れの激しい展開となる見通し。



## 2013年の世界原油需給：引き続き新興国が原油需要の伸びを牽引

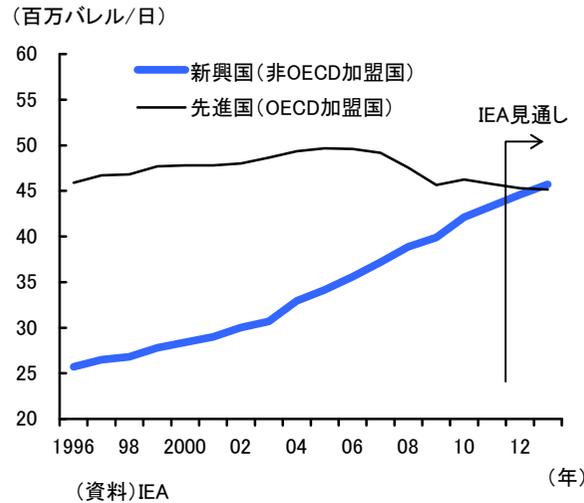
IEAが7月12日に、2013年の原油需給見通しを発表。

これによると、2013年の世界の原油需要は、前年差+98万バレル/日と、12年（同+80万バレル/日）から伸びが加速する見通し。もっとも、先進国（OECD加盟国）では小幅な減少が見込まれており、新興国（非OECD加盟国）が伸びを牽引。この結果、2013年には、新興国の原油需要が先進国を初めて上回るとの見通しに。

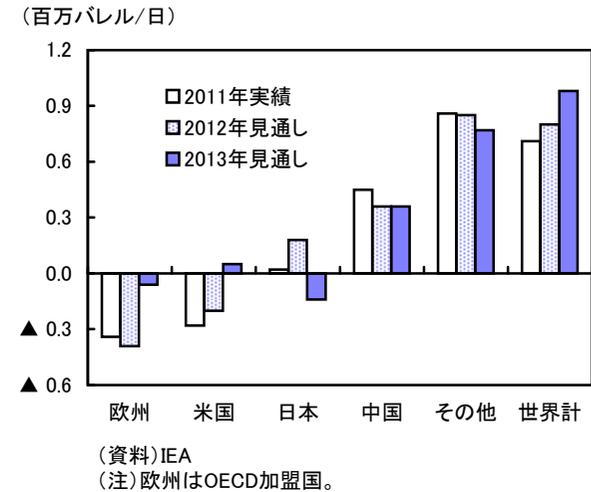
需要見通しを国・地域別にみると、米国・欧州では2012年までの大幅な減少に歯止めがかかるほか、中国では2012、13年とも11年並みの増加が続く見通し。

一方、供給面では、北米を中心に非OPEC加盟国の原油生産の増加ペースが小幅加速する見通し。OPEC加盟国が今後も2012年4～6月期と同水準の生産量を維持した場合、13年末にかけて供給超過の状態が続きかねず、中東情勢が落ち着きを見せ始めれば、OPEC加盟国は早期に減産に転じる可能性。

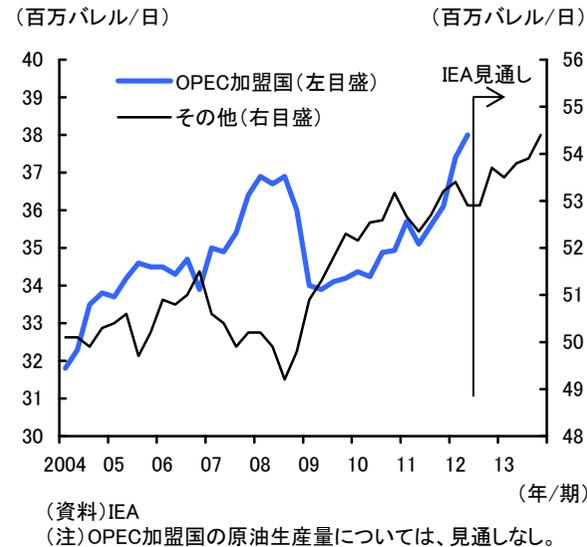
先進国と新興国の原油需要



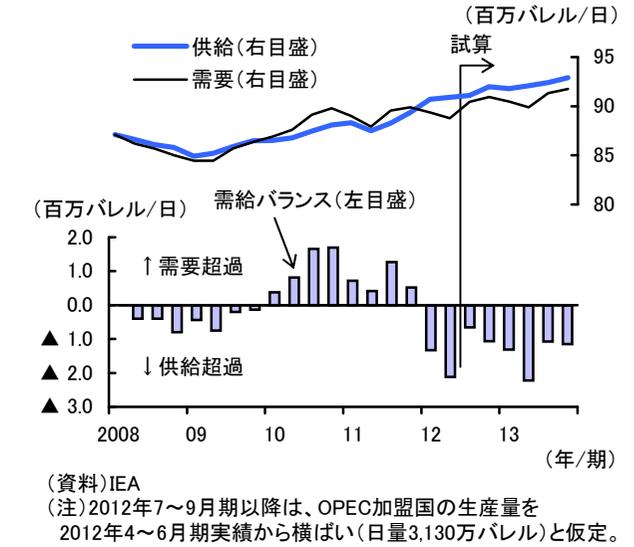
IEAの原油需要見通し  
(前年差)



原油生産



原油の需給バランス



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
08/11	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
12/7	0.30	0.084	0.33	0.43	0.30	0.36	0.78	0.77	1.475	1.25	79.02	97.15	8760.68	0.16	0.28	1.50	12814.10	0.38	1.31

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。