

海外経済展望

2012年9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9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9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。

<雇用>

- ・7月の非農業部門雇用者数は、前月差+16.3万人と4ヵ月ぶりに10万人を超える伸びに。
- ・もっとも、広義失業率が3ヵ月連続で上昇するなど、雇用環境は依然として厳しさが持続。

<個人消費>

- ・7月の実質個人消費支出は、3ヵ月ぶりにプラスに転じ、家計部門の減速傾向に歯止め。
- ・一方、消費者マインドの悪化による消費の下押しリスクは依然として残存。

<企業部門>

- ・製造業生産は、2ヵ月連続の増加。輸出も、増加傾向を維持。

<住宅>

- ・ケース・シラー住宅価格指数は5ヵ月連続で上昇、住宅着工件数も持ち直しの動きを維持するなど、住宅市場は回復傾向。
- ・住宅価格の低迷による個人消費への下押し圧力は、徐々に減衰。

2. トピックス

①穀物価格の上昇

- ・今年7月以降の中西部における干ばつの影響で、とうもろこしや大豆の生産量が大幅に減少する見通し。これを受け、穀物の先物価格が急騰。
- ・穀物価格の上昇は、シリアルなどへの直接的な影響に加え、飼料価格の上昇を通じて、肉類などへも波及し、2013年入り後、食品価格に対する押し上げ圧力が強まる見込み。
- ・食品は生活必需品であるため、マインドへの影響も無視できず。賃金の伸び悩みとあいまって、より安価な食品への消費のシフトや、食費以外の支出の抑制が個人消費を下押しする恐れ。

②設備投資の行方

- ・今春以降、欧州債務問題や米財政政策に対する先行き不透明感の高まりを背景とした企業マインドの悪化を受け、企業の設備投資に対する姿勢が慎重化。
- ・実際に、企業に対するアンケート調査をみると、不確実性の強まりが設備投資計画にマイナスの影響を及ぼしていることが看取可能。
- ・今後を展望すると、足許で企業収益の伸びが鈍化傾向にあるほか、設備投資に先行性を有する資本財受注がマイナスに転じており、先行きの設備投資の弱含みを示唆。先行き不透明感の早期解消は見込み難く、設備投資は伸び悩みが続く見通し。

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欧州債務問題や米財政政策に対する先行き不透明感の高まりを受けた企業・消費者の慎重姿勢、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。
- ・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、緩和的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策を導入。
- ・長期金利は、当面、欧州の債務問題に対する懸念や追加金融緩和期待が金利を抑制。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。

個人消費の減速傾向に歯止めも、消費者マインドは依然として慎重。

<雇用>

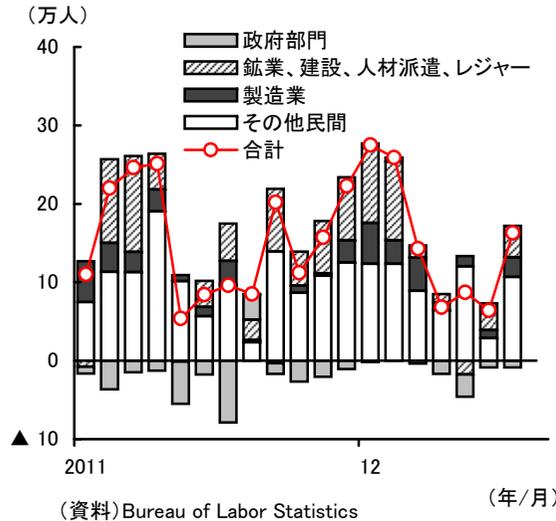
7月の非農業部門雇用者数は、前月差+16.3万人と4ヵ月ぶりに10万人を超える伸びに。一方、失業率は8.3%と高止まり。また、正社員としての職が得られず、パートタイムに従事する者が足許で再び増加。職探しを断念した者などを含めた広義失業率が3ヵ月連続で上昇するなど、雇用環境は依然として厳しさが持続。

<家計部門>

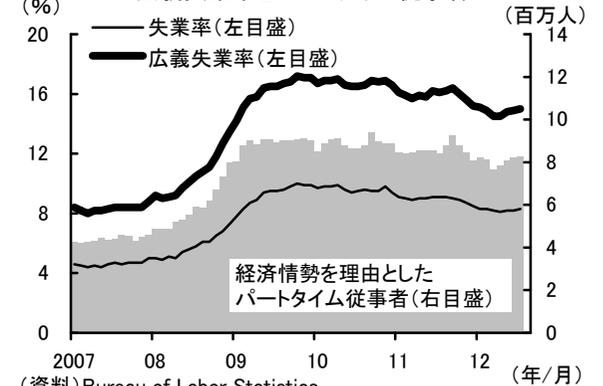
7月の実質個人消費支出は、財・サービスともに増加。3ヵ月ぶりにプラスに転じ、家計部門の減速傾向に歯止め。

足許で、住宅価格の上昇や住宅着工件数の持ち直しが続いており、住宅市場の回復が個人消費を下支えするとみられる一方、消費者マインドの悪化による消費の下押しリスクは依然として残存。プッシュ減税や給与税減税など減税措置の失効懸念の高まりや、米国中西部の干ばつに伴う食料品価格の上昇などが消費者の先行き不安を招いており、個人消費の回復を妨げる恐れ。

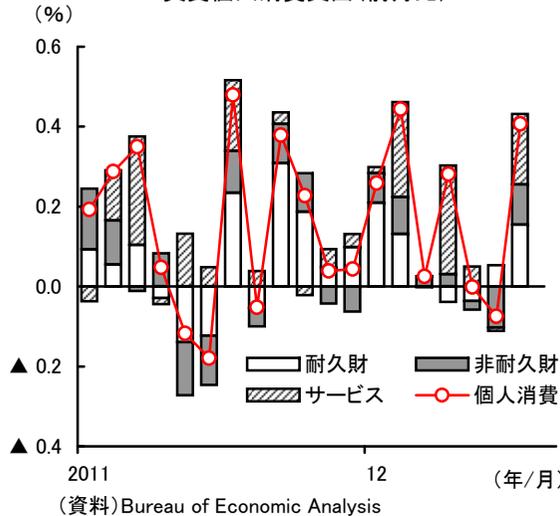
非農業部門雇用者数(前月差)



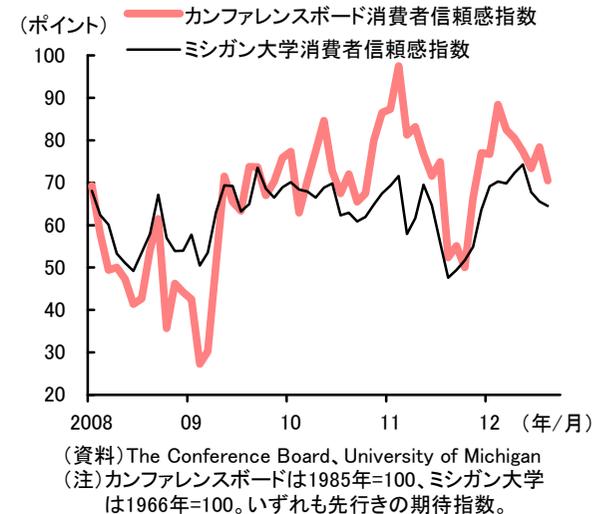
広義失業率とパートタイム従事者



実質個人消費支出(前月比)



消費者マインド



製造業生産・輸出は増勢を維持。住宅市場も回復傾向が持続。

<企業部門>

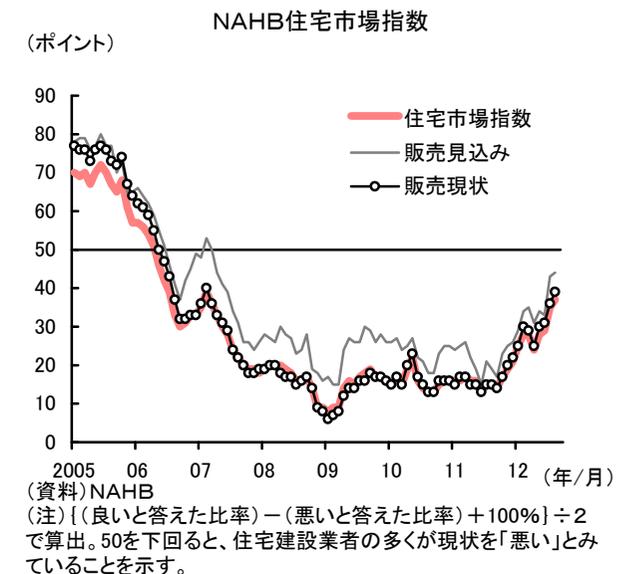
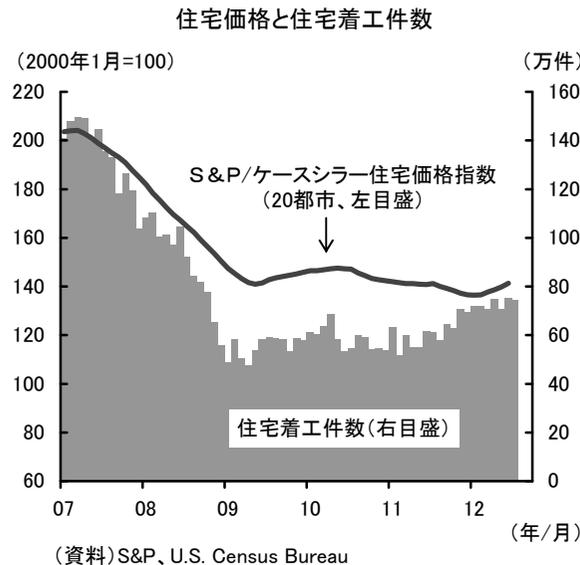
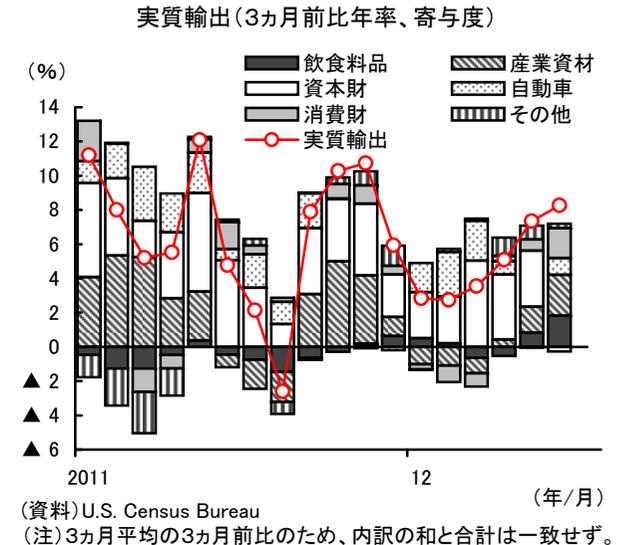
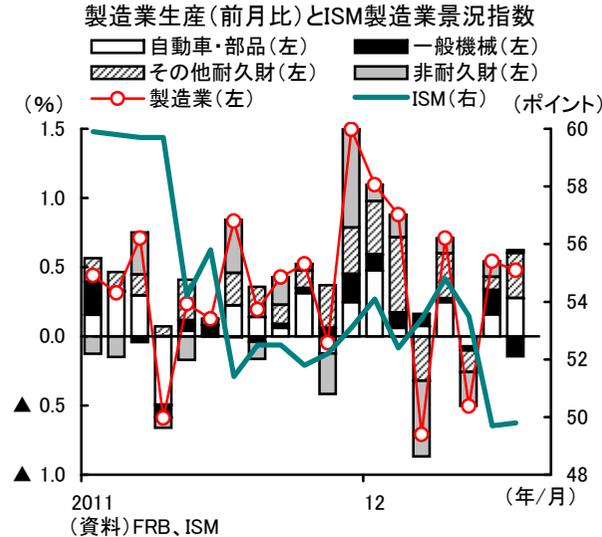
7月の製造業生産は、自動車など耐久財の増産を背景に、2ヵ月連続の増加。景況感は低水準ながら、生産活動は底堅さを維持。

輸出は、増加傾向を維持。世界的な景気の先行き不透明感が強まるなか、資本財輸出は減少したものの、飲食料品や産業資材の伸びが拡大。地域別に見ると、中南米やアジア向けが増加しており、新興国需要に支えられた輸出拡大が持続。

一方、原油価格の下落を背景に、原油輸入が減少しており、この結果、貿易収支の赤字幅は3ヵ月連続で縮小。

<住宅>

住宅市場は、回復傾向。S & P/ケースシラー住宅価格指数（20都市）は5ヵ月連続で上昇し、住宅着工件数も持ち直しの動きが持続。また、住宅建設業者のマインドを示すNAHB住宅市場指数も2007年2月以来の水準まで上昇。とりわけ、販売見込みが大きく上昇し、住宅市場の先行きに明るさ。こうしたなか、住宅価格の低迷による個人消費への下押し圧力は、徐々に減衰へ。



(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年9月

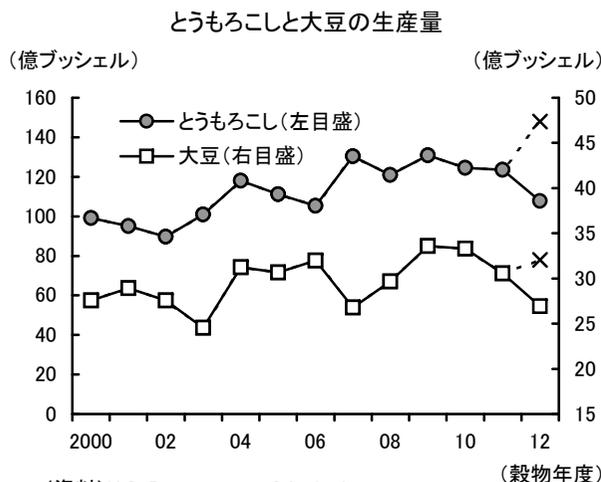
干ばつによる穀物価格の高騰が、個人消費の下押し圧力となる恐れ。

今年7月以降の中西部における干ばつの影響で、9～10月に収穫期を迎えるとうもろこしや大豆の生産量が大幅に減少する見通し。米農務省は8月に発表した需給見通しで、2012/13穀物年度（9月から翌年8月）のとうもろこし生産量見通しを5月見通し対比▲27%、大豆を同▲13%と大幅に下方修正。

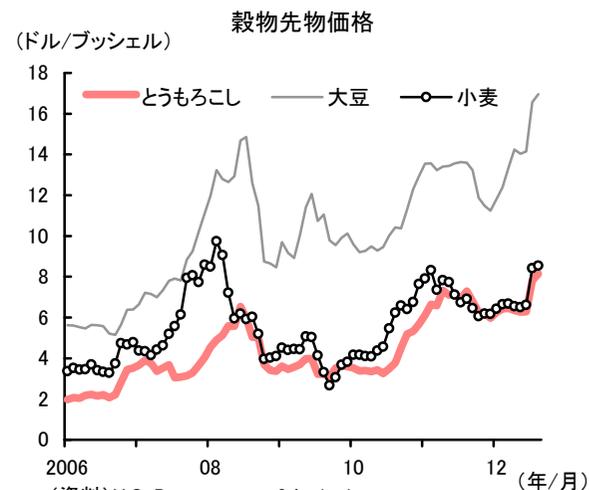
米国は、世界のとうもろこし生産の37%、大豆の34%（2010年）を占める一大穀物生産基地。このため、米国の減産見通しを受け、穀物先物価格が急騰。とうもろこしと大豆に加え、とうもろこしの代替飼料としての引き合いが強まった小麦の先物価格も大幅に上昇。

穀物価格の上昇は、シリアルなどへの直接的な影響に加え、飼料価格の上昇を通じて、肉類などへも波及。穀物価格の上昇が食品価格に波及するまで半年から1年程度ラグがあることから、2013年入り後、食品価格に対する押し上げ圧力が強まる見込み。

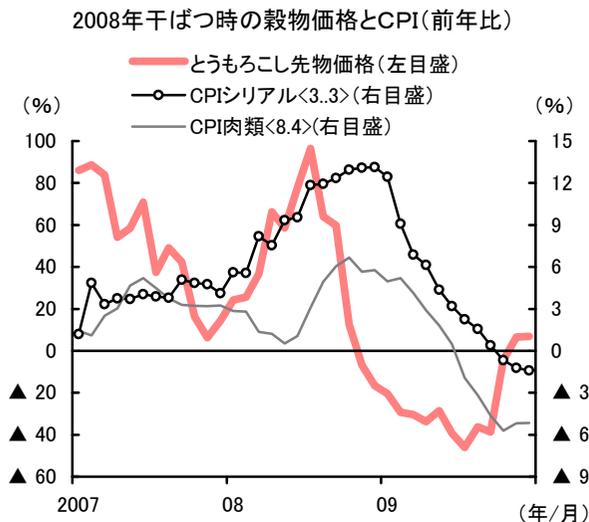
食品は生活必需品であるため、価格上昇による家計の直接的な負担増のほか、マインドへの影響も無視できず。とりわけ、支出に占める食費の割合が高い低所得者への影響が大。賃金の伸び悩みとあいまって、より安価な食品への消費のシフトや、食費以外の支出の抑制が個人消費を下押しする恐れ。



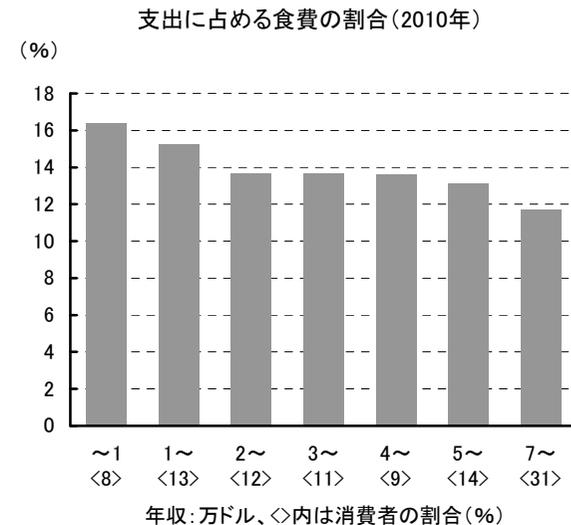
(資料) U.S. Department of Agriculture
(注) 2012年度生産量は8月時点の見通し。×は、2012年5月時点の見通し。穀物年度は、9月から翌年8月まで。



(資料) U.S. Department of Agriculture
(注) 穀物価格は月中平均値。直近2012年8月は27日まで。



(資料) U.S. Department of Agriculture, Bureau of Labor Statistics
(注) 穀物価格は月中平均値。<>内はCPI食品に占める割合。



(資料) Bureau of Labor Statistics

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年9月

設備投資：先行き不透明感の高まりを受け、当面伸び悩み。

今春以降、①欧州債務問題の深刻化、②いわゆる「財政の崖」への懸念をはじめとした米財政政策に対する不透明感の高まり、などを背景に、企業マインドが大きく悪化。これを受け、企業の設備投資に対する姿勢が慎重化。

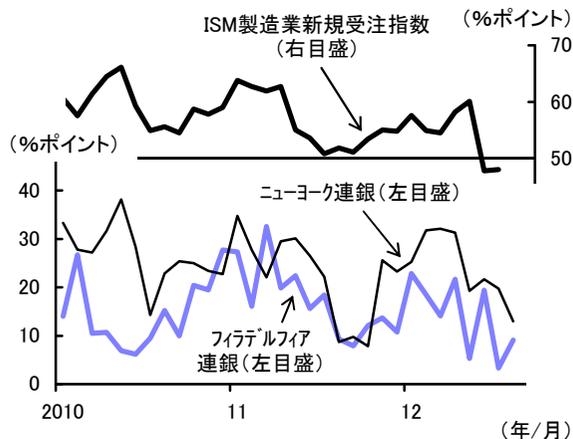
ニューヨーク連銀の設備投資計画に関するアンケート調査をみると、多くの企業が不確実性の強弱についてマイナスの影響を受けていると回答。先行き不透明感の高まりが、企業の設備投資計画の下修正に作用していることが看取可能。

今後を展望すると、足許で海外部門の減益を主因に企業収益の伸びが鈍化傾向にあるほか、設備投資に先行性を有する資本財受注（除く国防・航空関連）がマイナスに転じており、先行きの設備投資の弱含みを示唆。

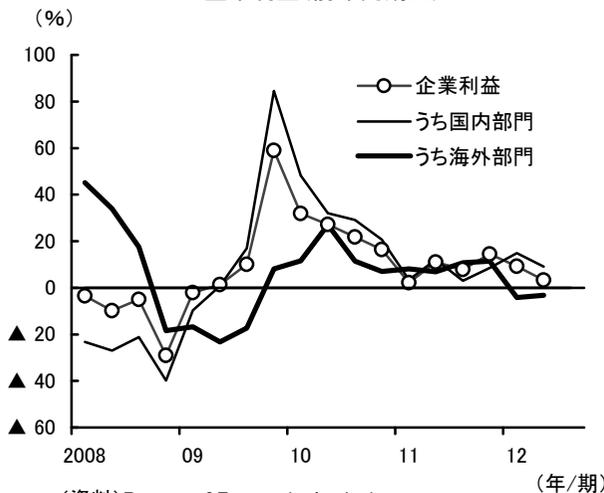
欧州債務問題の解決にはなお時間を要するとみられ、先行き懸念の解消は当面見込み薄。米財政不安についても、11月の大統領・議会選挙を控え、民主・共和両党の対立が激化するなか、少なくとも2013年入り後に新たに召集される議会までは抜本的な解決策の決定は見込み難く、先行き不透明感がくすぶり続ける見込み。

こうした状況下、設備投資の力強い回復は当面期待できず、伸び悩みが続く見通し。

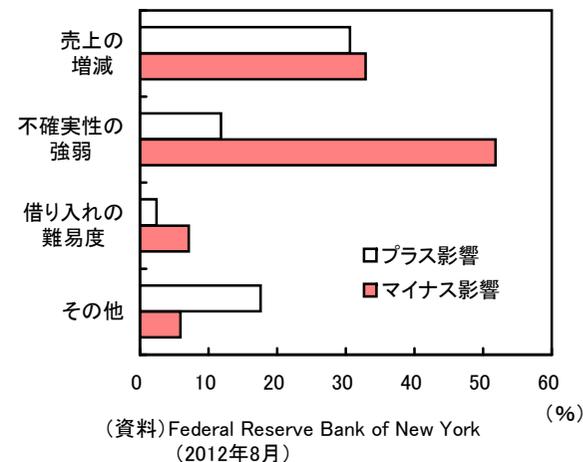
製造業のISM新規受注指数と
地区連銀景況指数（設備投資6ヵ月先見通し）



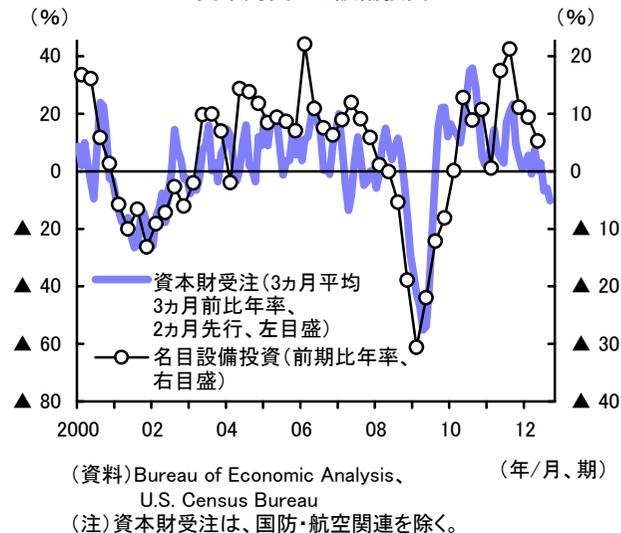
企業利益(前年同期比)



企業を取り巻く要因が
2012年の設備投資計画に与える影響



資本財受注と設備投資



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欧州債務問題や米財政政策に対する先行き不透明感の高まりを受けた企業・消費者の慎重姿勢、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。

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、緩和的な政策スタンスを継続する見込み。状況次第で追加金融緩和策を導入。

長期金利は、当面、欧州債務問題に対する懸念や追加金融緩和期待が金利を抑制。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)

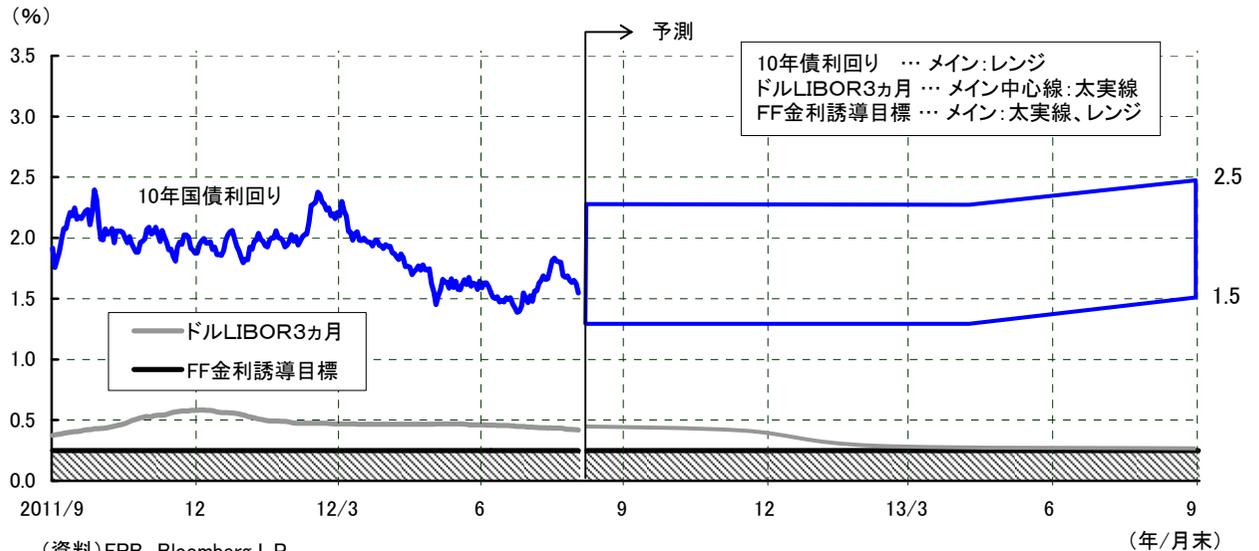
	2012年				2013年				2011年 (実績)	2012年 (予測)	2013年 (予測)
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9			
実質GDP	4.1	2.0	1.7	1.9	2.0	1.5	2.1	2.4	1.8	2.2	2.0
個人消費	2.0	2.4	1.7	2.0	2.1	2.1	2.2	2.4	2.5	2.0	2.2
住宅投資	12.1	20.5	8.9	4.2	4.2	4.5	4.9	5.1	▲ 1.4	10.1	4.9
設備投資	9.5	7.5	4.2	5.7	5.5	3.3	6.4	7.1	8.6	8.6	5.4
在庫投資	2.5	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	▲ 0.1	0.3	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.0
政府支出	▲ 2.2	▲ 3.0	▲ 0.9	▲ 2.1	▲ 1.1	▲ 6.4	▲ 3.5	▲ 2.1	▲ 3.1	▲ 2.1	▲ 3.1
純輸出	▲ 0.6	0.1	0.3	0.1	0.1	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	0.2
輸出	1.4	4.4	6.0	5.8	6.5	6.7	7.1	7.3	6.7	4.6	6.7
輸入	4.9	3.1	2.9	4.3	4.8	2.8	4.1	5.2	4.8	3.7	4.1
実質最終需要	1.5	2.4	2.0	1.9	2.1	1.3	2.1	2.4	2.1	2.2	1.9
消費者物価	3.3	2.8	1.9	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	3.2	2.0	1.9
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	1.8	1.7	1.9	1.7	2.1	1.9

→ 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9月

9月FOMCでの追加緩和策の決定は、小規模なものにとどまる可能性。

バーナンキ議長は、8月31日のジャクソンホールでの講演で、「労働市場の停滞はとりわけ深刻な懸念事項」「注意深く検討すれば、非伝統的金融政策のコストは管理可能なように見える」「必要に応じて追加緩和策を講じる」と発言。9月12、13日の次回FOMCでの追加緩和策の導入を強く示唆する発言はなかったものの、足許の労働市場の厳しさや非伝統的金融政策の有効性を強調し、追加緩和に含み。

一方、FOMCで投票権を持つメンバーを含め、各地区連銀総裁の追加緩和策に対する見解には、様々な見方が混在。

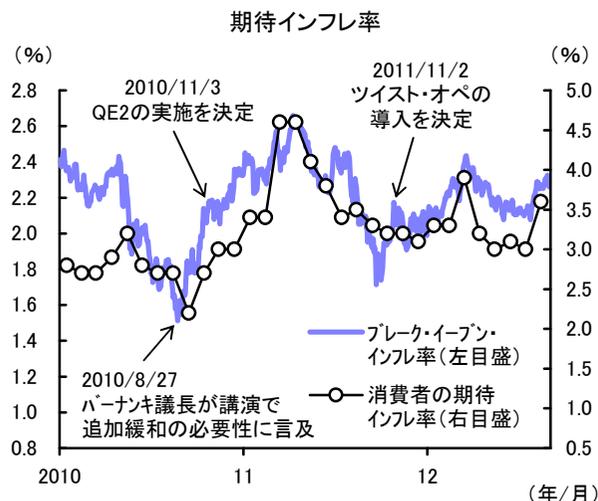
また、足許で原油価格や穀物価格の上昇などを背景に、消費者の期待インフレ率、市場の期待インフレ率を示すブレイク・イーブン・インフレ率がともに上昇傾向。一昨年のQE2時にみられたように金融緩和が原油価格を一段と押し上げ、ガソリン価格の上昇などを通じて景気下押しに作用するリスクも意識されるなか、大幅な追加緩和策導入の障害となる可能性。

以上を踏まえ、9月7日発表の雇用統計で非農業部門雇用者数の伸びが大幅に鈍化しなければ、次回FOMCでの追加緩和策の導入は、時間軸の延長など小規模なものにとどまると予想。

検討されている金融緩和策

時間軸の延長	・超低金利政策が正当化されるとする期間(現在は「2014年終盤」)を延長
国債、住宅ローン担保証券(MBS)の買い入れ	・長期金利、住宅ローン金利の押し下げを狙いに債券を買い入れ ・既に金利が極めて低水準にあり、低下余地は限定的との見方や、FRBのバランスシートの拡大がインフレを招くとの懸念も
準備預金金利の引き下げ	・現行0.25%の準備預金金利を引き下げ、企業向け融資への資金シフトを促進 ・MMFなど金融市場の混乱を招くリスク ・企業の資金需要が低迷するなかでは効果は限定的との見方も
条件付き銀行向け貸し出し	・融資に回すことを条件に、銀行に低利で資金を供給 ・企業の資金需要が低迷するなかでは効果は限定的との見方も

(資料)各種報道等より日本総研作成



(資料)ミシガン大学、Bloomberg L.P.

(注1)消費者の期待インフレ率は、1年後の中央値。

(注2)ブレイク・イーブン・インフレ率は、10年債利回り-10年物価連動債利回り。

追加金融緩和をめぐる地区連銀総裁の最近の発言

- ・フィラデルフィア連銀プロッサー総裁(8月30日): × 「(大規模な債券の購入は、)現時点で費用対効果に見合わない」「インフレは現時点でリスク要因にとどまっている」
- ・アトランタ連銀ロックハート総裁(8月30日): △ 「(9月のFOMCで追加緩和に踏み切るかどうかは、)ぎりぎりの判断となる」
- ・クリーブランド連銀ピアナルト総裁(8月27日): × 「追加緩和策には利益と限界があり、それらについてさらなる分析が必要」、「一部市場でのFRBの存在が過度に大きくなり、市場の機能を歪める恐れがある」
- ・シカゴ連銀エバンズ総裁(8月27日): ○ 「追加的な行動をとる基準は十分にクリアしている」、「景気の回復を支援するため、期限を定めず債券買い入れを実施すべき」
- ・リッチモンド連銀ラッカー総裁(8月24日): × 「金融政策には、現時点で成長や雇用、失業率に重大な影響を及ぼす力はない」
- ・セントルイス連銀ブラード総裁(8月23日): × 「米経済がいくらか強くなっていることを示す統計がみられ、(追加緩和を強く示唆する前回FOMC会合の)議事録はやや新しさを欠く」
- ・ダラス連銀フィッシャー総裁(8月15日): × 「どのような規模の緩和策を講じたとしても、企業が予算や計画を立てられない(税制や財政支出をめぐる)不確実性には対処できない」
- ・サンフランシスコ連銀ウィリアムズ総裁(8月10日): ○ 「(追加緩和策をとるための)ハードルは相対的に高いが、私の見方では、既にそこに到達している」
- ・ボストン連銀ローゼングレン総裁(8月7日): ○ 「目指す経済効果が得られるまで、(期限を定めずに)債券の買い入れを行うべき」

(資料)各種報道等より日本総研作成

(注1)下線は2012年のFOMCで投票権を持つメンバー。

(注2)○、△、×は追加金融緩和への姿勢。○:賛成、△:中立、×:反対。

(株)日本総合研究所 海外経済展望 2012年9月

欧州経済概説 (2012年9月)

1. ユーロ圏景気の現状と展望

【景気の現状】

4～6月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率▲0.7%と、再びマイナス成長に。

- ・フランスが同▲0.2%、イタリアが同▲2.9%、スペインが同▲1.7%と低迷が続いたほか、ドイツも同+1.1%と前期（同+2.0%）から減速。
- ・6月のユーロ圏鉱工業生産は前月比▲0.6%の大幅減。南欧諸国を中心に域内需要の減少が持続。加えて輸出も減少傾向。
- ・ドイツでは外部環境の悪化を受けて企業マインドが急速に悪化。設備投資は低迷長期化の公算。所得増を受けて個人消費は堅調。

【欧州銀の健全性と銀行監督一元化】

- ・7月のユーロ圏金融機関の民間向け貸出残高が3ヵ月連続減少。貸出態度が厳しい状況が長期化。
- ・貸出減少の一因として、信用力の低い南欧諸国の銀行の資金調達コストが高く、貸出金利が高止まりしていることが指摘可能。
- ・加えて、預金の減少が金融機関の貸出態度を厳格化させる一因に。スペイン・ギリシャでは預貸率が上昇。
- ・欧州銀の信用力回復に向け、EU各国は銀行同盟結成で合意。もっとも、預金保険に対してドイツや北欧諸国が強く反発。銀行監督の一元化に関しても、対象銀行や監督機関をめぐる、欧州委員会・ドイツ連銀・ドイツ政府の意見が相違するなど、議論は難航。

【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・消費者マインドの悪化、等を背景に、年末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、金融システム不安の解消が当面見込めず、ユーロ圏全体では、景気低迷が続く見通し。

2. ユーロ圏金利見通し

【金融政策・長期金利】

- ・ドラギECB総裁は、8月初に、利回り抑制に向けた南欧国債買入再開を示唆。9月初の理事会で、具体的な手続きについて検討する見込み。もっとも、ドイツ連銀の反対が根強く、買入策実施には厳しい条件が付帯される公算。政策金利は、景気押し上げ効果が限られるなか、当面現行水準を維持する見通し。
- ・独10年国債利回りは、欧州債務問題の抜本的解決が見通せないなか、安全資産選好から、1%台前半の低水準で推移。先行きは、ユーロ圏向け輸出の減少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なる恐れもあり、当面現行水準での一進一退が続く見込み。

3. 英国景気の現状と展望

【景気の現状】

英国の4～6月期実質GDP改定値は前期比年率▲1.8%と速報値（同▲2.8%）から大幅上方修正。もっとも、内訳をみると、在庫投資がプラスに寄与した以外、最終需要は大幅な減少。

- ・新興国の景気鈍化を背景に、EU外向け輸出が頭打ち。
- ・7月の小売売上高は大幅増。ロンドン五輪効果、およびそれに伴う雇用が背景。
- ・もっとも、夏場以降、企業の景況感は急速に悪化。雇用の力強い回復は期待薄。加えて、消費者マインドの低迷が続いており、ロンドン五輪後の個人消費の好調持続は期待薄。

【景気の見通し】

- ・英国景気は、足許ではロンドン五輪、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、政策金利は当面据え置く見通し。一方、景気支援を優先する姿勢を維持しており、今後も、状況次第で量的緩和を拡大する可能性。
- ・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。

4～6月期実質GDPは前期比年率▲0.7%。景気悪化が鮮明に。

4～6月期のユーロ圏実質GDPは前期比年率▲0.7%と、再びマイナス成長に。フランスが同▲0.2%、イタリアが同▲2.9%、スペインが同▲1.7%と低迷が続いたほか、牽引役のドイツも同+1.1%と前期（同+2.0%）から減速。

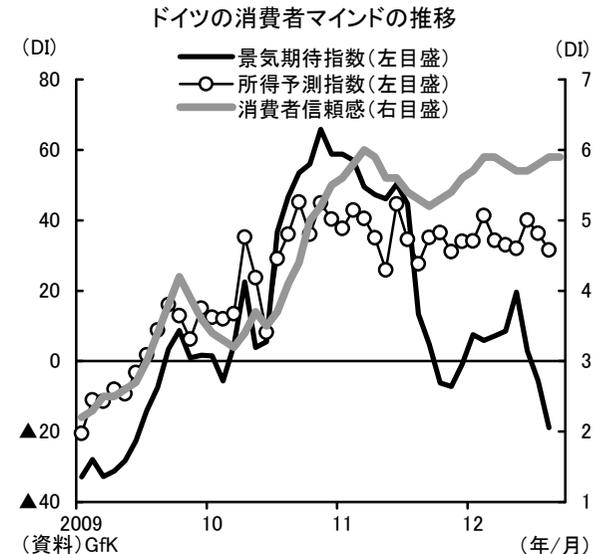
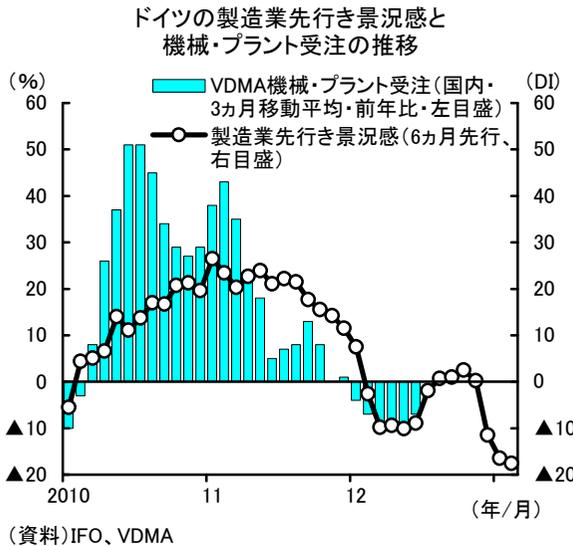
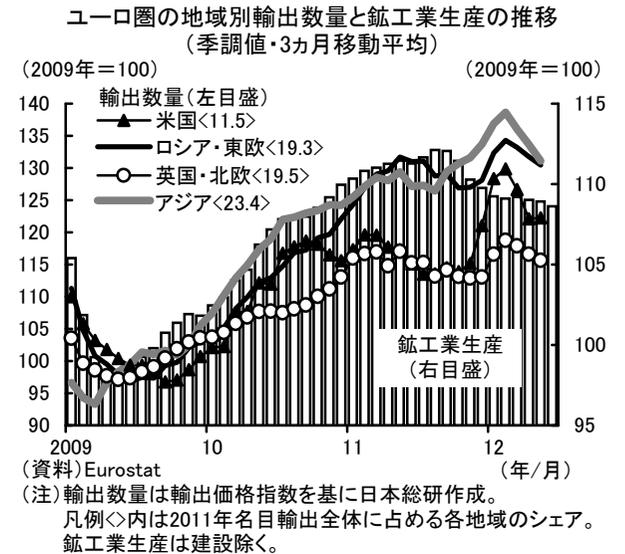
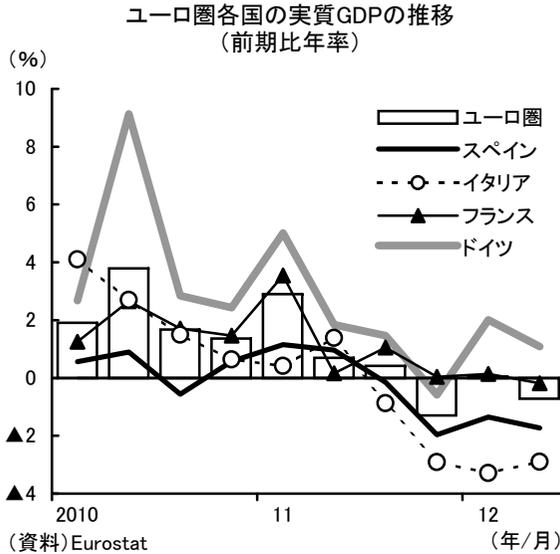
<企業部門>

6月のユーロ圏鉱工業生産は、前月比▲0.6%と大幅減。南欧諸国の個人消費を中心に、域内需要の減少が続いていることが主因。加えて、輸出も減少。新興国景気の減速を受けて、牽引役となってきた新興国向けを筆頭に、年明け以降、全地域向けで減少傾向。

<ドイツ>

ドイツでは、新興国の景気減速や、欧州債務問題の長期化を背景とした周辺国の景気低迷等、外部環境が悪化するなか、企業マインドが急速に悪化。これを受け、年初来続く設備投資の低迷が一段と長期化する公算大。

一方、所得の増加を受けて消費者マインドは堅調に推移しており、個人消費の伸びが景気を下支え。もっとも、景気の先行きに対しては悲観的な見方が拡がっており、外部環境の厳しさが長期化すれば、個人消費が腰折れするリスクも。



南欧銀行の信用力は依然脆弱。銀行監督の一元化の議論も難航。

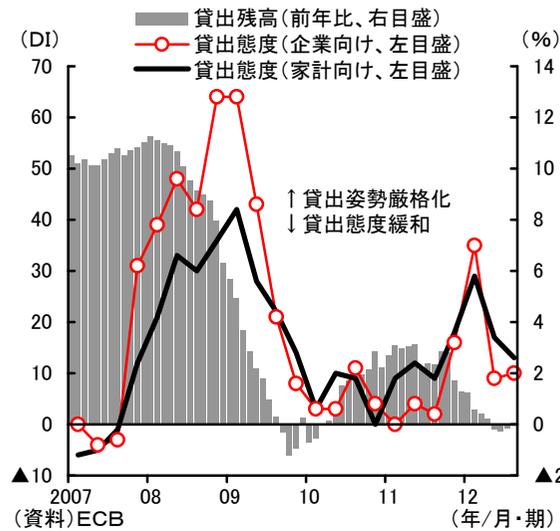
7月のユーロ圏金融機関の民間向け貸出残高は前年比▲0.1%と、3カ月連続で減少。金融機関の貸出態度をみても、厳格化したまま、緩和に転じない状況が長期化。

貸出減少の一因として、とりわけギリシャ・スペイン等、信用力の低い南欧諸国の銀行の貸出金利高止まりが指摘可能。資金調達コストの高止まりから、昨年末のECBの利下げ効果が波及しにくい状況。

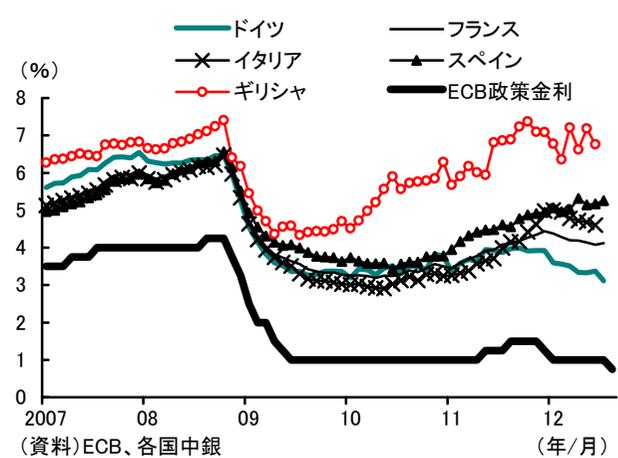
加えて、預金の減少も金融機関の貸出態度を厳格化させる一因に。リーマンショック以降、南欧諸国の金融機関は貸出を抑制してきたものの、足許ではスペイン・ギリシャで預金の減少に伴い預貸率が再び上昇。資金調達圧力が増大。

こうした状況下、貸出の持ち直しには金融機関の信用力の回復が不可欠。金融機関の信用力回復に向けて、EU各国は6月の欧州首脳会議で、銀行監督の一元化や預金保険を含む銀行同盟の結成を目指すことで合意。もっとも、預金保険に対してはドイツ・北欧諸国が強く反発。銀行監督の一元化に関しても、ECBによる全銀行の監督を主張する欧州委員会と、独立した監督機関による監督を主張するドイツ連銀、大手行と中小銀行の分割管理を主張するドイツ政府との間で意見が相違するなど、議論は難航。欧州金融機関の信用力回復にはなお時間を要し、貸出は低迷が長期化する見通し。

ユーロ圏金融機関の貸出残高と貸出態度の推移

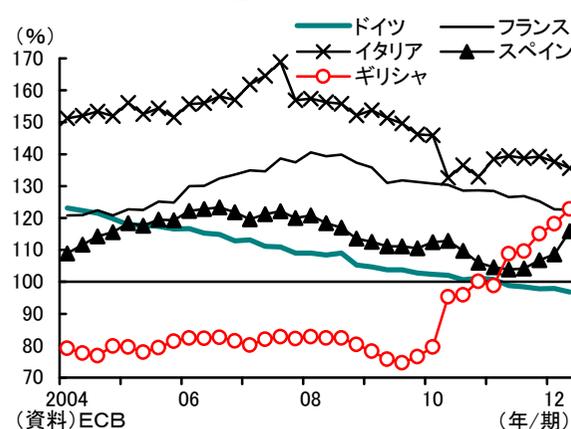


ユーロ圏各国の銀行貸出金利の推移



(注)銀行の貸出金利は100万ユーロ未満、期間1年未満の民間企業向け貸出金利。イタリアは期間3ヵ月～1年。ギリシャの2010年6月以降は25万～100万ユーロ。

ユーロ圏各国銀行の預貸率の推移



(注)預貸率は、世界の非金融機関向け貸出残高を預金残高で除して算出。2010年6月以前のギリシャの貸出は社債や証券化ローン含まず。

銀行監督一元化を巡る議論

	欧州委員会	ドイツ連銀	ドイツ政府
対象銀行と監督機関	<ul style="list-style-type: none"> 全ての銀行をECBが監督 ECB内に監督委員会を設置 理事会とは分離し、金融政策の独立性を確保 既存の監督機関(欧州銀行監督機構(EBA)や各国監督当局)と協調関係 	<ul style="list-style-type: none"> 新監督機関が大手行を監督 その他中小行は各国監督当局が監督 新監督機関が情報を集約 ECBは新監督機構の包括的な諮問機関の役割 	<ul style="list-style-type: none"> ECBがシステム上重要な大手行を監督 その他の中小行は各国監督当局が監督
対象地域と時期	<ul style="list-style-type: none"> 2013年1月～: ESMから支援を受けた銀行 7月～: システム上重要な大手行 2014年1月～: ユーロ圏全銀行 ユーロ圏外の銀行は任意で参加 	<ul style="list-style-type: none"> すべてのEU加盟国が参加すべき 	<ul style="list-style-type: none"> ・ショイブレ独財務相「監督法が2012年中に成立することは見通し」
権限	<ul style="list-style-type: none"> ECBは銀行免許付与の権限を独占 	<ul style="list-style-type: none"> ・ドンブレ独連銀理事「ECBが最終的な監督権限を持つと、利益相反になりかねないため、そうすべきではない」 	

(資料) 欧州委員会、各種報道

内外需ともに減少し、景気悪化が持続。

英国の4～6月期実質GDP改定値は前期比年率▲1.8%と、速報値(同▲2.8%)から大幅上方修正。もっとも、内訳をみると、プラスに寄与したのは在庫投資のみで、最終需要は大幅な減少。

<企業部門>

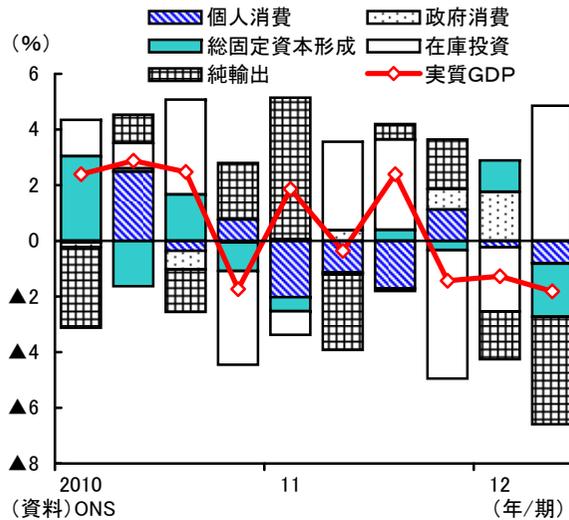
6月の英国製造業生産は、前月比▲2.9%と、2008年11月以来の大幅減。エリザベス女王即位60周年を記念する祝日の増加という特殊要因を勘案しても、減少幅は大。背景には輸出の減少。輸出の過半を占めるEU向けが減少する一方、新興国の景気鈍化を背景にEU外向けが頭打ち。

<家計部門>

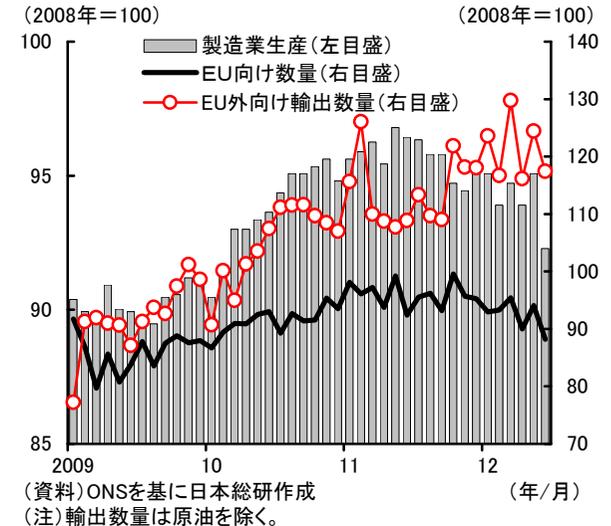
7月のBRC小売売上高(既存店ベース、3ヵ月移動平均)は、前年比+0.9%と大幅増。背景には、ロンドン五輪効果、およびそれに伴う雇用の改善。7月の失業者数(失業保険申請ベース)は前月比▲5,900人と、3ヵ月ぶりに減少。

もっとも、夏場以降、企業の景況感が急速に悪化しており、雇用の力強い回復は期待薄。加えて、実質賃金の減少を受けて消費者マインドの低迷が続いており、ロンドン五輪後の個人消費の好調持続は期待薄。

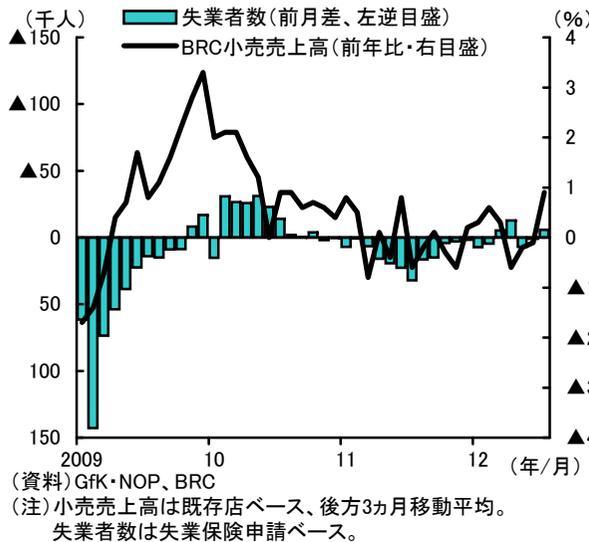
英国の実質GDP成長率の推移



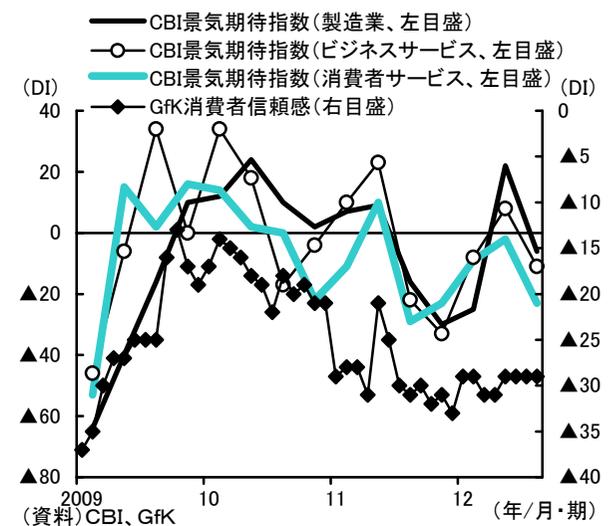
英国の輸出数量と製造業生産の推移



英国の小売売上高と失業者数の推移



英国の消費者マインドと企業景気期待指数の推移



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債務問題の長期化を受けた企業・消費者マインドの悪化、等を背景に、年末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、金融システム不安の解消が当面見込めず、ユーロ圏全体では、景気低迷が続く見通し。

インフレ率は、ユーロ安や穀物価格の上昇がインフレ率押し上げに作用するものの、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、足許ではロンドン五輪、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、穀物価格の上昇がインフレ率押し上げに作用するものの、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			
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
ユーロ圏	実質GDP	▲ 1.3	0.1	▲ 0.7	▲ 1.8	▲ 0.0	1.0	0.9	0.8	1.5	▲ 0.5	0.3	
	消費者物価指数	2.9	2.7	2.5	2.4	2.0	1.7	1.5	1.7	2.7	2.4	1.7	
ドイツ	実質GDP	▲ 0.6	2.0	1.1	▲ 0.4	0.7	1.4	1.5	1.3	3.0	0.8	1.0	
	消費者物価指数	2.7	2.4	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.5	2.2	2.0	
フランス	実質GDP	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 1.5	0.1	0.8	0.9	0.9	1.7	▲ 0.1	0.4	
	消費者物価指数	2.6	2.6	2.3	2.1	1.9	1.6	1.5	1.7	2.3	2.2	1.7	
英国	実質GDP	▲ 1.4	▲ 1.3	▲ 1.8	1.0	0.2	0.6	0.9	0.9	0.8	▲ 0.1	0.7	
	消費者物価指数	4.7	3.5	2.8	2.4	2.0	1.9	1.8	1.8	4.5	2.7	1.8	

→ (予測)

欧州金利見通し

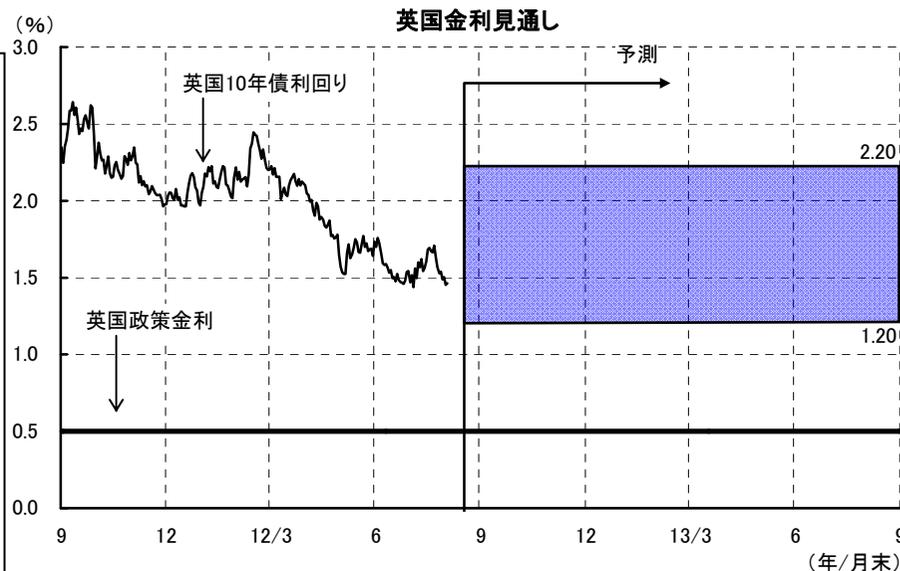
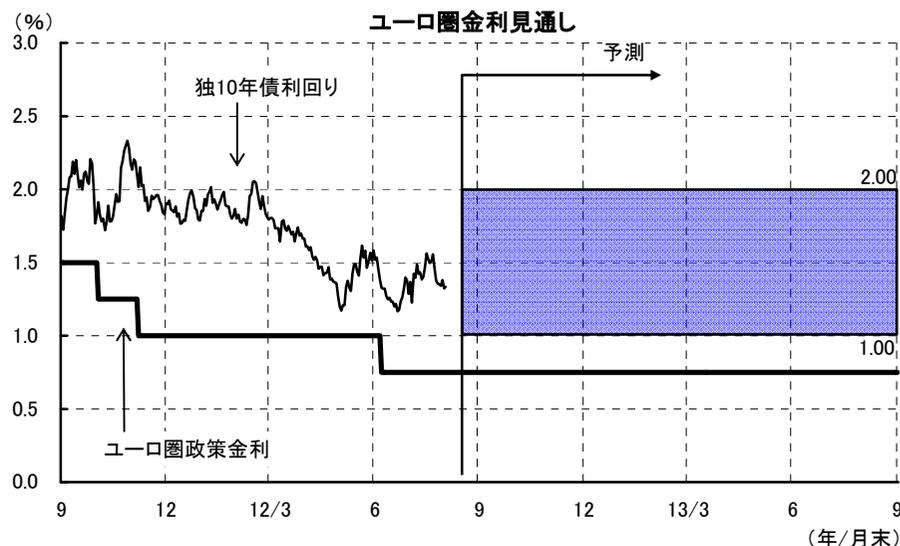
ECBは国債買入再開の見込み。実施には緊縮策等の条件付帯の公算。

ドラギECB総裁は、8月初に、利回り抑制に向けた南欧国債の買入再開を示唆。9月初の理事会で、具体的な手続きについて検討する見込み。もっとも、ドイツ連銀の反対が根強く、買入策実施には厳しい条件が付帯される公算。政策金利は、預金金利がすでにゼロ%に低下しており、景気押し上げ効果も限られるなか、当面現行水準を維持する見通し。

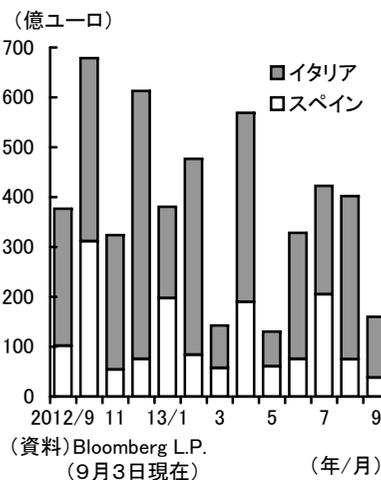
独10年国債利回りは、欧州債務問題の抜本的解決が見通せないなか、安全資産選好から、1%台前半の低水準で推移。先行きは、ユーロ圏向け輸出の減少等による景気悪化や、周辺国からの資金逃避が金利低下圧力として作用する一方、債務問題に関するドイツの負担増懸念が金利上昇圧力になる恐れもあり、当面現行水準での一進一退が続く見込み。

BOEは、政策金利は当面据え置く見通し。一方、景気支援を優先する姿勢を維持しており、今後も、状況次第で量的緩和を拡大する可能性。

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・イタリアの国債償還予定額



<スペイン・イタリアの国債償還>

スペインは10月に300億ユーロ強、イタリアは12月に500億ユーロ強の多額の国債償還を予定。ECBによる国債買入策への期待から両国国債利回りは一時的に低下したものの、依然高水準で推移しており、国債償還を控え、利回り抑制が急務。9月12日のドイツ憲法裁判所判決でESMが認可されれば、利回り抑制に向け、ESMとECBが協調して国債を買い入れる体制が整う見込み。もっとも、国債買い入れには財政監督受け入れが必要となるとみられ、政治決断が遅れれば市場の混乱が再燃する恐れ。

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8月のWTI先物は、月初に、米雇用統計の改善や原油・石油製品在庫の減少、ドル安などを受け、90ドル前半へ上昇。月半ば以降は、米景気指標の改善や中東情勢の緊迫化、原油在庫の減少持続などが、月末近くには、メキシコ湾へのハリケーンの接近に伴う減産懸念や追加金融緩和期待の高まりが価格押し上げに作用し、一時97ドル台まで上昇。一方、戦略備蓄の放出観測が上値を抑える展開に。

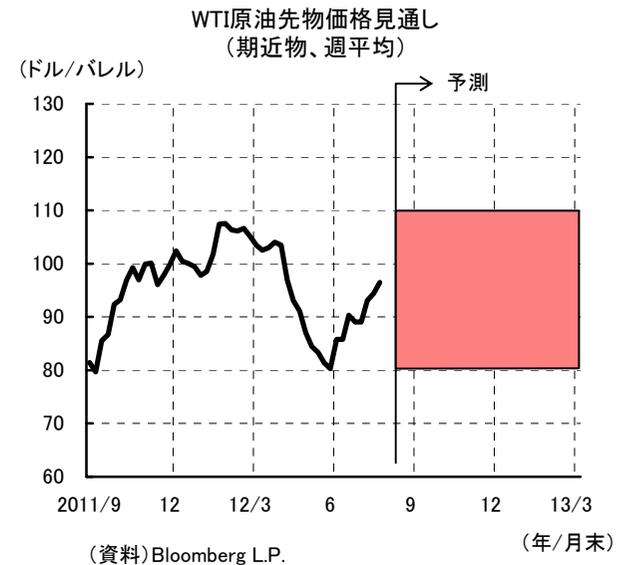
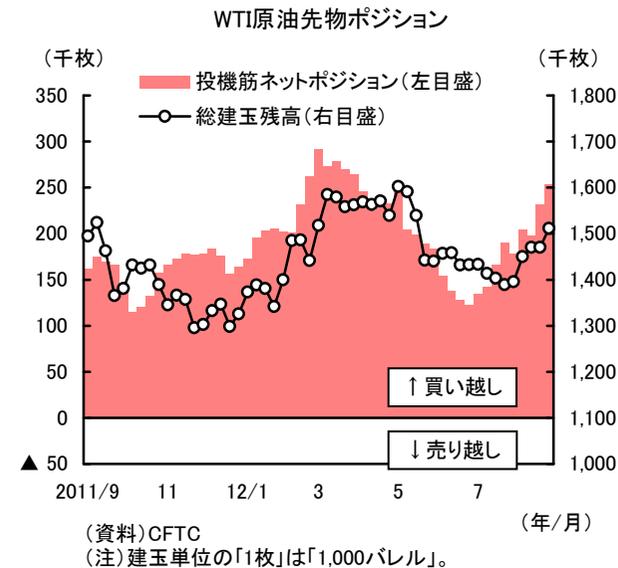
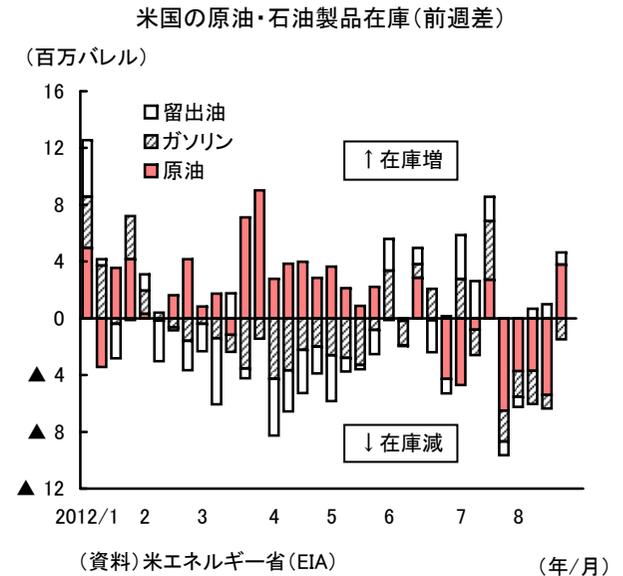
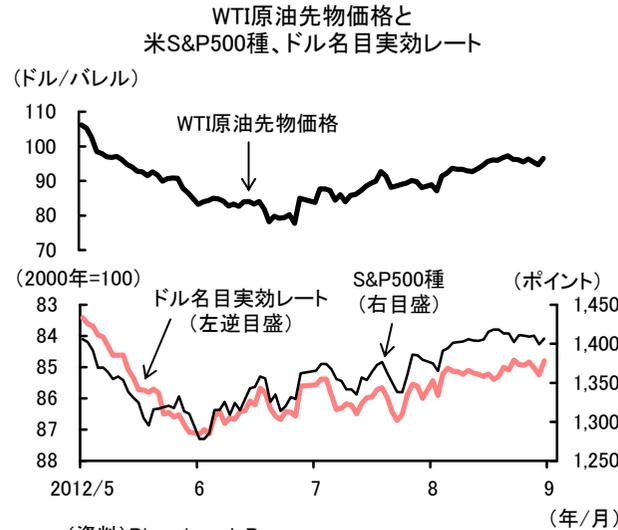
<投機筋・投機資金の動向>

投機筋の買いポジションは、中東情勢の緊迫化や追加金融緩和期待の高まりなどを背景に大幅に増加。5月初め以来となる高水準に。

<原油価格見通し>

WTI先物は、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中長期的な需要拡大期待、などが価格押し上げに作用。

もっとも、欧州債務問題の深刻化や米国・中国景気の先行きに対する不透明感を背景とした需要減少懸念も根強く、上下両方向に振れの激しい展開となる見通し。



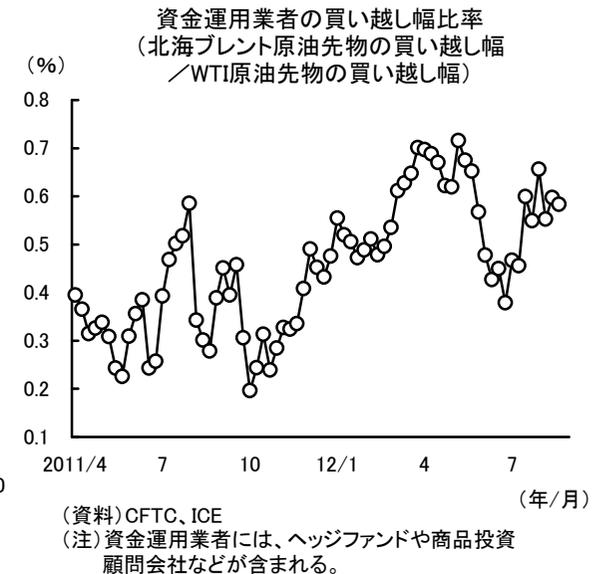
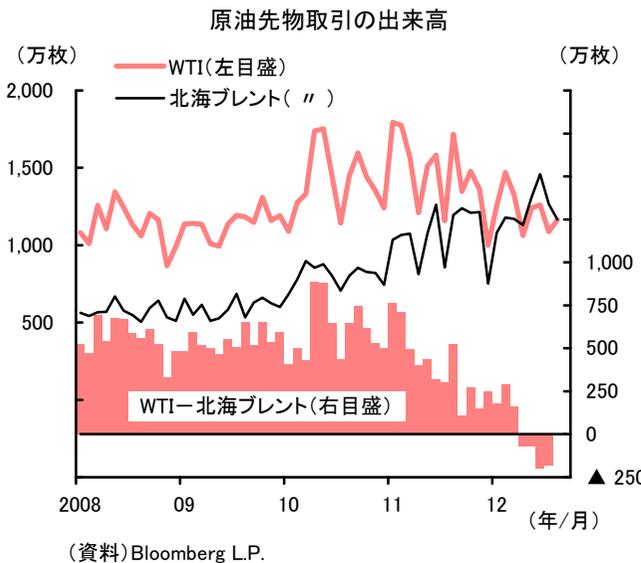
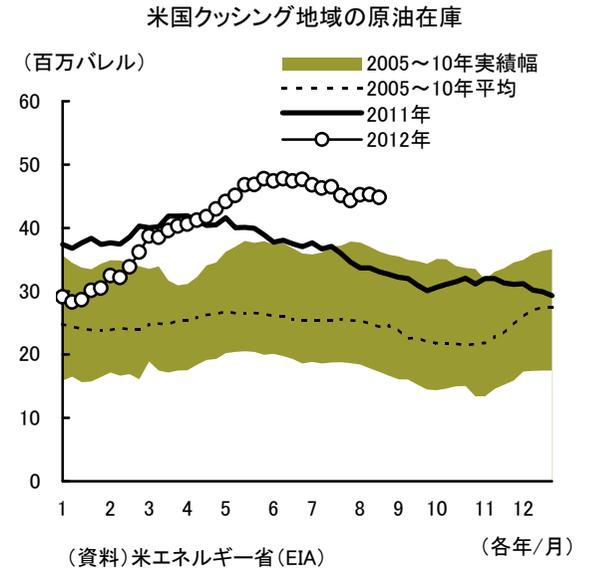
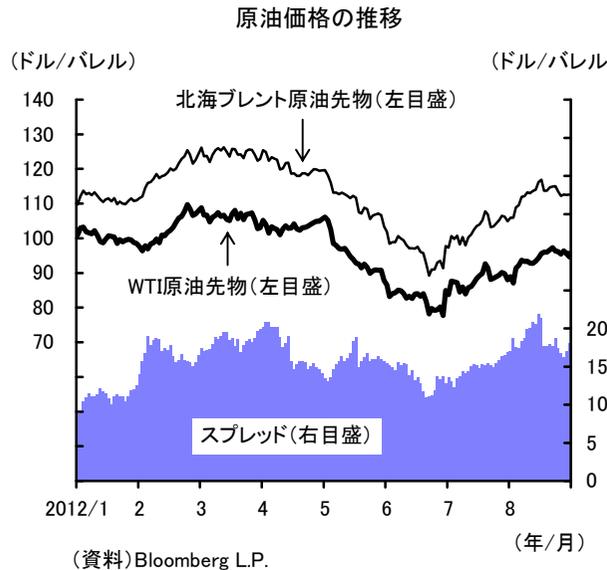
WTIと北海ブレントの価格差拡大：当面大幅な縮小は見通せず。

6月末以降、WTI原油と北海ブレント原油の価格差が再び拡大に転じ、8月半ばには一時20ドルを上回る水準に。

価格差拡大の背景には、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。クッシングからメキシコ湾岸へのパイプラインによる送油が5月中旬に開始されたものの、送油能力が限られており、在庫の顕著な減少はみられず。高水準の在庫が、WTI原油価格の上値を抑える格好に。

加えて、北海ブレント原油の国際指標としての相対的な位置付けの高まりが、WTI原油との価格差拡大に影響を及ぼしている可能性。先物取引の出来高をみると、2011年入り後、両者の出来高の差が縮小傾向にあり、足許では北海ブレントがWTIを上回る月も。ヘッジファンドなどの投機資金の北海ブレント市場へのシフトが、同原油価格を実体以上に大きく押し上げている可能性。

今後を展望すると、パイプラインの拡充にはなお時間を要するとみられるほか、米中西部では非在来型石油の増産が予想され、クッシング地域の原油在庫は高止まりが続く見込み。当面、WTI原油と北海ブレント原油の価格差の大幅な縮小は見通せず。



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
08/11	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
09/8	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
12/8	0.30	0.093	0.33	0.43	0.30	0.38	0.82	0.80	1.475	1.25	78.66	97.53	8949.88	0.13	0.27	1.67	13134.00	0.21	1.42

(注) 公定歩合とプライムレートは月末値。