
欧米経済展望

2013年4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/medium/publication/overseas>

目次

◆米国経済 p. I - (1 ~ 6)

◆欧州経済 p. II - (1 ~ 5)

◆原油市場 p. III - (1 ~ 2)

調査部 マクロ経済研究センター（海外経済グループ）

◆米国経済担当 藤山 光雄 (Tel : 03-6833-2453 Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)

◆欧州経済担当 井上 恵理菜 (Tel : 03-6833-6380 Mail : inoue.erina@jri.co.jp)

◆原油市場担当 藤山 光雄

◆本資料は2013年4月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

■ 米国経済の現状：

■ 家計部門は底堅さを維持。雇用環境は改善も、なお厳しさが残存

米国

欧州

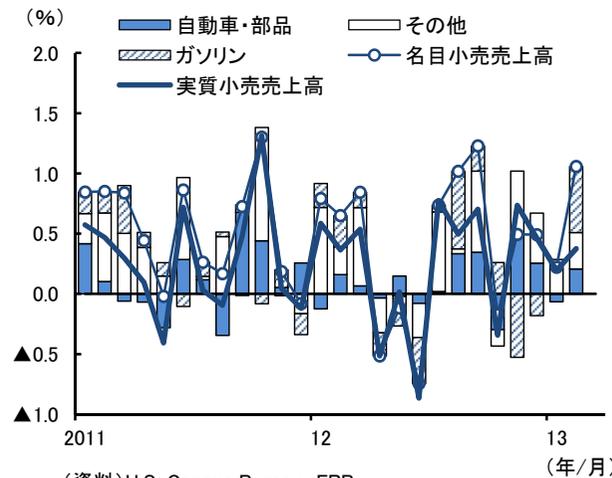
原油

<家計部門>

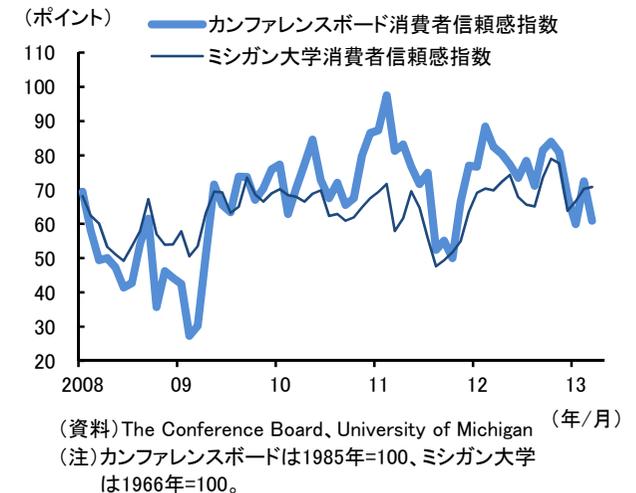
2月の小売売上高は、前月比+1.1%と、4ヵ月連続の増加。年初の給与税減税等の打ち切りを受け、大幅な減速が懸念されていたものの、住宅市場の改善や株価の上昇などを背景に、底堅さを維持。

もともと、2月の売上増はガソリン価格上昇による影響が大。加えて、増税や強制歳出削減発動への懸念等を背景に、消費者の先行き見通しが低迷しており、当面、個人消費の回復ペースは緩やかにとどまる見込み。

小売売上高(前月比)



消費者マインド(期待指数)

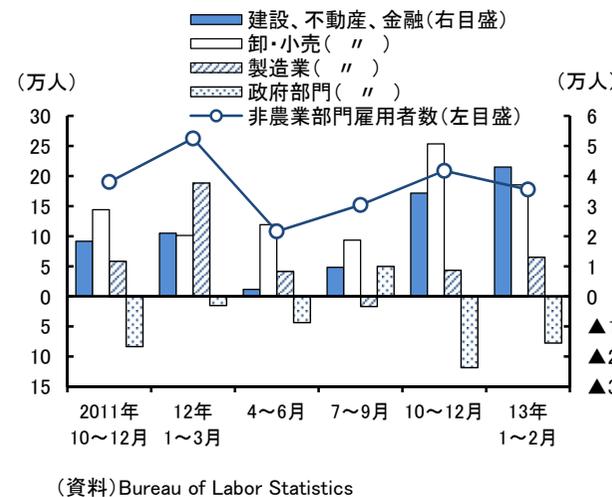


<雇用環境>

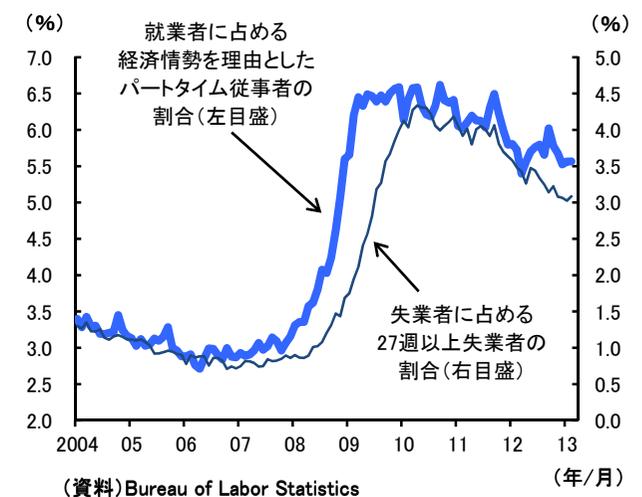
2月の非農業部門雇用者数は、前月差+23.6万人と堅調な伸びに。昨秋以降、住宅市場の持ち直しを受け、建設業や不動産・金融業の伸びが本格化。雇用増を受けた堅調な個人消費により、卸・小売業で雇用が増加するなど、好循環に。

一方、経済情勢を理由としたパートタイム従事者や長期失業者は、依然として高水準で推移。雇用環境には、なお厳しさが残存。

非農業部門雇用者数(月平均増減幅)



パートタイム従事者と長期失業者



■ 米国経済の現状：

■ 企業部門は回復傾向に。財政協議は難航の恐れ

米国 → 欧州 → 原油

＜企業部門＞

2月の製造業生産は前月比+0.8%と、堅調な伸びに。また、海外景気の持ち直しを受け輸出受注指数が改善するなか、資本財受注も持ち直しが鮮明に。

＜財政協議＞

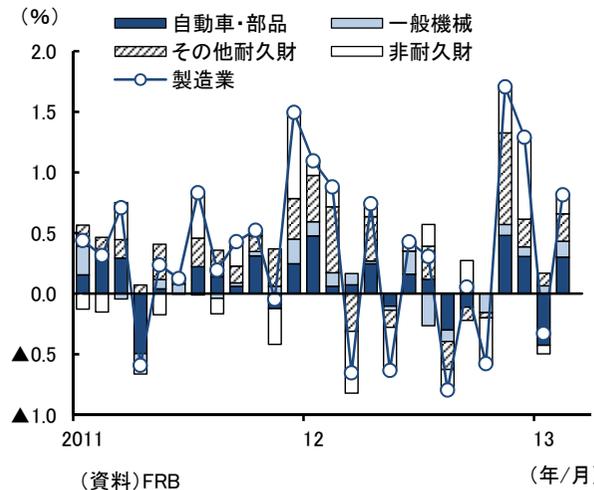
財政政策をめぐるのは、民主・共和両党が、2013年度暫定予算の延長や、強制歳出削減項目の裁量余地の拡大で歩み寄り。今後は、5月半ばが期限となる債務上限の引き上げ（注）、および、長期的な財政再建策をめぐる議論が焦点に。

こうしたなか、3月半ばに民主・共和両党がそれぞれ財政赤字削減策を提示。民主党案は、同額の増税と歳出削減により10年間で計1.85兆ドル（1,000億ドルの景気刺激策を含む）の財政赤字削減を目指す一方、共和党案は、医療保険制度（オバマケア）の廃止など歳出削減のみで10年間で計4.63兆ドルの財政赤字削減を提案。

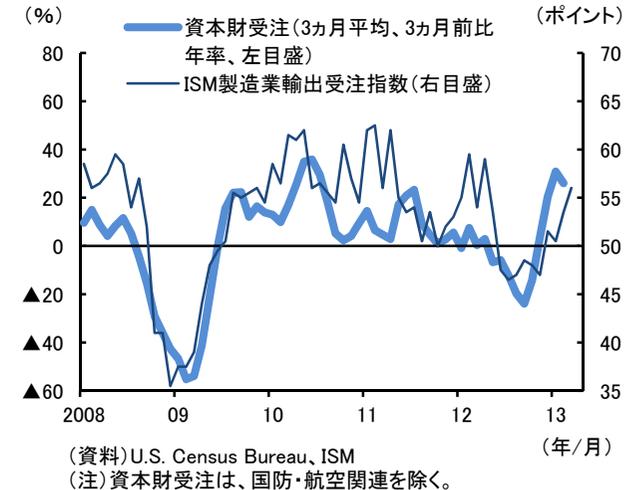
依然として両党の主張には隔たりが大きく、財政再建策をめぐる協議は難航する恐れ。

（注）財務省による特例措置の実施により、実質的な期限は7月末前後となる見込み。

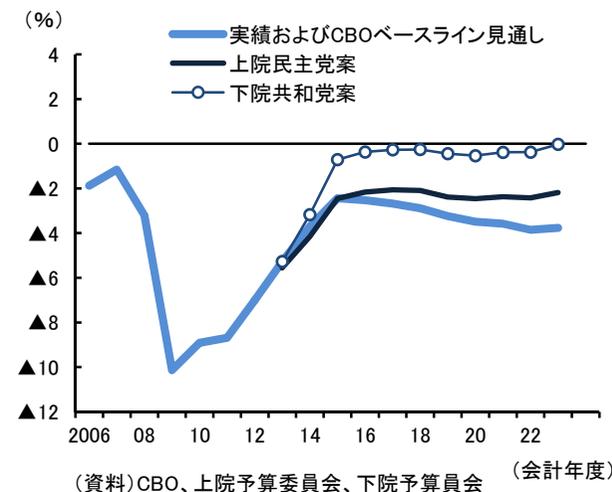
製造業生産(前月比)



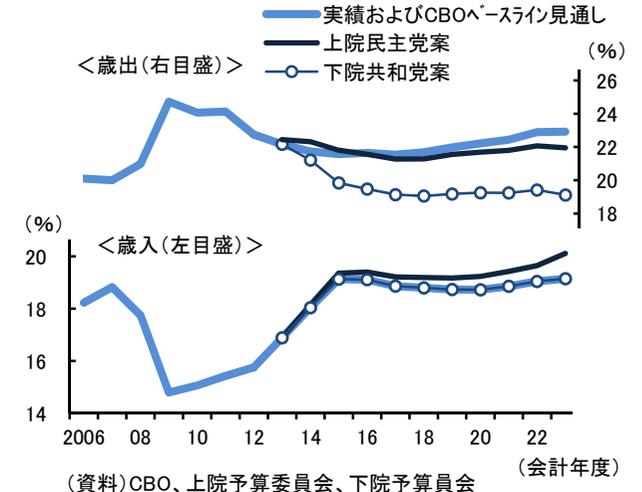
ISM製造業輸出受注と資本財受注



民主・共和両党の財政収支案(GDP比)



民主・共和両党の歳出・歳入案(GDP比)



米国トピックス①：雇用環境

労働参加率の上昇が、失業率の低下ペース抑制に作用する可能性

米国

欧州

原油

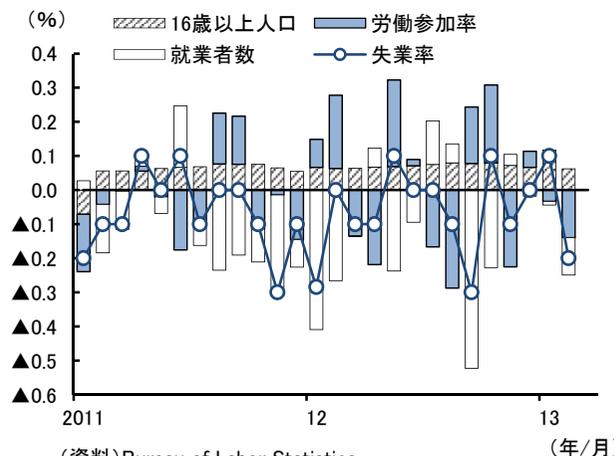
2月の失業率は7.7%と、1月から0.2%ポイント低下。もっとも、労働市場からの退出者の増加を受けた労働参加率の低下が、失業率を0.14%ポイント押し下げ。

米国の労働参加率は、①女性の社会進出拡大の一巡、②人口構成の高齢化に伴う退職者の増加、③若年層の高学歴化、などの構造的な要因を背景に、2000年初めをピークに趨勢的に低下。加えて、リーマン・ショック以降は、雇用環境の悪化による労働市場からの退出者の増加により、低下ペースが加速。

もっとも、緩やかながらも雇用環境の改善を受け、足許で低下傾向に歯止めがかかりつつある状況。とりわけ、男性の労働参加率は、12年半ば以降、均してみると緩やかな上昇傾向に。経済情勢を理由に職探しを断念した者（求職意欲喪失者）は依然として高水準で推移しており、こうした人々の労働市場への復帰が、先行き失業率の低下ペース抑制に作用する可能性。

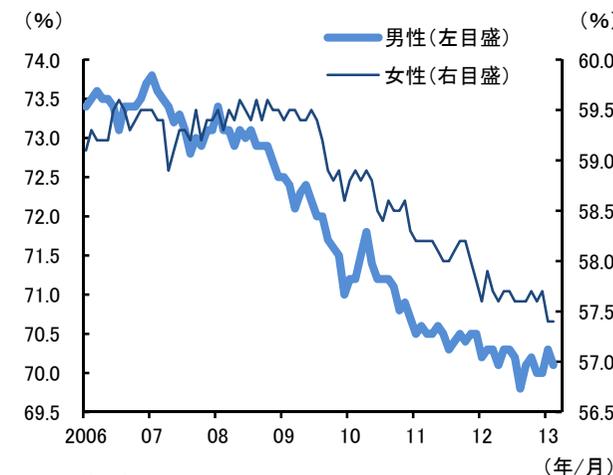
労働参加率の変化による失業率の振れ幅は大きく、今後のFRBの金融緩和策見直しをめぐる判断にも、少なからず影響を与える見込み。

失業率の要因分解(前月差)



(資料) Bureau of Labor Statistics (年/月)
(注) 2010年国勢調査の結果反映による断層調整済み。

男女別労働参加率



(資料) Bureau of Labor Statistics (年/月)

就業希望非労働力人口と求職意欲喪失者



(資料) Bureau of Labor Statistics (年/月)
(注) 求職意欲喪失者：就業を希望するものの、経済情勢などを理由に希望する職が見つからず、職探しを断念した者。

就業者数・労働参加率別の失業率試算

(2013年末の失業率 / 14年末の失業率、%)

		就業者数増加幅(月平均)			
		10万人	15万人	20万人	25万人
労働参加率(年平均)変化幅	+0.2%	7.9 / 8.2	7.6 / 7.5	7.3 / 6.9	7.0 / 6.2
	+0.1%	7.8 / 9.0	7.5 / 7.3	7.1 / 6.6	6.8 / 5.9
	横ばい	7.7 / 7.7	7.3 / 7.0	7.0 / 6.3	6.7 / 5.6
	▲0.1%	7.5 / 7.4	7.2 / 6.7	6.9 / 6.0	6.6 / 5.3
	▲0.2%	7.4 / 7.2	7.1 / 6.5	6.8 / 5.8	6.5 / 5.1

(資料) Bureau of Labor Statistics, U.S. Census Bureau
をもとに日本総研作成

■ 米国トピックス②：住宅市場

■ 住宅価格の上昇が、個人消費を下支え

米国 欧州 原油

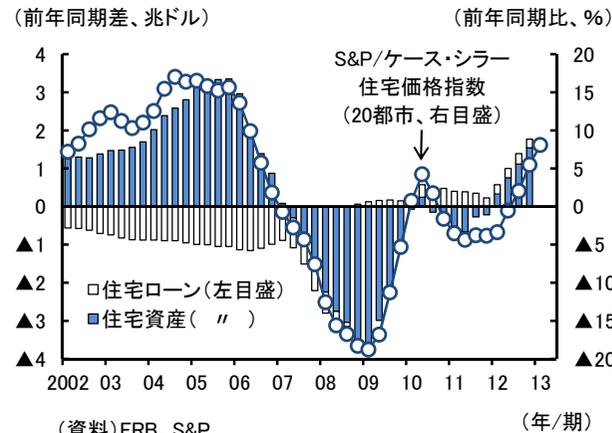
1月のS&P/ケース・シラー住宅価格指数(20都市)は前年同月比+8.1%と、2006年6月以来の高い伸びに。2012年入り後、住宅価格の上昇が続くなか、家計部門の住宅関連純資産残高(住宅資産残高-住宅ローン残高)は、増勢が加速しており、家計のバランスシート調整進展に作用。

また、住宅価格の上昇を受け、住宅の資産価値が住宅ローン残高を下回る、いわゆるアンダー・ウォーター物件が大幅に減少。12年には合計170万件の物件がアンダー・ウォーターの状態を脱した模様。

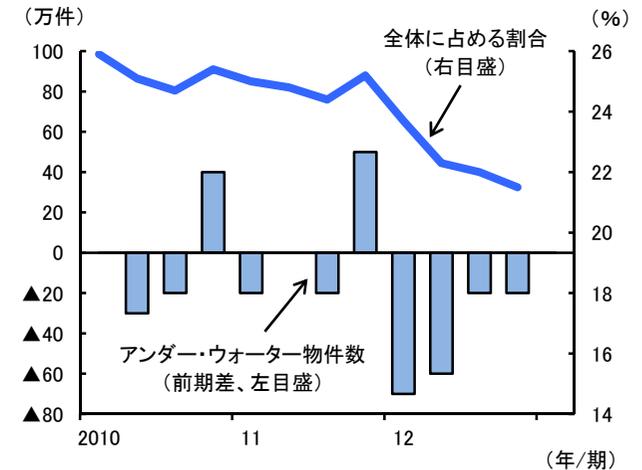
こうした物件では、アンダー・ウォーターの状態では困難であった低金利の住宅ローンへの借り換えが進むことにより、家計の債務負担の軽減が可能に。金融面からも、住宅ローン延滞率の低下に伴い、金融機関が新規貸付に積極的になりつつある状況。

ちなみに、所得階層別の株式と住宅の保有世帯割合をみると、住宅は株式に比べ、保有世帯が幅広く分布。住宅価格の上昇による「資産効果」は、株価上昇の恩恵を受けづらい中・低所得層への波及も期待でき、個人消費の下支えとなる見通し。

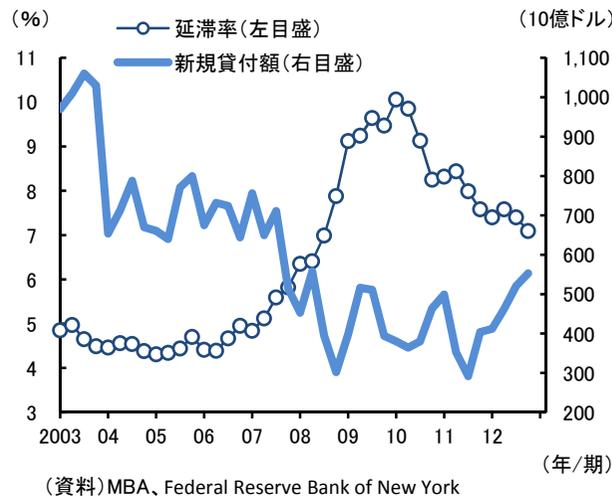
家計部門の住宅資産・負債残高と住宅価格



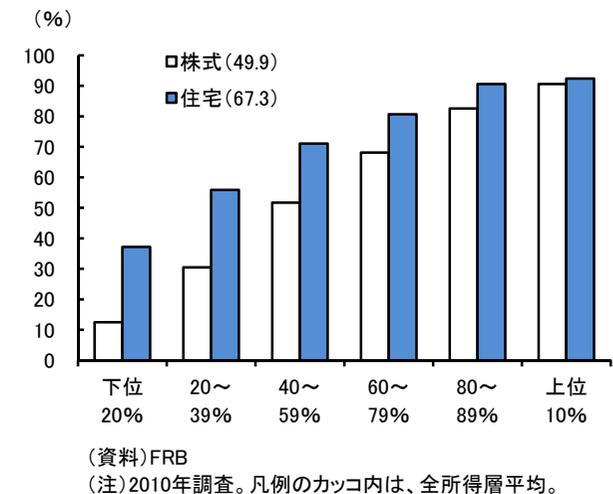
住宅市場のアンダー・ウォーター物件



住宅ローンの延滞率と新規貸付額



所得階層別の株式・住宅保有世帯割合



米国景気・金利見通し： 年半ばにかけて減速も、回復基調を維持

米国 → 欧州 → 原油

<景気見通し>

米国経済は、年半ばにかけて、緊縮策による個人消費の伸び悩みなどにより、一時的に減速感が強まる公算。もっとも、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に家計部門の底堅さが増すなか、景気の回復基調は崩れず。

当面、労働市場の大幅な需給緩和を受けた賃金の伸び悩みが足かせとなるものの、年央以降は、財政政策に対する不透明感が徐々に和らぐのに伴い、2%台半ばの成長ペースとなる見通し。

<金利見通し>

F R Bは、景気回復ペースが緩やかにとどまるなか、先行きも極めて緩和的な政策スタンスを継続。

長期金利は、世界的な景気回復期待の高まりが金利押し上げに作用。もっとも、財政政策に対する懸念や低金利政策の長期化観測も根強く、当面、現行水準でのみみ合いが続く見込み。今後、財政を巡る不透明感が薄らいでいけば、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(2013年3月1日時点)

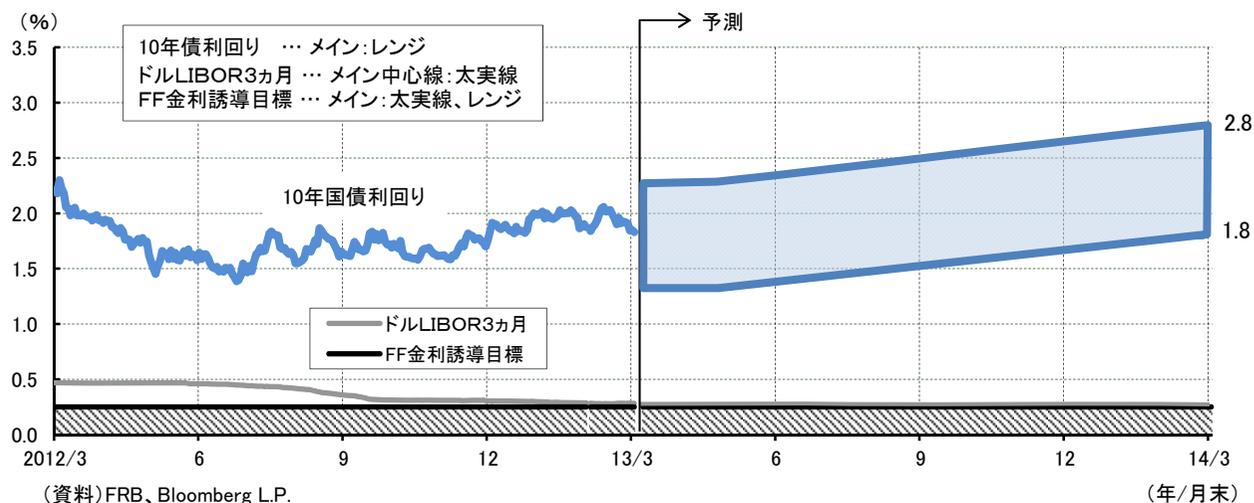
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2012年			2013年				2014年	2012年	2013年	2014年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	
実質GDP	1.3	3.1	0.4	1.9	1.8	2.3	2.6	2.6	2.2	1.8	2.6
個人消費	1.5	1.6	1.8	1.9	1.7	2.2	2.3	2.1	1.9	1.8	2.2
住宅投資	8.4	13.5	17.6	9.5	10.5	12.0	11.0	10.5	12.1	12.0	10.0
設備投資	3.6	▲ 1.8	13.2	5.3	8.1	8.2	7.0	7.5	8.0	6.7	7.5
在庫投資	▲ 0.5	0.7	▲ 1.5	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.1	▲ 0.1	0.1
政府支出	▲ 0.7	3.9	▲ 7.0	▲ 3.6	▲ 4.9	▲ 3.4	▲ 2.2	▲ 1.4	▲ 1.7	▲ 3.3	▲ 1.7
純輸出	0.2	0.4	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
輸出	5.3	1.9	▲ 2.8	3.0	4.2	6.8	7.5	6.6	3.4	2.9	6.6
輸入	2.8	▲ 0.6	▲ 4.2	1.6	2.5	4.5	5.1	4.9	2.4	1.0	4.8
実質最終需要	1.7	2.4	1.9	1.7	1.7	2.4	2.5	2.5	2.2	2.0	2.5
消費者物価	1.9	1.7	1.9	1.9	2.1	2.1	2.0	1.9	2.1	2.0	1.8
除く食料・エネルギー	2.3	2.0	1.9	1.9	1.9	2.1	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1

(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



FED WATCH :

資産買い入れ縮小には、労働市場の持続的な改善が必要と強調



FRBは3月19、20日のFOMCで、現行の金融緩和策の維持を決定。声明では、景気の現状判断について、昨年末にかけての足踏み状態から脱し、緩やかな回復基調にあるとの見方を示す一方、財政政策による制約に初めて言及。

市場で注目が集まっていた資産買い入れの縮小あるいは終了時期をめぐっては、「労働市場の見通しが十分に改善するまで買い入れを継続する」とのこれまでの表現を踏襲。バーナンキ議長はFOMC後の会見で、資産買い入れペースの見直しには、労働市場の改善が一時的なものではなく、何ヵ月も持続する必要があると強調したうえで、現時点ではそうした状況に至っていないと指摘。

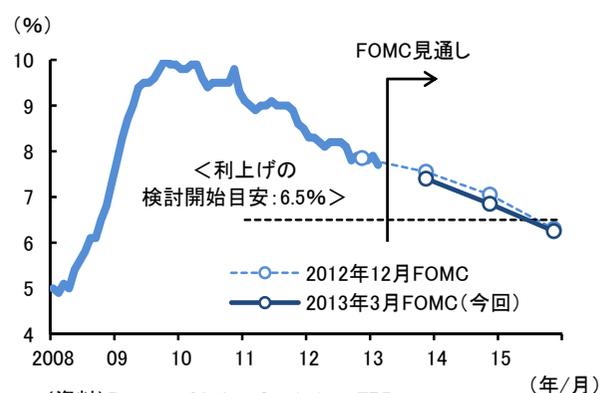
一方、超低金利政策の終了時期をめぐっては、FOMCメンバーの失業率見通しがやや上方修正されたものの、見直しの目安となる6.5%に達するのは2015年以降との見方は変わらず。FOMCメンバーの利上げ開始時期予想の分布も、2015年が多数を占める状況に変化はみられず。

FOMC声明(要旨)

今回(2013年3月19日、20日)		前回(2013年1月29日、30日)
<ul style="list-style-type: none"> より力強い景気回復と適正なインフレ水準の実現を支援するため、毎月400億ドルのMBSと450億ドルの長期国債の買い入れを継続。 物価安定のもと、労働市場の見通しが十分に改善するまで、国債とMBSの買い入れを継続し、その他適切な措置を講じる。 少なくとも、失業率が6.5%を上回る水準にとどまり、向こう1、2年のインフレがFOMCの長期目標である2%を0.5%ポイント超上回らないと見込まれ、長期インフレ期待が十分に抑制されている限り、異例な低金利が正当化されると予想。 	金融政策	<ul style="list-style-type: none"> より力強い景気回復と適正なインフレ水準の実現を支援するため、毎月400億ドルのMBSと450億ドルの長期国債の買い入れを継続。 労働市場の見通しが十分に改善しない場合、物価安定のもとでそうした改善が実現できるまで、国債とMBSの買い入れを継続し、その他適切な措置を講じる。 少なくとも、失業率が6.5%を上回る水準にとどまり、向こう1、2年のインフレがFOMCの長期目標である2%を0.5%ポイント超上回らないと見込まれ、長期インフレ期待が十分に抑制されている限り、異例な低金利が正当化されると予想。
<ul style="list-style-type: none"> 景気は、昨年終盤の足踏みの後、緩やかな成長に復帰。 労働市場は、ここ数ヵ月改善の兆しがみられるものの、失業率は依然高水準。家計支出や企業の固定投資は回復しており、住宅市場は力強さを増しているものの、財政政策による制約がいくらか強まっている。 適切な緩和策により、経済成長が緩やかなペースで進み、失業率はFOMCが2つの責務と一致すると考える水準に徐々に低下する見込み。経済見直しには、依然として下振れリスクがある。 インフレは、中期的にFRBの目標水準である2%か、それを下回る水準で推移する見込み。 	景気判断・インフレ認識	<ul style="list-style-type: none"> 天候に関連した混乱やその他の一時的な要因を主因に、景気はここ数ヵ月足踏み。 雇用は引き続き緩やかに拡大しているものの、失業率は依然高水準。家計支出や企業の固定投資は回復しており、住宅市場にも一段の改善がみられる。 適切な緩和策により、経済成長が緩やかなペースで進み、失業率はFOMCが2つの責務と一致すると考える水準に徐々に低下する見込み。国際金融市場の緊張はやや和らいだものの、経済見直しには、依然として下振れリスクがある。 インフレは、中期的にFRBの目標水準である2%か、それを下回る水準で推移する見込み。

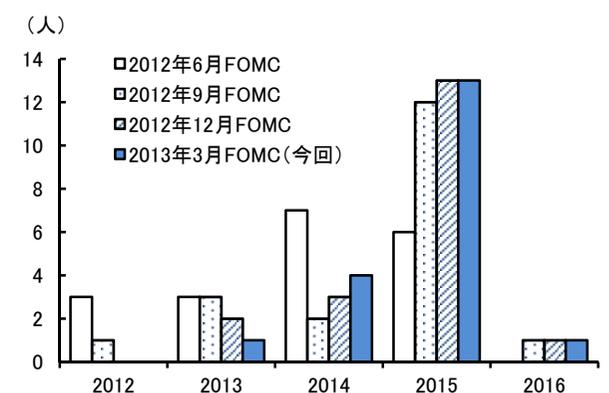
(資料)FRBをもとに日本総研作成

失業率のFOMC見直し



(資料)Bureau of Labor Statistics, FRB
(注)FOMC見直しは、中心レンジの中央値を表示。

FOMCメンバーが予想する利上げ開始時期



(資料)FRB

欧州経済の現状：

欧州は景気悪化が持続



＜企業部門＞

ユーロ圏の景況感は悪化傾向。ドイツの購買担当者景気指数（PMI 総合）は、堅調な国内家計部門や海外景気の持ち直し期待を背景に、景気判断の分かれ目となる「50」を上回っているものの、イタリアでの政局不安やキプロスでの金融不安等を受けた欧州債務問題の再燃懸念から、2ヵ月連続で悪化。また、フランスや南欧諸国では景気悪化が長期化し、「50」を下回る推移が持続。

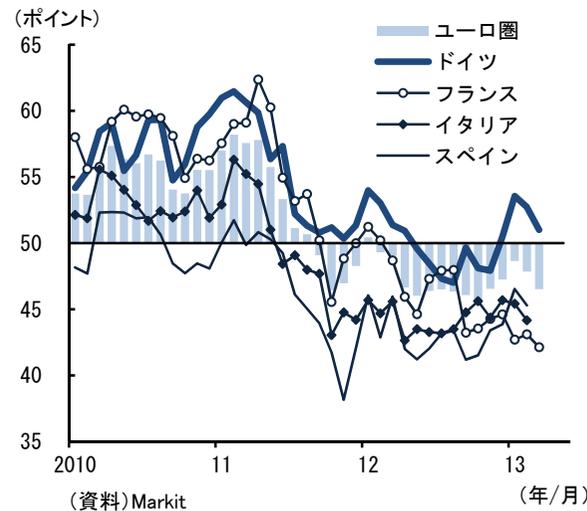
ドイツの輸出は、昨年末にかけて減少したものの、足許で下げ止まりの兆し。欧州域内の景気低迷は長期化が見込まれるものの、今後、米国や新興国景気が持ち直せば、ドイツの輸出は回復に転じる見込み。

＜家計部門＞

1月のユーロ圏失業率が1995年の統計開始以来最悪の11.9%となるなど、雇用環境の悪化が持続。とりわけ南欧諸国の雇用所得環境は極めて厳しく、個人消費の低迷が続く公算。

こうした状況にもかかわらず、景気浮揚を意図した利下げは困難な状況。フランスや南欧諸国では、景気悪化によりインフレ率が低下傾向にある一方、ドイツでは、堅調な国内景気を背景に緩やかながらインフレ率が上昇傾向にあり、ドイツ連銀を中心に一段の利下げに対する反発が根強く残存。

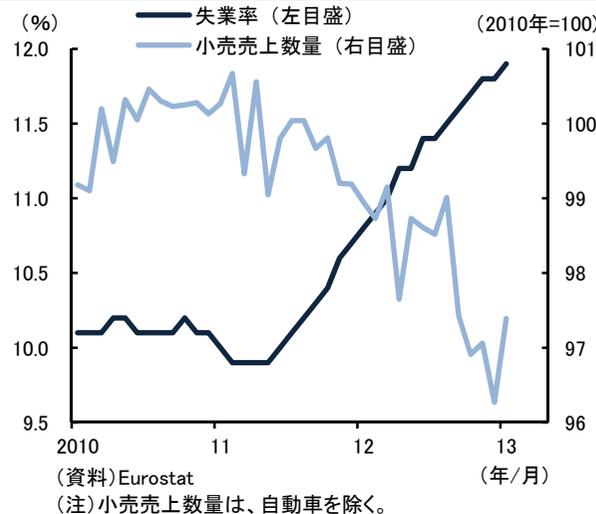
各国の購買担当者景気指数(総合)



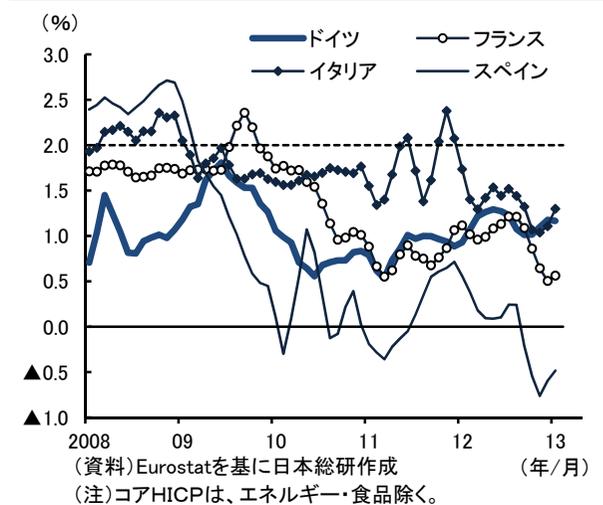
ドイツの地域別実質輸出



ユーロ圏の失業率と小売売上数量



各国の税制除くコアHICP



欧州トピックス：キプロス金融支援と欧州金融不安

キプロスの混乱が欧州危機の再燃につながる可能性は限定的



3月中旬、EU・IMFによるキプロスへの財政支援策に関して、当初少額預金を含む預金課税案が盛り込まれ、金融システムが混乱。同案は、キプロス議会で否決されたものの、今度はキプロスのデフォルト懸念が高まるなど、金融市場は動揺。最終的には、25日に預金者負担を高額預金者に限定した支援策が再合意され、キプロスは当面金融破綻を回避。

もっとも、金融支援の条件として、10万ユーロ超の預金への課税など、預金者に負担を強いたことから、金融が主要産業であるキプロスの大幅な景気悪化は避けられず、景気は大きく下押しされる公算。

一方、以下の2点を勘案すると、キプロス支援を巡る混乱が欧州危機の再燃につながる可能性は限定的。

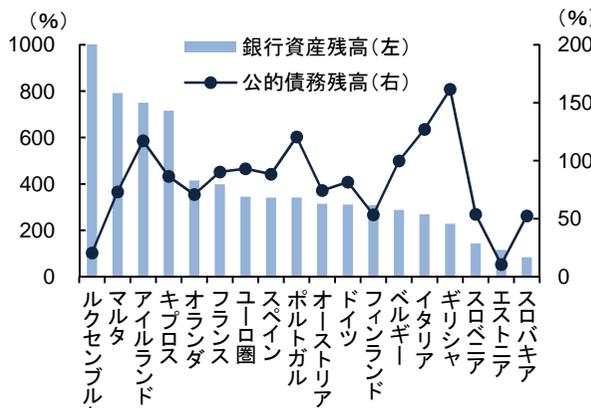
- ①キプロスの経済規模はユーロ圏の0.2%にとどまり、支援額も小。
- ②キプロスは、ロシアからの逃避資金の流入を背景に、経済規模に比べ銀行セクターが過度に肥大化していたという点で特異。

もっとも、金融支援の前提に預金者の負担を求めた今回の支援策が今後の金融支援の前例となるとの懸念は、当面燃り続ける見込み。イタリアでは引き続き政局不安が続くなど、今後も欧州債務問題が金融市場のかく乱要因に。

キプロス金融支援の概要	
ユーロ圏財務相会合(3月25日)	
・EUとIMFがキプロスに100億ユーロの金融支援。	
・ECBはキプロスに対する緊急流動性供給を継続。	
・キプロスは、国内第2位のキプロス・ポピュラー銀行(ライキ銀行)を整理。EU預金保証の上限である10万ユーロ未満の預金は、全額保護される一方、10万ユーロ超の部分には、強制課税の見込み(課税額は未定)。10万ユーロ超の大口預金の凍結により、EUとIMFがキプロス側に求める58億ユーロの拠出のうち、42億ユーロを確保可能。加えて、国内第1位のキプロス銀行の大口預金に対しても課税が必要となる見込み。	
・ライキ銀行の資産は、優良資産と不良資産に分割され、優良資産はキプロス銀行が吸収。	
キプロスの銀行の資本規制(3月28日~1ヵ月間継続の予定)	
・預金引き出し額の上限は、1日当たり300ユーロ。	
・クレジットカード利用は、キプロス国内では無制限、海外では1ヵ月当たり5,000ユーロが上限。	
・キプロス国外の口座への送金は制限。	
・定期預金の中途解約・小切手の現金化は禁止。	

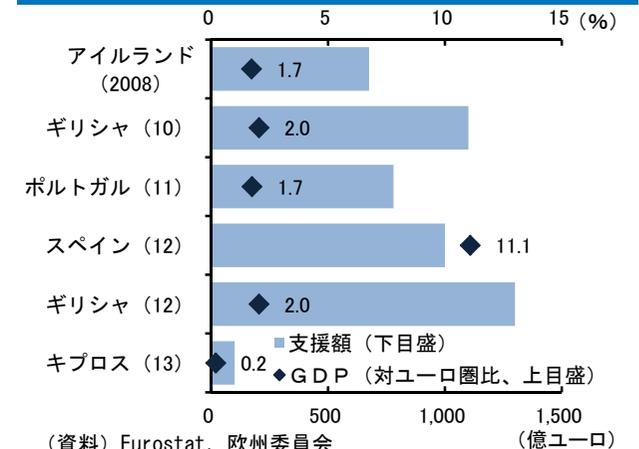
(資料)ユーログループ、キプロス中央銀行、各種報道

銀行資産残高と公的債務残高(対GDP比)



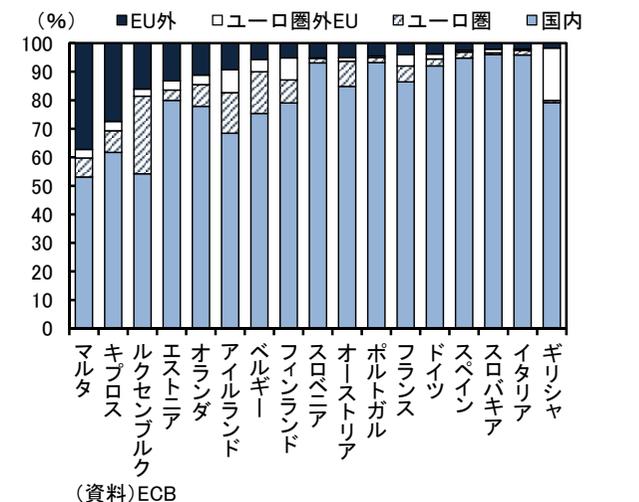
(資料)Eurostat、ECB、各国中銀、欧州委員会
(注)アイルランド・ルクセンブルクは2012年9月末時点。ルクセンブルクの銀行資産残高は、2,248%。

過去の財政支援とGDPの規模



(資料)Eurostat、欧州委員会
(注1) GDPは2012年。アイルランドは2012年9月末時点。
(注2) 括弧内は、支援実施年。

銀行預金残高の内訳



英国経済の現状：

インフレによる所得環境の悪化が消費者マインドを下押し

米国 欧州 原油

＜企業部門＞

英国の輸出は弱含むも、足許で底打ちの兆し。米国向けが、「財政の崖」回避を背景に増加に転じたほか、新興国向けも持ち直し。一方、欧州景気の悪化が続いていることから、域内向けは低迷が続く見込み。

＜家計部門＞

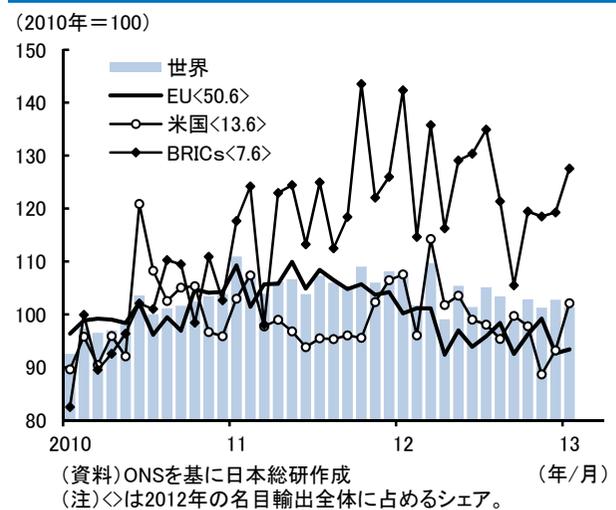
家計部門は、弱含みが持続。インフレ率の高止まりを受け、実質賃金の減少が続いているほか、消費者マインドも低迷。2月の小売売上高は前月比+2.1%と大幅に増加したものの、大雪の影響で前月の消費が大きく落ち込んだ反動と判断。

住宅市場は、住宅価格に対して先行性を有する住宅ローン承認件数が3カ月連続で減少。英中央銀行（BOE）が融資促進制度（FLS）を実施しているものの、雇用・所得環境に厳しさが残存するなか、持ち直しペースは緩慢。

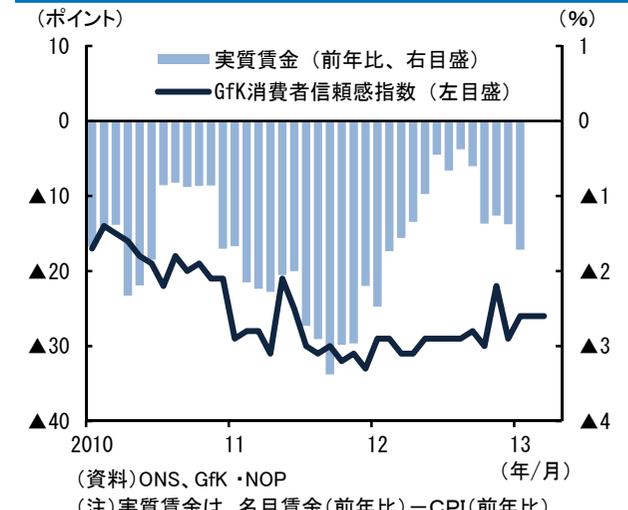
＜政府部門＞

以上のような状況下、英予算責任局（OBR）は経済成長見通しを下方修正。財政再建目標の達成も後ずれし、緊縮財政が長期化する見込み。緊縮財政が景気を悪化させ、財政再建を遅らせる悪循環に。

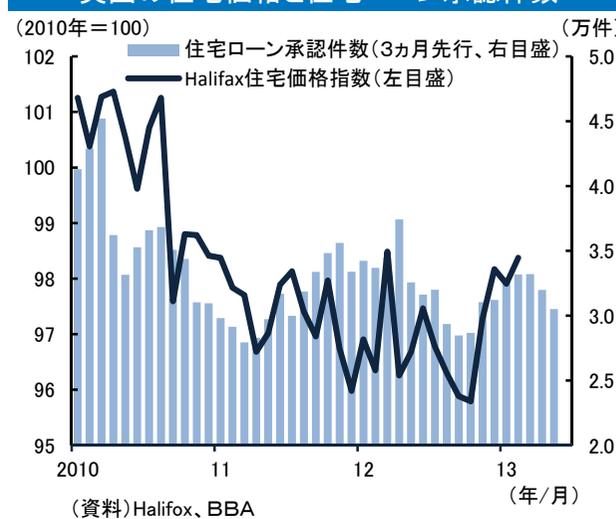
英国の地域別実質輸出



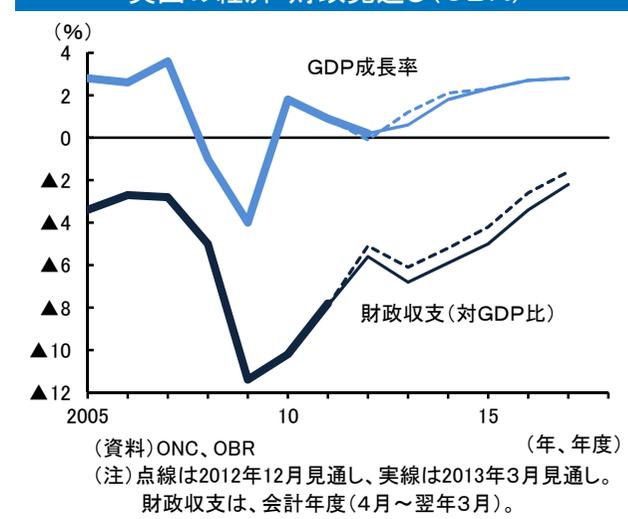
英国の実質賃金とGfK消費者信頼感指数



英国の住宅価格と住宅ローン承認件数



英国の経済・財政見通し(OBR)



欧州経済見通し：

緊縮財政を受けた域内需要の低迷を主因に、景気悪化が長期化

米国

欧州

原油

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、今春にかけて悪化が続く見込み。その後、ドイツでは、良好な雇用・所得環境を背景に国内需要の拡大が見込まれるほか、海外景気の持ち直しを受けた輸出の増加が景気を下支え。一方、南欧重債務国を中心に、緊縮財政や、労働コスト削減に向けた所得減の長期化が避けられず、ユーロ圏全体では、景気低迷が続く見通し。

インフレ率は、景気低迷の長期化を背景に、ECBの目標水準（2%未満）近辺で推移する見通し。

英国では、雇用・所得環境に厳しさが残るなか、消費者マインドの低迷が持続。個人消費を中心に、景気低迷が長期化する見通し。

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、BOEの目標水準である2%程度に向けて緩やかに低下していく見通し。

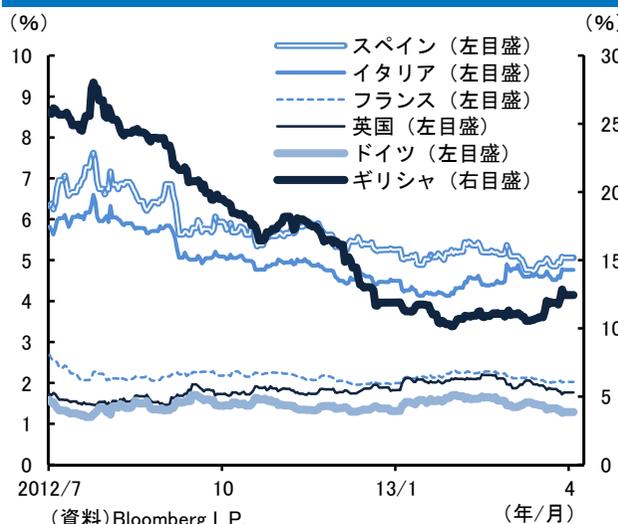
欧州各国経済・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

		2012年			2013年				2014年	2012年 (実績)	2013年 (予測)	2014年
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
		(実績)			(予測)							
ユーロ圏	実質GDP	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 2.3	▲ 0.3	0.6	0.7	0.9	0.8	▲ 0.6	▲ 0.4	0.9
	消費者物価指数	2.5	2.5	2.3	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7	2.5	1.8	1.7
ドイツ	実質GDP	1.1	0.9	▲ 2.3	0.6	1.5	1.3	1.4	1.2	0.7	0.3	1.4
	消費者物価指数	2.1	2.1	2.0	1.8	2.1	2.1	2.2	2.3	2.2	2.1	2.3
フランス	実質GDP	▲ 0.4	0.7	▲ 1.2	▲ 0.5	0.5	0.6	0.7	0.6	▲ 0.0	▲ 0.1	0.7
	消費者物価指数	2.3	2.3	1.7	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	2.2	1.5	1.5
英国	実質GDP	▲ 1.5	3.8	▲ 1.2	0.0	0.8	0.9	1.0	1.1	0.1	0.4	1.1
	消費者物価指数	2.8	2.4	2.6	2.6	2.4	2.2	2.1	2.1	2.8	2.3	2.1

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

各国の10年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

【マーケット・ホット・トピック】

＜欧州危機の再燃懸念＞

キプロス金融支援策の策定難航を受け、キプロスと経済的なつながりが深く、財政再建中のギリシャの長期国債利回りが上昇。一方、安全資産選好から、ドイツ・英国・フランス国債の利回りは低下し、金利の二極化が顕著に。

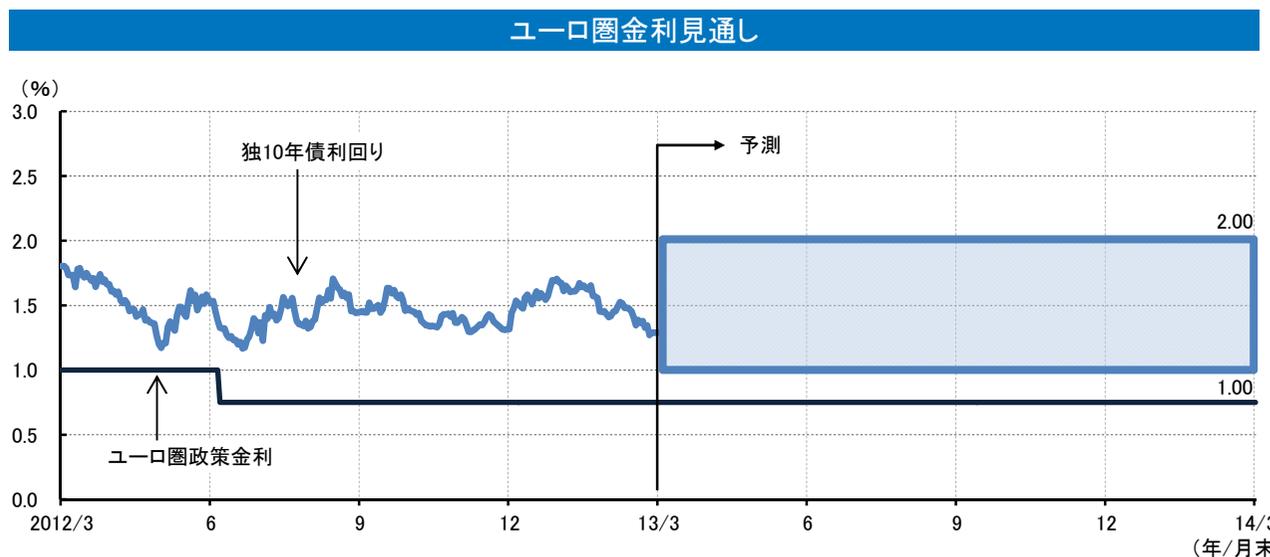
キプロスとEU・IMFによる支援策の合意を受け、金利のさらなる二極化には歯止めがかかったものの、預金者負担を求めた今回の金融支援策が今後の前例となることの懸念や、イタリアでの政局不安を背景に、安全資産選好は持続する見込み。

■ 欧州金利見通し：
■ 根強い安全資産選好・景気低迷を受け、低金利が長期化



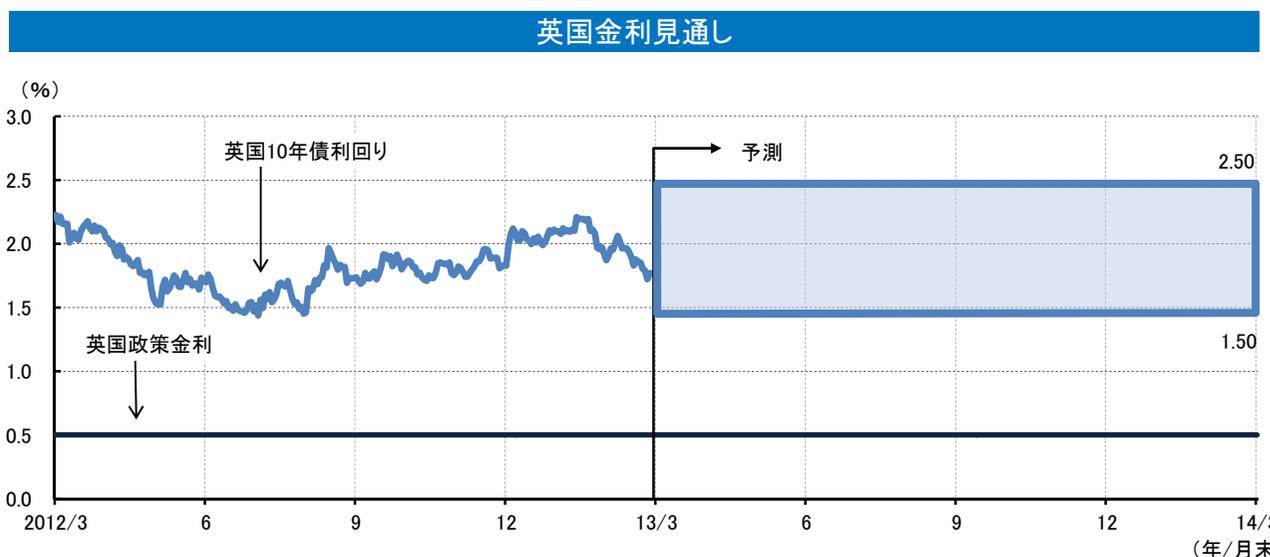
ECBは、預金金利がすでにゼロ%に低下するなか、利下げの景気押し上げ効果が限られるため、当面は現行の政策金利水準を維持する見通し。

独10年国債利回りは、世界的な景気回復期待が上昇要因として作用するものの、欧州域内の景気低迷や、域内の政局不安等を受けた安全資産選好が金利低下圧力として根強く作用し、当面1%台半ばを中心とした一進一退が続く見込み。



BOEは、景気支援を優先する姿勢を維持しており、政策金利は当面据え置く一方、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、根強い安全資産選好や、景気の低迷長期化を受け、当面2%を中心とする水準での推移が続く見通し。



原油市場動向：原油価格

需要拡大期待や地政学リスクの高まりが、価格押し上げに作用

米国

欧州

原油

＜原油市況＞

3月のWTI先物価格は、中国のPMI指数の悪化を受け、月初に90ドル前後まで下落。その後は、キプロス救済策を巡る混乱などから下落する場面もあったものの、米景気指標の改善を受け、総じて強含み。

月下旬には、9週間ぶりの原油在庫の減少や、キプロス問題の進展期待が、原油価格を押し上げ。

＜投機筋・投機資金の動向＞

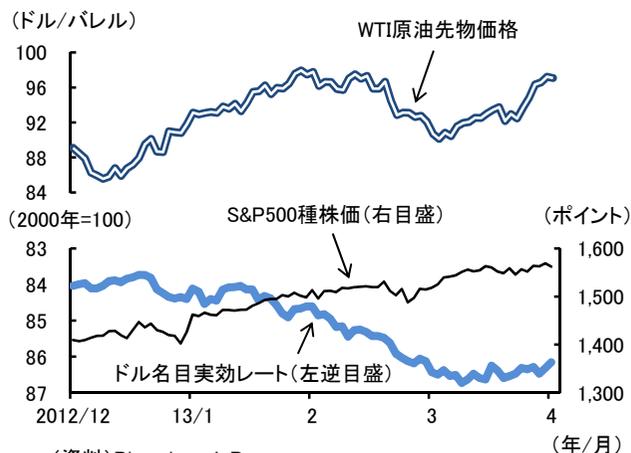
投機筋の買いポジションは、2月半ば以降、減少傾向に。もともと、3月入り後の原油価格の反転を受け、減少ペースは大きく鈍化したほか、3月下旬には再び増加。

＜原油価格見通し＞

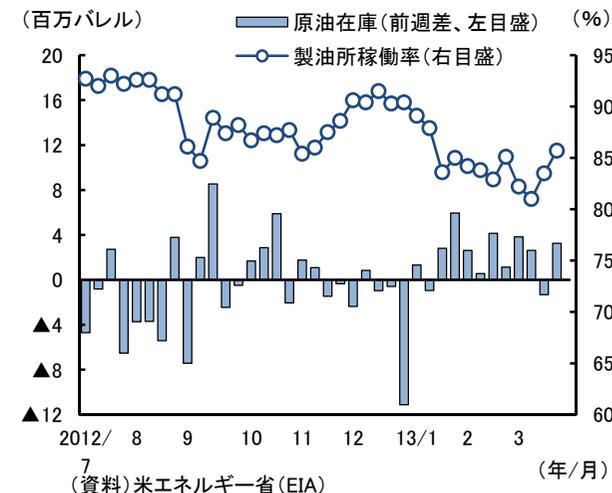
WTI先物は、①新興国を中心とした中長期的な需要拡大期待、②世界的な金融緩和の長期化に伴う投機資金の流入、③中東や北アフリカの地政学リスクの高まり、などが価格押し上げに作用。

もともと、欧州債務問題の長期化や中国景気の先行きに対する懸念も根強く、一本調子の上昇とはならない見通し。

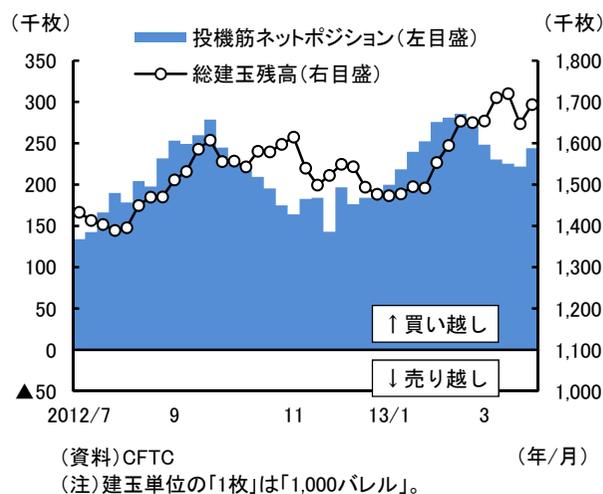
原油価格と株価・為替レート



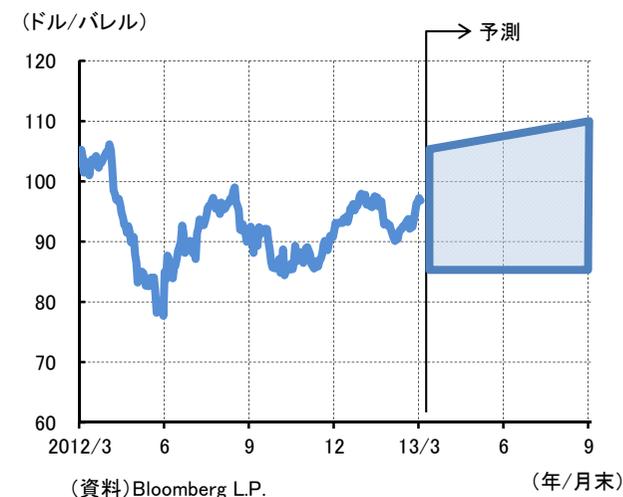
米国の原油在庫と製油所稼働率



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



原油市場動向：米欧の原油需給動向

WT I 原油と北海ブレント原油の価格差が大きく縮小



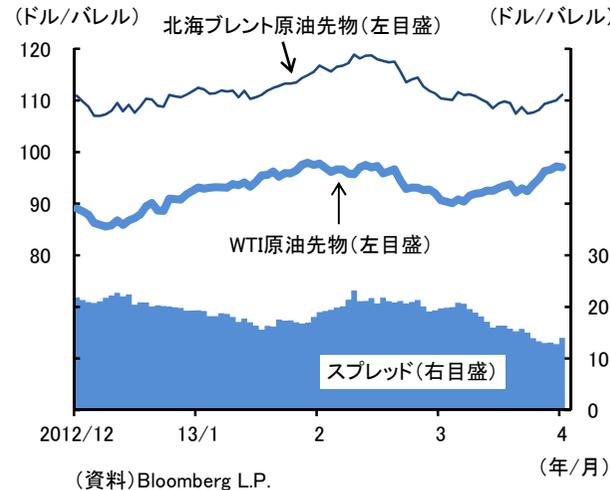
3月入り後、WT I 原油価格が上昇する一方、北海ブレント原油価格が低下し、両者の価格差が2012年半ば以来の水準まで低下。

背景には、米欧での原油需給環境の変化。米国では、景気回復期待の高まりが原油価格を押し上げているほか、WT I 原油の受け渡し地点であるクッシング地域の原油在庫の緩やかな減少が、価格下支えに作用。クッシング地域の原油在庫については、先行きも、メキシコ湾岸につながるパイプラインの増強や鉄道による原油輸送の拡大などが、在庫減少に寄与する可能性。

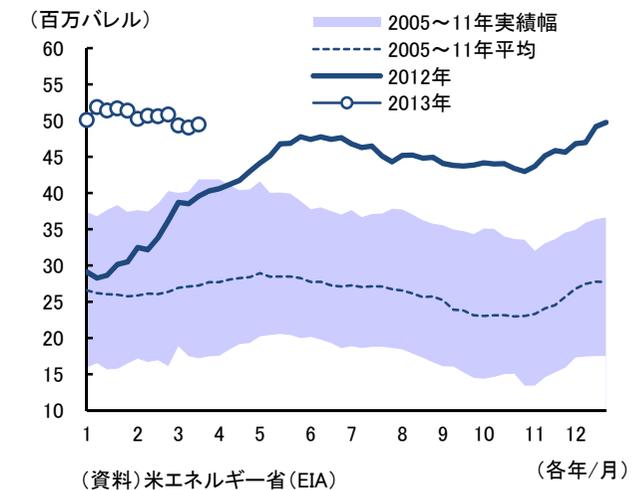
一方、欧州では、景気低迷の長期化や、キプロス問題を発端とした欧州債務問題への警戒感の高まり、設備補修作業の終了に伴う北海油田の生産量増加観測などが、原油価格押し下げ要因に。

加えて、米国では原油生産が急増するなか、原油輸入量が大きく減少しており、2013年末には輸入量が生産量を下回る見込み。これまで米国向けに輸出されていた原油が欧州に向かうとの見方から、北海ブレント原油の価格押し下げ圧力が一段と強まる可能性。

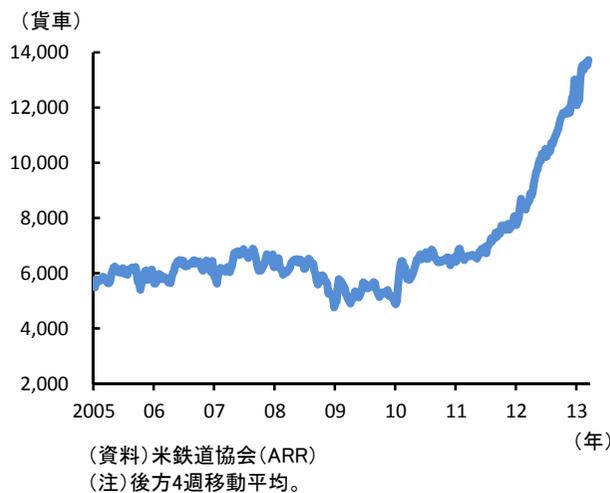
原油価格の推移



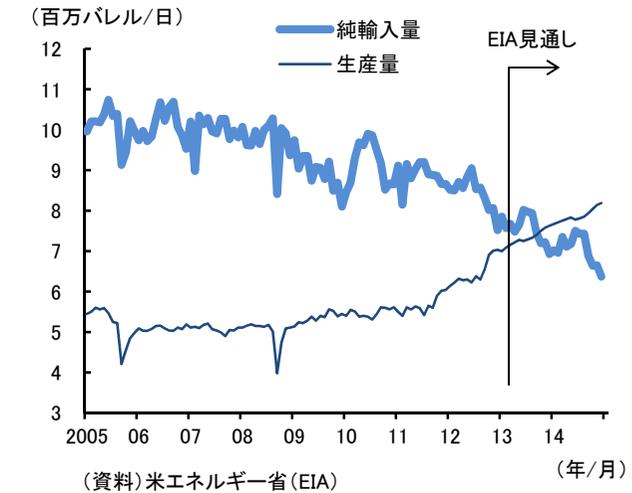
米国クッシング地域の原油在庫



米国の原油・石油製品の鉄道輸送量



米国の原油生産量と輸入量



内外市場データ（月中平均）

	為替相場			国内市場				米国市場				欧州市場					商品市況		
	¥/\$ (NY終値)	¥/€ (NY終値)	\$/€ (NY終値)	無担0/N (%)	TIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	F F 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	N Y ダウ 工業株 (ドル)	S&P500	EONIA (%)	EURIBOR 3ヵ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英国債 10年物 (%)	ユーロ・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
09/7	94.45	133.05	1.4086	0.1016	0.56	1.34	9691.12	0.16	0.52	3.53	8679.75	935.82	0.36	0.98	3.36	3.81	2462.09	64.29	935.05
09/8	94.92	135.40	1.4266	0.1057	0.55	1.37	10430.35	0.16	0.42	3.57	9375.06	1009.72	0.35	0.86	3.33	3.69	2702.65	71.14	949.73
09/9	91.39	133.10	1.4564	0.1025	0.53	1.31	10302.87	0.15	0.30	3.39	9634.97	1044.55	0.36	0.77	3.29	3.66	2827.93	69.47	997.95
09/10	90.31	133.83	1.4818	0.1061	0.53	1.33	10066.24	0.12	0.28	3.36	9857.34	1067.66	0.36	0.74	3.23	3.54	2865.49	75.82	1045.02
09/11	89.11	133.01	1.4928	0.1053	0.52	1.35	9640.99	0.12	0.27	3.38	10227.55	1088.07	0.36	0.72	3.28	3.71	2843.77	78.15	1131.67
09/12	90.05	131.15	1.4568	0.1011	0.47	1.26	10169.01	0.12	0.25	3.59	10433.44	1110.38	0.36	0.71	3.23	3.84	2907.65	74.60	1126.72
10/1	91.22	130.20	1.4272	0.0964	0.45	1.33	10661.62	0.11	0.25	3.71	10471.24	1123.58	0.34	0.68	3.29	3.97	2922.72	78.40	1117.09
10/2	90.16	123.35	1.3682	0.1007	0.44	1.33	10175.13	0.13	0.25	3.68	10214.51	1089.16	0.34	0.66	3.19	4.02	2727.48	76.45	1097.81
10/3	90.72	123.12	1.3574	0.0973	0.44	1.34	10671.49	0.16	0.27	3.72	10677.52	1152.05	0.35	0.65	3.13	4.02	2890.47	81.29	1114.57
10/4	93.49	125.54	1.3428	0.0929	0.41	1.35	11139.77	0.20	0.31	3.82	11052.15	1197.32	0.35	0.65	3.09	3.99	2937.30	84.58	1149.50
10/5	91.88	115.21	1.2535	0.0908	0.39	1.27	10103.98	0.20	0.46	3.40	10500.19	1125.06	0.34	0.69	2.80	3.72	2642.13	74.12	1206.58
10/6	90.81	110.89	1.2212	0.0948	0.39	1.20	9786.05	0.18	0.54	3.19	10159.27	1083.36	0.35	0.73	2.63	3.49	2641.66	75.40	1233.98
10/7	87.56	112.09	1.2803	0.0944	0.37	1.10	9456.84	0.18	0.51	2.98	10222.24	1079.80	0.48	0.85	2.65	3.38	2669.50	76.38	1192.99
10/8	85.37	110.12	1.2898	0.0950	0.37	0.98	9268.23	0.19	0.36	2.68	10350.40	1087.28	0.43	0.90	2.37	3.07	2712.23	76.67	1217.90
10/9	84.38	110.47	1.3093	0.0912	0.36	1.06	9346.72	0.19	0.29	2.64	10598.07	1122.08	0.45	0.88	2.34	3.02	2766.09	75.55	1272.30
10/10	81.80	113.69	1.3900	0.0909	0.34	0.89	9455.09	0.19	0.29	2.51	11044.49	1171.58	0.70	1.00	2.37	2.96	2817.71	81.97	1344.78
10/11	82.58	112.61	1.3641	0.0906	0.34	1.05	9797.18	0.19	0.29	2.74	11198.31	1198.89	0.59	1.04	2.56	3.20	2809.64	84.31	1371.80
10/12	83.22	110.06	1.3227	0.0869	0.34	1.19	10254.46	0.18	0.30	3.28	11465.26	1241.53	0.50	1.02	2.96	3.50	2825.58	89.23	1392.60
11/1	82.62	110.49	1.3374	0.0848	0.34	1.21	10449.53	0.17	0.30	3.36	11802.37	1282.62	0.66	1.02	3.05	3.60	2900.69	89.58	1361.02
11/2	82.57	112.80	1.3662	0.0934	0.34	1.28	10622.27	0.16	0.31	3.56	12190.00	1321.12	0.71	1.09	3.23	3.77	3015.73	89.74	1375.12
11/3	81.64	114.45	1.4019	0.0846	0.34	1.25	9852.45	0.14	0.31	3.40	12081.48	1304.49	0.66	1.18	3.25	3.60	2890.36	102.98	1422.91
11/4	83.17	120.35	1.4473	0.0623	0.33	1.27	9644.62	0.10	0.28	3.43	12434.88	1331.51	0.97	1.32	3.35	3.63	2947.16	110.04	1485.41
11/5	81.15	116.24	1.4326	0.0693	0.33	1.14	9650.78	0.09	0.26	3.15	12579.99	1338.31	1.03	1.43	3.11	3.36	2885.77	101.36	1512.55
11/6	80.47	115.89	1.4401	0.0685	0.33	1.13	9541.53	0.09	0.25	2.99	12097.31	1287.29	1.12	1.49	2.97	3.25	2766.61	96.29	1528.62
11/7	79.27	113.30	1.4293	0.0731	0.33	1.11	9996.68	0.07	0.25	2.98	12512.33	1325.18	1.01	1.60	2.79	3.13	2743.46	97.34	1574.62
11/8	77.05	110.46	1.4339	0.0806	0.33	1.02	9072.94	0.10	0.29	2.29	11326.62	1185.31	0.91	1.55	2.25	2.55	2297.21	86.34	1763.99
11/9	76.86	105.70	1.3752	0.0801	0.33	1.00	8695.42	0.08	0.35	1.96	11175.45	1173.88	1.01	1.54	1.87	2.41	2124.31	85.61	1771.92
11/10	76.68	105.26	1.3728	0.0814	0.33	1.01	8733.56	0.07	0.41	2.13	11515.93	1207.22	0.96	1.58	2.04	2.50	2312.30	86.43	1671.25
11/11	77.54	105.09	1.3554	0.0768	0.33	0.99	8506.11	0.08	0.48	2.00	11804.33	1226.41	0.79	1.49	1.95	2.24	2239.58	97.16	1739.43
11/12	77.84	102.35	1.3149	0.0778	0.33	1.00	8505.99	0.07	0.56	1.97	12075.68	1243.32	0.63	1.43	1.99	2.11	2283.30	98.58	1638.58
12/1	76.93	99.33	1.2912	0.0805	0.33	0.97	8616.71	0.08	0.57	1.93	12550.89	1300.58	0.38	1.22	1.86	2.04	2382.07	100.32	1657.22
12/2	78.60	104.06	1.3237	0.0849	0.33	0.96	9242.33	0.10	0.50	1.96	12889.05	1352.49	0.37	1.05	1.90	2.13	2508.24	102.26	1741.61
12/3	82.55	109.07	1.3214	0.0840	0.33	1.00	9962.35	0.13	0.47	2.16	13079.47	1389.24	0.36	0.86	1.88	2.25	2532.18	106.20	1676.67
12/4	81.27	106.99	1.3164	0.0745	0.33	0.95	9627.42	0.14	0.47	2.03	13030.75	1386.43	0.35	0.74	1.73	2.12	2340.78	103.35	1649.74
12/5	79.68	101.90	1.2788	0.0836	0.33	0.85	8842.54	0.16	0.47	1.78	12721.08	1341.27	0.34	0.69	1.46	1.87	2198.50	94.72	1587.68
12/6	79.35	99.57	1.2548	0.0764	0.33	0.84	8638.08	0.16	0.47	1.61	12544.90	1323.48	0.33	0.66	1.43	1.67	2152.74	82.41	1600.53
12/7	78.98	97.09	1.2293	0.0836	0.33	0.77	8760.68	0.16	0.45	1.50	12814.10	1359.78	0.18	0.50	1.31	1.55	2258.36	87.93	1593.68
12/8	78.68	97.59	1.2404	0.0863	0.33	0.80	8949.88	0.13	0.43	1.67	13134.90	1403.44	0.11	0.33	1.42	1.57	2424.50	94.16	1630.27
12/9	78.16	100.62	1.2874	0.0848	0.33	0.80	8948.59	0.14	0.39	1.70	13418.50	1443.42	0.10	0.25	1.55	1.77	2530.69	94.56	1745.83
12/10	79.01	102.47	1.2970	0.0849	0.33	0.77	8827.39	0.16	0.33	1.72	13380.65	1437.82	0.09	0.21	1.52	1.80	2503.47	89.57	1744.43
12/11	81.05	104.07	1.2838	0.0856	0.32	0.74	9059.86	0.16	0.31	1.65	12896.44	1394.51	0.08	0.19	1.39	1.79	2513.98	86.73	1722.91
12/12	83.91	110.16	1.3127	0.0822	0.32	0.74	9814.38	0.16	0.31	1.71	13144.18	1422.29	0.07	0.19	1.36	1.85	2625.55	88.25	1683.45
13/1	89.10	118.53	1.3302	0.0828	0.30	0.77	10750.85	0.14	0.30	1.88	13615.32	1480.40	0.07	0.21	1.56	2.04	2715.30	94.83	1671.17
13/2	93.13	124.24	1.3339	0.0866	0.28	0.74	11336.44	0.15	0.29	1.97	13967.33	1512.31	0.07	0.22	1.60	2.11	2630.40	95.32	1626.95
13/3	94.87	122.92	1.2957	0.0780	0.25	0.60	12244.03	0.14	0.28	1.94	14418.26	1550.83	0.07	0.21	1.41	1.89	2680.18	92.96	1593.62