
欧米経済展望

2017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	井上 恵理菜	(Tel : 03-6833-6380	Mail : inoue.erina@jri.co.jp)
◆欧州経済担当	藤山 光雄	(Tel : 03-6833-2453	Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)
	橘高 史尚	(Tel : 03-6833-8798	Mail : kittaka.fuminao@jri.co.jp)
◆原油市場担当	藤山 光雄		

◆本資料は2017年4月3日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

所得環境の底堅さと財政政策への期待が消費を下支え

◆民間サービス業の賃金が伸び悩み

米国の雇用環境は良好。人口に占める失業者数や就業を望む非労働力人口の割合は、2016年に金融危機前の水準近くまで低下。雇用環境がほぼ完全雇用に達するなか、労働需給はひっ迫しつつあり、求人率は高水準で高止まり。

一方、賃金の伸びは依然として緩慢。労働供給が現在と同程度にひっ迫していた2000年代半ばと比較すると、とりわけ民間サービス業の賃金の上昇ペースが緩慢。パートタイム比率の高止まりや労働生産性の伸び悩みなどが、サービス業の賃金の重石となっている可能性。

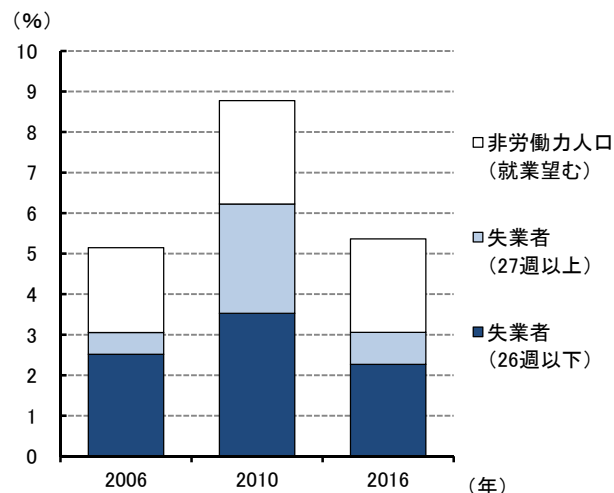
先行き、労働需給の更なるひっ迫に伴い、賃金の上昇ペースは徐々に加速すると見込まれるものの、過去の局面と比べると緩やかな上昇となる見込み。

◆消費者マインドの改善が加速

雇用・所得環境の底堅さや、減税など新政権の財政政策に対する期待などから、消費者マインドが2000年末以来の水準まで上昇。

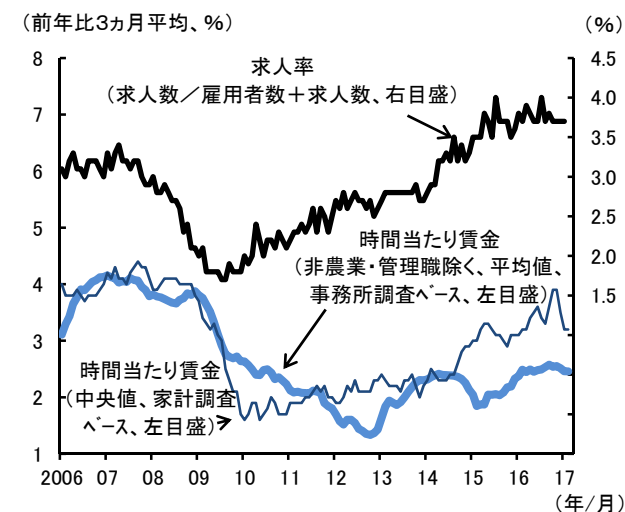
こうしたなか、小売売上高が堅調な増加ペースを維持するなど、個人消費は回復傾向が持続。

16歳以上人口に占める失業者・非労働力人口



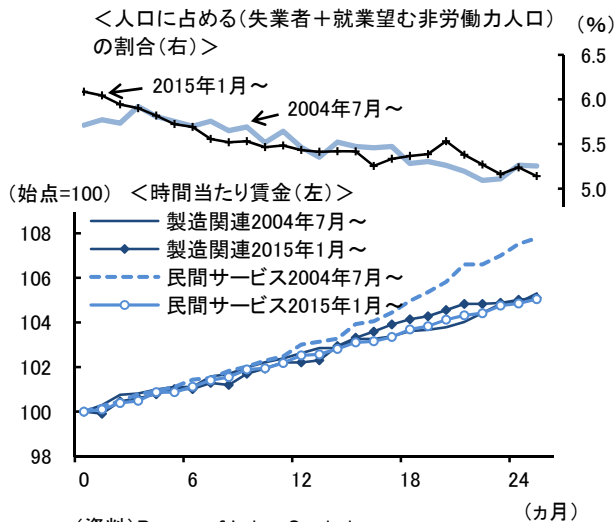
(資料)Bureau of Labor Statistics、FRBを基に日本総研作成

時間当たり賃金と求人率



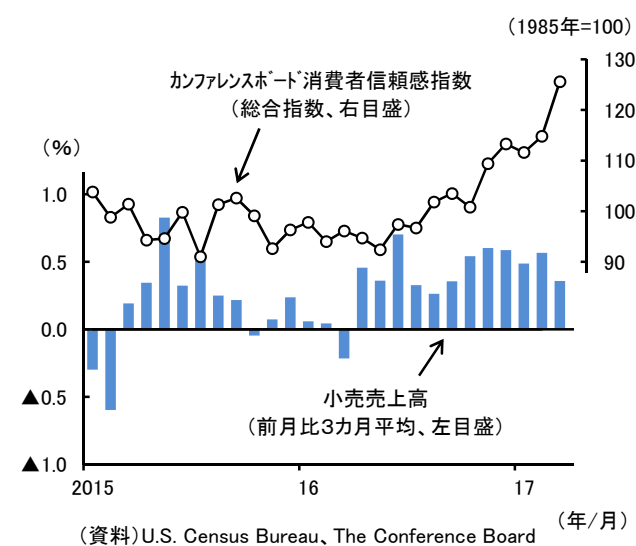
(資料)Bureau of Labor Statistics、アトランタ連銀

雇用と賃金の回復ペース



(資料)Bureau of Labor Statistics

小売売上高と消費者マインド



(資料)U.S. Census Bureau、The Conference Board

製造業は回復局面、住宅販売も堅調

◆製造業は回復局面

ISM製造業景況指数は、2016年末以降急速に改善。内外景気の持ち直しが続いていることが背景。とりわけ、新規受注が大幅に改善しており、先行きに明るさ。さらに、トランプ政権の政策に対する期待も、企業マインドを押し上げに寄与している公算。

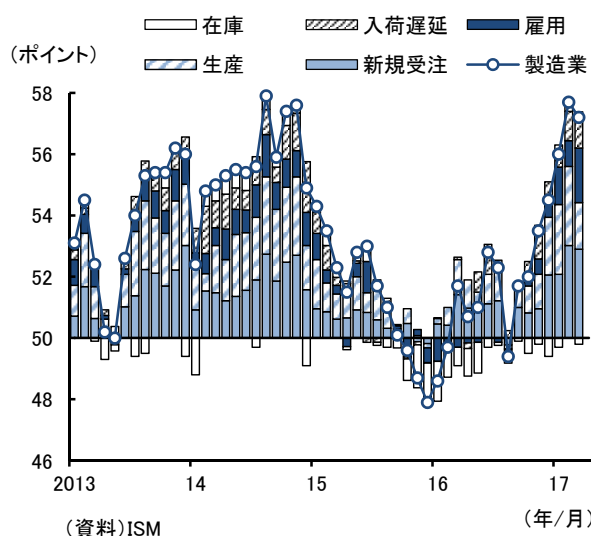
実体経済をみても、製造業は回復の動きが強まっている状況。製造業生産が消費財（自動車・一般機械以外）をけん引役に6ヵ月連続で増加しているほか、設備稼働率も上昇傾向。先行きも、内外景気の持ち直しに伴い、緩やかな増産が続く見通し。

◆住宅販売堅調、在庫率低水準

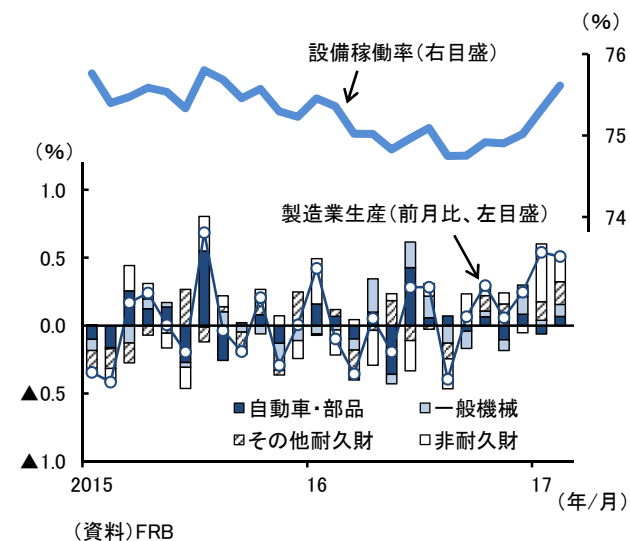
FRBの利上げなどを背景に住宅ローン金利は上昇しているものの、住宅販売件数は増勢が持続。

先行き、家計を取り巻く良好な環境が持続すると見込まれるなか、住宅販売は堅調さを維持する公算。もっとも、中古住宅を中心に在庫率が歴史的な低水準にあるなど供給制約が強いため、販売件数の加速は見込み難い状況。

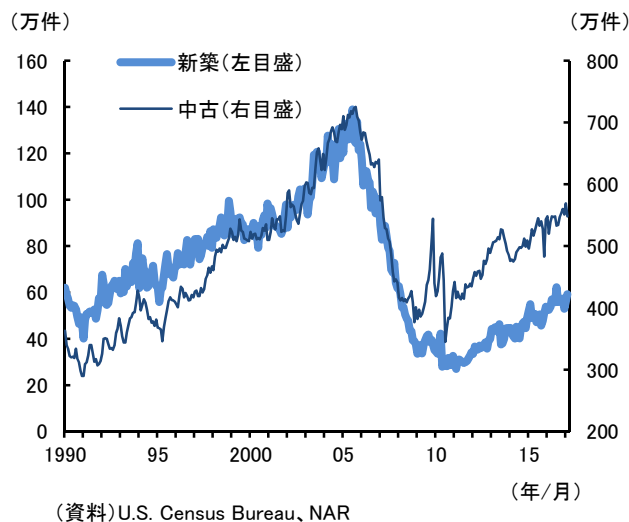
ISM製造業景況指数



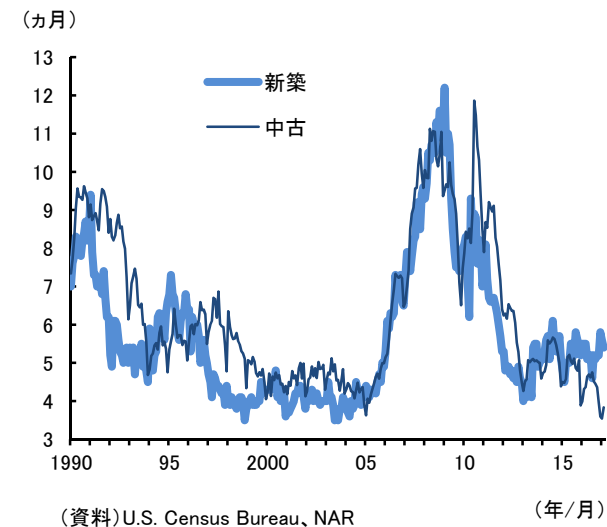
製造業生産と設備稼働率



住宅販売件数



住宅在庫率



トピックス①：新政権の政策運営は議会との協議がカギを握る段階へ

◆オバマケア代替法断念

トランプ政権が法案可決を目指していたオバマケア代替法は、オバマケアの完全撤廃を主張する共和党保守派と無保険者の増加を懸念する共和党穏健派双方の反対にあい、早期成立がかなわず。

政権と議会の協調が求められる初の機会であったために、今回の調整失敗を受け、その他の政策の実現も不安視される状況。

◆中間選挙に向けた動きが始動

今後、トランプ政権は、大統領令によって政策実績を積み上げるステージから、議会との協議を通じて重要政策を実現していくステージに。

もし、妥協点が見い出せず、公約がほとんど実現できなければ、低下傾向にある支持率がさらに低下する恐れ。

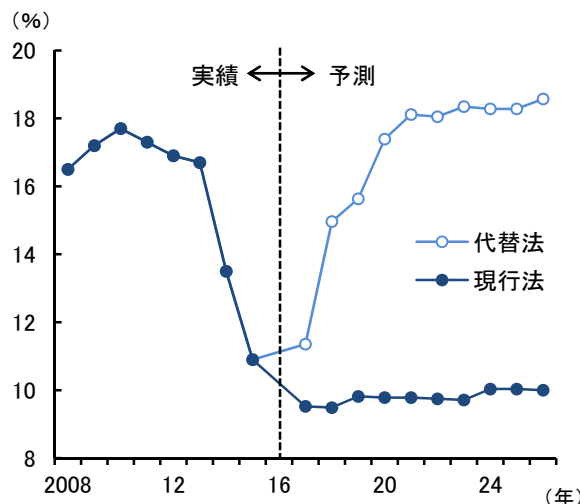
政権と議会は、既に来年の中間選挙を見据えており、それに向けて成果を一つずつ積み重ねていけるかが焦点に。

◆財政政策と通商政策は同時進行で

当面、財政政策（次頁トピックス②参照）と通商政策が同時進行で協議される見込み。

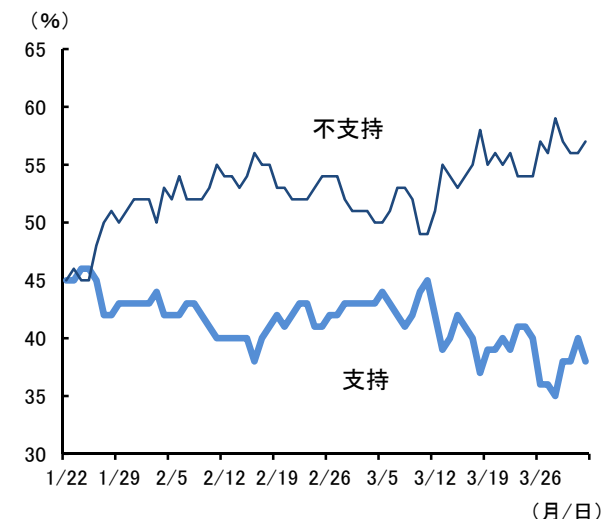
通商政策に関しては、3月初めに通商代表部よりWTO軽視など過激な方針が示されており、自由貿易を支持する共和党主流派との対立は必至。現実的には、業界団体の反対もあり、全面的な国境調整税の導入はハードルが高く、部分的なアンチダンピング関税等の導入にとどまる公算。

無保険者割合(64歳以下)



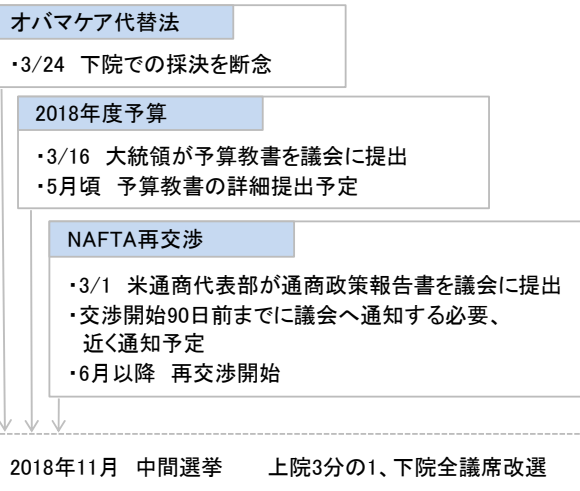
(資料)U.S.Census Bureau、CBOを基に日本総研作成

トランプ大統領の支持率



(資料)Gallup

重要政策の進捗状況



(資料)各種資料を基に日本総研作成

通商政策報告書の概要(3月1日)

- ・WTOの紛争解決手続きが自国の不利益になる場合には、これに従わない。
- ・貿易交渉では二国間交渉に重点をシフト。
- ・各国には一段の市場開放を求める。
- ・国際協議よりも国内法を優先。
- ・アンチダンピング関税、相殺関税、セーフガード、通商法301条などの国内法による貿易救済措置を厳格に執行。
- ・現行の貿易協定を必要に応じて改定。

(資料)米通商代表部を基に日本総研作成

トピックス②： 予算教書発表も全体像把握には詳細版発表を待つ必要

◆国防費を大幅増、非国防費を大幅減

トランプ大統領は、3月16日、2018年度の予算教書を議会に提出。国防費を9%増加させる一方、非国防費を11%減少させる内容で、前政権から政策を大きく転換。

省庁別にみると、国務省や環境保護庁の予算が3割減と大幅に減額。国連の平和維持活動や開発援助、国際的な温暖化対策向けの支出が減少する見込み。そのため、米国の国際社会での存在感の低下を懸念する声が、民主党議員だけでなく、共和党議員からもあがる状況。

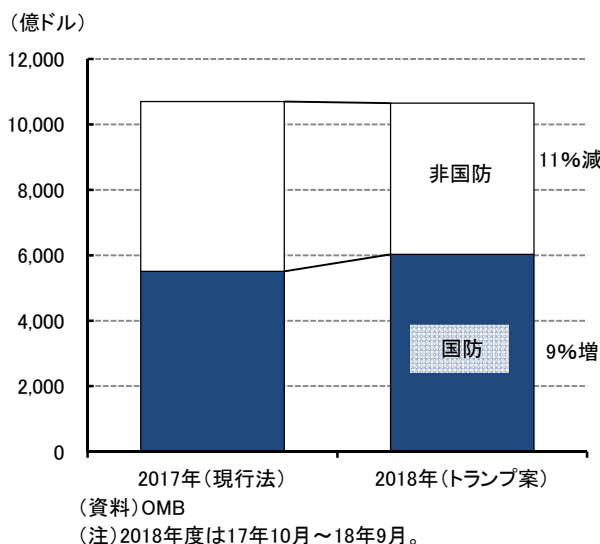
◆義務的支出、歳入見通しは未発表

また、今回の予算教書では、裁量的支出の予算配分が示されたのみで、歳出の3分の2を占める義務的支出の予算案は未発表。義務的支出には、高齢化により近年増加傾向にある社会保障費や医療費が含まれ、新政権がどのような方針を示すかに要注目。

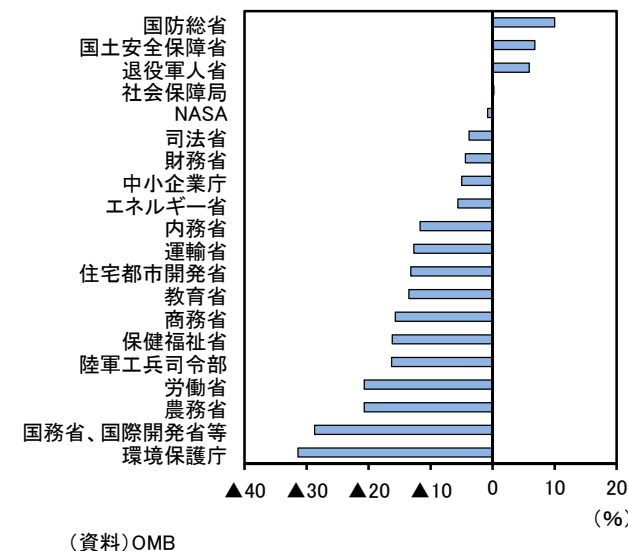
さらに、歳出と対になる歳入の見通しも示されていない状況。トランプ大統領は選挙戦から所得税や法人税などで大胆な減税を主張。マーケットは既にこれらを相場に織り込んでおり、実際の減税政策が期待外れに終われば、株価への下振れ圧力が強まる可能性。

5月頃に発表される予算教書の詳細が明らかになるまで、財政政策の全体像が不透明な状態が続く見通し。

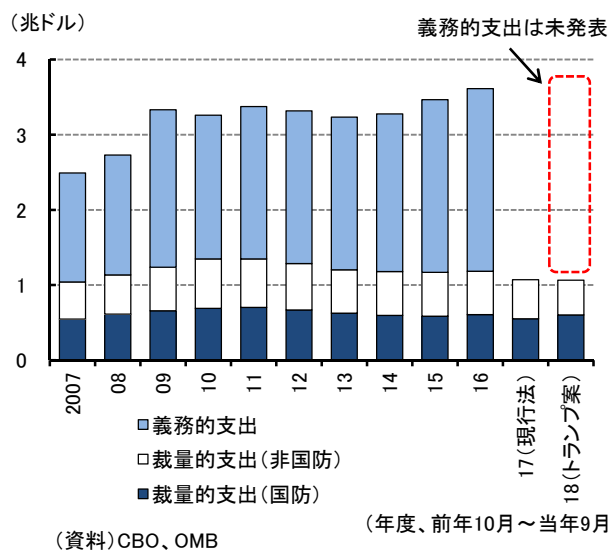
裁量的支出



省庁別予算の増減(2018会計年度、17年度比)



財政支出の内訳



政権移行時の議会演説・予算教書発表時期

新大統領	議会演説	予算教書
クリントン(1993年)	2月17日	2月17日: 概要版 4月8日: 詳細版
ブッシュ(2001年)	2月27日	2月28日: 概要版 4月9日: 詳細版
オバマ(2009年)	2月24日	2月26日: 概要版 5月7日: 詳細版
トランプ(2017年)	2月28日	3月16日: 裁量的経費のみ 5月(予定): 詳細版

(資料)各種報道、政府印刷局などを基に日本総研作成

米国景気・金利見通し：自律的な景気回復、財政政策実現すれば加速へ

◆成長ペースは3%近くまで上昇

企業部門では、内外需要の回復により企業収益が改善するなか、設備投資が緩やかに持ち直し。

家計部門においても、雇用者数の増勢持続や労働需給の引き締まりに伴う賃金の伸びの高まりを背景に、個人消費は回復傾向が続く見込み。

年後半には、新政権の減税やインフラ投資などの財政政策が来年以降に実施される見通しが高まり、その期待などから成長ペースは3%近くまで高まっていく見通し。

もともと、政権のもう一つの側面である保護主義・排外主義が強まったり、財政政策の規模が想定以上に圧縮されれば、一転して景気下振れの可能性も。

◆金利は緩やかに上昇

F R Bは、3月14～15日のF O M Cで、F F金利の誘導目標レンジを0.75～1.00%へ引き上げ。先行きは、トランプ政権の財政政策や利上げによる内外景気への影響を見極めつつ、年3回程度のペースで利上げを実施する見通し。

長期金利は、夏場にかけて新政権の政策に対する不透明感が高まり、振れの大きい展開に。その後は、F R Bの利上げ観測の高まりに伴い上昇するとみられるものの、利上げペースが緩やかとなるなか、長期金利の上昇ペースも緩やかとなる見通し。

米国経済・物価見通し

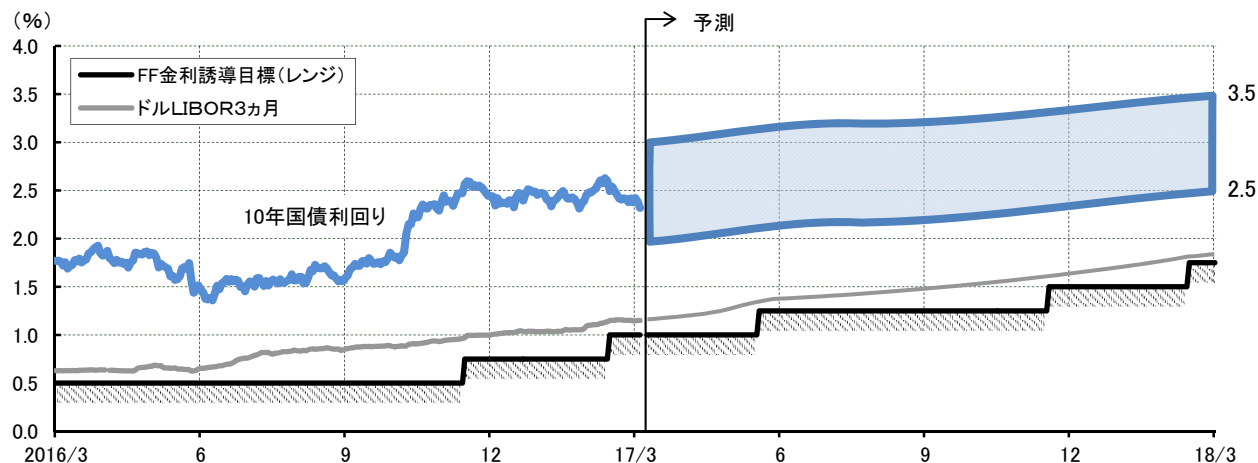
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2016年			2017年			2018年	2016年	2017年	2018年
	4～6 (実績)	7～9	10～12	1～3 (予測)	4～6	7～9	10～12	(実績)	(予測)	
実質GDP	1.4	3.5	2.1	2.3	2.7	2.8	2.9	1.6	2.5	2.8
個人消費	4.3	3.0	3.5	2.1	2.7	2.8	2.8	2.7	2.9	2.8
住宅投資	▲ 7.8	▲ 4.1	9.6	6.5	4.5	4.3	4.7	4.9	4.0	4.2
設備投資	1.0	1.4	0.9	4.2	4.3	4.6	4.8	▲ 0.5	3.1	5.2
在庫投資(寄与度)	▲ 1.2	0.4	1.0	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 0.4	0.2	0.1
政府支出	▲ 1.7	0.8	0.2	1.1	0.6	0.8	0.9	0.8	0.6	0.9
純輸出(寄与度)	0.2	0.9	▲ 2.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	1.8	10.0	▲ 4.5	4.5	4.6	4.5	4.3	0.4	3.3	3.9
輸入	0.2	2.2	8.9	4.1	4.2	4.3	4.2	1.1	4.5	4.4
実質最終需要	2.7	3.1	0.9	2.4	2.6	2.7	2.8	2.0	2.3	2.7
消費者物価	1.0	1.1	1.8	2.5	2.2	2.5	2.4	1.3	2.4	2.3
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3

(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.

(年/月末)

Fed Watch : 3月に利上げ実施も、慎重姿勢は維持

◆ 3月に利上げ実施

雇用・所得環境の改善が続き、ほぼ完全雇用に達しているとの判断から、FRBは3月のFOMCで利上げを実施。

インフレ率については、目標の2%に近づいていると判断する一方、コアインフレ率は横ばいで推移しているとして、声明文ではタカ派・ハト派双方の見方を併記。

◆ 利上げに対する慎重な姿勢は維持

FRBは、今後も、米国景気の回復に沿う形で着実に利上げを実施していく見込み。

もともと、コアインフレ率が横ばい圏内にとどまっていることや、インフレ期待の高まりが限定的であることから、当面は利上げを急ぐ必要性は小。

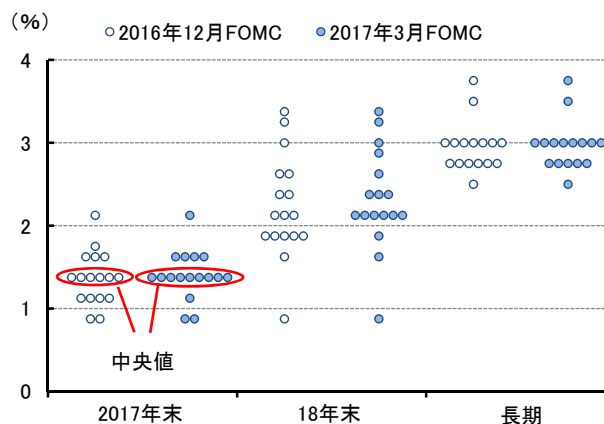
FRBは、トランプ政権の政策や利上げによる内外景気への影響を見極めつつ、慎重に追加利上げの要否を判断すると予想。2017年の利上げは、FOMC参加者の中央値と同様、残り2回となる見通し。

FOMC声明(要旨)

今回(2017年3月14日、15日)	前回(2017年1月31日、2月1日)
<ul style="list-style-type: none"> 雇用の伸びは引き続き堅調で、失業率はここ数か月間ほとんど変化がない。家計支出は緩やかに増加し続け、企業の設備投資はいくらか安定したようにみえる。 インフレ率はここ数四半期に上昇し、目標である2%に近づいている。エネルギーと食品の価格を除くと、インフレ率はあまり変わらず、2%をやや下回り続けた。市場ベースのインフレ見通しは依然として低く、調査に基づく長期的なインフレ期待は総じて横ばい。 インフレ率は、労働市場が一段と力強さを増すのに伴い、中期的に2%に近づいて安定するだろう。経済見通しへの短期的なリスクはおおむね均衡しているようにみえる。物価指標と世界的な経済・金融情勢を、引き続き注意深く監視。 委員会は対称的(シムトリック)なインフレ目標との比較で、インフレ率の実際の進捗と予想される進展を注視。経済状況はFF金利の緩やかな引き上げを正当化する形で進むと予測。 	<ul style="list-style-type: none"> 雇用の伸びは引き続き堅調で、失業率は低水準で推移。家計支出は緩やかに増加し続けたが、企業の設備投資は引き続き軟調。消費者と企業の景況感を示す指標は最近改善。 インフレ率はここ数四半期に上昇したが、目標である2%を下回る水準で推移。市場ベースのインフレ見通しは依然として低く、調査に基づく長期的なインフレ期待は総じて横ばい。 インフレ率は、労働市場が一段と力強さを増すのに伴い、中期的に2%へ上昇していくだろう。経済見通しへの短期的なリスクはおおむね均衡しているようにみえる。物価指標と世界的な経済・金融情勢を、引き続き注意深く監視。 委員会は現時点でインフレ率が2%に届いていないことを考慮し、インフレ目標達成に向けた実際の進捗と予想される進展を注視。経済状況はFF金利の緩やかな引き上げしか正当化しない形で進むと予測。
<ul style="list-style-type: none"> 労働市場の状況とインフレ率の実績と見通しを考慮して、FF金利の誘導目標レンジを0.75~1.00%に引き上げることを決定。金融政策の運営姿勢は引き続き緩和的で、労働市場の状況のさらにより引き締めと、2%のインフレへの持続的な回帰を支える。保有証券の償還元本を再投資する現行方針を維持。政策決定の投票で反対したのはカシュカリ総裁で、FF金利の誘導目標レンジの据え置きを主張。 	<ul style="list-style-type: none"> 労働市場の状況とインフレ率の実績と見通しを考慮して、FF金利の誘導目標レンジを0.50~0.75%に維持することを決定。金融政策の運営姿勢は引き続き緩和的で、労働市場の状況のさらにより引き締めと、2%のインフレへの回帰を支える。保有証券の償還元本を再投資する現行方針を維持。政策決定の投票で全ての委員が賛成。

(資料)FRB発表資料をもとに日本総研作成

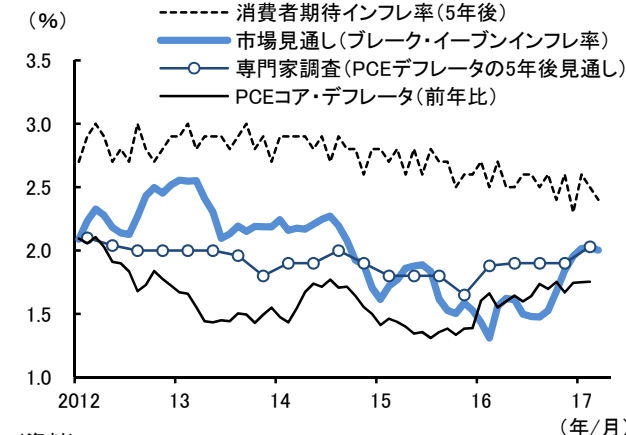
FOMC参加者の政策金利予測



(資料)FRB

(注)ポイント(○)は各FOMC参加者の予測値を示す。両FOMCで参加者の一人が長期の予測値を回答せず。

PCEデフレーターと期待インフレ率



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

Federal Reserve Bank of Philadelphia, University of Michigan

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

ユーロ圏景気：企業活動が活発化する一方、家計の実質所得は伸び悩み

◆企業マインドは大きく改善

2017年3月のユーロ圏コンジットPMIは56.7と、2ヵ月連続で上昇し、11年春以来の高水準に。内訳をみると、製造業・サービス業ともに大きく改善。

製造業に注目すると、製造業生産は緩やかながらも増加傾向が持続。加えて、昨年夏場に増加に転じたコア製造業受注の増勢が続いているため、先行き、製造業は回復傾向をたどる見通し。

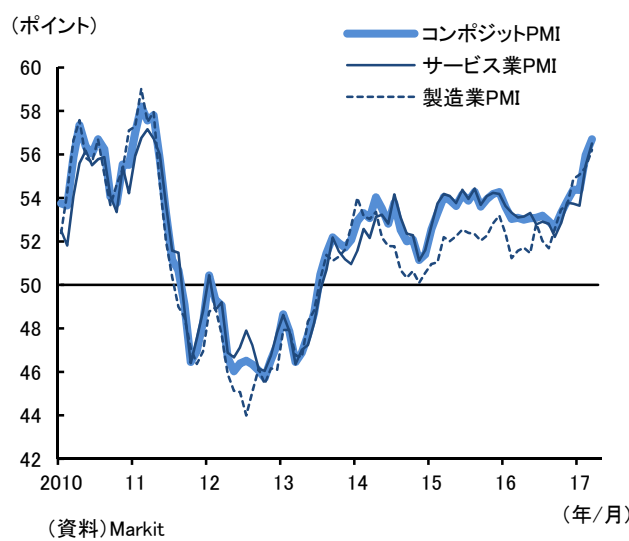
◆実質雇用者報酬は伸び悩みが持続

家計部門では、雇用環境の改善は続いているものの、賃金の伸び悩みにより名目所得の伸びは緩やか。こうしたなか、物価の上昇により実質所得の伸びに下押し圧力がかかっており、個人消費の重石に。実質雇用者報酬の伸びは、当面、2014年初めから16年初めの好調時を大きく下回る推移が続く見通し。

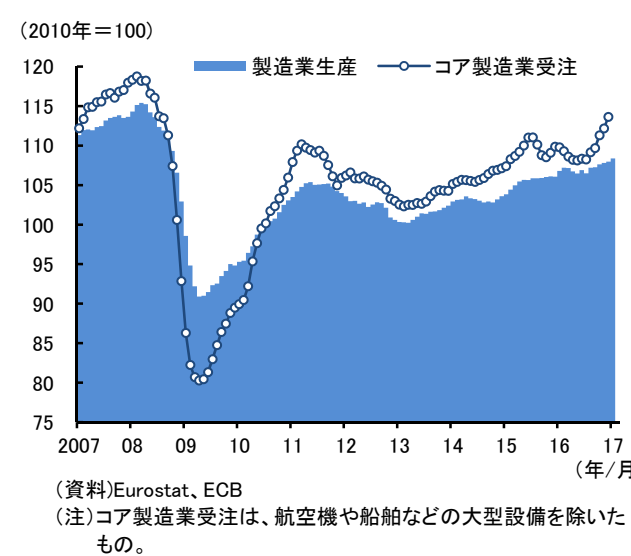
◆年後半にもテーパリング議論が本格化

2017年入り後、原油価格の上昇を背景に消費者物価の伸びが加速するなか、ECBは17年の物価見通しを、実勢にあわせて昨年12月時点の見通しから大きく上方修正。足許の2%近い物価の伸びは一時的で、18年以降もECBの目標を下回り続けると予想されるものの、デフレリスクは後退しており、年後半には超金融緩和の修正に向けて、資産買入規模の縮小の議論が本格化する見込み。

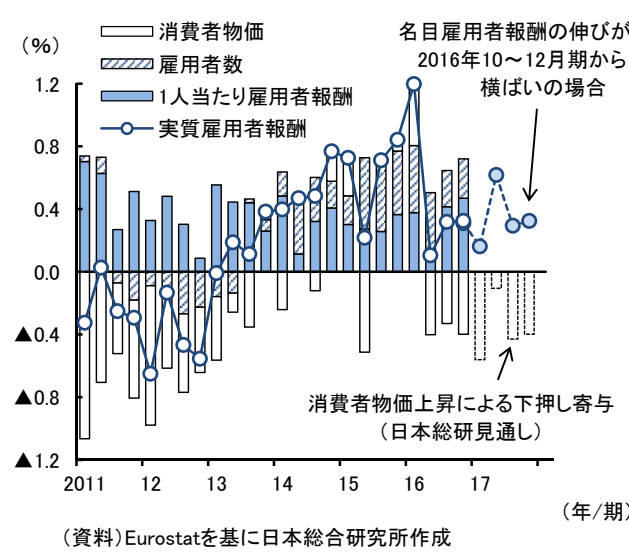
ユーロ圏のPMI



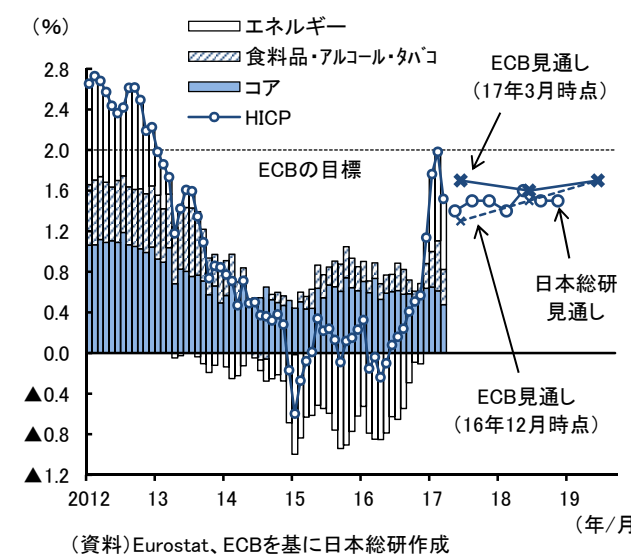
ユーロ圏の製造業受注と生産(3ヵ月平均)



ユーロ圏の実質雇用者報酬(前期比)



ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



ユーロ圏トピックス：イタリアでの反EU政権誕生リスクに注意

◆目前に迫るフランス大統領選

4月下旬から5月初めに予定されるフランス大統領選では、国民戦線党首のルペン候補への支持動向が焦点。ルペン候補の代表的な公約は、移民排斥やEU離脱を問う国民投票の実施など。

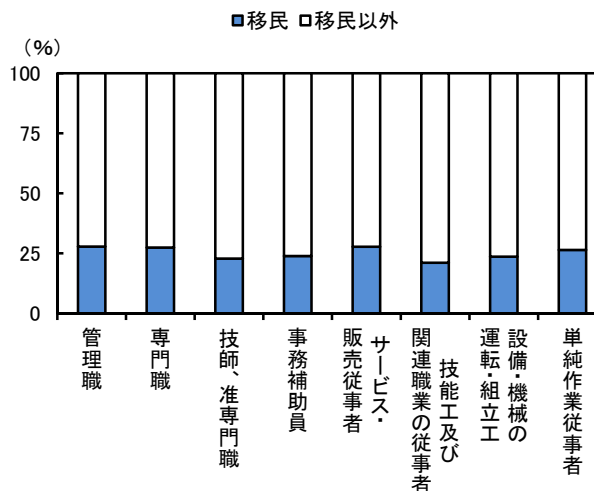
もともと、フランスにおける職種別の雇用者内訳をみると、フランス人が忌避する低賃金職だけでなく、管理職や専門職などでも移民が一定の割合を占める状況。移民の経済全体への貢献は無視できず、移民排斥はフランス経済に悪影響の方が大。また、世論調査ではEU離脱に肯定的な意見が3割程度にとどまり、国民投票を実施しても離脱は困難な状況。

現在のところ、第1回投票ではルペン候補の首位通過が見込まれるものの、決選投票では極右勢力の台頭阻止に向けた団結票を対立候補が獲得し、ルペン候補を破る見通し。

◆政治リスクが高まるイタリア

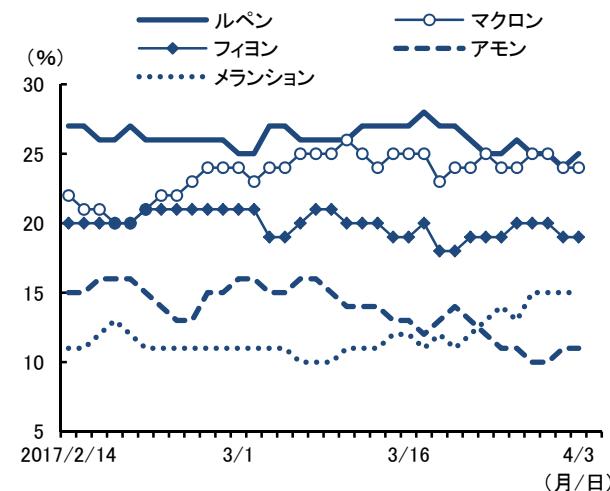
一方、元来EU離脱に肯定的な意見が多かったイタリアで、近年一段と離脱派が増加していることが懸念材料。地理的要因などから移民・難民の流入が多いほか、2016年入り以降、景気見通しが他国に比べ悲観化していることが、既存政党やEUへの不満を増幅したと推測。遅くとも来年前半までに総選挙が予定されており、フランス以上に反EU政権誕生の現実味が増す恐れも。

フランスの雇用者内訳(2014年)



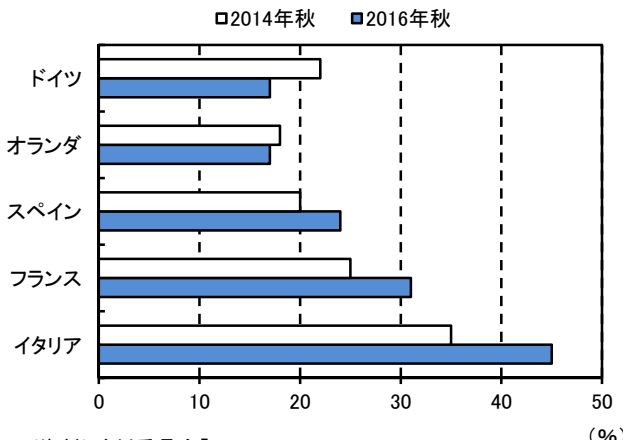
(資料)Eurostat
(注)農林水産業は移民雇用者のデータがないため省略。

フランス大統領選候補者の支持率



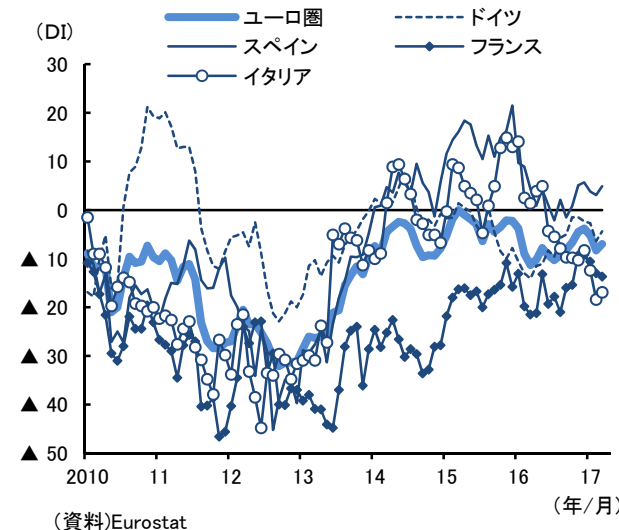
(資料)Opinionway
(注)支持率5%未満の候補は省略。

ユーロ圏主要国におけるEU離脱肯定意見



(資料)欧州委員会「Eurobarometer」
(注)「自国は将来的にEUの外部にいた方がよいと思うか」について聞いたもの。質問に対する肯定的な回答(「大いによいと思う」「どちらかというよいと思う」)の割合を合計。

ユーロ圏の消費者の景気見通し(先行き12ヵ月)



(資料)Eurostat

英国：Brexitをめぐる先行き不透明感が景気の重石に

◆企業マインドの改善に一服感

2月のコンポジットPMIは53.8と、昨年夏場以来の水準まで低下し、足許で企業マインドの改善に一服感がみられる状況。

メイ首相は3月29日に、当初予定通り、EUへ離脱を通知。もっとも、離脱協定や貿易協定をめぐる交渉の行方は見通せず、当面、Brexitをめぐる先行き不透明感が企業マインドの重石となり続ける見込み。

◆物価上昇ペースが加速

2月の消費者物価は前年同月比+2.3%と、上昇ペースが加速。コア指数も同+2.0%に達し、ポンド安による物価押し上げ圧力が増す状況。

先行き、物価の伸びはBOEの目標水準を上回る状態が続くと見込まれるものの、Brexitをめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気減速懸念などから、BOEは利上げに対する慎重姿勢を維持する見込み。

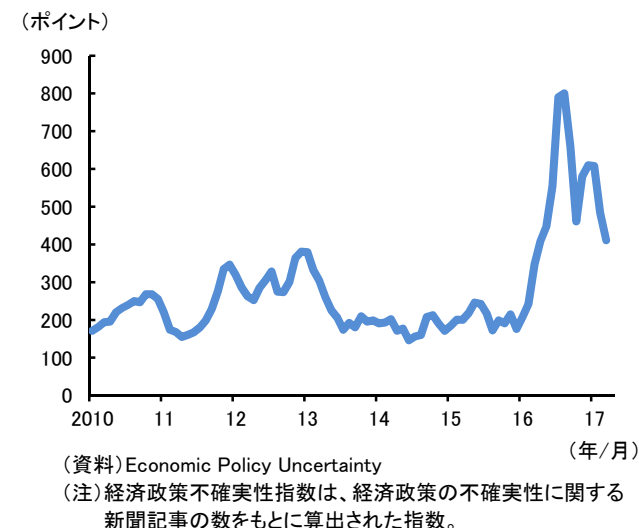
◆実質賃金の伸びが大きく鈍化

1月の週当たり賃金は前年同月比+1.9%と、伸び悩みが持続。加えて、物価上昇ペースの加速を背景に、足許で実質賃金の伸びが大きく鈍化。先行きも、実質賃金の伸びはゼロ%前後での推移が続くと予想され、個人消費は減速感が強まっていく見通し。

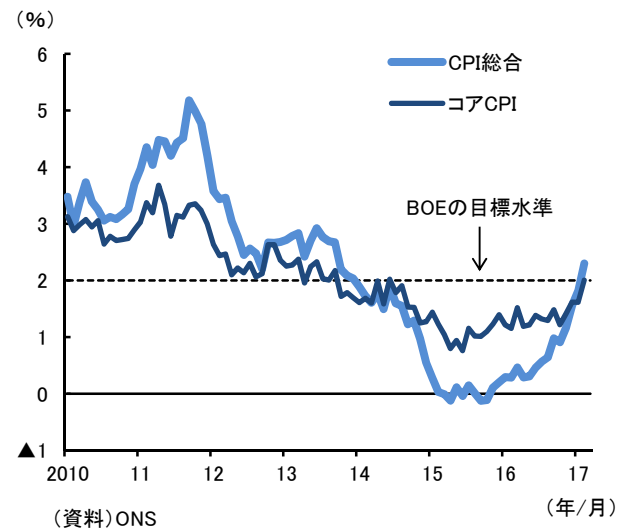
英国の企業マインド(PMI)



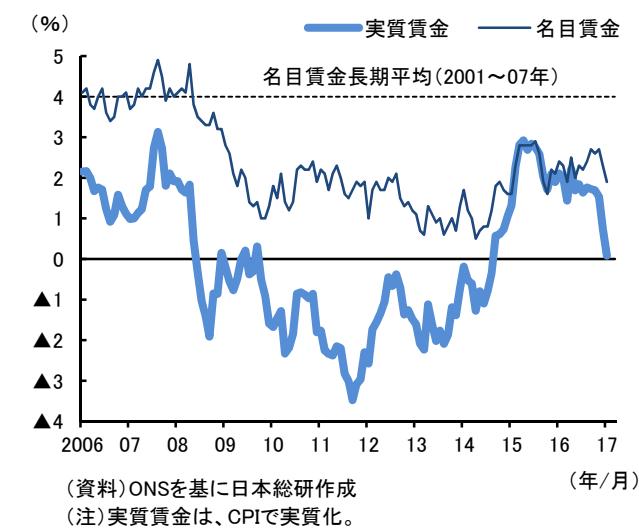
英国の経済政策不確実性指数(3ヵ月平均)



英国のCPI(前年比)



英国の週当たり賃金(除く賞与)



欧州経済見通し：英国景気は減速感が強まる見通し

＜ユーロ圏＞

◆緩やかな成長ペースが持続

ユーロ圏景気は、ECBの積極的な金融緩和策や新興国・資源国景気の底入れなどが下支えに作用。もともと、賃金の伸び悩みや原油価格の持ち直しを受けた物価の上昇が、実質所得の下押し要因に。

先行き、所得環境の改善ペースの鈍化が個人消費の重石となり、1%台半ばを中心とした成長ペースが続く見通し。

インフレ率は、原油価格下落の影響はく落が押し上げに作用するものの、景気の回復力が力強さを欠くなか、ECBの目標である2%弱を下回る水準での推移が長期化する見込み。

＜英国＞

◆成長ペースは鈍化の方向

英国景気は、EU離脱に伴う政治・経済をめぐる先行き不透明感が根強く残るなか、設備投資や個人消費の下振れを背景に、2017年前半は減速感が強まる見込み。

年後半は徐々に持ち直しに転じると見込まれるものの、回復ペースは緩慢にとどまる見通し。

インフレ率は、景気の減速が物価抑制に作用するものの、原油安の影響はく落やポンド安などの物価押し上げ圧力が勝り、強含みで推移する公算。

欧州各国経済・物価見通し

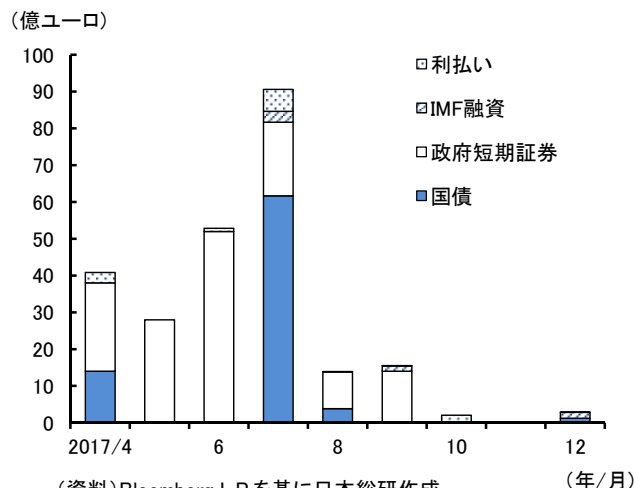
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

		2016年			2017年			2018年	2016年	2017年	2018年
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
		(実績)			(予測)				(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	1.3	1.7	1.6	1.5	1.3	1.5	1.6	1.7	1.5	1.6
	消費者物価指数	▲0.1	0.3	0.7	1.8	1.4	1.5	1.5	0.2	1.5	1.5
ドイツ	実質GDP	1.9	0.5	1.7	1.5	1.4	1.6	1.6	1.8	1.5	1.6
	消費者物価指数	0.0	0.4	1.0	1.9	1.6	1.5	1.5	0.4	1.6	1.6
フランス	実質GDP	▲0.5	0.8	1.7	1.3	1.2	1.4	1.4	1.1	1.2	1.5
	消費者物価指数	0.1	0.4	0.6	1.5	1.3	1.3	1.4	0.3	1.4	1.3
英国	実質GDP	2.4	2.0	2.7	0.8	0.8	1.0	1.2	1.8	1.5	1.3
	消費者物価指数	0.4	0.7	1.2	2.0	2.3	2.6	2.6	0.7	2.4	2.4

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

ギリシャ政府の債務返済予定(2017年)



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注)2017年4月3日時点。

【ホット・トピック】

◆ギリシャ金融支援再開をめぐる協議が難航

ギリシャは、7月17、20日に多額の国債償還を予定。ユーロ圏主要国では、フランスの大統領選(4月23日・5月7日)や議会選挙(6月11・18日)、ドイツ総選挙(9月24日)を控え、支援再開を安易に容認すれば自国民の批判を招き、反EU政党を勢いづかせかねないとの懸念が台頭。ギリシャのデフォルトを契機とした欧州金融不安が再燃するリスクも無視できず。

交渉が長期化し、最終的な決着はフランスの選挙が落ち着く6月以降となる可能性。現時点の当社見通しでは、EUとギリシャの双方が譲歩する形で合意に至り、金融支援が再開されると想定。

欧州金利見通し：ECBではテーパリングに向けた議論が徐々に本格化

<ユーロ圏>

◆テーパリング議論が徐々に本格化

ECBは当面、物価動向や金融情勢を見極める姿勢を維持。年後半には、政治リスクの高まりやBrexitをめぐる交渉の行方などに配慮しながらも、デフレリスクが後退したとの認識が広がるにつれ、資産買入規模の縮小（テーパリング）に向けた議論が本格化する見込み。

独10年債利回りは、基調的な物価の伸びが緩慢にとどまるもと、当面、0%台前半を中心とした推移が持続。今秋以降は、ECBによるテーパリング観測の高まりなどから、徐々に金利押し上げ圧力が強まっていく見通し。

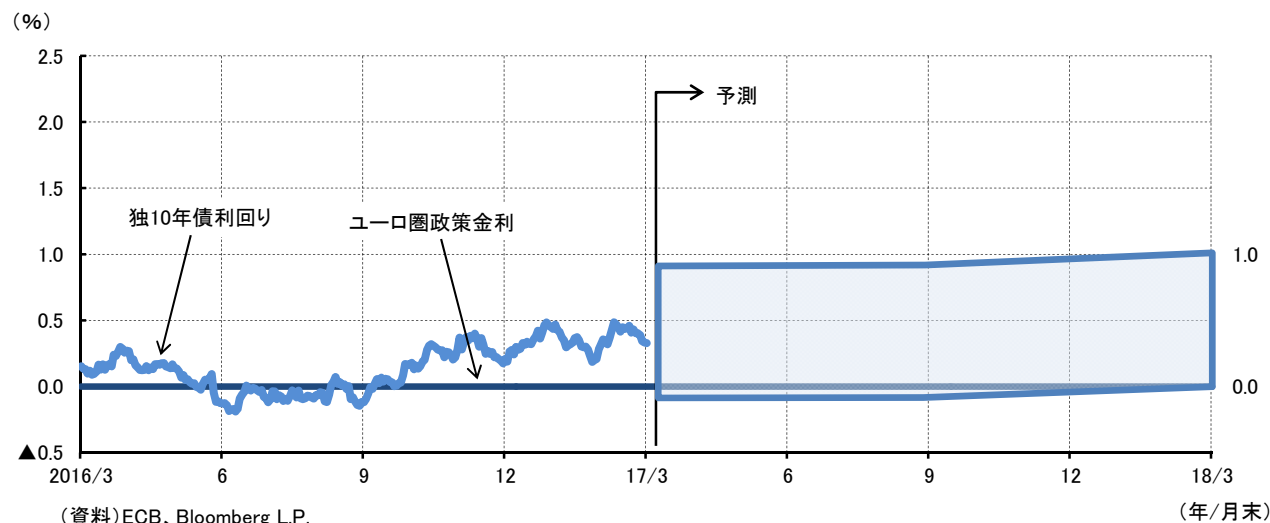
<英国>

◆様子見姿勢を維持

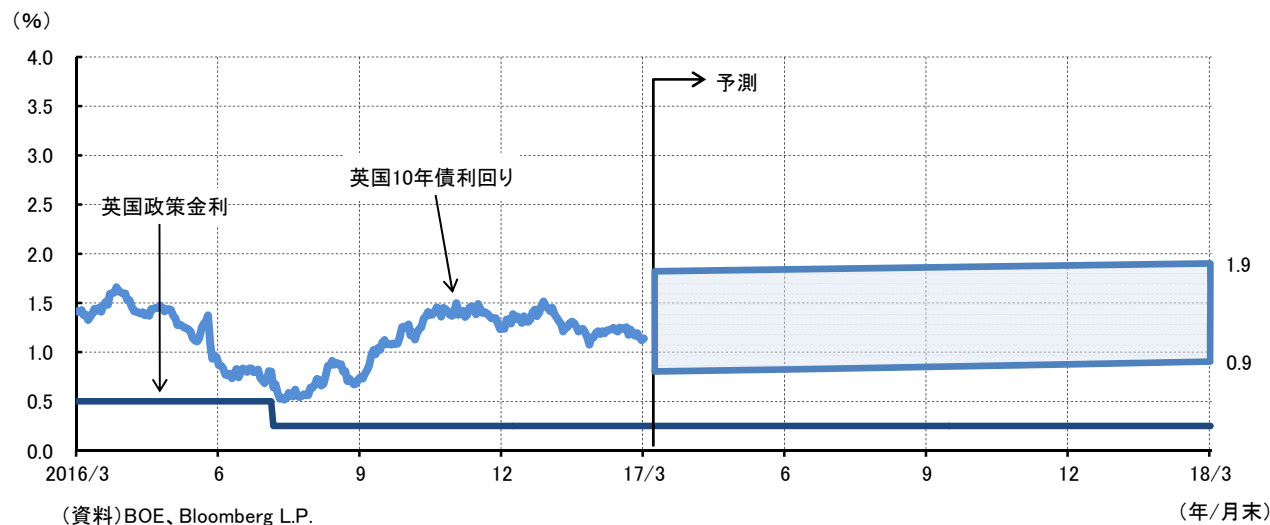
BOEは、ポンド安によるインフレ高進を懸念しつつも、EU離脱をめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気の下振れを警戒。当面、様子見姿勢を維持する見込み。

英10年債利回りは、ポンド安による物価の上昇が金利押し上げ圧力となるものの、景気の減速が金利の抑制に作用するため、今後の金利上昇余地は限定的となる見通し。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



原油価格見通し：懸念材料は残るものの、緩やかに上昇していく見通し

◆一時40ドル後半まで弱含み

3月のWTI原油先物価格は、米原油在庫の大幅な増加やロシアによる減産の遅れなどを受けた需給緩和観測から、月上旬に47ドル台へ急落。もっとも、月末近くには、米石油製品在庫の減少やOPEC加盟国の減産延長期待の高まりなどから反発し、再び50ドル台を回復。

◆投機筋の買い越し幅は大きく縮小

投機筋の買い越し幅は、米シェールオイル生産の回復や、それを受けた米原油在庫の増加に対する警戒感が急速に強まり、昨年12月半ば以来の水準まで大きく縮小。

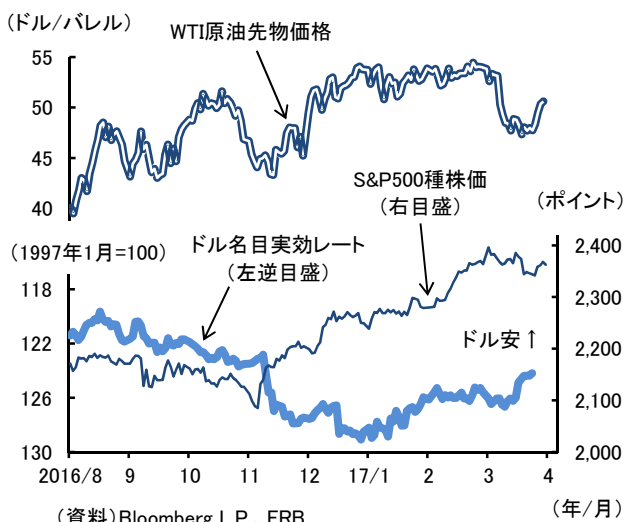
◆原油価格見通し：緩やかに上昇

WTI原油先物価格は、米シェールオイル生産の回復による米原油在庫の高止まり懸念や、OPECやロシアによる減産の持続性に対する懐疑的な見方などが、価格抑制に作用。

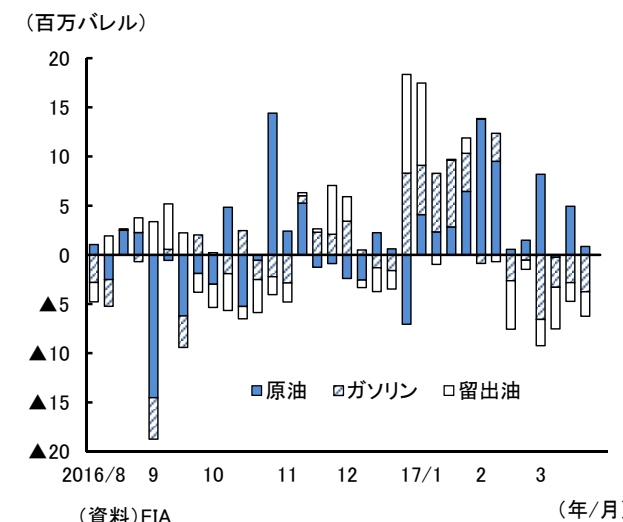
一方で、米国景気の回復基調の強まりや新興国景気の底入れ、OPECやロシアによる減産が価格押し上げに作用するほか、中東や北アフリカをめぐる地政学リスクの残存が価格上振れ要因に。

総じてみると、振れを伴いながらも緩やかに上昇していく見通し。

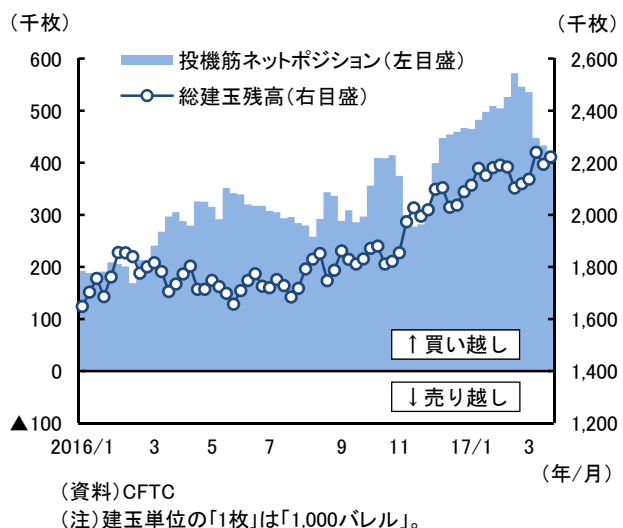
原油価格と株価・為替レート



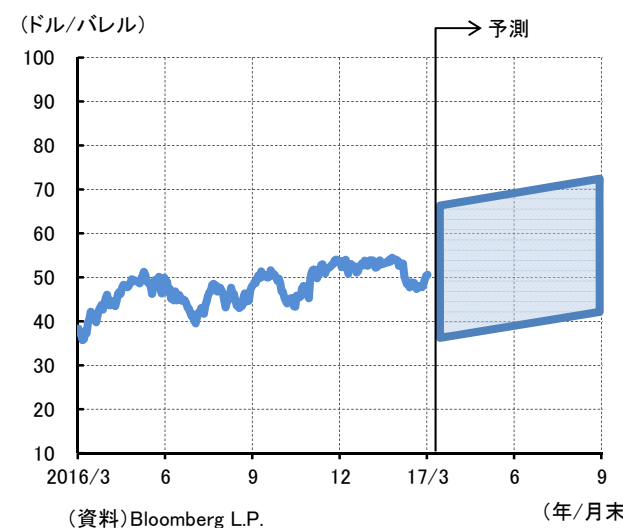
米国の原油・石油製品在庫(前週差)



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



OPECの減産が延長されれば、原油在庫の取り崩しが進む見込み

◆米原油在庫の増加が原油価格を下押し

OPECが3月14日に公表した月報によると、減産合意対象外のリビアとナイジェリアを除いた加盟11カ国の2月の減産進捗率は110.5%と、目標を上回る減産幅に。サウジアラビアの生産量が一段と減少したほか、国別の減産目標には達していないものの、イラクやクウェートの減産が進展。

一方、米原油在庫が過去最高を更新し続けるなか、改めて米国原油生産の回復に対する警戒感が強まる格好に。

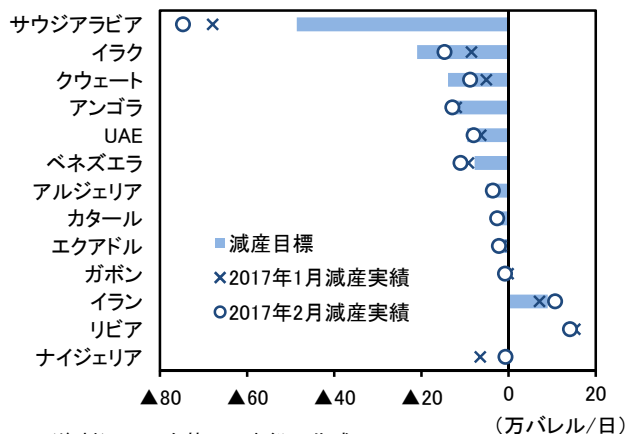
◆価格押し上げに向け、減産延長へ

IEAは、2017年末にかけて米国の原油生産量が15年のピーク時と並ぶ水準まで増加すると予想。もっとも、新興国を中心に需要の底堅い伸びが見込まれるため、現在6月末に設定されているOPEC加盟国の減産が7月以降も続けば、年末にかけて需要が供給を大きく上回り、世界的に原油在庫の取り崩しが進む見通し。

一方、OPEC加盟国の減産が2017年6月で打ち切られれば、需要超過幅は限定的となる公算。結果として、在庫の取り崩しが十分に進まず、原油価格に対する下押し圧力が強まる見込み。

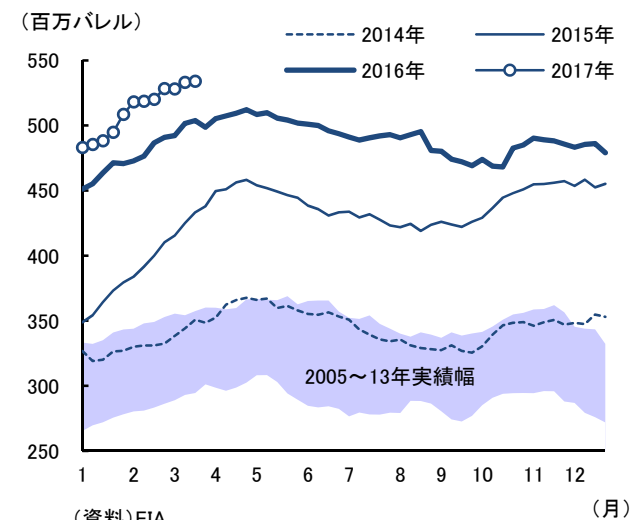
以上を踏まえると、サウジアラビアを中心としたOPEC加盟国は、ロシアなど非OPEC加盟国の協力が引き続き得られることを前提に、原油価格の押し上げに向けて減産の延長に動く予想。

OPEC加盟国の減産状況



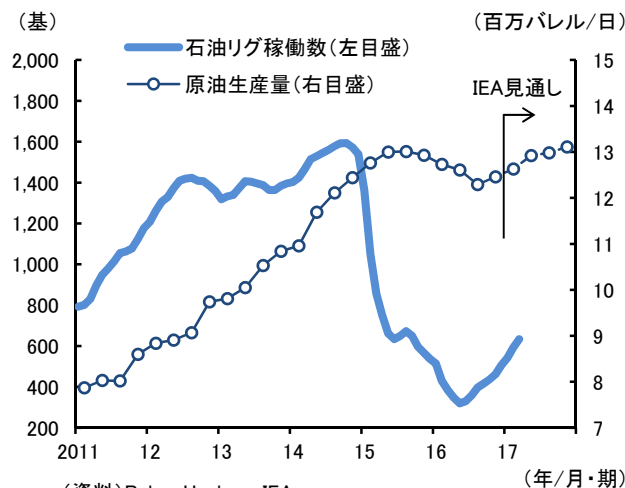
(資料)OPECを基に日本総研作成
(注)減産実績は、OPECが公表している基準生産量(原則として2016年10月の生産実績)との差。リビアとナイジェリアは減産合意対象外のため、2016年10月の生産量との差を図示。

米国の原油在庫



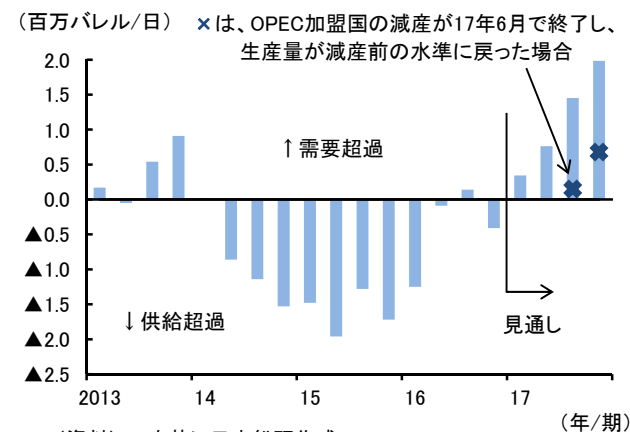
(資料)EIA

米国の石油リグ稼働数と原油生産量



(資料)Baker Hughes, IEA
(注)原油生産量にはコンデンセートやNGLを含む。

世界の原油需給バランス



(資料)IEAを基に日本総研作成
(注)見通しは、IEAによる世界の原油需要、非OPEC加盟国の原油生産量見通しをベースとし、OPEC加盟国の原油生産量が、2017年7月以降も減産目標水準で推移すると想定し、試算。

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O/N (%)	TIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	日経平均 株価 (円)	F F O/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	NY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・ スワップ50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
13/7	99.64	130.47	1.3095	0.0734	0.23	0.83	14317.54	0.09	0.27	2.56	15390.21	1668.68	0.09	0.22	1.63	2.36	2686.53	104.70	1288.07
13/8	97.80	130.25	1.3319	0.0735	0.23	0.75	13726.66	0.08	0.26	2.73	15195.35	1670.09	0.08	0.23	1.80	2.61	2803.85	106.54	1353.68
13/9	99.19	132.53	1.3362	0.0715	0.23	0.72	14372.12	0.08	0.25	2.80	15269.84	1687.17	0.08	0.22	1.93	2.89	2864.56	106.23	1350.93
13/10	97.83	133.43	1.3639	0.0700	0.22	0.63	14329.02	0.09	0.24	2.60	15289.29	1720.03	0.09	0.23	1.81	2.69	2988.88	100.55	1315.91
13/11	100.11	135.13	1.3497	0.0733	0.22	0.61	14931.74	0.08	0.24	2.71	15870.83	1783.54	0.10	0.22	1.72	2.74	3055.98	93.93	1275.16
13/12	103.60	141.96	1.3703	0.0737	0.22	0.67	15655.23	0.09	0.24	2.89	16095.77	1807.78	0.17	0.27	1.85	2.93	3010.20	97.89	1221.66
14/1	103.88	141.51	1.3623	0.0726	0.22	0.66	15578.28	0.07	0.24	2.85	16243.72	1822.36	0.20	0.29	1.80	2.87	3092.40	94.86	1243.85
14/2	102.12	139.59	1.3670	0.0766	0.22	0.60	14617.57	0.07	0.24	2.70	15958.44	1817.03	0.16	0.29	1.66	2.74	3085.87	100.68	1302.52
14/3	102.36	141.52	1.3826	0.0721	0.21	0.62	14694.83	0.08	0.23	2.72	16308.63	1863.52	0.19	0.31	1.59	2.72	3093.97	100.51	1334.83
14/4	102.51	141.58	1.3811	0.0650	0.21	0.61	14475.33	0.09	0.23	2.69	16399.50	1864.26	0.25	0.33	1.53	2.67	3171.53	102.03	1298.87
14/5	101.84	139.85	1.3733	0.0676	0.21	0.59	14343.14	0.09	0.23	2.55	16567.25	1889.77	0.25	0.33	1.40	2.62	3197.40	101.79	1288.29
14/6	102.06	138.81	1.3601	0.0670	0.21	0.59	15131.80	0.10	0.23	2.59	16843.75	1947.09	0.08	0.24	1.35	2.70	3271.69	105.15	1282.57
14/7	101.75	137.74	1.3537	0.0658	0.21	0.54	15379.29	0.09	0.23	2.53	16988.26	1973.10	0.04	0.21	1.20	2.63	3192.31	102.39	1311.82
14/8	102.98	137.10	1.3314	0.0686	0.21	0.51	15358.70	0.09	0.23	2.41	16775.15	1961.53	0.02	0.19	1.02	2.44	3089.05	96.08	1295.73
14/9	107.39	138.46	1.2895	0.0664	0.21	0.54	15948.47	0.09	0.23	2.52	17098.13	1993.23	0.01	0.10	1.00	2.49	3233.38	93.03	1237.99
14/10	108.02	136.99	1.2682	0.0590	0.20	0.49	15394.11	0.09	0.23	2.29	16701.87	1937.27	0.00	0.08	0.88	2.23	3029.58	84.34	1223.11
14/11	116.40	145.21	1.2475	0.0649	0.18	0.47	17179.03	0.09	0.23	2.32	17648.98	2044.57	▲ 0.01	0.08	0.79	2.13	3126.15	75.81	1177.00
14/12	119.44	146.99	1.2307	0.0678	0.18	0.38	17541.69	0.12	0.24	2.20	17754.24	2054.27	▲ 0.03	0.08	0.64	1.87	3159.77	59.29	1198.71
15/1	118.33	137.63	1.1630	0.0739	0.18	0.26	17274.40	0.11	0.25	1.88	17542.25	2028.18	▲ 0.05	0.06	0.45	1.55	3207.26	47.33	1251.49
15/2	118.78	134.86	1.1354	0.0762	0.17	0.37	18053.20	0.11	0.26	1.98	17945.41	2082.20	▲ 0.04	0.05	0.35	1.68	3453.79	50.72	1226.92
15/3	120.37	130.33	1.0828	0.0697	0.17	0.38	19197.57	0.11	0.27	2.04	17931.75	2079.99	▲ 0.05	0.03	0.26	1.69	3655.31	47.85	1179.56
15/4	119.52	129.29	1.0818	0.0609	0.17	0.33	19767.92	0.12	0.28	1.92	17970.51	2094.86	▲ 0.08	0.01	0.16	1.62	3733.80	54.63	1199.88
15/5	120.84	134.80	1.1157	0.0693	0.17	0.41	19974.19	0.12	0.28	2.20	18124.71	2111.94	▲ 0.11	▲ 0.01	0.58	1.93	3617.98	59.37	1198.89
15/6	123.68	138.96	1.1235	0.0717	0.17	0.47	20403.84	0.13	0.28	2.36	17927.22	2099.28	▲ 0.12	▲ 0.01	0.83	2.06	3521.77	59.83	1182.45
15/7	123.33	135.63	1.0999	0.0740	0.17	0.44	20372.58	0.13	0.29	2.32	17795.02	2094.14	▲ 0.12	▲ 0.02	0.76	2.01	3545.10	50.93	1130.72
15/8	123.06	137.11	1.1145	0.0764	0.17	0.38	19919.09	0.14	0.32	2.16	17061.59	2039.87	▲ 0.12	▲ 0.03	0.67	1.87	3444.41	42.89	1119.42
15/9	120.09	134.95	1.1237	0.0734	0.17	0.36	17944.22	0.14	0.33	2.16	16339.95	1944.40	▲ 0.14	▲ 0.04	0.68	1.85	3165.46	45.47	1125.38
15/10	120.16	134.81	1.1220	0.0761	0.17	0.31	18374.11	0.12	0.32	2.06	17182.28	2024.81	▲ 0.14	▲ 0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86
15/11	122.63	131.56	1.0729	0.0781	0.17	0.31	19581.77	0.12	0.37	2.26	17723.77	2080.62	▲ 0.14	▲ 0.09	0.55	1.94	3439.57	42.92	1084.99
15/12	121.58	132.51	1.0899	0.0749	0.17	0.30	19202.58	0.24	0.53	2.23	17542.85	2054.08	▲ 0.20	▲ 0.13	0.60	1.88	3288.63	37.33	1068.82
16/1	118.29	128.54	1.0867	0.0745	0.17	0.22	17302.30	0.34	0.62	2.08	16305.25	1918.60	▲ 0.24	▲ 0.15	0.51	1.74	3030.50	31.78	1096.42
16/2	114.67	127.31	1.1104	0.0325	0.11	0.02	16346.96	0.38	0.62	1.77	16299.90	1904.42	▲ 0.24	▲ 0.18	0.23	1.44	2862.59	30.62	1201.08
16/3	112.95	125.83	1.1142	▲ 0.0027	0.10	▲ 0.06	16897.34	0.36	0.63	1.88	17302.14	2021.95	▲ 0.29	▲ 0.23	0.22	1.47	3031.42	37.96	1243.96
16/4	109.58	124.25	1.1339	▲ 0.0366	0.08	▲ 0.09	16543.47	0.37	0.63	1.80	17844.37	2075.54	▲ 0.34	▲ 0.25	0.18	1.48	3031.18	41.12	1242.08
16/5	109.00	123.13	1.1298	▲ 0.0589	0.06	▲ 0.11	16612.67	0.37	0.64	1.80	17692.32	2065.55	▲ 0.34	▲ 0.26	0.16	1.44	2983.70	46.80	1256.37
16/6	105.46	118.55	1.1242	▲ 0.0553	0.06	▲ 0.16	16068.81	0.38	0.65	1.64	17754.87	2083.89	▲ 0.33	▲ 0.27	0.01	1.18	2910.80	48.85	1276.23
16/7	104.09	115.17	1.1064	▲ 0.0430	0.06	▲ 0.26	16168.32	0.39	0.70	1.49	18341.18	2148.90	▲ 0.33	▲ 0.30	▲ 0.09	0.79	2919.08	44.80	1339.84
16/8	101.31	113.51	1.1205	▲ 0.0434	0.06	▲ 0.09	16586.07	0.40	0.81	1.56	18495.19	2177.48	▲ 0.34	▲ 0.30	▲ 0.07	0.61	2992.87	44.80	1338.44
16/9	101.83	114.18	1.1214	▲ 0.0515	0.06	▲ 0.05	16737.04	0.40	0.85	1.62	18267.40	2157.69	▲ 0.34	▲ 0.30	▲ 0.05	0.77	3012.09	45.23	1326.45
16/10	103.85	114.48	1.1024	▲ 0.0368	0.06	▲ 0.06	17044.51	0.40	0.88	1.75	18184.55	2143.02	▲ 0.35	▲ 0.31	0.04	1.04	3042.33	49.94	1265.84
16/11	108.63	117.09	1.0786	▲ 0.0492	0.06	▲ 0.01	17689.54	0.41	0.91	2.15	18697.33	2164.99	▲ 0.35	▲ 0.31	0.24	1.34	3026.40	45.76	1234.22
16/12	116.12	122.35	1.0538	▲ 0.0440	0.06	0.05	19066.03	0.54	0.98	2.49	19712.42	2246.63	▲ 0.35	▲ 0.32	0.29	1.39	3207.27	52.17	1150.49
17/1	114.92	122.17	1.0632	▲ 0.0448	0.06	0.06	19194.06	0.65	1.03	2.43	19908.15	2275.12	▲ 0.35	▲ 0.33	0.35	1.37	3298.77	52.61	1192.47
17/2	112.99	120.23	1.0641	▲ 0.0381	0.06	0.09	19188.73	0.66	1.04	2.42	20424.14	2329.91	▲ 0.35	▲ 0.33	0.32	1.25	3293.10	53.46	1234.97
17/3	112.92	120.67	1.0687	▲ 0.0416	0.06	0.07	19340.18	0.79	1.13	2.48	20823.06	2366.82	▲ 0.35	▲ 0.33	0.39	1.20	3427.10	49.67	1231.31