
欧米経済展望

2017年6月



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5月31日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

米国景気：家計部門の弱含みは一時的、再び回復基調へ

◆個人消費は持ち直し

雇用・所得環境は底堅く推移。雇用者数は、均して月15万人を上回るペースで増加しているほか、時間当たり賃金も前年比+2%台半ばの伸びを維持。

こうしたなか、年初にかけて弱含んでいた個人消費は、4月の小売売上高が前月比+0.4%と持ち直しの兆し。雇用・所得環境が底堅く推移していることから、不安視されていた個人消費の減速は一時的にとどまり、先行きは回復傾向が続く見込み。

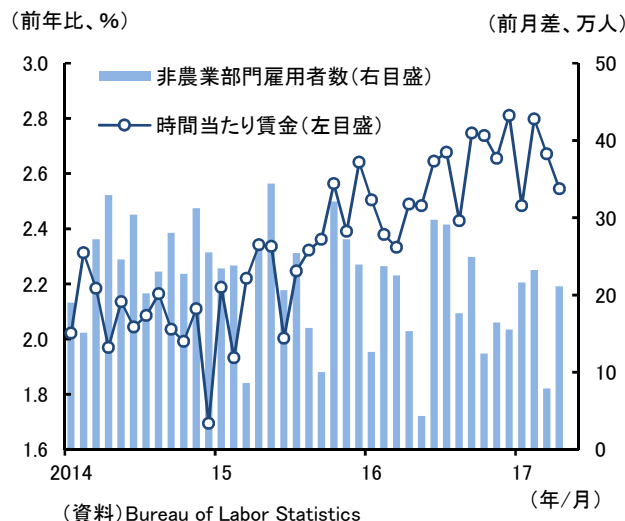
◆住宅市場は回復傾向

住宅販売は、中古・新築ともに緩やかな回復傾向。在庫率の低さなど供給制約はあるものの、住宅ローン金利の上昇が小幅にとどまるなか、住宅需要は底堅さを維持。先行きも緩やかな回復が続く見込み。

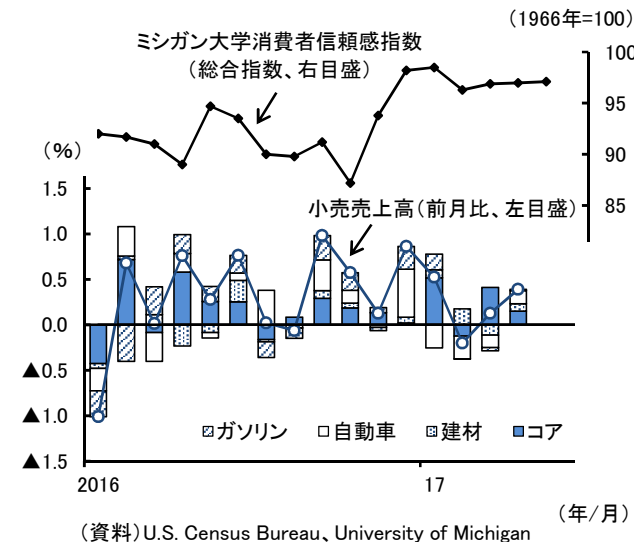
◆消費者物価は伸びが鈍化

4月のPCEデフレーターは前年比+1.7%と伸びが鈍化。携帯電話の通信料引き下げがコア物価を下押し。もっとも、先行きは、労働需給のひっ迫に伴い賃金の伸びが徐々に加速するとみられ、物価押し上げ圧力が強まっていく見込み。

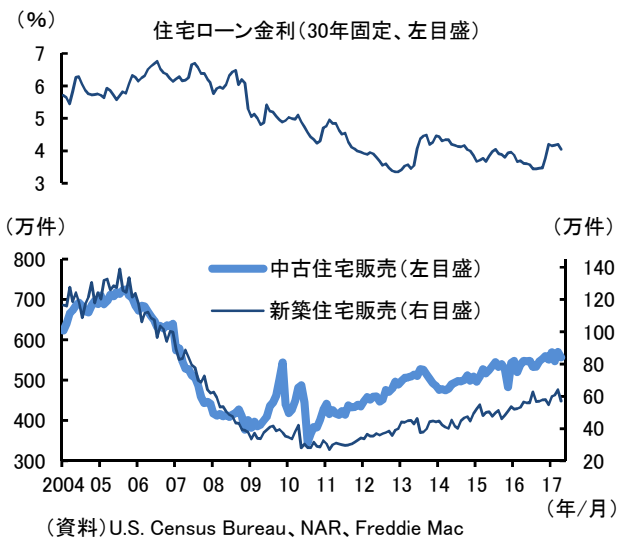
雇用者数と時間当たり賃金



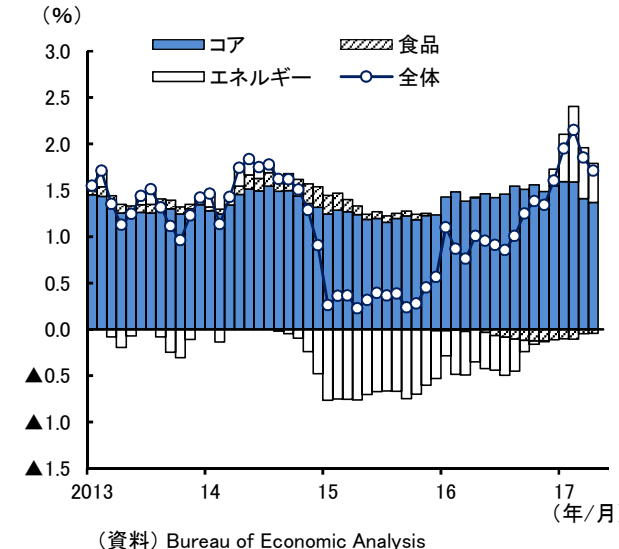
小売売上高と消費者マインド



住宅ローン金利と住宅販売件数



PCEデフレーター(前年比寄与度)



企業活動は回復傾向、財政政策の公約実現は後ずれ

◆企業部門は回復傾向

企業の生産活動は回復傾向が明確化。とりわけ、輸出は、海外景気の持ち直しやドル高によるマイナス影響の剥落を背景に、増勢が高まる傾向。地域別にみると、先進国・新興国向けともに2016年半ば以降、増加ペースが加速。先行きも引き続き、海外需要の回復が米国輸出の支えとなる見込み。

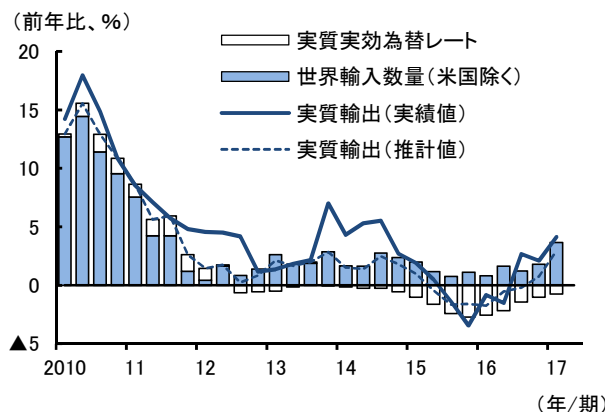
生産の増加に連動して、企業収益も持ち直し。16年半ばから回復傾向にある設備投資は、先行きも回復傾向を維持する見込み。

◆財政政策は後ずれ

一方、トランプ政権の政策は、当初の計画よりも大幅に後ずれ。法案成立が最も容易とみられていたオバマケア代替法の上院通過が見通せないなか、景気浮揚策として注目される減税やインフラ投資は、議会との具体的な協議に着手すらできない状況。議会との対立はここにきてむしろ深まっているため、これら政策の行方には強い不透明感。

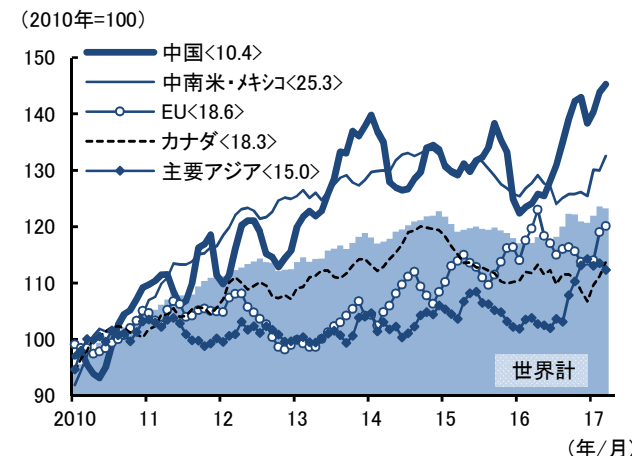
以上を踏まえると、2017年中に財政政策が景気の加速に寄与する展開は見込み薄に。夏から秋にかけて議会との協議が本格化すると想定しても、政策が実施されるのは早くても2018年入り後となる見通し。

実質輸出



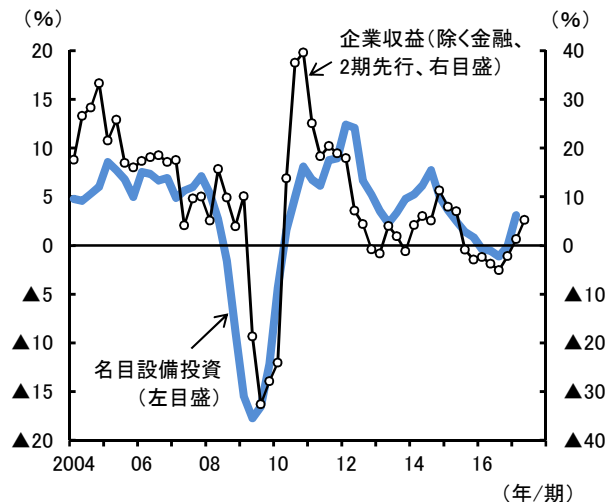
(資料) CPB, FRB, U.S. Bureau of Economic Analysis
(注) 推計式は、 $実質輸出 = -1.82 + 0.93 * 世界輸入 - 0.27 * 為替レート$ (後方4期移動平均)。推計期間は、2000年1~3月期から16年10~12月期。R2=0.94。

地域別実質輸出(季調値、3ヵ月移動平均)



(資料) U.S. Census Bureau, Bureau of Labor Statistics
(注1) 季節調整は日本総研。<>は2016年のシェア。
(注2) 主要アジアは、日本・韓国・台湾・ASEAN・インド。

企業利益と設備投資(前年同期比)



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

トランプ政権の主要政策の進捗状況

政策	当初の計画	現状
<内政>		
◆ オバマケア代替法	100日以内に立法化	下院通過も上院通過は見通せず
◆ 減税	100日以内に立法化	4月26日に政権の税制改革案を発表
◆ インフラ投資	100日以内に立法化	予算教書に10年間で2,000億ドルの歳出を盛り込む
<通商>		
◆ TPP離脱	初日から取り組む	1月23日に離脱表明
◆ NAFTA再交渉	初日から取り組む	8月に交渉開始予定
<安全保障・外交>		
◆ メキシコ国境に壁を建設	100日以内に立法化	予算教書で2018年度に26億ドルの歳出を盛り込む
◆ 中国を為替操作国に認定	初日から取り組む	認定しない方針

(資料) 各種資料を基に日本総研作成

トピックス①：問題含みの予算教書、議会との協議で修正へ

◆10年後に財政収支黒字化

トランプ政権は、5月23日に予算教書の詳細版を発表。経済成長の加速による歳入増と、国防費以外の歳出削減などにより、2027年度に財政収支の黒字化を目指す内容。

◆楽観的な経済成長見通し

もともと、予算教書に示された見通しは、実質GDP成長率が2021年以降3%で推移するとしており、米国経済の潜在成長率から見ると、極めて楽観的。大幅減税を実施するなかでも、景気加速により歳入の対名目GDP比が不変であるとした財政見直しに対しては、議会で批判の声が広がる可能性。

◆議会は低所得者向けの歳出削減に反対

加えて、国防費以外の大幅な歳出削減をめぐっては、主に低所得者向けの歳出削減を中心に、共和党・民主党の両議員の反対が強まる公算大。先に議論が始まったオバマケアの見直しでは、代替法で無保険者が大幅に増えることに対して議会が強く反発しており、上院通過が見通せない状況。今後議論される2018年度予算に関しても、政権と議会の協議は難航する見込み。

このため、トランプ政権は、予算教書に示す通りの財政運営を行うことは困難。最終的には、議会との協議を経て、歳入減を抑制するための減税策の縮小や、国防費の増加幅縮小を迫られる可能性。

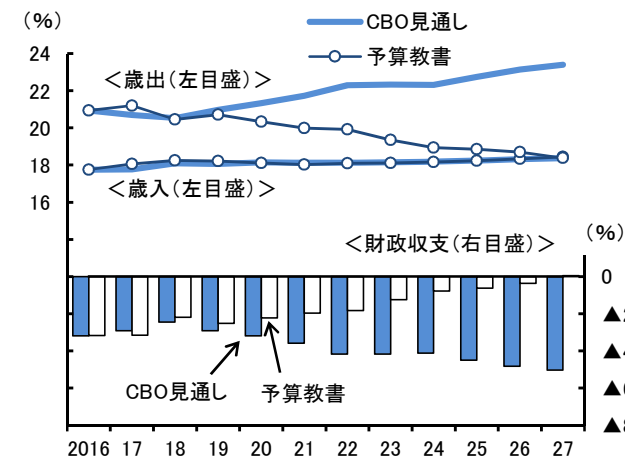
予算教書の財政赤字削減額

(2018~27会計年度合計、ベースライン対比、兆ドル)

財政赤字削減	▲5.63
経済成長による効果	▲2.06
歳出増減(▲は歳出削減、+は歳出拡大)	▲3.56
非国防裁量的支出の一律削減(ペニープラン)	▲1.40
メディケイド	▲0.62
海外緊急作戦費(OCO)	▲0.59
社会福祉制度	▲0.27
オバマケア見直し	▲0.25
行政による不適当な支出の削減	▲0.14
学生ローン制度	▲0.14
障害給付金	▲0.07
農業補助金	▲0.04
金融規制の見直し	▲0.04
国防費	+0.47
インフラ投資	+0.20
退役軍人プログラム	+0.03
有給育児休暇制度	+0.02
利払い費	▲0.31

(資料)OMBを基に日本総研作成(注)歳出増減は主要項目。

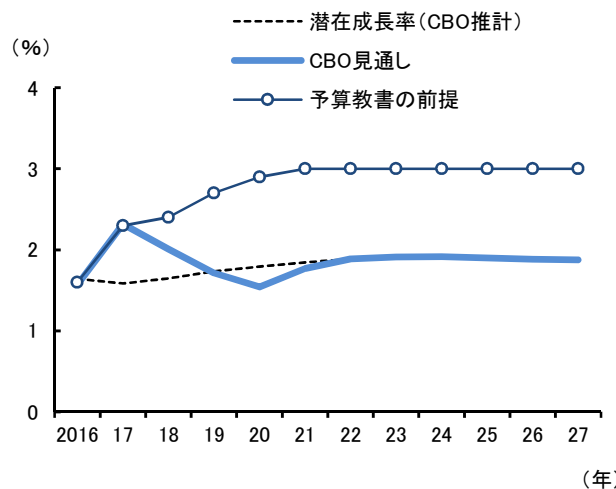
財政収支(対名目GDP比)



(資料)CBO(2017年1月公表)、OMB

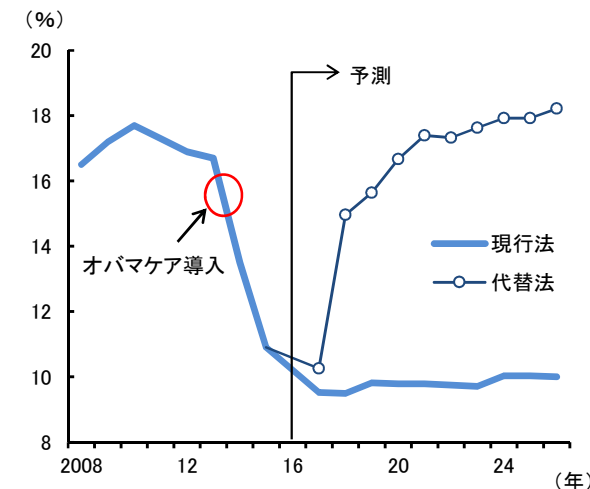
(会計年度)

実質GDP成長率



(資料)CBO(2017年1月公表)、OMB

オバマケア下の無保険者割合(64歳以下)



(資料)U.S.Census Bureau、CBOを基に日本総研作成
(注)代替法は5月4日に下院で通過した法案。

トピックス②：トランプ政権の政策では潜在成長率は上昇せず

◆潜在成長率は低下傾向

米国の潜在成長率は、労働力人口や労働生産性の伸びの鈍化を背景に低下傾向。

労働力人口は、1990年代に女性、2000年代に高齢者の労働参加率の上昇が頭打ちとなり、伸びが鈍化。高齢化が労働力人口増加の重石となるなか、労働力の確保が一段と困難に。

一方、労働生産性は、雇用の増加が労働生産性の低い業種に偏っていることなどを背景に低下傾向。ヘルスケアは高齢化の影響で、レジャー・外食・宿泊はサービス消費の増加を受けて生産額・就業者数が増加。もっとも、これらは、労働集約的なため、生産性向上をもたらすIT化が容易ではない業種。先行き、高齢化や消費のサービス化が続くとみられるなか、こうした業種の生産性向上がカギに。

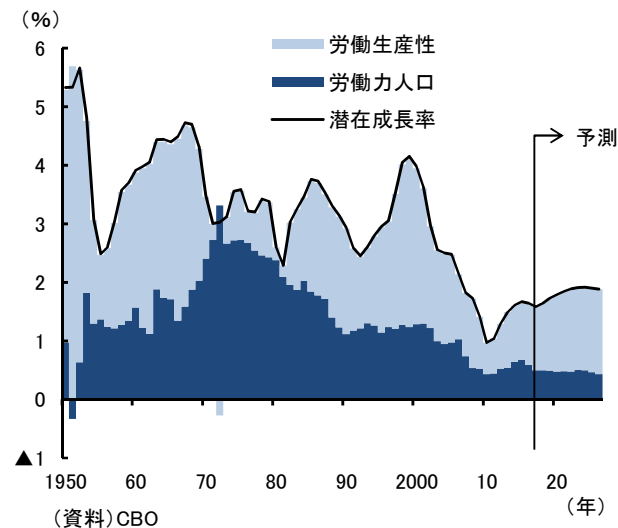
◆トランプ政策で潜在成長率上昇せず

トランプ政権が打ち出している政策のうち、有給育児休暇制度の拡充は女性の労働参加率上昇に寄与する可能性。一方、移民制限は、米国でも移民への依存度が高まるなか、労働力人口の下押しに作用。移民を完全にゼロにした場合、米国も直ちに生産年齢人口の減少に直面。

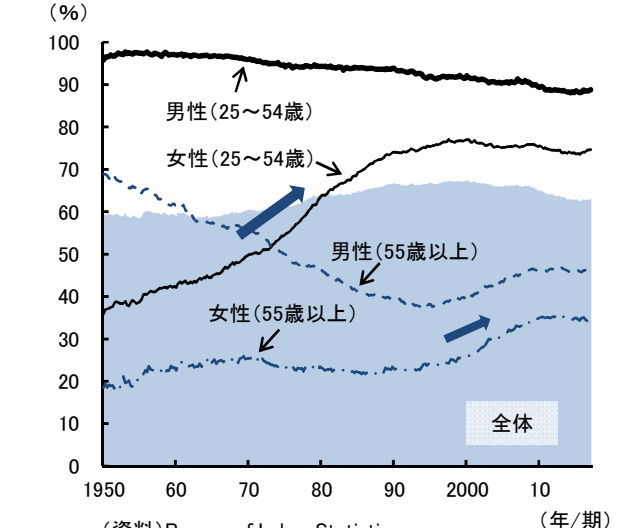
加えて、生産性を向上させるために必要な、優秀な外国人材の受け入れや、教育水準向上のための施策は打ち出されず。

全体としてみれば、トランプ政権の政策で潜在成長率が上昇することは見込み薄。

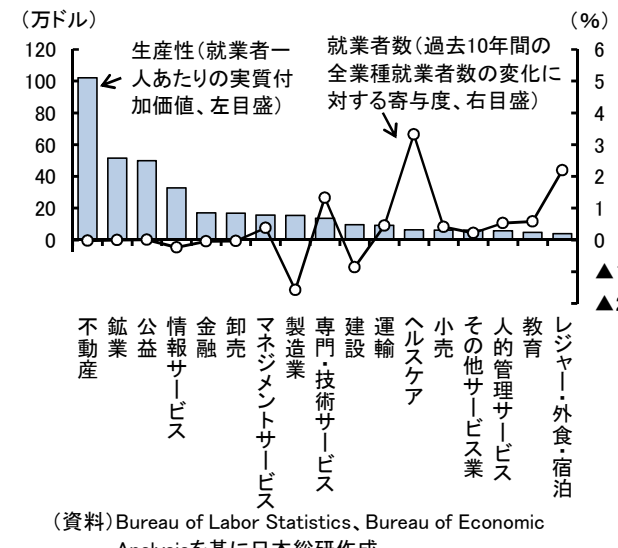
潜在成長率



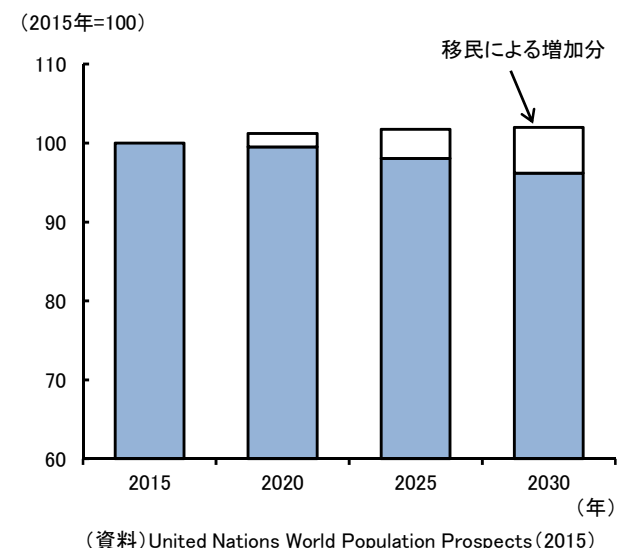
労働参加率



業種別の生産性と就業者数の変化



15～64歳人口の将来推計



米国景気・金利見通し：財政政策効果により徐々に加速

◆成長ペースは2%台後半まで上昇

自律的な景気回復が持続する見通し。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。

新政権の減税やインフラ投資などの財政政策は2018年入り後に実施されると想定しており、成長率は、個人消費などの押し上げを通じて、2%台後半に向けて高まっていく公算。

もっとも、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、予測値が下振れる可能性も。

◆金利は緩やかに上昇

F R Bは、1～3月期の景気の減速を一時的なものと判断。今後も、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、米国景気の回復に伴い、年3回程度のペースで利上げを実施する見通し。

加えて、年末にも、買入債券再投資の段階的な縮小を開始し、バランスシートの縮小に踏み出す見込み。

長期金利は、トランプ政権の政策運営に対する不透明感から、当面横ばい圏内で推移。秋以降は、財政政策の具体化や、F R Bの金融引き締め姿勢の明確化に伴い、再び上昇する見通し。

米国経済・物価見通し

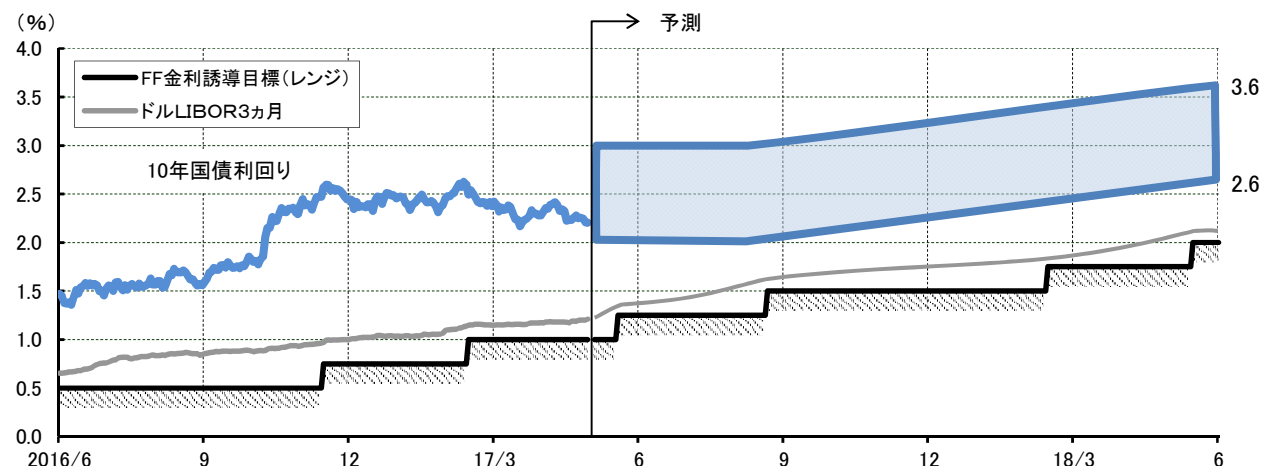
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2016年		2017年						2018年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	2016年	2017年	2018年
	(実績)		(予測)						(実績)		(予測)
実質GDP	3.5	2.1	1.2	2.6	2.4	2.4	2.4	2.6	1.6	2.1	2.5
個人消費	3.0	3.5	0.6	2.7	2.3	2.3	2.5	2.6	2.7	2.4	2.5
住宅投資	▲ 4.1	9.6	13.7	4.5	4.3	4.5	4.2	3.9	4.9	5.7	4.1
設備投資	1.4	0.9	11.4	3.5	4.3	4.5	4.7	4.8	▲ 0.5	4.6	4.6
在庫投資(寄与度)	0.4	1.0	▲ 1.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1
政府支出	0.8	0.2	▲ 1.1	1.4	0.5	0.6	1.0	1.0	0.8	0.1	0.9
純輸出(寄与度)	0.9	▲ 2.0	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	10.0	▲ 4.5	5.9	4.6	4.5	4.3	3.6	3.5	0.4	3.6	3.9
輸入	2.2	8.9	3.8	4.2	4.3	4.2	4.5	4.5	1.1	4.5	4.4
実質最終需要	3.1	0.9	2.3	2.7	2.3	2.3	2.4	2.4	2.0	2.2	2.4
消費者物価	1.1	1.8	2.5	2.2	2.5	2.4	2.1	2.4	1.3	2.4	2.3
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	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 : バランスシートの縮小は緩やかに、予測可能なペースで

◆利上げペースは年3回

2017年1～3月期の実質GDP成長率が前期比年率+1.2%と潜在成長率を下回ったものの、FRBは、振れの大きい自動車の落ち込みなどが原因で、景気減速は一時的なものだと判断。雇用・所得環境の改善が続くなど、消費を支えるファンダメンタルズは底堅いとみており、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。

もっとも、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、利上げを急ぐ必要性は小。FRBは、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可否を判断すると予想。2017年の利上げは、FOMC参加者予測の中央値と同様、残り2回となる見通し（6月と9月）。

◆バランスシート縮小ペースも緩やかに

一方、FRBは、バランスシート縮小に関する議論を本格化。

再投資を全て停止するのではなく、保有債券の月間減少額を予め決定し、それを上回る分を再投資していく方法が濃厚。このため、バランスシートの縮小は緩やか、かつ予測可能なペースとなる見込み。開始時期は12月と予想。

FOMC声明(要旨)

今回(2017年5月2日、3日)		前回(2017年3月14日、15日)
<ul style="list-style-type: none"> ・経済活動の伸びは鈍化したものの、労働市場は引き続き力強さを増した。雇用の伸びはここ数か月間均してと堅調で、失業率は低下。家計支出は緩やかな伸びにとどまったものの、消費の持続的な伸びを支えるファンダメンタルズは依然として底堅い。企業の設備投資は安定した。 ・前年比でみたインフレ率はこのところ、委員会の長期的な目標である2%に近づいている。エネルギーと食品の価格を除くと、消費者物価は3月に下落し、インフレ率は2%をやや下回り続けた。 ・委員会は、第1四半期の経済成長の減速は一時的である可能性が高いとみており、引き続きインフレ率は中期的に2%付近で安定すると予想。経済見通しへの短期的なリスクはおおむね均衡。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。 	イン 景 フ レ 判 断 ・ 識	<ul style="list-style-type: none"> ・労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動は緩やかなペースで拡大続けた。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、委員会の長期的な目標である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。 ・インフレ率は中期的に2%付近で安定すると予想。経済見通しへの短期的なリスクはおおむね均衡。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。
<ul style="list-style-type: none"> ・FF金利の誘導目標レンジを0.75～1.00%で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さらの引き締めと、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。政策決定の投票ですべての委員が賛成。 	金 融 政 策	<ul style="list-style-type: none"> ・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さらの引き締めと、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。

(資料)FRBを基に日本総研作成

5月FOMC議事録(再投資政策の見直しに関して)

FRBスタッフ案

- ・FOMCが米国債とMBS(住宅ローン担保債)の月間減少額の上限を公表する
- ・毎月、上限を超えた分をFRBが再投資する
- ・月間減少額の上限は初めは低水準に設定し、3か月ごとに増加、最終的な水準まで引き上げる
- ・バランスシートの規模が正常化するまで、最終的な水準が維持される

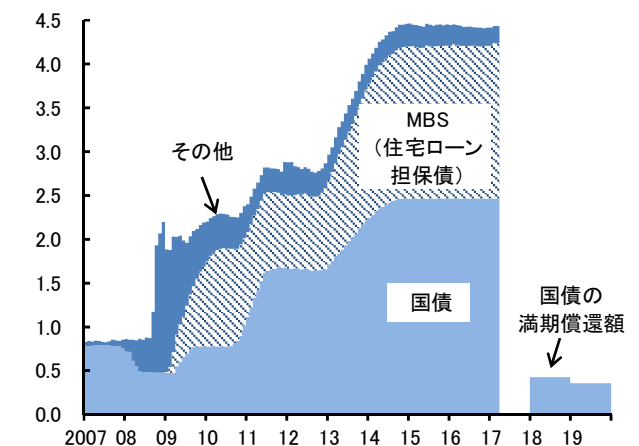
FOMC参加者の見解

- ・ほとんどすべての参加者が、スタッフ案に好意的な見方
- ・FRBの保有債券の減少が一度開始されたら、経済見通しの悪化が生じない限り、FOMCが政策調整をする必要はない
- ・経済と政策金利が予想通りに推移する限り、FRBの保有債券の減少を今年中に開始することが適切である

(資料)FRBを基に日本総研作成

FRBの総資産

(兆ドル)



(資料)FRB

(年/月)

ユーロ圏景気：企業・家計部門ともに回復傾向が持続

◆ドイツ・スペインが景気を牽引

1～3月期のユーロ圏実質GDPは、前期比年率+2.0%と堅調な伸びが持続。国別にみると、ドイツやスペインの成長ペースが加速したほか、フランスやイタリアは底堅い伸びに。

◆企業マインドは高水準で推移

5月のユーロ圏コンジットPMIは、前月から横ばいながら高水準を維持。業種別にみると、相対的に製造業のマインド改善が再び強まる格好に。

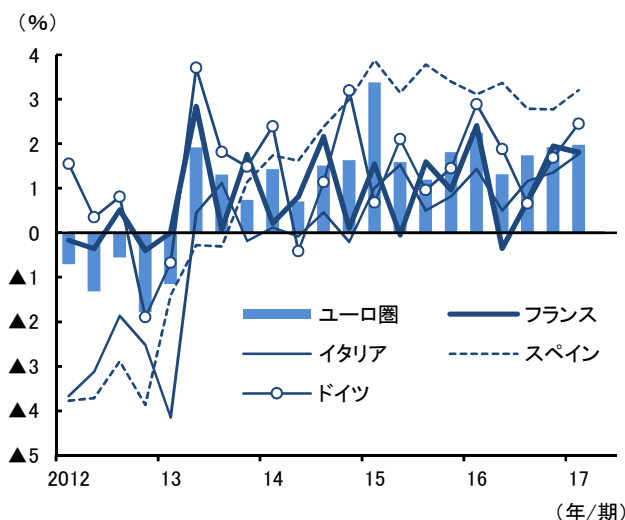
◆消費者マインドは金融危機前の水準に

5月のユーロ圏消費者信頼感指数は、2007年7月以来の水準まで上昇。小売売上数量も昨年末に水準を切り上げたのち、底堅く推移。先行きも、企業部門の回復を受けた雇用の拡大が、個人消費の後押しとなる公算。もっとも、依然として賃金は伸び悩みが続き、所得環境の改善の遅れが重石となり、個人消費の増勢は緩やかにとどまる見通し。

◆コア物価の伸び悩みが持続

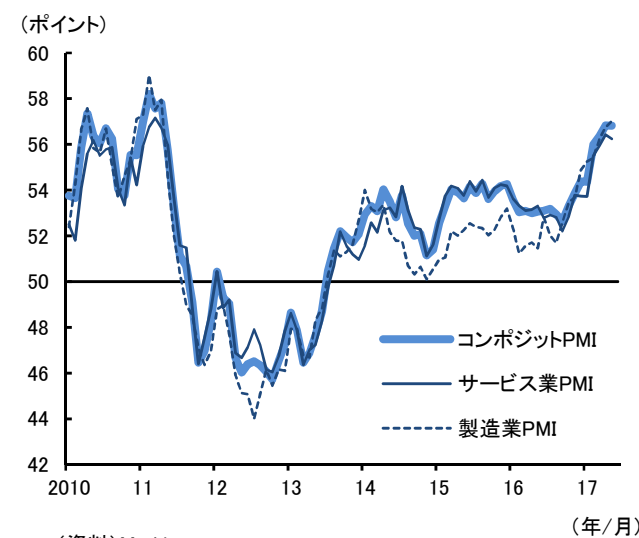
5月のユーロ圏消費者物価は、前年比+1.4%と前月から伸びが鈍化。コア物価は、イースター休暇の時期が前年からずれた影響で、3・4月に大きく変動していたものの、均してみると伸び悩みが持続。

ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



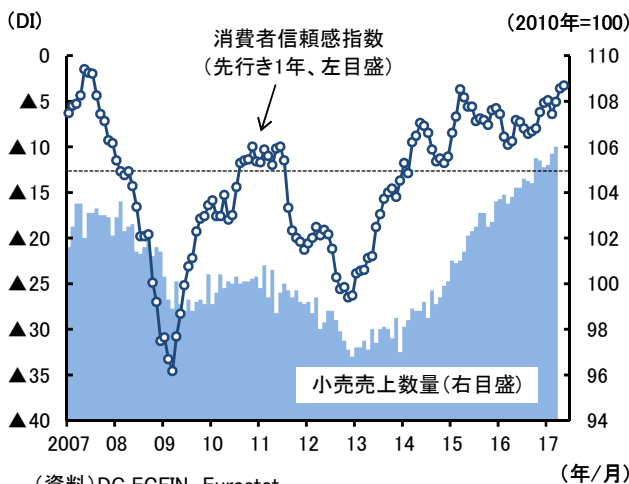
(資料)Eurostat

ユーロ圏のPMI



(資料)Markit

ユーロ圏の小売売上数量と消費者マインド

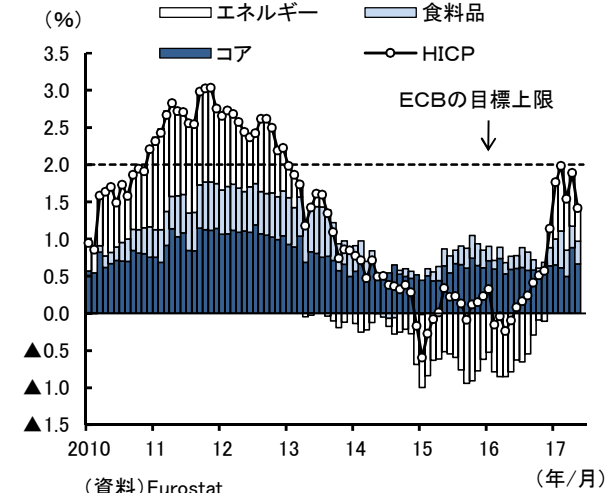


(資料)DG ECFIN, Eurostat

(注1)小売売上数量は自動車を除く。

(注2)図中の点線は、消費者信頼感指数の1990年以降平均。

ユーロ圏のHICP(前年比)



(資料)Eurostat

ユーロ圏トピックス：マクロン新仏大統領が直面する課題

◆支持基盤に懸念

5月8日に実施されたフランス大統領選の決選投票ではマクロン候補が勝利し、新大統領に就任。当面は、6月に行われる議会選挙で、新大統領の政党「共和国前進」が議席を伸ばし、安定政権を樹立できるかが焦点に。

世論調査によると、単独で過半数を獲得できる可能性があるものの、今回の大統領選では白票・無効票や投票辞退が総投票権者の3分の1に達していたことから、新大統領への支持が国民の多くに広がっているとは言い難い状況。

◆労働市場改革の成否がカギ

また、議会選後の政策運営にも課題。マクロン新大統領はマニフェストとして、労働時間や解雇に関する規制の緩和といった労働市場改革を標榜。フランスは先進国のなかでも、雇用規制が極めて強い国の一つとされており、過度な労働者保護がフランスの単位労働コストの高止まりを招来。輸出競争力の向上を通じて外需を取り込み、景気を回復軌道に乗せるためにも、労働市場改革は最優先課題。

ただし、ドイツやスペインといった労働市場改革に取り組んだ国をみると、改革の実行から1～2年半程度の期間は、失業率の上昇など国民への負担が生じる可能性が大。失業者への適切なサポート等がなければ、国民の不満が一段と高まり、再びポピュリズム勢力が勢いを増す恐れも。

フランス議会選挙を巡る世論調査

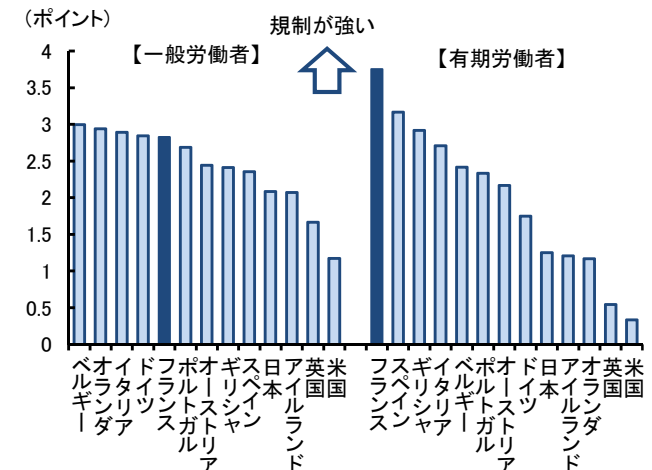
	支持率	予想獲得議席数 (調査対象議席総数に対する割合)
共和国前進	28%	310~330 (58~62%)
国民戦線	19%	10~15 (2~3%)
共和党	20%	140~160 (26~30%)
社会党	10%	25~30 (5~6%)
服従しないフランス	15%	25~30
共産党	2%	(5~6%)
その他右派	2%	-
フランスの極左	1%	-
その他	3%	-

(2017年5月23~24日調査)

(資料)OpinionWay、ORPI、Les Echos、Radio Classique

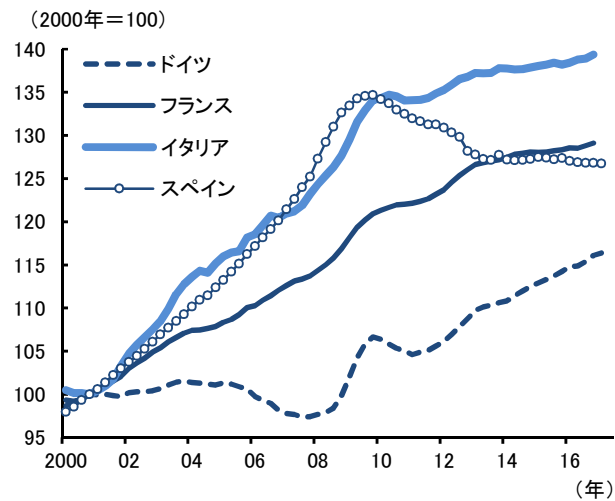
(注)世論調査は、海外フランス領の選挙区などを除いた535議席(総議席数は577議席)を対象としたもの。

ユーロ圏主要国と日米英の労働者保護指標



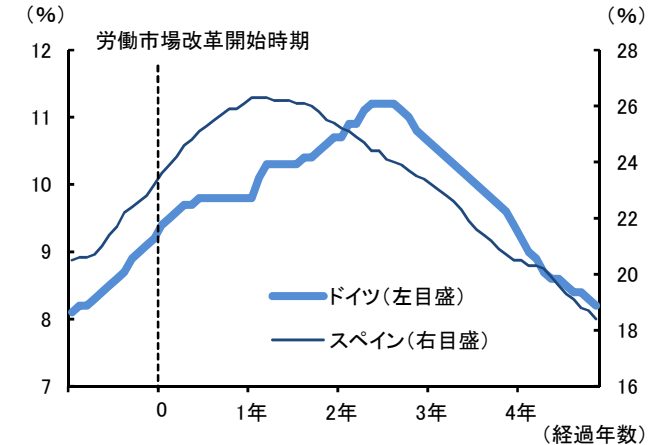
(資料)OECD "Indicators of Employment Protection"
(注)2013年度のデータ。

ユーロ圏主要国の単位労働コスト



(資料)Eurostat

ドイツとスペインの失業率



(資料)Eurostatを基に日本総研作成
(注)ドイツはハルツ第1法が施行された2003年1月、スペインは労働市場改革法が暫定施行された12年2月を起点として図示。

英国：Brexitによる負の影響が顕在化

◆個人消費の伸びが大きく鈍化

1～3月期実質GDP（改定値）は前
期比年率+0.7%と、速報値（同+
1.2%）から下方修正。需要項目別にみると、総固定資本形成が7四半期ぶりの伸びとなったものの、これまで堅調に推移してきた個人消費の伸びが大きく鈍化。

◆物価上昇が個人消費の重石に

4月の小売売上数量は前月比+2.4%
と、高い伸びに。もっとも、Brexitをめぐる不透明感の高まりなどから、足許で消費者マインドに再び低下の動きがみられ、小売売上への強含みは一時的にとどまる見込み。

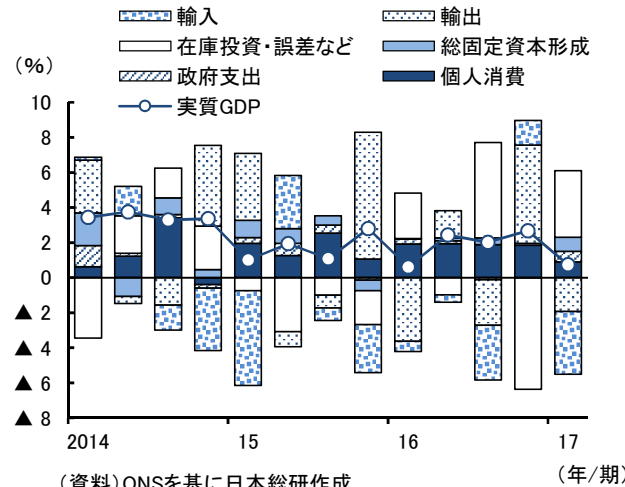
加えて、所得面では、賃金の伸び悩みと急速な物価上昇を背景に、2017年2月以降、実質賃金の伸びがマイナスに転化。依然として家計の物価見通しは高止まりが続いており、当面、物価上昇への警戒感が個人消費の下押し圧力となる見通し。

◆設備投資の力強い回復は期待薄

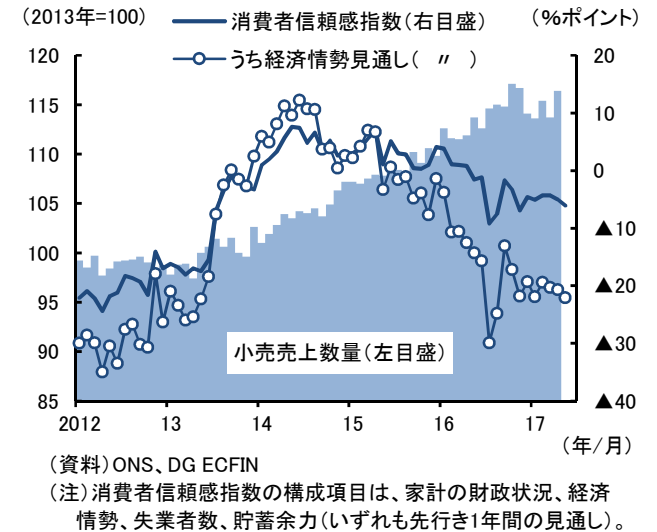
企業部門では、2016年半ばにかけて大きく落ち込んでいた設備投資マインドに持ち直しの動き。もっとも、足許の設備投資マインドの改善は、先行きの設備投資について「減らす」から「変わらず」に見通しを変更した企業による影響が大きく、「増やす」とする企業の増加は依然として限定的。

設備投資の大幅な落ち込みは回避される公算ながら、当面、低水準での推移が続く見通し。

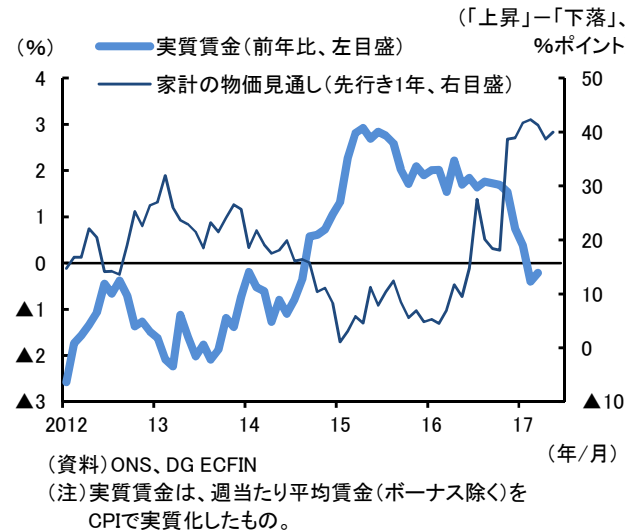
英国の実質GDP(前期比年率)



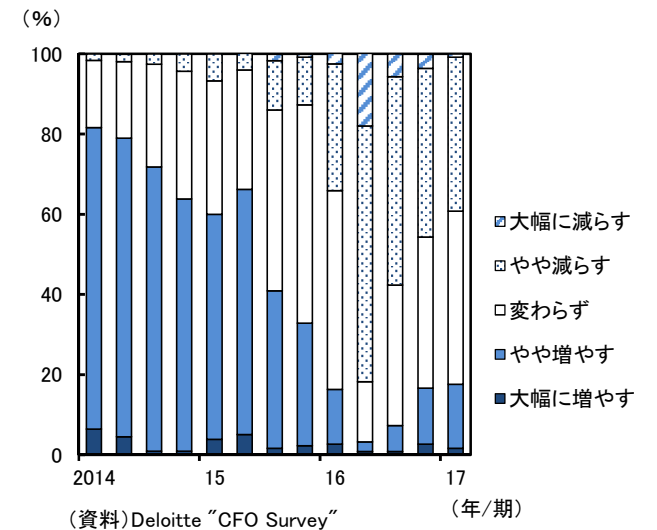
英国の小売売上数量と消費者マインド



英国の実質賃金と消費者の物価見通し



英国企業の設備投資意向(先行き12ヵ月)



欧州経済見通し：ユーロ圏景気は緩やかな回復が続く見通し

＜ユーロ圏＞

◆緩やかな回復が持続

ユーロ圏景気は、ECBの金融緩和策や新興国・資源国景気の持ち直しなどが下支えに作用。もっとも、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%台半ばから後半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＞

◆成長ペースは緩慢に

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いなか、個人消費や設備投資の低迷を背景に、当面1%前後の成長ペースに。

2018年入り後は、過度な懸念が後退するにつれ、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。

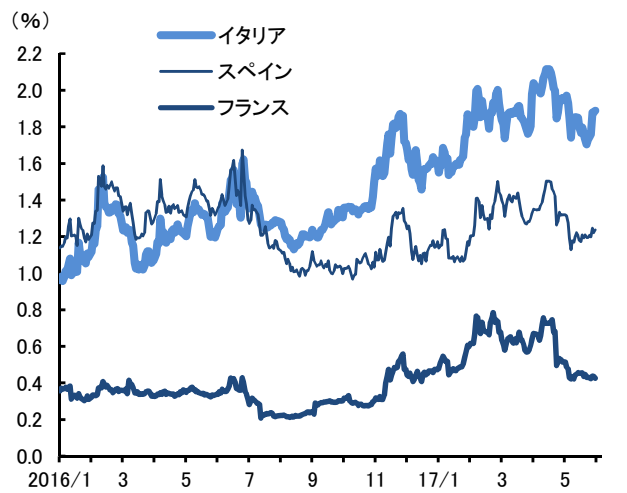
欧州各国経済・物価見通し

(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
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6			
		(実績)						(予測)		(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	1.7	1.9	2.0	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6
	消費者物価指数	0.3	0.7	1.8	1.5	1.6	1.6	1.5	1.7	0.2	1.6	1.6
ドイツ	実質GDP	0.7	1.7	2.4	1.6	1.7	1.8	1.6	1.6	1.8	1.8	1.7
	消費者物価指数	0.4	1.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.6	1.7	0.4	1.7	1.6
フランス	実質GDP	0.7	1.9	1.8	1.3	1.4	1.5	1.4	1.5	1.1	1.4	1.4
	消費者物価指数	0.4	0.6	1.5	1.3	1.3	1.4	1.2	1.4	0.3	1.4	1.3
英国	実質GDP	2.0	2.7	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.8	1.4	1.3
	消費者物価指数	0.7	1.2	2.1	2.5	2.7	2.7	2.5	2.5	0.7	2.5	2.4

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

ユーロ圏主要国10年債利回りの対独スプレッド



(資料)Bloomberg L.P.

【ホット・トピック】

◆イタリアでは政治リスクが根強く残存

欧州では、フランス大統領選でのマクロン候補の勝利を受け、ポピュリズム勢力台頭への懸念がひとまず後退。ルペン候補の当選リスクを織り込む形で上昇傾向にあったフランス10年債利回りの対独スプレッドは、4月下旬以降、大きく低下。

また、イタリアやスペイン国債の対独スプレッドも、フランス大統領選後に縮小方向へ。もっとも、イタリア国債の対独スプレッドは、従来同水準にあったスペイン国債に比べ高水準で推移。来年春までに実施予定の総選挙では、反EUを掲げる「五つ星運動」の躍進が予想されており、イタリアでは政治リスクが強く意識される状況が続く見通し。

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、デフレリスクが後退したとの認識が広がるにつれ、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つつも、資産買入規模の縮小（テーパリング）に向けた議論を本格化させる見込み。

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。

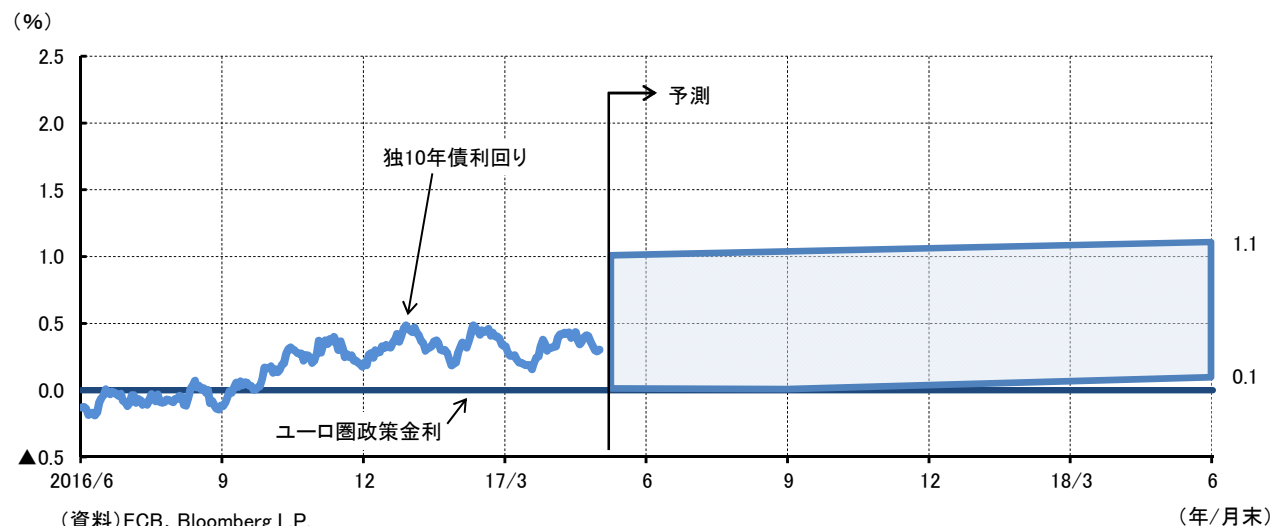
<英国>

◆様子見姿勢を維持

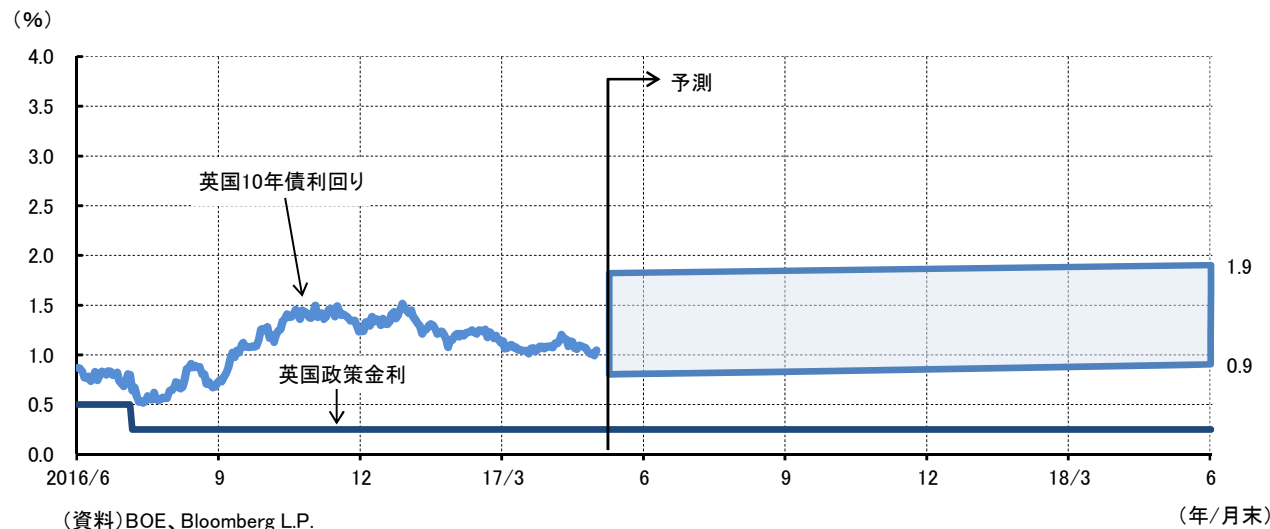
BOEは、ポンド安によるインフレ高進を懸念しつつも、EU離脱をめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気の下振れを警戒。当面、様子見姿勢を維持する見込み。

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：緩やかに上昇していく見通し

◆一時50ドルを回復も再び下落

5月のWTI原油先物価格は、米国のシェールオイル増産観測の強まりを受け、上旬に40ドル台半ばまで急落。もっとも、下旬にかけては、OPECやロシアによる減産延長期待の高まりや、米原油在庫の減少などを背景に、52ドル近くまで反発。その後、25日のOPEC総会で減産延長が正式に決定されたものの、減産幅の拡大が見送られたことへの失望感や利益確定の売りなどから、再び50ドルを割り込む展開に。

◆投機筋の買い越し幅は一時大きく縮小

投機筋の買い越し幅は、米シェールオイル増産への警戒感を主因に、月半ばにかけて昨年11月以来の水準まで大きく縮小。月下旬には、OPECによる減産期待の高まりを受け、小幅拡大。

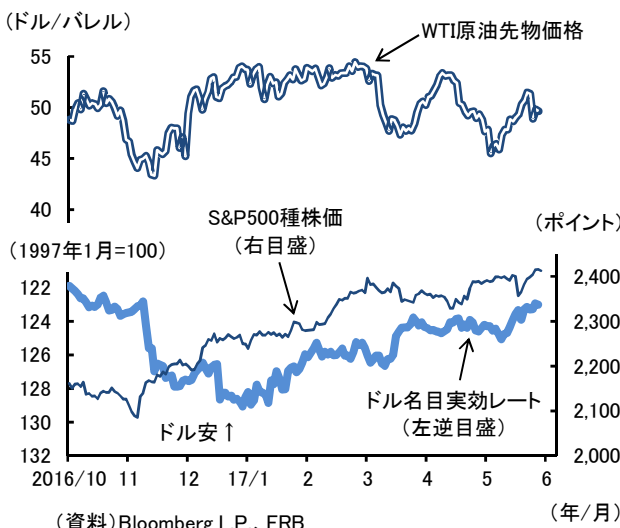
◆原油価格見通し：緩やかに上昇

WTI原油先物価格は、米シェールオイル生産の増加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。

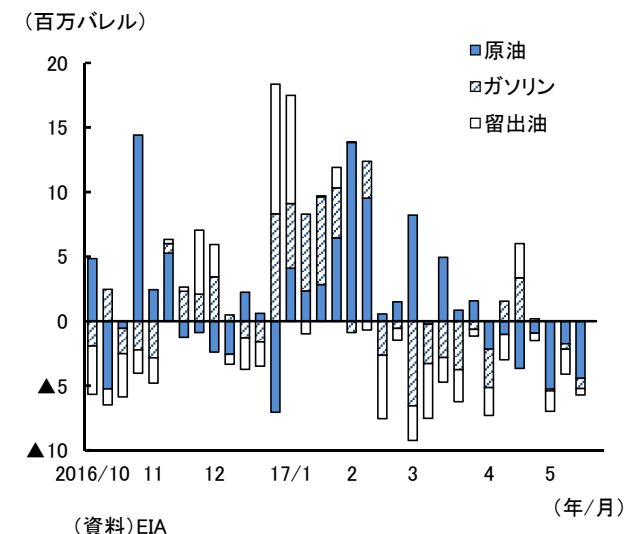
一方で、新興国景気の持ち直しや米国景気の回復基調の強まり、OPECやロシアによる減産が価格押し上げに作用するほか、中東や北アフリカをめぐる地政学リスクの高まりが価格上振れ要因に。

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。

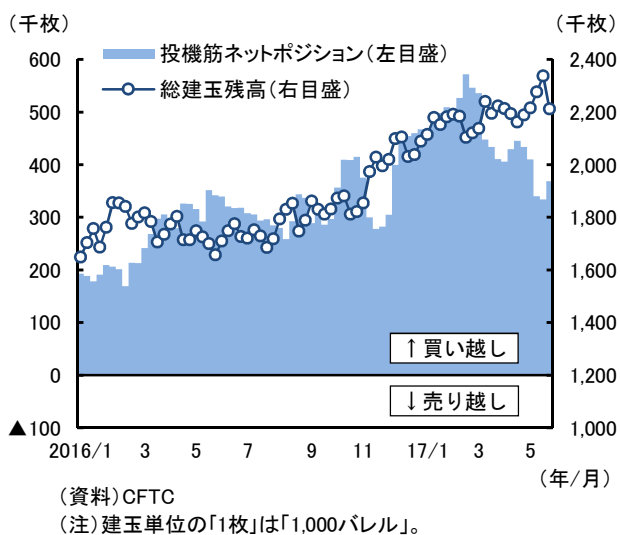
原油価格と株価・為替レート



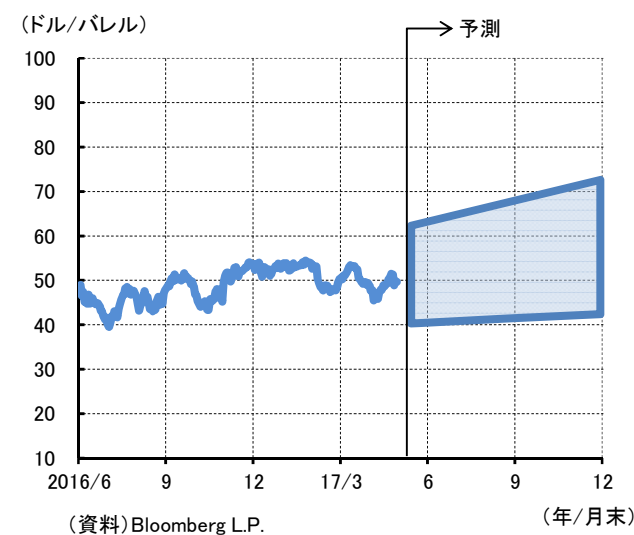
米国の原油・石油製品在庫(前週差)



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



OPEC加盟国の減産が続けば、原油在庫は徐々に減少

◆減産延長で原油在庫は徐々に減少へ

OPECは5月25日の総会で、減産期間を2017年6月末から18年3月末へ、9ヵ月間延長することを決定。減産幅については、市場の一部で拡大期待も浮上していたものの、現行水準を維持。

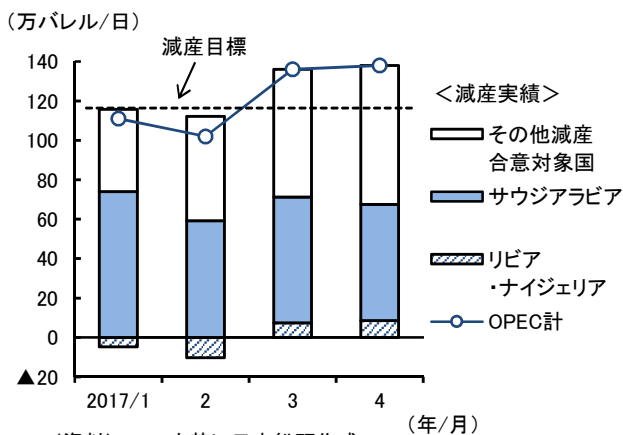
EIA（米エネルギー省）による世界の原油需要と非OPEC加盟国の原油生産量見通しをベースとし、2018年3月末にかけてOPEC加盟国の原油生産量が減産目標水準で推移すると想定し試算すると、世界の原油需給バランスは平均日量60万バレル弱の需要超過となる見込み。また、この需要超過分がOECD加盟国の原油・石油製品在庫の取り崩しで賄われれば、同在庫は今夏以降、減少傾向が明確化し、18年3月末にかけてOPECが目標とする過去5年の平均に近く見通し。

◆シェールオイル増産への警戒感が残存

今後の需給バランスをめぐるのは、米シェールオイルの増産ペースが最大の焦点に。EIAによる2018年1～3月の米国の原油生産量見通しは、OPEC加盟国が減産を開始した2017年1月から足許にかけて、日量50万バレル強上振れ。

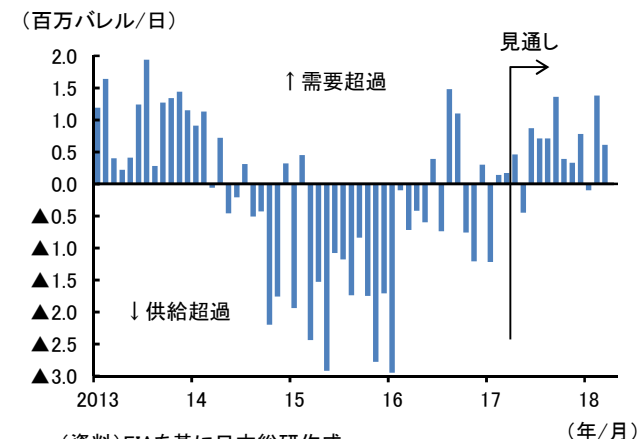
一方、生産量の回復に伴う掘削サービス会社の値上げ圧力の強まりや、人手不足による人件費の上昇などから、シェールオイルの生産コスト低減に一服感。このため、米国の原油生産量見通しがさらに大きく上方修正される可能性は小さくなりつつあるものの、シェールオイル増産への警戒感は、今後もくすぶり続ける公算が大。

OPEC加盟国の減産状況



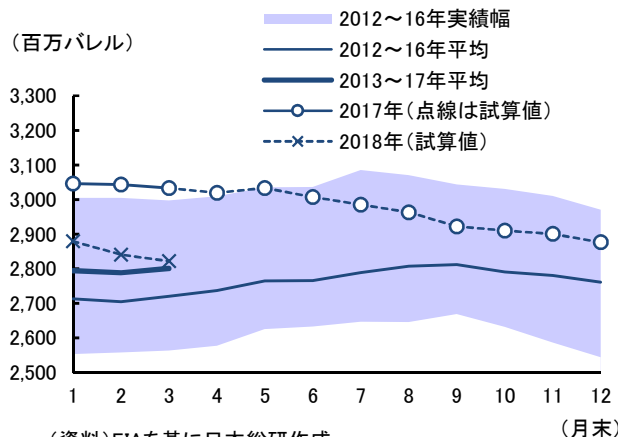
(資料) OPECを基に日本総研作成
(注) 減産実績は、OPECが公表している基準生産量(原則として2016年10月の生産実績)との差。リビアとナイジェリアは減産合意対象外のため、2016年10月の生産量との差を図示。

世界の原油需給バランス(EIA推計)



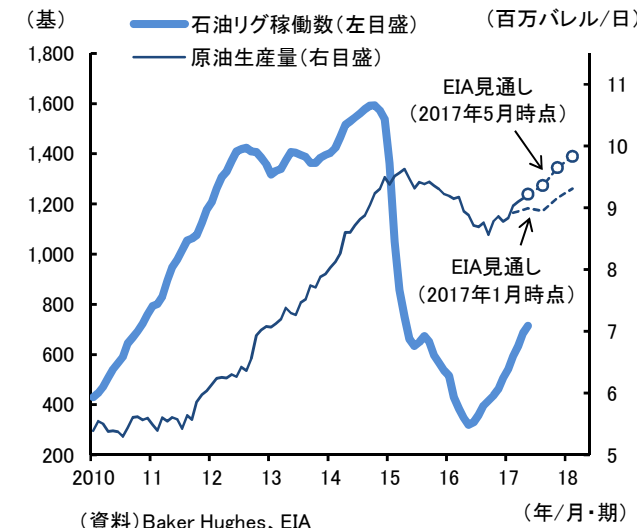
(資料) EIAを基に日本総研作成
(注) 見通しは、EIAによる世界需要、非OPEC加盟国の生産量見通しをベースとし、2017年4月以降、OPEC加盟国の生産量が減産目標水準(3,195万バレル/日)で推移すると想定。

OECD加盟国の原油・石油製品在庫



(資料) EIAを基に日本総研作成
(注) 2017年4月末以降の在庫は、右上図の需給見通しをベースとし、需要(供給)超過分が全てOECD加盟国の原油・石油製品在庫の取り崩し(積み増し)に作用すると想定して試算。

米国の石油掘削設備(リグ)稼働数と原油生産量



(資料) Baker Hughes, EIA

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	
	¥/\$	¥/€	\$/€	無担0/N	TIBOR	国債	日経平均	FF 0/N	LIBOR	国債	N Yダウ	S&P500	EONIA	EURIBOR	独国債	英国債	ユーロ・	WTI	COMEX
	(NY終値)	(NY終値)	(NY終値)	(%)	3カ月 (%)	10年物 (%)	株価 (円)	(%)	3カ月 (%)	10年物 (%)	工業株 (ドル)		(%)	3カ月 (%)	10年物 (%)	10年物 (%)	スツックス50	原油先物 (\$/B)	金先物 (\$/TO)
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
17/4	110.04	117.93	1.0717	▲ 0.0545	0.06	0.03	18736.39	0.90	1.16	2.29	20684.69	2359.31	▲ 0.36	▲ 0.33	0.25	1.06	3491.83	51.12	1271.21
17/5	112.24	124.09	1.1057	▲ 0.0527	0.06	0.04	19726.76	0.91	1.19	2.30	20936.81	2395.35	▲ 0.36	▲ 0.33	0.38	1.09	3601.87	48.54	1245.50