
欧米経済展望

2017年11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	長野 弘和	(Tel : 03-6833-8744	Mail : nagano.hirokazu@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10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：7～9月期は2四半期連続で3%台の成長

◆景気回復が持続

2017年7～9月期の実質GDPは前期比年率+3.0%と、4～6月期の同+3.1%に続き、2四半期連続で3%台の成長。在庫投資の拡大が大きく押し上げに寄与したものの、在庫投資を除く最終需要でも、前期比年率+2.3%となっており、堅調なペースでの景気拡大が持続。

GDPの7割を占める個人消費は前期から減速したものの、消費者マインドの改善が下支えとなり、底堅く推移。住宅投資は2四半期連続のマイナスとなったものの、設備投資や輸出など企業セクターは増勢が持続。

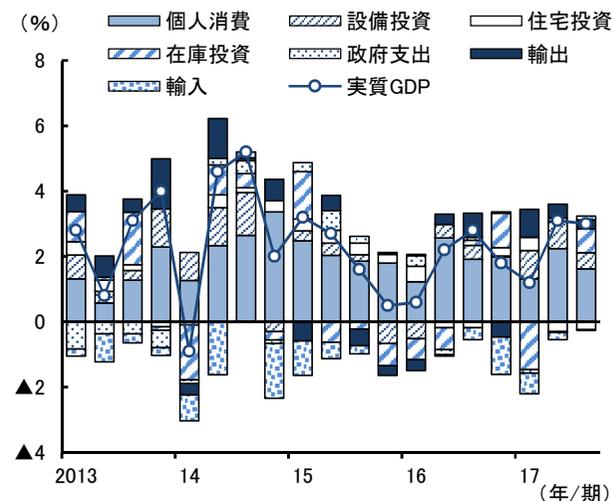
◆個人消費は底堅く推移

9月の小売売上高は、前月比+1.6%と2015年3月以来の大幅増。ガソリンや自動車、建材の増加はハリケーンによる影響が大きいと推測されるものの、コア小売売上高も増勢を維持。良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費は今後も底堅く推移する見込み。

◆在庫不足が住宅販売の足かせに

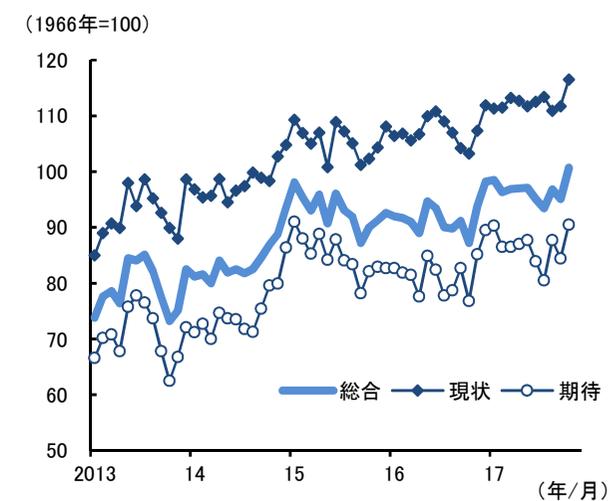
9月の中古住宅販売件数は、前月比では若干の増加に転じたものの、依然として持ち直しは限定的。中古住宅の在庫は2015年6月以降、前年比で減少が続くなど、在庫率が極めて低水準で推移しており、在庫の不足が住宅供給の制約に。

実質GDP成長率(前期比年率)



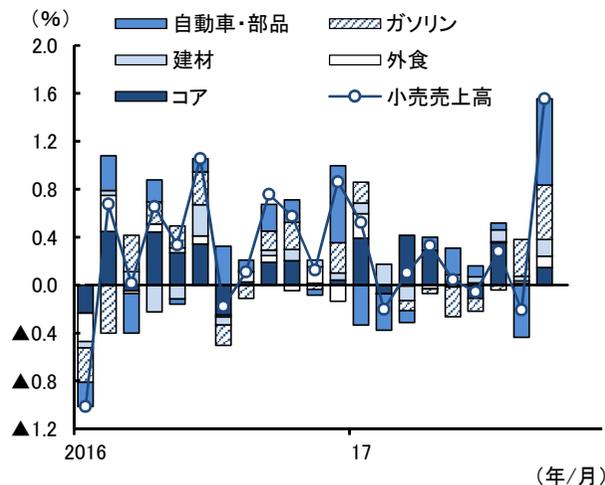
(資料)Bureau of Economic Analysis

ミシガン大学消費者信頼感指数



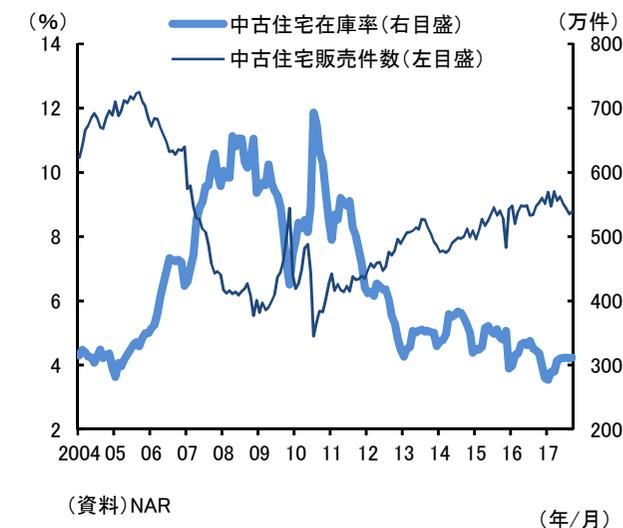
(資料)University of Michigan

小売売上高(前月比)



(資料)U.S. Census Bureau

中古住宅販売件数と中古住宅在庫率



(資料)NAR

企業部門は回復傾向が持続

◆鉱工業生産は前月から持ち直し

9月の鉱工業生産は前月比+0.3%と、大幅な減産となった前月から持ち直し。自動車・同部品の増加が続いたほか、ハリケーンや冷夏による影響の剥落により、その他製造業、鉱業、電気・ガスが揃って増加。製造業の新規受注は高水準で推移しており、ハリケーン被害からの復旧・復興需要も見込まれることから、今後も生産の回復基調が続く見通し。

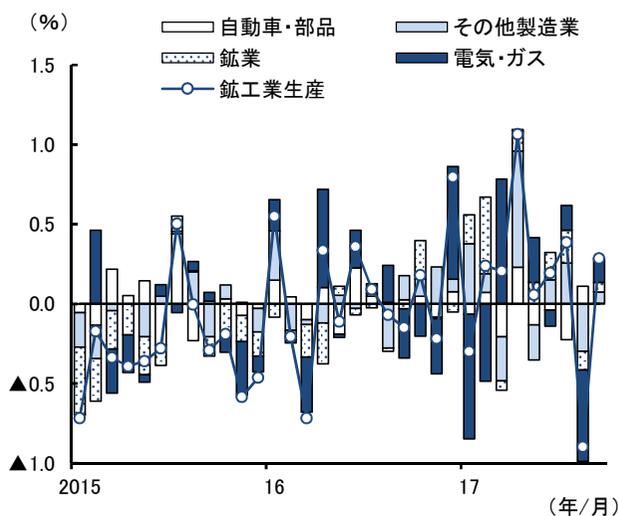
また、設備投資に先行する資本財受注も増加傾向が持続。内外需要の回復により企業収益が改善するなか、今後も設備投資は回復傾向が続く見込み。

◆コアサービス価格に持ち直しの兆し

9月のコア消費者物価指数は、前年比+1.7%と横ばい圏での推移が持続。もともと、内訳をみると、財価格の弱含みが続く一方、サービス価格上昇率が2ヵ月連続で持ち直し。

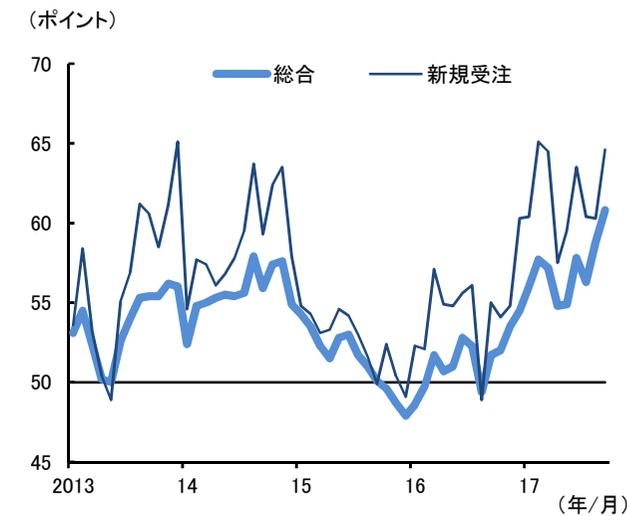
先行きを展望すると、通信料の下落などの一時的な下押し要因の剥落に加え、コア物価の基調を左右する賃金の伸びが徐々に高まるにつれて、物価押し上げ圧力が強まっていく見込み。

鉱工業生産(前月比)



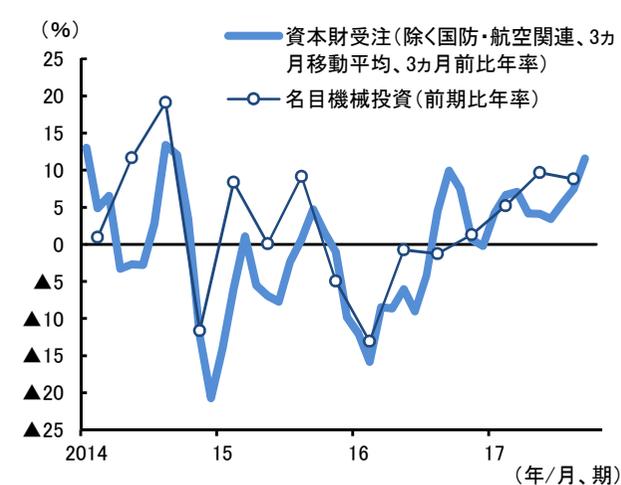
(資料)FRB

ISM製造業景況指数



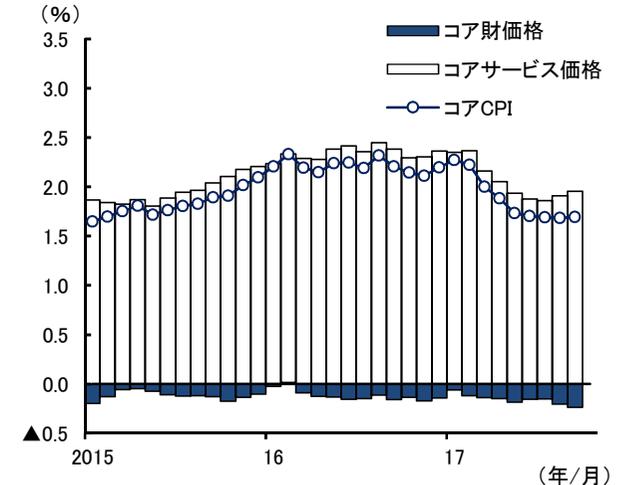
(資料)ISM

資本財受注と機械投資



(資料)Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau

コア消費者物価指数(前年比)



(資料)Bureau of Labor Statistics

トピックス①「雇用の質」が改善

◆賃金の伸びが持ち直し

9月の非農業部門雇用者数は、ハリケーンの影響で7年ぶりに減少。一方、時間当たり賃金は、9月分が大きく上振れたほか、7月および8月分も上方修正。9月分についてはハリケーンの影響を見極める必要があるものの、労働需給のひっ迫によって賃金上昇圧力が高まってきた可能性あり。

時間当たり賃金の上昇率を業種ごとにみると、足許にかけて、相対的に賃金上昇率の低い業種も上昇ペースの加速がみられており、賃上げの動きが幅広い業種に広がりつつあると推測。

◆「雇用の質」が改善

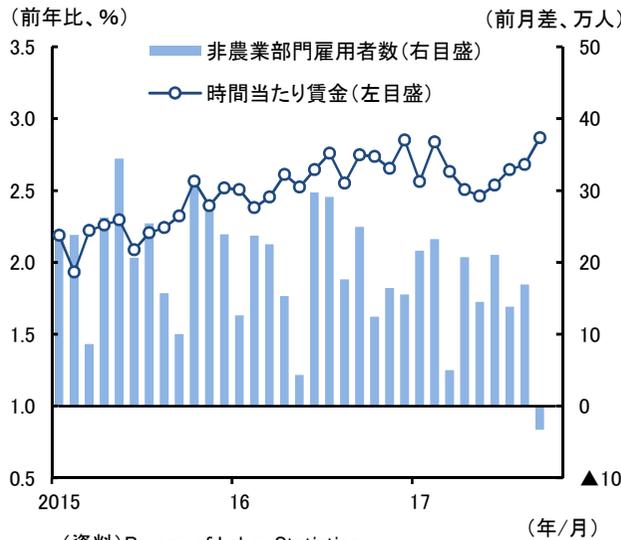
とりわけ、足許にかけては、「雇用の質」の改善が賃金の押し上げに寄与。2017年入り後、「経済情勢を理由としたパートタイム労働者」や「就業を希望するものの職探しを断念した者」などを加えて算出される広義失業率の低下ペースが加速。また、全雇用者に占める自己都合による退職者数の割合が金融危機前の水準を回復しており、労働市場の改善を機に、より待遇の良い職を求めて転職を志向する労働者が増加している可能性。

◆賃金の伸びは徐々に加速へ

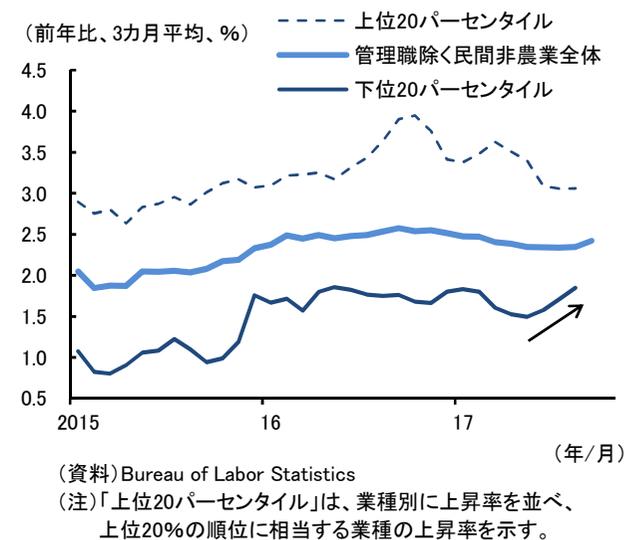
こうしたなか、中小企業の賃金見通しや消費者の所得見通しも、総じて改善の動きが強まっており、いずれも足許で金融危機前と並ぶ水準まで上昇。

労働需給のひっ迫は今後も続くと見込まれることから、先行き、賃金の上昇ペースは徐々に高まっていく見通し。

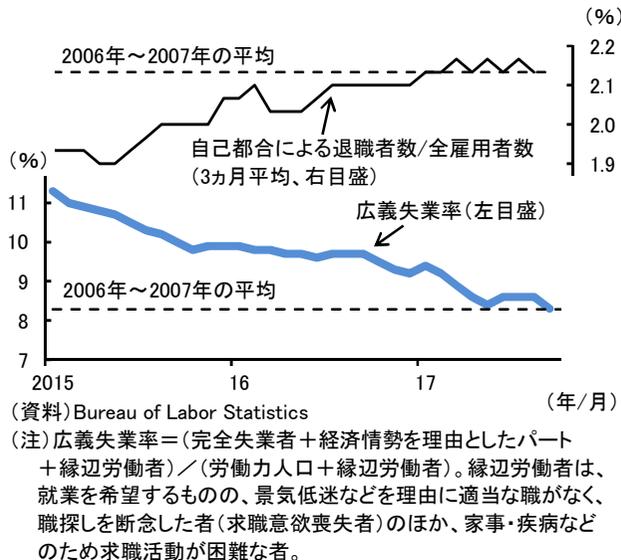
雇用者数と時間当たり賃金



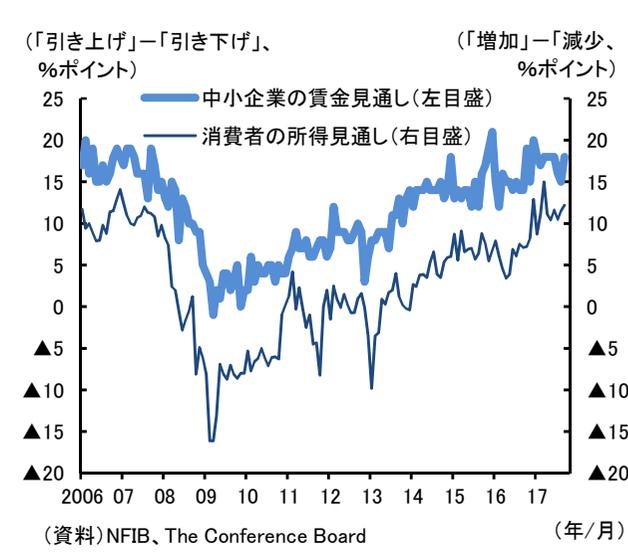
時間当たり賃金の上昇率



広義失業率と自己都合による退職者の推移



中小企業の賃金見通しと消費者の所得見通し



トピックス②：NAFTA再交渉の妥結は2018年以降に後ずれ

10月11日から17日にかけて開催された北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉の第4回会合で、米国、カナダ、メキシコの3カ国は当初目標としていた年内妥結を断念し、2018年の第1四半期までの交渉延長を決定。

◆カナダ・メキシコが反発

第4回会合では、知的財産やデジタル貿易といった「NAFTAの近代化」に関する条項については協議が進展。一方、米国は5年ごとに協定を見直す「サンセット条項」の導入や、自動車・同部品に対する特惠関税適用条件への米国製部品調達率の追加を主張。こうした「米国第一主義」に基づく提案にカナダ・メキシコ両政府が反発し、交渉は難航。加えて、トランプ大統領がNAFTAを撤廃し二国間での通商協定の締結の可能性に言及するなど、交渉の行方は不透明に。

◆最終的には妥結する見込み

もっとも、NAFTAの撤廃は米国も含めて3カ国の経済の下押しとなることから、今後の各国の歩み寄りにより、最終的に交渉は妥結する見込み。ただし、2018年第1四半期までに妥結できなければ、メキシコの大統領選挙や米国の中間選挙との兼ね合いで交渉が停滞し、妥結が大幅に後ずれする可能性。また、撤廃による米国経済への影響は比較的小さいことから、米国が一方的に協定から離脱するリスクも拭えず。

主なスケジュール

	注目イベント
2017年5月18日	トランプ政権が再交渉を議会に通知
7月17日	米通商代表部(USTR)が再交渉の目的公表
8月16日～20日	第1回会合(ワシントン)
9月1日～5日	第2回会合(メキシコシティ)
9月23日～27日	第3回会合(オタワ)
10月11日～17日	第4回会合(ワシントン)
11月17日～21日	第5回会合(メキシコシティ)
2018年1～3月	追加会合
7月1日	メキシコ大統領選挙
11月6日	米中間選挙
12月1日	メキシコ新大統領就任

(資料)各種資料をもとに日本総研作成

再交渉の主な論点

個別項目	内容
サンセット条項	5年ごとに3カ国が更新で合意しなければ協定廃止
原産地規則(自動車・部品)	NAFTA域内調達率の引き上げ(62.5%⇒85%) 米国製部品の調達率導入(50%) トレーシングの対象品目追加(鉄鋼等)
貿易救済	アンチ・ダンピング関税措置、補助金相殺関税措置に関する紛争手続き(NAFTA19章)を廃止 NAFTA域内国に対するセーフガード(輸入制限)措置の適用除外措置の廃止
政府調達	政府調達におけるバイアメリカン強化 カナダ、メキシコの政府調達を米国製品に開放

(資料)各種資料をもとに日本総研作成

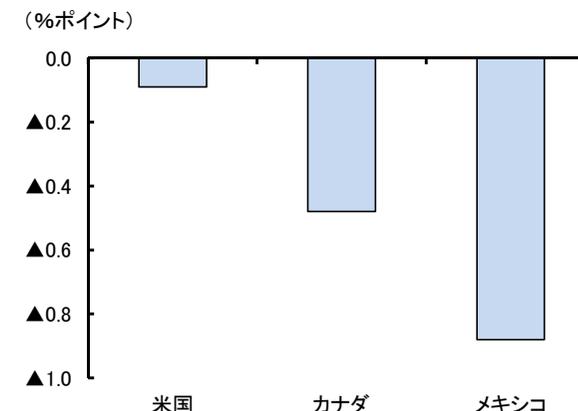
米国内の批准手続きの流れ

手続きの期限と内容		実施日
交渉開始90日前	交渉開始を議会に通知	5月18日
署名180日前	通商関連法の修正を議会に通知	9月22日
署名90日前	協定署名の意思を議会に通知	未済
署名60日前	USTRのHPに妥結した協定内容を公表	
協定署名(2018年3月21日以降)		
署名後60日以内	国内法改正の要旨報告	
署名後105日以内	国際貿易委員会(ITC)が報告書提出	
法案提出30日前	協定文案を議会に提出	
実施法案提出		
議会審議・承認		
大統領署名		
協定発効		

(資料)各種資料をもとに日本総研作成

(注)議会への通商関連法の修正を2017年9月22日に議会に通知したため、協定署名は最短でも180日後の2018年3月21日以降となる。

NAFTA撤廃による実質GDP成長率の押し下げ



(資料)Impact Econによる推計

(注)NAFTAを撤廃し、WTO加盟国間で適用される関税率であるMFN税率を適用した場合に貿易や投資の減少が各国経済に与える影響。為替変動等の影響は除く。

米国景気・金利見通し：2%台前半の堅調な回復ペースが持続

◆2%台前半の成長が持続

年末にかけては、ハリケーンの被害に対する復興需要や政府の財政出動が景気押し上げに作用すると予想。

トランプ政権による大規模な減税策は、議会との調整難航により、小規模となる見込み。もっとも、自律的な景気回復局面にあるため、財政面での下支えがなくても2%台前半のペースでの成長が持続する見通し。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、労働需給の引き締まりに伴い賃金の伸びが徐々に加速していくことを背景に、個人消費は回復傾向が続く見込み。

もっとも、政権が保護主義・排外主義を強めれば、家計・企業マインドの弱含みや企業収益の悪化をもたらし、景気の下押し圧力となる可能性も。

◆金利は緩やかに上昇

F R Bは、インフレ率の下げ止まりとハリケーンによる景気への影響が限定的であることを確認したうえで、12月に追加利上げを実施へ。

長期金利は、物価の弱含みや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。年末以降は、インフレ率が持ち直しに転じ、F R Bの金融引き締め姿勢が明確化することに伴い、緩やかに上昇していく見通し。

米国経済・物価見通し

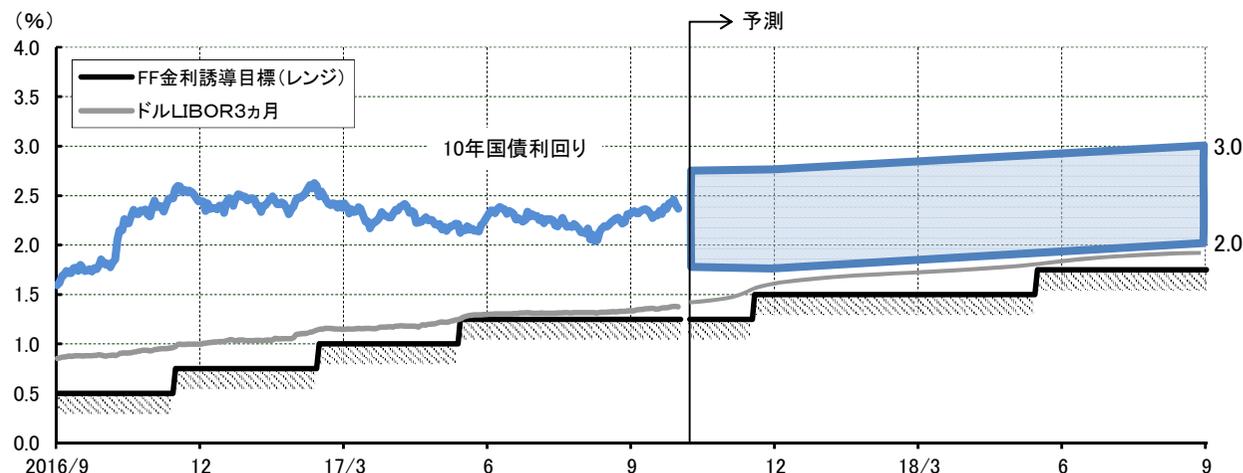
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2016年	2017年				2018年				2016年	2017年	2018年
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(実績)	(予測)	(予測)	
	(実績)	(予測)								(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	1.8	1.2	3.1	3.0	2.5	2.2	2.1	2.1	1.5	2.2	2.3	
個人消費	2.9	1.9	3.3	2.4	2.6	2.3	2.2	2.2	2.7	2.7	2.4	
住宅投資	7.1	11.1	▲7.3	▲6.0	4.5	4.2	3.9	3.8	5.5	1.1	2.0	
設備投資	0.2	7.2	6.7	3.9	4.5	4.0	3.8	3.6	▲0.6	4.5	4.1	
在庫投資(寄与度)	1.1	▲1.5	0.1	0.7	▲0.1	0.0	0.1	0.1	▲0.4	▲0.1	0.1	
政府支出	0.2	▲0.6	▲0.2	▲0.1	0.7	0.8	0.8	0.9	0.8	▲0.1	0.6	
純輸出(寄与度)	▲1.6	0.2	0.2	0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.2	
輸出	▲3.8	7.3	3.5	2.3	3.8	3.5	3.5	3.5	▲0.3	3.2	3.4	
輸入	8.1	4.3	1.5	▲0.8	4.2	4.5	4.5	4.6	1.3	3.3	3.6	
実質最終需要	0.5	2.8	3.1	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0	1.9	2.3	2.2	
消費者物価	1.8	2.5	1.9	2.0	1.9	1.8	2.2	2.1	1.3	2.1	2.0	
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	1.8	1.7	1.7	1.8	2.0	2.0	2.2	1.8	1.9	

(資料) Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statisticsを基に日本総研作成

(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 : 2018年の利上げは年2回にとどまる見通し

◆ バランスシート縮小を開始

F R Bは、10月からバランスシート正常化プログラム（買入債券の再投資縮小）を開始。今後は6月のF O M Cで発表されたペースでのバランスシートの縮小を粛々と進めていく見込み。

◆ 次期F R B議長が近く決定する見込み

トランプ大統領は、11月2日に次期F R B議長を指名する予定。各種報道によると、パウエル現F R B理事が指名される公算が大。パウエル理事やイエレン議長が指名された場合、現行の金融政策の方向性が維持される見通し。

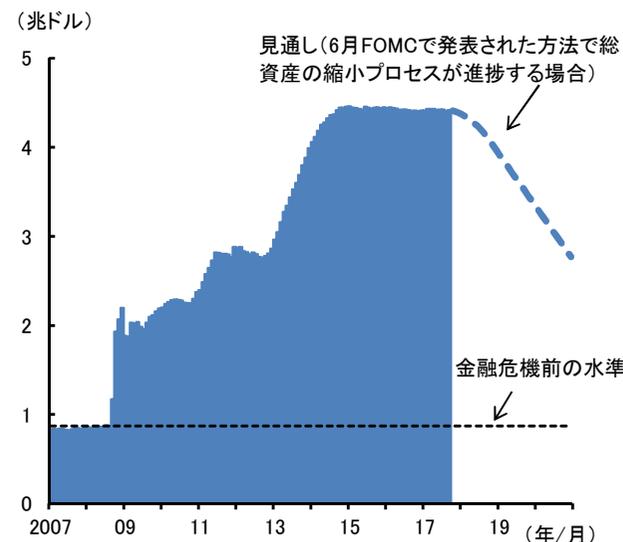
一方、タカ派とされるテイラー氏が指名されたとしても、急激に金融政策が変更される可能性は小。

◆ 2018年の利上げは緩やかに

市場参加者は年内の追加利上げをほぼ織り込みつつあるものの、2018年の追加利上げについては、F O M C参加者が見込む年3回の想定を十分に織り込んでいない状況。これは、景気が堅調に推移するなかでも、実際のインフレ率やインフレ期待の回復が力強さを欠くことが市場参加者に意識されていることが背景。

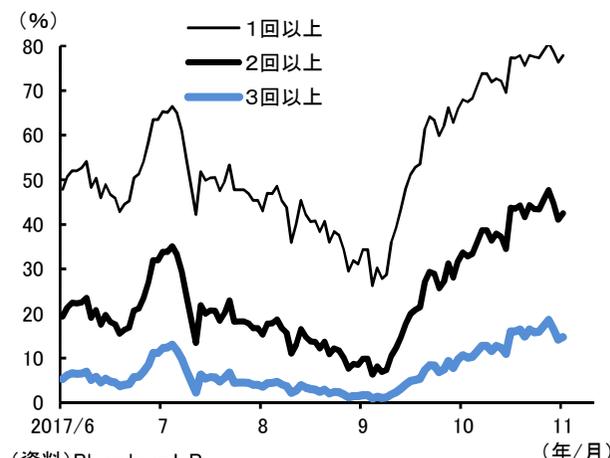
こうしたなか、F R Bは、トランプ政権の政権運営やバランスシートの縮小による内外景気・市場への影響を見極めつつ、慎重に追加利上げの可否を判断する見込み。結果として、2018年の利上げは年2回にとどまると予想。

FRBの総資産



(資料)FRBを基に日本総研作成

市場が織り込む2018年の利上げ回数



(資料)Bloomberg L.P.

(注)利上げ回数は本年12月に追加利上げを実施すると想定した場合の2018年の年間利上げ回数。F O M Cメンバーの見通しの中央値は年3回。

次期FRB議長候補の最近の発言

イエレン議長(10月20日)

「低インフレは驚きであり、注視している」
「非伝統的な金融政策の実施により、米国経済は力強さを得た」

パウエル理事(10月12日)

「世界的な金融政策の正常化により新興国にもたらされる課題は対処可能である公算が極めて大きい」
「中国など、新興国における企業債務の状況は悪化した。小規模なサプライズに対する市場の反応が大規模かつ予測不能な結果をもたらす可能性がある」

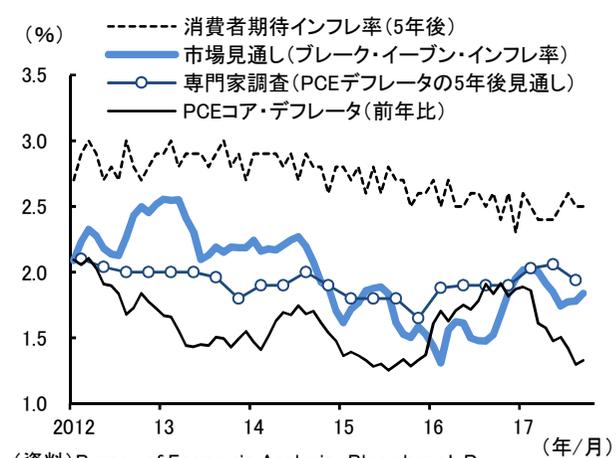
「FRBによる金融政策正常化は、堅調な米景気の回復とともに進められるものであり、世界経済全体に恩恵をもたらす」

テイラー・スタンフォード大学教授(10月26日)

「テイラールールは機械的に適用されるものではなく、政策の検討の方法として力を発揮する」

(資料)FRB、各種報道等をもとに日本総研作成

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：景気は堅調な回復ペースを維持

◆ユーロ圏景気は堅調に回復

7～9月期のユーロ圏実質GDPは、前期比年率+2.4%と、4四半期連続で2%を超える伸びに。速報値が公表されているフランスとスペインでも、それぞれ同+1.9%、同+3.2%と堅調な伸びを維持。

◆企業部門では業種により方向感に違い

製造業PMIは、外需回復の恩恵を受け、2011年初め以来の水準まで上昇。一方、サービス業・小売業PMIは足許にかけて改善の動きに頭打ち感がみられ、両者の方向感に差異。

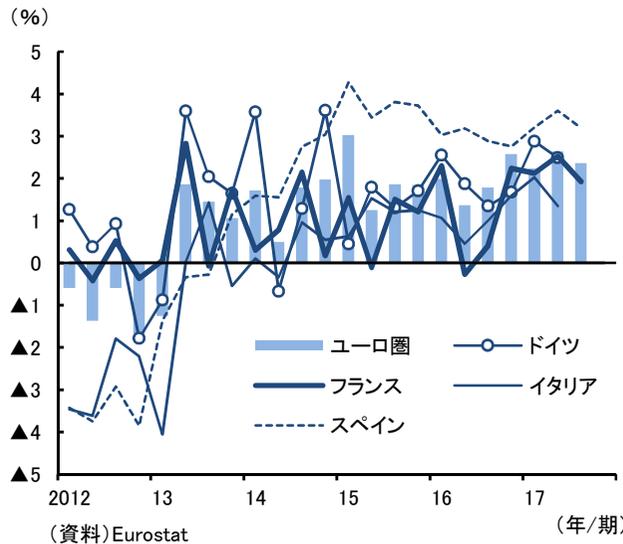
◆景気回復への実感が家計へ浸透

消費者マインドは改善傾向が持続。内訳をみると、失業者数見通しの「増加」超幅が縮小傾向にあるなか、10月は経済情勢見通しが1985年の統計開始以来の水準まで上昇。堅調な景気回復に対する実感が家計に広がっており、個人消費は底堅い推移が続く見通し。

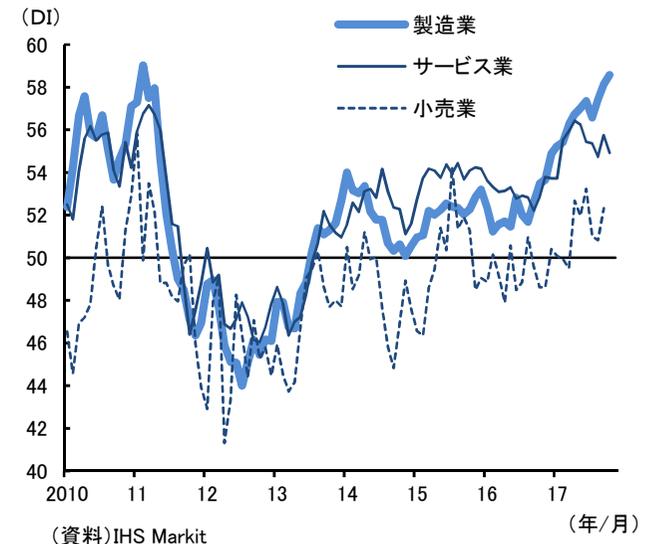
◆ユーロ圏で政治リスクが再び台頭

ドイツやオーストリアの総選挙では、反移民を掲げる政党が躍進。欧州では、フランス大統領選後に反EU・反移民機運が一旦後退していたものの、足許で再び台頭。一方、スペインではカタルーニャ州の独立問題が深刻化しており、解決が遅れば堅調に推移するスペイン経済に悪影響が及ぶ恐れ。総じて政治リスクが再び意識される状況に。

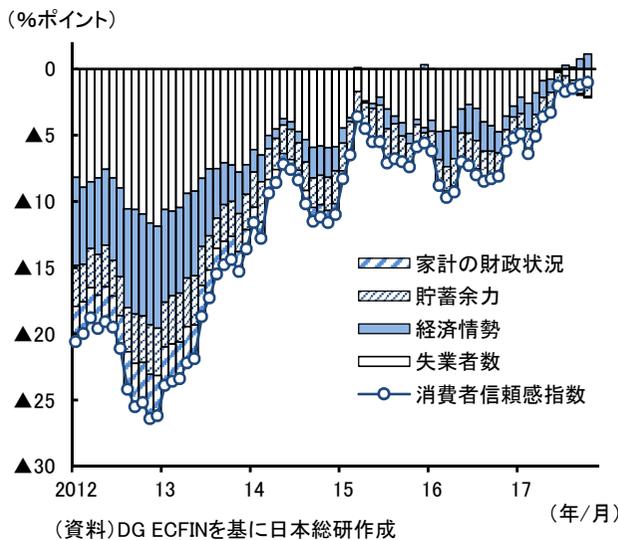
ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



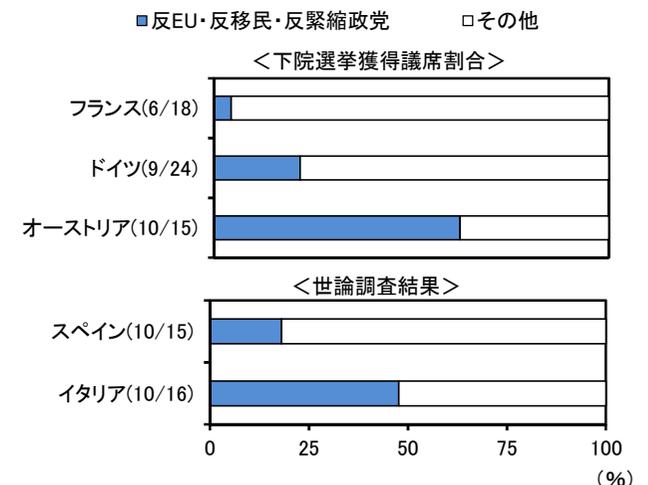
ユーロ圏の業種別PMI



ユーロ圏の消費者マインド(先行き12カ月)



ユーロ圏主要国の下院議席割合・政党支持率



ユーロ圏トピックス：ユーロ高と域内経済格差が金融正常化の課題に

◆ ECBは資産買入規模縮小を決定

ECBは10月の理事会で、来年1月から資産買入規模を月当たり600億ユーロから300億ユーロに減額した上で、9ヵ月間延長することを決定。資産買入の終了時期は明示されなかったものの、今回の決定を受けて2018年末にも資産買入が終了するとの見方が強まっており、量的金融緩和は着実に出口に向いつつあると判断。

◆ 金融政策正常化に向けては課題が存在

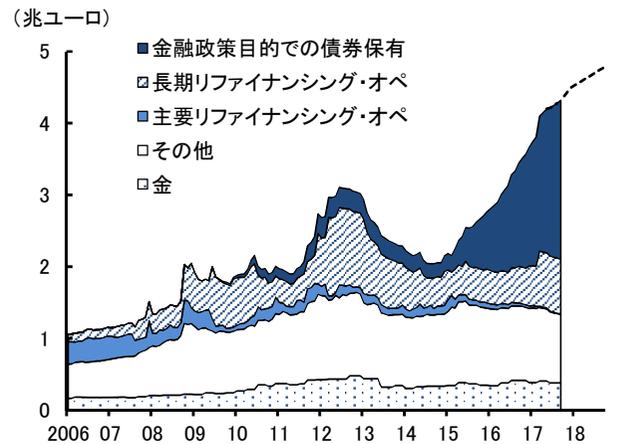
もともと、金融政策の正常化にあたっては、ユーロ高と域内経済格差への対応が課題に。

金融政策正常化は、金利の上昇を通じてユーロ高を招来。過度なユーロ高は、景気の牽引役となっている輸出の重石となるほか、物価を押し下げ、ECBの物価目標達成を困難にする恐れ。ちなみに、ユーロの名目実効レートは既に年初来約5%上昇しており、中期的に物価水準を1%下押しする可能性も。

また、主要国の失業率をみると、ドイツは37年ぶりの低水準にあり、スペインも2009年以来の水準まで低下する一方、フランスやイタリアでは高止まりが続くなど、景気回復度合いに格差が残存。

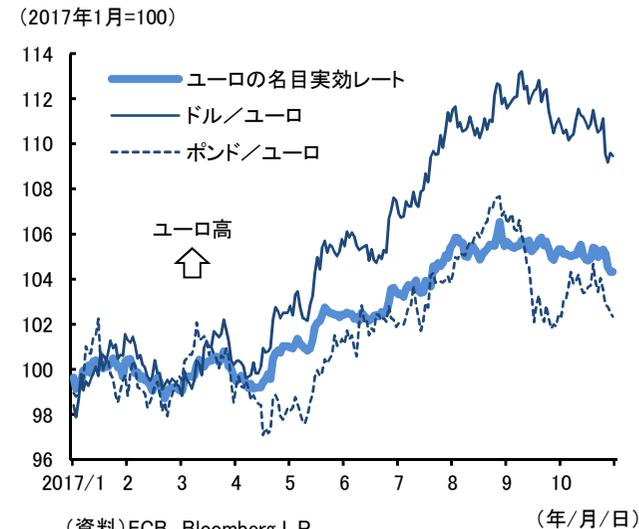
こうした点を踏まえると、ECBは2018年末にも資産買入れを終了するとみられるものの、本格的な金融引き締めを開始にあたる利上げについては、当面慎重姿勢を維持する見通し。

ECBのバランスシート(資産側)



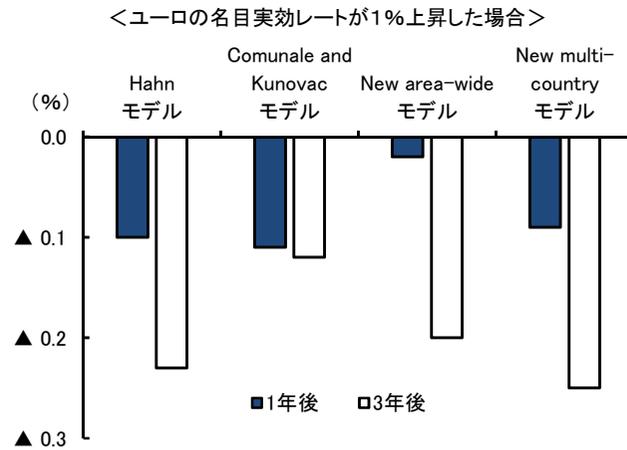
(資料)ECB
(注)2017年10月以降の点線は、10月理事会の決定を踏まえた18年9月末までのバランスシート見通し。

ユーロ相場



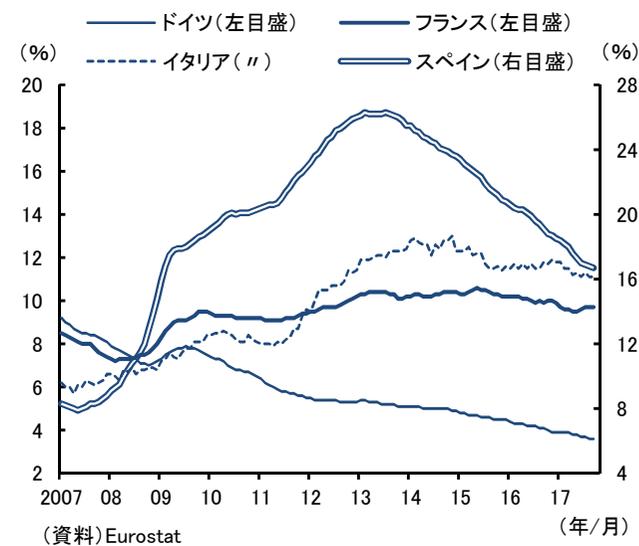
(資料)ECB、Bloomberg L.P.

ユーロ高が消費者物価に与える影響(ECB試算)



(資料)ECBを基に日本総研作成
(注)ユーロの名目実効レートが1%上昇した際に、先行きのユーロ圏消費者物価水準に与える影響を图示。

ユーロ圏主要国の失業率



(資料)Eurostat

英国：個人消費の減速が景気の重石に

◆7～9月期は1%台半ばの成長に

7～9月期の実質GDP（速報値）は前期比年率+1.6%と、4～6月期から小幅伸びが加速したものの、緩慢な成長が持続。産業別の付加価値をみると、製造業がプラスに転じ、成長ペースの押し上げに寄与。一方、サービス業の伸び悩みが続いたほか、建設業は2四半期連続のマイナスに。

◆家計部門は低迷が長期化

8月の週当たり賃金（除く賞与）は前年比+2.2%と、伸び悩みが長期化。賃金の伸びを上回る物価上昇が続くなか、2017年初め以降、実質賃金の伸びはマイナス圏で推移。

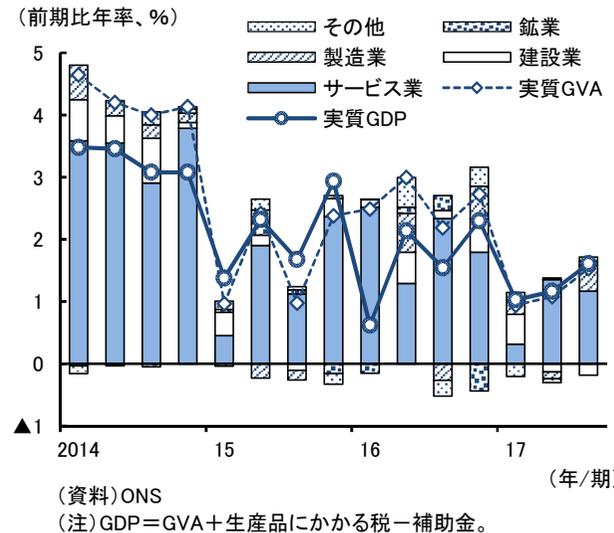
加えて、Brexitをめぐる不透明感が強まるなか、消費者の経済情勢見通しが昨年6月の国民投票直後の水準近くまで再び低下しており、当面、個人消費の低迷が続く見通し。

◆BOEの追加利上げは困難

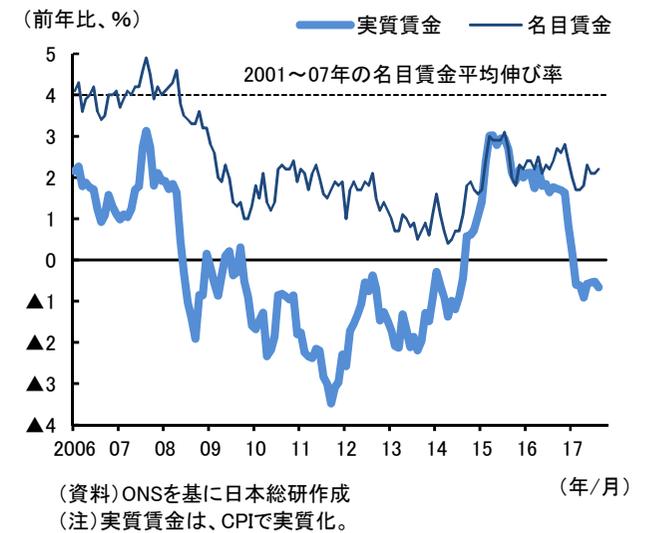
9月の消費者物価が前年同月比+3.0%と、2012年春以来の水準まで上昇するなか、BOEは11月2日の会合で、2007年7月以来となる利上げに踏み切る見通し。

もともと、足許で輸入物価の伸びは鈍化傾向にあり、先行きポンド安による物価押し上げ圧力は減衰していく見込み。景気低迷の長期化なども踏まえると、今後の追加利上げは見送られると予想。

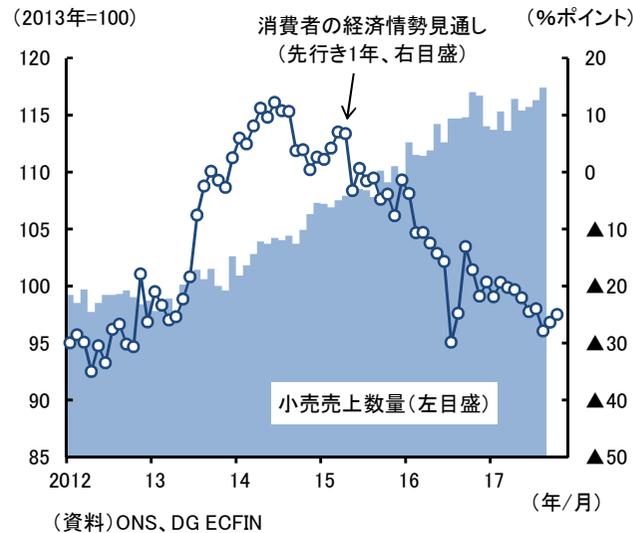
英国の実質GDPと実質GVA(付加価値額)



英国の週当たり賃金(除く賞与)



英国の小売売上数量と消費者マインド



英国の輸入物価と消費者物価(前年比)



欧州経済見通し：ユーロ圏は1%台後半、英国は1%台前半の成長ペースに

<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を受けた輸出の増加などが下支えに作用。もっとも、賃金の伸び悩みを主因に個人消費は引き続き力強さを欠くほか、今春以降のユーロ高が輸出の重石となり、先行き、1%台後半を中心とした成長ペースとなる見通し。

インフレ率は、景気の回復力が力強さを欠き、賃金の伸び悩みが続くなか、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>

◆低迷が長期化

英国景気は、EU離脱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が低迷。当面、1%台前半の成長ペースに。

2018年入り後は、移行期間の設定により、新たな貿易協定等を締結できないまま突然EUから離脱する事態は避けられるとの見方が広がるにつれ、リスク回避の動きが一巡し、徐々に持ち直しに転じる見込み。もっとも、回復ペースは緩慢にとどまる見通し。

インフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、原油価格の持ち直しやボンド安などの物価押し上げ圧力も根強く、2%台半ばを上回る伸びが続く見込み。

欧州各国の経済・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
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(実績)	(予測)	(予測)	
		(実績)				(予測)				(実績)	(予測)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	2.6	2.2	2.6	2.4	1.7	1.6	1.8	1.7	1.8	2.2	1.8	
	消費者物価指数	0.7	1.8	1.5	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	0.2	1.5	1.6	
ドイツ	実質GDP	1.7	2.9	2.5	2.2	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9	2.2	1.8	
	消費者物価指数	1.0	1.9	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	0.4	1.7	1.7	
フランス	実質GDP	2.2	2.1	2.5	1.9	1.5	1.4	1.6	1.5	1.1	1.8	1.6	
	消費者物価指数	0.6	1.5	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4	0.3	1.2	1.3	
英国	実質GDP	2.3	1.0	1.2	1.6	1.2	1.3	1.4	1.4	1.8	1.5	1.3	
	消費者物価指数	1.2	2.1	2.7	2.8	2.8	2.6	2.7	2.5	0.7	2.6	2.5	

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

英国のEU離脱関連スケジュール

日程	イベント等
2017年	3月29日 EUへ離脱を通知
	6月19日 離脱協定の交渉開始: 焦点は、①EU拠出金の清算、②在英EU市民の権利保障、③アイルランド国境の取り扱い
	10月19・20日 EU首脳会議: 離脱協定をめぐる交渉で「十分な進展」がみられていないと判断し、移行期間や貿易協定の交渉開始を見送り
	12月14・15日 EU首脳会議
2018年	秋 EU各国の議会承認等を踏まえた実質的な交渉期限
2019年	3月末 EU離脱期限(離脱通知から2年)
(2~3年間?)	新たな貿易協定等を結ぶまでの移行期間
2022年	6月 英国下院総選挙

(資料)英国政府、各種報道等を基に日本総研作成

【ホット・トピック】

◆移行期間設定での早期合意が焦点に

6月に開始された離脱協定をめぐる英国とEUの交渉は、英国によるEU拠出金の負担額などで双方の主張に隔たりが残存。当初、10月下旬のEU首脳会議で通商協議入りが決定されると期待されていたものの、先送りを余儀なくされる結果に。当面、12月半ばの次回EU首脳会議までに離脱協定の交渉に目途をつけ、移行期間や新たな貿易協定をめぐる交渉にシフトできるかが焦点に。

その後は、早期に移行期間の設定で合意できるかがカギに。移行期間の設定合意が遅れば、企業や投資家は19年3月末の無秩序な離脱に向けた準備を進めざるを得ず、英国からの企業や資金、人材の流出が加速する恐れ。

欧州金利見通し：ECBは資産買入を縮小も、利上げは当面見通せず

<ユーロ圏>

◆ ECB：利上げには慎重姿勢を維持

ECBは、デフレリスクが後退したとの認識のもと、10月理事会で年明け以降の資産買入規模の縮小を決定。先行き、2018年末にも資産買入の終了に踏み切るとみられるものの、ECBの目標である2%に向けたインフレ率の上昇が依然として見通し難いなか、利上げには慎重姿勢を維持する見通し。

独10年債利回りは、ECBによる金融緩和策の縮小などから、徐々に金利上昇圧力が強まっていく見込み。ただし、基調的な物価の伸びが緩慢にとどまるもと、上昇ペースは緩やかにとどまる見通し。

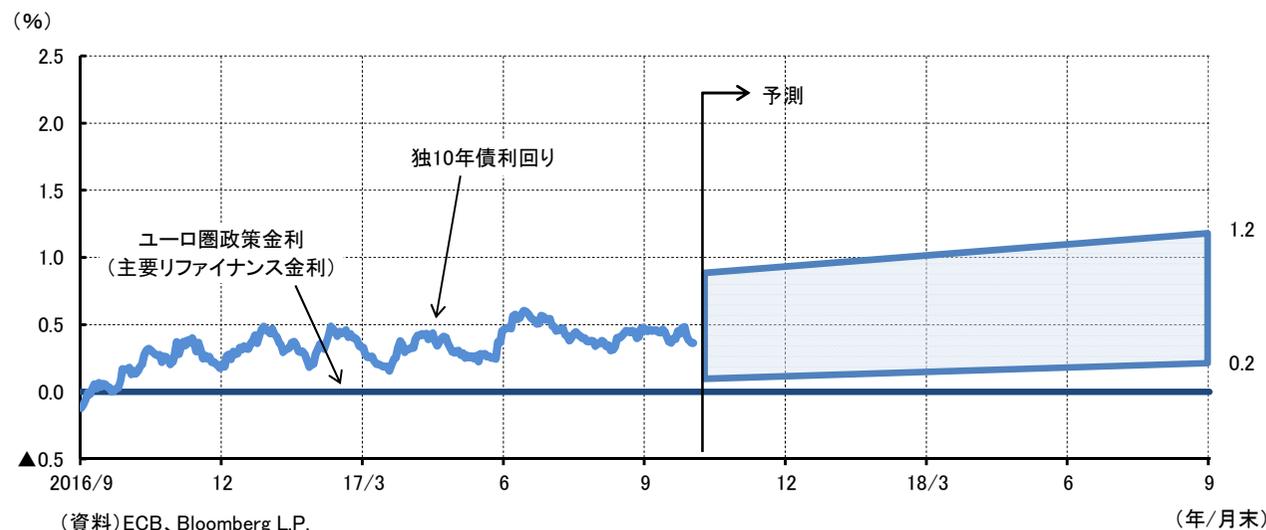
<英国>

◆ BOE：11月利上げ後は様子見姿勢に

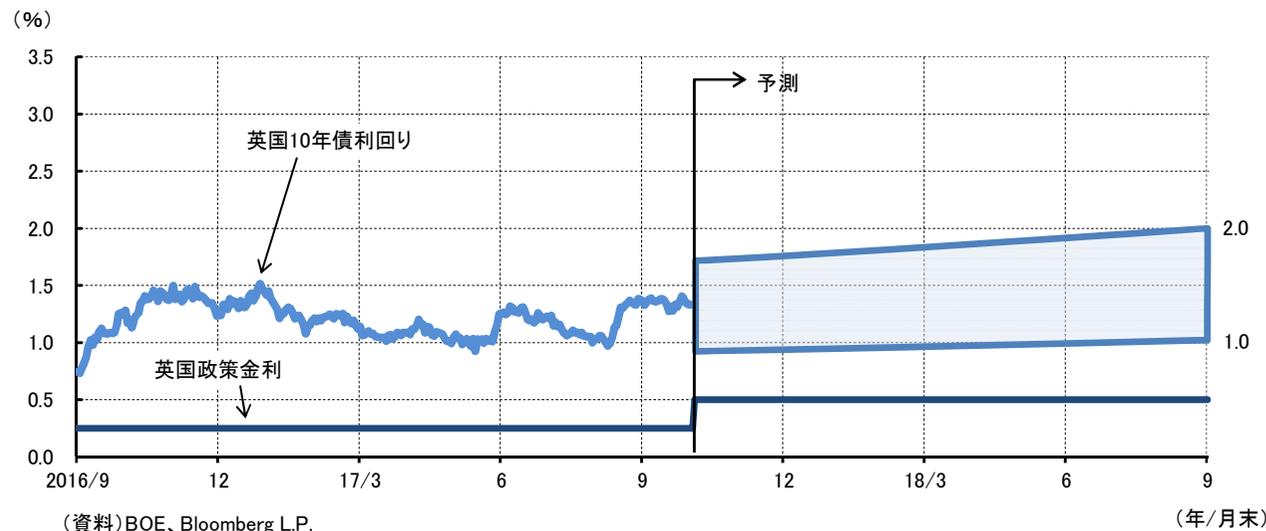
BOEは、ポンド安によるインフレ高進を警戒し、11月に利上げに踏み切ると予想。もっとも、その後はEU離脱をめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気の下振れ懸念などから、当面、様子見姿勢を維持する見込み。

英10年債利回りは、BOEの金融引き締め姿勢や物価の高止まりが金利押し上げ圧力となるものの、景気の低迷が金利抑制に作用するため、当面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

◆50ドル台半ばまで強含み

10月のWTI原油先物価格は、ドル高の進行や米ガソリン在庫の増加などを嫌気し、上旬に一時49ドル台まで下落。もっとも、その後はクルド人自治区をめぐるイラク情勢の緊迫化や、OPEC加盟国による減産延長期待の高まりなどを背景に反発。月末には、今年2月以来となる54ドル台まで上昇。

◆投機筋の買い越し幅は一進一退

投機筋の買い越し幅は、ハリケーン通過後の米原油・石油製品在庫の振れや、OPEC加盟国の減産延長観測などに左右されながら、一進一退の動きに。

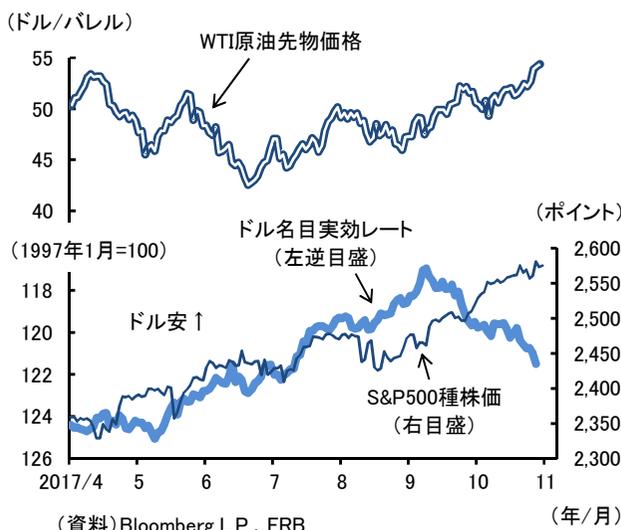
◆原油価格見通し：緩やかに上昇

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実効性に対する懐疑的な見方などが、価格抑制に作用。

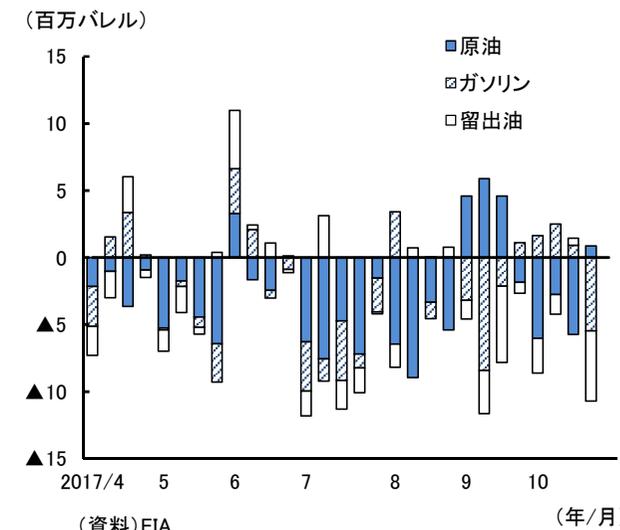
一方で、新興国景気の持ち直しや米国景気の堅調な回復、OPEC加盟国やロシアによる減産強化に向けた動きが価格押し上げに作用するほか、中東や北アフリカをめぐる地政学リスクの高まりが価格上振れ要因に。

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。

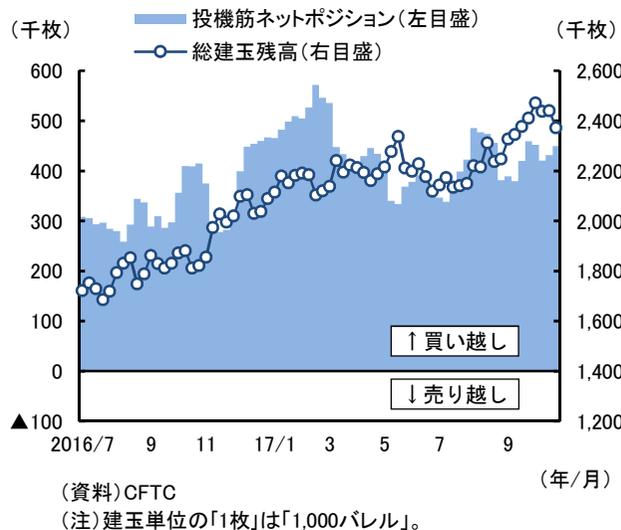
原油価格と株価・為替レート



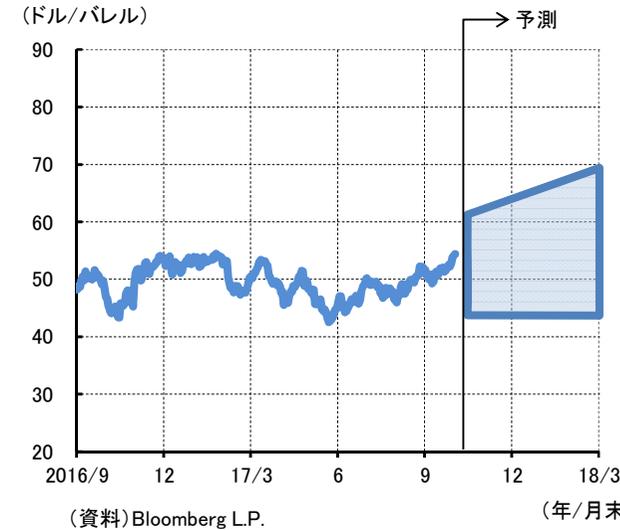
米国の原油・石油製品在庫(前週差)



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



OPEC加盟国による減産合意の行方

◆11月OPEC総会で減産延長を決定へ

OPEC加盟国の減産を主導しているサウジアラビアでは、同時に増税や歳出削減に努めており、財政収支の均衡に必要な原油価格の水準は徐々に低下。もっとも、足許の原油価格は依然として同水準を大きく下回っており、同国として一段の原油価格上昇が期待される状況。

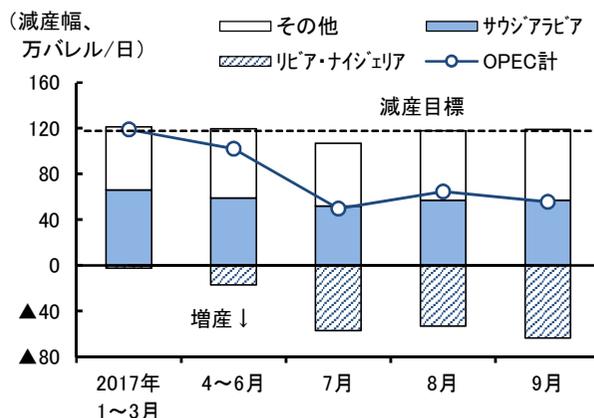
こうしたなか、同国のサルマン皇太子が10月下旬に、減産延長への支持を表明しており、11月30日に開催されるOPEC総会では、2018年4月以降の減産延長が決定される公算が大。

◆さらなる減産強化が求められる可能性

もっとも、OPEC加盟国の原油生産量が足許（2017年7～9月期）と同水準で推移した場合、2018年4月以降、需給バランスはほぼ均衡するものの、需要超過には至らず、在庫の削減が進まない恐れ。

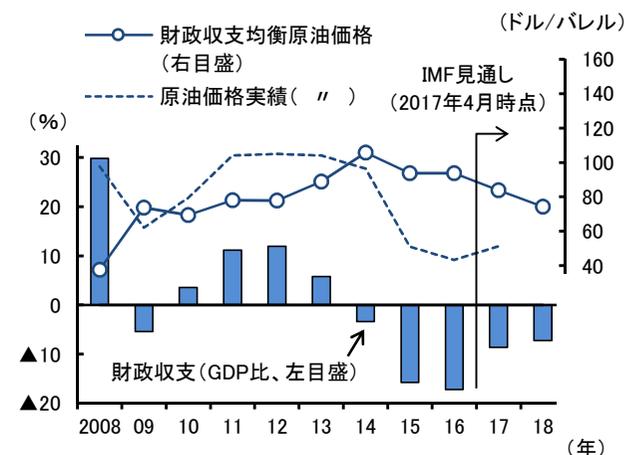
OECD加盟国の原油・石油製品在庫は減少傾向にあるものの、依然として高水準にあり、OPECが目標とする過去5年平均に達するためには、一段の在庫圧縮が不可欠な状況。2018年入り後は、米シェールオイル生産や新興国を中心とした原油需要の動向を見極めつつ、足許にかけて大幅な増産が続くリビア・ナイジェリアに対する減産枠の設定や、その他OPEC加盟国の減産目標の引き上げなどが検討される可能性も。

OPEC加盟国の減産状況



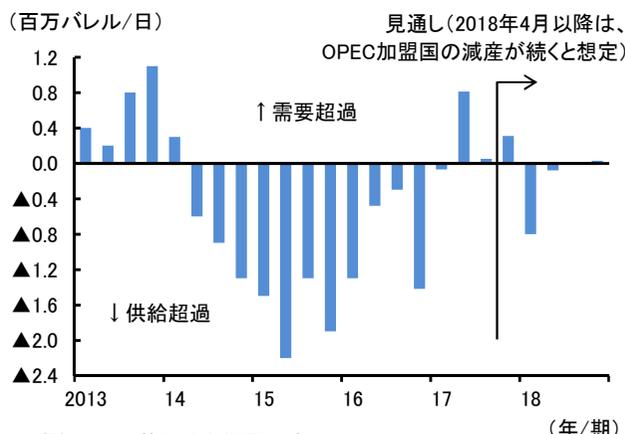
(資料) OPECを基に日本総研作成
(注) 減産実績は、OPECが公表している基準生産量(原則として2016年10月の生産実績)との差。リビアとナイジェリアは減産合意対象外のため、2016年10月の生産量との差を图示。

サウジアラビアの財政状況と原油価格



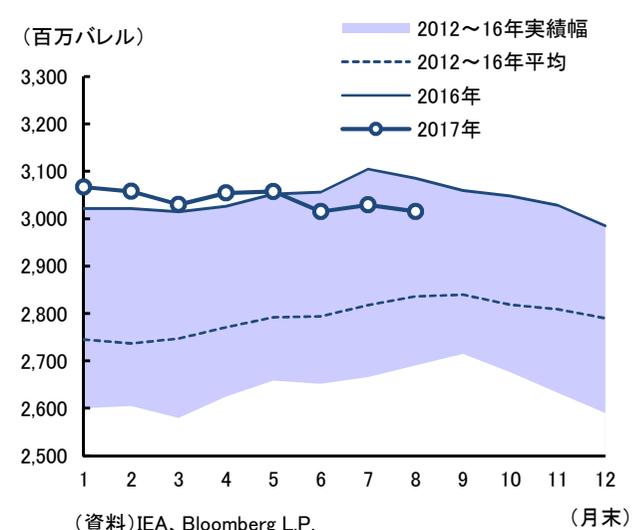
(資料) IMF, Bloomberg L.P.
(注) 原油価格は、北海ブレント・WTI・ドバイ原油の平均価格(2017年は11月1日までの実績)。

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、足許の水準(17年7~9月期: 3,270万バレル/日)で推移した場合。

OECD加盟国の原油・石油製品在庫



(資料) IEA, Bloomberg L.P.

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)	FF0/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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	1.1213	▲ 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
17/6	110.97	124.70	1.1238	▲ 0.0556	0.06	0.05	20045.63	1.04	1.26	2.18	21317.80	2433.99	▲ 0.36	▲ 0.33	0.29	1.05	3547.85	45.20	1259.99
17/7	112.38	129.59	1.1532	▲ 0.0542	0.06	0.08	20044.86	1.15	1.31	2.31	21581.25	2454.10	▲ 0.36	▲ 0.33	0.54	1.25	3483.89	46.68	1237.66
17/8	109.84	129.81	1.1818	▲ 0.0493	0.06	0.04	19670.17	1.16	1.31	2.20	21914.08	2456.22	▲ 0.36	▲ 0.33	0.42	1.10	3451.34	48.06	1284.21
17/9	110.81	131.93	1.1906	▲ 0.0579	0.06	0.02	19924.40	1.16	1.32	2.20	22173.41	2492.84	▲ 0.36	▲ 0.33	0.41	1.21	3507.10	49.88	1315.37
17/10	112.93	132.75	1.1755	▲ 0.0371	0.06	0.06	21267.49	1.16	1.36	2.36	23036.24	2557.00	▲ 0.36	▲ 0.33	0.43	1.35	3614.75	51.59	1280.89