
欧米経済展望

2017年3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3月1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

◆小売売上が堅調に増加

小売売上が堅調な増加ペースを維持するなど、米国では個人消費の回復傾向が持続。雇用・所得環境の改善や、減税など新政権の財政政策に対する期待などから、消費者マインドが大きく改善していることが背景に。

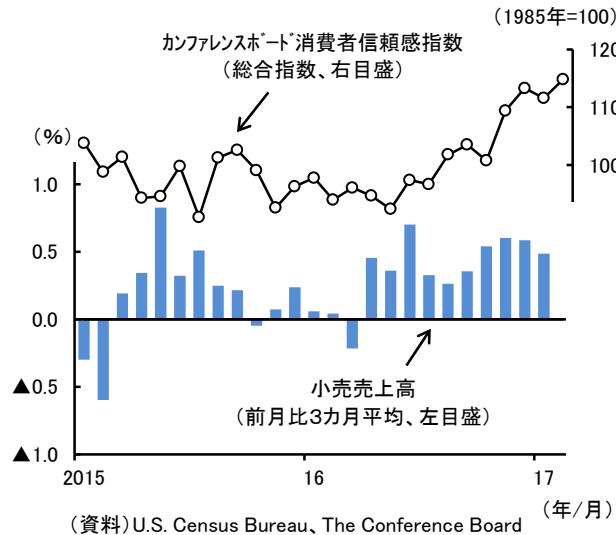
◆CPI上昇は、エネルギーが主因

1月の消費者物価は、前年比+2.5%と上昇ペースが加速。もっとも、内訳をみると、エネルギー価格の上昇が主因。コア指数の伸びは横ばい圏内にとどまっており、米国景気の回復を背景としたデマンドプル型の物価上昇圧力は、依然として限定的。

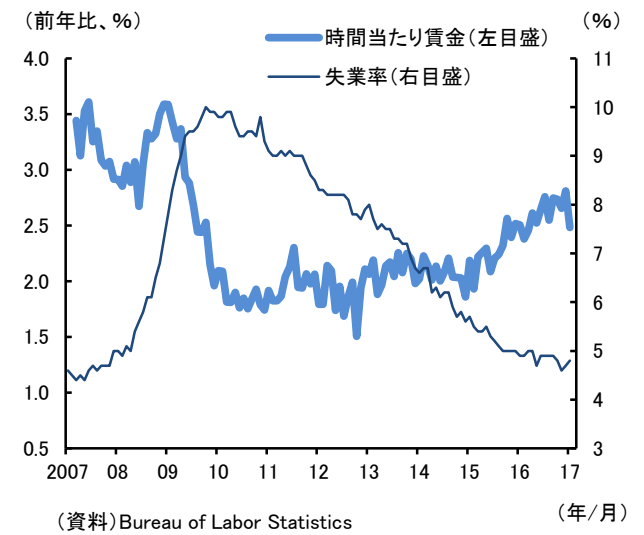
◆住宅金利上昇も、住宅販売は堅調

F R B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、F R Bは緩やかなペースで利上げを実施していくとみられるものの、雇用・所得環境の改善などを背景に実体経済の回復が続くと見込まれるなか、住宅販売も堅調さを維持する公算。

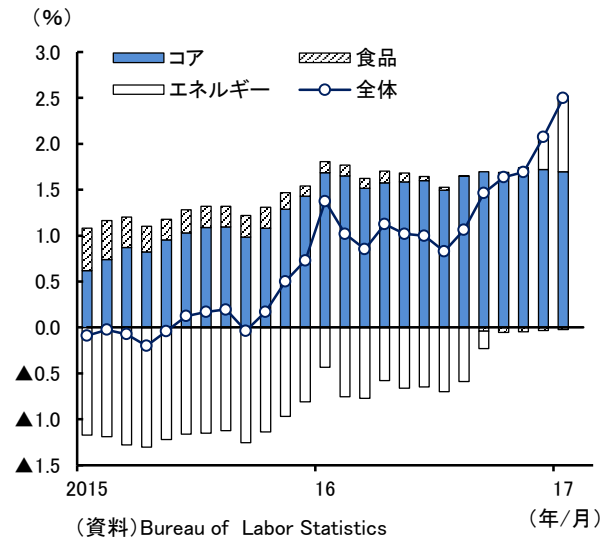
小売売上高と消費者マインド



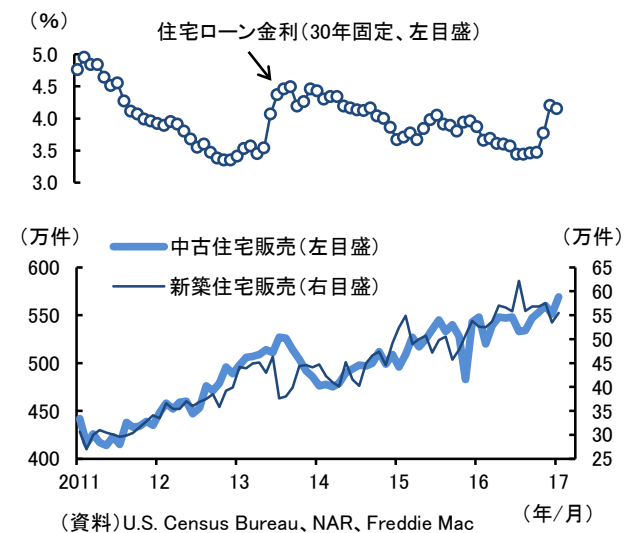
失業率と時間当たり賃金



消費者物価指数(前年比)



住宅ローン金利と住宅販売件数



企業部門は改善傾向も、税制変更には注意が必要

◆製造業は回復傾向が持続

製造業は、足許で出荷と在庫がともに増加するという、積極的な在庫積み増し局面入り。新政権の財政政策に対する期待が高まるなか、設備投資マインドも大きく改善。先行き、設備投資は、内外需要の回復に支えられ、増勢が続く見込み。

◆企業税制の行方に注目

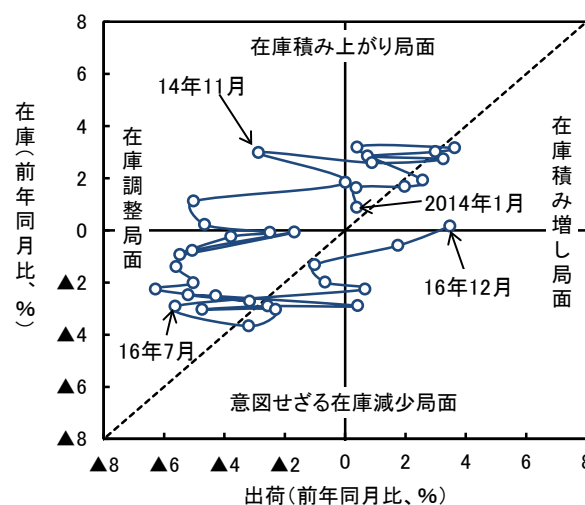
2017年の売上見通しは、製造業・非製造業ともに、16年の見通しや実績を上回る増加を見込んでおり、先行きの企業活動の改善を示唆。

もともと、企業を取り巻く税制の先行きには不透明感。新政権は、企業の海外での利益に対する課税を強化する方針。米国企業の海外売上高比率が高まるなど、米国企業にとって海外事業の重要性は増しており、課税強化は企業の負担増大につながる見込み。また、国境調整税の導入も予定されており、こうした政策が実施されれば、輸入比率の高い企業の負担増につながる恐れ。

一方、法人税減税も実施される見通しであり、企業負担が軽減される可能性も。

以上を踏まえると、これらの税制の内容次第で企業の収益環境が大きく左右される公算。

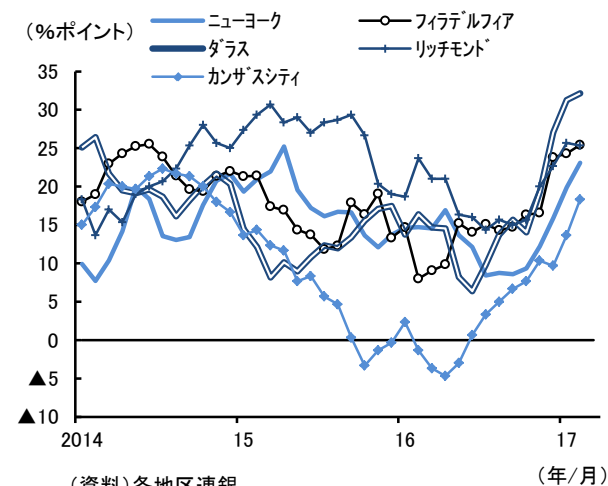
製造業の在庫循環図(2014年1月～16年12月)



(資料)U.S. Census Bureau

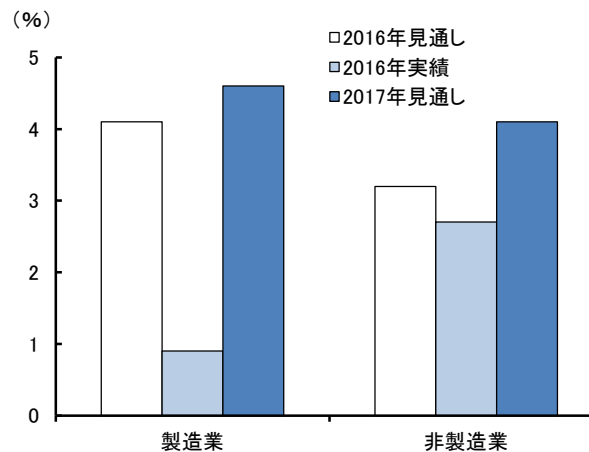
製造業の設備投資見通し

<6カ月先見通し、3カ月移動平均>



(資料)各地区連銀

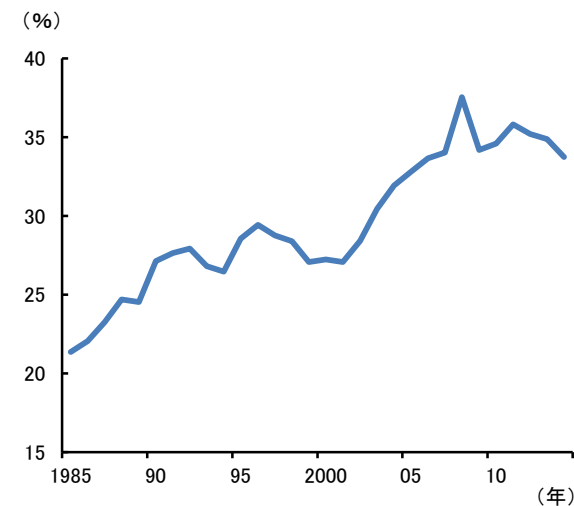
企業の売上見通し(前年比)



(資料)ISM

(注)2016年見通しは15年12月、16年実績と17年見通しは16年12月時点。

多国籍企業の海外売上高比率



(資料)Bureau of Economic Analysis

トピックス①：10年前に比べ、家計を取り巻く環境は悪化

◆失業率は金融危機前の水準まで低下

2016年の失業率は平均4.9%と、金融危機前の4.6%近くまで低下。

もっとも、過去10年間で家計を取り巻く環境は大きく変化しており、危機前のように年率3%を超えるような実質個人消費の増加は期待し難い状況。先行き、所得税減税など財政政策に支えられつつも、個人消費は2%台後半の成長にとどまる見込み。

◆フロー：所得の伸び率が低下

失業者に縁辺労働者（就業を希望するも、景気低迷などを理由に職探しを断念した者）や経済情勢を理由としたパートタイム従事者を加えた広義失業率をみると、危機前の水準よりも1%ポイント以上高い水準にあり、雇用の質の面で改善の余地が残存。賃金の伸びも加速感がみられないため、可処分所得の伸び率は危機前よりも1%ポイント以上低い水準。

所得環境の改善が遅れているため、過去に比べて家計は節約志向になっており、貯蓄率も6%前後で高止まり。

◆ストック：資産形成が困難に

可処分所得対比の債務残高は10年前に比べて低下。もっとも、学生ローンの債務残高は大幅に増加。不良債権比率は幅広い年齢層で上昇しており、所得の低迷に苦しむなか、債務返済が困難な家計が増加。こうした状況下、持ち家比率も依然として低水準で推移。資産形成が困難な家計が増えたことも、消費抑制に作用。

各経済指標の10年間の変化

	2006年	2016年
失業率 (%)	4.6	4.9
広義失業率 (%)	8.2	9.6
経済情勢を理由としたパートタイム従事者 (就業者数対比、%)	2.9	3.9
実質可処分所得 (前年比、%)	4.0	2.7
貯蓄率 (%)	3.3	5.9
債務残高 (可処分所得対比、%)	127.7	103.9
持ち家率 (%)	68.8	63.4

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

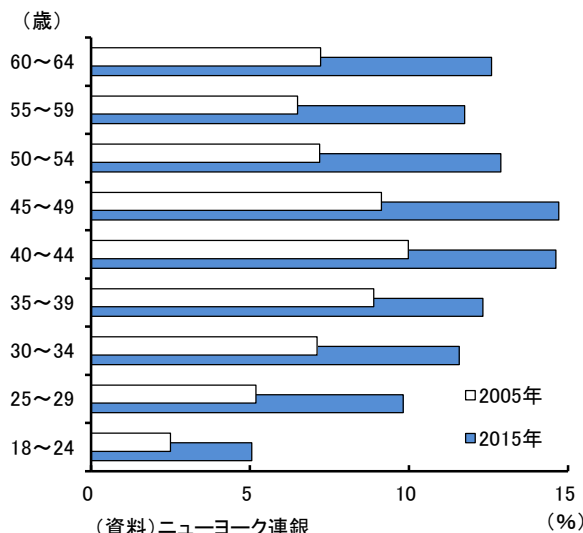
貯蓄率



(資料) U.S. Bureau of Economic Analysis

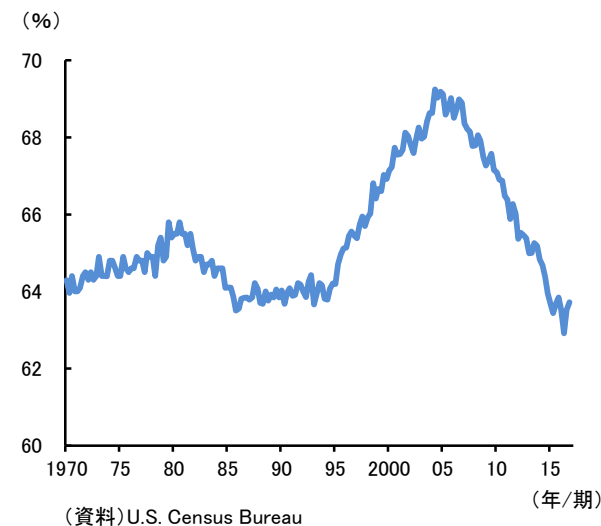
(年/期)

年齢階層別の学生ローン不良債権比率



(資料) ニューヨーク連銀

持ち家比率



(資料) U.S. Census Bureau

(年/期)

トピックス②：保護主義は中低所得者の重石に

◆新政権は輸入品への課税を模索

トランプ大統領は、輸入が輸出を上回る米国の貿易構造を問題視。とりわけ、貿易赤字幅の大きい中国や、自動車の輸入比率の高いメキシコが標的に。米国内での生産・雇用の拡大のため、輸入量の抑制を企図し、国境調整税の導入や関税引き上げを模索。

◆輸入品への課税で中低所得者の負担に

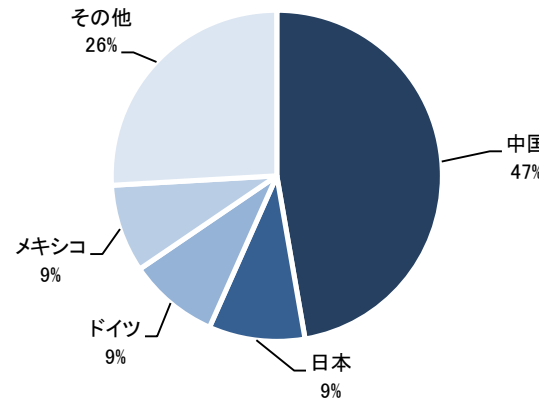
こうした保護主義政策は、ドル高が進むことで減殺される可能性はあるものの、輸入品価格の上昇圧力に。一方、トランプ政権が目指す製造業の国内回帰は短期では難しいため、国内消費に占める輸入比率はすぐには低下しない見込み。このため、輸入品の価格上昇は家計の購買力の低下を招き、米国景気の牽引役である個人消費の重石となる公算が大。

とりわけ、中低所得者は、消費に占める財支出の割合が高く、消費に占める輸入品の割合も高い傾向。トランプ大統領の保護主義的な政策は、むしろ、自らの支持層である中低所得者の負担を増大させ、不満の高まりを招く可能性大。

◆中墨への関税で家計負担は1.6%増

仮に、トランプ大統領が選挙戦で主張していた通り、中国の輸入品に対して45%、メキシコの輸入品に対して35%の関税が課された場合、為替相場が不変とすれば、輸入品価格上昇による家計の負担増は家計消費対比1.6%となる見込み。今後、こうした強硬な保護主義政策が実施されれば、所得減税などの効果が減殺されてしまう恐れ。

米国の貿易赤字（国別シェア、2016年）



(資料) U.S. Census Bureau

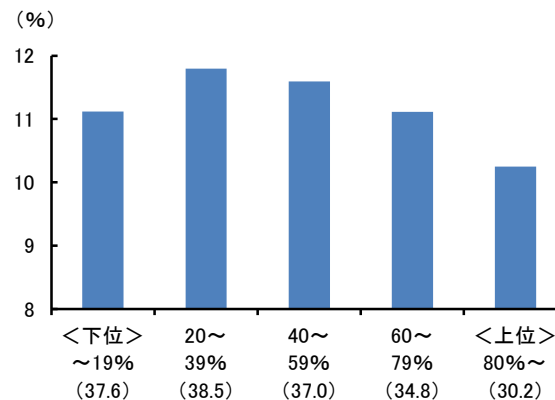
家計消費の品目別輸入比率

	消費に占める割合 (%)	輸入比率 (%)	輸入に占める割合 (%)	
			中国	メキシコ
全体	100.0	10.9		
耐久財	12.3	42.6		
自動車	7.1	39.2	5.0	26.7
家具	3.2	38.9	27.8	20.7
電気機器	1.9	61.3	27.8	20.7
非耐久財	21.7	14.0		
食料	8.7	10.3	4.7	18.2
エネルギー	7.3	25.8	0.3	7.1
衣類	3.3	79.3	43.2	3.5
サービス	66.0	0.1		

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

(注) 輸入比率は、生産過程で使用する間接投入も含む。

所得階層別の家計消費に占める輸入比率

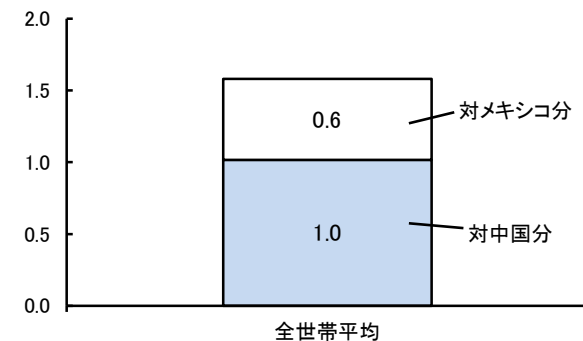


(資料) Bureau of Labor, Bureau of Economic Analysis を基に日本総研作成

(注) 輸入比率は、生産過程で使用する中間投入も含む。括弧内は、消費に占める財支出の割合。

中墨向け関税引き上げによる米国家計負担増

(家計消費対比、%)



(資料) Bureau of Labor, Bureau of Economic Analysis, Tax Policy Center, CEICを基に日本総研作成

(注) 中国に45%、メキシコに35%の関税を課し、関税引き上げ分が全て最終製品価格に転嫁された場合。為替レートは不変と想定。

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。

加えて、新政権の減税やインフラ投資などの財政政策により、個人消費と政府支出の増勢が加速し、成長ペースは3%近くまで高まっていく見通し。

もっとも、保護主義・排外主義が強まるとともに、財政政策の規模が想定以上に圧縮されれば、見通しを下回る成長となる可能性も。

◆金利は緩やかに上昇

トランプ政権の政策に対する不透明感が強いことや、労働市場にスラックが残っていることなどから、FRBは年2回程度の緩やかなペースで利上げを実施する見通し。もっとも、今後発表される経済指標から景気回復ペースが想定以上に早いと判断されれば、利上げペースが加速する可能性も。

長期金利は、トランプ政権の政策に対する不透明感から、当面不安定な動きが持続。政権の財政政策の具体策が明らかになり、米国景気回復基調が強まるのに伴い、FRBの緩やかなペースでの利上げに連動する形で、再び上昇していく見込み。

米国経済・物価見通し

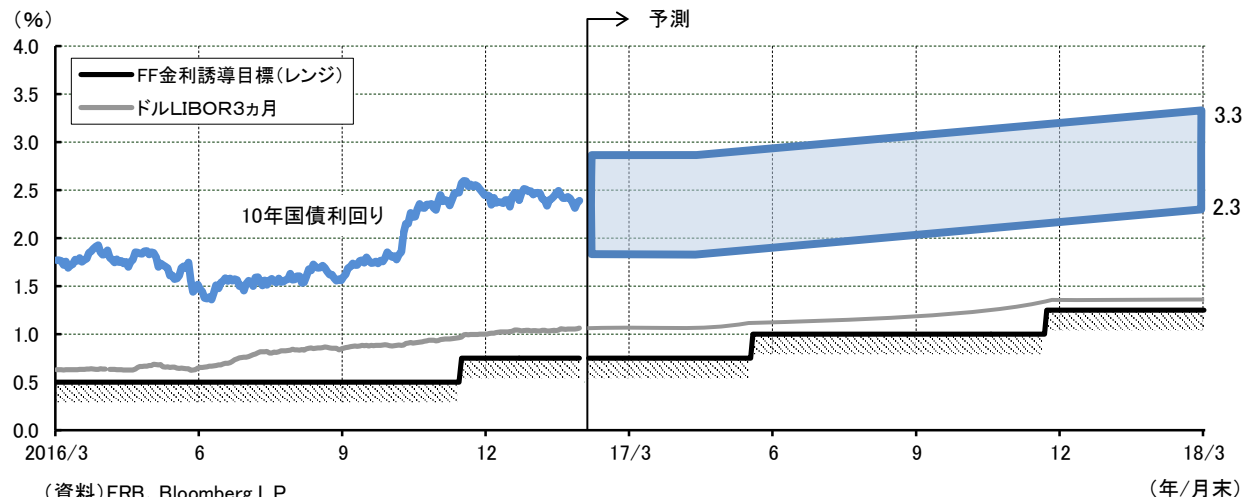
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2016年			2017年			2018年	2016年 (実績)	2017年 (予測)	2018年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12				1~3
	(実績)			(予測)							(実績)
実質GDP	1.4	3.5	1.9	2.6	2.7	2.8	2.9	2.6	1.6	2.6	2.8
個人消費	4.3	3.0	3.0	2.6	2.7	2.8	2.8	2.7	2.7	2.9	2.8
住宅投資	▲ 7.8	▲ 4.1	9.6	6.5	4.5	4.3	4.7	4.2	4.9	4.0	4.2
設備投資	1.0	1.4	1.3	4.2	4.3	4.6	4.8	5.4	▲ 0.5	3.2	5.2
在庫投資(寄与度)	▲ 1.2	0.4	0.9	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	▲ 0.4	0.2	0.1
政府支出	▲ 1.7	0.8	0.3	1.0	0.6	0.8	1.1	0.8	0.8	0.6	0.9
純輸出(寄与度)	0.2	0.9	▲ 1.8	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.2
輸出	1.8	10.0	▲ 4.0	4.5	4.6	4.5	4.3	3.6	0.4	3.3	3.9
輸入	0.2	2.2	8.5	4.1	4.2	4.3	4.2	4.5	1.1	4.5	4.4
実質最終需要	2.7	3.1	0.8	2.7	2.6	2.7	2.8	2.6	2.0	2.4	2.7
消費者物価	1.0	1.1	1.8	2.4	2.2	2.5	2.4	2.3	1.3	2.4	2.3
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	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



Fed Watch : 金融政策は財政次第、景気加速すれば早期利上げ

◆ 3月の利上げ観測高まる

2016年12月のコアPCEデフレータは前年比+1.7%と、緩やかな上昇傾向。労働市場をみても、失業率が07年以来の低水準で推移。

このように、インフレ率や労働市場の改善が想定通りのペースで続いていることを背景に、FOMCは緩やかなペースで利上げを進めていく方針。最近のFOMCメンバーの発言等を背景に、2月入り以降、早期利上げ観測が急速に高まり、足許では、市場参加者の過半数が3月の利上げを予想。

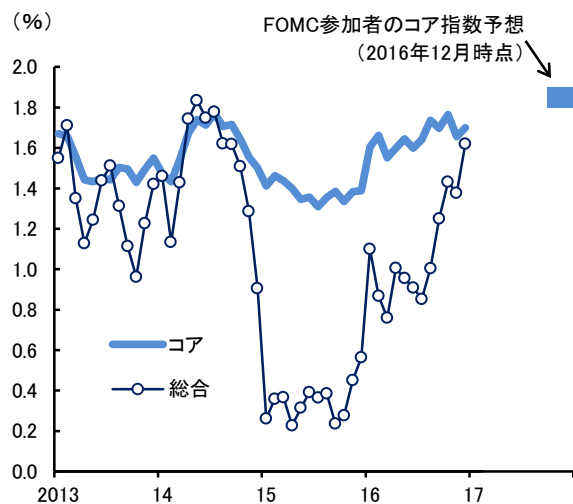
◆ 金融政策は財政政策の行方次第

もっとも、3月14~15日のFOMC時点では、トランプ政権の財政政策が明らかになっていない状況。3月半ばに予定される予算教書の提出等を受けて、トランプ政権の政策効果を吟味し、景気予測を見直したうえで、FRBは今後の金融政策の方向性を決定する可能性大。このため、3月のFOMCでは利上げ見送りがメインシナリオ。

◆ 景気回復ペースが早ければ早期利上げ

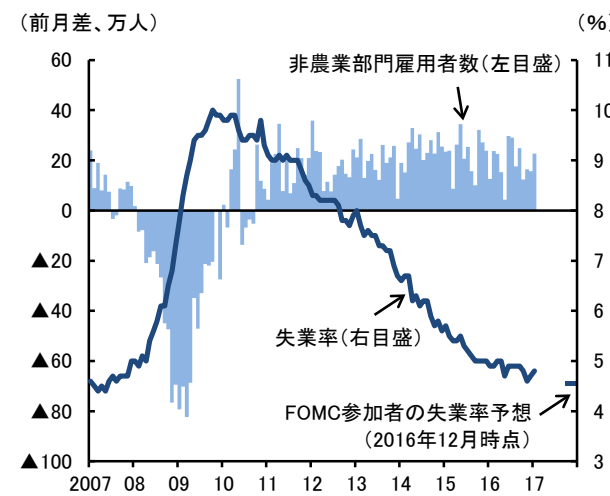
一方、3月10日公表の雇用・賃金統計が強めの内容となり、実体経済の回復ペースが想定以上に早いと判断されれば、トランプ政権の財政政策の具体化を待たず、3月に利上げに踏み切る可能性も。

PCEデフレータ(前年比)



(資料) Bureau of Economic Analysis (年/月)

失業率と雇用者数



(資料) Bureau of Labor Statistics、FRB (年/月)

最近のFOMCメンバーの発言

イエレン議長(2月14日)
「全ての会合がライブ。緩和解除を長く待ちすぎるのは賢明ではない。待ち過ぎればFOMCは最終的に急速なペースでの利上げを迫られる可能性があり、金融市場を混乱させ経済をリセッションに追いやる恐れがある」

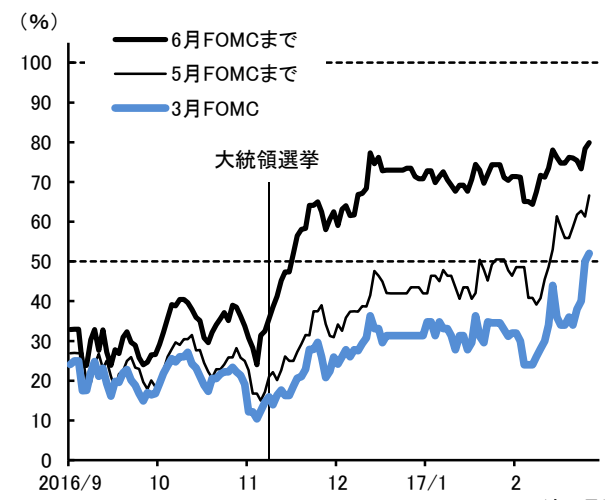
フィッシャー副議長(2月16日)
「インフレ率が2%に近づき、労働市場は力強さを増し続けるという想定と現状は一致。賃金の伸びは現実のものとなり始めた」

フィラデルフィア連銀ハーカー総裁(2月21日)
「3月の利上げの選択肢を残しておくべきだ。労働市場の改善は続いており、健全な状態へとほぼ戻った」

ダラス連銀カプラン総裁(2月23日)
「早めに動くべきだ。利上げは緩やかに辛抱強く行うことが可能だ」

(資料)FRB、各種報道等をもとに日本総研作成

市場の次回利上げ時期予想



(資料)Bloomberg L.P. (年/月)

ユーロ圏景気：企業活動は好調ながら、個人消費の拡大に一服感

◆企業マインドの改善が持続

2017年2月のユーロ圏主要国のコンポジットPMIは総じて上昇。とりわけ、昨年半ばにかけて低迷が続いていたフランスでも改善の動きが強まっており、約6年ぶりの高水準に。

◆消費拡大に一服感

2016年12月のユーロ圏の小売売上数量は、依然として水準は高いものの、2ヵ月連続で減少。消費者マインドの改善にも頭打ち感がみられており、昨年後半以降の個人消費の拡大に一服感。

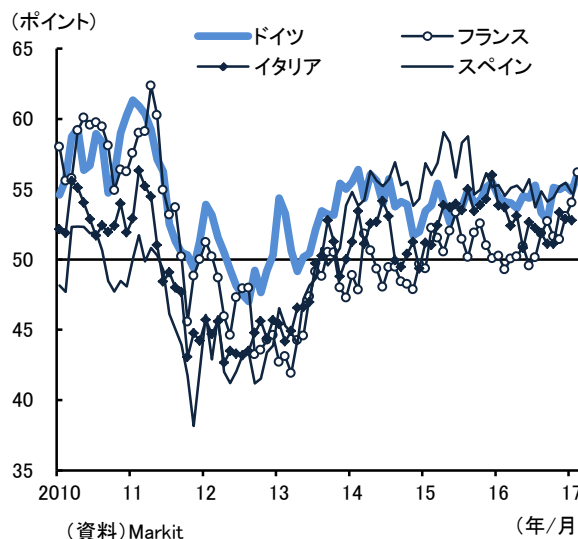
◆大幅な物価の伸びは一時的

ユーロ圏の消費者物価指数は、足許で前年比+2%近くまで上昇しているものの、前年同時期の原油価格の大幅な下落による影響が大。先行き、コア物価や原油価格の上昇ペースが緩やかにとどまるもと、物価の伸びは前年比+1%台半ばを中心とした推移となる見通し。

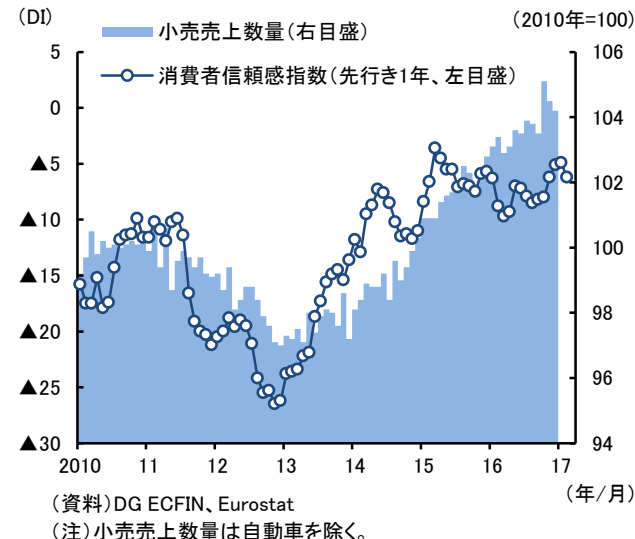
◆政治リスクの高まりに注意

欧州では、オランダやフランス、ドイツなどで重要な選挙を控えるなか、反EU政党台頭への懸念が高まっており、経済政策不確実指数が大きく上昇。一方、市場の取引動向からみた不確実性を示すユーロ圏株価指数のボラティリティ・インデックス (VSTOXX) は、足許でむしろ低下傾向にあり、株式市場は不確実性を過小評価している可能性も。

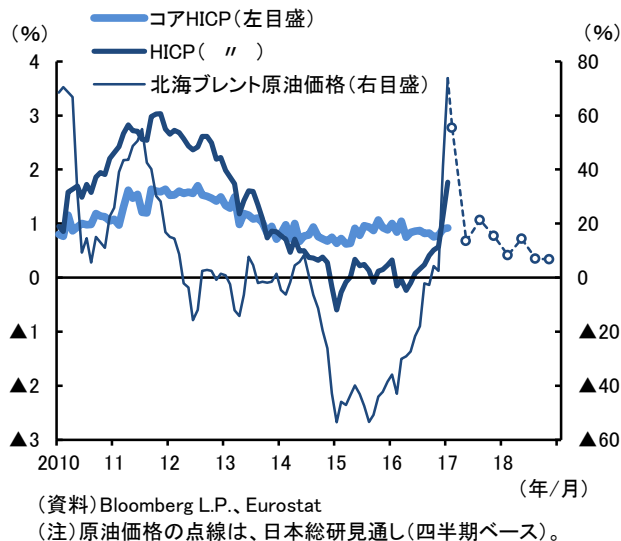
ユーロ圏主要国のコンポジットPMI



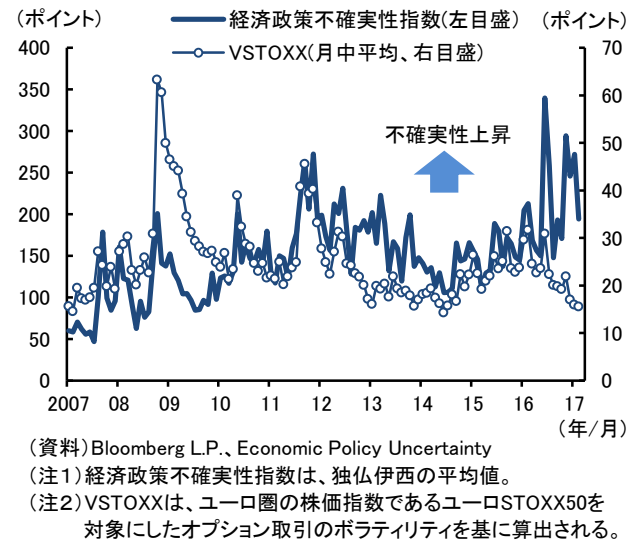
ユーロ圏の小売売上数量と消費者マインド



原油価格とユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



ユーロ圏の経済政策不確実性指数とVSTOXX



ユーロ圏トピックス：実質所得の伸びの鈍化が個人消費の重石に

◆ユーロ圏の賃金は伸び悩み

ユーロ圏の失業率は低下を続けており、足許では9.6%と欧州債務危機前の水準まで回復。従来、失業率と1人当たり雇用者報酬の伸びには連動性がみられていたものの、近年は失業率が低下するなかでも賃金の伸び悩みが続いており、足許にかけて両者の乖離が拡大。

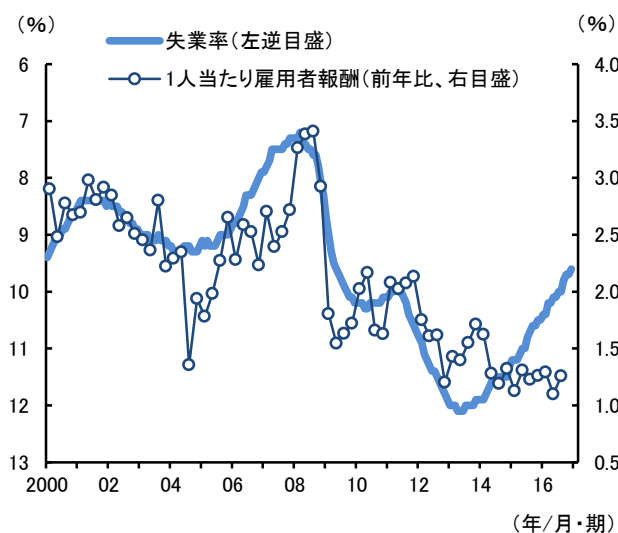
背景には、パートタイム比率の上昇が指摘可能。ユーロ圏では、世界金融危機・欧州債務危機以降、南欧諸国を中心に非自発的パートタイム労働者が大幅に増加しており、足許にかけても高止まり。相対的に賃金水準の低いパートタイム労働者の増加が、失業率の低下が続くなかでもマクロベースで賃金が伸び悩み一因となっている可能性。

◆物価上昇が実質所得を下押し

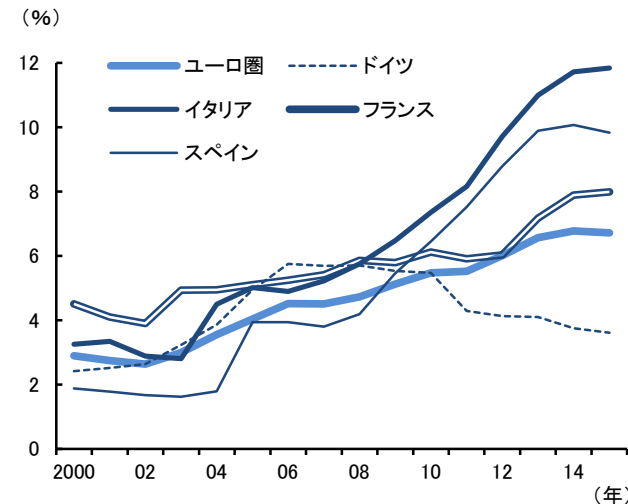
一方、ユーロ圏では原油価格の回復を主因に物価上昇ペースが加速。こうしたなか、足許で物価の上昇を見込む消費者が大幅に増加。さらに、小売業でも収益環境が悪化するなか、値上げを志向する企業が増加。

雇用環境の改善が続いているとはいえ、当面、パートタイム比率の大幅な低下は期待し難く、賃金は伸び悩みが続く見込み。こうした状況下、先行き物価の上昇が、実質所得の伸びの鈍化を招き、消費の重石となる見通し。

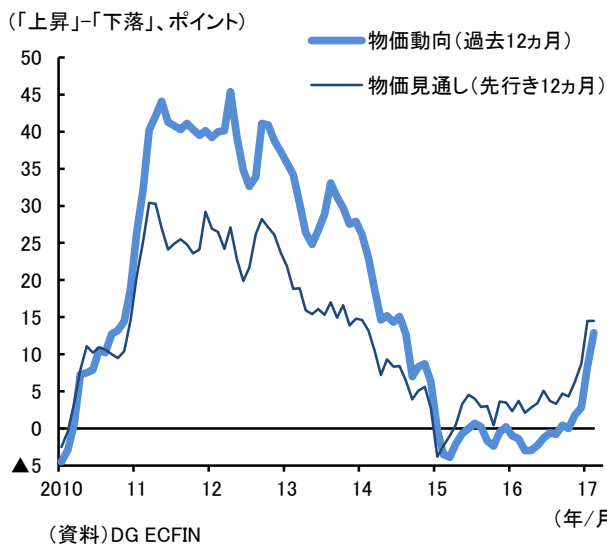
ユーロ圏の失業率と1人当たり雇用者報酬



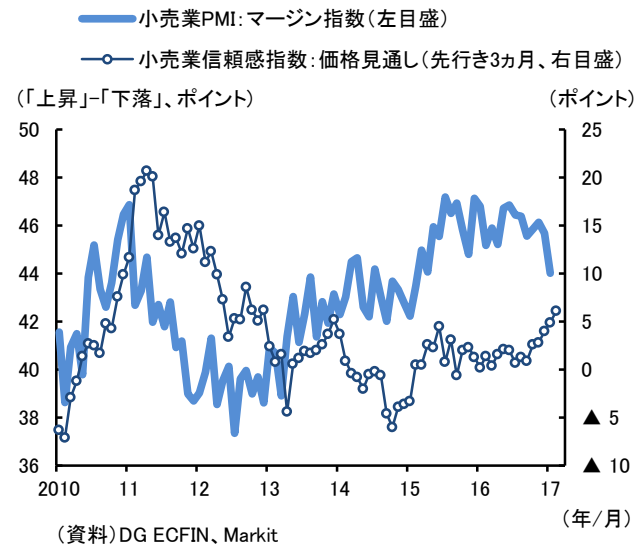
ユーロ圏の非自発的パートタイム比率



ユーロ圏の物価に関する消費者マインド



ユーロ圏の小売業マインド



英国：ポンド安や原油高が企業マージンや個人消費の下押し圧力に

◆2016年10～12月期は3%近い成長に

2016年10～12月期実質GDP（改定値）は前期比年率+2.9%と、14年10～12月期以来の高い伸びに。購買担当者景気指数（コンポジットPMI）も、15年末以来の高水準で推移。

◆原材料価格の上昇が企業収益の重石に

もともと、ポンド安や原油高を背景に、足許で製造業の投入価格指数が一段と上昇。企業のマージンの悪化が、採用・賃上げ姿勢慎重化や投資の抑制につながる恐れ。

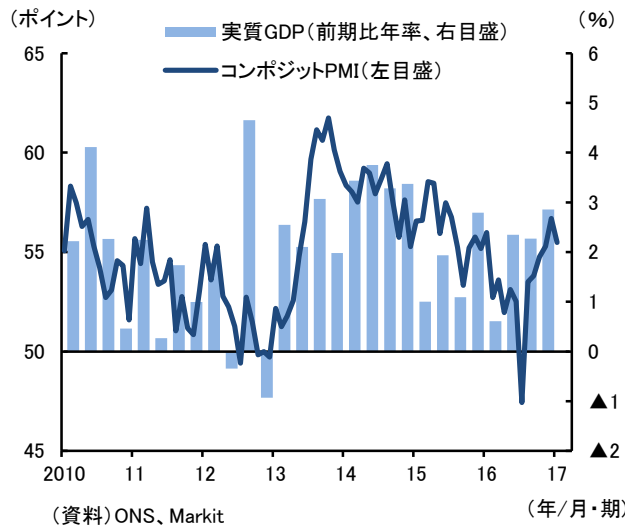
◆個人消費に減速の兆し

1月の小売売上数量は前月比▲0.3%と、3ヵ月連続で減少。昨年秋に一時持ち直しの動きがみられた消費者マインドも、その後再びやや水準を切り下げており、足許の物価上昇ペースの加速が、家計の消費行動に負の影響を与え始めていると判断。

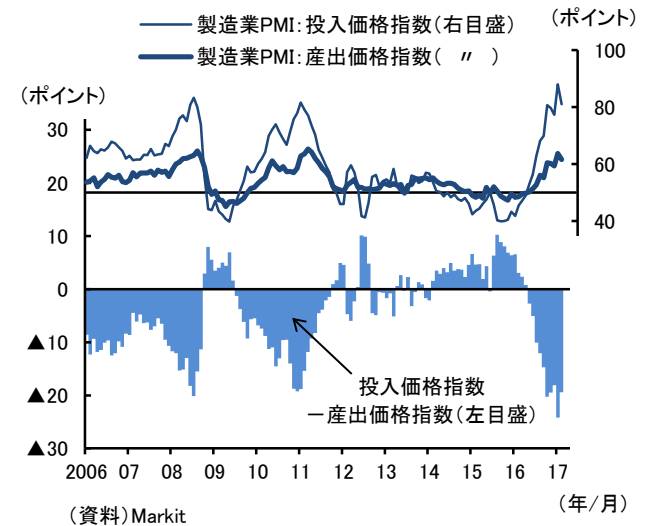
◆不動産価格は引き続き低迷

不動産市場では、商業用不動産価格の下落が続いているほか、住宅価格の上昇ペースも再び鈍化傾向に。Brexitをめぐる先行き不透明感の高まりが、消費者や企業の不動産購入に対する慎重姿勢を招いている公算が大。

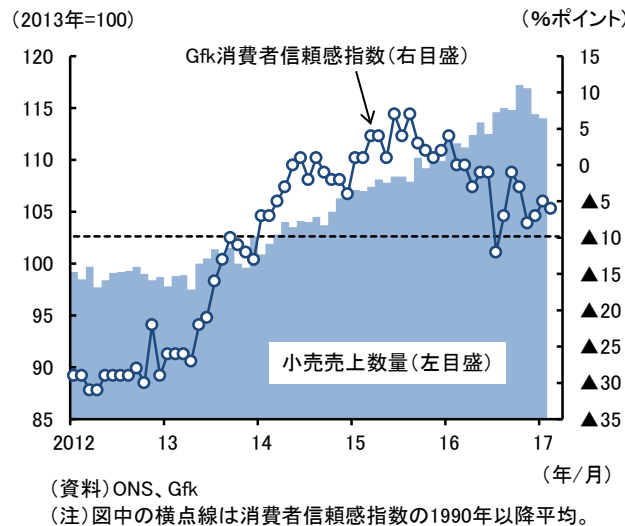
英国の実質GDPとPMI



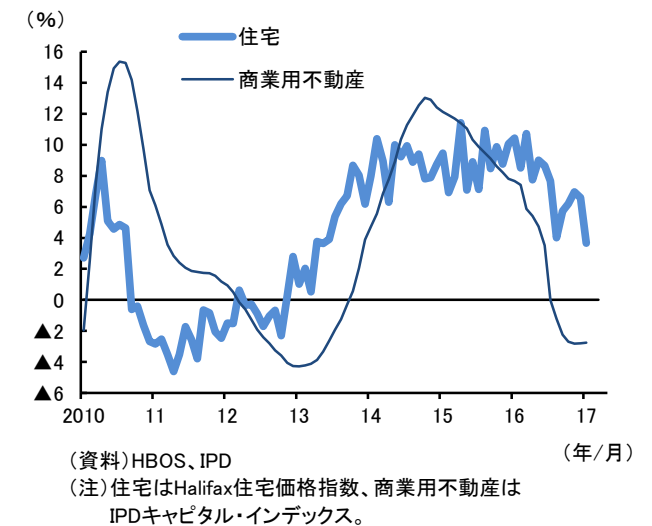
英国製造業の投入価格と産出価格



英国の小売売上数量と消費者マインド



英国の不動産価格(前年比)



欧州経済見通し：英国景気は徐々に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%台半ばの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年半ばにかけて減速感が強まる見込み。

その後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から、物価押し上げ圧力が徐々に強まっていく公算。

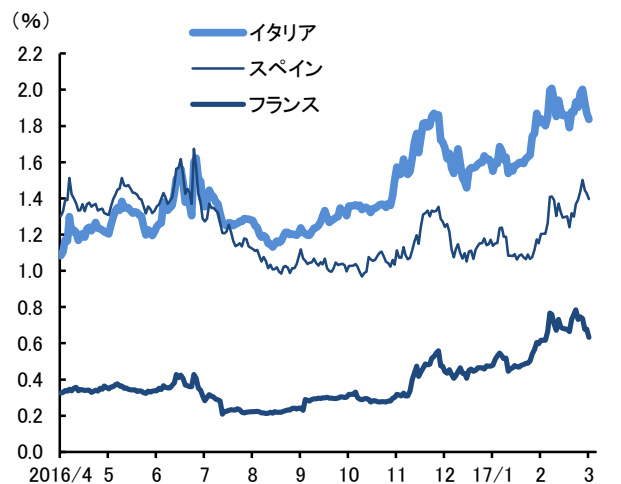
欧州各国経済・物価見通し

(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	1~3			
		(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	1.2	1.8	1.6	1.5	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.5	1.6
	消費者物価指数	▲0.1	0.3	0.7	1.4	1.2	1.4	1.3	1.5	0.2	1.3	1.5
ドイツ	実質GDP	1.9	0.5	1.7	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	1.8	1.4	1.6
	消費者物価指数	0.0	0.4	1.0	1.6	1.4	1.4	1.3	1.5	0.4	1.4	1.5
フランス	実質GDP	▲0.5	0.8	1.7	1.2	1.1	1.3	1.4	1.4	1.1	1.1	1.4
	消費者物価指数	0.1	0.4	0.6	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	0.3	1.2	1.4
英国	実質GDP	2.3	2.3	2.9	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3	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	2.5	0.7	2.4	2.4

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

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】

◆南欧諸国の10年債利回りが一段と上昇

欧州債券市場では、2017年入り以降、南欧諸国を中心に10年債利回りの上昇ペースが再び加速。これまで、他の南欧諸国に比べ利回りが安定していたフランスでも、ドイツ10年債利回りとのスプレッドが、一時12年11月以来の水準まで拡大。

背景には、フランスやイタリアでの政治リスクの高まりや、ECBによる資産買入規模の縮小(テーパリング)観測の台頭が指摘可能。先行きも、フランスの大統領選やイタリアの解散・総選挙の行方など、当面予断を許さない状況が続くと予想され、金利がさらに上振れれば、企業・家計の借入金利の上昇などを通じ、景気の冷や水となる恐れも。

欧州金利見通し：ECB・BOEともに景気・物価動向を見極める姿勢

<ユーロ圏>

◆ ECBの緩和姿勢は変わらず

ECBは2017年4月以降、資産買入規模を800億ユーロから600億ユーロへ減額する予定。ただし、少なくとも17年末まで資産買入が続くこと、見通しが悪化した場合には買入規模・期間を拡大する用意があると強調していることなどから、積極的な金融緩和姿勢に変化はないと判断。当面、物価動向や金融情勢を見極める姿勢を維持する見込み。

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、ECBの国債買入による需給面からの金利低下圧力も加わり、0%台前半から半ばを中心とした推移が続く見通し。

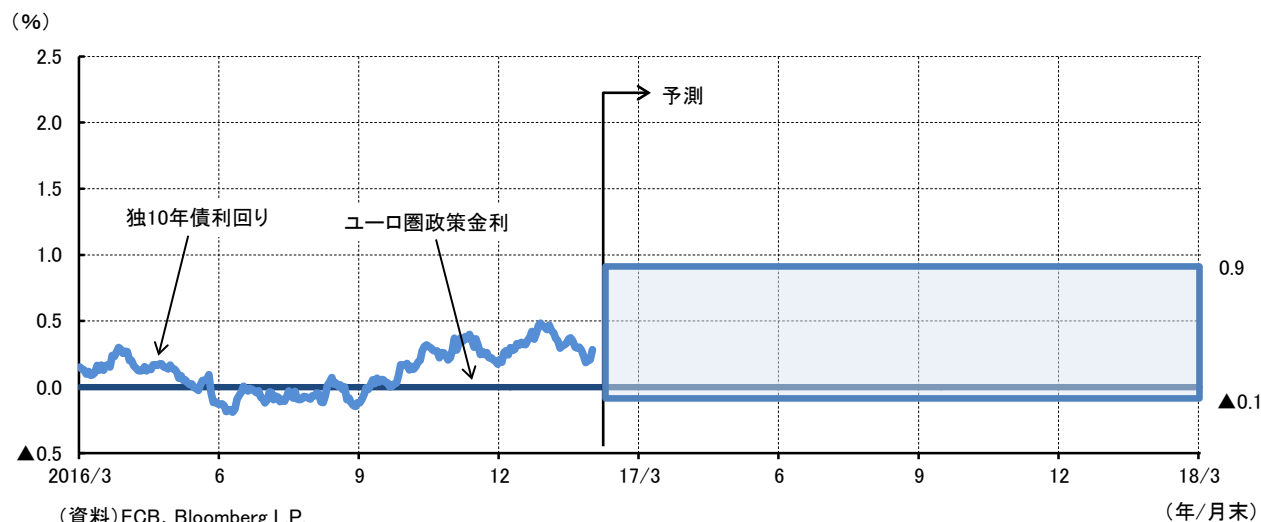
<英国>

◆ BOEは様子見姿勢を維持

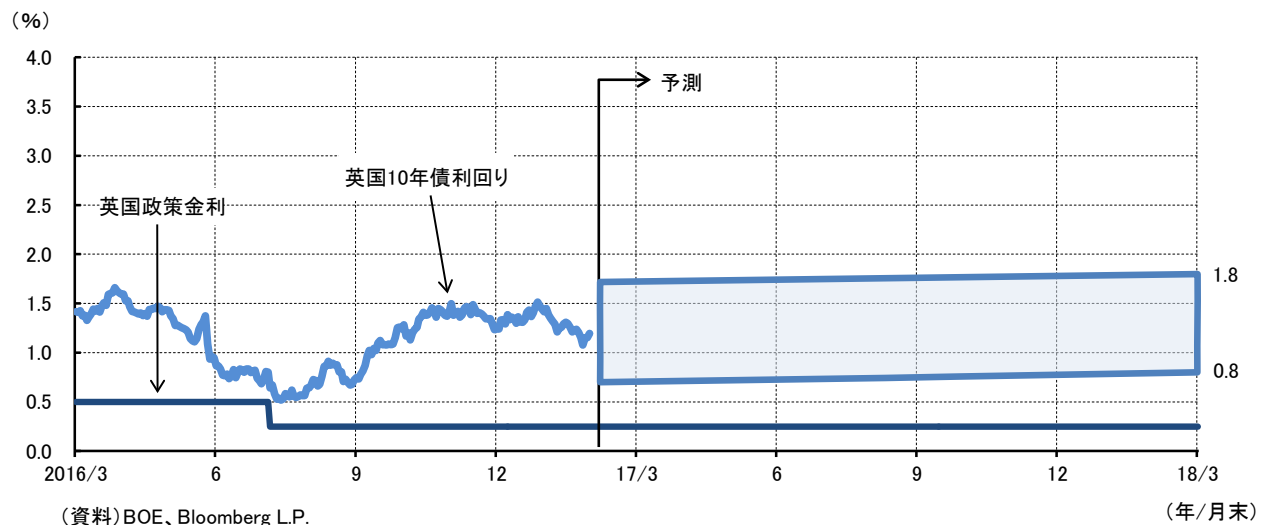
BOEは、EU離脱をめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気の下振れを懸念しつつも、ポンド安によるインフレ高進を警戒。当面、様子見姿勢を維持する見込み。

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、景気の減速による金利抑制圧力が勝り、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

◆OPECの減産を好感し、やや強含み

2月のWTI原油先物価格は、米国の石油リグ稼働数の回復や原油在庫の増加を受け、月上旬に一時51ドル台まで下落。もっとも、その後はOPECやIEAの月報でOPEC加盟国の減産が順調に進展していることが示唆されたため、値を戻す展開に。月末近くには、米石油製品在庫の減少などから、54ドル前後まで上昇。

◆投机筋の買い越し幅は一段と拡大

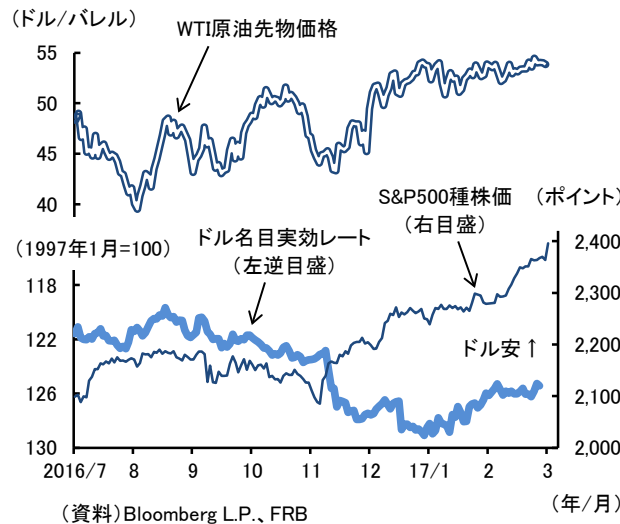
投机筋の買い越し幅は、OPEC加盟国の減産の進捗状況を好感し、月後半に大きく拡大。

◆原油価格見通し：緩やかに上昇

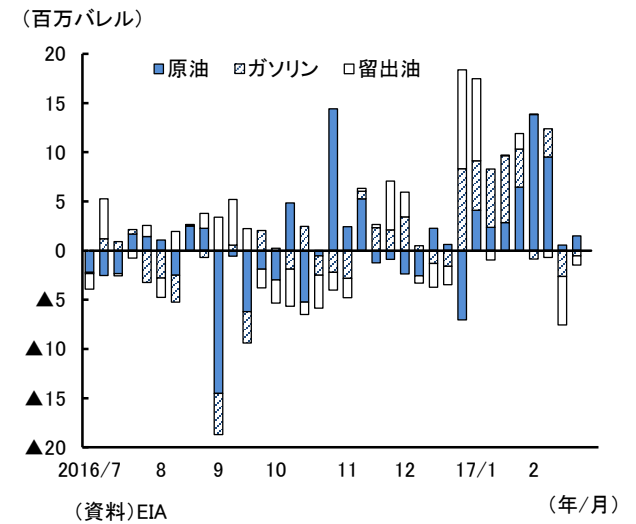
WTI原油先物価格は、米国景気の回復基調の強まりや新興国景気の底入れ、OPECやロシアによる減産が価格押し上げに作用するほか、中東や北アフリカをめぐる地政学リスクの残存が価格上振れ要因に。

一方で、米シェールオイル生産の持ち直し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。

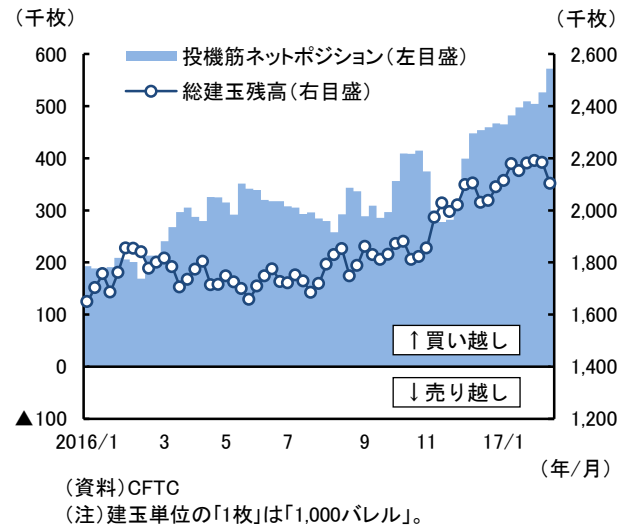
原油価格と株価・為替レート



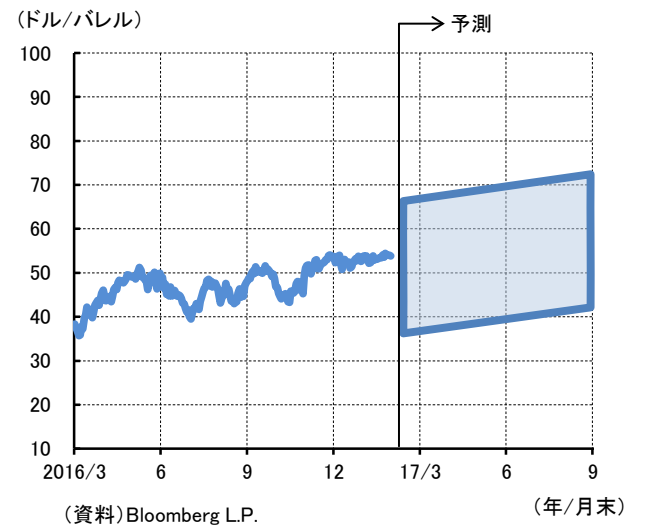
米国の原油・石油製品在庫(前週差)



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



OPEC加盟国の減産は着実に進展も、先行き懸念が残存

◆OPECの減産は着実に進展

OPECが2月13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1月の原油生産量は日量2,989万バレル。減産前の基準生産量からの減産幅は同107.8万バレルとなり、減産目標に対する進捗率は92.6%に。サウジアラビアが目標を上回る減産に踏み切った影響が大きいものの、総じて減産への取り組みが順調に進んでいると評価。

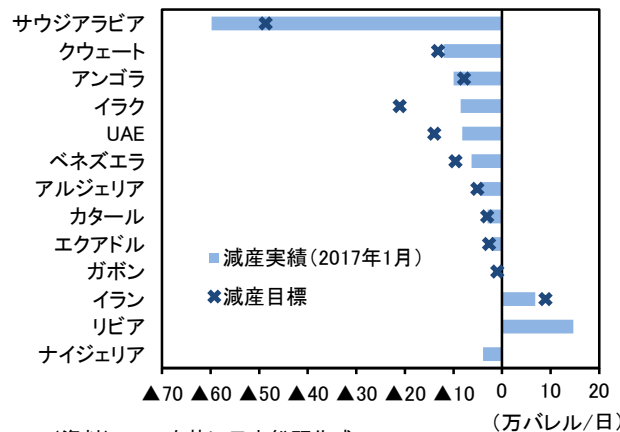
◆一部加盟国の増産や減産期間に懸念

OPEC加盟国の減産をめぐる今後の焦点は、減産合意対象外のリビア・ナイジェリアの動向と、6月末が期限となっている減産合意の延長の有無。

過去の原油生産量からみると、リビアやナイジェリアには依然として増産余地が大。実際、リビアの生産量は昨夏以降、日量30万バレル程度回復。両国の生産量が持ち直せば、他の加盟国による減産分の多くが相殺されてしまう可能性。

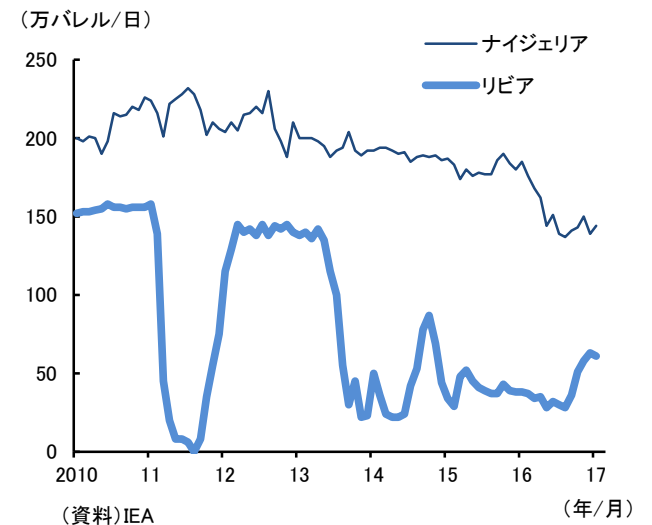
また、7月以降も減産が継続されるかどうかは依然として流動的。IEA、OPECともに、需要の底堅い拡大や非OPEC加盟国の生産量の伸び悩みを背景に、年後半にかけて需給均衡に必要なOPEC加盟国の生産量は増加すると予想。このため、OPEC加盟国の生産量が減産前の水準に戻った場合でも、需給バランスはほぼ均衡する見込み。ただし、需要に対する供給不足幅が限定的にとどまるなか、高水準にある原油在庫の取り崩しが十分に進まない状況に。

OPEC加盟国の減産状況



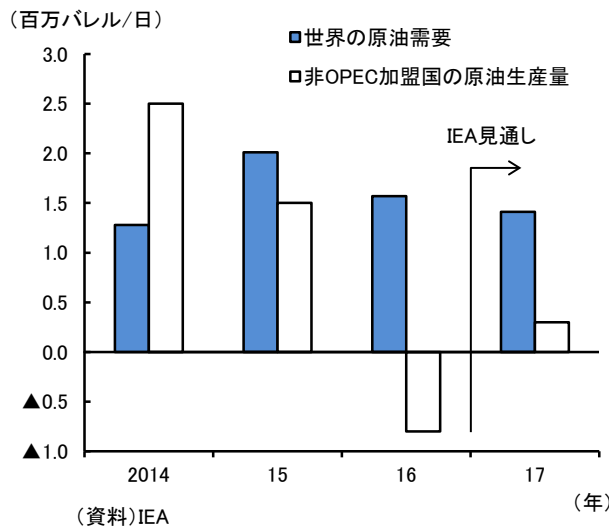
(資料) OPECを基に日本総研作成
(注) 減産実績は、OPECが公表している基準生産量(原則として2016年10月の生産実績)との差。リビアとナイジェリアは減産合意対象外のため、2016年10月の生産量との差のみを图示。

リビアとナイジェリアの原油生産量



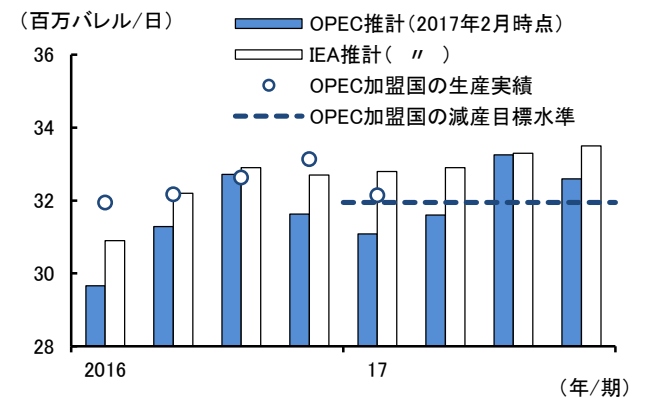
(資料) IEA

IEAによる原油需給見通し(前年差)



(資料) IEA

需給均衡に必要なOPEC加盟国の生産量



(資料) OPEC、IEAを基に日本総研作成
(注1) 2017年1~3月期のOPEC加盟国の生産実績は、1月実績。
(注2) OPEC加盟国の減産目標水準は、各国の減産目標水準を合算したもの。減産合意対象外のリビア、ナイジェリアの生産量は、減産合意の基準年月(2016年10月)から横ばいと仮定。

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 (%)	N Y ダウ 工業株 (ドル)	S&P500	EO NIA (%)	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)
13/6	97.29	128.40	1.3200	0.0743	0.23	0.85	13106.62	0.09	0.27	2.29	15035.75	1618.77	0.09	0.21	1.62	2.21	2655.76	95.80	1342.47
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	3617.87	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