
欧米経済展望

2017年12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	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11月30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：雇用・所得環境の改善を背景に、個人消費は堅調

◆賃金の伸びは徐々に加速へ

10月の非農業部門雇用者数は、ハリケーンの影響で大きく落ち込んだ前月から持ち直したものの、低賃金業種に偏った雇用増などから、時間当たり賃金の伸びは前年比+2.4%と大きく鈍化。

もともと、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、自己都合による退職者数も金融危機前の水準を回復。労働市場の改善を機に、より労働条件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ことを示唆。広義の失業者を勘案した労働需給のひっ迫や、労働条件改善目的の労働移動の拡大などから、先行き、賃金の上昇ペースは徐々に高まっていく見込み。

◆年末商戦の売上見通しは良好

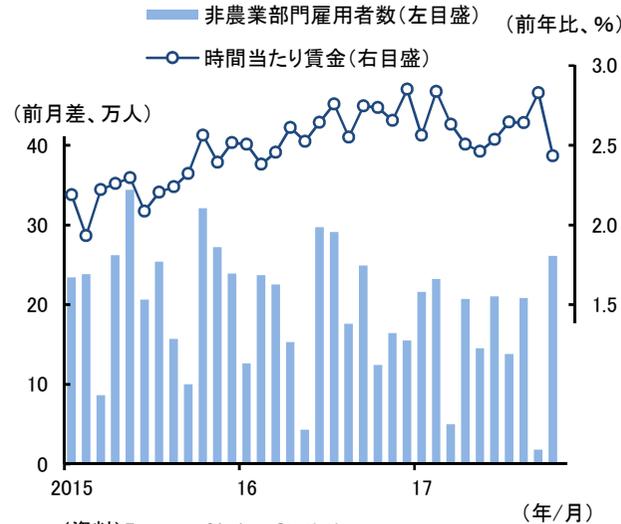
雇用環境の改善や株高などを背景に、個人消費は堅調に推移。11～12月の年末商戦の小売売上高は前年並みの増加が見込まれているほか、消費者の支出予定額も2007年以来の高水準に。

◆在庫不足が新築・中古ともに長期化

10月の住宅販売件数は、ハリケーンによる影響の剥落や復興の動きなどもあり、新築・中古ともに増加。

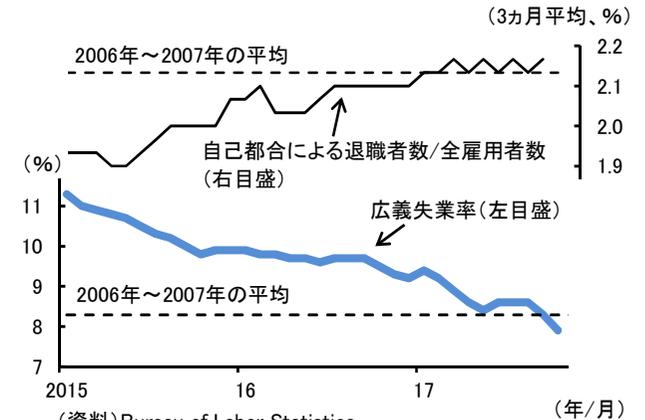
もともと、人手不足による着工の遅れなどから新築住宅の供給不足が長期化しているほか、中古市場でも、在庫率が低水準で推移。今後も雇用・所得環境の改善を背景に住宅需要は底堅く推移すると見込まれるものの、在庫不足が供給面の制約に。

雇用者数と時間当たり賃金



(資料) Bureau of Labor Statistics

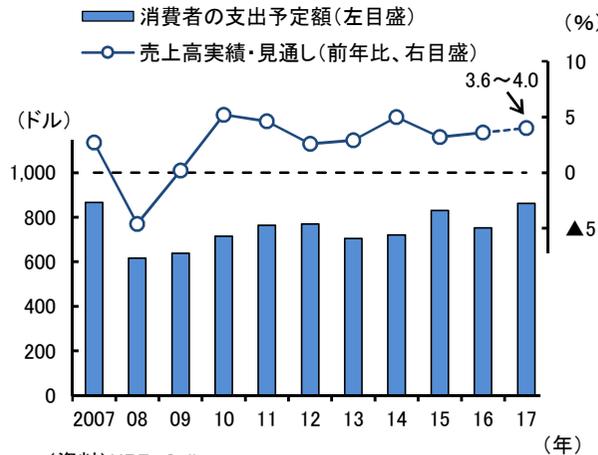
広義失業率と自己都合による退職者



(資料) Bureau of Labor Statistics

(注) 広義失業率 = (完全失業者 + 経済情勢を理由としたパート + 縁辺労働者) / (労働力人口 + 縁辺労働者)。縁辺労働者は、就業を希望するものの、景気低迷などを理由に適当な職がなく、職探しを断念した者(求職意欲喪失者)のほか、家事・疾病などのため求職活動が困難な者。

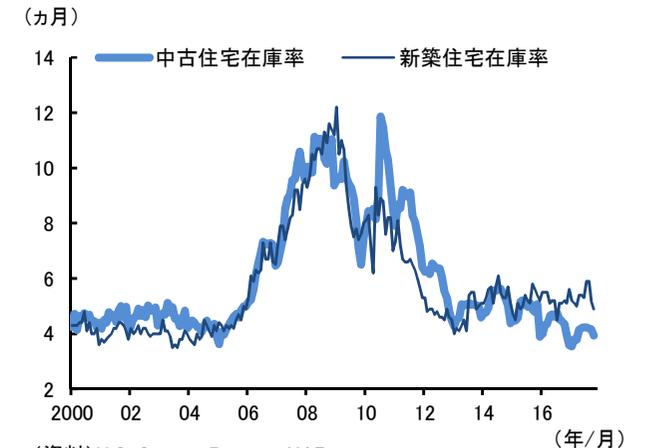
年末商戦の小売売上高と支出予定額



(資料) NRF, Gallup

(注) 2017年の小売売上高は、NRFによる見通し(10月3日公表)、消費者の支出予定額はGallupによるアンケート調査(調査時期は毎年11月上旬)。

住宅の在庫率



(資料) U.S. Census Bureau, NAR

(注) 中古比率は、中古一戸建て販売件数を、新築一戸建て販売件数と中古一戸建て販売件数の合計で除して算出。

生産と輸出は回復傾向

◆生産や輸出の回復傾向が持続

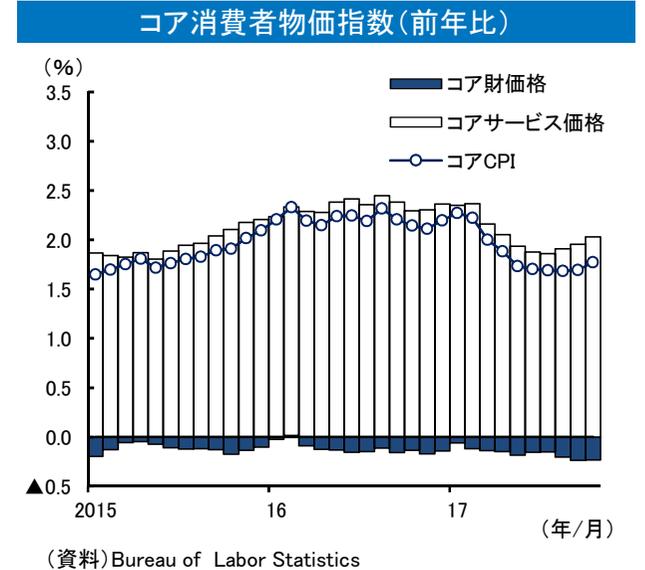
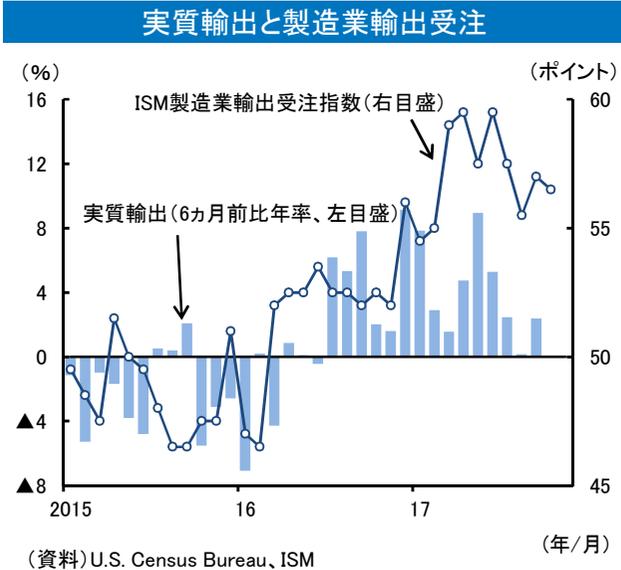
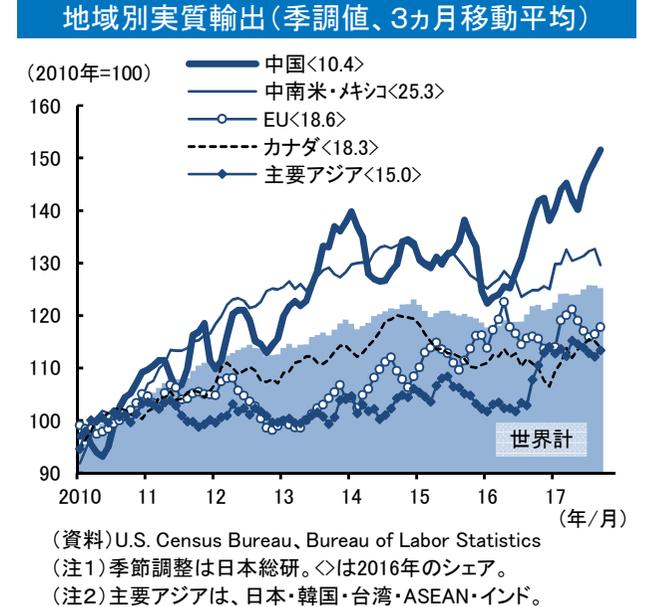
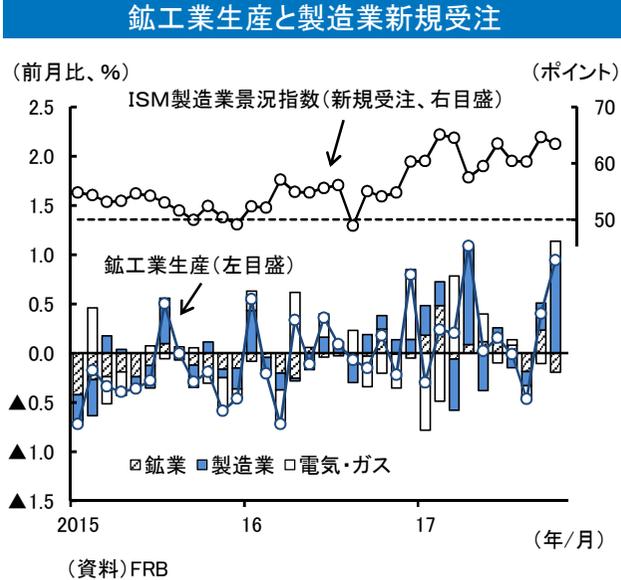
10月の鉱工業生産は前月比+0.9%と、大幅に増加。10月に襲来したハリケーン「ネイト」の影響により鉱業が減少に転じたものの、8～9月の大型ハリケーン「ハービー」、「イルマ」による被害からの復旧・復興需要の顕在化により製造業が大幅に増加。製造業の新規受注は引き続き高水準で推移しており、今後も生産の回復が続く見通し。

また、輸出は、2016年半ば以降、海外景気の持ち直しやドル安等を背景に、先進国・新興国向けともに回復傾向が持続。ISM製造業輸出受注指数は、2017年前半をピークに低下しているものの、引き続き高水準で推移しており、先行きも輸出は緩やかな増勢が続く見込み。

◆コア消費者物価指数に持ち直しの兆し

10月のコア消費者物価指数は、前年比+1.8%と持ち直しの兆し。内訳をみると、財価格の低下に歯止めがかかったことに加え、サービス価格の上昇ペースが3ヵ月連続で加速。

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、物価の伸びも持ち直していく見込み。



トピックス①：設備投資は緩やかな回復が持続

◆機械投資の増勢が加速

設備投資は、内外景気の回復を背景に、2016年半ば以降、持ち直し傾向が持続。内訳をみると、足許で構築物投資は減少に転じているものの、知的財産投資の増加傾向が続いているほか、2016年末に増加に転じた機械投資の増勢が加速。

◆設備投資は緩やかな回復が持続

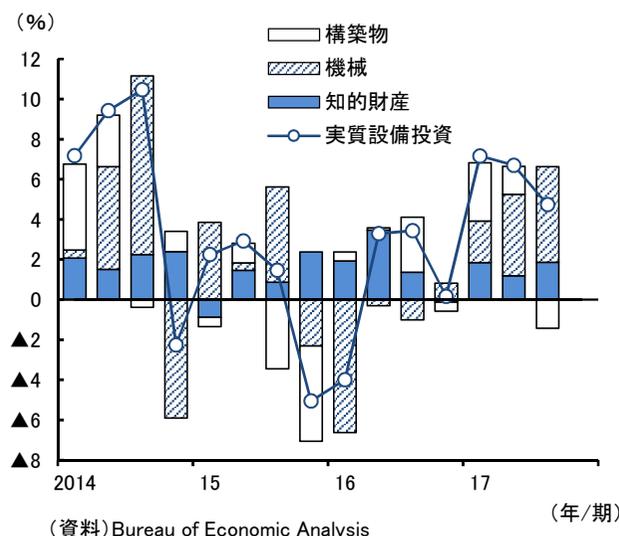
機械投資に先行性を有する資本財受注は、足許にかけて堅調に推移。加えて、各地区連銀の設備投資見通しは、総じて高水準にあり、企業の投資意欲の高まりを示唆。

以上を踏まえると、内外需要の回復や、それを受けた企業収益の改善が続くなか、設備投資は引き続き緩やかな回復が続く見込み。

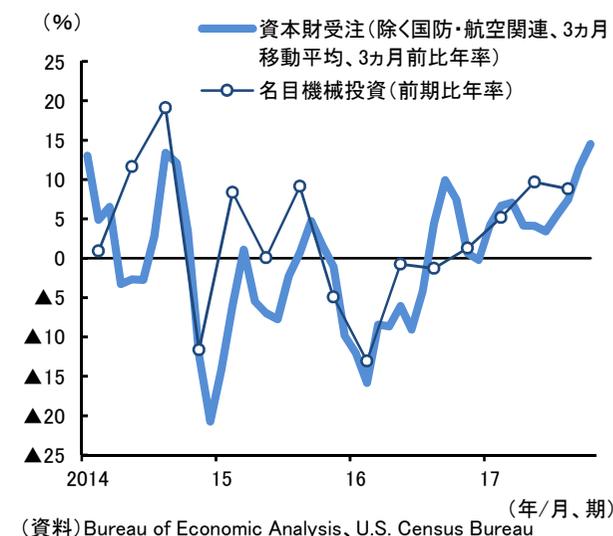
◆税制改革の行方には注意

なお、先行きの設備投資は、足許で審議が進む税制改革法案の行方に大きく左右される可能性も。議会での調整がスムーズに進み、大きな修正なく法案が成立すれば、企業利益の上振れや、それを受けた投資の拡大が期待可能。一方、今後議会での調整が難航し、減税幅の縮小を余儀なくされたり、実現自体が見通せなくなった場合、企業の期待が剥落し、投資意欲が落ち込むリスクも排除できず（トピックス②参照）。

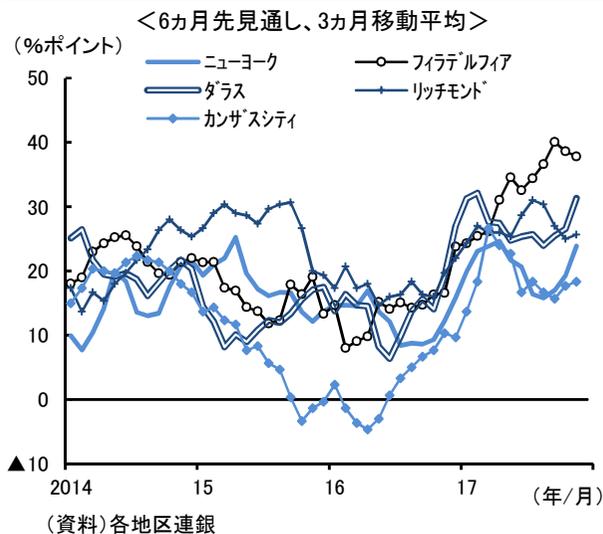
実質設備投資の寄与度分解（前期比年率）



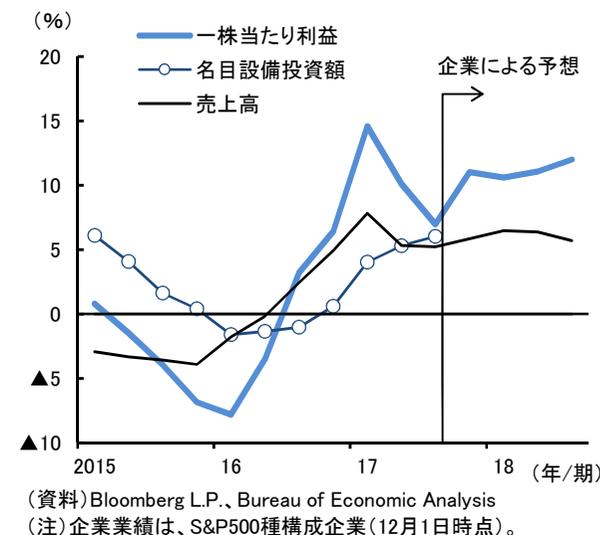
資本財受注と機械投資



製造業の設備投資見通し



企業業績と設備投資額（前年比）



トピックス②：税制改革法案の調整は難航

足許で審議が進む税制改革法案では、トランプ大統領が当初公約として掲げていた法人税率の15%への引き下げや、所得税率の最高税率の大幅な引き下げには踏み込めなかったものの、その他については概ね当初の内容を踏襲。

◆GDPの水準は10年間で3%強上振れ

米民間シンクタンクの試算によると、税制改革により、雇用や賃金が押し上げられ、GDPの水準が10年間で3.5～3.7%上振れ。ただし、内訳をみると、法人税関連の減税効果が3%程度となる一方、所得税関連の効果は小幅にとどまっております。減税による個人消費の押し上げ効果は限定的。

◆両院での調整は難航する見込み

財政面では、減税による経済成長を加味すると、財政赤字の増加幅は10月に可決された予算決議が許容する1.5兆ドルの範囲内におさまる見通し。もっとも、法人税率の引き下げ開始時期や、所得税の最高税率や税率区分など、両院の法案に多くの相違点が存在。加えて、歳入増を見込む州・地方税控除の廃止やその他各種控除の見直しについて多数の反対意見が出るなど、議論は難航する公算が大。

以上を踏まえると、両院協議会での調整を経て、減税幅は縮小を余儀なくされ、税制改革による景気の押し上げ効果は限定的となる見込み。

税制改革案の概要

	現行	大統領・議会共和党指導部案	下院共和党案	上院共和党案
		2017年9月27日	2017年11月9日修正法案	2017年11月15日修正法案
法人				
法人税最高税率	35%	20%	20% (2018年から適用)	20% (2019年から適用)
パススルー最高税率	実質39.6%	25%	25%	実質31.8%
海外所得	全世界課税方式 米国内に留保利益を還流する際は35%の課税	源泉地課税方式 これまでの留保利益を米国内に還流する際は1度に限り軽減税率を適用	源泉地課税方式 これまでの留保利益を米国内に還流する際は1度に限り軽減税率を適用 (現金14%、現金以外7%)	源泉地課税方式 これまでの留保利益を米国内に還流する際は1度に限り軽減税率を適用 (現金10%、現金以外5%)
個人				
所得税率	7段階(10～39.6%)	3段階(12%、25%、35%)	4段階(12%、25%、35%、39.6%)	7段階(10%～38.5%)
基礎控除	単身世帯: 6,350ドル 夫婦世帯: 1万2,700ドル	単身世帯: 1万2,000ドル 夫婦世帯: 2万4,000ドル	単身世帯: 1万2,200ドル 夫婦世帯: 24,400ドル	単身世帯: 1万2,000ドル 夫婦世帯: 2万4,000ドル
州・地方税控除	控除可能	廃止	不動産税控除を存続(1万ドル上限)	廃止
子供控除	1,000ドル	増額	1,600ドルに増額	2,000ドルに増額
住宅ローン利子控除	残高100万ドルまで控除	—	上限を50万ドルに減額	上限を100万ドルに維持 (ホームエクイティローンは対象外)
遺産税	有り	廃止	非課税額を引き上げ、2024年末廃止	非課税額を倍増
その他				
代替ミニマム課税	適用可能	廃止	廃止	廃止

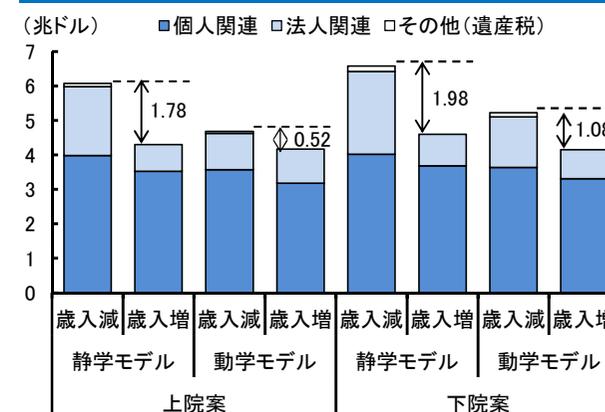
(資料)各種資料をもとに日本総研作成

税制改革による経済効果(10年間)

	上院案	下院案
GDPの押し上げ幅	3.7%	3.5%
所得税関係		
所得税率および区分見直し	0.2%	0.0%
基礎控除の増額	0.4%	0.4%
子供の税額控除の増額等	0.2%	0.1%
人的控除の廃止	▲0.6%	▲0.6%
各種税額控除の廃止(個人)	▲0.5%	▲0.6%
代替ミニマム税率撤廃	▲0.3%	▲0.3%
法人税関係		
法人税率引き下げ	2.7%	2.7%
パススルー税率の変更	0.6%	0.3%
各種税額控除の廃止(法人)等	0.0%	▲0.2%
その他		
遺産税の撤廃	0.1%	0.7%
資本ストックの増加幅	9.9%	9.3%
賃金の上昇幅	2.9%	2.7%
雇用者数の増加	92.5万人	89.0万人

(資料)Tax Foundationによる当初法案の推計

税制改革による財政への影響(10年間)



(資料)Tax Foundationによる当初法案の推計

(注)静学モデルでは減税による経済効果を加味せず、動学モデルでは減税による経済効果を加味。矢印右の数字は財政赤字悪化幅。

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ため、高めの成長が続くと予想。

トランプ政権による大規模な減税策は、議会での調整が難航し、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、設備投資が底堅く推移。家計部門においても、労働需給の引き締まりに伴う賃金の伸びの拡大を背景に、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、12月のFOMCで、追加利上げを実施する公算。2018年の追加利上げについては、物価の持ち直しを確認したうえで、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。

長期金利は、トランプ政権の政策運営に対する不透明感などから、一時的に下振れる局面はあるものの、米景気が堅調に推移するなか、F R Bの利上げが進むにつれて、緩やかに上昇していく見通し。

米国経済・物価見通し

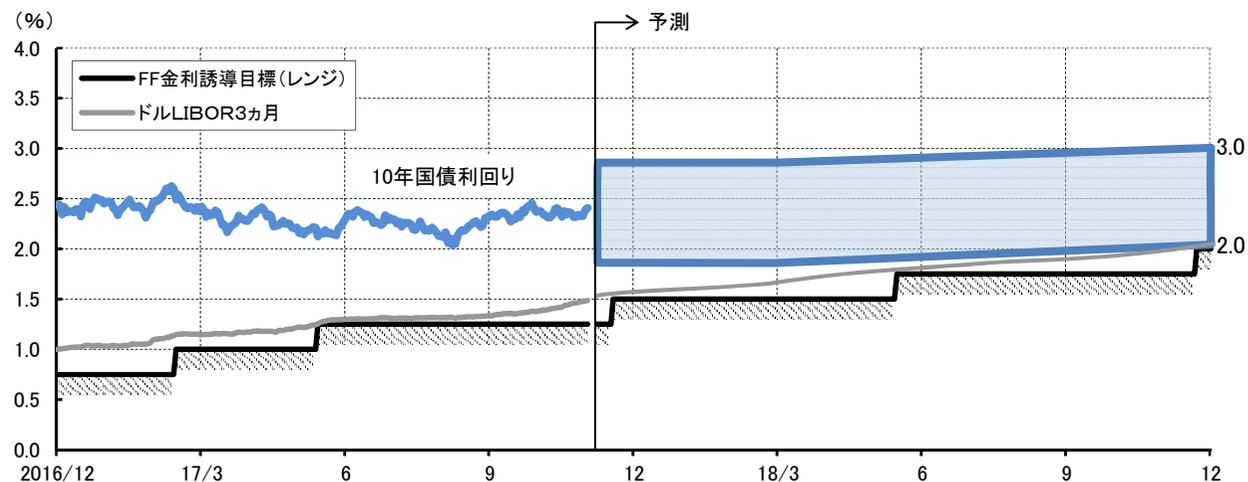
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2017年				2018年				2016年	2017年	2018年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(実績)				(予測)				(実績)	(予測)	
実質GDP	1.2	3.1	3.3	2.5	2.2	2.1	2.1	2.0	1.5	2.3	2.4
個人消費	1.9	3.3	2.3	2.7	2.3	2.2	2.1	2.1	2.7	2.7	2.4
住宅投資	11.1	▲7.3	▲5.1	4.5	4.2	3.9	3.8	3.6	5.5	1.2	2.1
設備投資	7.2	6.7	4.7	4.5	4.0	3.8	3.6	3.5	▲0.6	4.6	4.2
在庫投資(寄与度)	▲1.5	0.1	0.8	▲0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	▲0.4	▲0.1	0.1
政府支出	▲0.6	▲0.2	0.4	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0	0.8	▲0.1	0.6
純輸出(寄与度)	0.2	0.2	0.4	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.1
輸出	7.3	3.5	2.2	3.8	3.5	3.6	3.6	3.6	▲0.3	3.2	3.4
輸入	4.3	1.5	▲1.1	4.2	4.5	4.4	4.3	4.4	1.3	3.3	3.5
実質最終需要	2.8	3.1	2.6	2.5	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.4	2.3
消費者物価	2.5	1.9	2.0	1.9	1.8	2.2	2.1	2.1	1.3	2.1	2.0
除く食料・エネルギー	2.2	1.8	1.7	1.7	1.8	2.0	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年の利上げペースは物価動向次第

◆12月の追加利上げは既定路線

F R Bは、10月31日、11月1日のF O M Cで、金融政策の現状維持を決定。声明文では、景気拡大のペースを「緩やか (moderate)」から「堅調 (solid)」へ上方修正したほか、ハリケーンが景気に及ぼす影響も限定的と判断。

また、次回利上げについては、多くのF O M C参加者が「今後の経済指標の結果が景気見通しを変化させる内容でなければ近く利上げを実施する可能性が高い」(F O M C議事録)と想定。

会合以降、好調な経済指標の発表が続いているほか、次期F R B議長に指名されたパウエル現F R B理事が、11月28日に上院銀行委員会で開催された指名承認公聴会で、12月の利上げについて「条件が整ってきている」と証言しており、F R Bは、12月のF O M Cで追加利上げに踏み切る公算が大。

◆2018年の利上げペースは物価動向次第

一方、2018年の利上げペースを見通すうえでは、物価動向がカギに。

10月のF O M Cでは、足許のコアインフレ率の伸び悩みは一時的な要因によるものであり、中期的には目標とする2%付近で安定するとの見解を維持。もっとも、多くのF O M C参加者が物価の伸び悩みが予想以上に長期にわたる可能性を指摘するなど、物価停滞への懸念も。

12月の次回F O M Cでは、物価動向に対する評価や、F O M C参加者が想定する2018年の利上げペースが年3回で維持されるかが注目点に。

FOMC声明(要旨)

今回(2017年10月31日、11月1日)	前回(2017年9月19日、20日)
<ul style="list-style-type: none"> 労働市場は引き続き力強さを増し、経済活動はハリケーンに伴う混乱にもかかわらず堅固なペースで拡大している。ハリケーンの影響で9月の雇用者数は落ち込んだものの、失業率は一段と低下。家計支出は緩やかなペースで拡大し、企業設備投資はここ数四半期で上向いた。 ハリケーンに関する損害や再建は引き続き短期的に経済活動や雇用、インフレに影響を与えるものの、過去の経験からは、中期的に米国経済の基調を著しく変動させることはないと思われる。 前年比でみると、総合的なインフレ率とエネルギーと食品の価格を除いた指標は低下しており、2%を下回って推移している。市場ベースのインフレ見通しは依然として低く、調査に基づく長期のインフレ見通しは総じて横ばい。 委員会は、インフレ率は短期的に2%を下回る水準にとどまると予想されるが、中期的には委員会の目標である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しているように思われるが、インフレの動向を注視。 	<ul style="list-style-type: none"> 労働市場は引き続き力強さを増し、今年これまで経済活動は緩やかに拡大している。雇用の伸びはここ数ヶ月堅調さを維持し、失業率は低水準で推移。家計支出は緩やかなペースで拡大し、企業設備投資はここ数四半期で上向いた。 ハリケーン「ハービー」、「イルマ」、「マリア」は多くの地域に甚大な被害をもたらした。深刻な影響を与えた。ハリケーンに関する損害や再建は短期的に経済活動に影響を与えるものの、過去の経験からは、中期的に米国経済の基調を著しく変動させることはないと思われる。 ハリケーンの影響によるガソリンなどの一部品目の価格上昇は一時的にインフレ率を押し上げるとみられるものの、その押し上げを除き、前年比でみると、総合的なインフレ率とエネルギーと食品の価格を除いた指標は低下しており、2%を下回って推移している。市場ベースのインフレ見通しは依然として低く、調査に基づく長期のインフレ見通しは総じて横ばい。 委員会は、インフレ率は短期的に2%を下回る水準にとどまると予想されるが、中期的には委員会の目標である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しているように思われるが、インフレの動向を注視。
<ul style="list-style-type: none"> FF金利の誘導目標レンジを1.00~1.25%で維持することを決定。 2017年10月に開始したバランスシート正常化プログラムは進行している。 政策決定の投票ですべての委員が賛成。 	<ul style="list-style-type: none"> FF金利の誘導目標レンジを1.00~1.25%で維持することを決定。 10月に、委員会は本年6月に委員会の政策正常化の原則と計画の追加資料で説明したバランスシート正常化プログラムを開始する。 政策決定の投票ですべての委員が賛成。

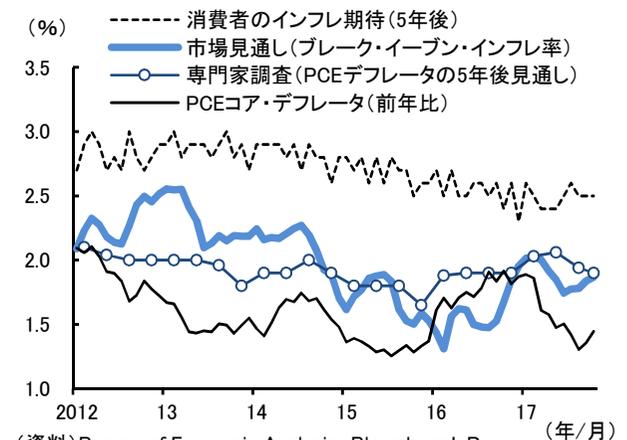
(資料)FRBを基に日本総研作成

10月FOMC議事録における物価判断

- 多くのFOMC参加者は、最近のコアインフレ率の弱含みは一時的もしくは個別の要因が大きく、そうした要因が剥落するにつれて、労働市場のひっ迫により中期的にインフレ率が押し上げられると想定。
- 多くのFOMC参加者が、物価の伸び悩みが予想以上に長期にわたり2%を下回り続ける可能性があると認識。**
- 伸び悩みの背景として、数人の参加者が、①経済資源の活用に対するインフレ感応度の低下、②労働市場のひっ迫度合いの過大評価、③経済資源の活用に対するインフレ反応のラグ、を指摘。
- 少数の参加者は、技術革新などの構造的な変化が循環的なインフレ圧力を相殺していると指摘。
- 数名の参加者は、インフレ率の伸び悩みが長期のインフレ期待を低下させることを懸念。また、実際のインフレ率が2%を下回るなかでの利上げ実施が期待インフレ率を低下させている可能性があるとの指摘も。

(資料)FRB、各種報道等をもとに日本総研作成

PCEデフレーターとインフレ期待



(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。

(株)日本総合研究所 欧米経済展望 2017年12月

ユーロ圏景気：企業・家計ともに好調ながら、先行き懸念も存在

◆輸出は先行き減速する見通し

11月のユーロ圏コンポジットPMIは57.5と再び上昇に転じ、年初に記録した欧州債務危機後の最高水準を更新。業種別にみると、本年入り後、サービス業PMIが振れを伴いながら一進一退で推移しているのに対し、製造業PMIはユーロ圏内外からの受注増加を背景に大きく上昇。

もっとも、製造業の先行きには懸念も。ECBの金融政策正常化観測が強まるなか、今夏にかけてユーロ高が急速に進行。先行きも、資産買入の終了や利上げ開始などが意識され、ユーロ高地合いが続く見通し。現行水準でのユーロ相場が続けば、2018年半ばにかけて輸出に対する下押し圧力が強まっていく見通し。

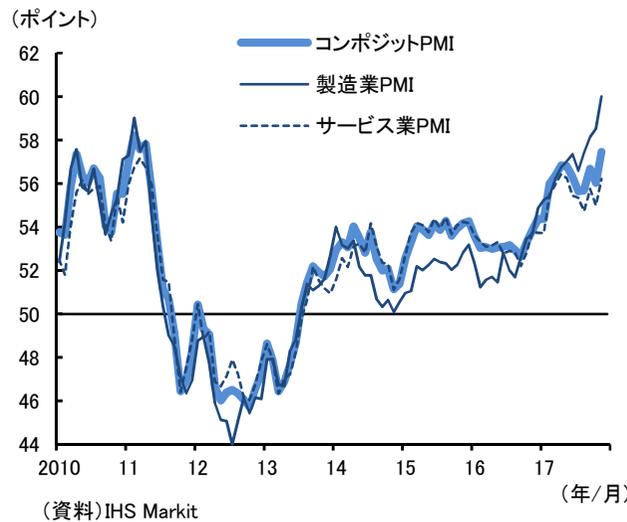
◆雇用環境の改善が持続

10月のユーロ圏失業率は8.8%と、前月の8.9%から改善。また、企業の採用見通しは、世界金融危機前の水準を超えて推移しており、先行きも雇用環境の改善が続く見通し。

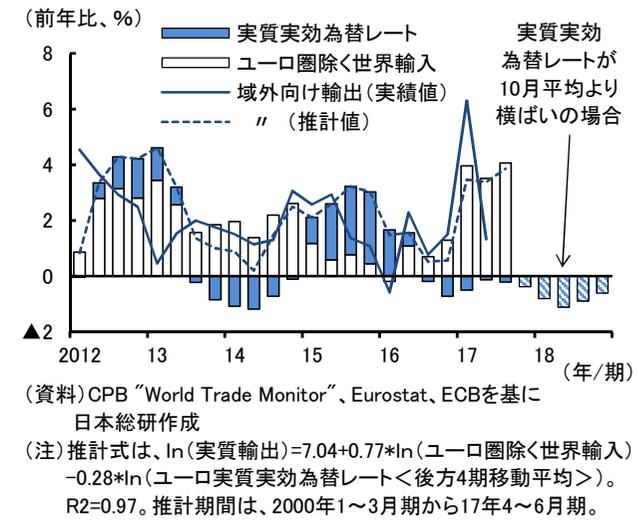
◆物価は依然として伸び悩み

11月のユーロ圏消費者物価は前年比+1.5%と、前月から伸びがやや加速。もっとも、エネルギー価格上昇の影響が大きく、コア物価は依然として伸び悩み。

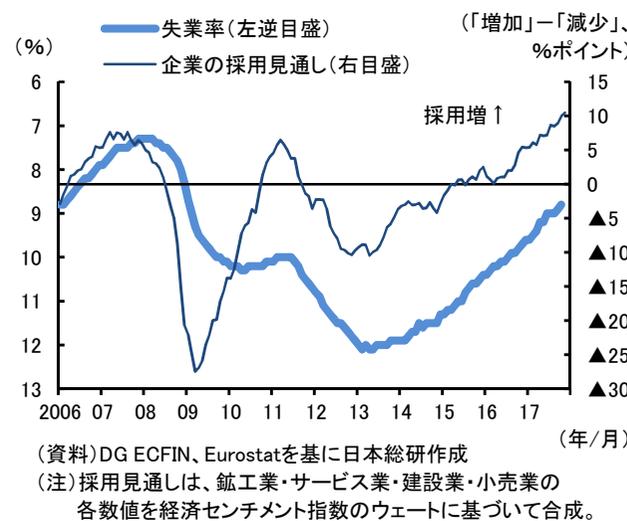
ユーロ圏のPMI



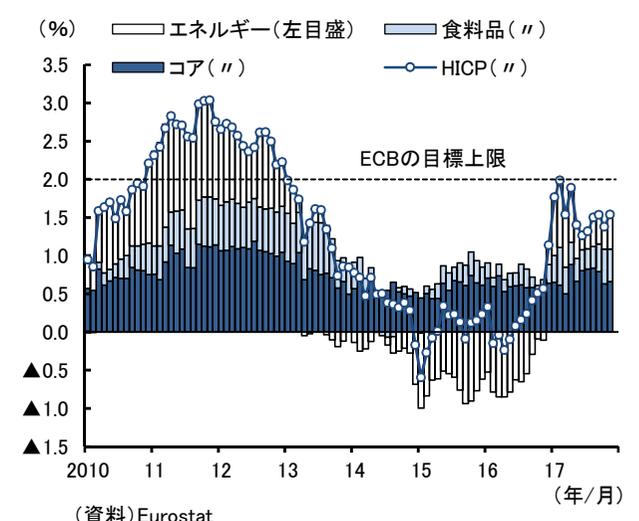
ユーロ圏の域外向け輸出の変動要因分解



ユーロ圏の失業率と企業の採用見通し



ユーロ圏のHICP(前年比)



ユーロ圏トピックス：政治リスクの再燃に要警戒

◆ドイツ連立協議が難航

ドイツでは、総選挙の結果を受けて、CDU/CSU、FDP、緑の党で行われていた連立協議が決裂。最終的にはメルケル首相が再任されると見込まれるものの、政権基盤の弱体化は避けられず。

もっとも、足許にかけて金融市場に大きな動揺はみられないほか、企業・消費者マインドは選挙後も高水準で推移しており、政治的な混乱がドイツ景気に与える影響は軽微と判断。

一方、オーストリアの総選挙で右傾化が進むなど、足許で再び反EU・反移民機運が高まる状況。こうしたなか、ドイツの指導力が低下すれば、EU統合深化などの議論が停滞する恐れも。

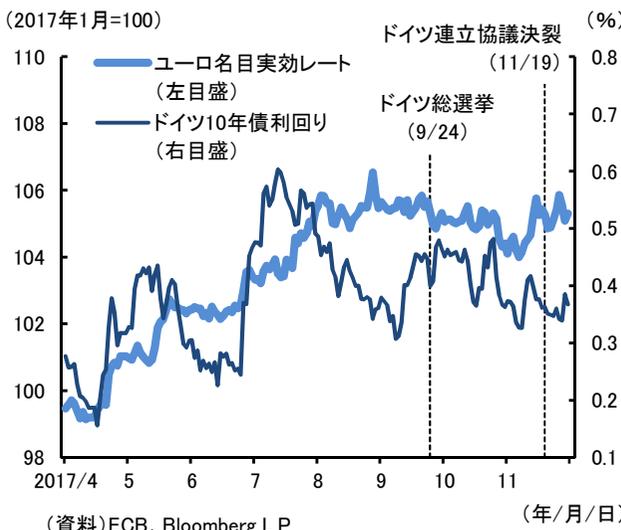
◆欧州への難民流入は依然として止まず

欧州での反EU・反移民勢力の台頭は、2015年以降の大規模な難民流入が大きな要因。EUとトルコで合意された難民抑制策により、足許でEUへの難民の流入は大きく減少しているものの、トルコを経由しない難民への対応は遅れており、一部の国では依然として難民の流入が高水準で推移。

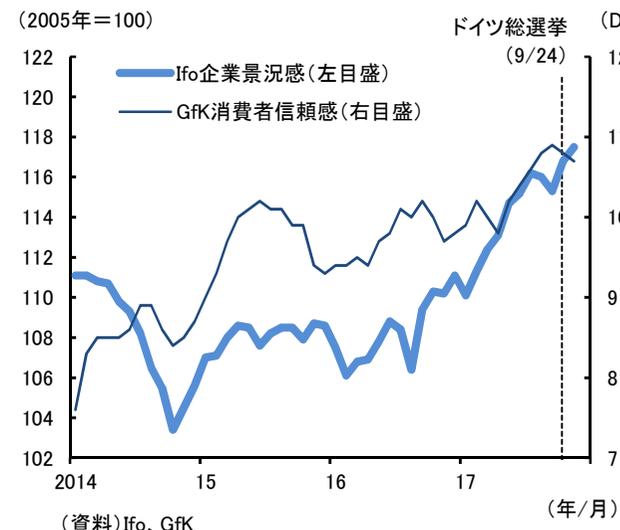
とりわけ、来春までに総選挙が予定されているイタリアでは、難民の増加に不満を持つ国民が多く、反EU政権誕生の懸念が拭えず。

加えて、トルコのエルドアン大統領が独裁色を強めるなか、EUとトルコの関係が悪化しており、両者の合意が崩れれば、欧州への難民の流入が再び大幅に増える恐れも。

ユーロ相場とドイツ国債利回り



ドイツの企業・消費者マインド

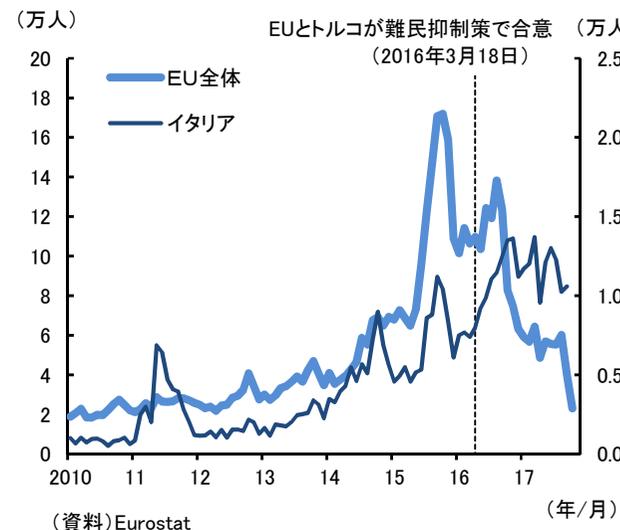


欧州の政治関連動向

日程	イベント	争点・展望
2017年	4~6月	フランス大統領選挙・総選挙 マクロン氏と同氏率いる「共和国前進」が勝利。
	6月8日	英国総選挙 メイ首相の保守党が過半数割れ。
	9月24日	ドイツ総選挙 メルケル首相のCDU・CSUが議席を減らし、連立協議が難航。極右政党「ドイツの為の選択肢」が第3党に。
	10月1日	スペインのカタルーニャ住民投票 独立派が勝利。住民投票を認めない中央政府は自治権を剥奪。12月21日に州議会選挙を強制実施へ。
	10月15日	オーストリア総選挙 反移民を掲げる「国民党」、極右政党「自由党」が連立政権を樹立。
2018年	5月下旬まで	イタリア総選挙 反EUを掲げる「五つ星運動」等が台頭。3月上旬実施の可能性。
2019年	3月末	英国のEU離脱期限 移行期間が設けられなければ、クリフ・エッジ型の離脱となる恐れ。

(資料)各種報道等を基に日本総研作成

ユーロ圏主要国の難民申請件数



英国：BOEは追加利上げに慎重姿勢を強める見通し

◆実質賃金の減少が長期化

10月の小売売上数量は、前月比+0.3%と小幅増加。もっとも、実質賃金の伸びが引き続きマイナス圏で推移するなか、個人消費の力強い回復は期待し難い状況。

◆設備投資は伸び悩み

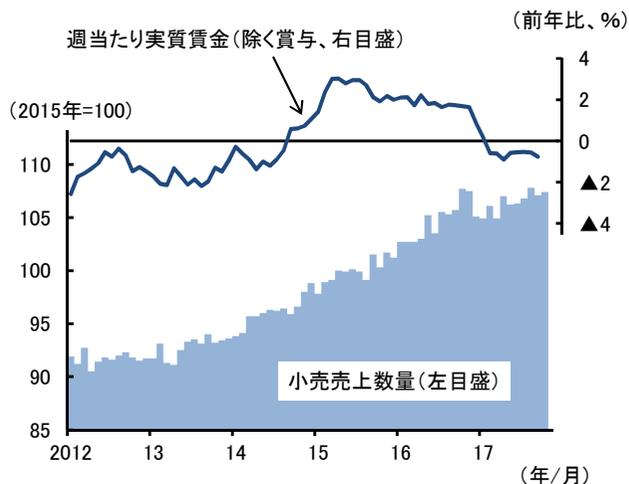
7～9月期の民間設備投資は前年比+1.3%と、伸び悩みが持続。企業の設備投資意向は依然として「減少」超で推移しており、当面、Brexitをめぐる不確実性の高まりが、設備投資の重石となる見通し。

◆BOEは様子見姿勢へ

BOEはポンド安によるインフレ高進を警戒し、11月2日の金融政策委員会で約10年ぶりとなる利上げを決定。先行きについて、金融市場では、2018年11月の金融政策委員会までの追加利上げを8割近く織り込んでいるほか、カーニー総裁は委員会後の記者会見で、今後3年間で2回の利上げを織り込む金融市場の見通しを概ね妥当と評価。

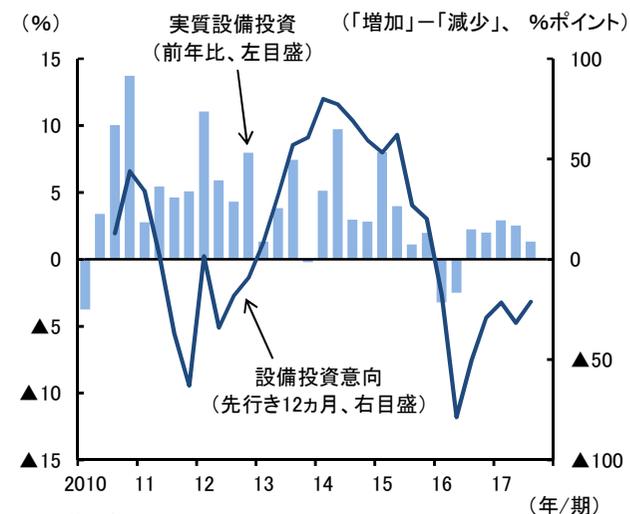
もっとも、同日に公表されたBOEの経済・物価見通し（Inflation Report）は、新たな貿易協定へのスムーズな移行を前提としており、総じて楽観的。先行き、景気に対する慎重な見方が広がる公算が大きく、BOEは景気に負の影響を与えかねない追加利上げに慎重姿勢を強めると予想。

英国の小売売上数量と実質賃金



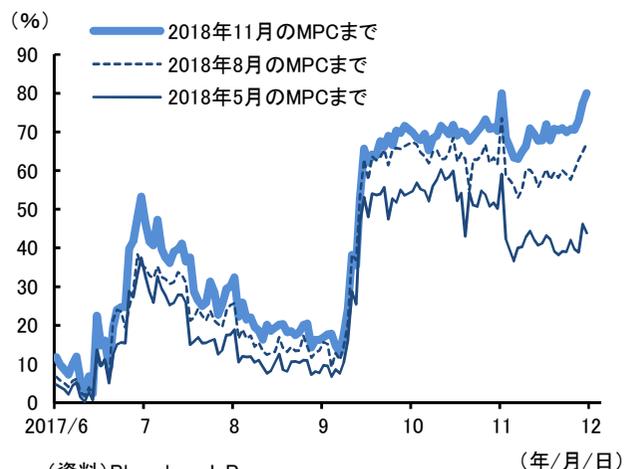
(資料)ONSを基に日本総研作成
(注)実質賃金は、CPIで実質化。

英国企業の実質設備投資と設備投資マインド



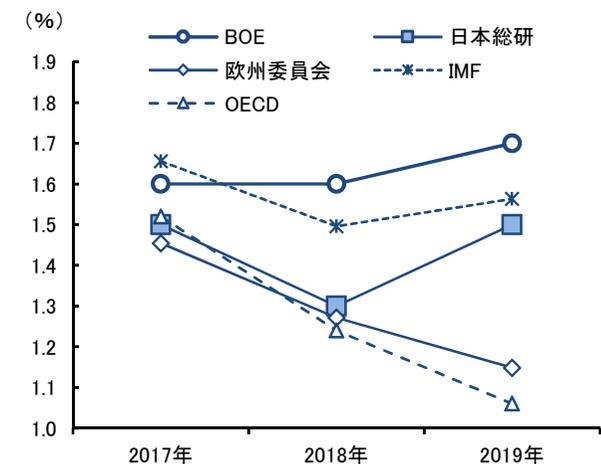
(資料)Deloitte、ONS

金融市場に織り込まれたBOEの利上げ確率



(資料)Bloomberg L.P.
(注)各金融政策委員会(MPC)までに政策金利が0.75%以上となっている確率。

英国の実質GDP成長率見通し(前年比)



(資料)BOE、OECD、IMF、欧州委員会を基に日本総研作成
(注)見通し公表時期は、IMFが2017年10月、その他は11月。

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、雇用環境の改善を背景とした個人消費の緩やかな回復が下支えに作用。また、海外景気の持ち直しを受けた輸出の増加が成長ペースの押し上げに寄与。もっとも、先行き、賃金の伸び悩みが個人消費の重石となるほか、今春以降のユーロ高が輸出の下押しに作用し、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年春以降は、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、景気は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。

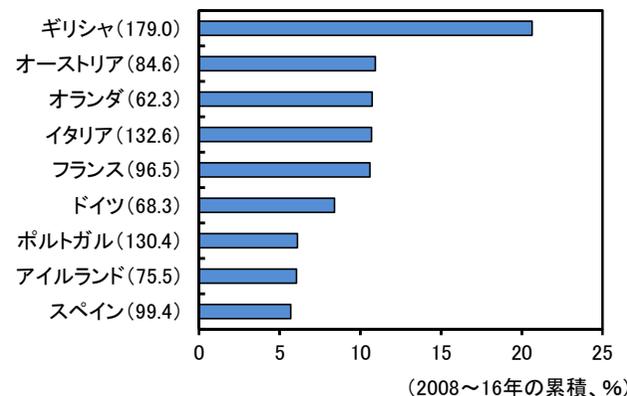
インフレ率は、景気の低迷が物価抑制に作用するものの、原油価格の持ち直しやポンド安などの物価押し上げ圧力も根強く、BOEの目標を上回る伸びが続く見込み。

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、%)		
		2017年				2018年				2016年	2017年	2018年
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	2.2	2.6	2.5	1.7	1.6	1.8	1.7	1.8	1.8	2.3	1.8
	消費者物価指数	1.8	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.5	0.2	1.5	1.6
ドイツ	実質GDP	3.6	2.6	3.3	1.7	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	2.5	2.0
	消費者物価指数	1.9	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7	0.4	1.7	1.7
フランス	実質GDP	2.2	2.4	2.2	1.5	1.4	1.6	1.5	1.6	1.1	1.8	1.6
	消費者物価指数	1.5	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	0.3	1.2	1.3
英国	実質GDP	1.0	1.2	1.6	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.8	1.5	1.3
	消費者物価指数	2.1	2.7	2.8	2.9	2.7	2.7	2.5	2.4	0.7	2.7	2.6

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

金利低下による債務コスト抑制額(対GDP比)



(資料)Deutsche Bundesbank "Monthly Report July 2017"
 (注1)2007年の平均金利に基づいて試算した政府利払い費と実際の利払い費の差を図示。
 (注2)カッコ内は、2016年の政府債務残高(対GDP比、%)。

【ホット・トピック】

◆利払い費増が財政再建の障害となる恐れ

ECBの金融政策正常化に向けた動きは、ユーロ圏各国の財政健全化の取り組みに少なからぬ影響を及ぼす可能性。

これまでの大規模な金融緩和は、金利低下を通じて政府債務の利払い費抑制に作用し、欧州債務危機後に緊縮財政を余儀なくされたユーロ圏各国の財政収支の改善に寄与。先行き、金融政策の正常化に伴い金利が上昇すれば、これまでの利払い費抑制効果が剥落し、その穴埋めのために一段の増税や歳出削減が必要となる恐れ。とりわけ、依然として債務残高の水準が高く、財政再建が道半ばのギリシャやイタリア、ポルトガルなどでは、求められる緊縮度合いが大きくなるリスク。

欧州金利見通し：ECBは年内に資産買入を終了も、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、貸金や物価の伸びを見極めながら、2018年入り後に減額する資産買入規模を、同年10月以降一段と圧縮し、年末にも資産買入の終了に踏み切ると予想。もっとも、ECBの目標である2%弱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。

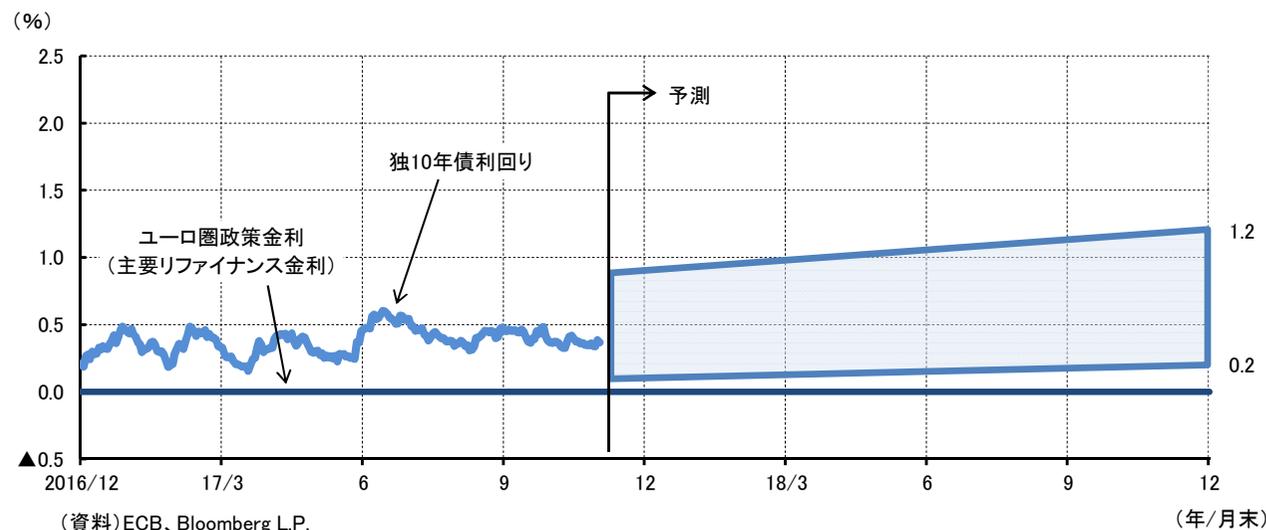
<英国>

◆ BOE：当面、様子見姿勢に

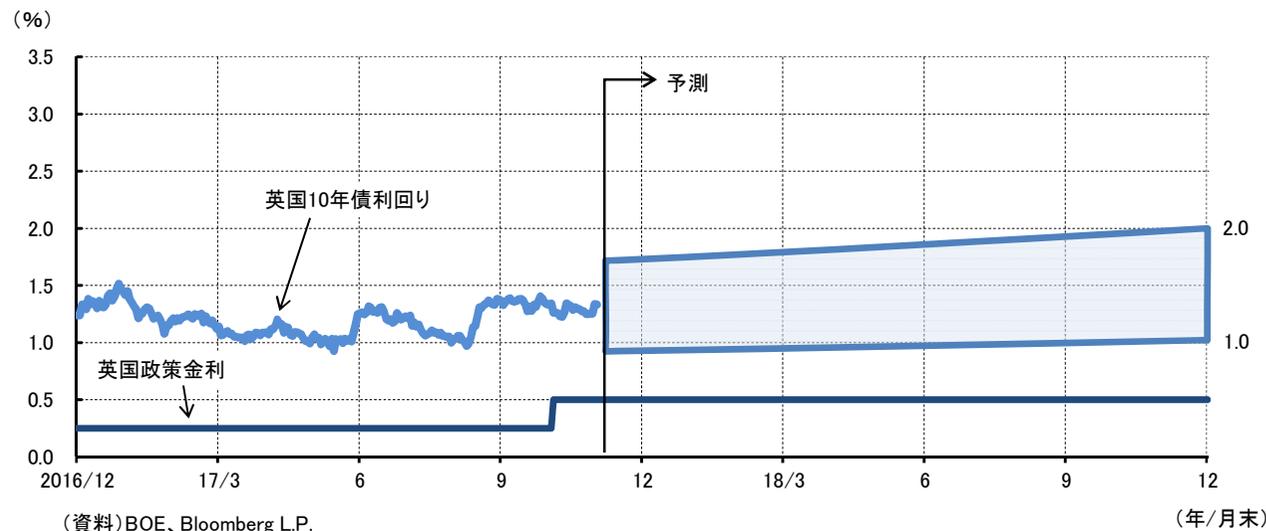
BOEは、11月に利上げに踏み切ったものの、今後は、EU離脱をめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気の下振れ懸念などから、当面、様子見姿勢を維持する見込み。

英10年債利回りは、BOEの金融引き締め観測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：50ドル台後半を中心とした一進一退の展開に

◆一時60ドル近くまで上昇

11月のWTI原油先物価格は、要職者の拘束などからサウジアラビア情勢の不安定化が意識され、上旬に57ドル台まで上昇。その後、IEAによる原油需要見通しの下方修正などを受け、弱含む場面もみられたものの、月末にかけてOPECによる減産延長への期待が高まるなか、一時60ドル近くまで上昇。

◆投機筋の買い越し幅は大きく拡大

投機筋の買い越し幅は、OPECが減産の延長に踏み切るとの見方が強まるなか、大きく拡大。下旬には今年2月の水準を上回り、過去最高水準に。

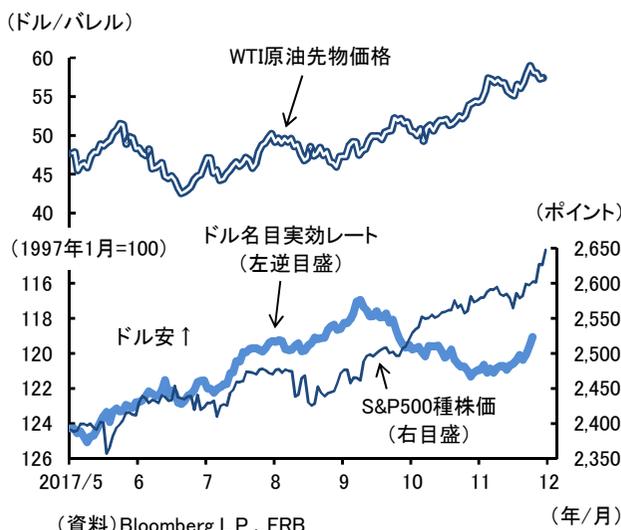
◆原油価格見通し：50ドル後半で推移

WTI原油先物価格は、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。

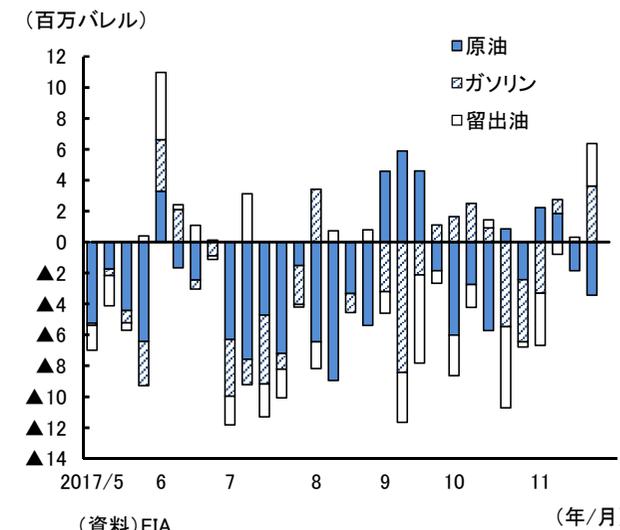
一方、OPECやロシアによる減産の実効性に対する懐疑的な見方が残るほか、60ドルを上回る水準では米シェールオイルの増産が意識され、上値の重い展開に。

総じてみると、振れを伴いながらも50ドル台後半を中心とした推移となる見通し。

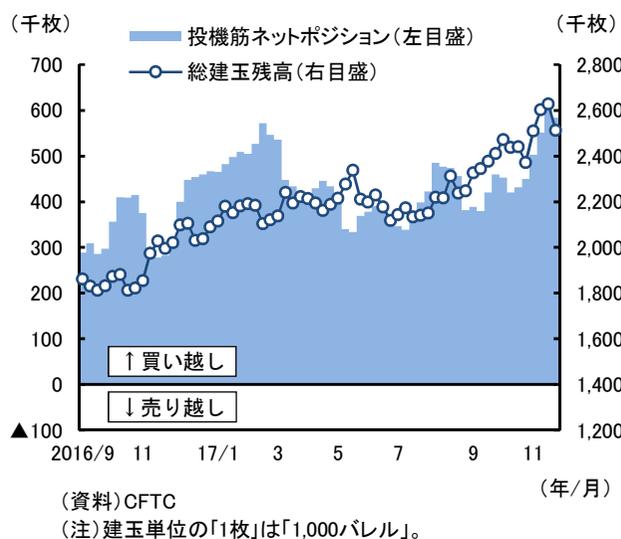
原油価格と株価・為替レート



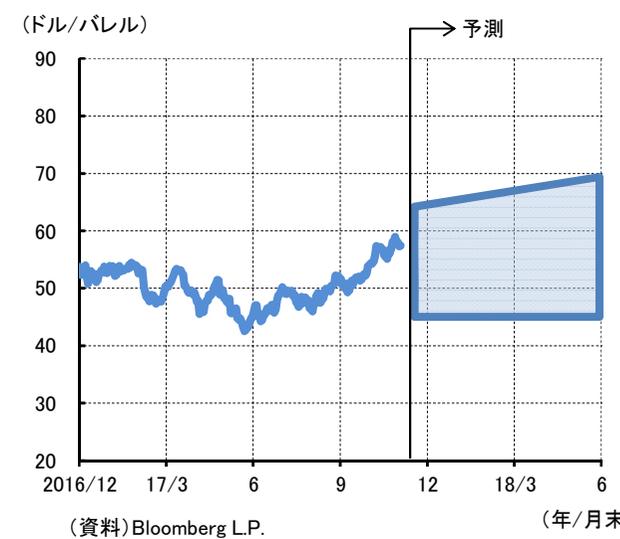
米国の原油・石油製品在庫(前週差)



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



OPECは減産期間を延長も、需給バランスの改善には不透明感が残存

◆OPECは18年末まで減産を延長

OPECは11月30日の総会で、減産期限を2018年3月末から12月末へ延長することで合意。また、18年6月の次回総会で、過剰在庫削減の進捗状況や市況に基づいて、合意内容の調整を検討することも決定。

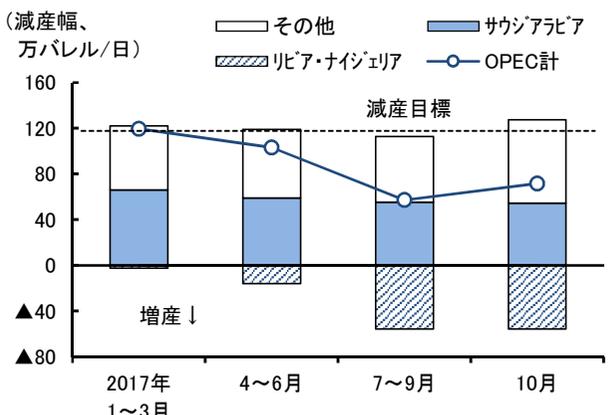
◆一段の減産強化が求められる可能性も

先行きの世界の原油需給バランスについて、OPECによる世界の原油需要および非OPEC加盟国の原油生産量見通し（11月13日公表）を基に試算すると、2018年末にかけてOPEC加盟国の原油生産量が足許の水準で推移した場合、18年後半には大幅な需要超過となる見込み。一方、非OPEC加盟国の増産などを相対的に大きく見込むIEAの見通し（11月14日公表）を基に試算すると、2018年末にかけても需給バランスは供給超過で推移。

両者の需給見通しの差異は、原油価格の上昇に伴う米シェールオイル生産の行方などに、不確実性が大きいことを示唆。

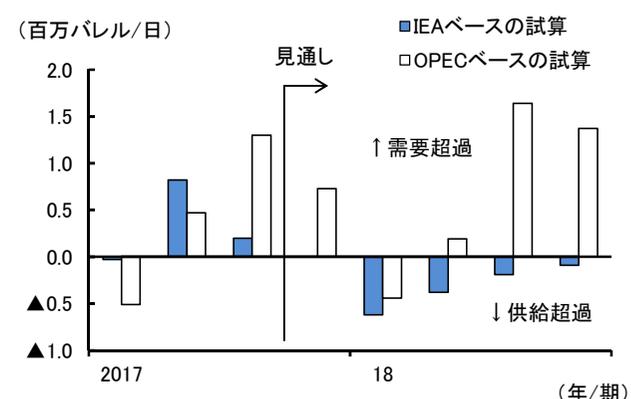
OECD加盟国の原油・石油製品在庫は減少傾向にあるものの、OPECが目標とする過去5年平均に達するためには、一段の在庫圧縮が求められる状況。OPECの思惑通り在庫の削減が進まなければ、減産目標の引き上げなど、さらなる減産強化が求められる可能性も。

OPEC加盟国の減産状況



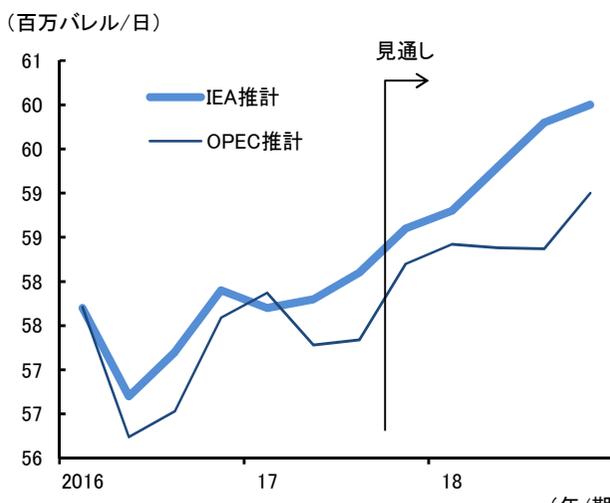
(資料) OPECを基に日本総研作成
(注) 減産実績は、OPECが公表している基準生産量(原則として2016年10月の生産実績)との差。リビアとナイジェリアは減産合意対象外のため、2016年10月の生産量との差を图示。

世界の原油需給バランス



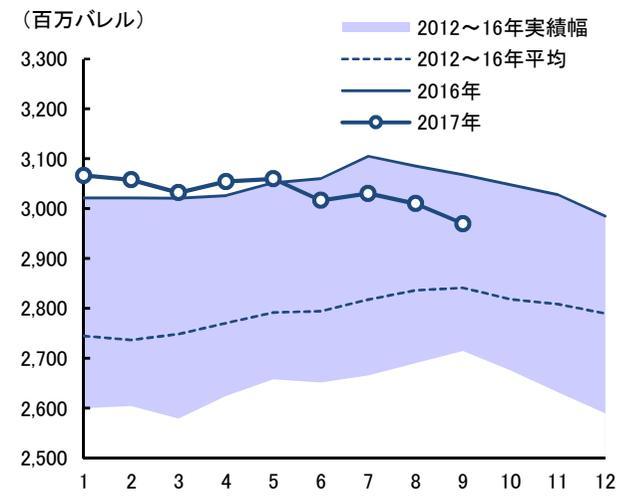
(資料) IEA、OPECを基に日本総研作成
(注) IEA・OPECともに見通しは、OPEC加盟国の原油生産量以外を公表。図中の2017年10~12月期以降の見通しは、OPEC加盟国の原油生産量が、足許の水準(17年7~9月期:3,270万バレル/日)で推移すると想定し、試算。

非OPEC加盟国の原油生産量



(資料) IEA、OPECを基に日本総研作成

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・ ストック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	3617.87	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	1.1213	▲ 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	1.15	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	1.15	1.36	2.36	23036.24	2557.00	▲ 0.36	▲ 0.33	0.43	1.35	3614.75	51.59	1280.89
17/11	112.82	132.48	1.1744	▲ 0.0483	0.06	0.04	22525.15	1.16	1.43	2.35	23557.93	2593.61	▲ 0.35	▲ 0.33	0.36	1.28	3601.43	56.66	1282.11