

---

# 欧米経済展望

2013年10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 藤山 光雄 (Tel : 03-6833-2453 Mail : [fujiyama.mitsuo@jri.co.jp](mailto:fujiyama.mitsuo@jri.co.jp))

◆欧州経済担当 井上 恵理菜 (Tel : 03-6833-6380 Mail : [inoue.erina@jri.co.jp](mailto:inoue.erina@jri.co.jp))

◆原油市場担当 藤山 光雄

◆本資料は2013年10月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

---

## 米国経済の現状：

# 金利上昇への警戒感を背景に、家計・住宅市場に増勢鈍化の兆し

米国

欧州

原油

### ＜家計部門＞

家計部門では、回復の動きがやや足踏み。8月の小売売上高は前月比＋0.2%と、2ヵ月連続で伸びが鈍化。消費者マインドも、FRBの資産買い入れ縮小に伴う金利上昇に対する警戒感などから、足許でやや弱含み。

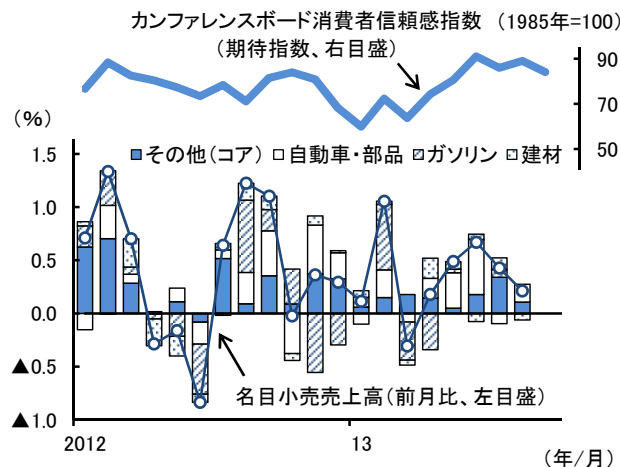
加えて、エネルギー価格の上昇も懸念材料に。中東や北アフリカでの地政学リスクの高まりを背景に原油価格が高水準で推移しており、先行きエネルギー支出の増加が個人消費回復の重石となる可能性も。

### ＜住宅市場＞

2013年5月以降、10年債・MBS利回りの上昇に伴い、住宅ローン金利が大きく上昇。9月FOMCでの資産買い入れ縮小見送りを受け、足許では上昇が一服しているものの、依然として4%台前半で高止まり。

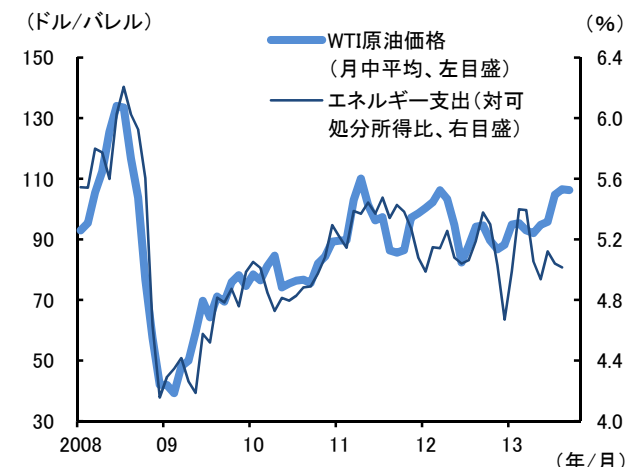
こうしたなか、足許で新築住宅販売件数が弱含みに転じており、金利上昇が住宅販売の重石となりつつあることを示唆。一方、中古住宅販売件数は、足許で増勢が加速。中古市場では、借り入れコストの上昇を見越した駆け込み需要が、販売件数の押し上げに作用している可能性。

### 消費者マインドと小売売上高



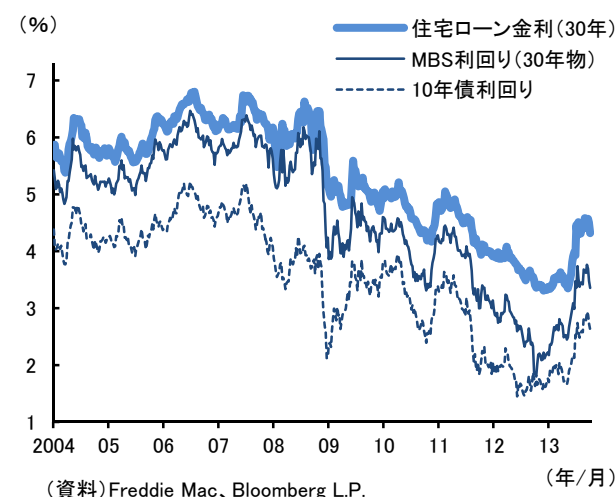
（資料）U.S. Census Bureau, University of Michigan

### 原油価格と家計のエネルギー支出



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

### 10年債・MBS利回りと住宅ローン金利



（資料）Freddie Mac, Bloomberg L.P.

### 住宅販売件数



（資料）U.S. Census Bureau, NAR

## 米国経済の現状：

# 企業部門は回復傾向が持続。財政協議の難航が景気下押しリスクに

米国

欧州

原油

### ＜企業部門＞

企業部門では、製造業・非製造業ともにマインドの改善が持続。8月のISM非製造業景況指数は2005年12月以来の高水準となったほか、製造業では新規受注指数が大きく上昇しており、先行きに明るさ。実質輸出は、2012年半ば以降の踊り場局面を脱し、総じて増加傾向に。設備投資に先行する資本財受注も、底堅く推移。

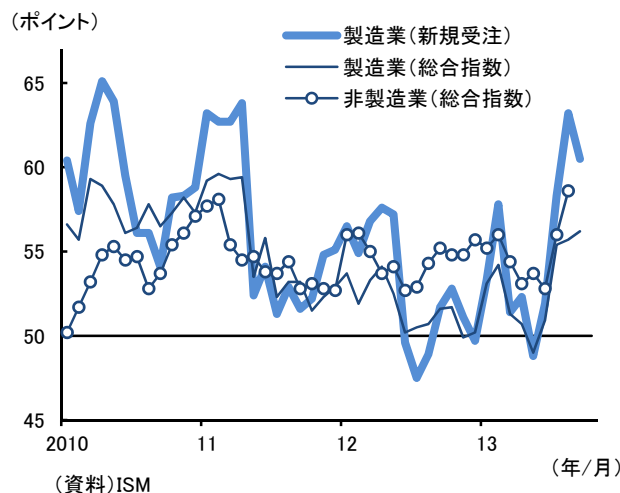
### ＜雇用環境＞

8月の非農業部門雇用者数は、前月差+16.9万人と伸び悩み。6、7月分も下方修正され、とりわけ7月は前月差+10.4万人（速報値は同+16.2万人）と、大きく下振れ。

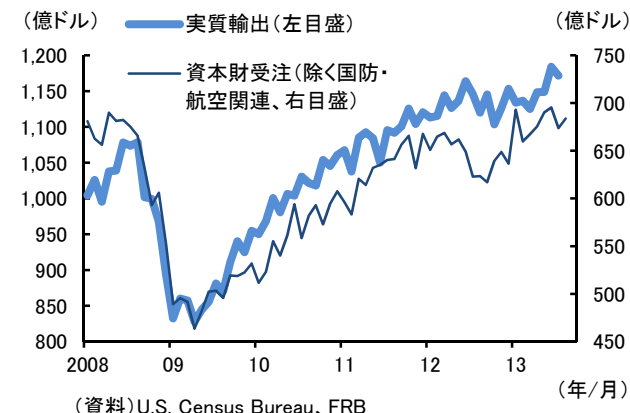
### ＜財政協議＞

米議会では、2014年度暫定予算案で与野党が合意に至らず、10月1日に一部政府機関が閉鎖される事態に。短期間の閉鎖であれば、経済への影響は限定的とみられるものの、10月中旬が期限となる債務上限引き上げへの懸念が高まる状況。米国債のデフォルトリスクが高まれば、景気や金融市場に与える影響は大。

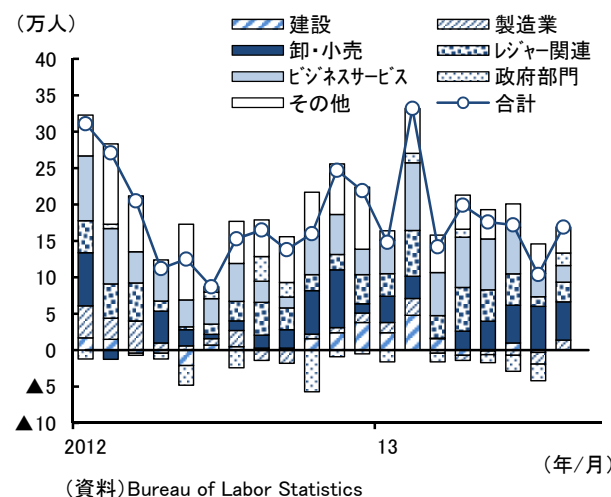
### ISM景況指数



### 実質輸出と資本財受注



### 非農業部門雇用者数（前月差）



### 過去の政府機関閉鎖例

| 閉鎖期間                      | 日数 |
|---------------------------|----|
| 1976年9月30日（木）～10月11日（月）   | 10 |
| 1977年9月30日（金）～10月13日（木）   | 12 |
| 1977年10月31日（月）～11月9日（水）   | 8  |
| 1977年11月30日（水）～12月9日（金）   | 8  |
| 1978年9月30日（土）～10月18日（水）   | 17 |
| 1979年9月30日（日）～10月12日（金）   | 11 |
| 1981年11月20日（金）～23日（月）     | 2  |
| 1982年9月30日（木）～10月2日（土）    | 1  |
| 1982年12月17日（金）～21日（火）     | 3  |
| 1983年11月10日（木）～14日（月）     | 3  |
| 1984年9月30日（日）～10月3日（水）    | 2  |
| 1984年10月3日（水）～5日（金）       | 1  |
| 1986年10月16日（木）～18日（土）     | 1  |
| 1987年12月18日（金）～20日（日）     | 1  |
| 1990年10月5日（金）～9日（火）       | 3  |
| 1995年11月13日（月）～19日（日）     | 5  |
| 1995年12月15日（金）～96年1月6日（土） | 21 |
| 2013年10月1日（火）～            |    |

(資料) NBC等より日本総研作成

## 米国トピックス①：金利上昇の影響

### 住宅市場・個人消費の回復が腰折れする可能性は小。財政赤字には拡大懸念も

米国

欧州

原油

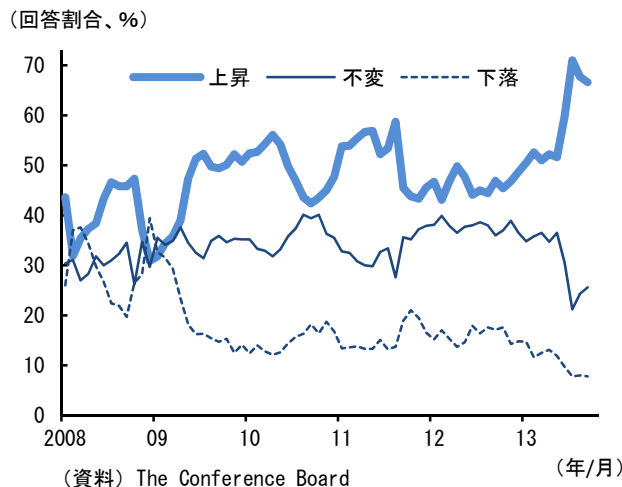
米国では、FRBの資産買い入れ縮小観測の強まりを受け、金利が大きく上昇。消費者の金利見通しも、6月入り後、先行き上昇するとの見方が大幅に増加。実際に住宅市場や個人消費に減速の兆しがみられるなか、金利上昇に対する懸念が急速に台頭。

もっとも、金利が一段と上昇しなければ、住宅市場や個人消費の回復が腰折れする可能性は小。

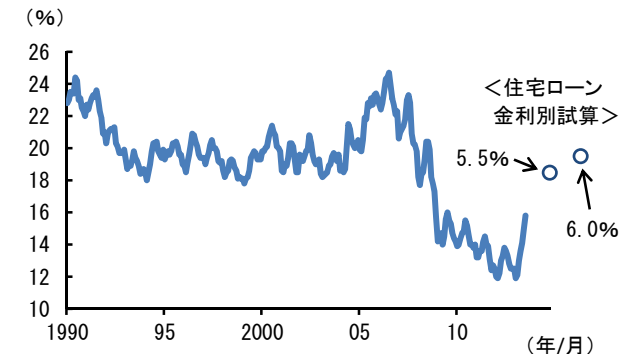
家計の住宅ローン返済額を対所得比でみると、住宅ローン金利が6%程度まで上昇しなければ、返済負担は住宅バブル発生前を下回る水準にとどまる見込み。また、消費者ローンなどを含めた家計の利払い費負担は、足許で過去最低水準まで低下しており、現状程度の金利上昇が個人消費に与える影響は限定的と判断。

ちなみに、金利の上昇は、財政見通しにも大きく影響。金利が現行見通し対比1%上振れると、10年間で利払い費が1.2兆ドル増加するとみられており、財政赤字削減規模の上積みを迫られる可能性。

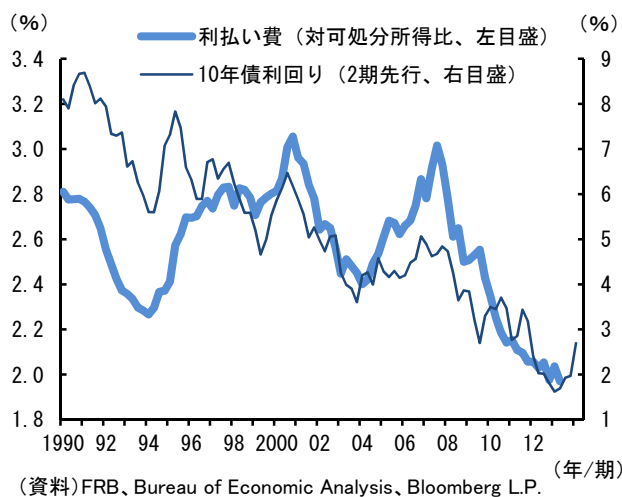
#### 消費者の金利見通し(1年後)



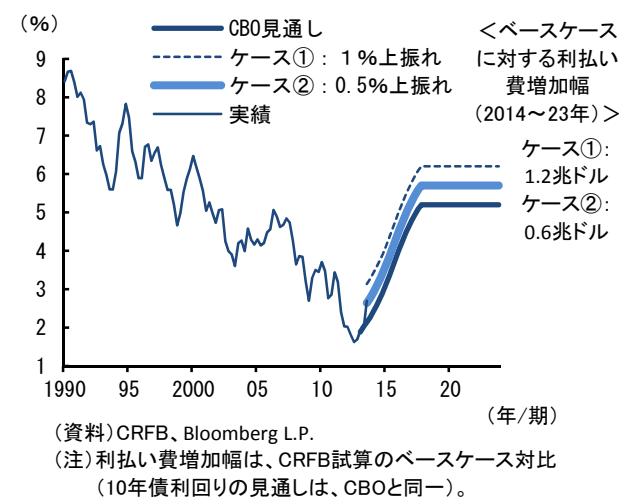
#### 住宅ローン返済額の対家計所得比



#### 10年債利回りと家計の利払い費負担



#### 10年債利回りと財政赤字拡大幅



## 米国トピックス②：雇用環境

# 雇用の質改善は道半ばも、雇用者数の伸びは先行き持ち直していく見込み

米国

欧州

原油

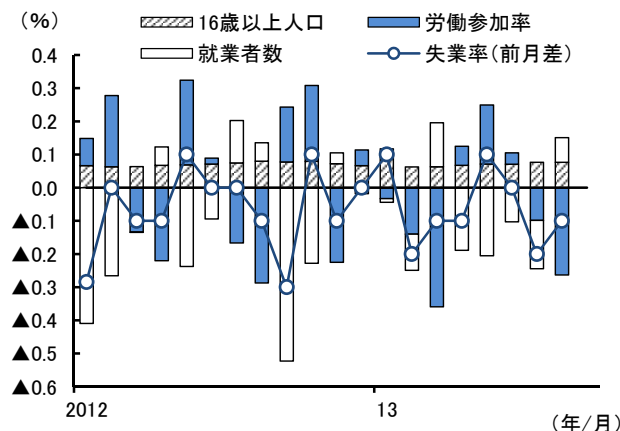
8月の失業率は7.3%と、2ヵ月連続で低下。もっとも、7、8月の失業率の低下は労働参加率の低下による影響が大きく、家計調査ベースでは8月の就業者数が5ヵ月ぶりに減少。

雇用の質の面でも、改善の動きは道半ば。パートタイム従事者を、経済情勢を理由にやむを得ずパートタイムに従事している者とそれ以外に分けてみると、経済情勢を理由としたパートタイム従事者は緩やかな減少基調が持続。もっとも、依然としてリーマン・ショック前を大きく上回る水準で推移しており、所得環境低迷の一因に。

一方、雇用者数の伸びの先行きには、明るさも。企業の採用見通しは改善の動きが続いており、とりわけ中小企業での採用意欲の回復が鮮明に。

ちなみに、従業員数50人未満の中小企業の雇用者数の伸びは、足許で全体の4～5割を占めるなど、中小企業の採用動向は雇用市場に与える影響が大きく、先行き雇用の増勢加速が期待可能。

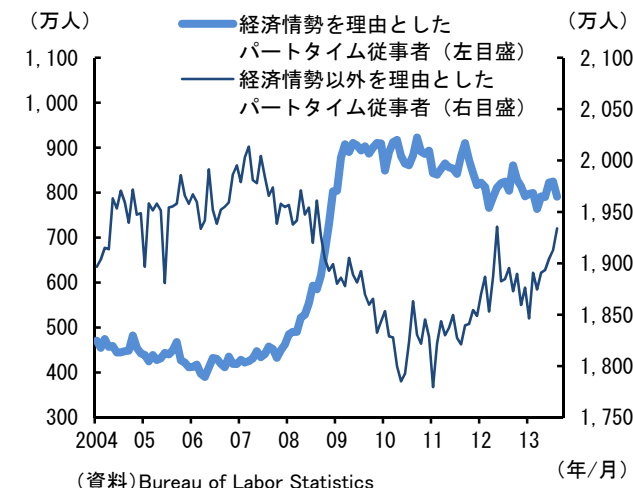
### 失業率の要因分解



（資料）Bureau of Labor Statistics

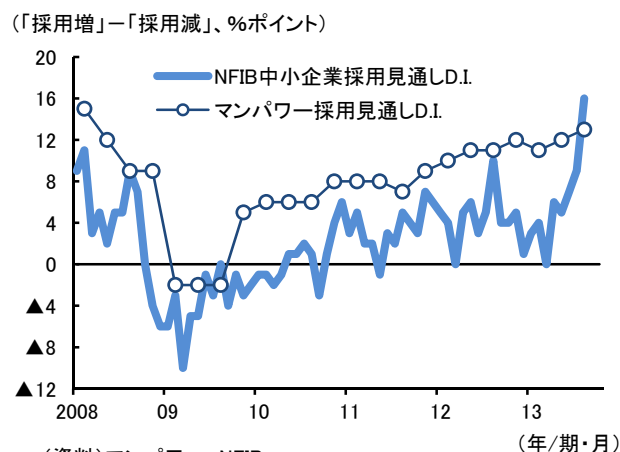
（注）2010年国勢調査の結果反映による断層調整済み。

### パートタイム従事者



（資料）Bureau of Labor Statistics

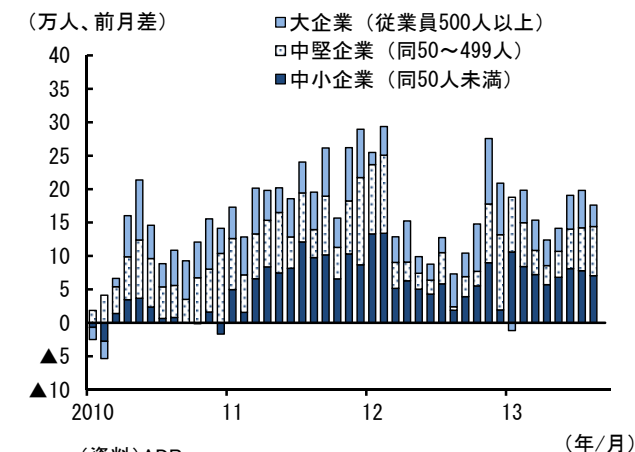
### 企業の採用見通し



（資料）マンパワー、NFIB

（注）マンパワーは翌四半期、NFIBは今後3ヵ月間の採用見通し。

### 企業規模別雇用者数



（資料）ADP

（注）対象は民間非農業部門。

## 米国景気・金利見通し：

## 緩やかな回復基調が持続

米国

欧州

原油

### <景気見通し>

米国経済は、バランスシート調整の進展や住宅市場の持ち直しを背景に家計部門が底堅さを増すなか、個人消費の緩やかな回復が持続。内需の底堅さや海外景気の持ち直しを受け、企業部門も回復基調が強まり、成長ペースは徐々に加速へ。

もっとも、財政政策をめぐる不透明感の残存や、労働市場の大幅な需給緩和を受けた賃金の伸び悩みなどが景気の重石となり、当面は、2%台半ばの成長ペースにとどまる見通し。

### 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)

|            | 2012年 | 2013年 |       |       |       | 2014年 |       |       |  | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|-------|-------|-------|
|            | 10~12 | 1~3   | 4~6   | 7~9   | 10~12 | 1~3   | 4~6   | 7~9   |  | (実績)  | (予測)  |       |
|            | (実績)  | (予測)  |       |       |       |       |       |       |  |       |       |       |
| 実質GDP      | 0.1   | 1.1   | 2.5   | 2.2   | 2.4   | 2.5   | 2.8   | 2.7   |  | 2.8   | 1.6   | 2.6   |
| 個人消費       | 1.7   | 2.3   | 1.8   | 2.2   | 2.3   | 2.2   | 2.3   | 2.4   |  | 2.2   | 2.0   | 2.3   |
| 住宅投資       | 19.8  | 12.5  | 14.2  | 11.5  | 10.8  | 10.2  | 8.8   | 8.3   |  | 12.9  | 13.7  | 10.1  |
| 設備投資       | 9.8   | ▲ 4.6 | 4.7   | 6.3   | 7.0   | 7.5   | 7.9   | 7.0   |  | 7.3   | 3.0   | 7.1   |
| 在庫投資       | ▲ 2.0 | 0.9   | 0.4   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.0   |  | 0.2   | ▲ 0.0 | 0.1   |
| 政府支出       | ▲ 6.5 | ▲ 4.2 | ▲ 0.4 | ▲ 2.8 | ▲ 2.2 | ▲ 2.0 | ▲ 0.6 | ▲ 0.7 |  | ▲ 1.0 | ▲ 2.4 | ▲ 1.6 |
| 純輸出        | 0.7   | ▲ 0.3 | ▲ 0.1 | 0.0   | ▲ 0.0 | 0.0   | ▲ 0.0 | 0.0   |  | 0.1   | 0.0   | ▲ 0.0 |
| 輸出         | 1.1   | ▲ 1.3 | 8.0   | 4.3   | 5.2   | 5.6   | 5.7   | 5.8   |  | 3.5   | 2.5   | 5.6   |
| 輸入         | ▲ 3.1 | 0.6   | 6.9   | 3.2   | 4.6   | 4.5   | 4.9   | 4.8   |  | 2.2   | 1.7   | 4.6   |
| 実質最終需要     | 2.2   | 0.2   | 2.1   | 2.1   | 2.3   | 2.5   | 2.7   | 2.7   |  | 2.6   | 1.7   | 2.5   |
| 消費者物価      | 1.9   | 1.7   | 1.4   | 1.7   | 1.8   | 1.9   | 1.9   | 1.8   |  | 2.1   | 1.6   | 1.9   |
| 除く食料・エネルギー | 1.9   | 1.9   | 1.7   | 1.8   | 2.0   | 2.1   | 2.0   | 2.0   |  | 2.1   | 1.8   | 2.1   |

(資料) Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics

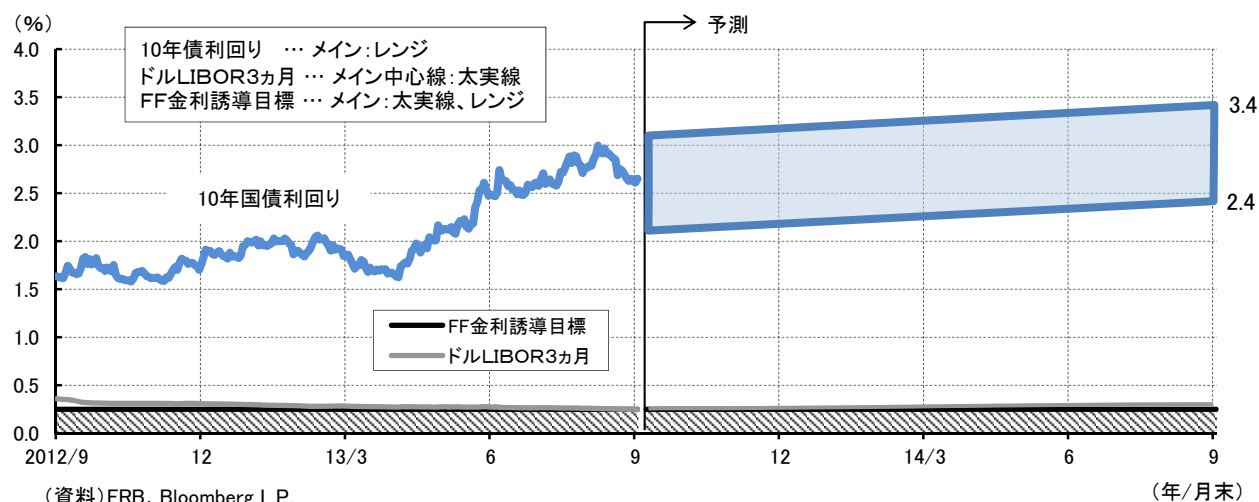
(注) 在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年(同期)比。

### <金利見通し>

F R Bは年内に資産買い入れの縮小に着手する見込みながら、デイスインフレが続くなか、バランスシートの規模縮小や実質ゼロ金利政策の解除は当面見通せず、先行きも極めて緩和的な政策スタンスを維持。

長期金利は、F R Bの資産買い入れ縮小をめぐる不透明感から、当面、振れの大きい展開に。その後は、米国景気の回復基調の強まりを背景に、緩やかに上昇していく見通し。

### 米国金利見通し



FOMC声明(要旨)

| 今回(2013年9月17、18日)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |             | 前回(2013年7月30、31日)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>連邦政府の歳出削減を踏まえると、1年前に資産買い入れプログラムを開始して以降の経済活動や労働市場の改善は、広範な経済情勢が基礎的な力強さを増しつつあることと一致。しかしながら、資産買い入れペースを調整する前に、そうした進展の持続を示すさらなる証拠を待つことを決定。このため、毎月400億ドルのMBSと450億ドルの長期国債の買い入れを継続。</li> <li>資産買い入れの縮小時期を決めるにあたっては、入手する情報が、労働市場の改善が継続し、インフレが長期目標に戻っていくとの見方を引き続き裏付けるものかどうかを、今後の会合で精査。資産買い入れには、あらかじめ決められたコースはなく、そのペースに関する判断は、今後も、経済見通しや想定される効果とコストの評価に左右される。</li> <li>少なくとも、失業率が6.5%を上回る水準にとどまり、向こう1、2年のインフレがFOMCの長期目標である2%を0.5%ポイント超上回らないと見込まれ、長期インフレ期待が十分に抑制されている限り、異例な低金利が正当化されると予想。</li> </ul> | 金融政策        | <ul style="list-style-type: none"> <li>より力強い景気回復と適正なインフレ水準の実現を支援するため、毎月400億ドルのMBSと450億ドルの長期国債の買い入れを継続。</li> <li>労働市場の見通しやインフレ動向に応じて、適切な金融政策を維持するため、資産買い入れのペースを拡大または縮小する用意がある。資産買い入れの規模やペース、構成を決めるにあたっては、想定される効果とコスト、および経済目標達成に向けた進捗度合を、引き続き適切に考慮する。</li> <li>少なくとも、失業率が6.5%を上回る水準にとどまり、向こう1、2年のインフレがFOMCの長期目標である2%を0.5%ポイント超上回らないと見込まれ、長期インフレ期待が十分に抑制されている限り、異例な低金利が正当化されると予想。</li> </ul> |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>景気は、緩やかなペースで拡大。</li> <li>労働市場の一部指標は、ここ数ヶ月一段と改善したものの、失業率は依然高水準。住宅市場は力強さを増しているものの、住宅ローン金利が一段と上昇し、財政政策が経済成長の制約に。</li> <li>経済および労働市場の下振れリスクは、昨秋以降、総じて低下したと認識。もっとも、ここ数ヶ月みられる金融状況の引き締まりが続けば、経済および労働市場の改善ペースが鈍化する可能性。</li> <li>2%の目標を持続的に下回るインフレ率は経済活動のリスクになると認識。もっとも、中期的にはFRBの目標水準に戻っていくと予想。</li> </ul>                                                                                                                                                                                       | 景気判断・インフレ認識 | <ul style="list-style-type: none"> <li>景気は、今年上半期に控えめなペースで拡大。</li> <li>労働市場は、総じてみると、ここ数ヶ月一段と改善したものの、失業率は依然高水準。住宅市場は力強さを増しているものの、住宅ローン金利がやや上昇し、財政政策が経済成長の制約に。</li> <li>経済および労働市場の下振れリスクは、昨秋以降、低下したと認識。</li> <li>2%の目標を持続的に下回るインフレ率は経済活動のリスクになると認識。もっとも、中期的にはFRBの目標水準に戻っていくと予想。</li> </ul>                                                                                                   |

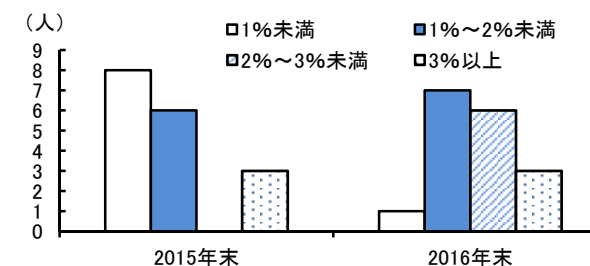
(資料)FRB等をもとに日本総研作成

バーナンキ議長のFOMC後記者会見での発言

- 「(資産買い入れの縮小見送りは、)予防的な措置。我々の意図は、経済情勢が我々の見通しを裏付けるものかどうかを確認できる証拠が得られるまで待つということ」
- 「資産買い入れの縮小に、あらかじめ決まった予定はないことを強調したい。労働市場の改善やインフレ動向に関する指標が我々の見通しを裏付けるものであれば、年内に資産買い入れ縮小を開始する可能性がある」

(資料)FRB等をもとに日本総研作成

FOMCメンバーの政策金利予測



(資料)FRB

市場では、9月17、18日のFOMCでの資産買い入れ規模の縮小着手が有力視されていたものの、FRBは現行の金融緩和策の維持を決定。FOMC声明では、金融状況の引き締まりが景気回復ペースの鈍化を招く可能性が指摘されており、長期金利や住宅ローン金利上昇への懸念が資産買い入れの縮小先送りの一因に。

バーナンキ議長はFOMC後の会見で、年内の資産買い入れ縮小の可能性に言及したものの、労働市場や住宅市場の回復持続を指標により明確に確認できることが、資産買い入れ縮小の最低条件となる可能性。

また、同時に発表されたFOMCメンバーの政策金利見通しでは、2015年の利上げ開始を見込むメンバーが多数を占める一方、2016年末時点でも政策金利は2%前後との見方が大勢。FOMCメンバーの景気見通しでは、2016年には失業率が5%台後半まで低下すると見込まれているものの、利上げペースは極めて緩やかにとどまことを示唆。

## 欧州経済の現状：

# 景況感の改善や雇用環境の悪化ペース鈍化により景気持ち直し

米国

欧州

原油

### <企業部門>

債務危機再燃への懸念が弱まるなか、企業景況感は、持ち直し傾向が持続。先行き、米国など海外景気の回復や内需の底打ちを背景に、企業部門の持ち直しが続く見込み。

### <家計部門>

小売売上は、ドイツやフランスで緩やかながら持ち直し傾向にあるなど、家計部門は底堅く推移。

内需の低迷が続いているイタリアやスペインなどの南欧諸国でも、失業率の上昇が一服し、賃金も持ち直し傾向へ。雇用・所得環境の悪化に歯止めがかかりつつあることから、先行き、個人消費は徐々に持ち直す見込み。

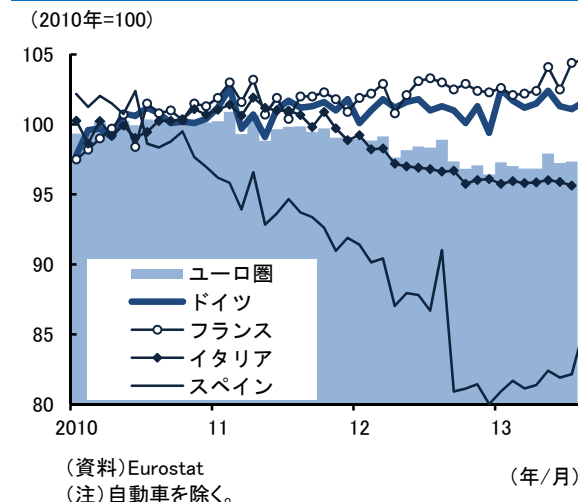
### <銀行部門>

もともと、南欧諸国の銀行では、不良債権比率の上昇に歯止めがかからないなか、信用力の低下が続いており、貸出金利の高止まりや貸出姿勢の慎重化が持続。こうした銀行部門の弱さが、企業の資金調達難につながり、景気下押しに作用し続ける見込み。

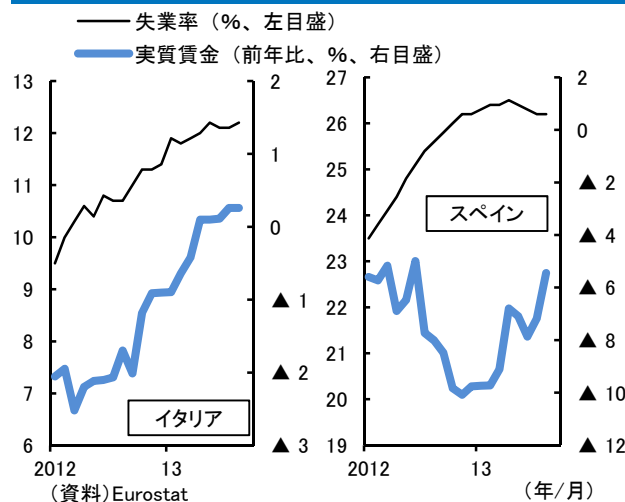
各国の購買担当者景気指数(総合)



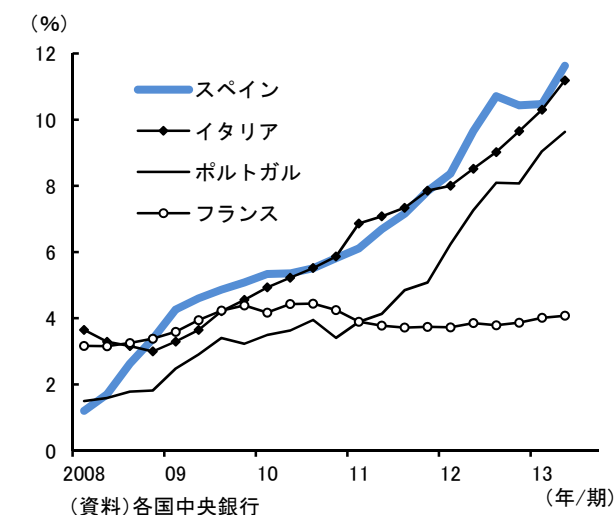
各国の小売売上数量



イタリア・スペインの失業率と実質賃金



各国銀行の不良債権比率



## 欧州トピックス：住宅市場

# オランダやスペインでは住宅市場の調整が長引く見込み

米国

欧州

原油

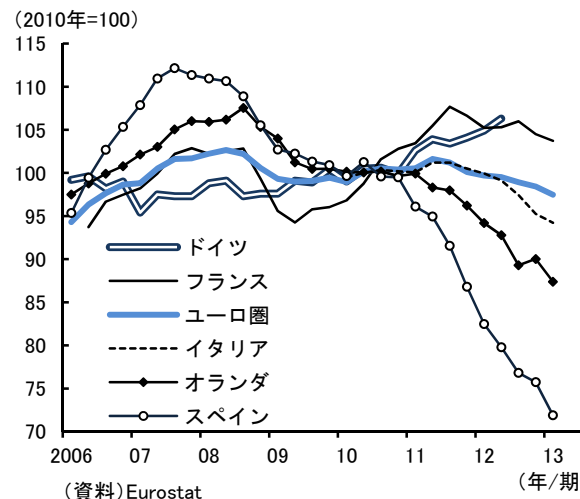
欧州では、2007年前後の住宅バブル崩壊以降、長期にわたり資産価値の低下が個人消費の下押しに作用。

以下では、住宅価格の騰落が比較的緩やかであったフランスと、欧州のなかでもとりわけ騰落の激しいオランダ・スペインについて、住宅市場の調整状況を考察。

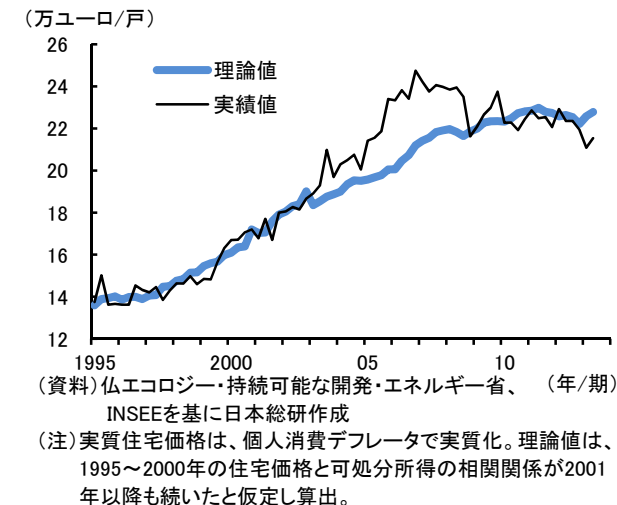
フランスでは、2000年以降も、実際の住宅価格（実績値）と所得水準から試算した住宅価格（理論値）に大幅な乖離はみられず。加えて、足許では実績値と理論値がほぼ同水準にあることから、住宅市場の調整は既に一巡したと判断。

一方、住宅価格が理論値に比べ大幅に上昇していたオランダやスペインでは、2007年以降、住宅価格が急落しているものの、依然として理論値を上回る状況。足許の住宅価格の下落ペースが続いた場合、住宅価格が理論値付近に戻るのには、スペインでは2014年後半、オランダでは2016年とみられ、今後数年間は、住宅市場の調整が続き、個人消費の下押しに作用し続ける見込み。

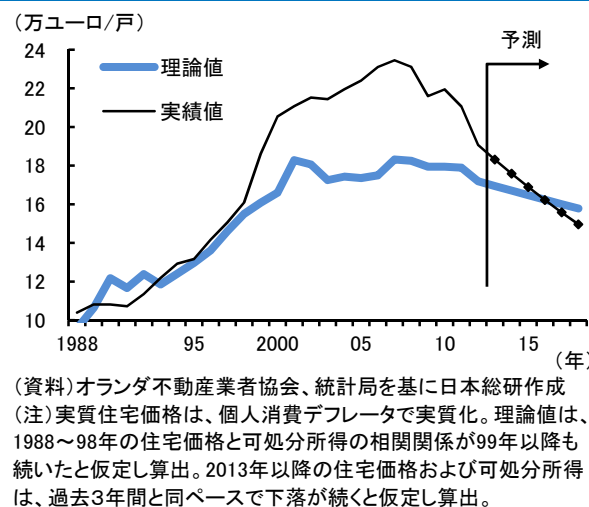
## 各国の名目住宅価格



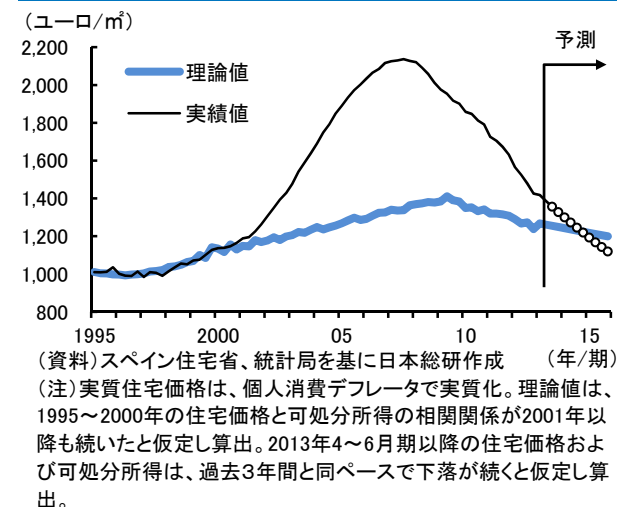
## フランスの実質住宅価格



## オランダの実質住宅価格



## スペインの実質住宅価格



## 英国経済の現状：

# 住宅価格の上昇が家計部門の持ち直しに寄与

米国

欧州

原油

### <家計部門>

英国では、住宅価格や株価の上昇により、個人消費が回復傾向に。

とりわけ、BOEの融資促進策や政府の住宅購入支援策などを背景に、住宅需要が高まるなか、住宅価格が大幅に上昇。住宅価格の上昇に伴い、消費者マインドも大きく改善しており、個人消費の押し上げに寄与。

先行き、低金利政策や住宅購入支援策の拡充により個人消費が押し上げられるとみられるものの、実質可処分所得の伸び率がゼロ%付近で推移するなど、所得環境に厳しさが残るなか、消費の持ち直しは緩やかにとどまる見込み。

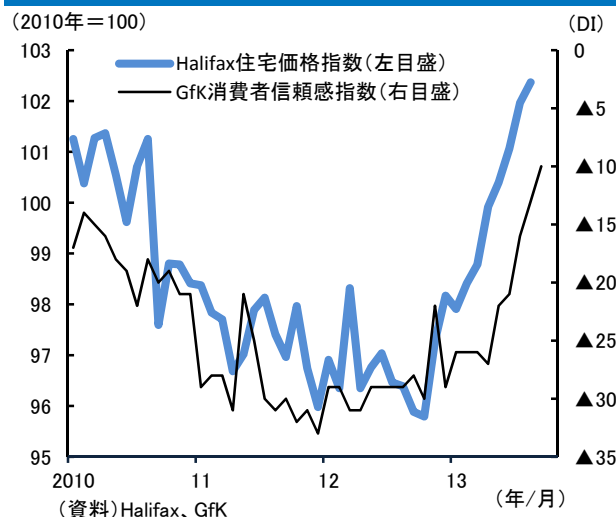
なお、所得の伸びが低迷するなか、住宅価格が政策により大きく上振れれば、新たな住宅バブルのきっかけとなる恐れも。

### <企業部門>

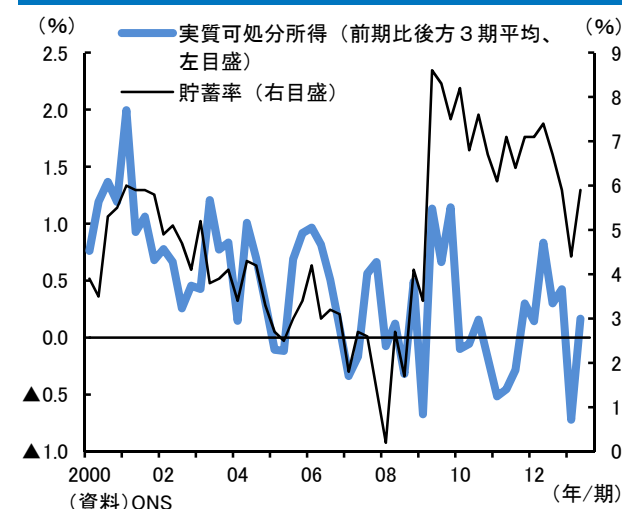
企業部門は、緩やかながら持ち直し傾向に。自動車生産は、海外景気の回復を受けた輸出の増加が牽引役となり、持ち直しへ。

先行き、主要輸出先である米国やドイツの景気回復に伴い、輸出は緩やかな回復傾向が続く見込み。

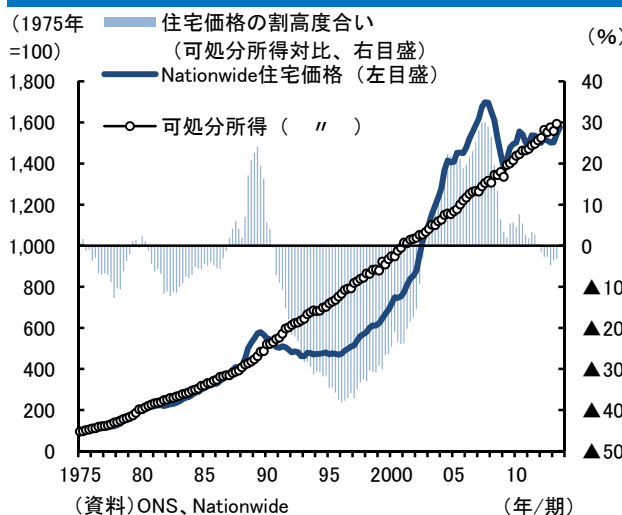
### 英国の住宅価格と消費者信頼感



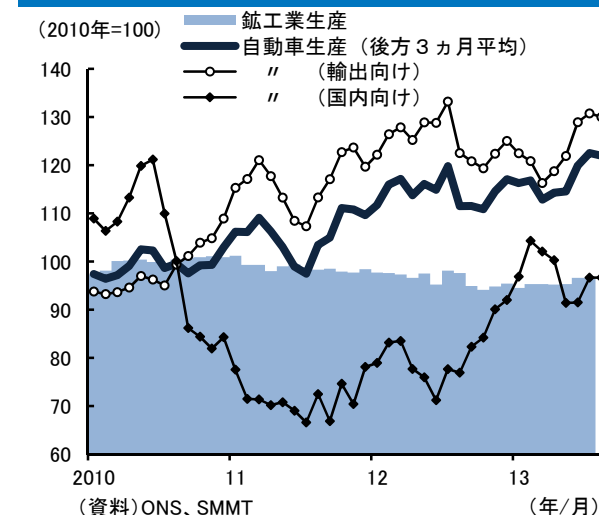
### 英国の実質可処分所得と貯蓄率



### 英国住宅価格の割高度合い



### 英国の鉱工業生産と自動車生産



## 欧州経済見通し：

# 緩やかな回復傾向も、内需低迷を背景に低成長が長期化

米国

欧州

原油

## 欧州各国経済・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

|      |         | 2012年   | 2013年 |       |     |       |     | 2014年 |     |       | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|------|---------|---------|-------|-------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-------|-------|-------|
|      |         | 10～12   | 1～3   | 4～6   | 7～9 | 10～12 | 1～3 | 4～6   | 7～9 |       |       |       |       |
|      |         |         | (予測)  |       |     |       |     |       |     |       | (実績)  | (予測)  |       |
| ユーロ圏 | 実質GDP   | ▲ 1.9   | ▲ 0.6 | 1.2   | 0.7 | 0.4   | 0.7 | 0.8   | 1.1 | ▲ 0.6 | ▲ 0.5 | 0.7   |       |
|      | 消費者物価指数 | 2.3     | 1.9   | 1.4   | 1.3 | 1.3   | 1.6 | 1.7   | 1.8 | 2.5   | 1.5   | 1.7   |       |
|      | ドイツ     | 実質GDP   | ▲ 1.8 | 0.0   | 2.9 | 1.8   | 1.0 | 1.4   | 1.7 | 2.0   | 0.7   | 0.3   | 1.5   |
|      |         | 消費者物価指数 | 2.0   | 1.9   | 1.5 | 1.7   | 1.7 | 1.9   | 1.9 | 1.9   | 2.2   | 1.7   | 1.9   |
|      | フランス    | 実質GDP   | ▲ 0.6 | ▲ 0.6 | 2.1 | 0.6   | 0.4 | 0.7   | 0.9 | 1.0   | 0.0   | 0.1   | 0.8   |
|      |         | 消費者物価指数 | 1.7   | 1.2   | 0.9 | 1.1   | 1.1 | 1.2   | 1.3 | 1.3   | 2.2   | 1.1   | 1.3   |
|      | 英国      | 実質GDP   | ▲ 1.2 | 1.5   | 2.7 | 2.5   | 1.1 | 1.4   | 1.6 | 1.8   | 0.5   | 0.4   | 1.4   |
|      |         | 消費者物価指数 | 2.6   | 2.8   | 2.7 | 2.6   | 2.3 | 2.3   | 2.3 | 2.3   | 2.8   | 2.6   | 2.3   |

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

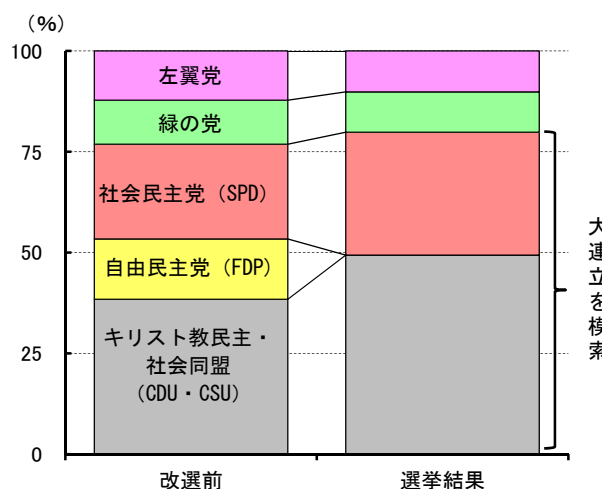
ドイツでは、堅調な雇用・所得環境を背景に国内需要が底堅く推移するなか、海外景気の持ち直しを受けた輸出の増加により、景気の回復傾向が明確化していく見込み。一方、フランスや南欧諸国では、景況感改善や雇用・所得環境の持ち直しを背景に、景気に底打ちの兆しがみられるものの、①加盟各国での緊縮財政、②労働コスト削減に向けた雇用・所得環境への下押し圧力が残存するため、当面低成長が続く見込み。ユーロ圏全体では、ドイツ景気の持ち直しを牽引役に、緩やかな回復傾向が持続するものの、南欧諸国での内需低迷が景気下押しに作用することから、1%を下回る低成長が続く見通し。

インフレ率は、欧州景気の低成長を背景に、目標とされる2%の水準を下回る状況が長期化する見通し。

英国では、株価や住宅価格の緩やかな持ち直しを背景に、消費者マインドの改善が続くものの、所得環境に厳しさが残るなか、個人消費の持ち直しペースは緩やかにとどまる見込み。2014年半ば以降、雇用・所得環境の改善に伴い、回復ペースが徐々に加速する見通し。

インフレ率は、エネルギー価格の騰勢鈍化や、英国景気の持ち直しが緩慢にとどまることから、2%台前半に低下していく見通し。

## ドイツ連邦議会選挙の各党の獲得議席数割合



## 【マーケット・ホット・トピック】

### <ドイツ連邦議会選挙の結果>

メルケル首相率いるCDU・CSUが大勝したものの、過半数にはわずかに及ばず。与党パートナーのFDPが議席を獲得できなかったため、CDU・CSUは、最大野党SPDとの大連立を模索。SPDは、中高所得者層の増税や最低賃金の引き上げを主張するなど、CDU・CSUとの間に政策の相違点があるため、連立協議は難航の見込み。前回2005年の大連立発足時には、選挙から連立協定締結までに約2ヵ月を要したことを踏まえると、今回も政権発足が遅れ、ギリシャに対する追加支援や銀行同盟などのユーロ圏の重要な議論の本格化が、12月のEU首脳会議まで後ずれする可能性も。

## 欧州金利見通し：

# ECBの追加利下げは見送られる見込み

米国

欧州

原油

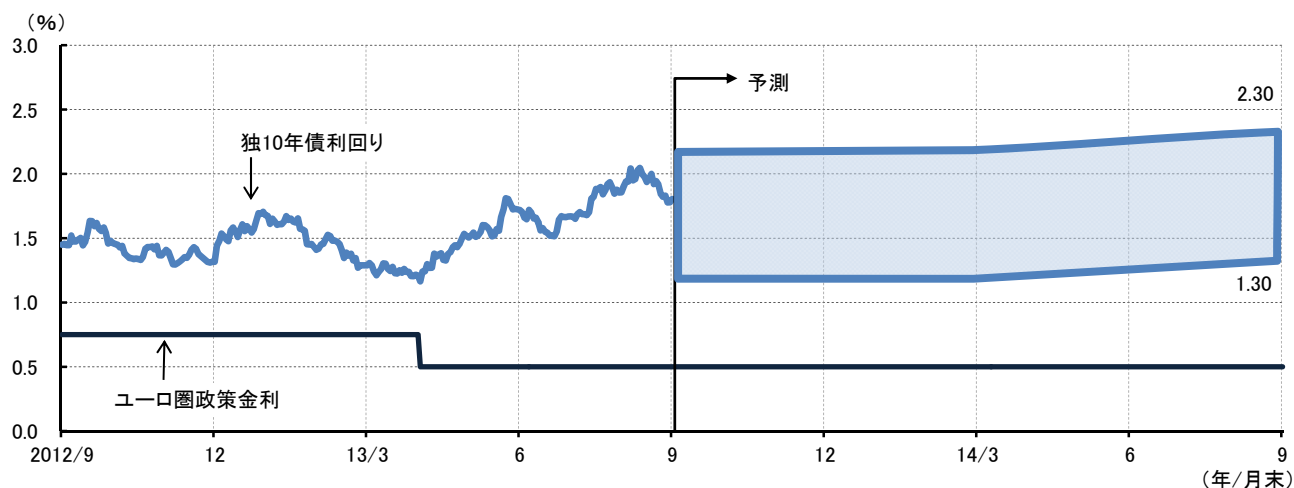
ECBは、LTROの資金返済が進み、短期金利上昇への警戒感が強まるなか、ドラギ総裁は9月下旬、新たなLTRO実施の可能性について言及。もっとも、ユーロ圏景気が緩やかながらも着実な持ち直し傾向にあることから、追加利下げや新たな流動性供給の必要性は低く、金利が急上昇しない限り、追加緩和の可能性は小。

独10年債利回りは、ECBによる新たな流動性供給の可能性や超低金利政策の継続示唆を背景に、当面1%台後半を中心とした推移が続く見通し。

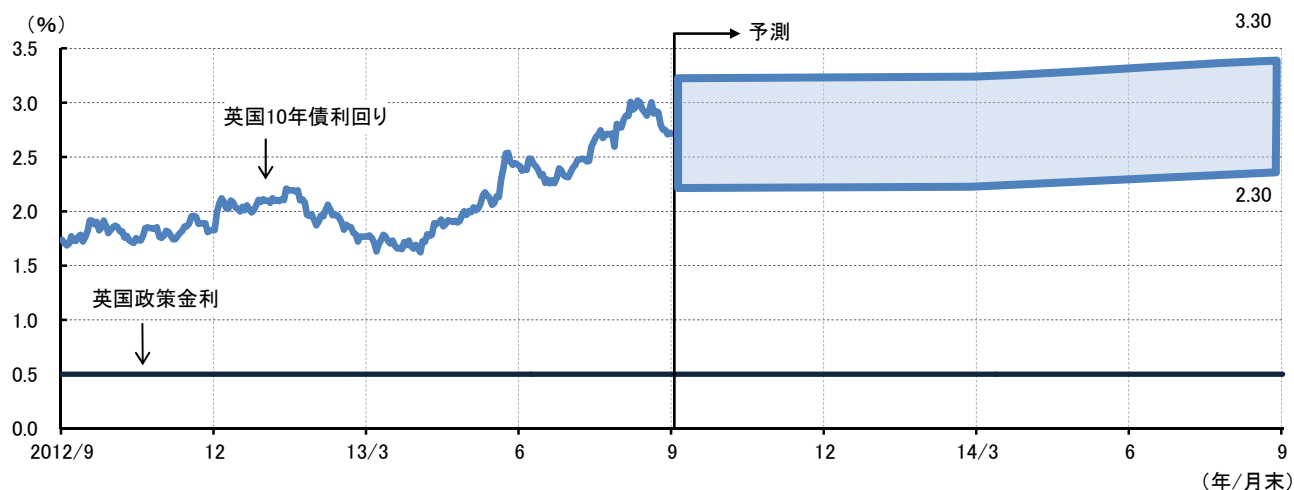
BOEは、失業率が7%を下回るまで過去最低の政策金利と量的緩和の規模を維持するとの「フォワード・ガイダンス」、および、失業率が7%を下回るのは2016年後半との見通しを打ち出すなか、当面、利上げの可能性は小。

英10年債利回りは、景気底打ちが金利押し上げに作用。もっとも、BOEによる低金利政策の継続示唆を背景に、当面2%台後半を中心とする水準での推移が続く見通し。

## ユーロ圏金利見通し



## 英国金利見通し



### ＜原油市況＞

9月のWTI先物価格は、シリア情勢の緊迫化や米原油在庫の減少を受け、月初めに再び110ドル超え。もっとも、その後は米欧によるシリアへの軍事行動の回避やリビア・イラクの原油増産観測などを背景に、総じて弱含み。FRBの資産買い入れ縮小見送りを受け反発する場面もあったものの、月末近くには100ドルをわずかに上回る水準まで下落。

### ＜投機筋・投機資金の動向＞

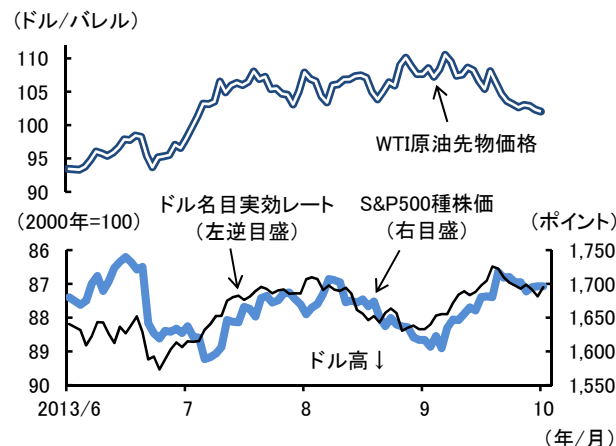
投機筋の買いポジションは、9月入り後、小幅減少。地政学リスクの後退を受けた原油価格の下落を受け、投機資金が流出。

＜原油価格見通し＞

WTI先物は、中東や北アフリカの地政学リスクの高まりや、米国景気の回復基調の強まりなどが価格押し上げに作用。

もっとも、新興国景気の先行きやF R Bの量的金融緩和縮小への警戒感も根強く、当面、一進一退の展開が続く見込み。

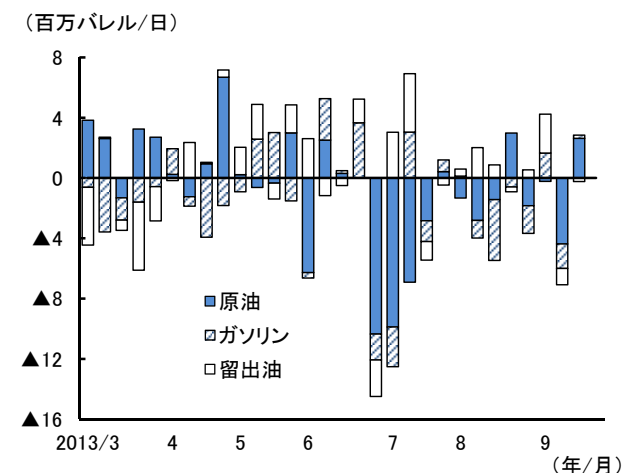
## 原油価格と株価・為替レート



(資料) Bloomberg L.P.

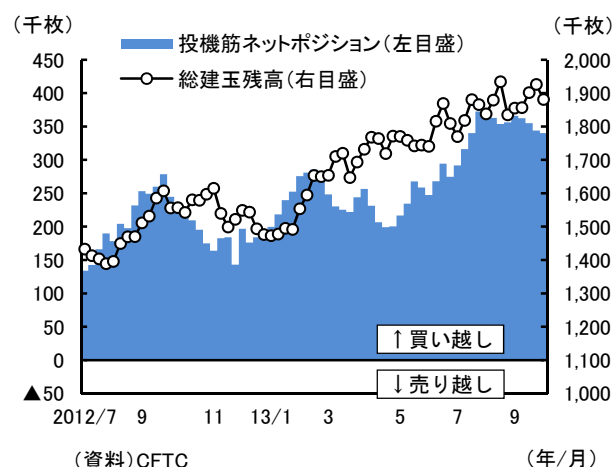
(注)ドル名目実効レートは、JPモルガンチェース銀行算出。

### 米国の原油・石油製品在庫(前週差)



(資料)EIA

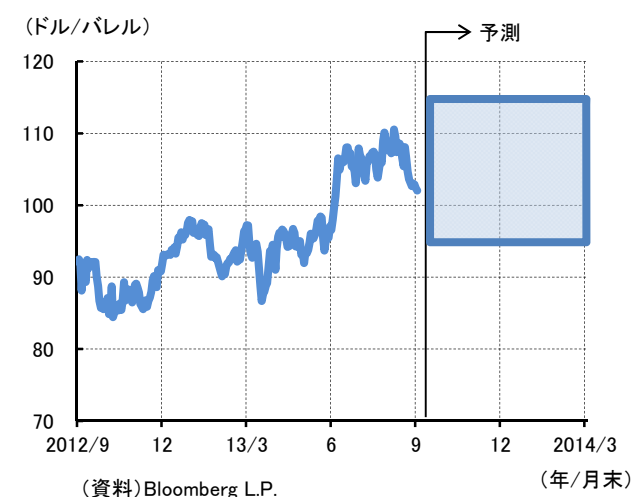
## WTI原油先物ポジション



(資料)CFTC

(注)建玉単位の「1枚」は「1,000バレル」。

## WTI原油先物価格見通し



(資料) Bloomberg L.P.

(年/月末)

## 原油市場動向：米国のガソリン需要

# 足許で持ち直しの兆しも、長期的には低迷が続く見込み

米国

欧州

原油

米国では、足許でガソリン需要に持ち直しの兆し。ガソリン価格は3.5ドル／ガロンを上回る水準で高止まりしているものの、7月以降、3ヵ月連続でガソリン出荷が増加するなど、ドライブシーズンのガソリン需要が堅調に推移した模様。

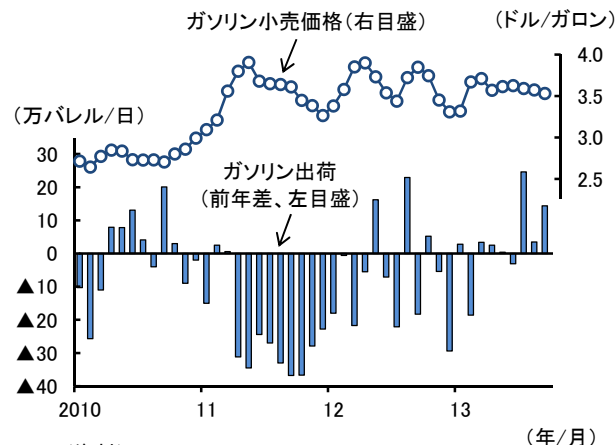
もっとも、ガソリン在庫は依然として高水準で推移しており、原油精製業者が見込んでいたほどの需要の盛り上がりはなかった可能性。

一方、長期的には、米国のガソリン需要は低迷が続く見込み。

米国の実質GDPと自動車走行距離の伸びを比較すると、近年は景気が拡大するなかでも、自動車走行距離が伸び悩み。ガソリン価格の高止まりによる節約志向の広がりや、若者の自動車離れなどを背景に、自動車の利用自体が減少していることを示唆。また、近年の急速な自動車燃費の向上も、ガソリン消費の抑制に作用。

加えて、中長期的には、シェールガス革命による天然ガス価格の下落を受けた天然ガス自動車の普及も、ガソリン需要の下押し圧力となる可能性。

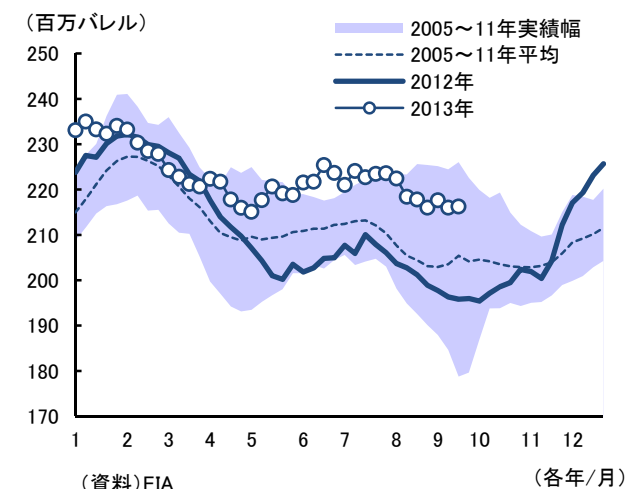
## 米国のガソリン小売価格とガソリン出荷



(資料) EIA

(注) 2013年8月以降は週次速報ベース。

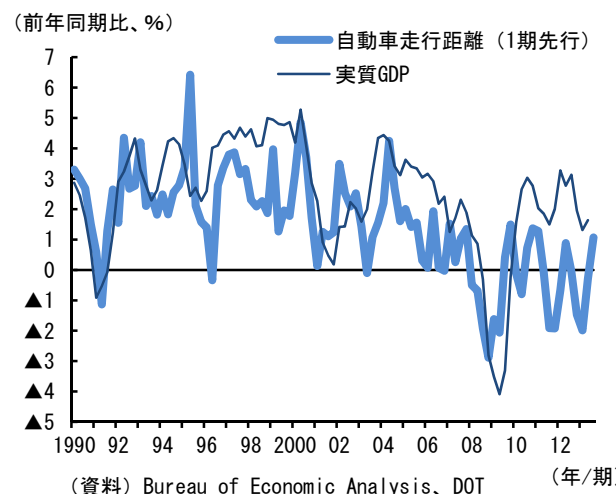
## 米国のガソリン在庫



(資料) EIA

(各年/月)

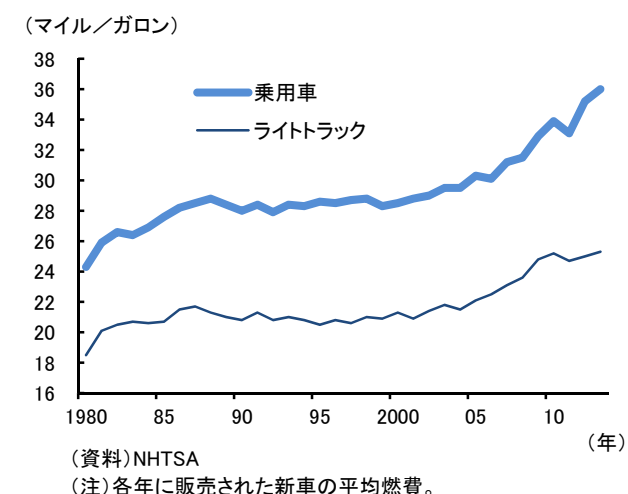
## 米国の自動車走行距離と実質GDP



(資料) Bureau of Economic Analysis, DOT

(年/期)

## 米国の自動車燃費



(資料) NHTSA

(注) 各年に販売された新車の平均燃費。

# 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                  |                         |
|-------|----------------|---------------|----------------|--------------|---------------------|-------------------|-------------------|----------------|---------------------|-------------------|-----------------------|---------|--------------|-----------------------|--------------------|--------------------|----------------|-----------------------|-------------------------|
|       | ¥/\$<br>(NY終値) | ¥/€<br>(NY終値) | \$/€<br>(NY終値) | 無担0/N<br>(%) | TIBOR<br>3ヵ月<br>(%) | 国債<br>10年物<br>(%) | 日経平均<br>株価<br>(円) | F F 0/N<br>(%) | LIBOR<br>3ヵ月<br>(%) | 国債<br>10年物<br>(%) | N Y ダウ<br>工業株<br>(ドル) | S&P500  | EONIA<br>(%) | EURIBOR<br>3ヵ月<br>(%) | 独国債<br>10年物<br>(%) | 英国債<br>10年物<br>(%) | ユーロ・<br>スワップ50 | WTI<br>原油先物<br>(\$/B) | COMEX<br>金先物<br>(\$/TO) |
| 09/12 | 90.05          | 131.15        | 1.4568         | 0.1011       | 0.47                | 1.26              | 10169.01          | 0.12           | 0.25                | 3.59              | 10433.44              | 1110.38 | 0.36         | 0.71                  | 3.23               | 3.84               | 2907.65        | 74.60                 | 1126.72                 |
| 10/1  | 91.22          | 130.20        | 1.4272         | 0.0964       | 0.45                | 1.33              | 10661.62          | 0.11           | 0.25                | 3.71              | 10471.24              | 1123.58 | 0.34         | 0.68                  | 3.29               | 3.97               | 2922.72        | 78.40                 | 1117.09                 |
| 10/2  | 90.16          | 123.35        | 1.3682         | 0.1007       | 0.44                | 1.33              | 10175.13          | 0.13           | 0.25                | 3.68              | 10214.51              | 1089.16 | 0.34         | 0.66                  | 3.19               | 4.02               | 2727.48        | 76.45                 | 1097.81                 |
| 10/3  | 90.72          | 123.12        | 1.3574         | 0.0973       | 0.44                | 1.34              | 10671.49          | 0.16           | 0.27                | 3.72              | 10677.52              | 1152.05 | 0.35         | 0.65                  | 3.13               | 4.02               | 2890.47        | 81.29                 | 1114.57                 |
| 10/4  | 93.49          | 125.54        | 1.3428         | 0.0929       | 0.41                | 1.35              | 11139.77          | 0.20           | 0.31                | 3.82              | 11052.15              | 1197.32 | 0.35         | 0.65                  | 3.09               | 3.99               | 2937.30        | 84.58                 | 1149.50                 |
| 10/5  | 91.88          | 115.21        | 1.2535         | 0.0908       | 0.39                | 1.27              | 10103.98          | 0.20           | 0.46                | 3.40              | 10500.19              | 1125.06 | 0.34         | 0.69                  | 2.80               | 3.72               | 2642.13        | 74.12                 | 1206.58                 |
| 10/6  | 90.81          | 110.89        | 1.2212         | 0.0948       | 0.39                | 1.20              | 9786.05           | 0.18           | 0.54                | 3.19              | 10159.27              | 1083.36 | 0.35         | 0.73                  | 2.63               | 3.49               | 2641.66        | 75.40                 | 1233.98                 |
| 10/7  | 87.56          | 112.09        | 1.2803         | 0.0944       | 0.37                | 1.10              | 9456.84           | 0.18           | 0.51                | 2.98              | 10222.24              | 1079.80 | 0.48         | 0.85                  | 2.65               | 3.38               | 2669.50        | 76.38                 | 1192.99                 |
| 10/8  | 85.37          | 110.12        | 1.2898         | 0.0950       | 0.37                | 0.98              | 9268.23           | 0.19           | 0.36                | 2.68              | 10350.40              | 1087.28 | 0.43         | 0.90                  | 2.37               | 3.07               | 2712.23        | 76.67                 | 1217.90                 |
| 10/9  | 84.38          | 110.47        | 1.3093         | 0.0912       | 0.36                | 1.06              | 9346.72           | 0.19           | 0.29                | 2.64              | 10598.07              | 1122.08 | 0.45         | 0.88                  | 2.34               | 3.02               | 2766.09        | 75.55                 | 1272.30                 |
| 10/10 | 81.80          | 113.69        | 1.3900         | 0.0909       | 0.34                | 0.89              | 9455.09           | 0.19           | 0.29                | 2.51              | 11044.49              | 1171.58 | 0.70         | 1.00                  | 2.37               | 2.96               | 2817.71        | 81.97                 | 1344.78                 |
| 10/11 | 82.58          | 112.61        | 1.3641         | 0.0906       | 0.34                | 1.05              | 9797.18           | 0.19           | 0.29                | 2.74              | 11198.31              | 1198.89 | 0.59         | 1.04                  | 2.56               | 3.20               | 2809.64        | 84.31                 | 1371.80                 |
| 10/12 | 83.22          | 110.06        | 1.3227         | 0.0869       | 0.34                | 1.19              | 10254.46          | 0.18           | 0.30                | 3.28              | 11465.26              | 1241.53 | 0.50         | 1.02                  | 2.96               | 3.50               | 2825.58        | 89.23                 | 1392.60                 |
| 11/1  | 82.62          | 110.49        | 1.3374         | 0.0848       | 0.34                | 1.21              | 10449.53          | 0.17           | 0.30                | 3.36              | 11802.37              | 1282.62 | 0.66         | 1.02                  | 3.05               | 3.60               | 2900.69        | 89.58                 | 1361.02                 |
| 11/2  | 82.57          | 112.80        | 1.3662         | 0.0934       | 0.34                | 1.28              | 10622.27          | 0.16           | 0.31                | 3.56              | 12190.00              | 1321.12 | 0.71         | 1.09                  | 3.23               | 3.77               | 3015.73        | 89.74                 | 1375.12                 |
| 11/4  | 83.17          | 120.35        | 1.4473         | 0.0623       | 0.33                | 1.27              | 9644.62           | 0.10           | 0.28                | 3.43              | 12434.88              | 1331.51 | 0.97         | 1.32                  | 3.35               | 3.63               | 2947.16        | 110.04                | 1485.41                 |
| 11/5  | 81.15          | 116.24        | 1.4326         | 0.0693       | 0.33                | 1.14              | 9650.78           | 0.09           | 0.26                | 3.15              | 12579.99              | 1338.31 | 1.03         | 1.43                  | 3.11               | 3.36               | 2885.77        | 101.36                | 1512.55                 |
| 11/6  | 80.47          | 115.89        | 1.4401         | 0.0685       | 0.33                | 1.13              | 9541.53           | 0.09           | 0.25                | 2.99              | 12097.31              | 1287.29 | 1.12         | 1.49                  | 2.97               | 3.25               | 2766.61        | 96.29                 | 1528.62                 |
| 11/7  | 79.27          | 113.30        | 1.4293         | 0.0731       | 0.33                | 1.11              | 9996.68           | 0.07           | 0.25                | 2.98              | 12512.33              | 1325.18 | 1.01         | 1.60                  | 2.79               | 3.13               | 2743.46        | 97.34                 | 1574.62                 |
| 11/8  | 77.05          | 110.46        | 1.4339         | 0.0806       | 0.33                | 1.02              | 9072.94           | 0.10           | 0.29                | 2.29              | 11326.62              | 1185.31 | 0.91         | 1.55                  | 2.25               | 2.55               | 2297.21        | 86.34                 | 1763.99                 |
| 11/9  | 76.86          | 105.70        | 1.3752         | 0.0801       | 0.33                | 1.00              | 8695.42           | 0.08           | 0.35                | 1.96              | 11175.45              | 1173.88 | 1.01         | 1.54                  | 1.87               | 2.41               | 2124.31        | 85.61                 | 1771.92                 |
| 11/10 | 76.68          | 105.26        | 1.3728         | 0.0814       | 0.33                | 1.01              | 8733.56           | 0.07           | 0.41                | 2.13              | 11515.93              | 1207.22 | 0.96         | 1.58                  | 2.04               | 2.50               | 2312.30        | 86.43                 | 1671.25                 |
| 11/11 | 77.54          | 105.09        | 1.3554         | 0.0768       | 0.33                | 0.99              | 8506.11           | 0.08           | 0.48                | 2.00              | 11804.33              | 1226.41 | 0.79         | 1.49                  | 1.95               | 2.24               | 2239.58        | 97.16                 | 1739.43                 |
| 11/12 | 77.84          | 102.35        | 1.3149         | 0.0778       | 0.33                | 1.00              | 8505.99           | 0.07           | 0.56                | 1.97              | 12075.68              | 1243.32 | 0.63         | 1.43                  | 1.99               | 2.11               | 2283.30        | 98.58                 | 1638.58                 |
| 12/1  | 76.93          | 99.33         | 1.2912         | 0.0805       | 0.33                | 0.97              | 8616.71           | 0.08           | 0.57                | 1.93              | 12550.89              | 1300.58 | 0.38         | 1.22                  | 1.86               | 2.04               | 2382.07        | 100.32                | 1657.22                 |
| 12/2  | 78.60          | 104.06        | 1.3237         | 0.0849       | 0.33                | 0.96              | 9242.33           | 0.10           | 0.50                | 1.96              | 12889.05              | 1352.49 | 0.37         | 1.05                  | 1.90               | 2.13               | 2508.24        | 102.26                | 1741.61                 |
| 12/3  | 82.55          | 109.07        | 1.3214         | 0.0840       | 0.33                | 1.00              | 9962.35           | 0.13           | 0.47                | 2.16              | 13079.47              | 1389.24 | 0.36         | 0.86                  | 1.88               | 2.25               | 2532.18        | 106.20                | 1676.67                 |
| 12/4  | 81.27          | 106.99        | 1.3164         | 0.0745       | 0.33                | 0.95              | 9627.42           | 0.14           | 0.47                | 2.03              | 13030.75              | 1386.43 | 0.35         | 0.74                  | 1.73               | 2.12               | 2340.78        | 103.35                | 1649.74                 |
| 12/5  | 79.68          | 101.90        | 1.2788         | 0.0836       | 0.33                | 0.85              | 8842.54           | 0.16           | 0.47                | 1.78              | 12721.08              | 1341.27 | 0.34         | 0.69                  | 1.46               | 1.87               | 2198.50        | 94.72                 | 1587.68                 |
| 12/6  | 79.35          | 99.57         | 1.2548         | 0.0764       | 0.33                | 0.84              | 8638.08           | 0.16           | 0.47                | 1.61              | 12544.90              | 1323.48 | 0.33         | 0.66                  | 1.43               | 1.67               | 2152.74        | 82.41                 | 1600.53                 |
| 12/7  | 78.98          | 97.09         | 1.2293         | 0.0836       | 0.33                | 0.77              | 8760.68           | 0.16           | 0.45                | 1.50              | 12814.10              | 1359.78 | 0.18         | 0.50                  | 1.31               | 1.55               | 2258.36        | 87.93                 | 1593.68                 |
| 12/8  | 78.68          | 97.59         | 1.2404         | 0.0863       | 0.33                | 0.80              | 8949.88           | 0.13           | 0.43                | 1.67              | 13134.90              | 1403.44 | 0.11         | 0.33                  | 1.42               | 1.57               | 2424.50        | 94.16                 | 1630.27                 |
| 12/9  | 78.16          | 100.62        | 1.2874         | 0.0848       | 0.33                | 0.80              | 8948.59           | 0.14           | 0.39                | 1.70              | 13418.50              | 1443.42 | 0.10         | 0.25                  | 1.55               | 1.77               | 2530.69        | 94.56                 | 1745.83                 |
| 12/10 | 79.01          | 102.47        | 1.2970         | 0.0849       | 0.33                | 0.77              | 8827.39           | 0.16           | 0.33                | 1.72              | 13380.65              | 1437.82 | 0.09         | 0.21                  | 1.52               | 1.80               | 2503.47        | 89.57                 | 1744.43                 |
| 12/11 | 81.05          | 104.07        | 1.2838         | 0.0856       | 0.32                | 0.74              | 9059.86           | 0.16           | 0.31                | 1.65              | 12896.44              | 1394.51 | 0.08         | 0.19                  | 1.39               | 1.79               | 2513.98        | 86.73                 | 1722.91                 |
| 12/12 | 83.91          | 110.16        | 1.3127         | 0.0822       | 0.32                | 0.74              | 9814.38           | 0.16           | 0.31                | 1.71              | 13144.18              | 1422.29 | 0.07         | 0.19                  | 1.36               | 1.85               | 2625.55        | 88.25                 | 1683.45                 |
| 13/1  | 89.10          | 118.53        | 1.3302         | 0.0828       | 0.30                | 0.77              | 10750.85          | 0.14           | 0.30                | 1.88              | 13615.32              | 1480.40 | 0.07         | 0.21                  | 1.56               | 2.04               | 2715.30        | 94.83                 | 1671.17                 |
| 13/2  | 93.13          | 124.24        | 1.3339         | 0.0866       | 0.28                | 0.74              | 11336.44          | 0.15           | 0.29                | 1.97              | 13967.33              | 1512.31 | 0.07         | 0.22                  | 1.60               | 2.11               | 2630.40        | 95.32                 | 1626.95                 |
| 13/3  | 94.87          | 122.92        | 1.2957         | 0.0780       | 0.25                | 0.60              | 12244.03          | 0.14           | 0.28                | 1.94              | 14418.26              | 1550.83 | 0.07         | 0.21                  | 1.41               | 1.89               | 2680.18        | 92.96                 | 1593.62                 |
| 13/4  | 97.75          | 127.35        | 1.3025         | 0.0721       | 0.24                | 0.57              | 13224.06          | 0.15           | 0.28                | 1.73              | 14675.91              | 1570.70 | 0.08         | 0.21                  | 1.25               | 1.71               | 2636.35        | 92.07                 | 1485.09                 |
| 13/5  | 100.99         | 131.05        | 1.2978         | 0.0734       | 0.23                | 0.78              | 14532.41          | 0.11           | 0.27                | 1.92              | 15172.18              | 1639.84 | 0.08         | 0.20                  | 1.37               | 1.86               | 2785.77        | 94.80                 | 1416.61                 |
| 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                 |