

---

---

# 欧米経済展望

2014年5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      芝 亮行 (Tel : 03-6833-0489 Mail : shiba.akiyuki@jri.co.jp)  
                            藤山 光雄 (Tel : 03-6833-2453 Mail : 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)  
◆原油市場担当      藤山 光雄

◆本資料は2014年5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：

■ 寒波の影響一巡を受け、消費・雇用を持ち直しの動き



＜2014年1～3月期実質GDP速報＞

2014年1～3月期実質GDPは、寒波による経済活動の下押しや、新興国景気の減速を受けた輸出の落ち込みなどを受け、大きく下振れ。もっとも、サービス支出の伸びを主因に、個人消費は堅調に推移。

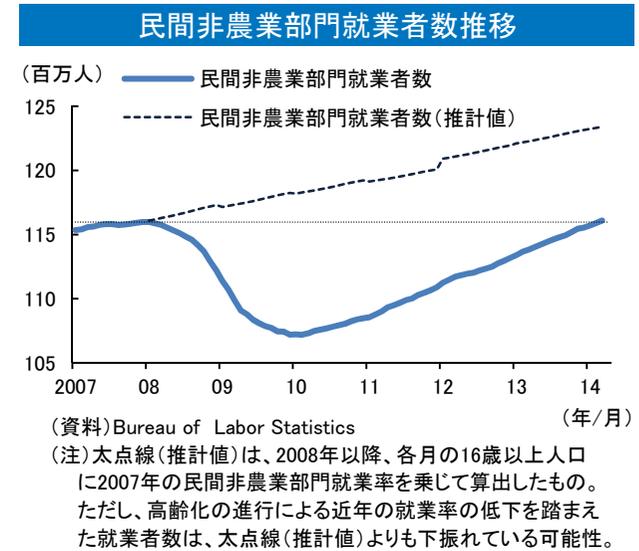
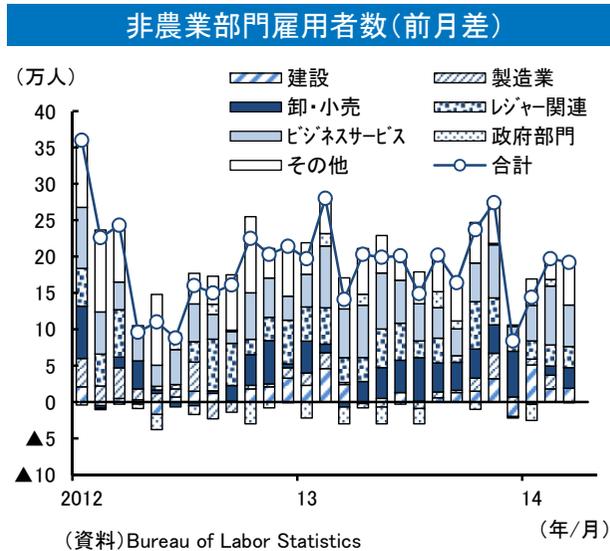
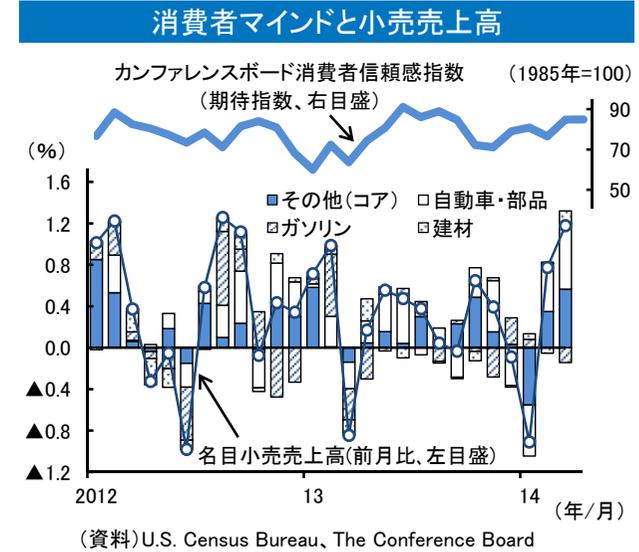
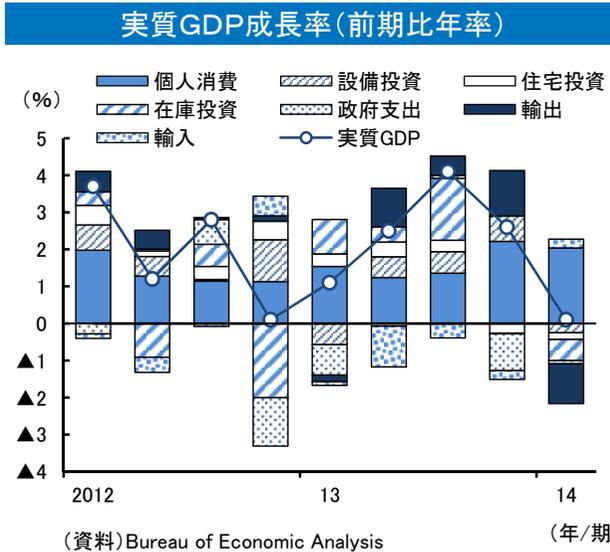
＜家計部門＞

3月の小売売上高は前月比+1.2%と、2012年8月以来の高い伸びに。昨年末から1月にかけて弱含みが続いていた自動車が大きく増加するなど、寒波の影響一巡を受け、持ち直しの動きが加速。消費者の先行き見通しも改善が続いており、個人消費は再び増勢が強まる見込み。

＜雇用環境＞

3月の非農業部門雇用者数は、前月差+19.2万人と、堅調な伸びに。1、2月分も上方修正されており、昨年末の大幅な伸びの鈍化からの持ち直し傾向が明確化。

こうしたなか、民間非農業部門の就業者数がリーマン・ショック前ピーク（2008年1月）を上回る水準まで回復。もっとも、人口の伸びや就業率を勘案すると、ディスカレッジド・ワーカー等は依然多く、雇用環境の本格回復には、就業者数の一段の増加が不可欠。



米国経済の現状：

企業部門は持ち直しも、新興国景気の減速が足かせとなる可能性

米国

欧州

原油

＜企業部門＞

3月の製造業生産は前月比+0.5%と、2ヵ月連続で増加。年初は寒波の影響により大きく落ち込んだものの、寒波の影響一巡を受け、生産活動に持ち直しの動き。

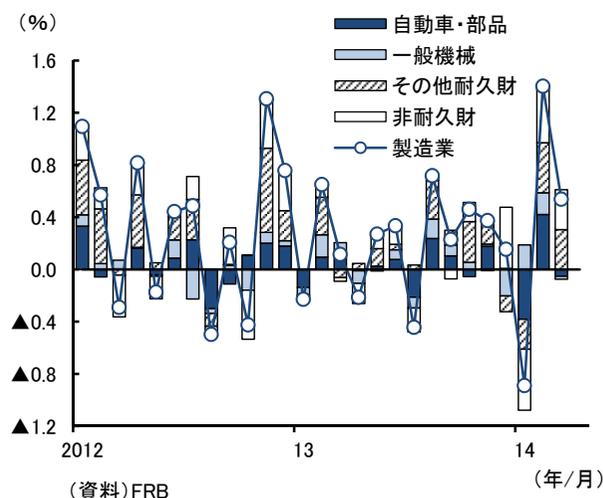
一方、中国をはじめとするアジア向けの減少を主因に、足許で輸出が弱含み。新興国景気の減速による輸出の下振れが今後、企業部門回復の足かせとなる可能性。

＜住宅市場＞

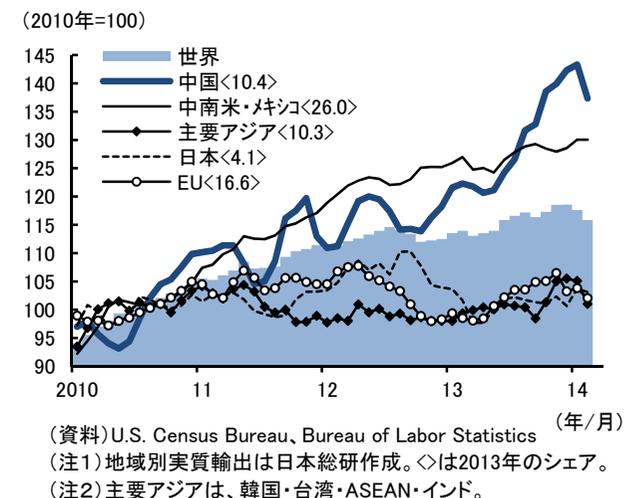
3月の住宅着工件数は94.6万戸と、3ヵ月連続で増加。もっとも、回復ペースは緩慢で、着工に先行する住宅着工許可件数は一戸建てを中心に伸び悩み。

寒波の影響は一巡しつつあるものの、住宅販売の低迷が続いていること、建設業者の販売見込みも持ち直しの動きが限定的なことを踏まえると、住宅市場の回復は足踏み状態が長期化する恐れ。

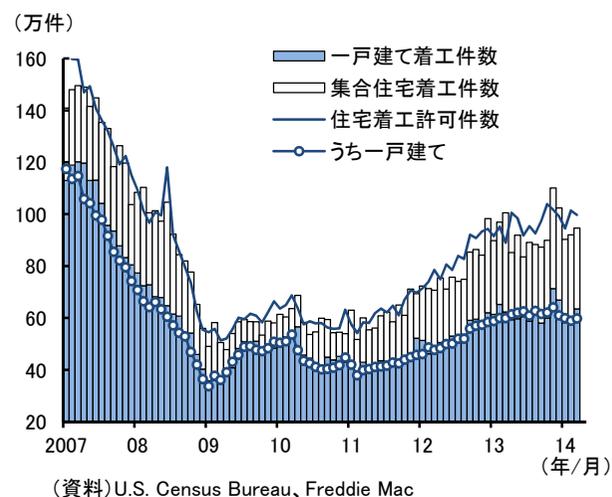
製造業生産(前月比)



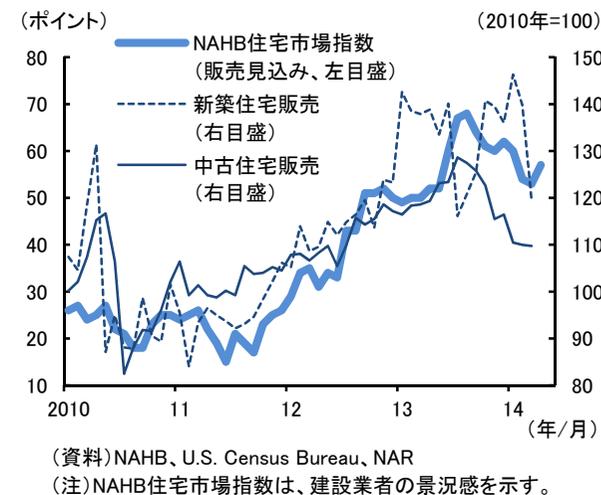
地域別実質輸出(季調値、3ヵ月移動平均)



住宅着工件数と住宅許可件数



住宅販売件数と販売見込み



米国トピックス①：雇用環境

就労意欲に高まりの兆しも、就職環境にはなお厳しさ

米国

欧州

原油

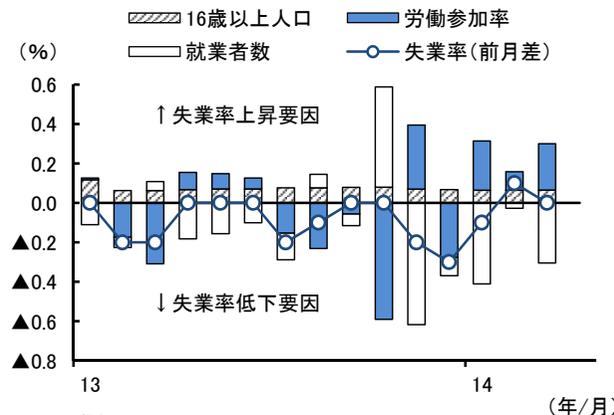
昨年末に低下ペースが加速した失業率は、2014年入り後、低下傾向が一服。背景には、労働参加率の上昇。足許で、労働市場から退出する失業者が大きく減少しており、雇用環境の改善に伴い、失業者の就労意欲が高まり始めている可能性。

もっとも、消費者の就職環境に対する見方は、依然として「就職が困難」との見方が多数を占める状況。それを映じ、転職者が多くを占めると考えられる「自己都合による退職者」の増加ペースも緩慢にとどまっており、現在の職を辞して積極的に新たな職探しを始める動きは限定的。

また、経済情勢を理由としたパートタイム従事者は減少傾向にあるものの、内訳をみると、労働時間の削減によりパートタイムとなった就業者の減少が続く一方、フルタイムの仕事が見つからないことによるパートタイム従事者は高止まり。求職者の求める条件に見合った就業機会は、なお限られていることを示唆。

一段の雇用環境の改善に向けては、依然として低水準で推移する新規雇用およびフルタイム職の増加ペースが加速していくかがカギに。

失業率の変動要因分解



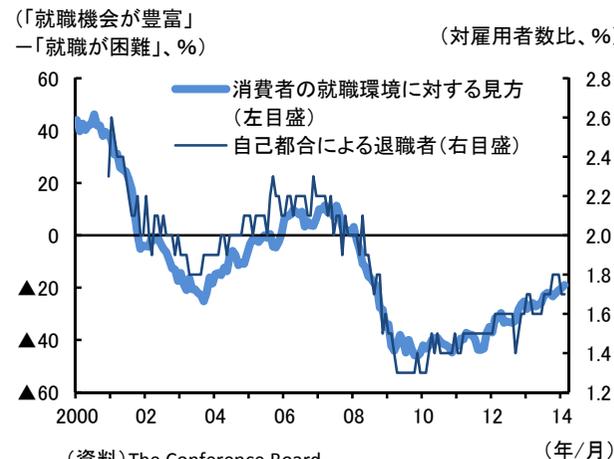
(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注) 2013年10、11月は、政府機関一部閉鎖の影響により数値に歪みが生じている可能性。

労働参加率と労働市場からの退出者



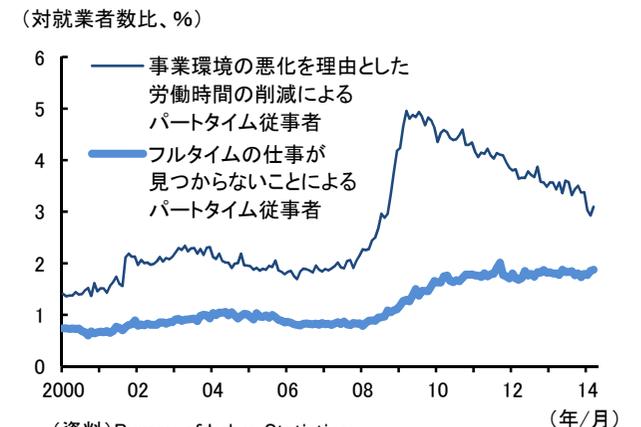
(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注) 「非労働力人口へ移動した失業者」は、調査月の非労働力人口のうち、前月に失業状態にあった人の数。

就職環境と自己都合による退職者



(資料) The Conference Board, Bureau of Labor Statistics

経済情勢を理由としたパートタイム従事者



(資料) Bureau of Labor Statistics  
(注) 週労働時間が35時間を下回るとパートタイム従事者とみなされる。

# 米国トピックス②：オバマケア

## 足許で、オバマケアが所得・消費の押し上げ要因に

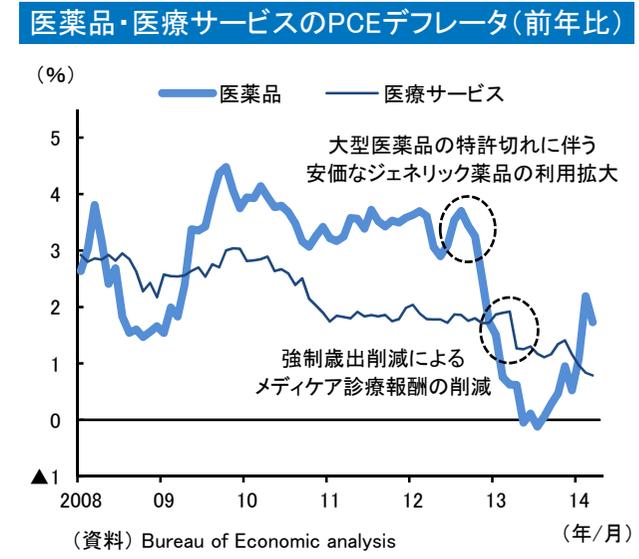
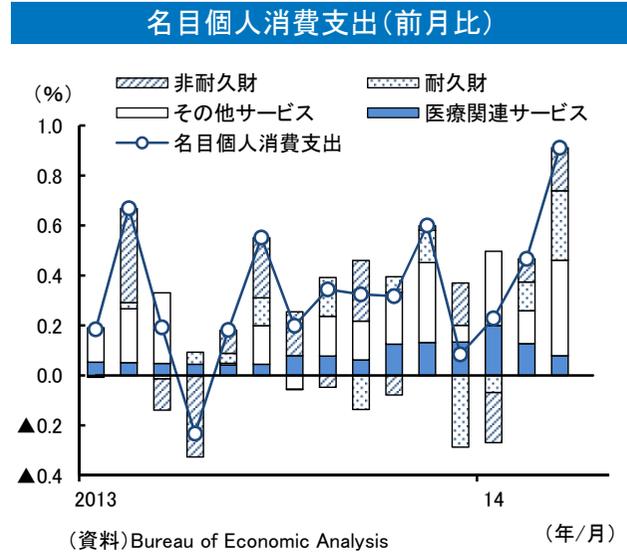
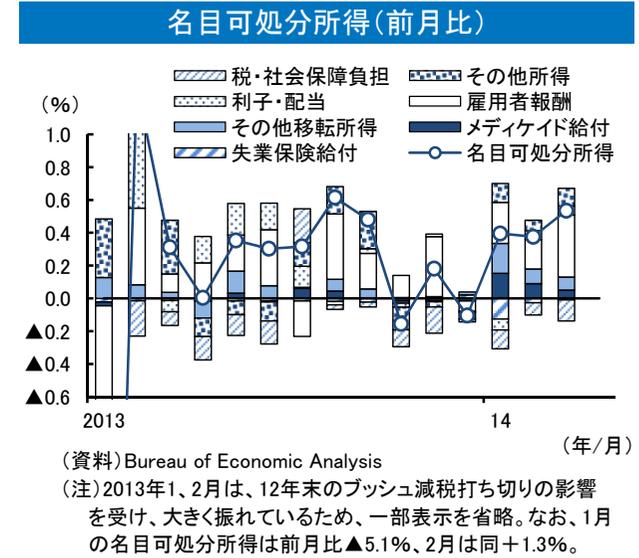
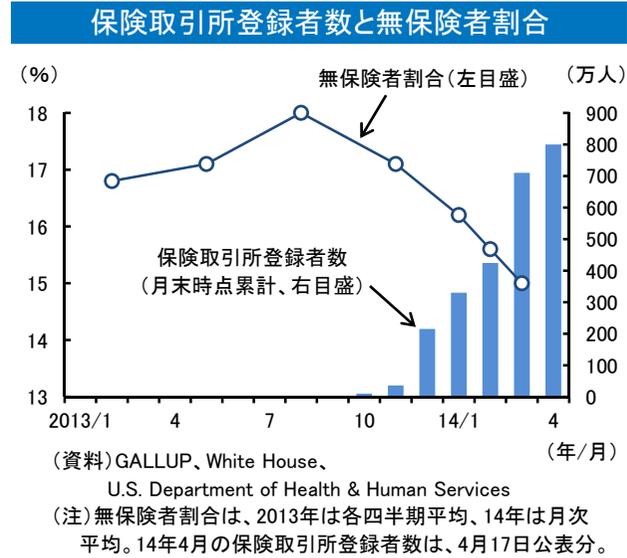


オバマ大統領は4月17日に、医療保険制度改革（オバマケア）に伴い開設された保険取引所の登録者数が、800万人に達したと発表。ホワイトハウスは、オバマケアの一環として実施されたメディケイド（低所得者向け医療保険）やCHIP（低所得世帯の児童向け医療保険）の対象者拡大により、昨年10月から2月にかけて、両制度の加入者が300万人以上増加したと推定。

こうしたなか、足許でオバマケアの所得や消費への影響が顕在化。オバマケアの本格運用が始まった2014年1月には、メディケイドによる給付金の増加や保険料支払いに対する財政支援などが、名目可処分所得を大きく押し上げ。一方、支出面では、昨年半ばから既に伸びが拡大傾向にあった医療関連サービス支出の増勢が、2014年1月に一段と加速。

所得・消費ともに、前月比でみた影響は徐々に薄れていくとみられるものの、新規医療保険加入者の増加が、当面、所得・消費の押し上げ要因として作用し続ける見込み。

また、物価面では、医薬品や医療サービスの価格に上下両方向の影響が及ぶ可能性。保険加入者の増加に伴う医療関連需要の拡大が価格押し上げに作用する一方、オバマケアによる医療費抑制に向けた取り組みが価格押し下げに作用。



■ 米国景気・金利見通し：

■ 緩やかな回復基調が持続



＜景気見通し＞

米国経済は、今後、量的緩和縮小に伴う金利上昇が景気抑制に作用する可能性があるものの、バランスシート調整の進展や雇用環境の改善を背景に家計部門が底堅さを増すなか、個人消費の回復傾向が持続。内需の底堅さや財政政策に対する先行き不透明感の後退などを受け、企業部門も設備投資を中心に回復基調が強まるとみられ、成長ペースは徐々に加速へ。

もっとも、労働市場の需給緩和等を受けた賃金の伸び悩みなどが景気の重石となり、2014年中は2%台半ばから後半の成長ペースにとどまる見通し。

＜金利見通し＞

景気の緩やかな回復が続くなか、FRBは資産買い入れの規模縮小を続ける見込み。もっとも、デイスインフレ圧力が根強く残るなか、テーパリング（資産買い入れの縮小）終了後の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、先行き極めて緩和的な政策スタンスを維持。

長期金利は、ウクライナ情勢の緊迫化によるリスク回避姿勢の強まりや新興国景気の減速懸念などが、当面下押しに作用。2014年半ば以降は、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。

米国経済・物価見通し

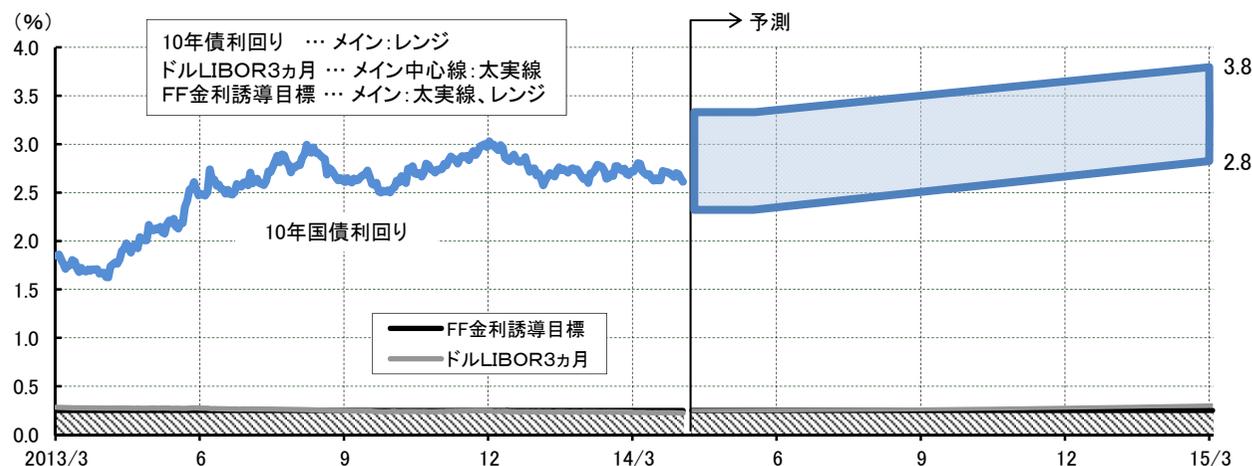
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2013年				2014年				2015年	2013年	2014年	2015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)	
実質GDP	2.5	4.1	2.6	0.1	2.6	2.8	2.9	2.9	1.9	2.2	3.0	
個人消費	1.8	2.0	3.3	3.0	2.2	2.4	2.6	3.0	2.0	2.6	2.9	
住宅投資	14.2	10.3	▲ 7.9	▲ 5.7	5.5	7.5	8.5	8.0	12.2	1.5	7.8	
設備投資	4.7	4.8	5.7	▲ 2.1	6.9	7.2	6.5	5.5	2.7	4.0	5.9	
在庫投資	0.4	1.7	▲ 0.0	▲ 0.6	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	
政府支出	▲ 0.4	0.4	▲ 5.2	▲ 0.5	0.3	0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 2.2	▲ 1.0	0.0	
純輸出	▲ 0.1	0.1	1.0	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	
輸出	8.0	3.9	9.5	▲ 7.6	4.1	5.6	6.2	6.5	2.7	2.5	6.2	
輸入	6.9	2.4	1.5	▲ 1.4	4.3	4.9	4.8	6.4	1.4	2.3	5.8	
実質最終需要	2.1	2.5	2.7	0.7	2.5	2.8	2.9	2.9	1.7	2.1	2.9	
消費者物価	1.4	1.6	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8	1.9	1.5	1.6	2.0	
除く食料・エネルギー	1.7	1.7	1.7	1.6	1.8	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8	2.0	

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

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

米国金利見通し



(資料) FRB, Bloomberg L.P.

(年/月末)

FED WATCH:

イエレン議長の発言等を受け、利上げ時期の前倒し観測はやや後退

米国

欧州

原油

FRBは、4月29、30日のFOMCで、米国景気は寒波の影響を主因に冬場に大きく減速したものの、足許で上向きつつあるとの認識を示し、量的緩和策の縮小継続を決定。3月FOMCで修正されたフォワードガイダンスについても変更はなく、FOMC声明は、ほぼ前回と同一の内容に。

3月FOMC後、急速に高まっていた利上げ時期の前倒し観測は、足許でやや後退。3月末以降、①イエレン議長が講演等で、景気の現状に対する慎重な見方やディスインフレへの懸念を強調していること、②他のFOMCメンバーからも利上げ時期に対する様々な見方が示され、メンバー間の意見の隔たりが依然として大きいとみられること、などが背景。

こうしたなか、FF金利先物市場では、市場予想をやや下回った3月分雇用統計発表後から4月上旬にかけて、早期利上げ観測が大きく後退。足許では、3月中旬までにみられていた通り、2015年秋の利上げを織り込む動きに。

FRBの利上げ時期をめぐるのは、当面、景気・物価指標やそれを受けたFRBの動向を見極める展開が続く見込み。

FOMC声明(要旨)

今回(2014年4月29、30日)		前回(2014年3月18、19日)
<ul style="list-style-type: none"> <li>5月以降、(資産買入れの)追加購入ペースを、MBSは月250億ドルから同200億ドルへ、長期国債は月300億ドルから同250億ドルへ縮小。</li> <li>現在の異例な低金利を維持する期間の決定にあたっては、最大雇用と2%のインフレ率という目標に向けた進展を、実績と見通しの両面から評価。この評価には、労働市場の状態に関する指標や、インフレ圧力、インフレ期待に関する指標、金融情勢を含む幅広い情報を考慮。</li> <li>こうした経済指標等の評価に基づき、とりわけインフレ率が目標の2%を下回り続けると予測され、長期インフレ期待が引き続き十分に抑制されている場合、資産買入れの終了後も相当な期間、現行の政策金利を維持することが適切と、引き続き予想。</li> <li>雇用とインフレが責務と一致する水準に近づいた後も、経済情勢が、当面、FOMCが長期的に正常とみなす水準を下回る政策金利を保つことを正当化すると、現時点で予測。</li> </ul>	金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>4月以降、(資産買入れの)追加購入ペースを、MBSは月300億ドルから同250億ドルへ、長期国債は月350億ドルから同300億ドルへ縮小。</li> <li>現在の異例な低金利を維持する期間の決定にあたっては、最大雇用と2%のインフレ率という目標に向けた進展を、実績と見通しの両面から評価。この評価には、労働市場の状態に関する指標や、インフレ圧力、インフレ期待に関する指標、金融情勢を含む幅広い情報を考慮。</li> <li>こうした経済指標等の評価に基づき、とりわけインフレ率が目標の2%を下回り続けると予測され、長期インフレ期待が引き続き十分に抑制されている場合、資産買入れの終了後も相当な期間、現行の政策金利を維持することが適切と、引き続き予想。</li> <li>雇用とインフレが責務と一致する水準に近づいた後も、経済情勢が、当面、FOMCが長期的に正常とみなす水準を下回る政策金利を保つことを正当化すると、現時点で予測。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>景気は、悪天候の影響を一部受け、冬場に大きく減速後、足許で上向きに。</li> <li>労働市場の指標はまちまちなもの、総じて一段の改善を示唆。もっとも、失業率は依然高水準。家計支出は伸びが加速しているとみられる。設備投資は弱含みであり、住宅市場の回復は依然として緩慢。</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。中期的にはFRBの目標水準に戻っていくとの確証を得るため、物価動向を注視。</li> </ul>	景気判断・インフレ認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>景気は、悪天候の影響を一部受け、冬場に減速。</li> <li>労働市場の指標はまちまちなもの、総じて一段の改善を示唆。もっとも、失業率は依然高水準。家計支出と設備投資は回復が続いている一方、住宅市場の回復は依然として緩慢。</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。中期的にはFRBの目標水準に戻っていくとの確証を得るため、物価動向を注視。</li> </ul>

(資料)FRB等をもとに日本総研作成

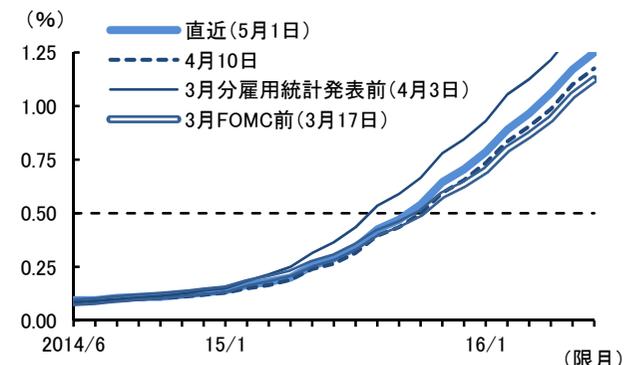
イエレン議長の最近の主な発言

「現時点では、(インフレ率が2%を大きく上回る確率は、)インフレ率が2%を下回り続ける確率に比べ極めて低い」  
 「雇用やインフレの目標に対する乖離が大きければ大きいほど、また、目標に向け予想される進展が遅ければ遅いほど、現行の政策金利の目標レンジを維持する期間が長くなる可能性が高い」(4月16日)

「米国経済は、依然として、FRBが議会から課された2つの目標(物価の安定と雇用の最大化)に遠く及ばない」  
 「経済や労働市場には、なお著しい緩み(Slack)がある」  
 「FRBによる(景気支援に向けた)異例のコミットメントは、当面、必要」(3月31日)

(資料)FRB、各種報道等をもとに日本総研作成

限月別FF金利先物



(資料)Bloomberg L.P.

欧州経済の現状：

緩やかな回復傾向が持続も、ユーロ高やウクライナ情勢が懸念材料に

米国

欧州

原油

ユーロ圏景気は、緩やかな回復傾向が持続。

国別にみると、雇用・所得環境が堅調なドイツや、構造改革により景気回復への土台が整いつつあるスペインで景況感が改善する一方、雇用・所得環境の悪化が続くフランスやイタリアでは、改善傾向が一服。

こうしたなか、インフレ率の低迷が持続。季節要因が剥落し、4月のユーロ圏インフレ率は前年比+0.7%に持ち直したものの、内需の回復が力強さを欠くなか、依然低水準で推移。

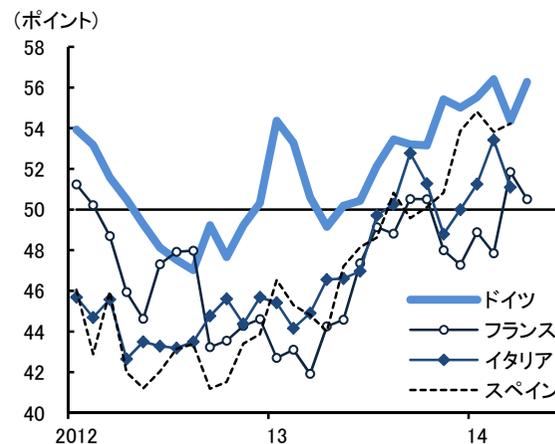
<ユーロ高>

これまで輸出の伸びを牽引してきた域外向けは、ユーロ高を一因に弱含み。一方、域内向けは、需要の緩やかな持ち直しを背景に回復傾向。

<ウクライナ情勢>

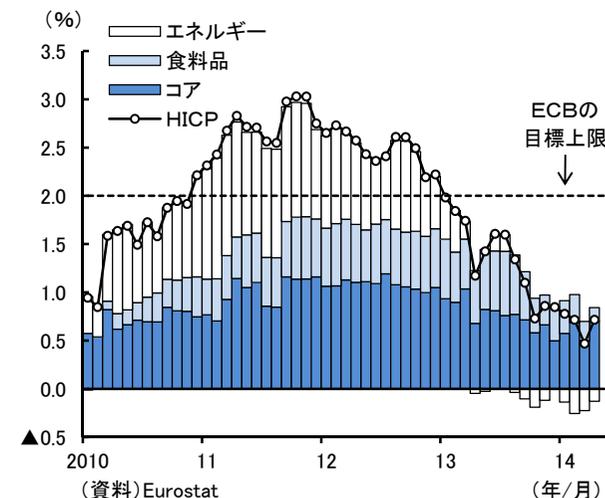
ウクライナ情勢のこう着状態が続いていることから、足許でドイツの企業マインドは回復の動きが足踏み。もっとも、企業の先行き見通しの悪化が限定的となっているほか、受注が堅調に推移していることから、企業活動が大幅に下振れする可能性は小。

ユーロ圏各国のPMI(総合)



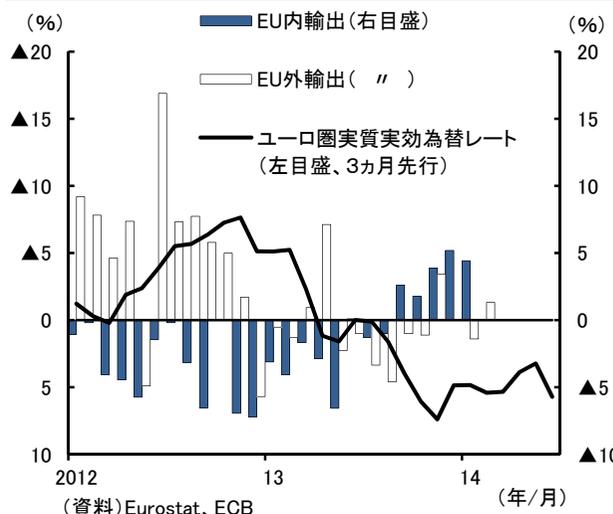
(資料) Markit  
(注) イタリア・スペインの直近4月の値は未公表。(年/月)

ユーロ圏のHICP(前年比)



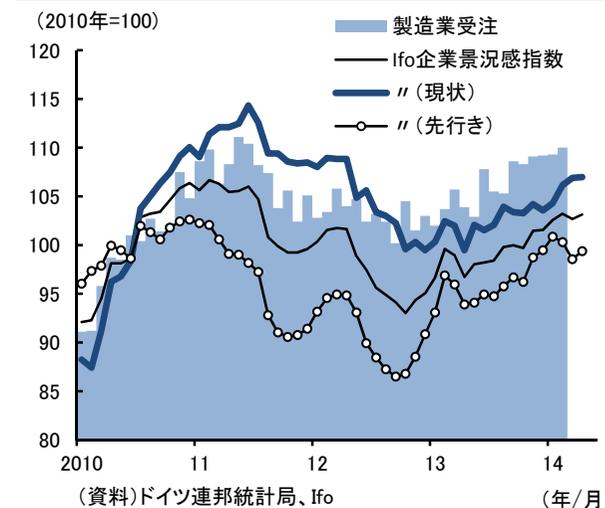
(資料) Eurostat (年/月)

ドイツの実質輸出と為替レート(前年比)



(資料) Eurostat, ECB (年/月)

ドイツの製造業受注と企業景況感



(資料) ドイツ連邦統計局、Ifo (年/月)

欧州トピックス：銀行同盟

銀行同盟に向け進展も、銀行の貸出増加にはなお時間

米国

欧州

原油

欧州では、3～4月にかけて、銀行同盟の3本の柱の詳細が決定。①銀行監督制度については、その前提となるストレステストの詳細な内容が公表され、2011年に実施されたストレステストよりも一段と厳しい条件が課されることが明らかに。また、②破たん処理制度については、基金積立期間の短縮や積立期間中の資金相互使用など、昨年末の合意内容の拡充が図られたほか、③預金保険制度については、預金保険基金創設と基金の積み立て方法で合意。

以上のように進展がみられたものの、ストレステストの結果公表後、資本増強までの期間を含めると、資金調達能力に不安が残る銀行の信用力が回復するには、2015年半ばまで待つ必要があるため、銀行の貸し出しが本格的に増加するには、なお時間を要する見込み。

また、対象銀行が規模の大きな銀行に限定され、中小銀行については引き続き各国当局の管理下に置かれるほか、預金保険制度は各国が独自に設ける保証基金に依存したものとなるなど、“単一”の制度とはいえない面も。

銀行同盟

① 単一銀行監督制度	
・ECBによるユーロ圏主要銀行の包括的審査(2014年10月完了)	
・2014年11月開始	
・対象: ユーロ圏の主要128行(300億ユーロ以上、または母国GDPの20%以上の資産を有する銀行)、ユーロ圏の銀行資産の85%相当	
・統一基準による3段階の審査	
(1) リスク審査(流動性などの危険性を審査)	
(2) 資産の質の査定(統一基準による不良債権評価など)	
(3) ストレステスト(右図参照)	
② 単一破たん処理制度	
・2014年3月20日、欧州議会と欧州理事会が合意、4月15日欧州議会承認	
・2015年1月1日発動、破たん処理機能の実働は2016年1月1日	
・対象: 上記包括的審査対象128行と母国以外の国でも活動する銀行(これ以外の中小金融機関については母国当局が破たん処理権限保有)	
・単一破たん処理権限を持つ、破たん処理委員会を創設	
・破たん処理プロセス	
(1) ECBが各銀行が存続可能かどうかを判断	
(2) 破たん処理委員会が破たんの是非・処理方法を策定	
(3) 欧州委員会が破たん処理委員会の決定を拒否または改変する場合には、EU理事会に提案書を提出	
(4) 理事会が24時間以内に異議申し立てをしない場合、破たん処理委員会の決定が有効に。理事会は、28カ国のうち過半数の承認により、欧州委員会の提案を可決可能。	
・破たん処理基金: 対象銀行が8年間かけて保険付預金の1%を積立。積立期間中は、各国別に資金を管理し、各国基金を相互使用することで対応。初年度は、資金の40%を共同化。	
③ 単一預金保険制度	
・時期未定	
・預金保証額は10万ユーロ。10万ユーロ以下のすべての預金は、7営業日以内に保証。そのうち、国ごとに決められた必要最低額は5営業日以内に保証。	
・EU28カ国に、預金保証基金創設を義務付け。1人当たり10万ユーロの預金保証額に見合う額を、銀行から課徴金を徴収し、各国が積立。	
・預金保証基金不足分の加盟国間の貸し借りは容認せず。	

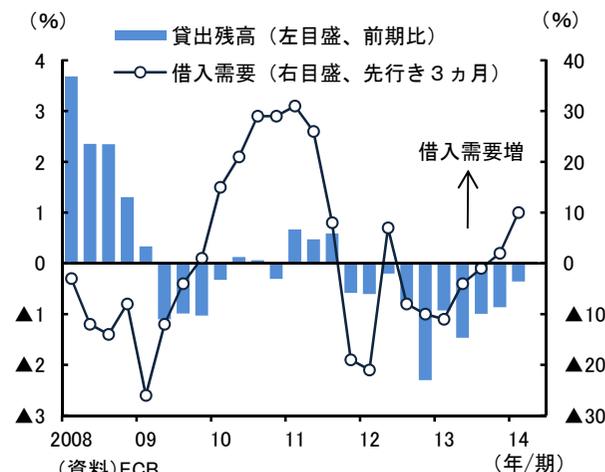
(資料) 欧州委員会、ECB、欧州理事会などを基に日本総研作成

ストレステスト

実施機関	ECB、EBA(欧州銀行監督機構)、ESRB(欧州システムリスク理事会)、NCAs(各国監督当局)
実施期間	2014年3月末開始、10月結果公表
対象	EUの124銀行(全銀行の50%以上)
テストの内容	テスト想定期間は、2014～16年の3年間。 標準シナリオ: 2014年2月欧州委員会見通しと同様の経済状況下、銀行が自己資本比率8%を確保できるか。 最悪シナリオ: 債券市場の混乱や、商業用不動産価格の下落などにより、GDPが2016年までの累積で▲7%ポイント下押しされる場合、銀行が自己資本比率5.5%を確保できるか。
テスト後	資本不足が明らかになった場合、標準シナリオ分は結果公表後6か月以内、最悪シナリオ分は同9か月以内に、穴埋めが必要。資本増強策としては、ボーナス削減、新株発行、資産売却など。
前回2011年のテストとの違い	テスト想定期間は、前回の2年間(2011～12年)に比べ長 テストの内容も厳しい。

(資料) ECB、EBAなどを基に日本総研作成

企業向け貸出残高と企業の借入需要



(資料) ECB

(注) 借入需要は、「増やす」の割合-「減らす」の割合。

英国経済の現状：

景気回復が持続。資産価格の上昇が個人消費の伸びを牽引。

米国

欧州

原油

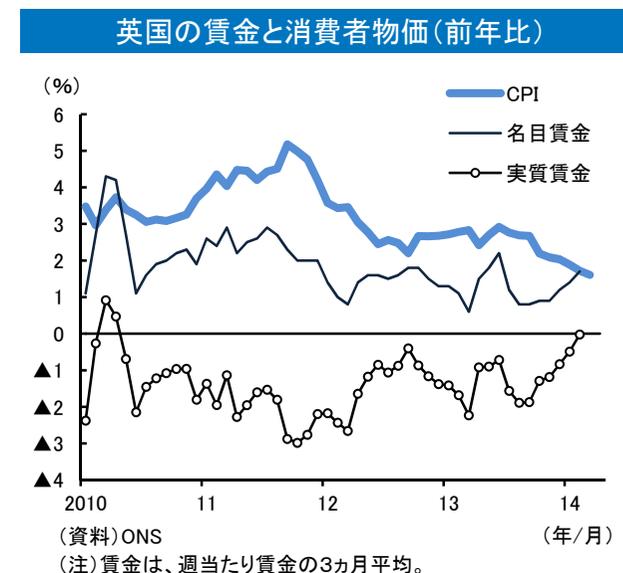
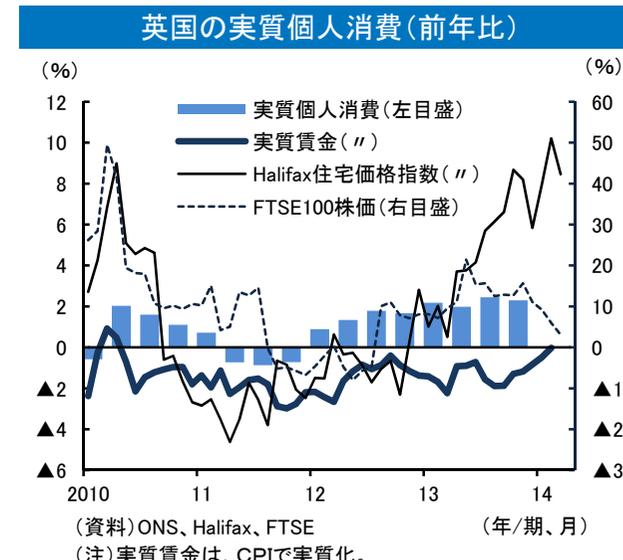
2014年1～3月期の英国実質GDP（生産側）は、個人消費の回復を背景に、サービス業で高い伸びが持続し、前期比年率+3.5%と5四半期連続の増加。

これまで、個人消費の伸びは、株価や住宅価格といった資産価格の上昇が牽引。住宅市場の回復ペースは、英中銀の超低金利政策維持や、政府の住宅購入支援策を背景に、一段と強まる傾向に。

とりわけ、ロンドンでは足許で住宅価格の上昇ペースが前年比+16%まで加速。海外からの投資マネーが流入し、ロンドン居住者の手に届かないほど価格が高騰しているとの批判も。

また、資産価格上昇の恩恵は高所得者層に集中しやすく、高所得者層の消費者マインドは大きく改善。一方、低所得者層でもマインドは改善傾向にあるものの、高所得者層の伸びには及ばず、足許で両者の差が拡大。

一方、足許では、物価の上昇ペースが鈍化するなか、実質賃金が持ち直し。実質賃金の回復が明確化すれば、低所得者層のマインド改善や消費増加が期待でき、景気回復はより堅固となる見込み。



欧州経済見通し：

緩やかな回復傾向も、内需伸び悩みにより低成長が持続

米国

欧州

原油

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、1%台半ばの安定成長が続く見込み。フランスや南欧諸国では、雇用・所得環境の悪化一服を背景に、景気は持ち直し傾向にあるものの、緊縮財政や失業率の高止まりが景気抑制に作用し、当面低成長が続く見込み。ユーロ圏全体では、南欧諸国での内需の伸び悩みが続くなか、当面1%前後の低成長が続く見通し。

インフレ率は、景気の底打ちを背景に、一段の低下は回避される見込みながら、雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の低迷や原油価格の安定等により、目標とされる2%の水準を大きく下回る状況が続く見通し。

英国では、株価や住宅価格の上昇を背景に、消費者マインドの改善が続く、緩やかな景気回復が持続する見通し。年後半以降は所得の増加が明確化し、本格回復が視野に。

インフレ率は、エネルギー価格上昇ペースの鈍化が物価押し下げに作用するため、当面2%程度で推移する見通し。

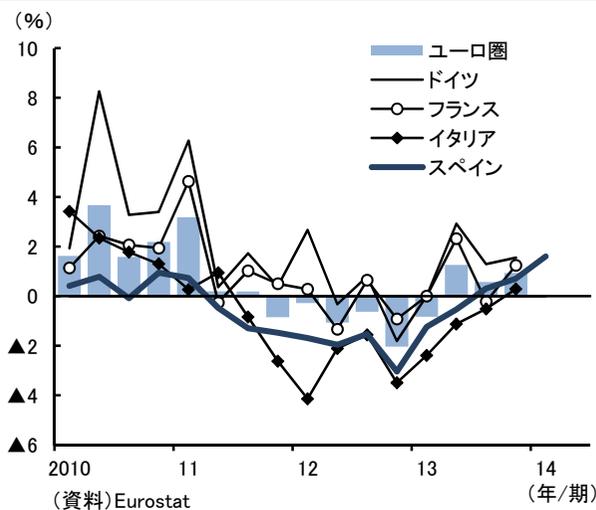
欧州各国経済・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

		2013年			2014年			2015年	2013年	2014年	2015年	
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(実績)	(予測)	(予測)
		(実績)			(予測)				(実績)	(予測)		
ユーロ圏	実質GDP	1.3	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9	1.1	▲0.4	0.9	1.1	
	消費者物価指数	1.4	1.3	0.8	0.7	0.9	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	
ドイツ	実質GDP	2.9	1.3	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.6	0.4	1.6	
	消費者物価指数	1.5	1.7	1.3	1.0	1.1	1.4	1.6	1.6	1.6	1.3	
フランス	実質GDP	2.3	▲0.2	1.2	0.7	0.8	1.0	1.1	1.2	0.2	0.8	
	消費者物価指数	0.9	1.1	0.8	0.9	1.2	1.3	1.3	1.4	1.0	1.1	
英国	実質GDP	3.1	3.4	2.7	3.5	2.2	2.3	2.4	2.6	1.7	2.9	
	消費者物価指数	2.7	2.7	2.1	1.7	1.9	2.1	2.2	2.2	2.6	2.0	

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

ユーロ圏各国の実質GDP(前期比年率)



【マーケット・ホット・トピック】  
＜スペインの実質GDP成長率＞

スペインでは、1~3月期の実質GDPが前期比年率+1.6%と6年ぶりの高い伸び。同国では、労働コストの削減により対外競争力が高まり、輸出が増加傾向にあるほか、雇用・所得環境の悪化一服を背景に、個人消費が持ち直し。

フランスやイタリアの1~3月期の実質GDPの伸びは、スペインを下回るとみられ、構造改革を着実に実行してきた重債務国が、改革を先延ばしにしてきた中核国に対し、景気回復ペースで上回る局面に。

欧州金利見通し：

ECBは超低金利政策を維持する見込み

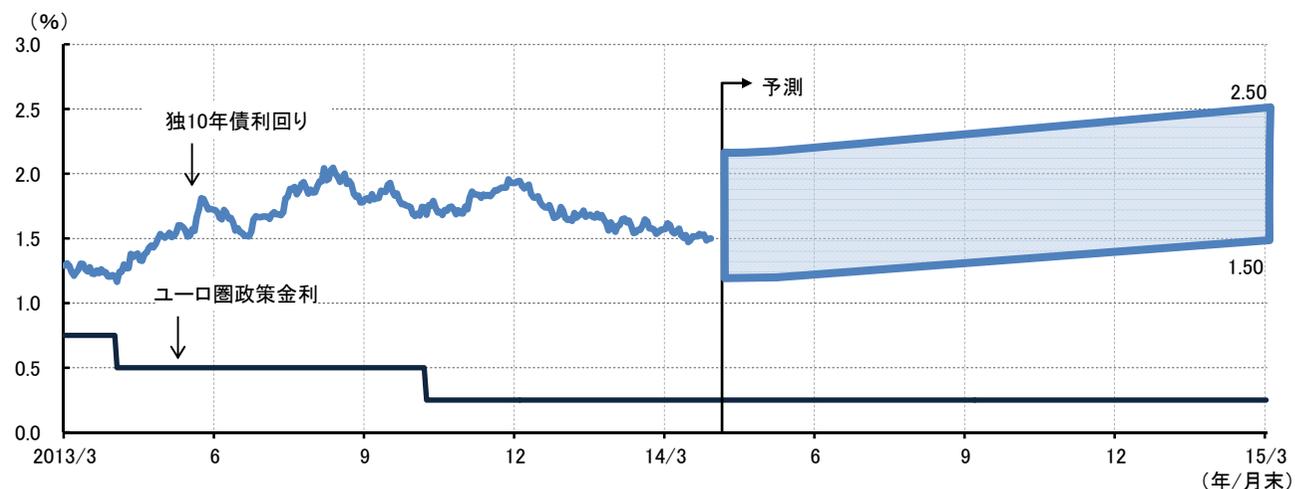
欧州では、緩やかながらも景気の回復傾向が持続すると見込まれることから、ECBは、当面、現状の金融政策を維持する見込み。もっとも、ディスインフレのもと、追加緩和も辞さない姿勢を堅持。インフレ率の更なる低下やバランスシート圧縮に伴う短期金利の上昇が見込まれれば、新たな流動性供給策を打ち出す可能性も。

独10年債利回りは、短期的にはウクライナ情勢が金利低下に作用。その後も、ユーロ圏でディスインフレ傾向が続くなか、ECBによる超低金利政策の長期化を背景に、当面1%台後半を中心とした推移が続く見通し。

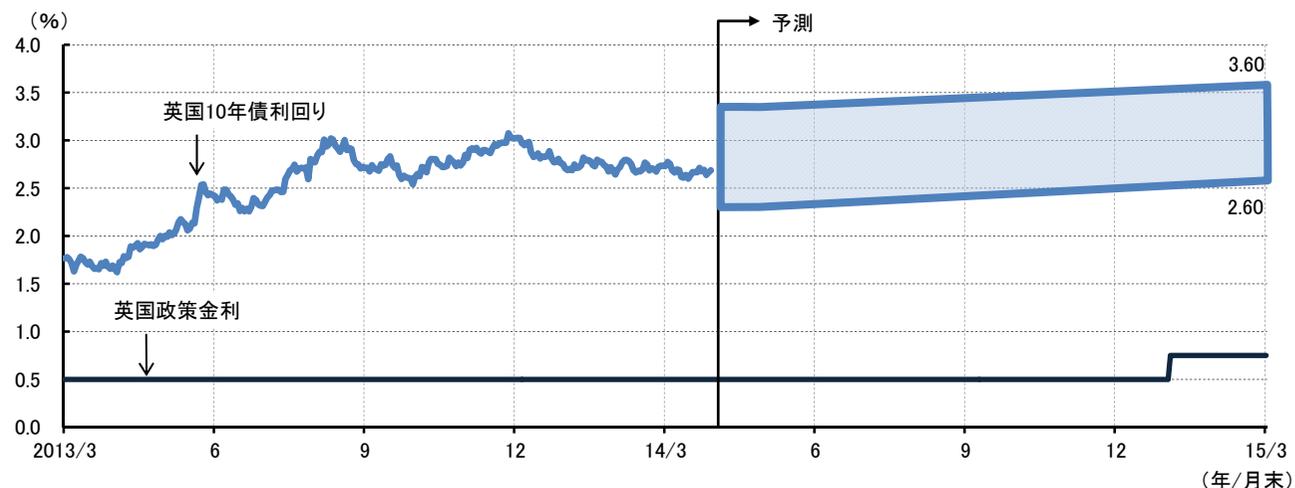
BOEは、当面、緩和的な金融政策を維持するものの、堅調な景気回復を背景に、2015年初めには利上げに踏み切る見込み。

英10年債利回りは、先行き、英国景気の回復を背景に上昇が見込まれるものの、BOEが利上げを急がない姿勢を示すなか、上昇ペースは緩やかにとどまる見込み。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



原油市場動向：原油価格

徐々に価格押し上げ圧力が増大へ

米国 → 欧州 → 原油

＜原油市況＞

4月のWTI原油先物価格は、月半ばにかけて、ウクライナ情勢の緊迫化やドル安、米景気指標の改善などを背景に、105ドル近くまで上昇。もっとも、その後は原油在庫の積み上がりを主因に、100ドル前後まで弱含む展開に。

＜投机筋・投机資金の動向＞

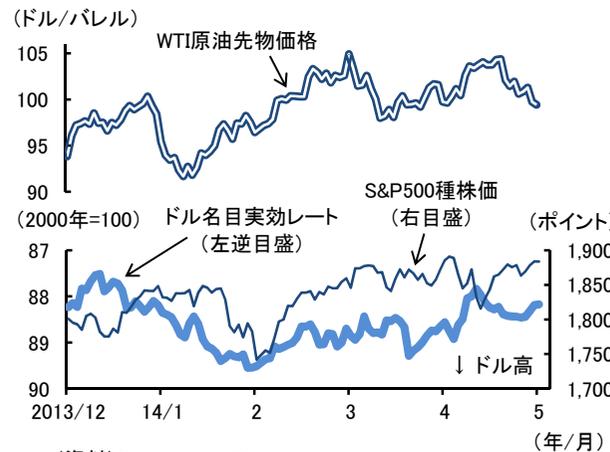
投机筋の買い越し幅は、3月下旬以降、ウクライナ情勢の緊迫化などを背景に、再び増勢に転化。

＜原油価格見通し＞

WTI先物は、新興国景気の減速懸念や米国での原油生産の拡大、イラクやリビア、イランでの原油生産の回復期待などが、価格押し下げに作用。

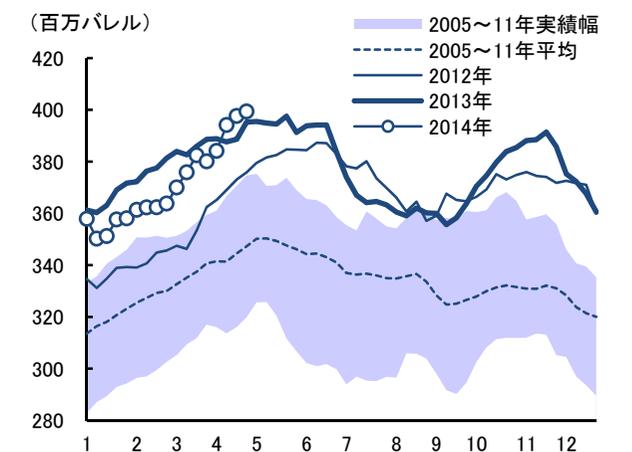
一方で、中東や北アフリカ、ロシアをめぐる地政学リスクが依然として残存。米国景気の回復基調の強まりや、米国内陸部からメキシコ湾岸への原油パイプラインの新規稼働による原油在庫の減少期待など、価格押し上げ要因も顕在化していくとみられ、上値余地は徐々に拡大へ。

原油価格と株価・為替レート



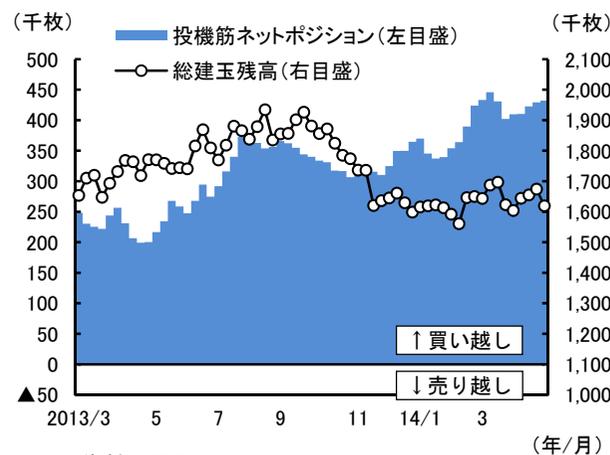
(資料) Bloomberg L.P.  
(注)ドル名目実効レートは、JPモルガンチェース銀行算出。

米国の原油在庫



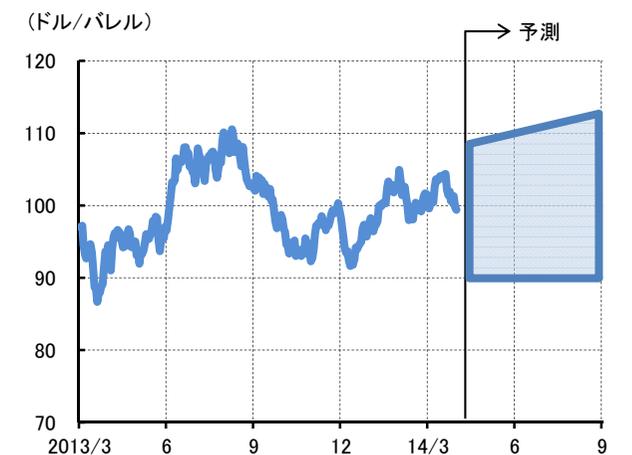
(資料) EIA (各年/月)

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：米国のシェールオイル開発

# 資源開発の加速が続けば、原油輸入依存度が大幅に低下する可能性も

米国

欧州

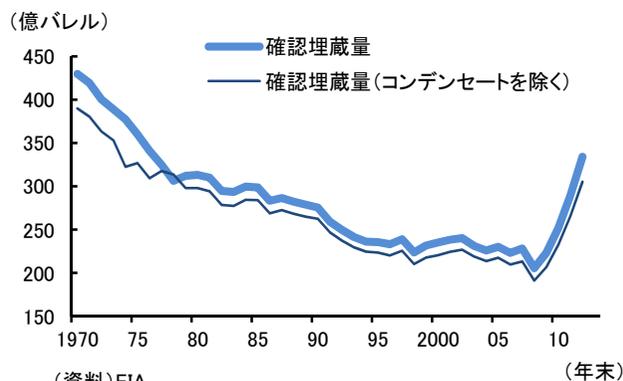
原油

米エネルギー省エネルギー情報局（EIA）が4月10日に、2012年末の原油・天然ガスの国内埋蔵量を公表。米国の原油埋蔵量は、2010年以降、大幅に増加し、2012年には1976年以来の水準まで回復。背景には、①採掘技術の向上により、シェールオイルを中心とした新規油田の開発が急速に進んだこと、②原油価格の高止まりが、そうした高コストな油田開発を可能としたこと、などが指摘可能。2012年には、埋蔵量増加分の8割強をシェールオイルが占める格好に。

また、EIAは、同時期に公表した長期エネルギー見通しで、シェールオイルを中心とした資源開発が、原油生産・輸入量に与える影響を分析。採掘技術の向上や新たな油田の開発などで資源開発が基準ケースより進み、資源量が上振れるケースでは、長期的に生産量の増加が続き、2030年代半ばには米国の原油輸入依存度がほぼゼロになるとの見通しを提示。

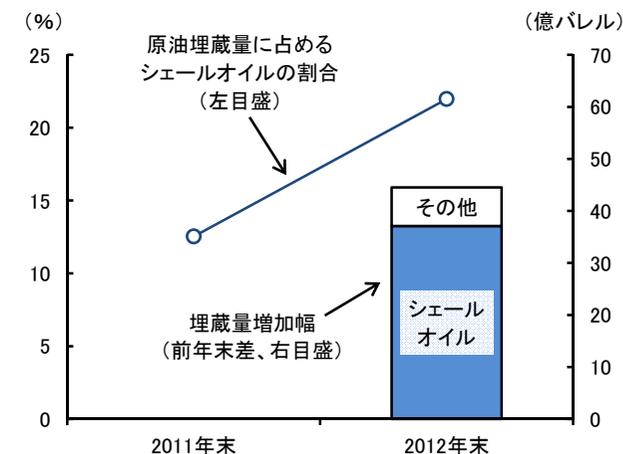
同見通しは、生産量の基準ケースからの上振れが極めて大きく、楽観的な前提に依拠したものといえるものの、シェール革命が米国の原油生産に与える潜在的な影響の大きさを示唆する内容に。

### 米国の原油埋蔵量



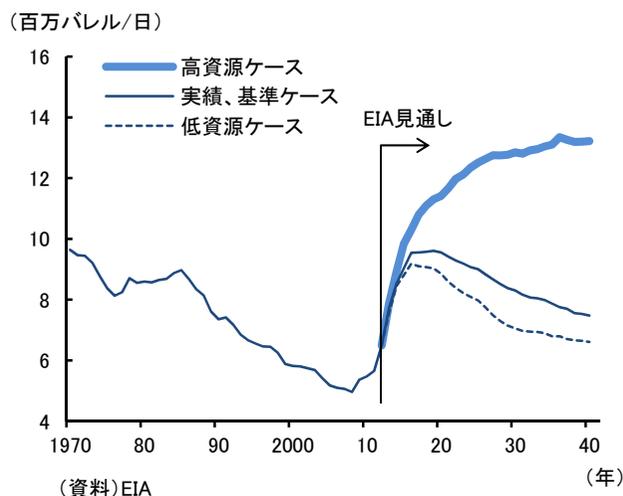
(資料)EIA  
(注1)確認埋蔵量は、現在の経済的・技術的条件のもとで、回収確実性の高い埋蔵量を指す。  
(注2)コンデンセートは、ガス田から液体分として産出される原油。NGL(天然ガス液)の一種。

### 米国のシェールオイルの確認埋蔵量



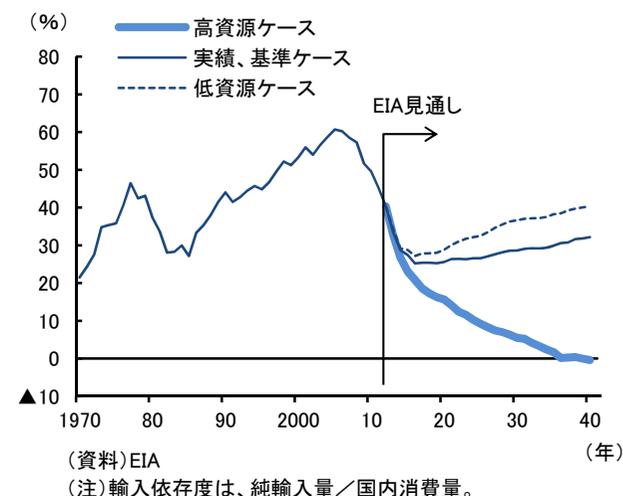
(資料)EIA

### 米国の原油生産量



(資料)EIA

### 米国の原油輸入依存度



(資料)EIA

(注)輸入依存度は、純輸入量/国内消費量。

### 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)	F F 0/N (%)	LIBOR 3ヵ月 (%)	国債 10年物 (%)	N Y ダウ 工業株 (ドル)	S&P500	EONIA (%)	EURIBOR 3ヵ月 (%)	独国債 10年物 (%)	英国債 10年物 (%)	ユーロ・ スツックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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	106.24	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