

---

# 欧米経済展望

2014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 | 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12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：

# 雇用者数の伸びは堅調に推移。製造業生産には底堅さ

米国

欧州

原油

### ＜雇用環境＞

10月の非農業部門雇用者数は、前月差+21.4万人とやや増勢が鈍化。もっとも、20万人を下回る伸びにとどまっていた8月分が上方修正され、寒波の影響はく落した2月以降9ヵ月連続で20万人を超える伸びとなるなど、雇用者数の伸びは総じて堅調に推移。

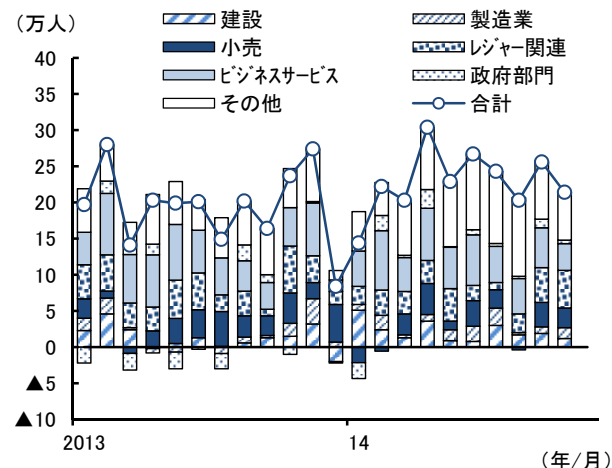
また、失業率は、労働参加率が上昇するなかでも、就業者数の増加を主因に5.8%まで低下し、リーマン・ショック前の2008年7月以来の低水準に。

### ＜企業部門＞

10月の鉱工業生産は、前月比▲0.1%と、2ヵ月ぶりのマイナスに。鉱業が2013年10月以来の大幅な減少となり、原油価格下落による影響が生じている可能性。一方、自動車・部品はやや軟調な推移が続いているものの、製造業は総じて底堅く推移。製造業の景況感は堅調に推移しており、先行きも製造業生産は回復の動きが続く公算。

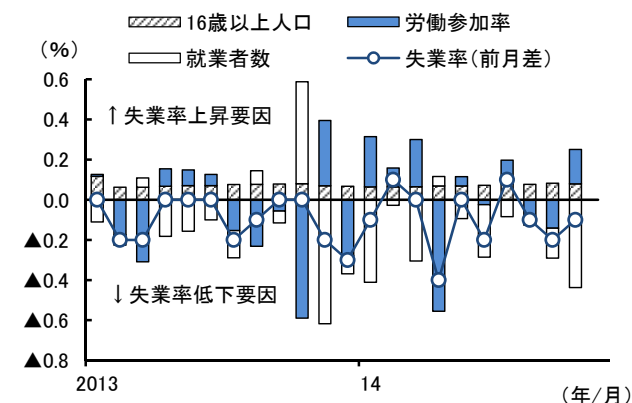
ただし、欧州・新興国景気の下振れ懸念の高まりを背景に、輸出受注指数の伸び悩みが続いており、先行き輸出は減速感が強まる恐れ。

### 非農業部門雇用者数(前月差)



(資料)Bureau of Labor Statistics

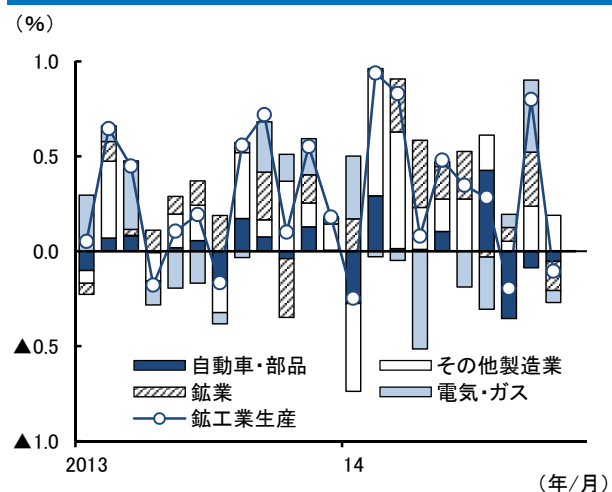
### 失業率の要因分解



(資料)Bureau of Labor Statistics

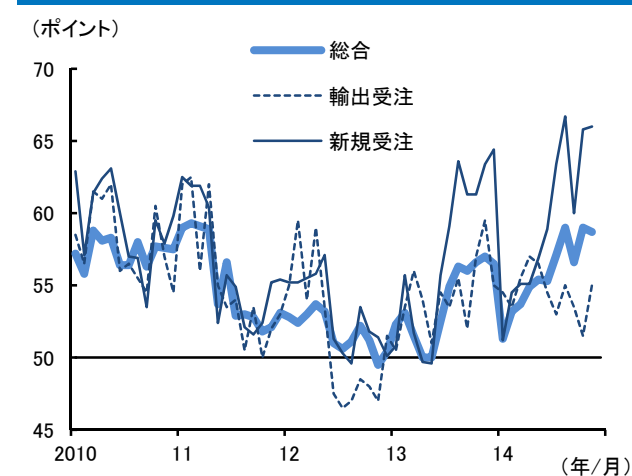
(注)2013年10、11月は、政府機関一部閉鎖の影響により数値に歪みが生じている可能性。

### 鉱工業生産(前月比)



(資料)FRB

### ISM製造業景況指数



(資料)ISM

## 米国経済の現状：

# 家計部門は底堅く推移。住宅市場では持ち直しの動きが持続

米国

欧州

原油

## ＜家計部門＞

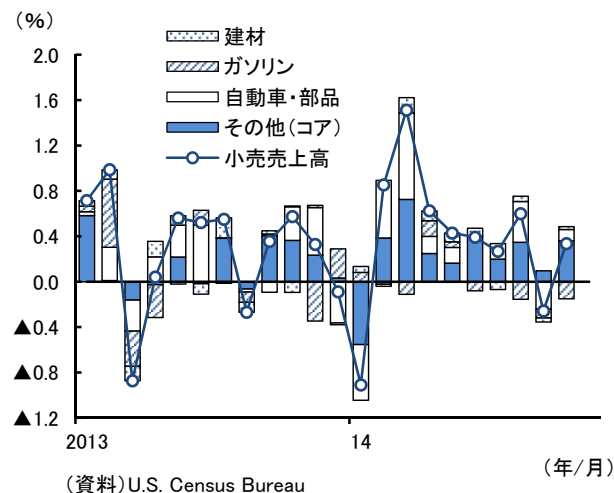
10月の小売売上高は、前月比+0.3%と前月のマイナスから持ち直し。原油価格の下落を背景に、ガソリン支出が減少したものの、自動車・部品のプラス転化やコア売上高の増勢加速が増加をけん引。また、消費者マインドは株価の上昇やガソリン価格の低下などを受け、高水準で推移しており、先行き個人消費は底堅く推移する見込み。

## ＜住宅市場＞

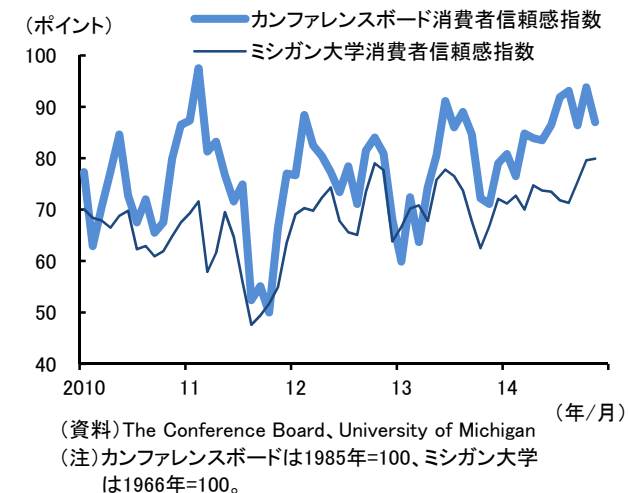
住宅市場では持ち直しの動きが持続。10月の住宅販売件数は年率572万戸と、主力の中古住宅が堅調に推移し、2013年半ばの直近ピークまで回復。また、住宅建設業者の販売見込みも改善傾向にあることから、住宅販売は緩やかな増加が続く見込み。

一方、住宅着工件数は、変動の大きい集合住宅の減少を受け弱含み。もっとも、一戸建て住宅の着工件数は増加傾向が続いているほか、住宅着工に先行する住宅着工許可件数が堅調に推移していることから、着工件数の落ち込みは一時的にとどまる公算。

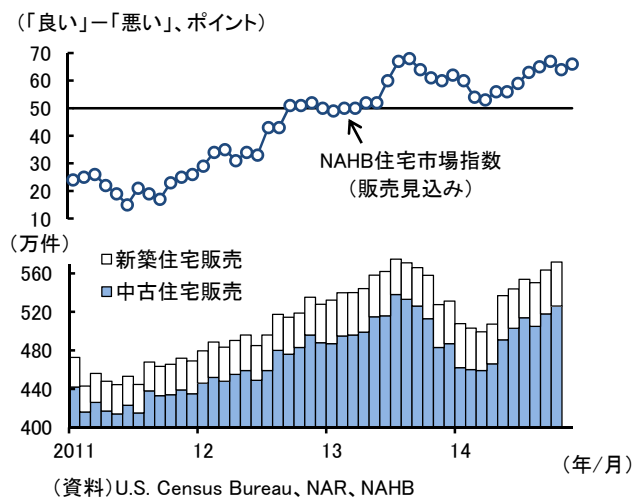
## 小売売上高(前月比)



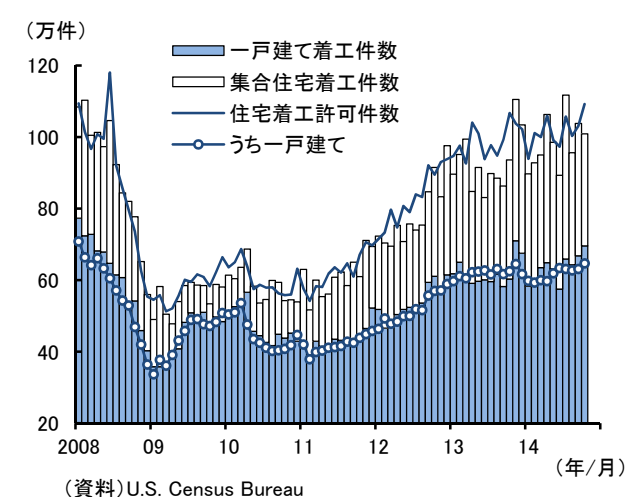
## 消費者マインド(期待指数)



## 住宅販売実績と販売見込み



## 住宅着工件数と着工許可件数



## 米国トピックス①：雇用環境

# 時間当たり賃金は伸び悩むも、労働時間・雇用者数が賃金総額を押し上げ

米国

欧州

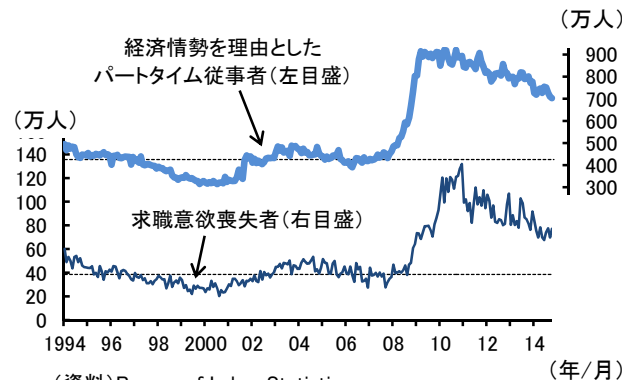
原油

米労働市場では、依然として「雇用の質」の改善は道半ば。経済情勢を理由にやむを得ずパートタイムに従事する人や、就業を希望しているものの、希望する職が見つからず職探しを断念した求職意欲喪失者は、依然として過去の平均を大きく上回る水準で推移。こうしたパートタイム従事者や求職意欲喪失者の高止まりが、労働需給の緩和に作用し、賃金の伸び悩みが長期化。2014年入り以降は、むしろ時間当たり賃金の伸びが、やや低下傾向に。

一方、労働時間は、厳しい寒波の影響を主因に2014年初めに大きく落ち込んだものの、その後回復に転じ、足許でやや水準を切り上げ。また、雇用者数は、14年2月以降、9ヵ月連続で月20万人を超える伸びとなるなど、総じて堅調に推移。企業の採用見通しは、大企業・中小企業ともに改善傾向にあり、先行きも雇用者数は堅調な伸びが続く見込み。

以上を踏まえ、雇用者の賃金総額をみると、時間当たり賃金による押し上げが緩慢にとどまる一方、春先以降、労働時間や雇用者数の伸びが賃金総額の押し上げに寄与。緩やかながら賃金総額の伸びの拡大が、先行き個人消費の下支えに作用する見通し。

## パートタイム従事者と求職意欲喪失者数

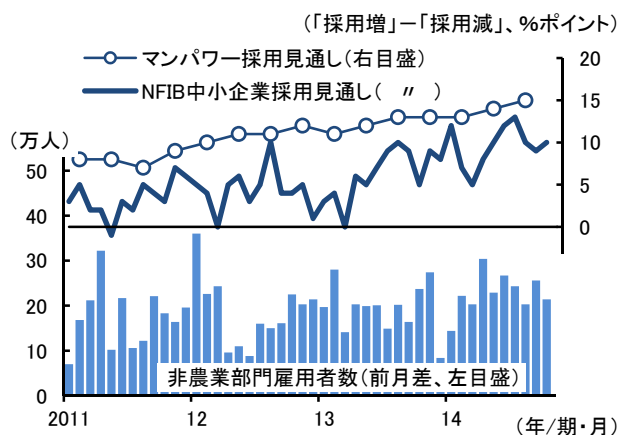


(資料) Bureau of Labor Statistics

(注1) 求職意欲喪失者は、就業を希望するものの、経済情勢などを理由に希望する職が見つからず、職探しを断念した者。

(注2) 点線は、1994～2008年の平均。

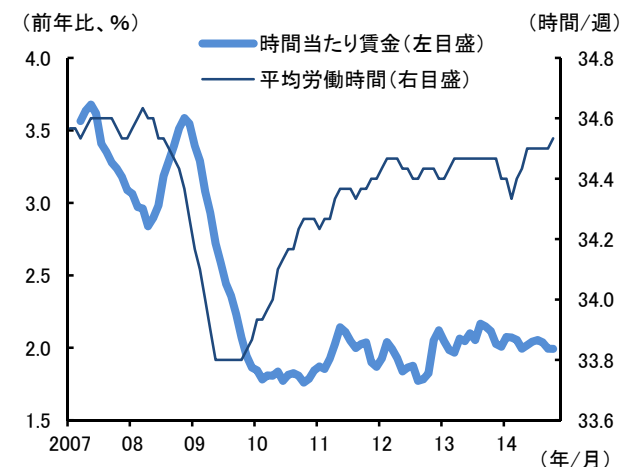
## 非農業部門雇用者数と企業の採用見通し



(資料) マンパワー、NFIB、Bureau of Labor Statistics

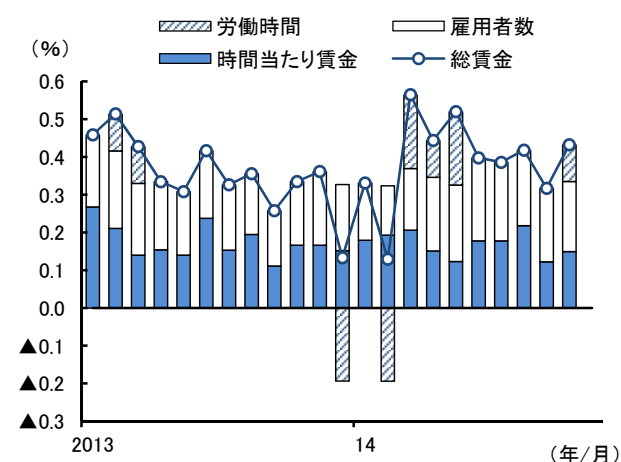
(注) マンパワーは翌四半期、NFIBは今後3ヵ月の採用見通し。

## 時間当たり賃金と平均労働時間(3ヵ月平均)



(資料) Bureau of Labor Statistics

## 週当たり賃金総額(3ヵ月平均、前月比)



(資料) Bureau of Labor Statisticsをもとに日本総研作成

## 米国トピックス②：財政政策

# 財政をめぐる大きな混乱が再び生じる可能性は小さいと予想

米国

欧州

原油

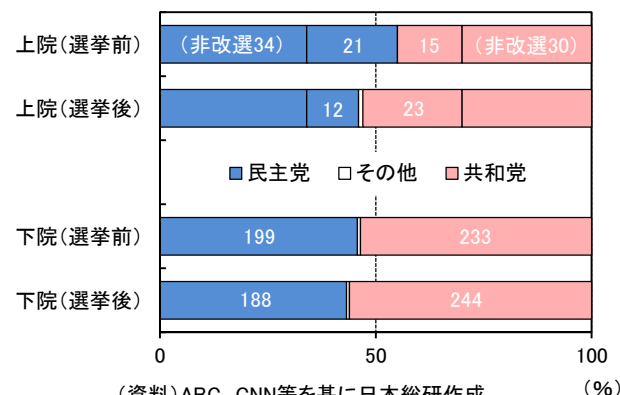
11月4日に実施された中間選挙では、共和党が上下院ともに過半数を獲得。

当面の財政政策をめぐる①12月11日に期限切れとなる暫定予算の延長、②2015年3月半ばの債務上限の引き上げ（財務省の緊急措置等を勘案すると、実質的な引き上げ期限は15年夏から秋となる見込み）、③15年9月末にかけての16年度予算案の策定、が焦点となるなか、上下両院の過半数を握る共和党とオバマ大統領の対立が先鋭化する懸念も。

もともと、これまで財政政策をめぐる混乱が政治に対する国民の不信、とりわけ、共和党への批判を招来。2016年の大統領選を見据え、大統領・共和党ともに世論の批判を招きかねない強硬姿勢はとりづらく、財政をめぐる大きな混乱が再び生じる可能性は小さいと予想。

なお、政府支出面では、税収の増加などから財政赤字が縮小するなか、2011年以降減少が続いていた裁量的支出が、15年には増加に転じる見込み。強制歳出削減の継続などを背景に、増加ペースの加速は期待し難いものの、先行き政府支出の削減による景気下押し圧力は緩和に向かう見通し。

### 中間選挙の結果

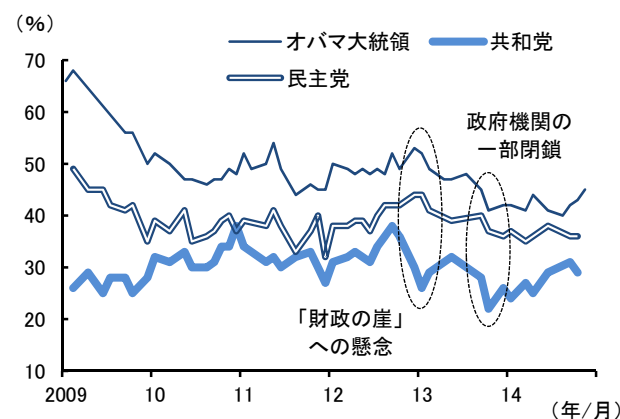


### 当面の主な財政・政治日程

|            |                               |
|------------|-------------------------------|
| 2014年9月19日 | 暫定予算案成立(12月11日分まで)            |
| 11月4日      | 中間選挙                          |
| 12月11日     | 暫定予算の期限切れ                     |
| 2015年3月15日 | 債務上限の引き上げ期限                   |
| 夏～秋ごろ      | 財務省の緊急措置等を勘案した実質的な債務上限の引き上げ期限 |
| 9月末        | 2016年度予算案の策定期限                |
| 2016年2月～   | 大統領予備選挙の開始                    |
| 11月8日      | 大統領選挙                         |

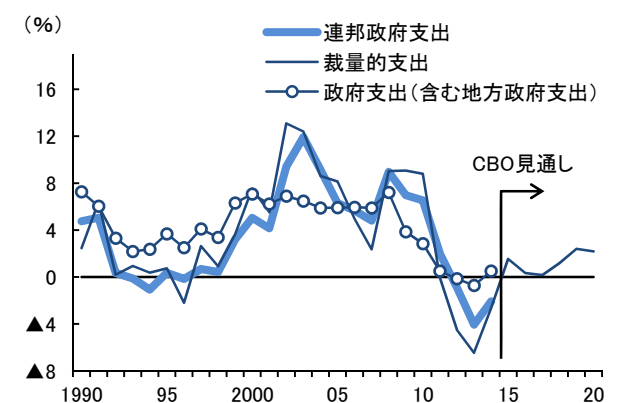
(資料) 各種報道等をもとに日本総研作成

### オバマ大統領、民主・共和党の支持率



(資料) Wall Street Journal、NBCをもとに日本総研作成  
(注) 大統領、各政党に対する「Very Positive」、「Somewhat Positive」との回答の合計。

### 政府支出と裁量的支出(前年比)



(資料) Bureau of Economic Analysis、CBO  
(注) CBO見通しは、2014年8月時点の法制度を前提とした見通し。

## 米国景気・金利見通し：

## 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雇用環境の改善を背景とした個人消費の堅調さ、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を受けた設備投資の増加などから、回復基調が持続。

もっとも、2015年初めにかけては、「雇用の質」の改善の遅れを背景とした賃金の伸び悩みが景気の重石に。15年春以降は、賃金の上昇明確化に伴い個人消費の増勢が強まる見込みながら、輸入の増加がGDPの下押しに作用。この結果、総じて3%前後の成長ペースが続く見通し。

### <金利見通し>

FEDは、資産買い入れ（QE3）を2014年10月に終了。もっとも、「雇用の質」への懸念やディスインフレ圧力が根強く残るなか、実質ゼロ金利政策の解除やバランスシートの規模縮小は、賃金の上昇ペース加速が明確化する2015年夏以降になるとみられ、当面、極めて緩和的な政策スタンスを維持。

長期金利は、新興国・欧州景気の減速懸念や地政学リスクの残存、原油価格の急落を受けたディスインフレ懸念の高まりなど、当面下押し圧力が残存。2015年春先以降は、米国景気の回復基調が強まるのに伴い、緩やかに上昇していく見通し。

### 米国経済・物価見通し

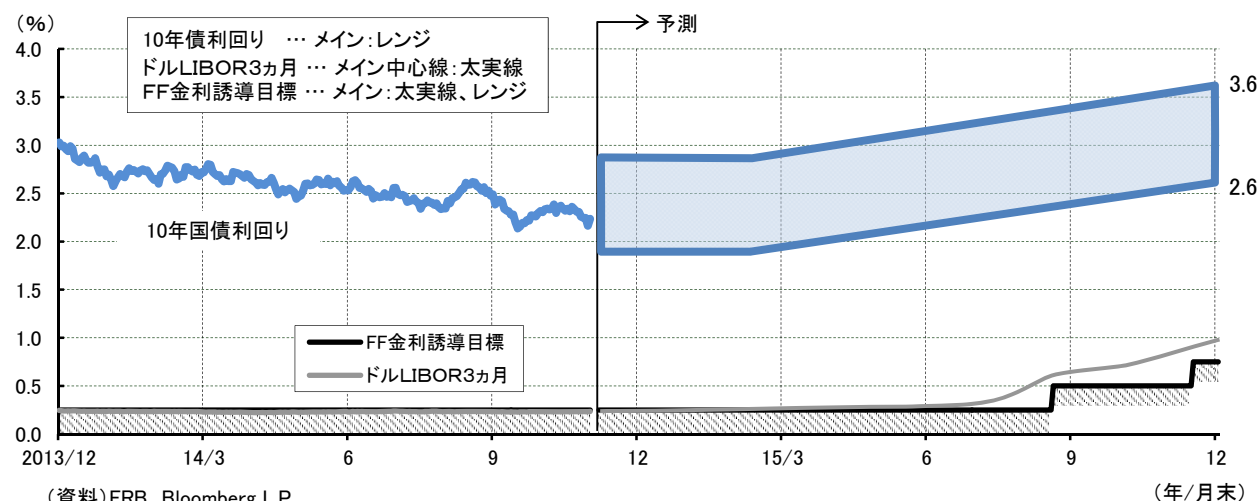
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

|            | 2014年 |       |       |       | 2015年 |       |       |       | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|            | 1~3   | 4~6   | 7~9   | 10~12 | 1~3   | 4~6   | 7~9   | 10~12 | (実績)  | (予測)  | (予測)  |
|            | (実績)  |       |       |       | (予測)  |       |       |       |       |       |       |
| 実質GDP      | ▲ 2.1 | 4.6   | 3.9   | 2.8   | 2.9   | 3.0   | 3.1   | 2.9   | 2.2   | 2.3   | 3.1   |
| 個人消費       | 1.2   | 2.5   | 2.2   | 2.7   | 2.9   | 3.3   | 3.1   | 2.9   | 2.4   | 2.3   | 2.9   |
| 住宅投資       | ▲ 5.3 | 8.8   | 2.7   | 7.4   | 8.0   | 8.0   | 7.5   | 7.0   | 11.9  | 1.7   | 7.1   |
| 設備投資       | 1.6   | 9.7   | 7.1   | 6.4   | 5.5   | 5.8   | 5.6   | 5.1   | 3.0   | 6.2   | 6.2   |
| 在庫投資       | ▲ 1.2 | 1.4   | ▲ 0.1 | 0.0   | 0.1   | 0.0   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.0   | 0.1   |
| 政府支出       | ▲ 0.8 | 1.7   | 4.2   | ▲ 0.4 | ▲ 0.1 | 0.1   | 0.1   | 0.1   | ▲ 2.0 | ▲ 0.1 | 0.5   |
| 純輸出        | ▲ 1.7 | ▲ 0.3 | 0.8   | ▲ 0.0 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | ▲ 0.2 | 0.2   | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 |
| 輸出         | ▲ 9.2 | 11.1  | 4.9   | 4.4   | 5.2   | 6.1   | 6.4   | 6.5   | 3.0   | 3.2   | 5.8   |
| 輸入         | 2.2   | 11.3  | ▲ 0.7 | 3.9   | 5.3   | 6.6   | 6.5   | 6.5   | 1.1   | 3.6   | 5.1   |
| 実質最終需要     | ▲ 1.0 | 3.2   | 4.1   | 2.8   | 2.8   | 3.0   | 3.0   | 2.8   | 2.2   | 2.2   | 3.0   |
| 消費者物価      | 1.4   | 2.1   | 1.8   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.8   | 2.0   | 1.5   | 1.7   | 1.8   |
| 除く食料・エネルギー | 1.6   | 1.9   | 1.8   | 1.7   | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 2.0   | 1.8   | 1.8   | 1.9   |

(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.

## FED WATCH :

# 原油価格の下落やドル高の進行を受け、ディスインフレ懸念が再び台頭

米国

欧州

原油

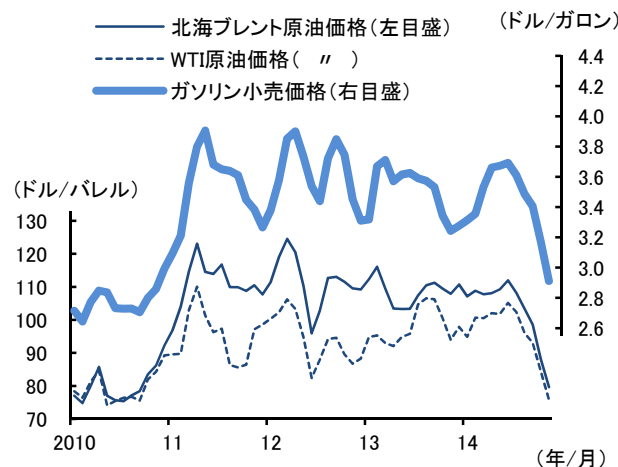
米国では、原油価格の急落やドル高の進行などを背景に、インフレ率の鈍化懸念が急速に台頭。

原油価格の下落を受け、ガソリン価格が2010年11月以来約4年ぶりの水準まで低下しているほか、先行きラグを伴って、ドル高が輸入物価の下押しに作用し始める見込み。こうしたなか、消費者や市場参加者のインフレ期待に低下の兆し。

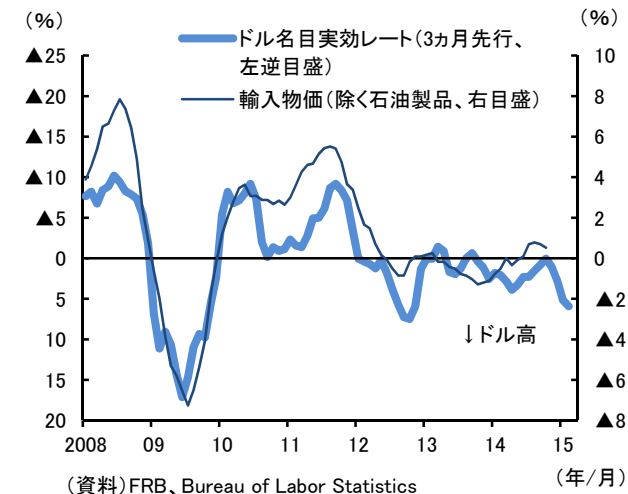
10月のFOMC声明では、「インフレ率が2%を下回り続ける可能性は、今年初め以降、やや低下した」との従来の判断が維持されたものの、同FOMCの議事録には、「多くの参加者が、インフレ期待の下方シフトの可能性を示唆する動きに引き続き注意を払うべきと指摘した」と記されており、FOMCメンバーの間でも、低インフレへの懸念が高まっていることを示唆。

2014年入り以降、インフレ率が持ち直しに転じるなか、利上げ開始時期をめぐる議論では「雇用の質」の行方に注目が集まりがちであったものの、再びインフレ動向も注視が必要に。

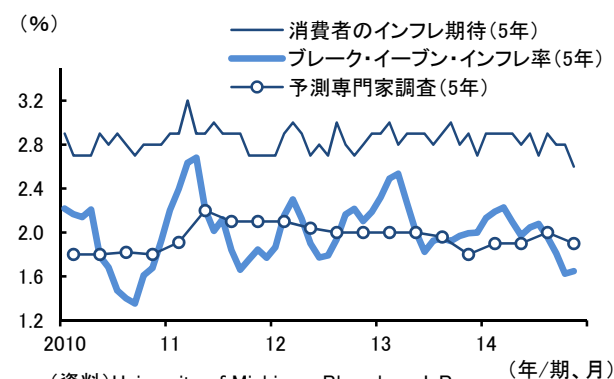
## 原油価格とガソリン価格



## 為替レートと輸入物価(前年比)



## 期待インフレ率



(注) 消費者のインフレ期待はミシガン大学調べ。予測専門家調査はフィラデルフィア連銀調べのPCEデフレーター見通し。ブレーク・イーブン・インフレ率は、5年債利回り-5年物価連動債利回り。

## 最近のFOMCメンバーの主な発言

シカゴ連銀エバンズ総裁(11月7日)  
「(米国景気の先行きには)楽観的なものの、インフレ率は当面目標とする2%を下回る水準にとどまる見込み。(利上げについては)異例に忍耐強くあるべき」

ボストン連銀ローゼングレン総裁(11月10日)  
「インフレ率が目標とする2%に向かっていくとより有力な証拠が得られるまで、緩和策の終了には忍耐強くあるべき」

ニューヨーク連銀ダドリー総裁(11月13日)  
「早すぎる利上げのリスクは、遅すぎる場合に比べてかなり大きい」、「当面、景気の小幅な過熱を容認するメリットは大きい」

ミネアポリス連銀コチャラコタ総裁(11月13、18日)  
「(低インフレが続くとの)見通しに基づくと、2015年の利上げは不適切」、「目標を下回るインフレ率の推移が長期化すれば、FRBのインフレ目標に対する信頼性が損なわれる恐れ」

(資料) FRB、各種報道等をもとに日本総研作成

## 欧州経済の現状：

# ユーロ圏は低成長が持続

米国 欧州 原油

ユーロ圏は、低成長が持続。ドイツでは、7～9月期の実質GDP成長率が前期比年率+0.3%にとどまったほか、イタリアでは、マイナス成長が持続。

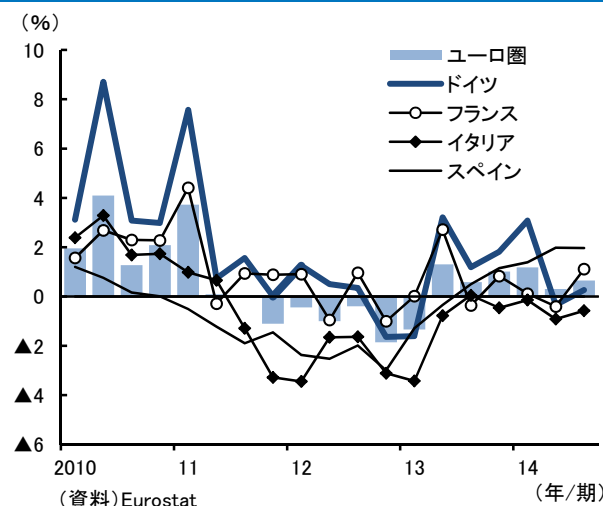
## <家計部門>

こうしたなか、ドイツでは、失業率が低下傾向をたどり、2%を上回る賃金の伸びが続くなど、雇用・所得環境の改善傾向が持続。足許、家計の所得見通しや購買意欲は依然として高水準で推移しているほか、2015年1月の全国一律の最低賃金の導入により賃金上昇圧力が高まると見込まれることから、家計部門は堅調さを維持する見込み。もっとも、地政学リスクや外需の先行き懸念は残存しており、輸出の減速による企業部門の弱含みが、雇用・所得環境へ波及し、家計部門に下押し圧力が加わる可能性も。

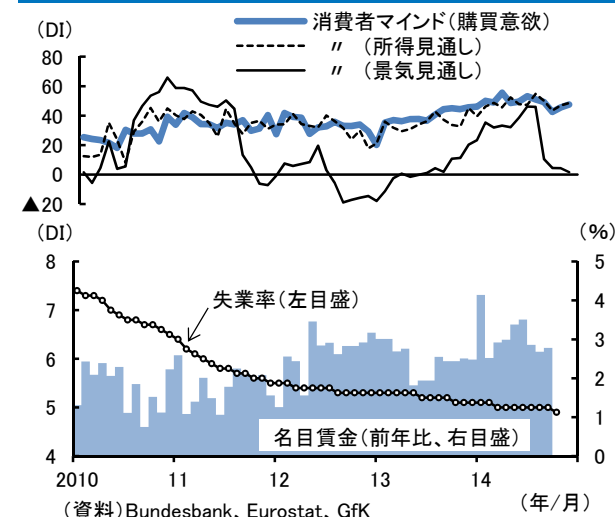
## <物価>

ドイツを除くユーロ圏主要国では、内需の低迷によりデフレーション傾向が持続。税制の影響を除いたコア・インフレ率をみると、スペインではマイナス圏での推移が続いているほか、2013年末以降、フランスやイタリアでは伸びが一段と鈍化。先行き、ユーロ安による物価の押し上げが期待される一方、エネルギー価格の下落が下押しに作用する見込み。

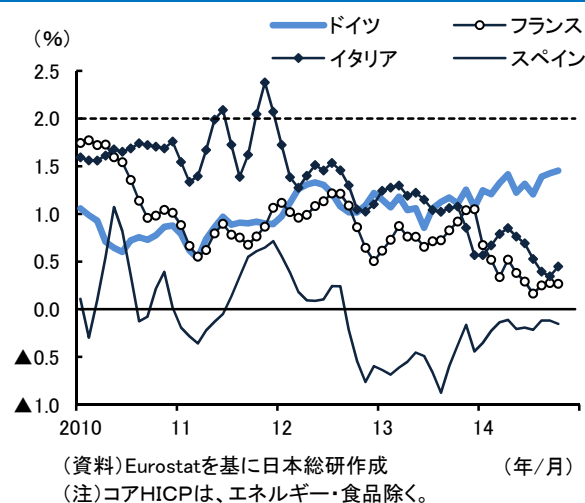
## 実質GDP成長率(前期比年率)



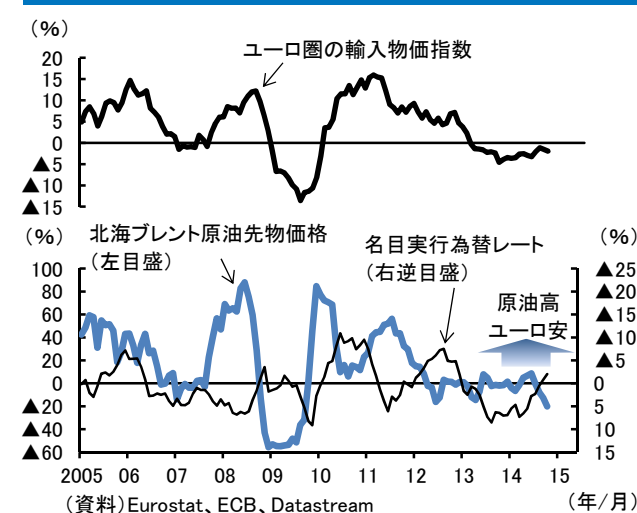
## ドイツの家計部門



## 税制除くコアHICP(前年比、後方3ヵ月平均)



## ユーロ圏の輸入物価と原油、為替(前年比)



## 欧州トピックス：設備投資

# 先行き懸念残存で、設備投資の大幅な拡大は見込めず

米国

欧州

原油

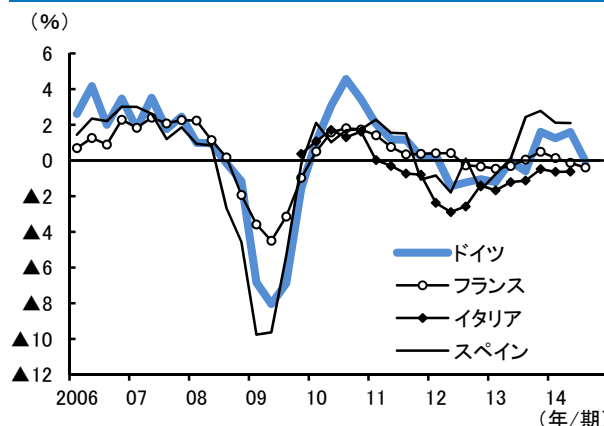
欧州委員会は11月26日、3年間で総額3,150億ユーロの官民投資計画を発表。足許で低迷している投資を底上げし、経済成長への弾みをつけることを企図。

足許、ユーロ圏主要国の設備投資は、フランスやイタリアで低迷が続いているほか、ドイツでも2014年夏以降弱含み。内外需要の低迷や労働コストの高止まりを背景とした企業の営業利益率の低迷持続、新興国景気の減速やロシア・ウクライナ問題の長期化により、企業マインドが悪化したことが主因。スペイン以外の国々では、14年夏以降、新規受注も弱含んでおり、今後数ヵ月間は、企業活動の低迷が続く見込み。

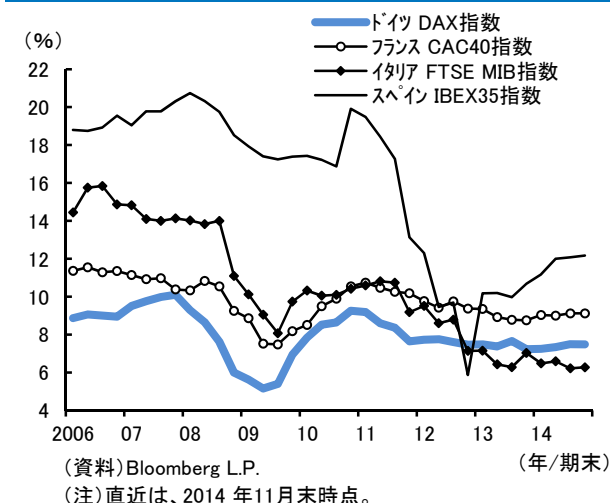
その後についても、企業の投資意欲の盛り上がりは期待薄。ドイツ以外の国々では、企業債務の高止まりが続いており、企業部門のバランスシート調整は依然として道半ばの状態。また、新興国景気の顕著な持ち直しや、ロシア・ウクライナ問題の早期解決が見通し難いなか、当面、企業を取り巻く不透明感が残存し続ける見通し。

以上を踏まえると、欧州委員会の投資促進策による設備投資の押し上げ効果は、限定的となる公算。

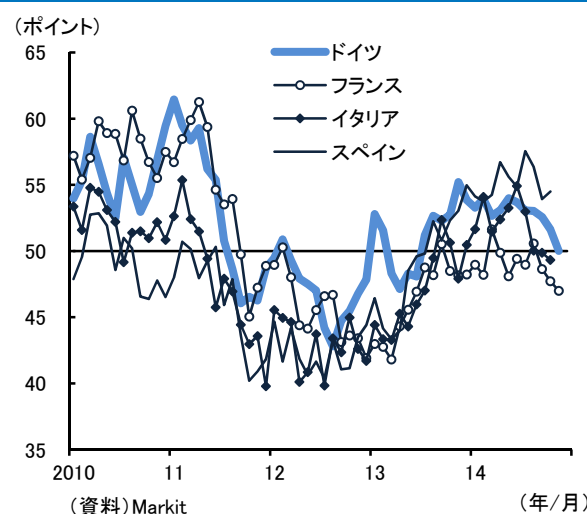
設備投資(前期比3期平均)



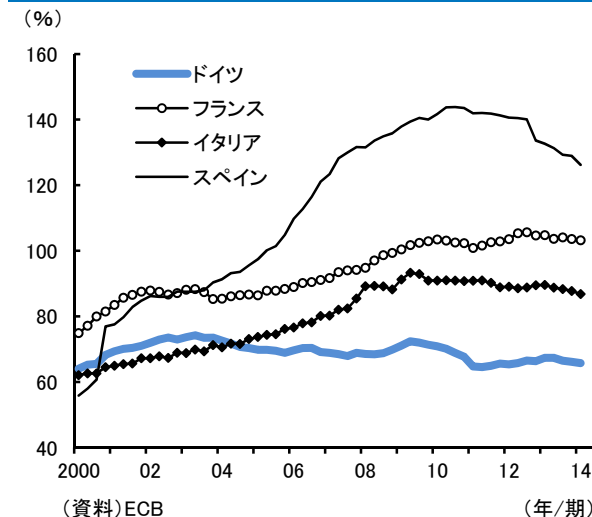
主要株式指数構成企業の営業利益率



企業の新規受注見通し



非金融企業の債務残高(対名目GDP比)



## 英国経済の現状：

# 資産効果が減衰するなか、個人消費の回復ペースは減速へ

米国

欧州

原油

### <家計部門>

英国では、個人消費を中心に景気回復傾向が持続。もともと、これまで消費を押し上げてきた資産効果に陰り。株価の上昇ペースが減速するなか、個人消費の増加に対する株高の寄与は縮小。また、住宅価格は、BOEの住宅ローン規制などを背景に上昇ペースが鈍化傾向にあることから、先行き、個人消費の増加に対する寄与は縮小する見込み。

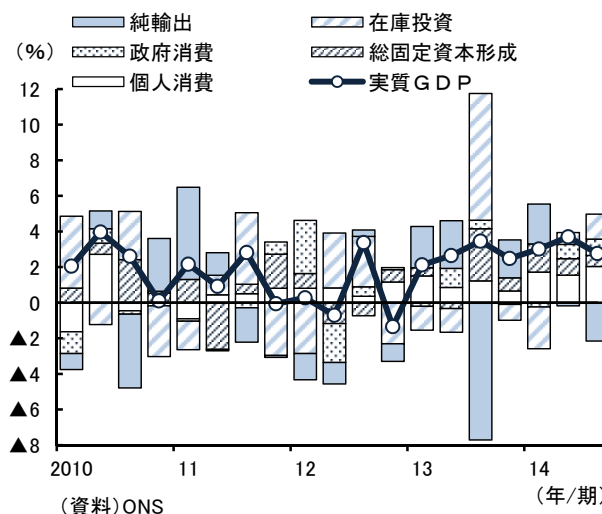
一方、賃金の伸び悩みが続いており、所得の増加による消費の押し上げ効果は小幅にとどまっている状況。失業率が低下傾向にあることから、賃金への上昇圧力は徐々に高まるとみられるものの、パートタイム比率の高止まりなどにより賃金が伸びにくい構造となっていることから、大幅かつ早期の賃金の上昇は期待薄。

以上を踏まえると、賃金の伸び悩みが続くなか、資産効果の減衰により、先行き、個人消費の回復ペースは減速する見込み。

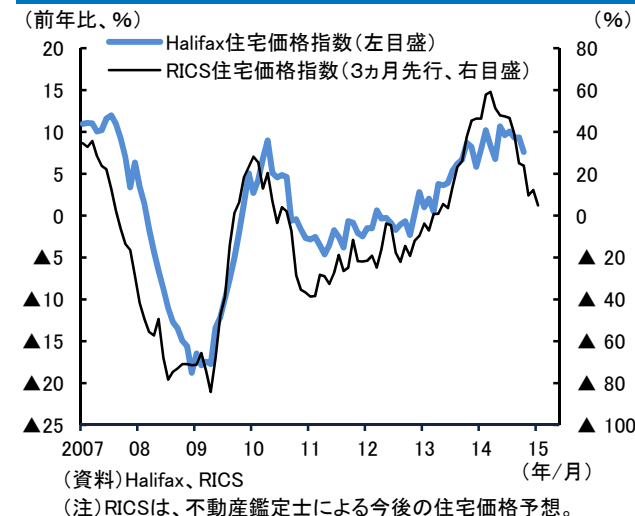
### <輸出>

英国では、9月にスイス向け輸出が大幅に伸びたものの、2014年夏以降、総じて輸出が弱含み。先行き、米国やドイツ向け需要は持ち直すとみられるものの、欧州景気の伸び悩みにより、輸出の伸びは緩慢にとどまる見込み。

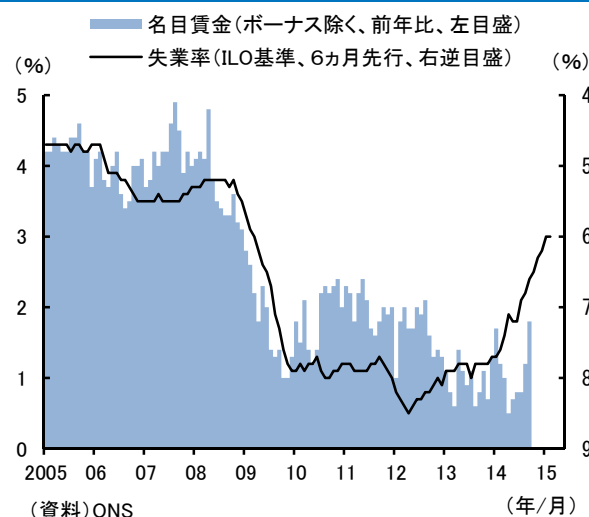
英国の実質GDP成長率(前期比年率)



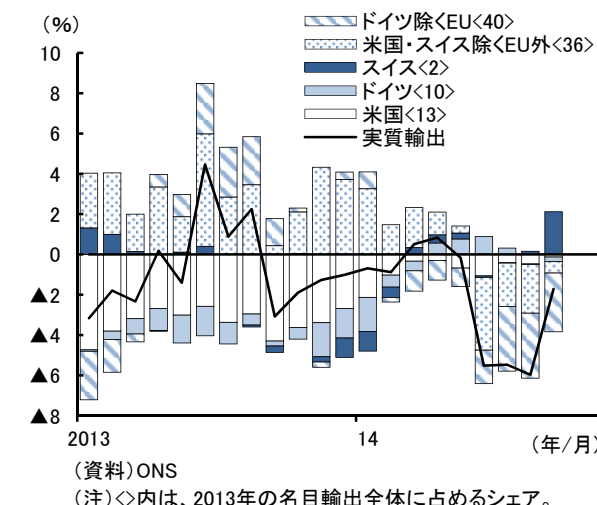
英国の住宅価格



英国の失業率と名目賃金



英国の実質輸出(前年比3ヵ月平均)



## 欧州経済見通し：

# 緩やかな回復傾向も、内需の伸び悩みにより低成長が持続

米国

欧州

原油

ドイツでは、個人消費が底堅さを維持するほか、先行きユーロ安などを背景とした輸出の持ち直しにより、再び回復基調に復帰する見込み。もっとも、域内外景気の持ち直しが緩慢ななか、輸出の増加ペースの加速は限定的で、回復ペースは緩やかにとどまる見込み。一方、ドイツ以外では、労働市場改革が進展したスペインやポルトガルで、回復の動きが続く公算ながら、フランスやイタリアでは、緊縮財政や失業率の高止まりが引き続き景気抑制に作用し、当面低成長から脱け出せない見込み。ユーロ圏全体では、1%前後の低成長が続く見通し。

インフレ率は、エネルギー価格の低下や、雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の低迷により、当面、ゼロ%台での推移が続く見通し。

英国では、BOEによる住宅購入支援策の打ち切りにより、住宅価格の上昇ペースが鈍化し始めるなか、当面、個人消費を中心に成長ペースが鈍化する見込み。もっとも、労働需給のひっ迫を受け、賃金の上昇ペースが徐々に高まるにつれて、2%台後半の成長ペースへ復帰する見通し。

インフレ率は、エネルギー価格の低下や賃金の持ち直しペースの緩慢さを背景に、2015年半ばにかけて、1%台半ばでの推移が続く見通し。

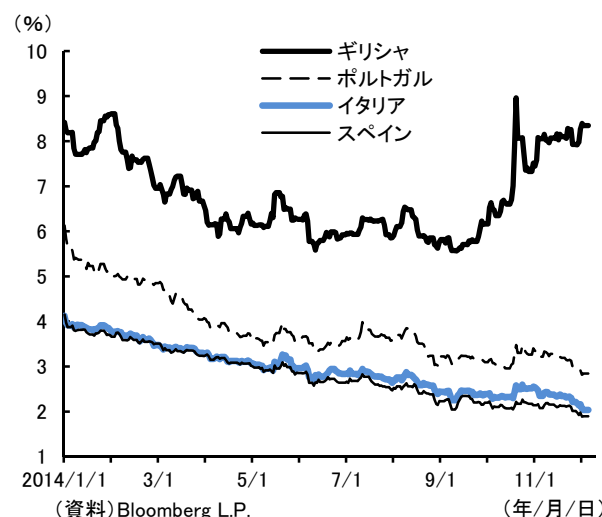
## 欧州各国経済・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

|      |         | 2014年 |       |     |       | 2015年 |     |     |       | 2013年 | 2014年 | 2015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   | 1.2   | 0.3   | 0.6 | 0.8   | 0.9   | 1.1 | 1.2 | 1.3   | ▲ 0.5 | 0.8   | 0.9   |
|      | 消費者物価指数 | 0.7   | 0.6   | 0.3 | 0.3   | 0.5   | 0.8 | 1.0 | 1.2   | 1.3   | 0.5   | 0.9   |
| ドイツ  | 実質GDP   | 3.1   | ▲ 0.3 | 0.3 | 0.6   | 1.0   | 1.3 | 1.5 | 1.6   | 0.1   | 1.4   | 0.9   |
|      | 消費者物価指数 | 1.0   | 1.0   | 0.8 | 0.6   | 0.8   | 1.1 | 1.3 | 1.5   | 1.6   | 0.8   | 1.2   |
| フランス | 実質GDP   | 0.1   | ▲ 0.4 | 1.1 | 0.4   | 0.9   | 1.0 | 1.1 | 1.1   | 0.3   | 0.4   | 0.8   |
|      | 消費者物価指数 | 0.9   | 0.7   | 0.5 | 0.5   | 0.5   | 0.6 | 0.8 | 1.0   | 1.0   | 0.6   | 0.7   |
| 英国   | 実質GDP   | 3.0   | 3.7   | 2.8 | 2.3   | 2.4   | 2.5 | 2.7 | 2.7   | 1.7   | 3.0   | 2.6   |
|      | 消費者物価指数 | 1.7   | 1.7   | 1.5 | 1.3   | 1.5   | 1.5 | 1.6 | 1.8   | 2.6   | 1.5   | 1.9   |

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

## 南欧諸国の10年債利回り



## 【マーケット・ホット・トピック】 ＜ギリシャ支援プログラム＞

ギリシャでは、EU・ECB・IMFのトロイカによる支援プログラムが12月末で期限を迎えるなか、その後の支援の是非を巡る議論が本格化。ギリシャ政府は、国民に不人気な緊縮策を伴う新たなプログラムの導入に否定的な姿勢を示す一方、トロイカは、依然として財政監視が必要との立場を堅持。同国では、15年1~3月期にも総選挙が実施される可能性が浮上しており、市場では、政治・財政政策に対する先行き不透明感から、ギリシャ債金利が再び上昇。現在のところ、他の南欧諸国の長期債利回りは落ち着いているものの、周辺国への波及リスクも踏まえ、ギリシャの動向には引き続き注視が必要。

## 欧州金利見通し：

# ECBによる超緩和的な金融政策が長期化する見通し

米国

欧州

原油

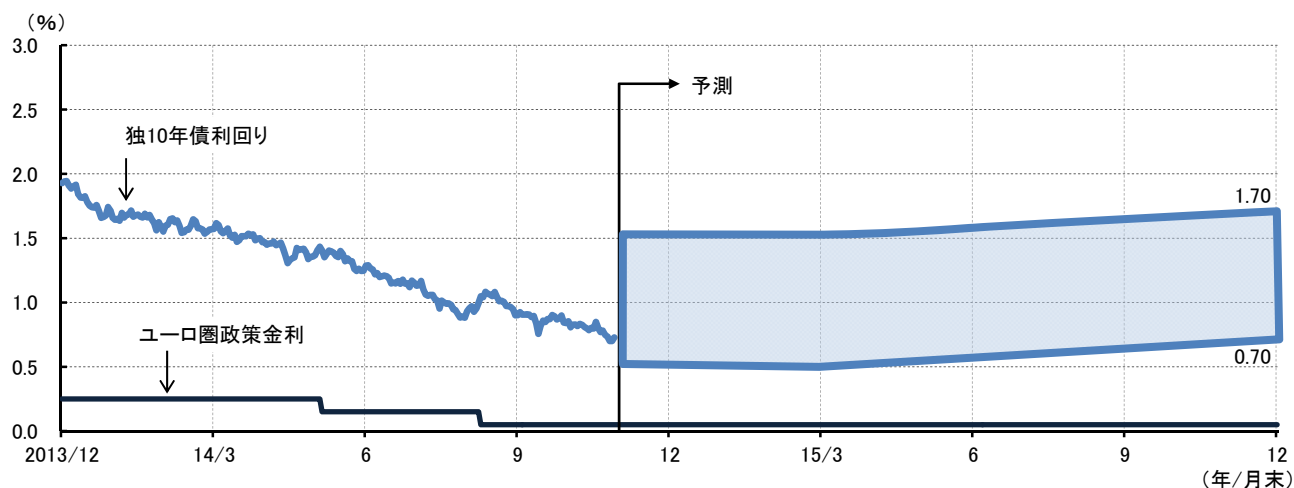
ECBは、当面、TLTROや資産担保証券（ABS）、カバードボンドの購入など一連の追加緩和策を着実に実行し、その効果を見極める姿勢を維持する見込み。大規模な国債購入を含む量的緩和については、財政支援にあたる懸念からドイツを中心に反対意見が根強いいため、慎重姿勢を維持する見込み。

独10年債利回りは、ECBによる超低金利政策の継続示唆や低調なユーロ圏景気、デysinフレ傾向を背景に、当面1%を中心とした推移が続く見通し。

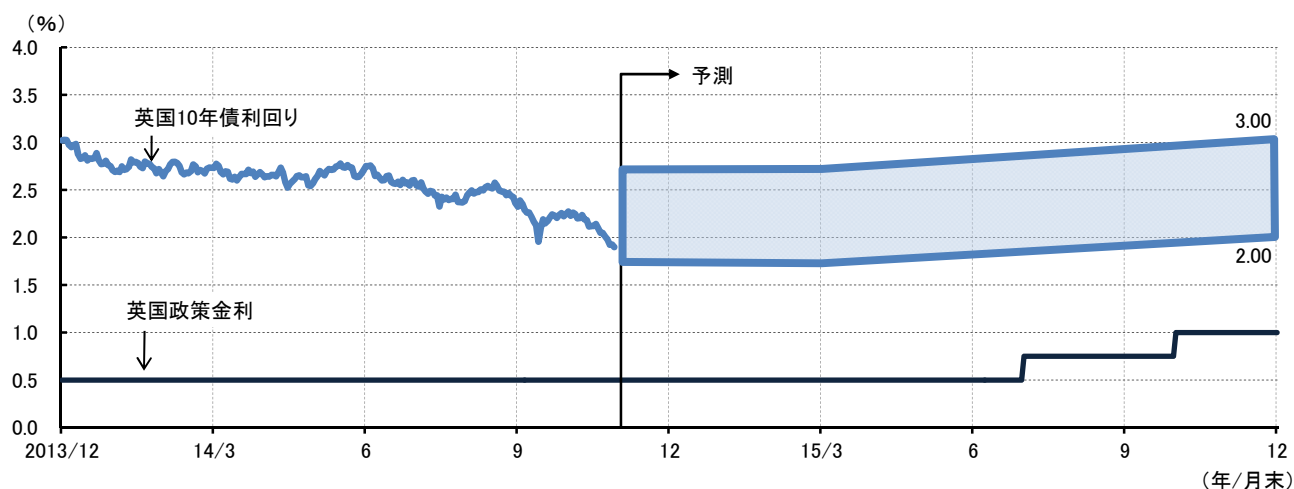
BOEは、当面、緩和的な金融政策を維持。インフレ率や賃金の伸びが低調にとどまっていることや、住宅価格の高騰が一服しつつあることを背景に、利上げ開始は2015年半ばとなる見通し。

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が利上げに慎重なスタンスを続けるなか、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

# 当面、低水準での推移が続く見通し

米国 欧州 原油

### <原油市況>

11月のWTI原油先物価格は、OPECの減産に対する消極姿勢や米原油在庫の増加などを受け、月半ばにかけて、70ドル台半ばまで下落。その後下げ渋る場面もみられたものの、27日に開催されたOPEC総会で生産枠の引き下げが見送られたことから、月末には、2009年9月以来の水準となる60ドル台半ばまで急落。

### <投機筋・投機資金の動向>

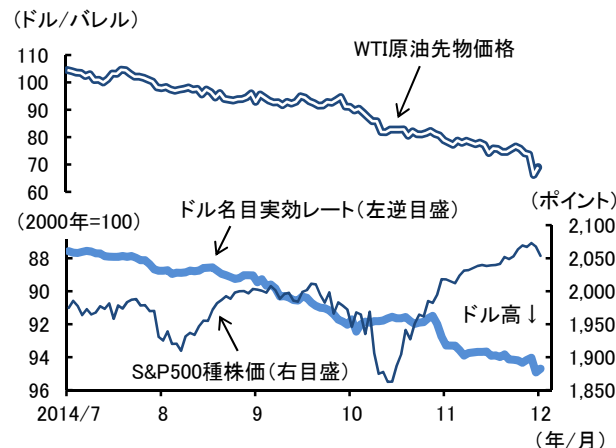
投機筋の買い越し幅は、先行き原油価格の上昇が見通し難いなか、縮小傾向が長期化。

### <原油価格見通し>

WTI先物は、新興国・欧州景気の減速懸念や米国での原油生産の拡大、イラクやリビアでの原油生産の回復などが、価格下押しに作用。一方、中東や北アフリカ、ロシアをめぐる地政学リスクが根強く残るほか、米国景気の回復基調の強まりが価格下支え要因に。

総じてみると、当面、60ドル台後半から70ドル台を中心とした低水準での推移が続く見通し。

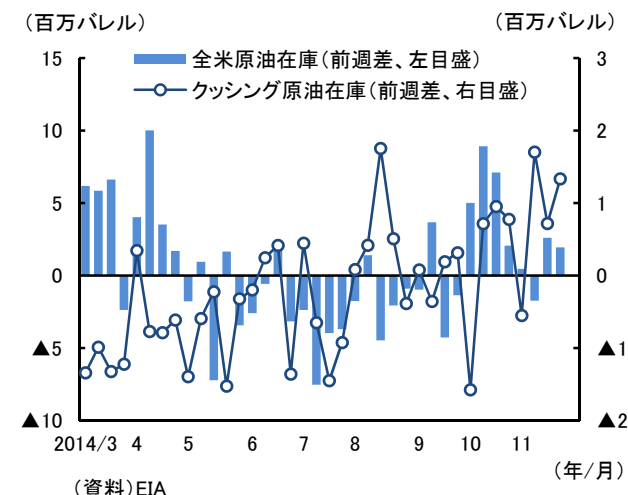
### 原油価格と株価・為替レート



(資料) Bloomberg L.P.

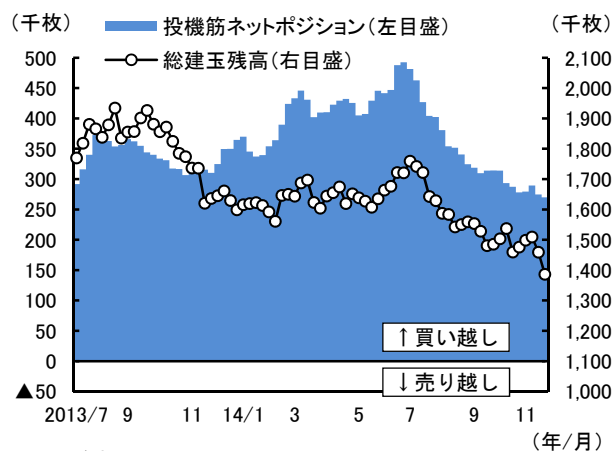
(注) ドル名目実効レートは、JPモルガンチェース銀行算出。

### 米国の原油在庫



(資料) EIA

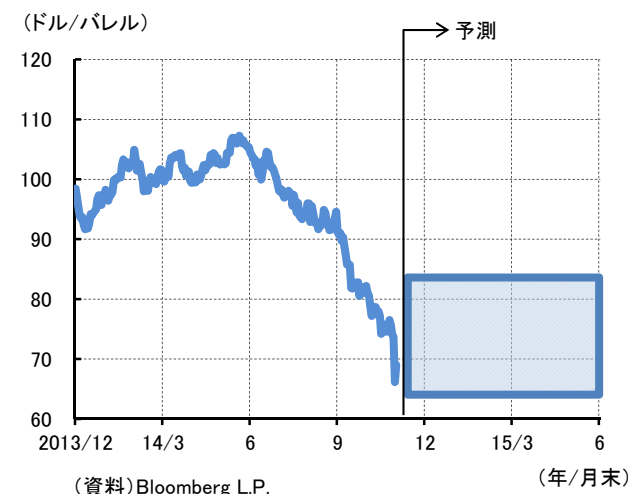
### WTI原油先物ポジション



(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.

## 原油市場動向：OPEC総会後の原油需給

## 米シェールオイル、リビア・イラクの生産動向、中国原油需要の行方が焦点に

米国

欧州

原油

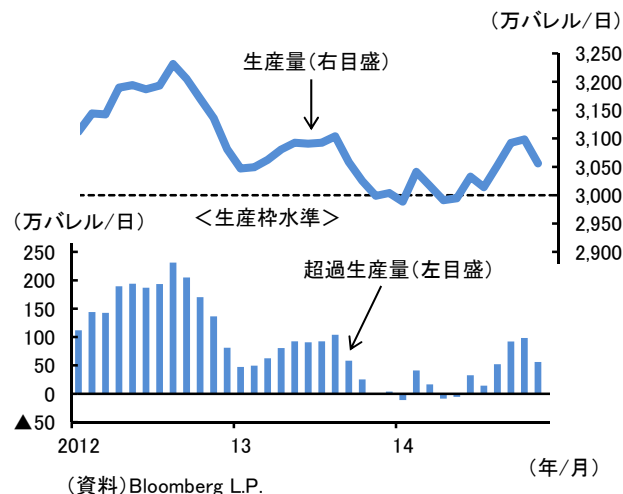
OPECは、11月27日の総会で、生産枠引き下げの見送りを決定。北海ブレンント原油価格が70ドル近くまで下落するなか、一部では減産に踏み切るとの見方も浮上していたものの、減産に踏み切った場合、実質的にその大半を担わざるを得ないサウジアラビアが反対姿勢を堅持。

ちなみに、現行の3,000万バレルの生産枠が順守されれば、OPECの原油生産量は50～100万バレル程度減少するとみられるものの、これまで生産枠の超過が常態化してきたことを踏まえると、厳格な生産枠の順守は見通せず。

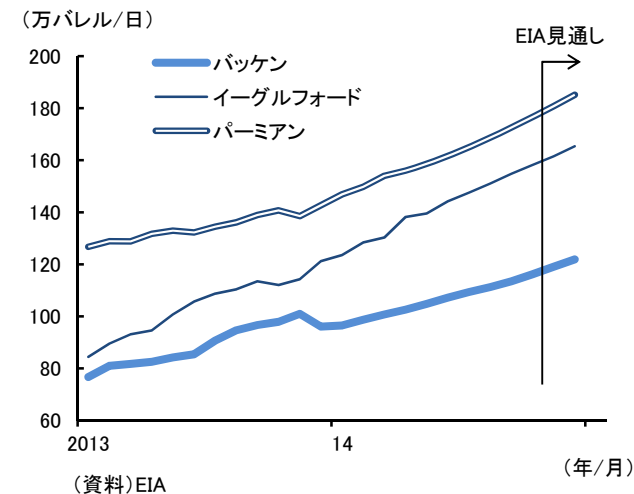
OPECの減産見送り決定を受け、供給面での当面の焦点は、原油価格が下落するなかでの米シェールオイルの生産動向や、依然として政情不安が根強く残るイラク・リビアの生産回復ペースに。一方、需要面では、成長ペースの鈍化が続く中国の原油需要の行方がカギに。

総じてみると、大幅な供給の下振れや需要の上振れは想定し難く、原油価格は押し上げ圧力に乏しい状況が続く見通し。

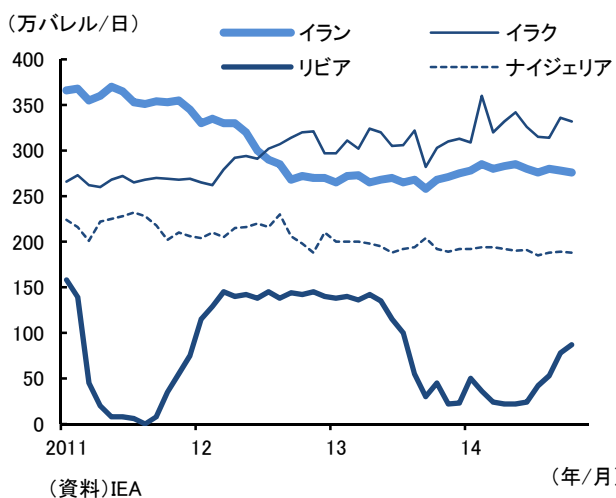
### OPECの原油生産量と生産枠



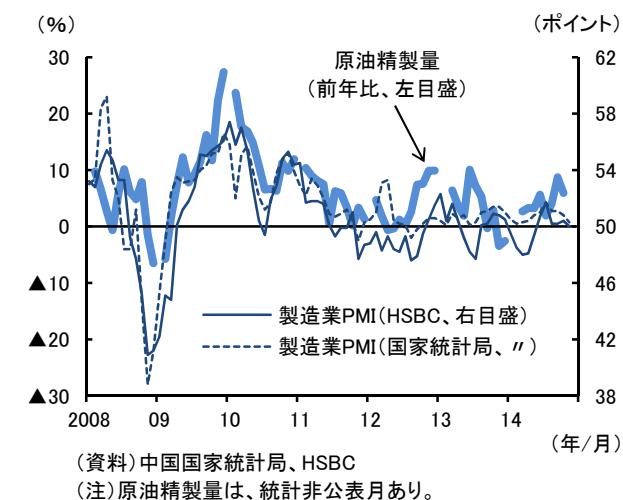
### 主な米シェールオイル生産地の原油生産量



### 政情不安国の原油生産量



### 中国の原油精製量と製造業PMI



# 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>スツックス50 | WTI<br>原油先物<br>(\$/B) | COMEX<br>金先物<br>(\$/TO) |
| 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                 |
| 13/10 | 97.83          | 133.43        | 1.3639         | 0.0700       | 0.22                | 0.63              | 14329.02          | 0.09           | 0.24                | 2.60              | 15289.29              | 1720.03 | 0.09         | 0.23                  | 1.81               | 2.69               | 2988.88         | 100.55                | 1315.91                 |
| 13/11 | 100.11         | 135.13        | 1.3497         | 0.0733       | 0.22                | 0.61              | 14931.74          | 0.08           | 0.24                | 2.71              | 15870.83              | 1783.54 | 0.10         | 0.22                  | 1.72               | 2.74               | 3055.98         | 93.93                 | 1275.16                 |
| 13/12 | 103.60         | 141.96        | 1.3703         | 0.0737       | 0.22                | 0.67              | 15655.23          | 0.09           | 0.24                | 2.89              | 16095.77              | 1807.78 | 0.17         | 0.27                  | 1.85               | 2.93               | 3010.20         | 97.89                 | 1221.66                 |
| 14/1  | 103.88         | 141.51        | 1.3623         | 0.0726       | 0.22                | 0.66              | 15578.28          | 0.07           | 0.24                | 2.85              | 16243.72              | 1822.36 | 0.20         | 0.29                  | 1.80               | 2.87               | 3092.40         | 94.86                 | 1243.85                 |
| 14/2  | 102.12         | 139.59        | 1.3670         | 0.0766       | 0.22                | 0.60              | 14617.57          | 0.07           | 0.24                | 2.70              | 15958.44              | 1817.03 | 0.16         | 0.29                  | 1.66               | 2.74               | 3085.87         | 100.68                | 1302.52                 |
| 14/3  | 102.36         | 141.52        | 1.3826         | 0.0721       | 0.21                | 0.62              | 14694.83          | 0.08           | 0.23                | 2.72              | 16308.63              | 1863.52 | 0.19         | 0.31                  | 1.59               | 2.72               | 3093.97         | 100.51                | 1334.83                 |
| 14/4  | 102.51         | 141.58        | 1.3811         | 0.0650       | 0.21                | 0.61              | 14475.33          | 0.09           | 0.23                | 2.69              | 16399.50              | 1864.26 | 0.25         | 0.33                  | 1.53               | 2.67               | 3171.53         | 102.03                | 1298.87                 |
| 14/5  | 101.84         | 139.85        | 1.3733         | 0.0676       | 0.21                | 0.59              | 14343.14          | 0.09           | 0.23                | 2.55              | 16567.25              | 1889.77 | 0.25         | 0.33                  | 1.40               | 2.62               | 3197.40         | 101.79                | 1288.29                 |
| 14/6  | 102.06         | 138.81        | 1.3601         | 0.0670       | 0.21                | 0.59              | 15131.80          | 0.10           | 0.23                | 2.59              | 16843.75              | 1947.09 | 0.08         | 0.24                  | 1.35               | 2.70               | 3271.69         | 105.15                | 1282.57                 |
| 14/7  | 101.75         | 137.74        | 1.3537         | 0.0658       | 0.21                | 0.54              | 15379.29          | 0.09           | 0.23                | 2.53              | 16988.26              | 1973.10 | 0.04         | 0.21                  | 1.20               | 2.63               | 3192.31         | 102.39                | 1311.82                 |
| 14/8  | 102.98         | 137.10        | 1.3314         | 0.0686       | 0.21                | 0.51              | 15358.70          | 0.09           | 0.23                | 2.41              | 16775.15              | 1961.53 | 0.02         | 0.19                  | 1.02               | 2.44               | 3089.05         | 96.08                 | 1295.73                 |
| 14/9  | 107.39         | 138.46        | 1.2895         | 0.0664       | 0.21                | 0.54              | 15948.47          | 0.09           | 0.23                | 2.52              | 17098.13              | 1993.23 | 0.01         | 0.10                  | 1.00               | 2.49               | 3233.38         | 93.03                 | 1237.99                 |
| 14/10 | 108.02         | 136.99        | 1.2682         | 0.0590       | 0.20                | 0.49              | 15394.11          | 0.09           | 0.23                | 2.29              | 16701.87              | 1937.27 | 0.00         | 0.08                  | 0.88               | 2.23               | 3029.58         | 84.34                 | 1223.11                 |
| 14/11 | 116.40         | 145.21        | 1.2475         | 0.0649       | 0.18                | 0.47              | 17179.03          | 0.09           | 0.23                | 2.32              | 17648.98              | 2044.57 | ▲ 0.01       | 0.08                  | 0.79               | 2.13               | 3126.15         | 75.81                 | 1177.00                 |