
欧米経済展望

2016年2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)

◆欧州経済担当 芝 亮行 (Tel : 03-6833-0489 Mail : shiba.akiyuki@jri.co.jp)

井上 肇 (Tel : 03-6833-0920 Mail : inoue.hajime@jri.co.jp)

◆原油市場担当 藤山 光雄

◆本資料は2016年2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：

企業部門の弱含みを背景に、GDP成長率は大きく減速。

米国

欧州

原油

<2015年10～12月期GDP速報>

◆輸出や在庫投資、設備投資の弱含みを受け、大きく減速

2015年10～12月期の実質GDPは前期比年率+0.7%と、7～9月期から大きく減速。輸出や在庫投資が弱含んだほか、設備投資も2012年7～9月期以来のマイナスに。もっとも、個人消費は前期比年率+2.2%と、底堅さを維持。

<家計部門>

◆個人消費の弱含みは、一時的にとどまる公算

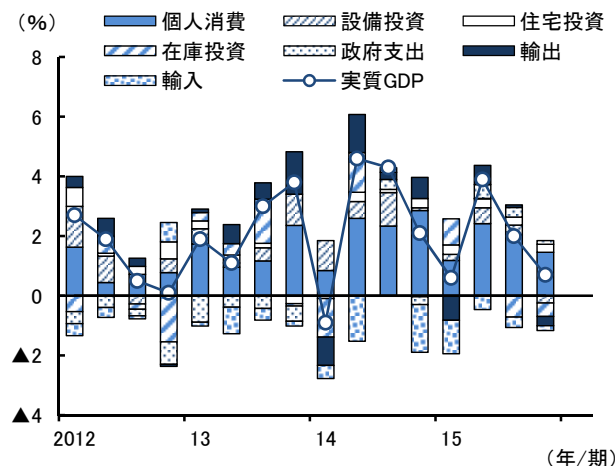
2015年12月の小売売上高は、前月比▲0.1%と弱含み。コア売上高も、10ヵ月ぶりとなるマイナスに。もっとも、内訳をみると、百貨店などの総合小売店や衣料品店の落ち込みが目立っており、平年対比極めて温暖であった気候の影響を大きく受けたものと判断。

<住宅市場>

◆住宅販売は底堅く推移

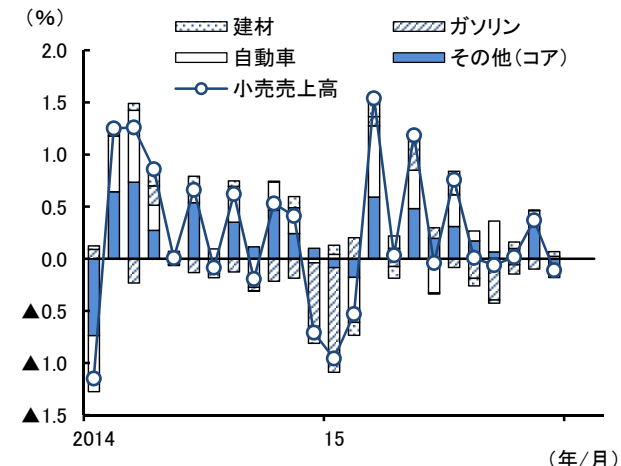
2015年12月の新築住宅販売件数は、54.4万件と大きく増加。また、11月に大きく減少していた中古住宅販売件数も、再び昨年秋の水準を回復しており、11月の大幅な落ち込みは、住宅ローンに関する規制変更への対応に伴う一時的なものとの見方を裏付け。

実質GDP成長率(前期比年率)



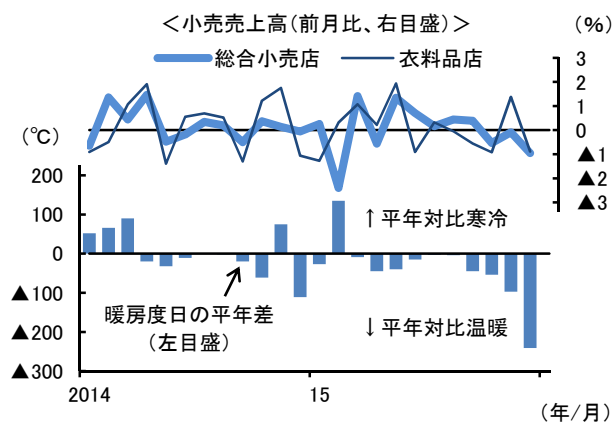
(資料) Bureau of Economic Analysis

小売売上高(前月比)



(資料) U.S. Census Bureau

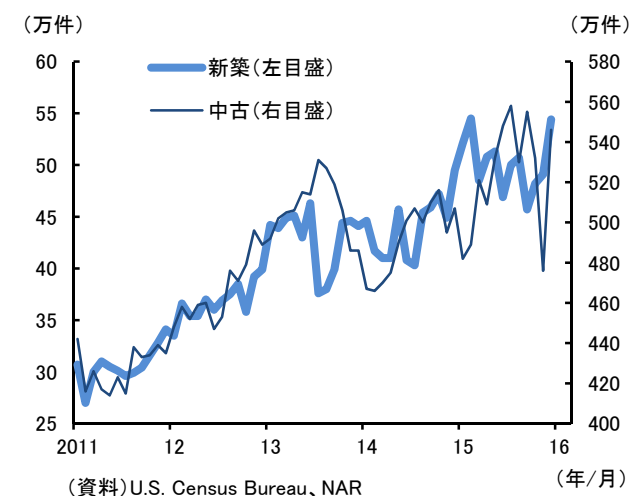
暖房度日の平年差と総合小売店・衣料品店の売上高



(資料) NOAA, U.S. Census Bureau

(注) 暖房度日は、1日の平均気温が華氏65°C (摂氏約18°C)を何°C下回ったかを累積した値。

住宅販売件数



(資料) U.S. Census Bureau, NAR

米国経済の現状：

製造業には依然として厳しさ。雇用・所得環境は改善傾向が持続

米国

欧州

原油

<企業部門>

◆製造業には厳しさが残存

2015年12月の鉱工業生産指数は前月比▲0.4%と、4ヵ月連続のマイナスに。原油安・暖冬による鉱業や電気・ガスの落ち込みが大きいものの、製造業も2ヵ月連続のマイナスとなるなど、総じて弱含み。

また、ISM製造業新規受注指数が景況判断の分かれ目となる「50」前後の低水準で推移しているほか、足許で地区連銀の製造業景況指数（6ヵ月先見通し）が大きく低下しており、当面、新興国景気の減速やドル高などを背景に、製造業には厳しさが残る見込み。

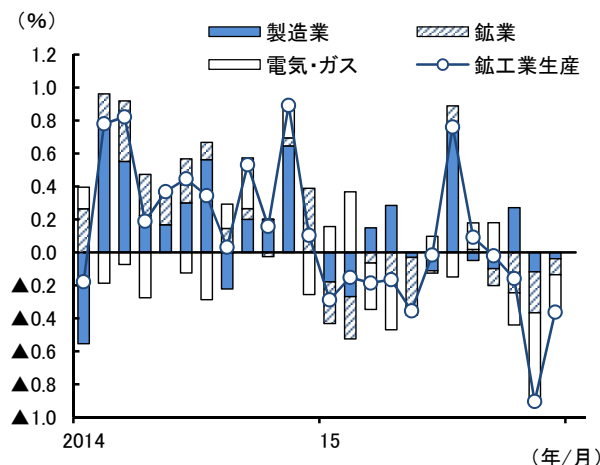
<雇用環境>

◆雇用者数は堅調な伸びが持続

2015年12月の非農業部門雇用者数は前月差+29.2万人と、3ヵ月連続で25万人を超える伸びに。企業の採用見通しも高水準にあり、先行きも雇用者数の伸びは堅調に推移する見込み。

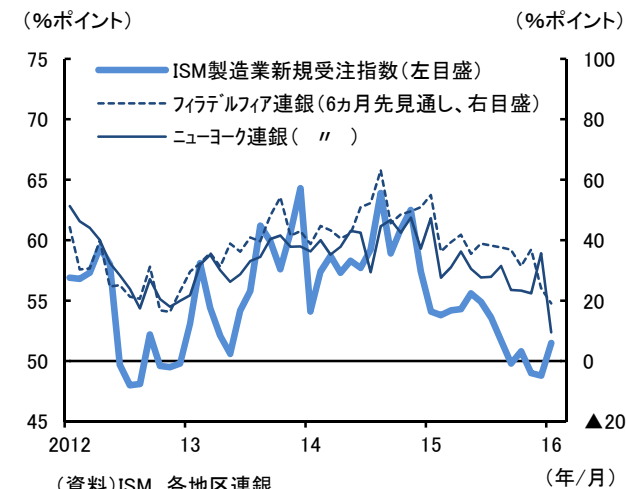
また、2015年半ば以降、最も重要な経営課題として「雇用の質」をあげる中小企業が一段と増加。先行き、質の高い労働者の確保を目的に、企業が賃上げに積極的になることを期待。

鉱工業生産指数(前月比)



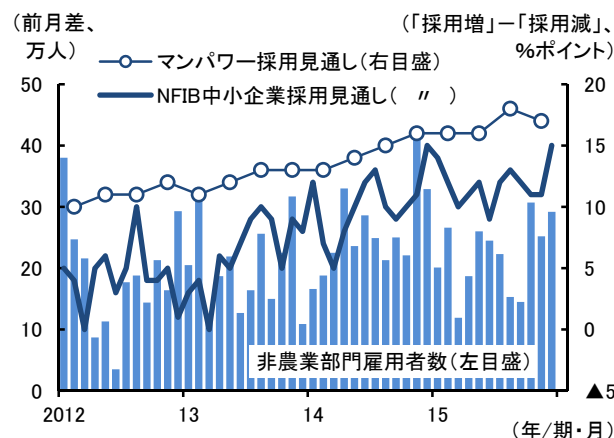
(資料)FRB

製造業のISM景況指数と地区連銀景況指数



(資料)ISM、各地区連銀

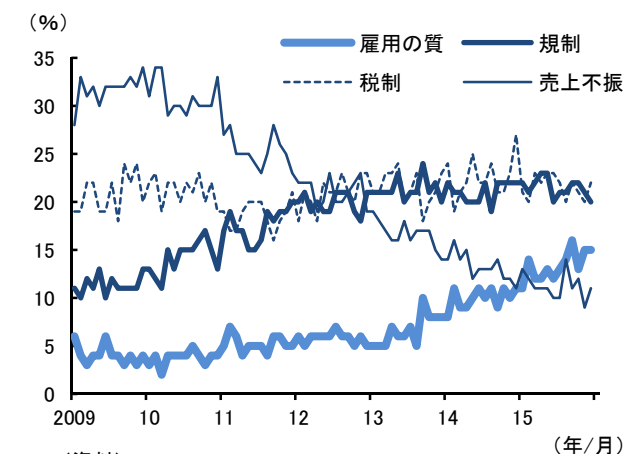
非農業部門雇用者数と企業の採用見通し



(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ヵ月間の採用見通し。

中小企業の最も重要な経営課題



(資料)NFIB

(注)上位4項目を図示。

米国トピックス①：個人消費

個人消費は底堅く推移も、金融市場の混乱が懸念材料に

米国

欧州

原油

◆個人消費は底堅く推移

米国では、製造業を中心に企業部門の低迷が続く一方、個人消費は底堅く推移。消費者マインドは、2015年初に07年半ば以前と並ぶ水準まで上昇した後も、年を通して高水準を維持。また、足許でリボルビング・ローン残高の増勢が加速しており、借り入れを伴う消費行動に積極化の動き。

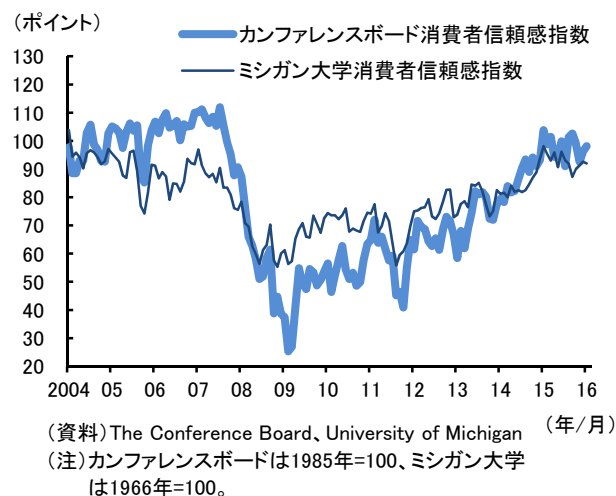
背景には、雇用・所得環境の改善やガソリン価格の低下が指摘可能。足許で時間当たり賃金の伸びに拡大の兆しがみられ、所得環境の一段の改善を背景に、個人消費は先行きも底堅く推移する見込み。

◆金融市場の混乱が長引けば、個人消費の重石となる恐れ

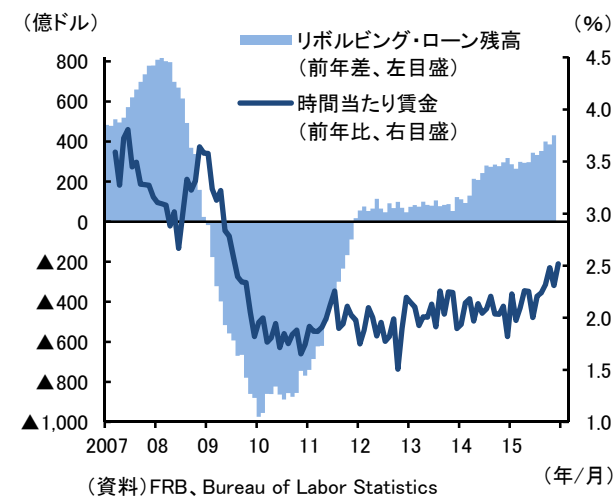
一方、昨年半ば以降、貯蓄率が再び上昇傾向に。昨夏の金融市場の混乱などから、ガソリン支出の負担減少分を消費に振り向ける動きが抑制されている可能性。

こうしたなか、本年初め以降、中国景気の先行き不安を発端に金融市場が再び混乱。消費者の株価見通しは、昨年末にかけて持ち直し傾向にあったものの、足許で再び下振れており、金融市場の混乱が長期化あるいは頻繁に生じれば、株価に対する慎重な見方が固定化し、個人消費の重石となる恐れ。

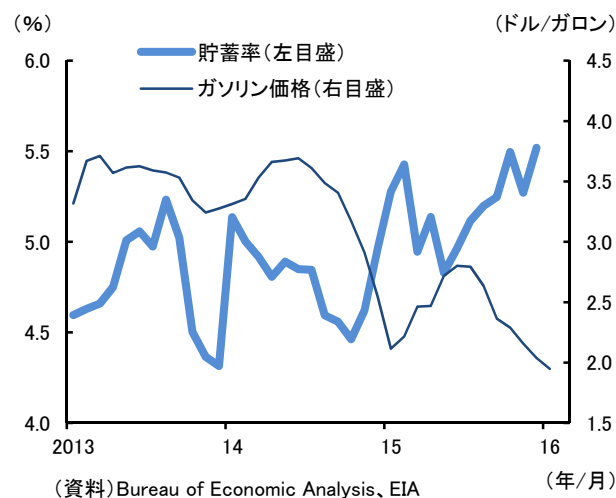
消費者マインド(総合指数)



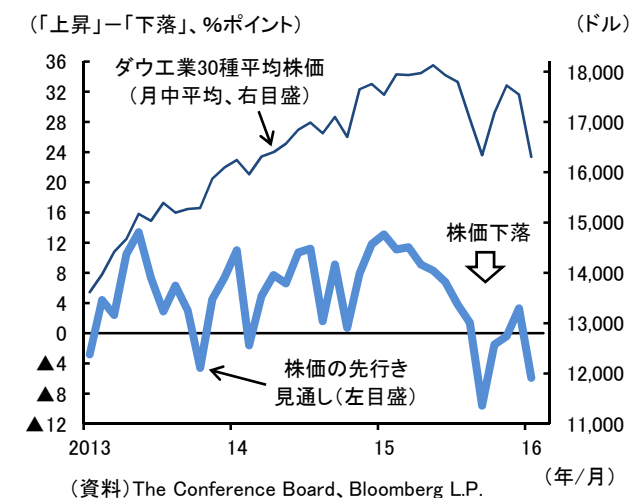
時間当たり賃金とリボルビング・ローン残高



ガソリン価格と貯蓄率



株価と消費者の株価見通し(先行き1年)



米国トピックス②：自動車販売

買い替え需要は減衰も、所得環境の改善やガソリン安が追い風に

米国

欧州

原油

◆自動車販売は高水準で推移

2015年の米国の自動車販売台数は1,733万台と、ITバブル期の2000年と並ぶ過去最高水準に。①リーマン・ショック後に先送りされていた需要の顕在化、②ローン金利の低下、③ガソリン価格の低下、などが追い風に。

先行きを展望すると、先送り需要の顕在化による押し上げ効果は徐々に減衰していく見込み。実際、リーマン・ショック後に急速に長期化した自動車の平均車齢は、2013年以降、買い替えの進展などから横ばい傾向に。また、FRBの利上げに伴い、ローン金利も上昇していく公算。

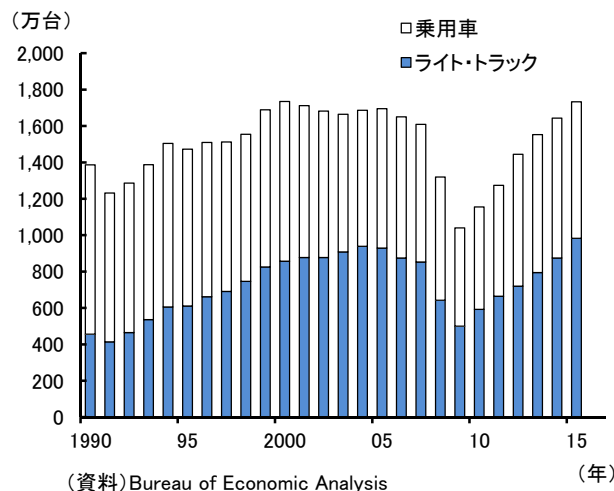
もっとも、金利の上昇は緩やかにとどまると予想されるほか、雇用・所得環境の改善や低水準のガソリン価格などが引き続き追い風となり、自動車販売は当面高水準で推移する見通し。

◆自動車版サブプライム・ローンへの過度な懸念は不要と判断

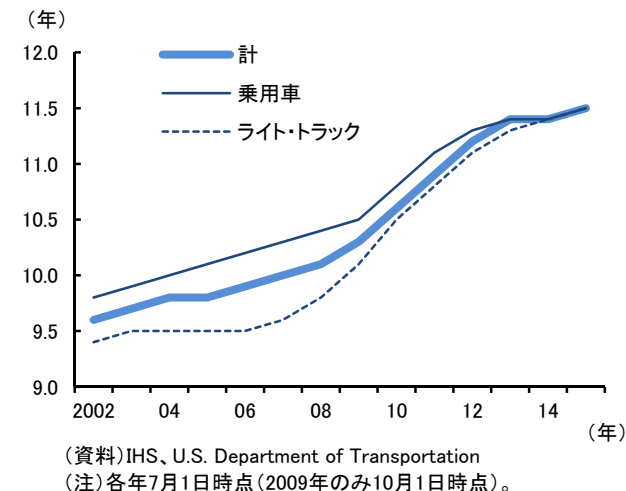
自動車販売が堅調に推移するなか、足許で信用リスクの高い消費者（サブプライム層）を対象としたローン残高の増加を懸念する声も。

もっとも、自動車ローン残高全体に占めるサブプライム向けの割合が大きく高まっているわけではないこと、延滞率に顕著な高まりはみられないこと、などから過度な懸念は不要と判断。

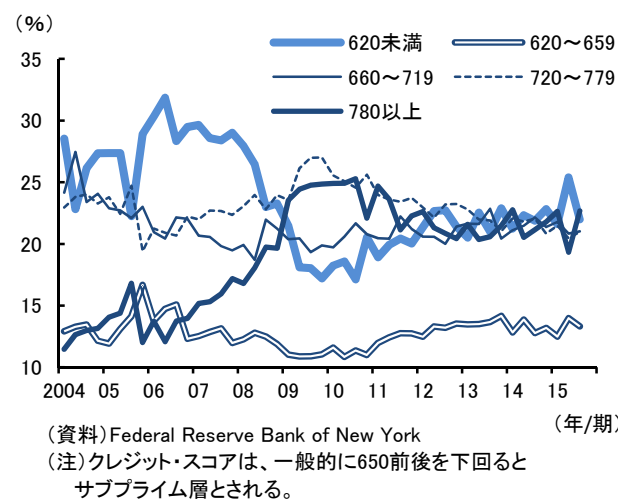
自動車販売台数



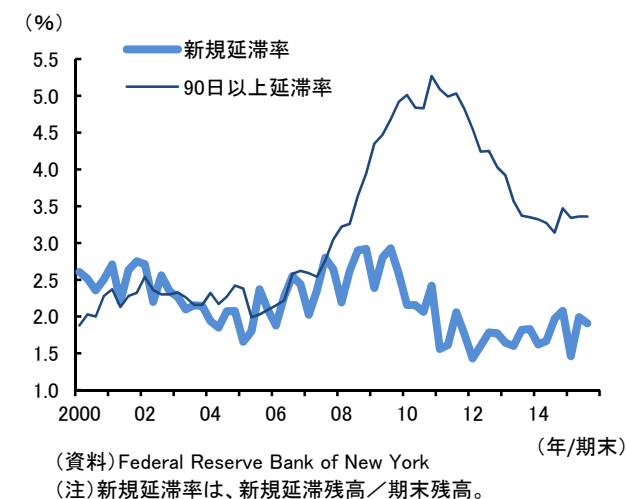
自動車の平均車齢



自動車ローン残高のクレジット・スコア別割合



自動車ローンの延滞率



米国景気・金利見通し：

家計部門の底堅さを背景に、回復基調が持続

米国

欧州

原油

<景気見通し>

◆2016年末にかけて、2%台半ばをやや上回る成長ペースが続く見通し

米国経済は、海外景気の回復の遅れや、2014年半ば以降の原油安・ドル高の影響などから、短期的には設備投資や輸出が伸び悩むものの、原油安・ドル高による下押し圧力が減衰していくにつれて、緩やかに持ち直しへ。一方、家計部門では、低水準で推移するガソリン価格に加え、労働需給の引き締めや「雇用の質」の改善を背景とした賃金の伸びの高まりが、個人消費の押し上げに寄与。

なお、FRBの利上げペースが緩やかとなるなか、当面金利上昇によるマイナス影響は軽微にとどまる見込み。

<金利見通し>

◆景気回復に伴い緩やかに上昇

FRBは、雇用・物価動向を注視しながらも、先行き追加利上げを模索。もっとも、高水準のGDPギャップの残存や、ドル高・原油安の影響などから、当面ディスインフレ傾向が続くとみられ、利上げペースは年1%程度の緩やかなペースとなる見通し。新興国景気の一段の減速や金融市場の混乱の長期化などから、米国景気・物価への下押し圧力が強まれば、次回利上げが年半ば以降に先送りされる可能性も。

長期金利は、米国景気の回復基調が強まるのに伴い上昇していく見込み。ただし、新興国景気の減速懸念やディスインフレ懸念の残存などが重石となり、上昇ペースは緩やかにとどまる見通し。

米国経済・物価見通し

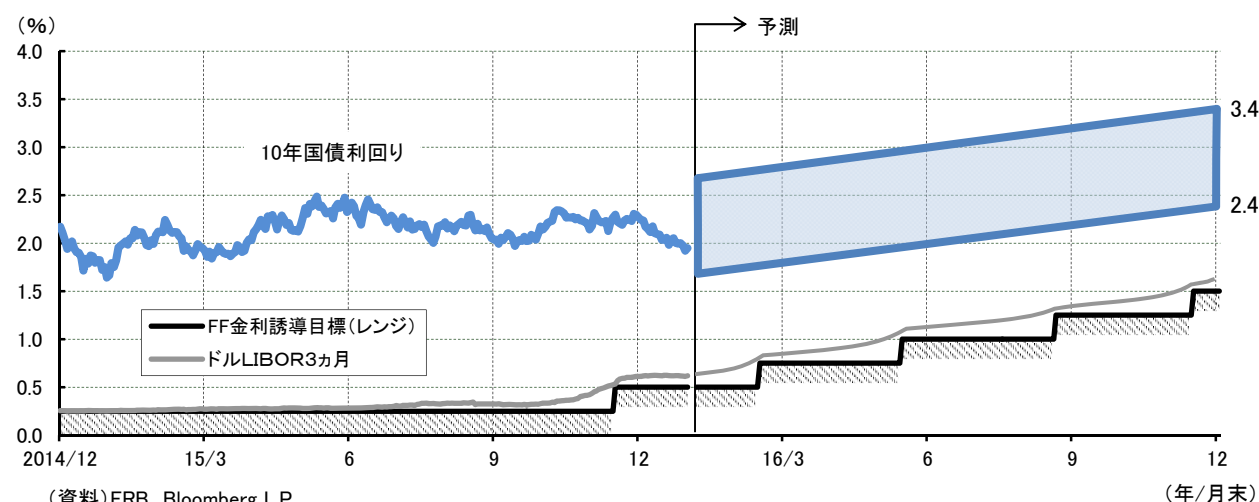
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2015年				2016年				2014年	2015年	2016年
	1~3 (実績)	4~6	7~9	10~12	1~3 (予測)	4~6	7~9	10~12			
実質GDP	0.6	3.9	2.0	0.7	2.5	2.7	2.7	2.7	2.4	2.4	2.3
個人消費	1.8	3.6	3.0	2.2	2.3	2.8	2.6	2.6	2.7	3.1	2.6
住宅投資	10.1	9.3	8.2	8.1	7.2	6.9	7.0	6.3	1.8	8.7	7.5
設備投資	1.6	4.1	2.6	▲ 1.8	3.6	4.4	5.2	4.9	6.2	2.9	2.9
在庫投資(寄与度)	0.9	0.0	▲ 0.7	▲ 0.5	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	▲ 0.0
政府支出	▲ 0.1	2.6	1.8	0.7	0.4	0.3	0.2	0.1	▲ 0.6	0.8	0.7
純輸出(寄与度)	▲ 1.9	0.2	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.2
輸出	▲ 6.0	5.1	0.7	▲ 2.5	3.2	4.8	5.1	4.9	3.4	1.1	2.6
輸入	7.1	3.0	2.3	1.1	3.8	5.1	4.9	4.5	3.8	5.0	3.5
実質最終需要	▲ 0.2	3.9	2.7	1.2	2.2	2.6	2.6	2.6	2.4	2.2	2.3
消費者物価	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.0	1.1	1.5	1.8	1.6	0.1	1.4
除く食料・エネルギー	1.7	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	1.7	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。

米国金利見通し



FED WATCH:

次回利上げをめぐり、物価を取り巻く上下両方向の圧力の行方が焦点に

米国

欧州

原油

◆当面、世界的な経済・金融情勢を見極める姿勢を強調

F R Bは、1月26・27日のF O M Cで、政策金利の据え置きを決定。

また、F O M C声明では、年初以降の新興国景気の減速懸念の強まりや原油価格の下落、それらを受けた金融市場の混乱などを踏まえ、「見通しに対するリスクは均衡している」との文言を削除し、「世界的な経済・金融情勢を注視し、その影響を精査する」との文言を追加。

もっとも、利上げを見送った昨年9月のF O M Cで、「最近の経済・金融情勢は、インフレ率のさらなる下押し圧力となる可能性」との文言が追加された際と比べ、直接的な下振れリスクへの言及はみられず、今後の米国経済・物価情勢を慎重に見極めたいという姿勢がにじむ内容に。

◆追加利上げに向け、金融市場の安定と賃金の伸びの拡大がカギに

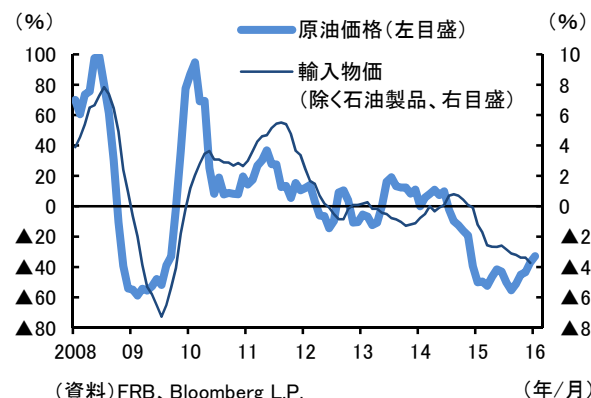
先行き、金融市場が落ち着きを取り戻すとともに、賃金の伸びが拡大していく、すなわち賃金面からのインフレ圧力の高まりが見通せるのであれば、F R Bは3月F O M Cで追加利上げに踏み切る見通し。一方、そうした条件が整わなければ、次回利上げが年半ば以降に先送りされる可能性も。

FOMC声明(要旨)

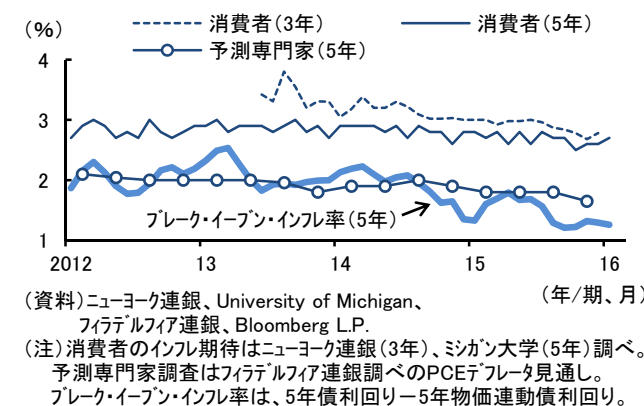
今回(2016年1月26、27日)	金融政策	前回(2015年12月15、16日)
・ 経済見通しを踏まえ、FF金利の誘導目標レンジを0.25～0.5%で維持することを決定。金融政策スタンスは引き続き緩和的であり、労働市場の一段の改善とインフレ率の2%への回復を支援。 ・ FF金利の誘導目標レンジの今後の調整の時期や規模を決定するにあたっては、最大雇用と2%のインフレ率という目標を念頭に、経済情勢の実績と見通しを評価。この評価には、労働市場の状態に関する指標や、インフレ圧力・インフレ期待に関する指標、金融および国際情勢を含む幅広い情報を考慮。	金融政策	・ 経済見通し、および、政策行動が将来の経済に影響を及ぼすまでに要する時間を考慮し、FF金利の誘導目標レンジを0.25～0.5%へ引き上げることを決定。この引き上げ後も、金融政策スタンスは引き続き緩和的であり、労働市場の一段の改善とインフレ率の2%への回復を支援。 ・ FF金利の誘導目標レンジの今後の調整の時期や規模を決定するにあたっては、最大雇用と2%のインフレ率という目標を念頭に、経済情勢の実績と見通しを評価。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、金融および国際情勢を含む幅広い情報を考慮。
・ 前回会合以降に入手した情報では、昨年末にかけて経済成長が減速したものの、労働市場の状況は一段と改善。家計支出と企業の設備投資はここ数ヶ月緩やかなペースで増加し、住宅市場は一段と改善したものの、純輸出は弱含んでおり、在庫投資は減速。 ・ 力強い雇用の伸びを含め、最近の労働市場に関する様々な指標は、労働資源の活用不足がさらにいくらか縮小したことを示している。 ・ 現在のところ、金融政策スタンスの段階的な調整によって、経済活動は緩やかに拡大し、労働市場の指標は、引き続き力強さを増すと予想。 ・ 市場ベースのインフレ見通しは一段と低下し、調査に基づく長期的なインフレ期待はここ数ヶ月緩じて横ばい。 ・ インフレ率は、エネルギー価格の一段の低下を一因に、当面低水準で推移するとみられるものの、エネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な影響が剥落し、労働市場が一段と力強さを増すに伴い、中期的に2%に向かい上昇していくと予想。世界的な経済・金融情勢を注視し、労働市場やインフレ、見通しのリスク・バランスに対する影響を精査。	景気判断・認識	・ 前回会合以降に入手した情報では、経済活動は、緩やかなペースで拡大。家計支出と企業の設備投資はここ数ヶ月着実なペースで増加し、住宅市場は一段と改善したものの、純輸出は弱含み。 ・ 持続的な雇用の伸びや失業率の低下を含め、最近の労働市場に関する様々な指標は一段の改善を示しており、年初以降に労働資源の活用不足が目に見えて縮小してきたことを裏付け。 ・ 現在のところ、金融政策スタンスの段階的な調整によって、経済活動は緩やかに拡大が続き、労働市場の指標は、引き続き力強さを増すと予想。 ・ 全体として、国内および海外情勢を踏まえると、経済活動と労働市場の見通しに対するリスクは均衡していると判断。 ・ 市場ベースのインフレ見通しは依然として低く、一部の調査に基づく長期的なインフレ期待はやや低下。 ・ インフレ率は、エネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な影響が剥落し、労働市場が一段と力強さを増すに伴い、中期的に2%に向かい上昇していくと予想。物価動向については、引き続き注意深く監視。

(資料)FRB等をもとに日本総研作成 (注)強調部分は変更点。

原油価格と輸入物価(前年比)



期待インフレ率



欧州経済の現状：

やや減速するも、底堅い景気回復が持続

米国 欧州 原油

<企業部門>

◆ユーロ圏景気はやや減速するも、底堅い景気回復が持続

ユーロ圏の1月の総合PMI（速報値）は53.5と、15年2月以来の水準まで低下。本年入り後の金融市場の混乱が企業マインドを下押し。

<雇用環境>

◆雇用環境は改善が持続

ユーロ圏の11月の失業率は10.5%と、緩やかながらも改善傾向が持続。また、企業の採用見通しも「増加」超での推移が続いており、当面雇用環境の改善が続く見込み。

<企業部門>

◆輸出は新興国景気の減速を受け、伸び悩み

ユーロ圏の輸出は、景気が堅調なEU向けが増加。一方、ロシア向けは下げ止まり、中国・アジア向けは昨秋にかけて底打ちの兆しがみられたものの、その後の中国景気の再減速や原油安の一段の進行を踏まえると、先行き下振れリスク。

<銀行部門>

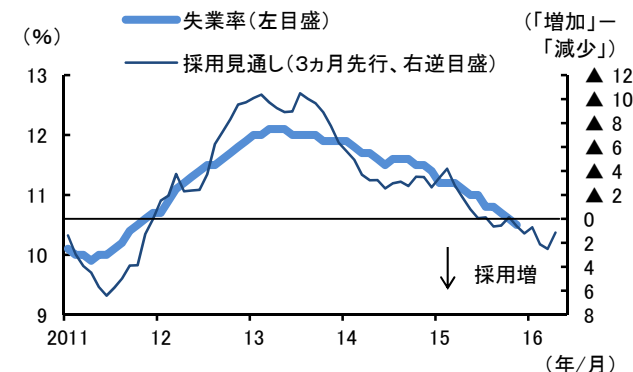
◆銀行の貸出態度は徐々に緩和も、厳しさは残存

直近のユーロ圏の銀行貸出調査（調査期間は15年12月9～30日）によると、銀行は貸出態度を緩和しつつある状況。もっとも、多くの銀行が、08年以降の金融危機、債務危機時に厳格化した貸出態度を変えておらず、依然として企業の資金調達環境には厳しさが残存。

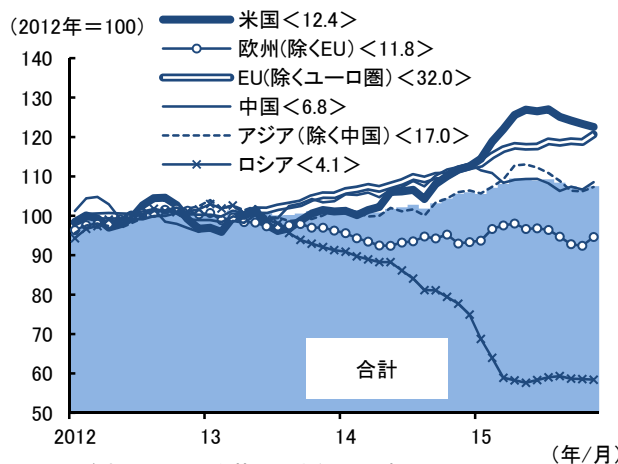
ユーロ圏の購買担当者景気指数



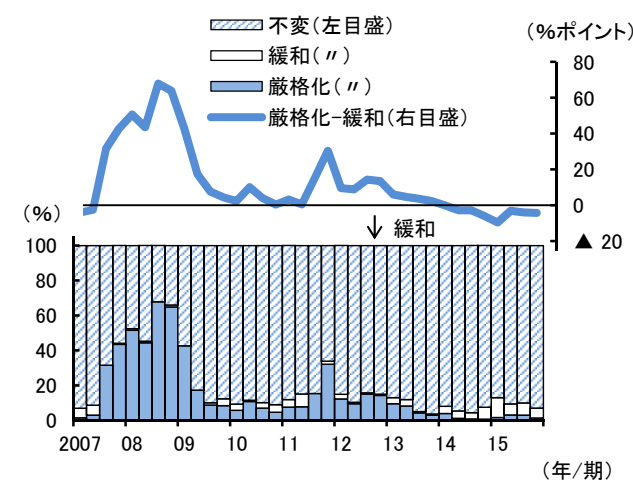
ユーロ圏の失業率と採用見通し



ユーロ圏の域外向け名目輸出(季調値)



ユーロ圏の銀行の企業向け貸出基準の変化



欧州トピックス：ドイツへの難民流入

難民の労働力化を通じたドイツ経済押し上げには時間を要する見込み

米国

欧州

原油

◆ドイツでは将来的な労働力不足への対応として難民に期待

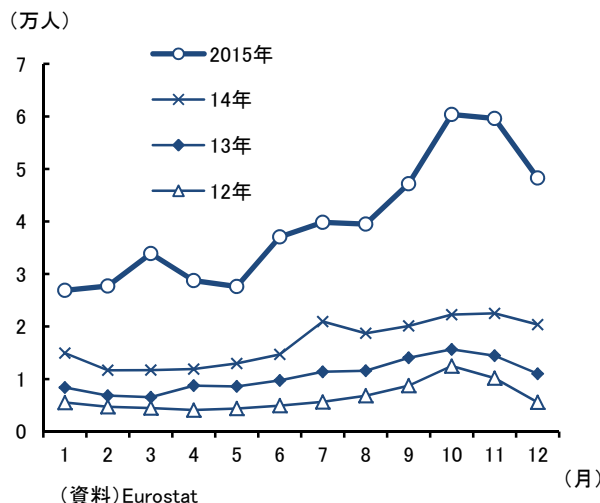
中東情勢の混乱が続くなか、ドイツでは2015年に過去を大きく上回る約47万人が難民庇護を申請。こうした難民の増加は、短期的には財政支出の拡大などから成長率の押し上げに作用。また、15年の難民庇護申請者を年齢別にみると、35歳未満の世代が約8割を占める状況。少子高齢化が進み、将来的な労働力不足が懸念されるドイツでは、若年層を中心とした難民を潜在的な労働力として期待する向きも。

◆ドイツの職業訓練体制の拡充も必要

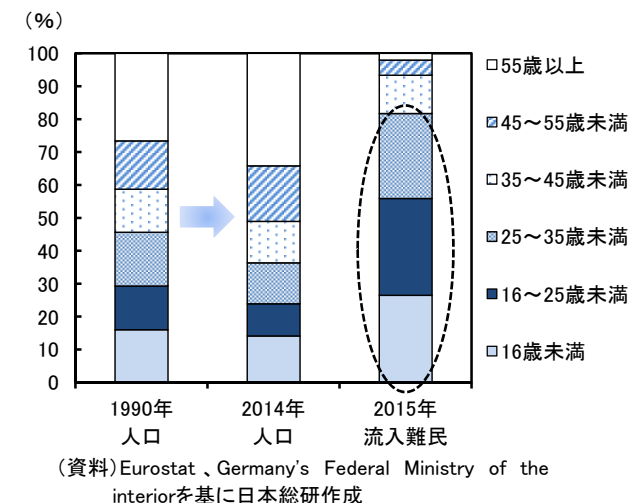
ただし、急増する難民の労働力化を進めるにあたり、受け入れ側のドイツにも課題。ドイツでは失業率が過去最低水準で推移するなど、雇用環境の改善が持続。もっとも、ドイツの失業者数を国籍別にみると、国内出身者は、減少が続いている一方、国外出身者は、14年半ば以降、増加基調が持続。国外出身者には難民以外にも含んでいるものの、増加が続く難民に対する訓練体制が追いついていないことが一因となっている可能性。実際、難民急増を受け、ドイツ語の教師不足という供給面での問題が顕在化。

以上を踏まえると、難民の就労を促進するためには、難民の語学・職業スキルの習得をサポートする訓練体制を一段と拡充する必要。

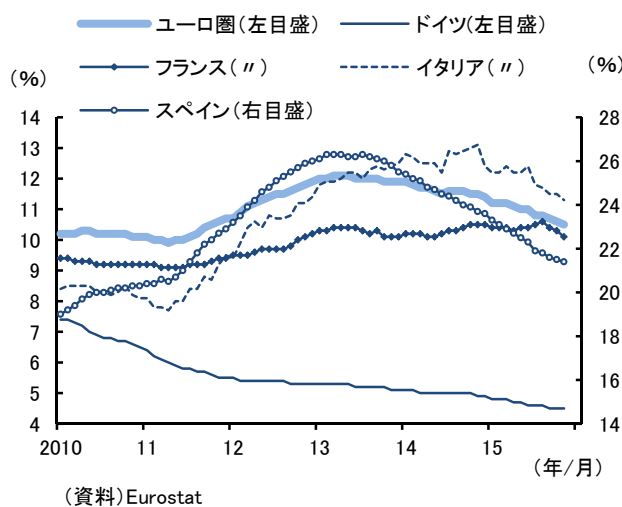
ドイツへの庇護申請者数



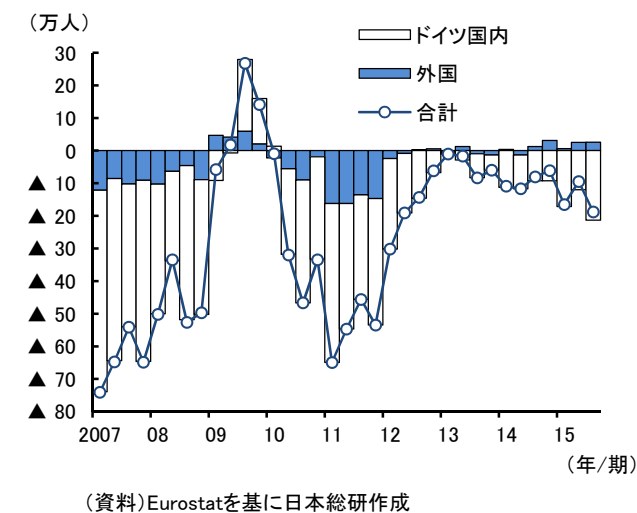
ドイツの人口と流入難民の構成(年齢層別)



ユーロ圏各国の失業率



ドイツの失業者の推移(国籍別、前年差)



英国経済の現状：

15年10～12月期は建設業のマイナス幅が縮小し、成長ペースが持ち直し

米国

欧州

原油

<10～12月期実質GDP（生産側）>

◆英国景気は成長ペースが加速

英国の15年10～12月期の実質GDP（生産側）は前期比年率+2.0%と、成長ペースが持ち直し。サービス業の堅調な回復が続いたほか、建設業のマイナス幅が縮小。

<家計部門>

◆個人消費は高水準を維持

12月の小売売上高は、前月比▲1.1%と弱含み。もともと、11月のクリスマス商戦前倒しの影響が大きく、増加基調は不変と判断。一方、16年入りの金融市場の混乱を受け、足もとで株価が大きく下落しており、混乱が長期化すると、消費者マインドが下押しされ、個人消費回復の重石となる恐れも。

<雇用環境>

◆失業率は低下傾向が持続

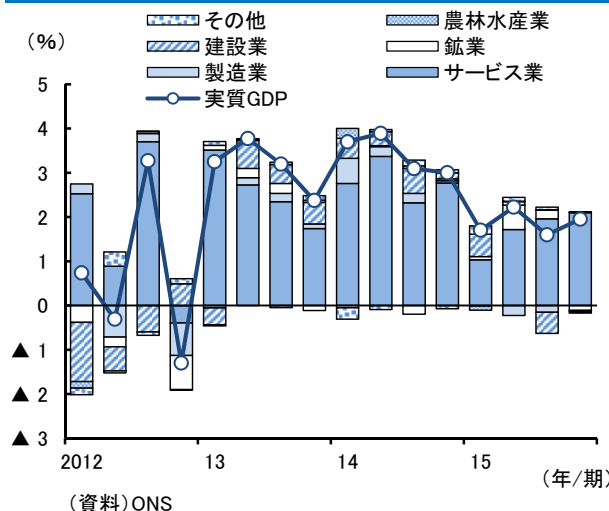
英国では、足許で失業率が5.1%となるなど、雇用環境は着実に改善。賃金の伸びは鈍化傾向にあるものの、伸び抑制に作用していたと考えられるパートタイム比率が低下に転じていることから労働需給のひっ迫に伴い、賃金の伸びも再加速すると期待。

<企業部門>

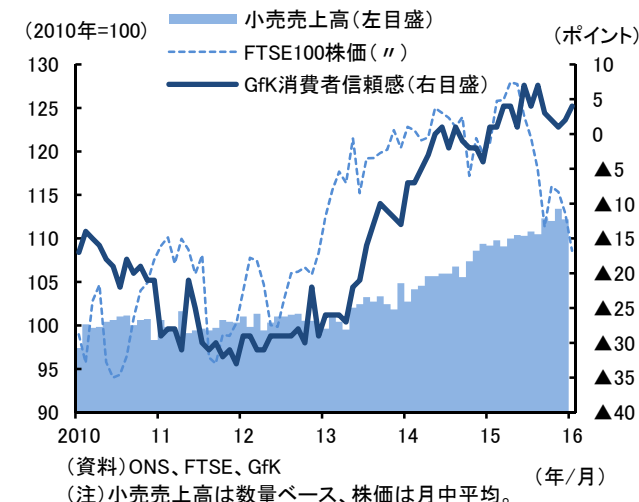
◆業種間で景況感にバラつき

景況感を業種別にみると、鉱工業は低迷が持続。ユーロ圏に比して、資源・エネルギー企業が多く、原油価格低下の影響が大。もともと、個人消費の恩恵を受けるサービス業、小売業は底堅く推移しており、景気を下支え。

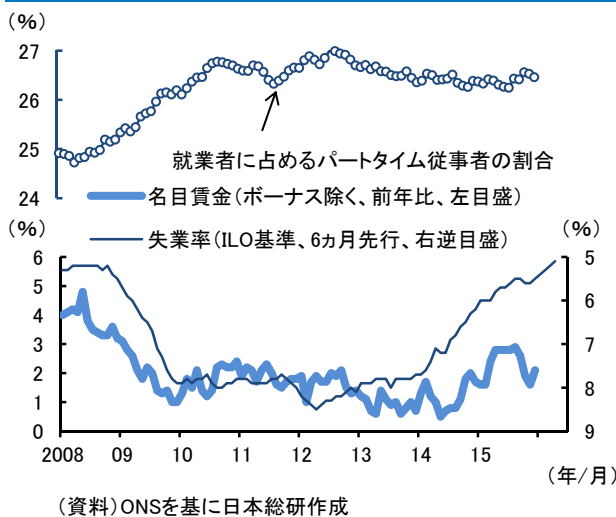
英国の実質GDP(前期比年率)



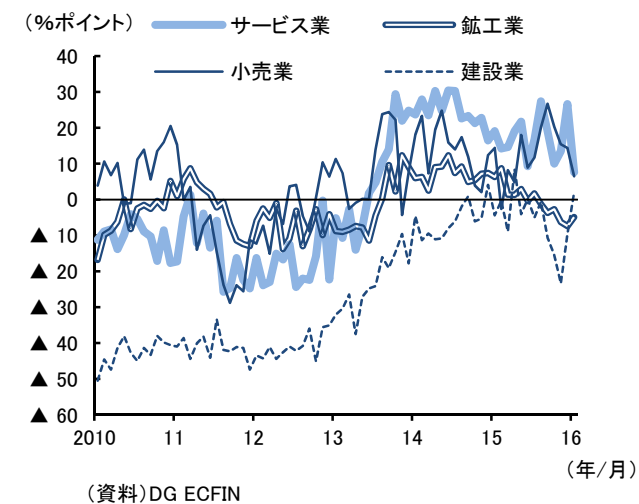
英国の小売売上と株価、消費者マインド



英国の雇用・所得環境



英国の業種別景況感



欧州経済見通し：

欧州経済は緩やかな景気回復が続く見通し

米国

欧州

原油

<ユーロ圏・景気見通し>

◆1%台半ば程度の成長が続く見込み

ドイツでは、良好な雇用・所得環境を背景に、個人消費が底堅さを維持し、回復基調が続く見込み。短期的には、難民対策の財政支出拡大も景気押し上げに作用。もっとも、新興国景気の下振れにより、従来のように輸出にけん引役を期待することは難しく、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などで堅調な回復が続く公算ながら、フランスやイタリアでは、雇用・所得環境に厳しさが残るなか、回復ペースの一段の加速にはなお時間を要する見込み。

インフレ率は、原油価格下落の影響が一巡するにつれて、徐々にプラス幅が拡大していく見込み。もっとも、南欧諸国を中心に域内需要の低迷が続くなか、ECBの目標である2%弱を大きく下回る水準での推移が長期化する見込み。

<英国・景気見通し>

◆2%台での成長が続く見通し

英国では、政府の住宅購入支援策や低金利に下支えされた堅調な住宅需要や良好な雇用環境などを背景に、個人消費が堅調に推移する見通し。

インフレ率は、原油安の影響一巡に加え、良好な雇用環境などを受けた需要増が押し上げに作用し、徐々にプラス幅が拡大する見込み。

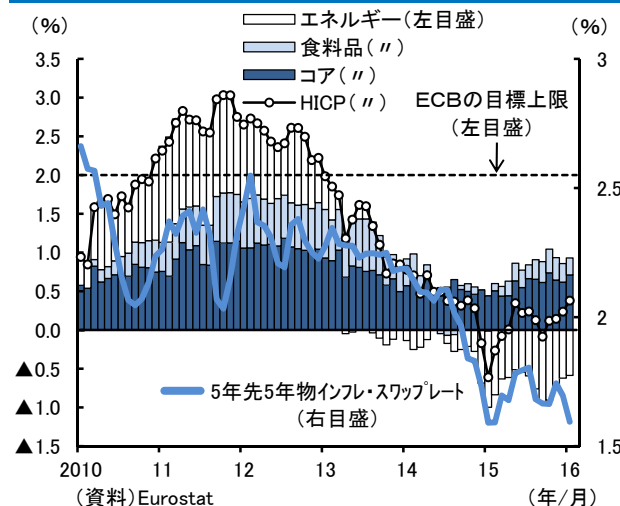
欧州各国経済・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

		2015年				2016年				2014年	2015年	2016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)				(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	2.2	1.6	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	0.9	1.5	1.6
	消費者物価指数	▲0.3	0.2	0.1	0.2	0.5	0.5	0.9	1.2	0.4	0.0	0.8
ドイツ	実質GDP	1.4	1.8	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7
	消費者物価指数	▲0.1	0.4	0.0	0.2	0.7	0.7	1.2	1.4	0.8	0.1	1.0
フランス	実質GDP	2.8	0.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	0.2	1.1	1.1
	消費者物価指数	▲0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.7	1.0	0.6	0.1	0.6
英国	実質GDP	1.5	2.2	1.8	2.0	2.2	2.4	2.4	2.3	2.9	2.2	2.2
	消費者物価指数	0.1	0.0	0.0	0.1	0.6	0.8	1.3	1.5	1.5	0.1	1.1

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

ユーロ圏のHICP(前年比)と期待インフレ率



【ホット・トピック】

◆ECBは3月に更なる追加緩和に踏み切る可能性

1月21日に行われたECB理事会後の会見で、ドラギ総裁は、次回のECBスタッフ見通しが発表される3月の理事会で更なる追加緩和実施の可能性に言及。ユーロ圏景気には、底堅さがみられるものの、16年入り後の金融市場の混乱や原油安の一段の進行などを受け、ECBは物価下押し圧力の強まりを懸念。ECBが注目している市場ベースのユーロ圏の期待インフレ率は、1月の理事会後も上昇の兆しはみられず、15年3月の量的緩和導入を示唆した15年1月時点の水準近くまで低下。新興国景気や原油価格に大きな改善がみられなければ、ECBは3月理事会で追加緩和に踏み切る可能性。

欧州金利見通し：

ECBは3月にも更なる追加緩和の可能性

米国

欧州

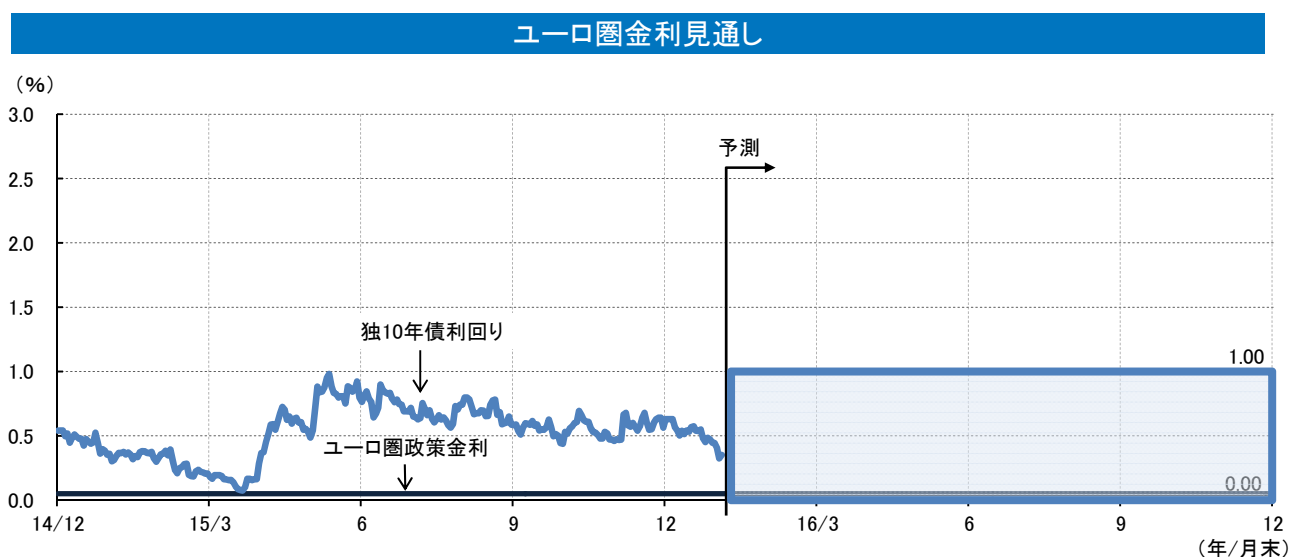
原油

<ユーロ圏・金利見通し>

◆ECBの量的緩和が続くなか、独10年債利回りは1%を下回る水準で推移

ユーロ圏では、南欧諸国を中心に、大幅な需要不足が続くなか、デフレ圧力が根強く残っており、インフレ率が中長期的な物価目標に整合的な経路に復する時期は当面見通せない状況。加えて、新興国景気の減速や原油価格の下落などから、足もとで物価の下振れリスクが高まっており、ECBは更なる追加緩和を余儀なくされる可能性。

独10年債利回りは、ディスインフレ傾向に加え、ECBの大量の国債買入による需給面からの金利低下圧力が続くなか、総じて1%を下回る水準での推移が続く見通し。

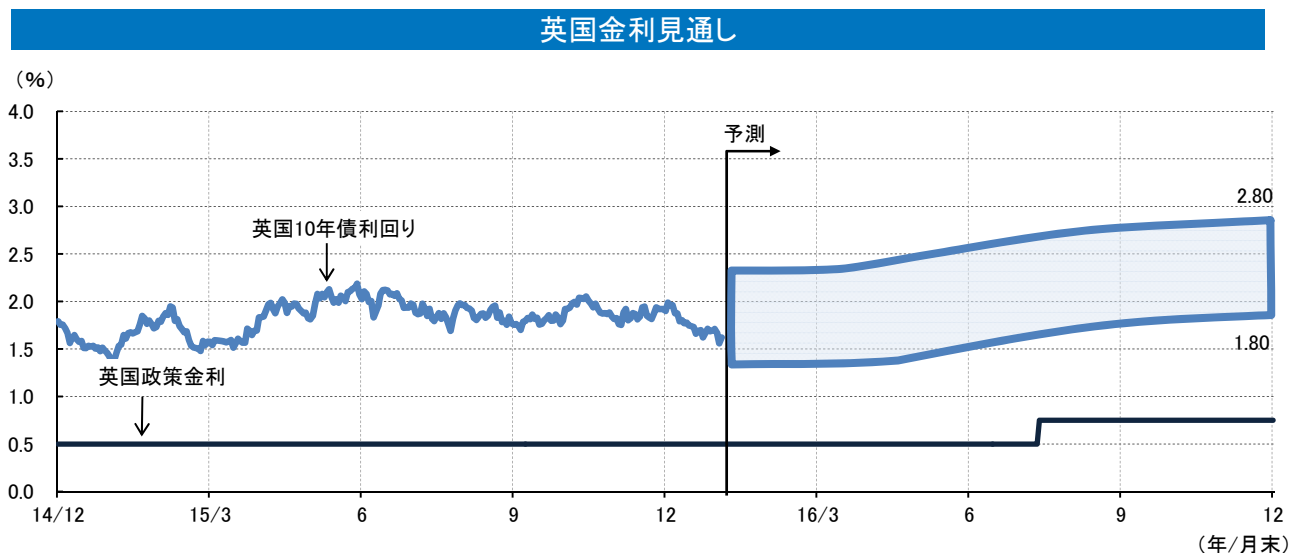


<英国・金利見通し>

◆利上げ期待の後退や新興国景気の減速が上昇抑制要因に

BOEは当面、現行の緩和的な金融政策を維持。景気は良好ながら、原油価格の下落などを背景に、インフレ率の伸びが低調にとどまっていることから、利上げ開始は2016年半ば以降となる見通し。

英10年債利回りは、当面、利上げ期待の後退や新興国景気の減速などが金利上昇の抑制要因として見込まれるものの、賃金やインフレ率の伸び加速の兆しがみられ、利上げ期待が高まるのに伴い上昇していく見込み。



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>

◆WTI原油先物価格は、一時26ドル台まで下落

1月のWTI原油先物価格は、中国景気の減速懸念の強まりやドル高の進行、米国の石油製品在庫の増加などから、月下旬にかけて急落。20日には、2003年5月以来となる26ドル台半ばまで下落。その後は、サウジアラビアやロシアの減産観測を受け、一時33ドル台まで反発。

<投機筋・投機資金の動向>

◆投機筋の買い越し幅は、1月下旬にかけて小幅拡大

金融市場の混乱を受け、月半ばに一時2012年末以来の水準まで縮小も、株価の反発に伴い月下旬にかけて拡大に転化。

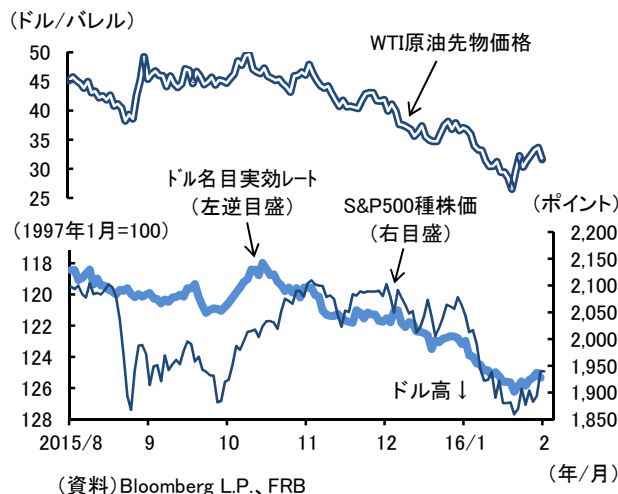
<原油価格見通し>

◆当面、低水準での推移が続く見通し

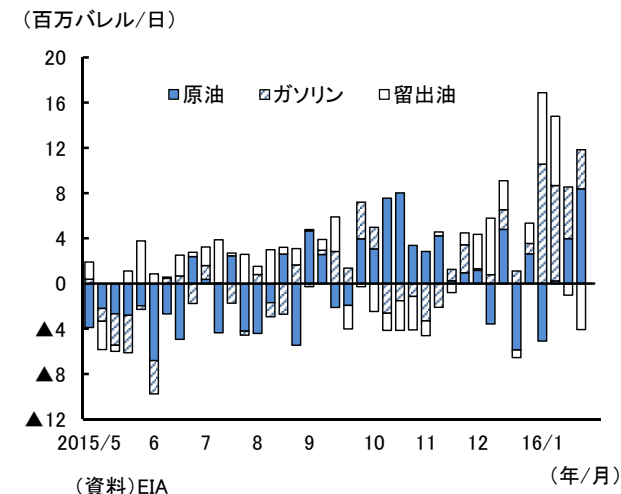
WTI先物は、米国原油生産の減少や米国景気の回復基調の強まりが価格押し上げに作用するほか、中東や北アフリカ、ロシアをめぐる地政学リスクの残存が価格上振れ要因に。

もっとも、イランやイラク、リビアでの原油生産の回復観測や米原油在庫の高止まり、新興国景気の減速懸念などが価格抑制に作用。この結果、総じて安値圏での推移が長期化する見通し。

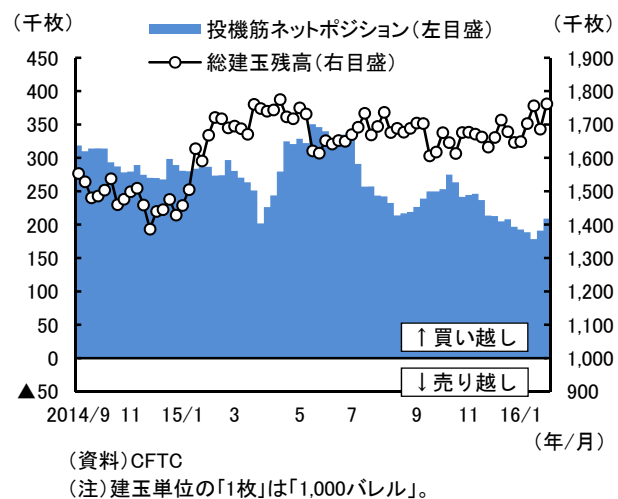
原油価格と株価・為替レート



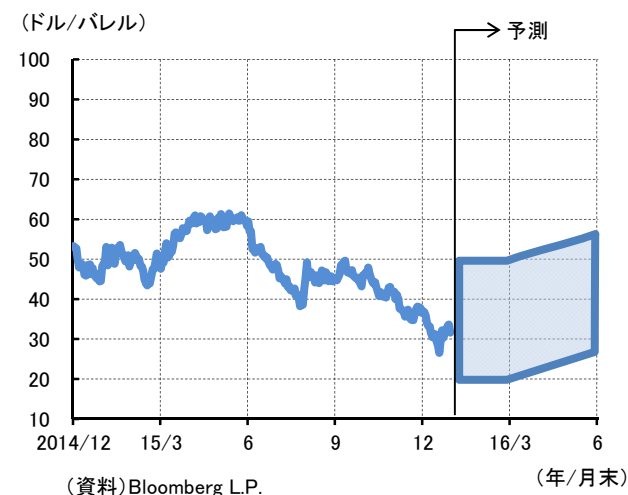
米国の原油・石油製品在庫(前週差)



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



原油市場動向：米国の原油輸出解禁

輸出解禁が世界の原油市場に与える影響は、限定的となる見込み

米国

欧州

原油

◆米国の原油輸出量の増加は、当面、緩やかにとどまる見込み

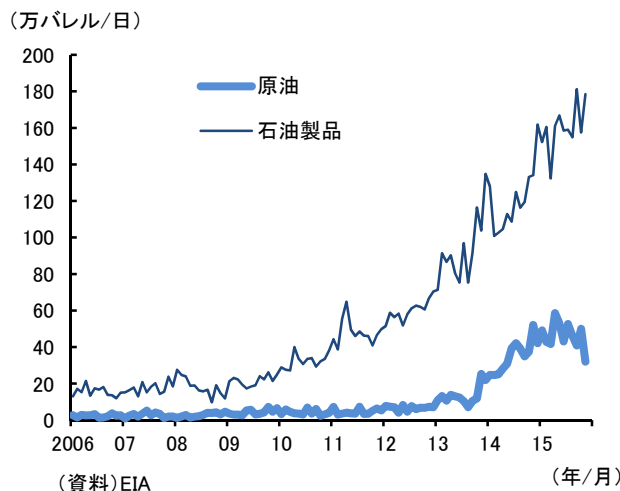
米国は、2015年12月に約40年ぶりに原油輸出を解禁。シェールオイルの増産を受け、特例として認められていたカナダ向けを中心に米国の原油輸出は既に増加傾向にあり、全面解禁を契機に今後一段と拡大していく可能性。

もともと、以下2点を背景に、当面、輸出量の増加ペースは緩やかにとどまる見込み。第一に、米国は依然として原油の純輸入国であり、先行きシェールオイルの減産により、むしろ純輸入量は増加に転じると予想されていること。第二に、足許でWTI原油と北海ブレント原油の価格差が大きく縮小しており、米国産原油の価格競争力が低下していること。

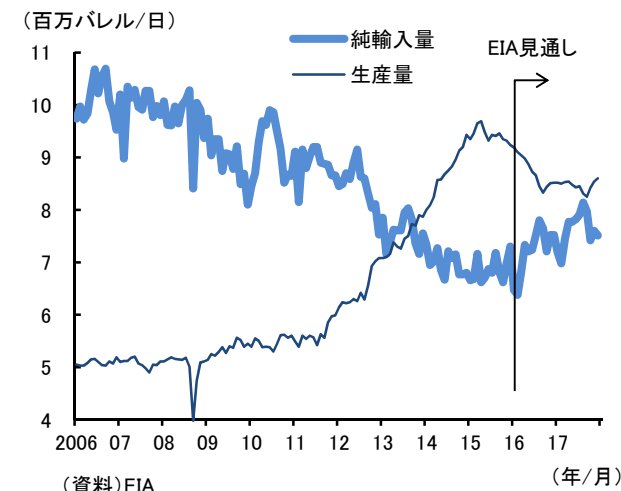
◆WTI原油先物価格の国際指標としての地位に回復の兆し

ちなみに、米国の原油輸出解禁を巡る議論が本格化した2015年入り以降、WTI原油先物取引の出来高が増加し、北海ブレントを逆転。シェールオイルの増産以降、WTI原油先物価格は米国内の需給動向の影響を受けやすくなり、国際指標としての位置付けが低下していたものの、輸出解禁を契機に再び国際指標としての地位を取り戻しつつある状況。

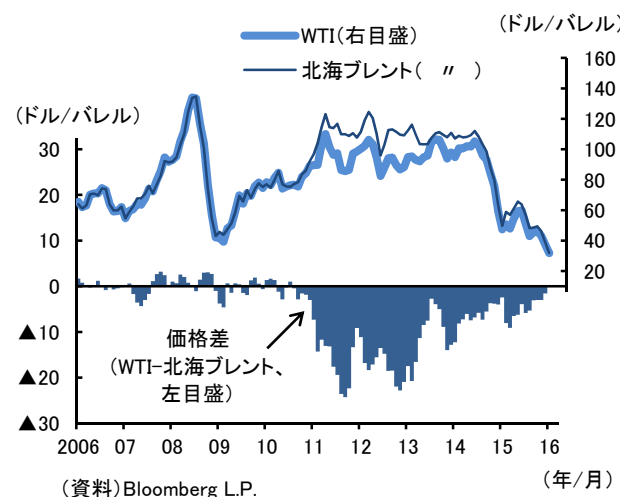
米国の原油・石油製品輸出



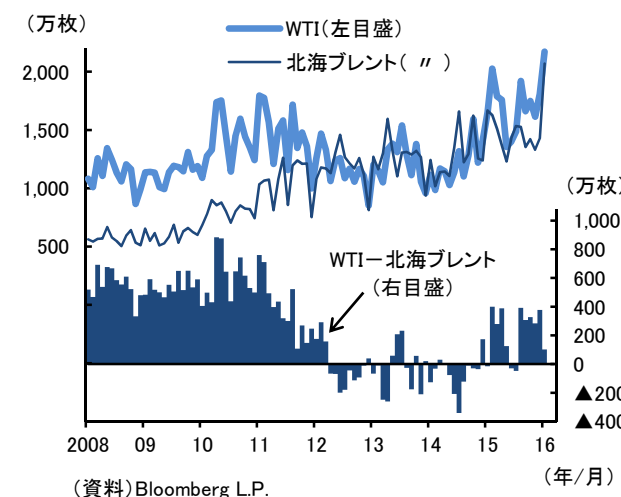
米国の原油生産量と純輸入量



原油価格



原油先物取引の出来高



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 スワップ50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
14/12	119.44	146.99	1.2307	0.0678	0.18	0.38	17541.69	0.12	0.24	2.20	17754.24	2054.27	▲ 0.03	0.08	0.64	1.87	3159.77	59.29	1198.71
15/1	118.33	137.63	1.1630	0.0739	0.18	0.26	17274.40	0.11	0.25	1.88	17542.25	2028.18	▲ 0.05	0.06	0.45	1.55	3207.26	47.33	1251.49
15/2	118.78	134.86	1.1354	0.0762	0.17	0.37	18053.20	0.11	0.26	1.98	17945.41	2082.20	▲ 0.04	0.05	0.35	1.68	3453.79	50.72	1226.92
15/3	120.37	130.33	1.0828	0.0697	0.17	0.38	19197.57	0.11	0.27	2.04	17931.75	2079.99	▲ 0.05	0.03	0.26	1.69	3655.31	47.85	1179.56
15/4	119.52	129.29	1.0818	0.0609	0.17	0.33	19767.92	0.12	0.28	1.92	17970.51	2094.86	▲ 0.08	0.01	0.16	1.62	3733.80	54.63	1199.88
15/5	120.84	134.80	1.1157	0.0693	0.17	0.41	19974.19	0.12	0.28	2.20	18124.71	2111.94	▲ 0.11	▲ 0.01	0.58	1.93	3617.87	59.37	1198.89
15/6	123.68	138.96	1.1235	0.0717	0.17	0.47	20403.84	0.13	0.28	2.36	17927.22	2099.28	▲ 0.12	▲ 0.01	0.83	2.06	3521.77	59.83	1182.45
15/7	123.33	135.63	1.0999	0.0740	0.17	0.44	20372.58	0.13	0.29	2.32	17795.02	2094.14	▲ 0.12	▲ 0.02	0.76	2.01	3545.10	50.93	1130.72
15/8	123.06	137.11	1.1145	0.0764	0.17	0.38	19919.09	0.14	0.32	2.16	17061.59	2039.87	▲ 0.12	▲ 0.03	0.67	1.87	3444.41	42.89	1119.42
15/9	120.09	134.95	1.1237	0.0734	0.17	0.36	17944.22	0.14	0.33	2.16	16339.95	1944.40	▲ 0.14	▲ 0.04	0.68	1.85	3165.46	45.47	1125.38
15/10	120.16	134.81	1.1220	0.0761	0.17	0.31	18374.11	0.12	0.32	2.06	17182.28	2024.81	▲ 0.14	▲ 0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86
15/11	122.63	131.56	1.0729	0.0781	0.17	0.31	19581.77	0.12	0.37	2.26	17723.77	2080.62	▲ 0.14	▲ 0.09	0.55	1.94	3439.57	42.92	1084.99
15/12	121.58	132.51	1.0899	0.0749	0.17	0.30	19202.58	0.24	0.53	2.23	17542.85	2054.08	▲ 0.20	▲ 0.13	0.60	1.88	3288.63	37.33	1068.82
16/1	118.29	128.54	1.0867	0.0745	0.17	0.22	17302.30	0.34	0.62	2.08	16305.25	1918.60	▲ 0.24	▲ 0.15	0.51	1.74	3030.50	31.78	1096.42