
欧米経済展望

2015年11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 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2015年10月30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：

■ 7～9月期GDP成長率は大きく減速も、内需を牽引役とした回復基調は不変

米国

欧州

原油

<2015年7～9月期実質GDP>

◆純輸出・在庫の落ち込みを主因に、大きく減速

2015年7～9月期実質GDP（速報値）は前期比年率+1.5%と、大きく減速。もっとも、在庫投資のマイナス寄与が大きく、個人消費や住宅投資は引き続き堅調に推移。

<個人消費>

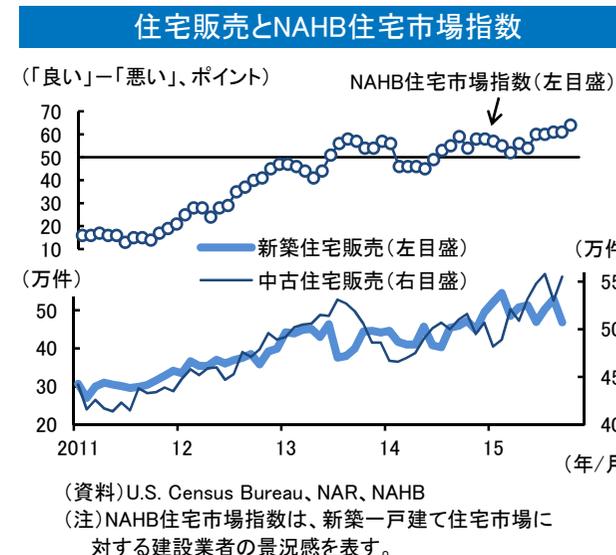
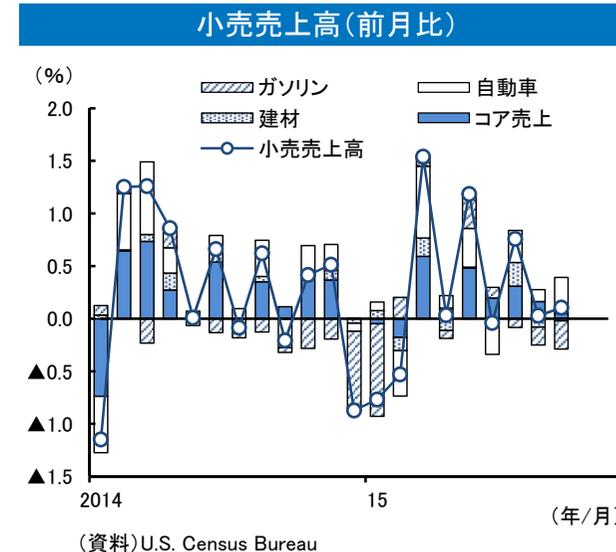
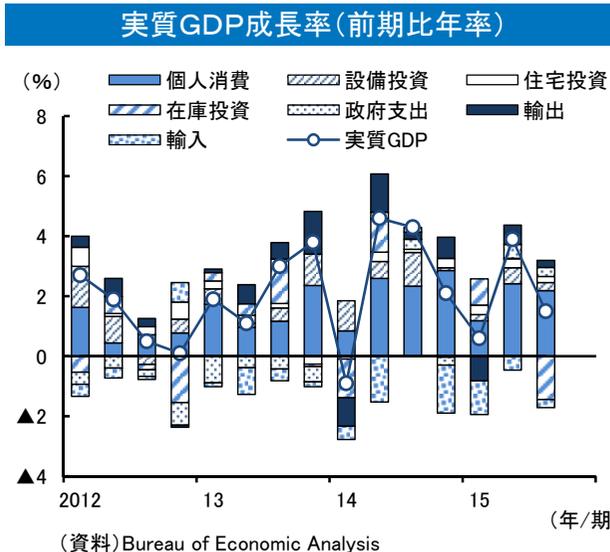
◆やや減速も、回復基調は不変

9月の小売売上高は、前月比+0.1%と伸び悩み。ガソリン価格低下の影響が大きいものの、8月半ば以降の株価の調整などを受け、コア小売売上高も低調な伸びに。もっとも、足許で株価が持ち直しに転じているほか、消費者マインドも底堅く推移しており、個人消費の回復基調は不変と判断。

<住宅市場>

◆振れを伴いながらも、総じて回復基調が強まる方向

9月の住宅販売は、中古住宅が堅調に推移する一方、新築一戸建て住宅が大きく減少。もっとも、住宅建設業者の景況感が、2005年10月以来約10年ぶりの高水準まで上昇するなど、総じて改善傾向が持続。



米国経済の現状：

企業部門は低迷が持続。雇用者数は伸び悩みも、「雇用の質」は着実に改善

米国

欧州

原油

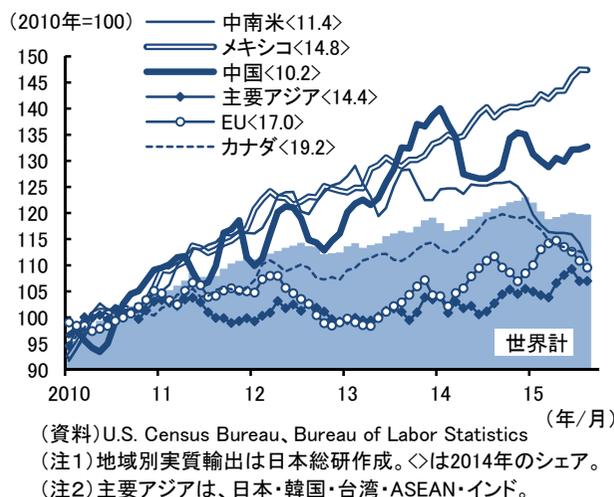
<企業部門>

◆輸出・設備投資は伸び悩みが持続

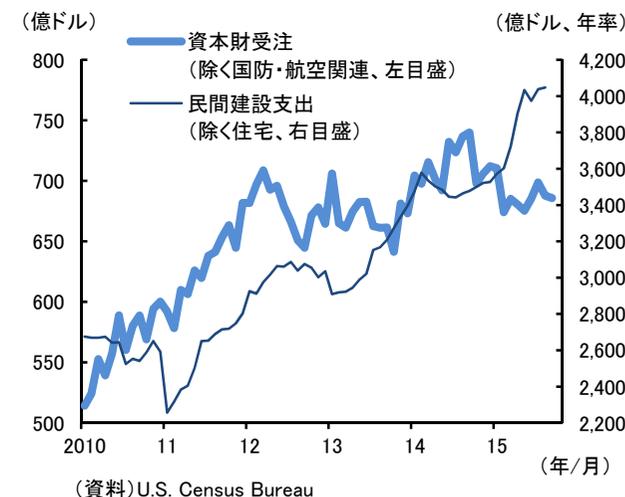
米国の輸出は、年初に大きく減少後、緩やかに増加していたものの、足許で再び減少傾向に。地域別にみると、中国向けで持ち直しの動きがみられるものの、中南米やカナダ向けの減少が続いているほか、今春以降、EU向けが弱含み。

一方、設備投資をめぐっては、9月の資本財受注（除く国防・航空関連）が前月比▲0.3%と、2ヵ月連続で減少。もっとも、建設支出が堅調に推移しており、構築物投資が設備投資の下支えとなる見込み。

地域別実質輸出（季調値、3ヵ月移動平均）



資本財受注と建設支出

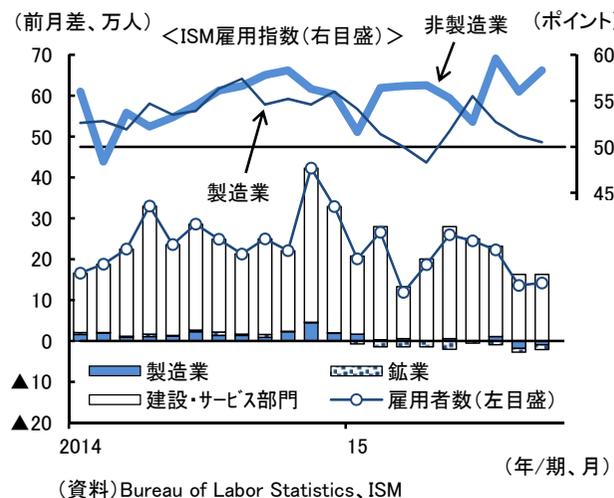


<雇用環境>

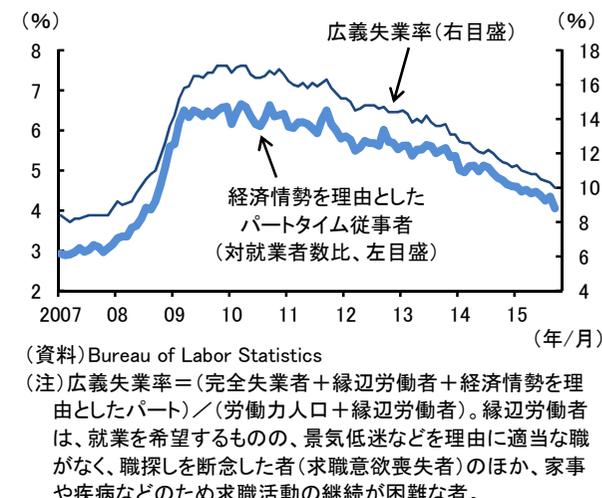
◆雇用者数の伸びが大きく鈍化も、過度な懸念は不要

9月の非農業部門雇用者数は前月差+14.2万人と、2ヵ月連続で大きく伸びが鈍化。もっとも、企業の雇用マインドをみると、製造業で弱い動きがみられる一方、非製造業は堅調。また、9月雇用統計では、経済情勢を理由としたパートタイム従事者が大きく減少するなど、「雇用の質」は改善傾向が続いており、雇用環境に対する過度な懸念は不要と判断。

非農業部門雇用者数と企業の雇用マインド



パートタイム従事者と広義失業率



米国トピックス①：雇用環境

完全雇用になづくにつれ、雇用者数増加幅の適正水準が低下している可能性

米国

欧州

原油

◆雇用の伸びが月20万人増を下回っても、労働市場は改善する局面に入った可能性

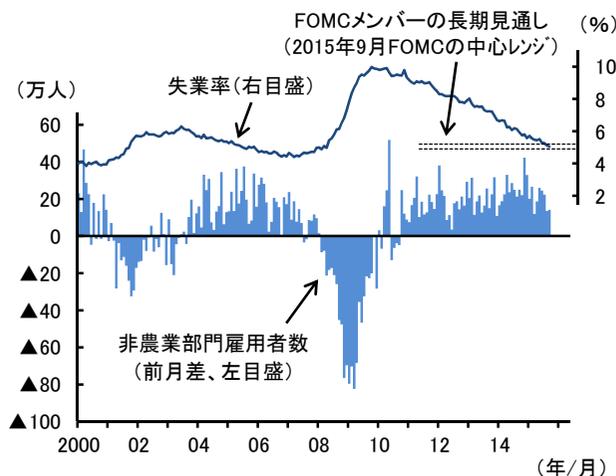
労働市場では、非農業部門雇用者数の伸びが2ヵ月連続で20万人割れ。もっとも、失業率が、FOMCメンバーの長期見通しレンジ（FOMCメンバーが実質的に完全雇用とみなす水準）内まで低下するなか、先行きも月20万人超の持続的な雇用の伸びを期待するのは過大との見方が浮上。

◆FOMCメンバーの失業率見通し達成に必要な就業者数の伸びは、総じて月20万人を下回ると試算

まず、失業率の低下余地は労働参加率の動向が大きく左右。近年、労働参加率は低下傾向が続いているものの、求職意欲喪失者が未だ従来対比25万人多く、2016年末までにそうした人々が労働市場に復帰すれば労働参加率を0.1%程度押し上げ。そこで、労働参加率の前提として、①過去1年と同ペース（年0.5%）で低下、②横ばい、③年0.1%上昇、の3ケースを想定。

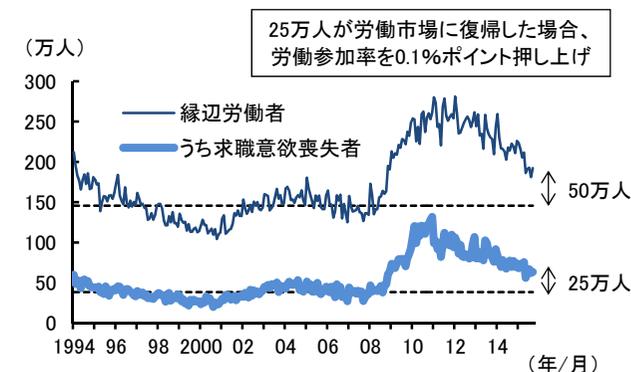
そのうえで、FOMCメンバーの2016年末失業率見通し（上限・中央値・下限）の達成に必要な月当たり就業者数増加幅を試算すると、総じて20万人を下回る水準に。

失業率と非農業部門雇用者数



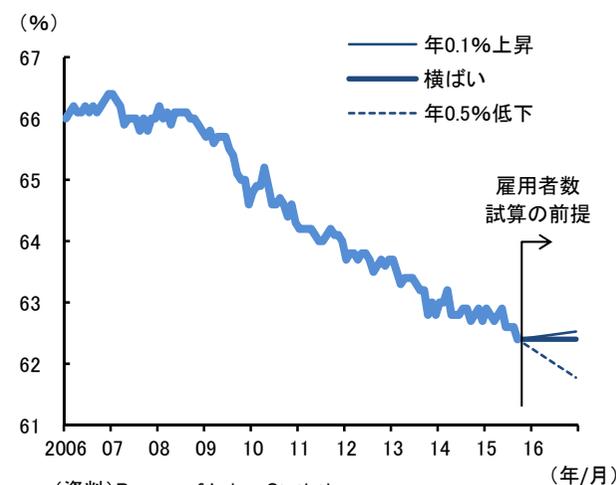
(資料)Bureau of Labor Statistics、FRB

潜在的な労働力人口



(資料)Bureau of Labor Statistics
(注1)点線は、1994～2008年の平均。
(注2)縁辺労働者は、就業を希望するものの、景気低迷などを理由に適切な職がなく職探しを断念した者(求職意欲喪失者)のほか、学業・家事・疾病などのため求職活動が困難な者。

労働参加率



(資料)Bureau of Labor Statistics

失業率別にみた就業者数の必要増加幅

		(月平均前月差、万人)		
		2016年10～12月期の失業率 (FOMCメンバーの見通し)		
		4.5% (下限)	4.8% (中央値)	5.0% (上限)
労働参加率の想定	年0.5%低下 (過去1年と同ペース)	9.6	6.2	3.9
	横ばい (62.4%)	19.7	16.3	14.0
	年0.1%上昇	21.7	18.3	16.0

(資料)Bureau of Labor Statistics、U.S. Census Bureauを基に日本総研作成
(注)FOMCメンバーの見通しは、2015年9月時点。

米国トピックス②：輸出・輸入

輸出は総じて低迷も、品目ごとの動向に差異

米国 欧州 原油

◆世界的な製造業の低迷とサービス業の堅調さが、米国輸出に大きく影響

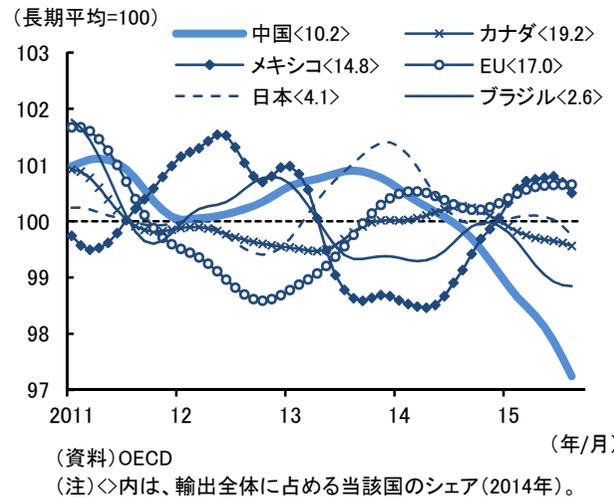
米国の実質輸出は、低迷が持続。主な輸出先について、GDPの動きに半年ほど先行するとされるOECD景気先行指数をみると、中国が大きく低下しているほか、ブラジルやカナダも弱含みが持続。新興国・資源国景気の低迷や、ドル高による下押し圧力の残存などを踏まえると、米国の輸出は当面伸び悩みが続く見込み。

一方、実質輸出を品目別にみると、昨年末以降、とりわけ、ウェートの大きい資本財の減少傾向が続いているものの、消費財や飲食料品は底堅く推移。米国のみならず世界的に、弱含みが続く製造業と堅調なサービス業のコントラストが強まっており、輸出品目ごとの動向に差異が生じている状況。

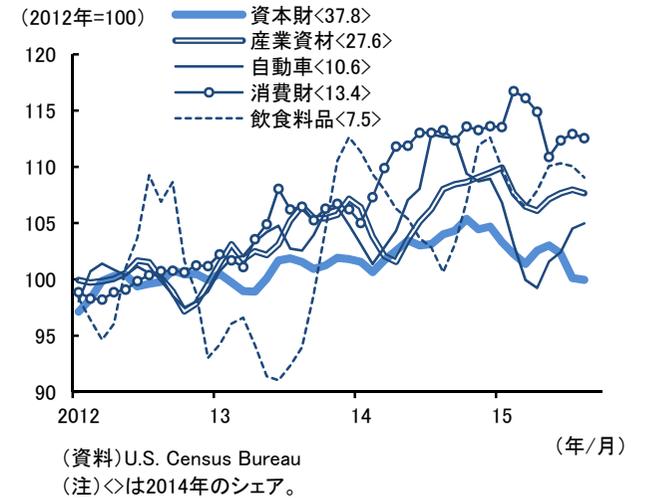
◆個人消費の持ち直しを映じ、輸入は堅調に推移

米国の実質輸入は、個人消費の持ち直しを反映し、2015年入り後、消費財や自動車が堅調に推移。世界的な製造業の低迷による輸出の伸び悩みと、堅調な個人消費を受けた輸入の増加を背景に、当面、純輸出はGDPの下押し要因に。

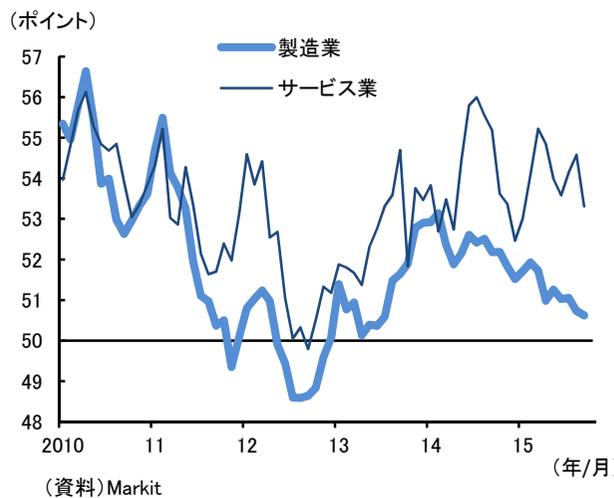
主要輸出先のOECD景気先行指数



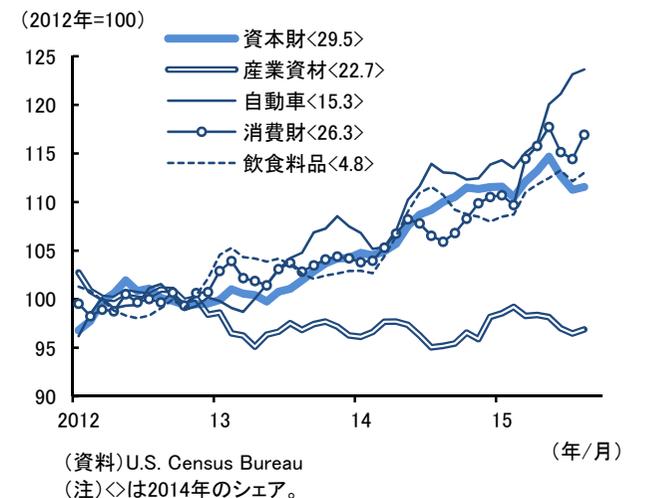
品目別実質輸出(季調値、3ヵ月移動平均)



グローバルPMI



品目別実質輸入(季調値、3ヵ月移動平均)



■ 米国景気・金利見通し：

■ 家計部門の堅調さを背景に、回復基調が持続



＜景気見通し＞

◆ 2%台後半の成長ペースが持続

米国経済は、海外景気の回復の遅れや、昨年半ば以降の原油安・ドル高の影響などから、設備投資や輸出が伸び悩み。もっとも、足許で原油価格の下落や急速なドル高の進行が一服するなか、今後は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。

もっとも、FRBの利上げを意識した金利の上昇が景気の抑制要因に。

＜金利見通し＞

◆ 景気回復に伴い緩やかに上昇

金融市場の混乱が一服し、米国景気のリバウンド基調が続くなか、労働需給の引き締めを受けた賃金の伸びの拡大や、原油安・ドル高による物価下押し圧力の緩和が確認されれば、FRBは年内にも利上げに着手する見込み。

一方、高水準のGDPギャップのもと、当面ディスインフレ傾向が続くとみられ、利上げペースは緩やかとなる見通し。

長期金利は、米国景気のリバウンド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

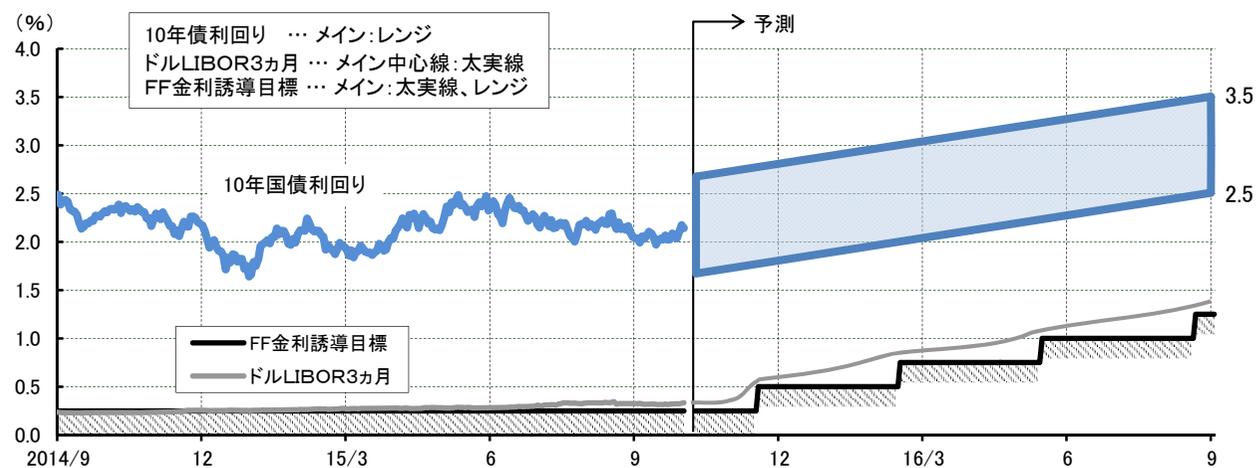
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2014年	2015年				2016年				2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年 (予測)
	10~12 (実績)	1~3	4~6	7~9	10~12 (予測)	1~3	4~6	7~9				
実質GDP	2.1	0.6	3.9	1.5	2.7	2.6	2.8	2.7	2.4	2.4	2.6	
個人消費	4.3	1.8	3.6	3.2	2.9	2.5	2.8	2.6	2.7	3.2	2.8	
住宅投資	10.0	10.1	9.3	6.1	7.5	6.7	6.0	7.0	1.8	8.4	6.8	
設備投資	0.7	1.6	4.1	2.1	5.3	5.4	5.3	5.2	6.2	3.3	4.8	
在庫投資	▲0.0	0.9	0.0	▲1.4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	▲0.1	
政府支出	▲1.4	▲0.1	2.6	1.7	▲0.3	0.0	0.2	0.1	▲0.6	0.7	0.4	
純輸出	▲0.9	▲1.9	0.2	▲0.0	▲0.3	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.6	▲0.2	
輸出	5.4	▲6.0	5.1	1.9	3.9	4.6	5.2	5.5	3.4	1.7	4.4	
輸入	10.3	7.1	3.0	1.8	5.2	4.9	5.2	5.2	3.8	5.2	4.5	
実質最終需要	2.1	▲0.2	3.9	3.0	2.6	2.5	2.7	2.6	2.4	2.4	2.7	
消費者物価	1.2	▲0.1	▲0.0	0.1	1.0	2.0	1.9	2.2	1.6	0.2	2.1	
除く食料・エネルギー	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	1.7	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 :

12月利上げに向け、米国の雇用・物価関連統計の行方が焦点に



◆10月FOMC声明は、総じてタカ派的な内容に

FRBは10月27、28日のFOMCで、実質ゼロ金利政策の維持を決定。もともと、FOMC声明の内容は、9月に比べ総じて年内利上げの可能性を滲ませるものに。

具体的には、「世界の経済・金融情勢を注視する」との姿勢を維持しつつも、9月FOMC声明で追加された「世界的な経済・金融情勢が、インフレ率のさらなる下押し圧力となる可能性」との文言を削除。また、利上げを検討する時期として、「次回の会合(12月FOMC)で利上げを検討」と明記。

◆雇用・物価情勢の改善が続けば、12月FOMCで利上げへ

海外情勢や金融市場の落ち着きを受け、12月の利上げの有無は、今後の米国の景気指標次第との見方が強まる格好に。ちなみに、金利先物市場が織り込む12月FOMCでの利上げ確率は、10月FOMCの結果発表後、5割前後まで上昇。

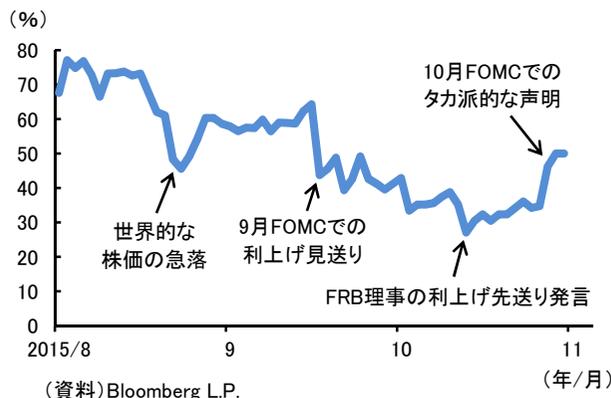
米国景気の回復基調が続くなか、「雇用の質」を含めた労働市場の改善が着実に進んでいること、原油安やドル高による物価下押し圧力が緩和方向にあることを踏まえ、FRBは12月FOMCで利上げに踏み切ると予想。

FOMC声明(要旨)

今回(2015年10月27、28日)	金融政策	前回(2015年9月16、17日)
<ul style="list-style-type: none"> ・次回の会合で(FF金利の)目標レンジの引き上げが適切かどうか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、金融および国際情勢を含む幅広い情報を考慮。 ・労働市場にさらにいくつかの改善がみられ、インフレ率が中期的に2%の目標に向かって戻っていくとの合理的な確信が得られれば、FF金利誘導目標のレンジの引き上げが適切になると予想。 	<p>景気判断・認識</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・(0~0.25%というFF金利の)目標レンジをいつまで維持するか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、金融および国際情勢を含む幅広い情報を考慮。 ・労働市場にさらにいくつかの改善がみられ、インフレ率が中期的に2%の目標に向かって戻っていくとの合理的な確信が得られれば、FF金利誘導目標のレンジの引き上げが適切になると予想。
<ul style="list-style-type: none"> ・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カ月着実にペースで増加し、住宅市場は一段と改善したものの、純輸出は弱含み。雇用の増加ペースは減速し、失業率は横ばいに。それでもなお、労働市場の指標は、総じて年初以降に労働資源の活用不足が縮小してきたことを示している。 ・適切な金融緩和策によって、経済活動は緩やかに拡大し、労働市場の指標は、委員会が二大責務と一致すると判断する水準に向けた動きが続くと期待。 ・経済活動と労働市場の見通しに対するリスクは、ほぼ均衡していると引き続き判断しているものの、世界の経済・金融情勢を注視。 ・インフレ率は短期的に現行の低水準にとどまると予想されるものの、労働市場が一段と改善し、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ていけば、中期的に2%の目標に向かい徐々に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。 		<ul style="list-style-type: none"> ・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緩やかに増加し、住宅市場は一段と改善したものの、純輸出は弱含み。堅調な雇用の伸びと失業率の低下を伴い、労働市場は改善が持続。総じて、労働市場の指標は、年初以降に労働資源の活用不足が縮小してきたことを示している。 ・最近の世界的な経済・金融情勢は、経済活動をいくらか抑制する恐れがあり、短期的にインフレ率のさらなる下押し圧力となる可能性。それでもなお、適切な金融緩和策によって、経済活動は緩やかに拡大し、労働市場の指標は、委員会が二大責務と一致すると判断する水準に向けた動きが続くと期待。 ・経済活動と労働市場の見通しに対するリスクは、ほぼ均衡していると引き続き判断しているものの、海外情勢を注視。 ・インフレ率は短期的に現行の低水準にとどまると予想されるものの、労働市場が一段と改善し、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ていけば、中期的に2%の目標に向かい徐々に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。

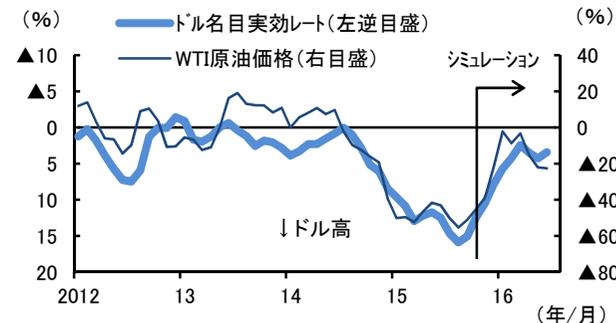
(資料)FRB等をもとに日本総研作成 (注)強調部分は変更点。

金利先物市場に織り込まれた12月FOMCまでの利上げ確率



(資料)Bloomberg L.P.

為替レートと原油価格(前年比)



(資料)FRB、Bloomberg L.P.

(注)シミュレーションは、為替レート・原油価格が足許の水準で推移した場合。

欧州経済の現状：
緩やかな景気回復が持続



<企業部門>

◆ユーロ圏景気は回復基調が持続

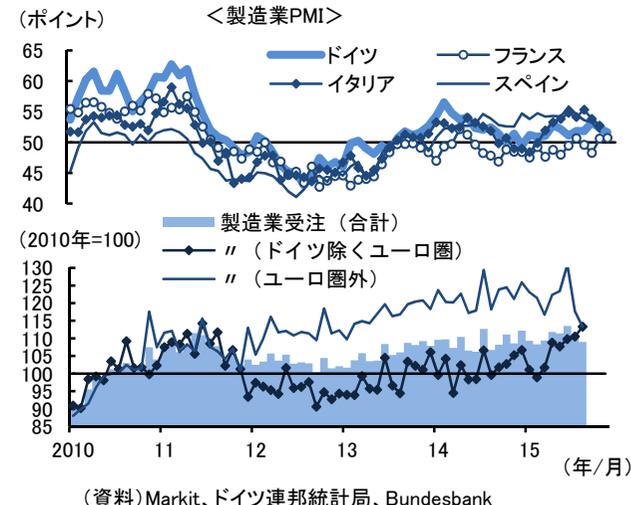
10月の総合PMI（速報値）は54.0と、4月以降ほぼ同水準の推移が続いており、4～6月期の成長率（前期比年率+1.4%）と同程度の緩やかな景気回復が持続していることを示唆。もともと、堅調な個人消費を背景にサービス業の改善が続く一方、製造業は足踏み。ユーロ圏主要国の製造業PMIをみても、各国で改善が頭打ち。

生産の先行指標となるドイツの8月の製造業受注は前月比▲1.8%と、2ヵ月連続のマイナスに。とりわけ、ユーロ圏外からの受注が大きく低下。中国をはじめとした新興国景気の減速が先行き、生産の下押し要因となる見込み。

ユーロ圏の実質GDPとPMI



ユーロ圏の製造業PMIとドイツ製造業受注

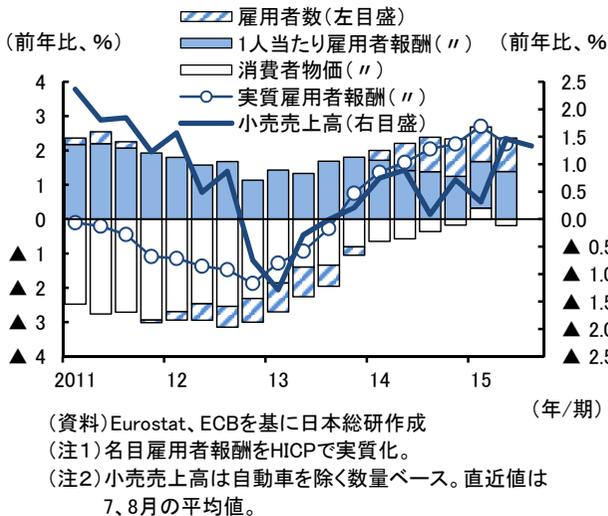


<家計部門>

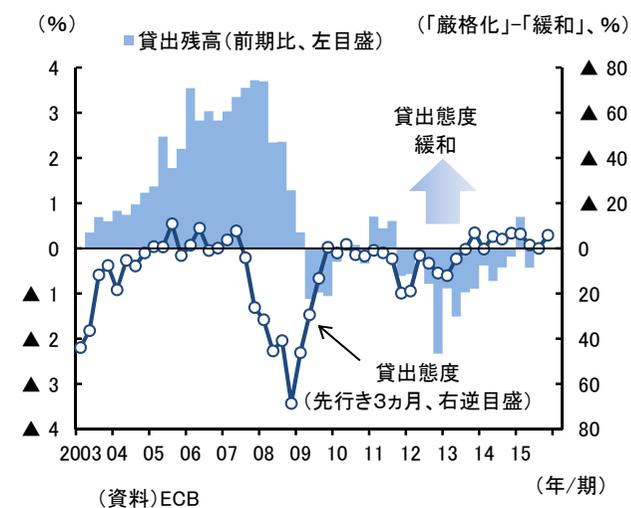
◆個人消費は堅調に推移

家計部門では、実質所得の増加基調が続くなか、小売売上高は堅調な推移が持続。先行き、原油安一巡により物価が上昇に転じる見込みながら、1人あたり雇用者報酬が底堅く推移しているほか、雇用者数の増加が続いており、個人消費は緩やかな回復が続く見込み。

ユーロ圏の雇用・所得環境と消費者物価



ユーロ圏の企業向け貸出残高と銀行貸出態度



<金融面>

◆銀行の貸出態度は緩和方向へ

直近のユーロ圏の銀行貸出調査（調査期間は9月15日～30日）によると、銀行の貸出態度は先行き緩和方向へ。こうした資金調達環境の改善が企業の借入の増加に繋がり、設備投資の回復に寄与すると期待。

欧州トピックス：ドイツを取り巻くリスク要因

新興国景気・自動車メーカーの不正問題など、先行きには注視が必要

米国

欧州

原油

◆中国の景気減速やフォルクスワーゲンの不正問題などリスク要因が台頭

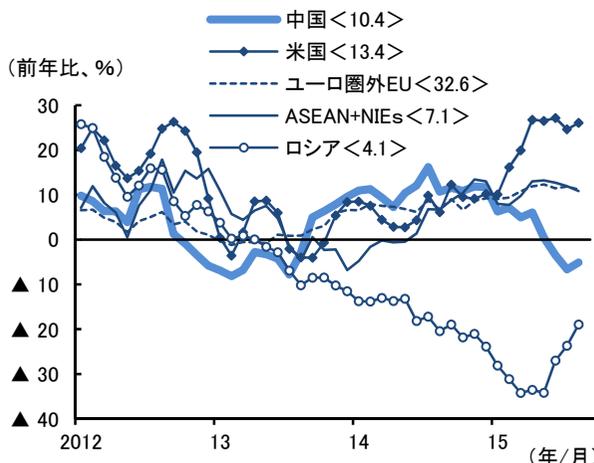
ユーロ圏景気のけん引役であるドイツでは新興国景気の減速やフォルクスワーゲンの排ガス規制不正問題といったリスク要因が台頭。

ドイツの輸出を仕向地別にみると、15年半ば以降、ロシア向けの減少幅が縮小したものの、中国向けで弱含みが続いているほか、その他の国でも増勢に一服感。GDPに半年程度先行するといわれているOECDの景気先行指数をみると、新興国だけでなく、景気が堅調な米国・英国にも減速の兆しが見られており、先行き、域外向け輸出が景気回復のけん引役となることは期待薄。なかでも、ドイツは、他のユーロ主要国と比べ、中国・その他新興国向け輸出依存度が高く、新興国景気減速の影響は、大きくなる公算。

◆フォルクスワーゲンの排ガス規制不正問題は先行きに注視が必要

一方、ドイツでは、実質所得の増加基調が続くなか、新車登録台数は堅調に推移。先行き、フォルクスワーゲンの不正問題の経済への影響が懸念されるものの、当面は良好な所得環境が下支えとなり、自動車販売の腰折れは回避される見込み。一方で、企業業績の悪化を受け設備投資の圧縮・雇用削減などが進むと、景気を大きく下押しする恐れもあり、注視が必要。

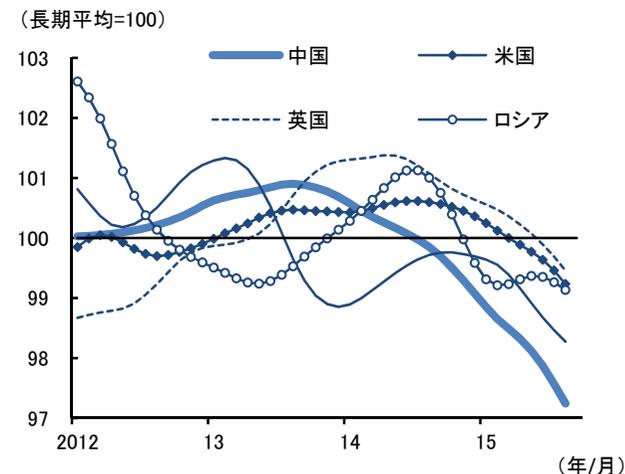
ドイツのユーロ圏外向け輸出(3ヵ月移動平均)



(資料)ドイツ連邦統計局

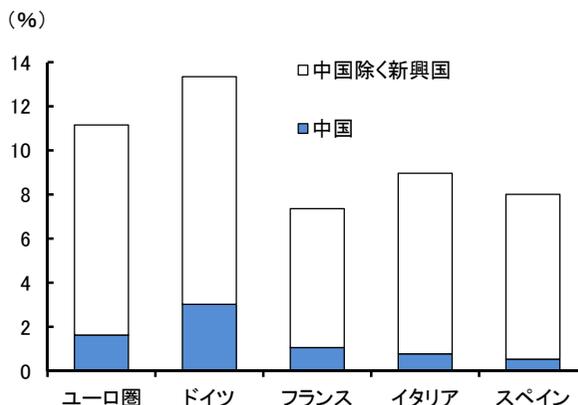
(注)<>内は204年のユーロ圏外向け輸出に占めるシェア。

ドイツの輸出先のOECD景気先行指数



(資料)OECD

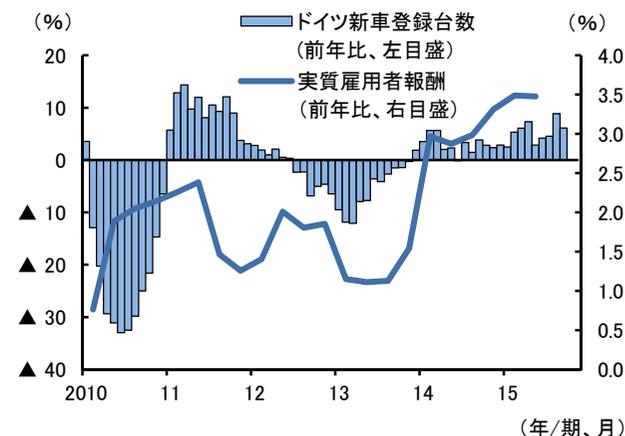
ユーロ圏の新興国向け輸出依存度(対GDP比)



(資料)Eurostatを基に日本総研作成

(注)新興国の定義は、IMFのEmerging market and developing economiesに基づく。

ドイツの新車登録台数と実質雇用者報酬



(資料)Bundesbank、ドイツ連邦陸運局を基に日本総研作成

(注)実質雇用者報酬は名目雇用者報酬をHICPで実質化。

英国経済の現状：

建設業が弱含み、7～9月期は回復ペースが減速

米国 欧州 原油

＜7～9月期実質GDP（生産側）＞

◆サービス業は堅調、建設業が弱含み

英国の7～9月期の実質GDP（生産側）は、前期比年率+2.0%と、4～6月期（同+2.7%）から減速。堅調な個人消費を背景にサービス業は高い伸びを維持したものの、建設業が2年半ぶりのマイナスに。

＜企業部門＞

◆輸出は中国向けの減少が持続

英国の輸出は、EU外向けの不振を主因に足もとで弱含み。もっとも、英国では、サービス業が産業全体の7割強を占めており、輸出の低迷が景気に与える影響は限定的。

＜家計部門＞

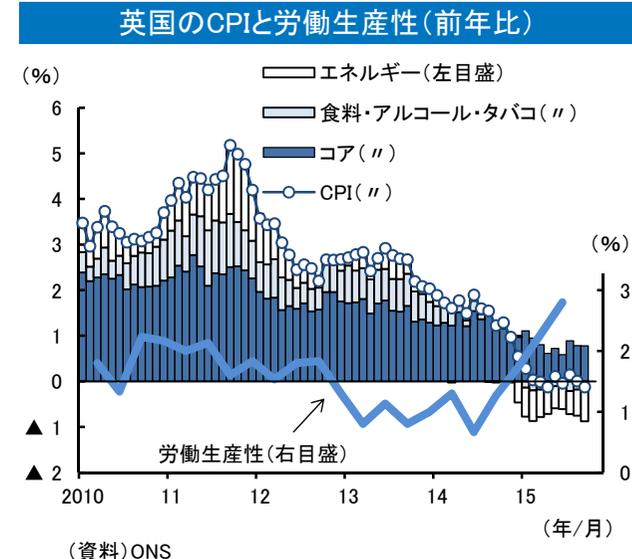
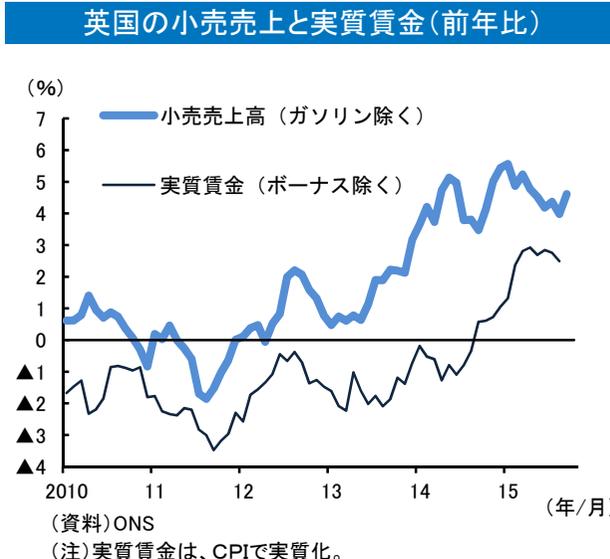
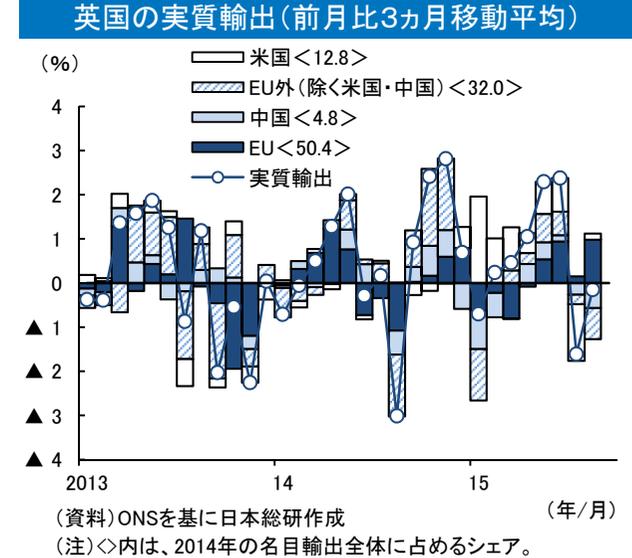
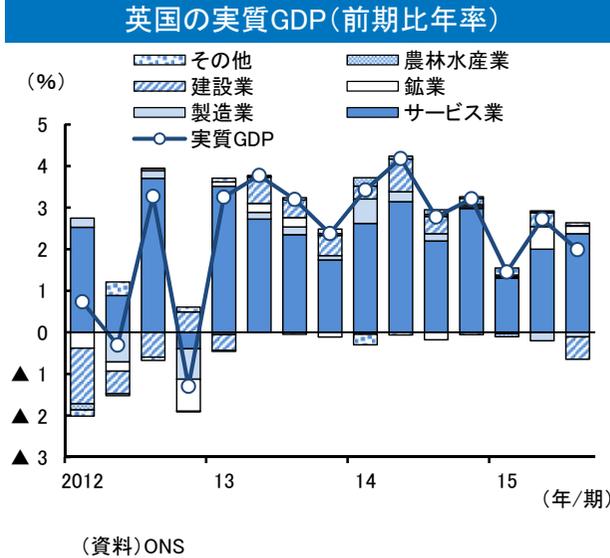
◆個人消費は堅調に推移

9月の小売売上高は前年比+6.5%と、堅調な伸びに。名目賃金が高水準で推移しているほか、インフレ率の低位推移も相まって、実質賃金が堅調に推移しており、個人消費を下支え。

＜物価＞

◆インフレ率は再びマイナスに

英国では9月のインフレ率が前年比▲0.1%と、再びマイナスに。賃金上昇が続くなかで、先行き原油安が一巡するのに伴い、プラス幅が拡大する見込みながら、足もとで労働生産性が持ち直してきており、インフレ率の上昇ペースは緩やかにとどまる見込み。



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するなか、回復基調が続く見込み。もっとも、新興国景気の下振れにより、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に下支えされた住宅需要の持ち直しや、良好な雇用・所得環境などを背景に、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・所得環境による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。

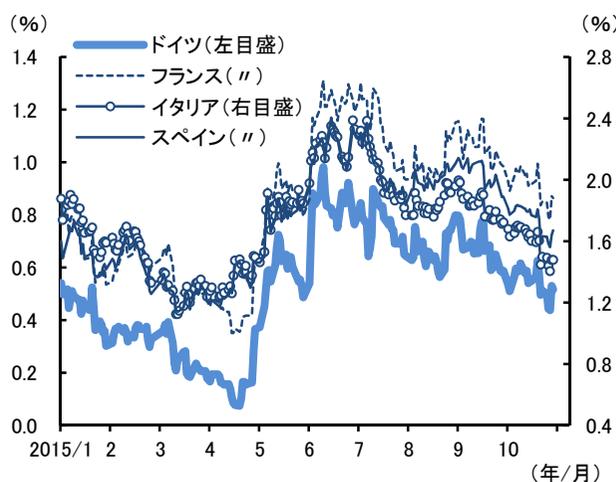
欧州各国経済・物価見通し

(前年比、実質GDPの四半期は季節調整済前期比年率、%)

		2014年	2015年				2016年				2014年	2015年	2016年
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(実績)	(予測)	(予測)	
		(実績)	(予測)								(実績)	(予測)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.6	2.1	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	0.9	1.5	1.6	
	消費者物価指数	0.2	▲0.3	0.2	0.1	0.5	1.2	1.2	1.3	0.4	0.1	1.3	
ドイツ	実質GDP	2.5	1.4	1.8	1.4	1.5	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	
	消費者物価指数	0.4	▲0.1	0.4	0.0	0.6	1.4	1.4	1.6	0.8	0.2	1.5	
フランス	実質GDP	0.4	2.7	0.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	0.2	1.1	1.2	
	消費者物価指数	0.3	▲0.2	0.3	0.1	0.5	1.0	1.0	1.1	0.6	0.2	1.1	
英国	実質GDP	3.0	1.5	2.6	2.0	2.5	2.5	2.4	2.3	2.9	2.4	2.4	
	消費者物価指数	0.9	0.1	0.0	0.0	0.7	1.3	1.5	1.7	1.5	0.2	1.6	

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

ユーロ圏主要国の10年債利回り



(資料)Bloomberg L.P.

【ホット・トピック】

◆ユーロ圏の金利は総じて低水準に推移する見込みながら、スペインは先行き、注視する必要

ドラギ総裁は、10月22日のECB理事会後の会見で、①新たなECBスタッフ見通しが発表される12月の理事会において金融緩和の度合いを再度点検する必要があり、②今理事会で預金ファシリティー金利の引き下げについて議論したことと、等に言及。次回12月の理事会での追加緩和観測の強まりから、ユーロ圏各国で金利が大きく低下。先行きも、当面ECBの緩和的な金融政策が続くなか、総じて低水準での推移が続く見込み。

ただし、スペインでは12月に控える総選挙での反緊縮政党の台頭に対する懸念が金利を押し上げ。実際、7月まで同水準で推移していたイタリアと比べて高止まりしており、先行き注視する必要。

欧州金利見通し：

ECBは12月にも、量的緩和の期間延長など追加緩和に踏み切る公算

米国

欧州

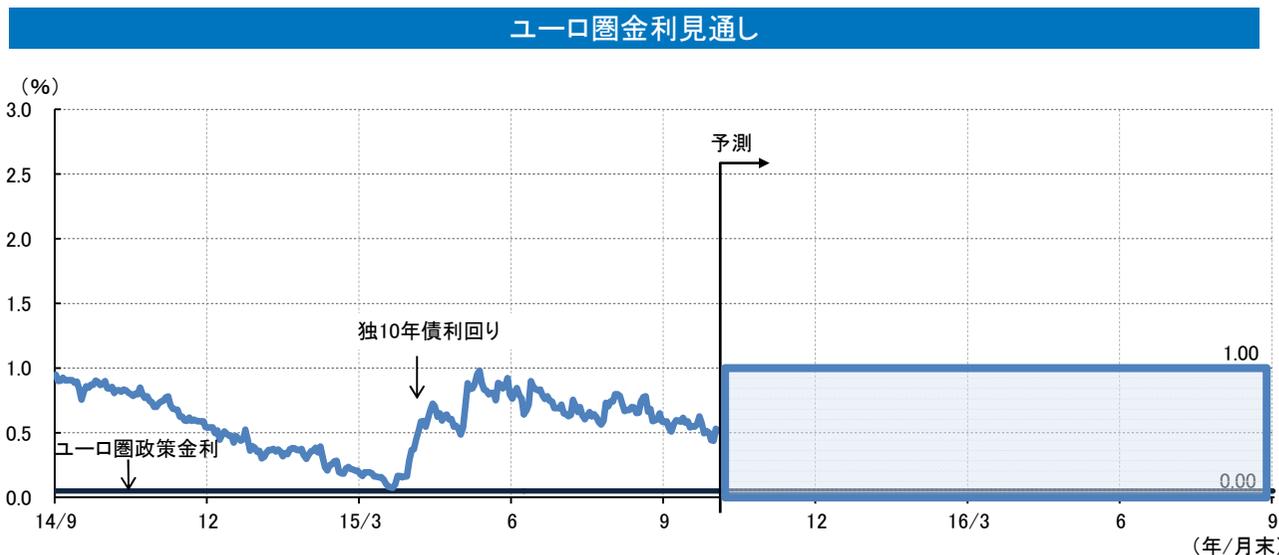
原油

<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

ECBは、量的緩和（民間資産、及び国債等の公的資産の買入れ策である「拡大資産買入プログラム」）を少なくとも2016年9月末まで実施する方針。もっとも、足もとで新興国景気や物価の下振れリスクが高まるなか、ECBは12月にも、期間延長など追加緩和に踏み切る公算。

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。

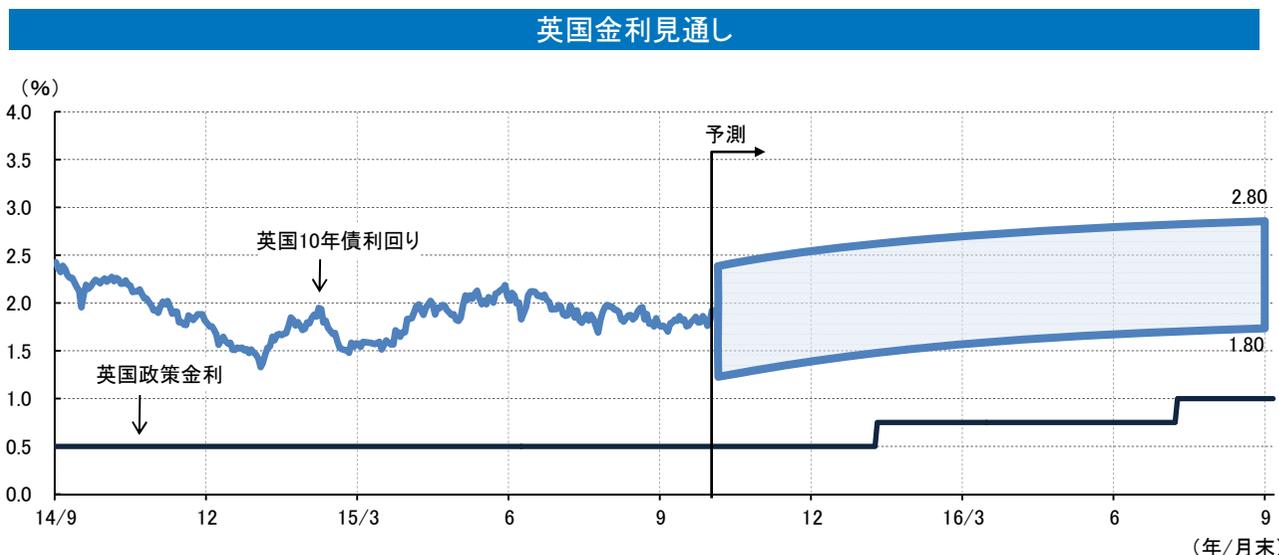


<英国・金利見通し>

◆ 景気拡大を背景に緩やかに上昇

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、原油価格の下落やポンド高を背景に、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年初め以降となる見通し。

英10年債利回りは、先行き、堅調な景気拡大を背景に上昇する見込み。もっとも、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。



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



＜原油市況＞

◆10月のWTI原油先物価格は、一進一退の展開に

ドル安の進行や米国の原油リグ稼働数の減少、シリア情勢の緊迫化などから、月上旬に一時50ドル前後まで上昇。もともと、その後は、米原油在庫の大幅な増加や中国景気の減速に伴う原油需要鈍化懸念などを受け、40ドル前半まで弱含み。月末近くには、クッシング在庫の減少などを材料に小幅反発。

＜投机筋・投机資金の動向＞

◆投机筋の買い越し幅は縮小に転化

投机筋の買い越し幅は、10月半ばにかけて拡大も、米原油在庫の積み上がりを受けた先高観の後退を背景に、足許にかけて小幅縮小。

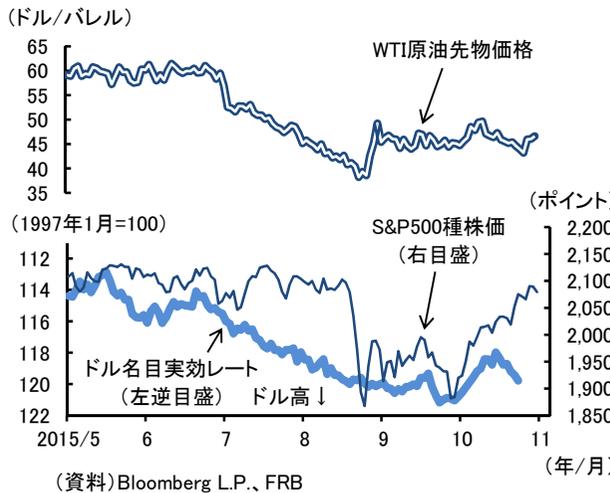
＜原油価格見通し＞

◆当面、低水準での推移が続く見通し

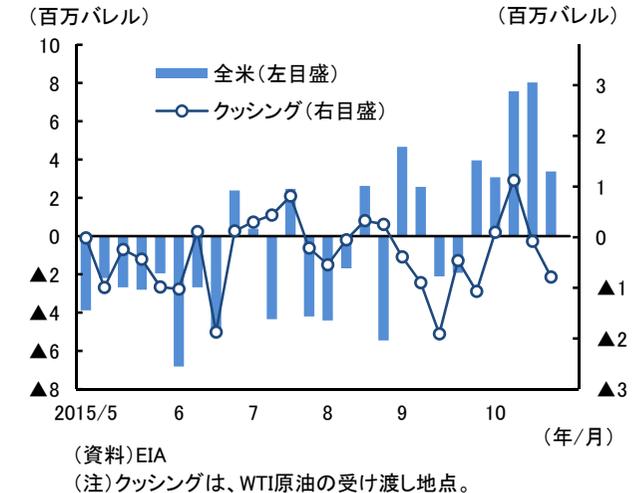
WTI先物は、米国原油生産の減少や米国景気の回復基調の強まりが価格押し上げに作用するほか、中東や北アフリカ、ロシアをめぐる地政学リスクの残存が価格上振れ要因に。

もともと、イラクやイラン、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。

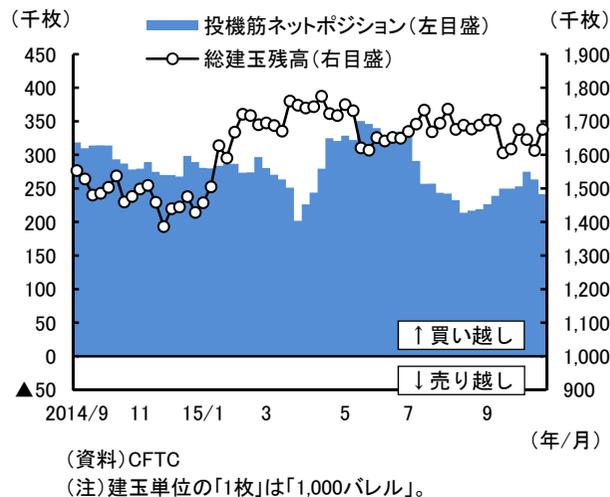
原油価格と株価・為替レート



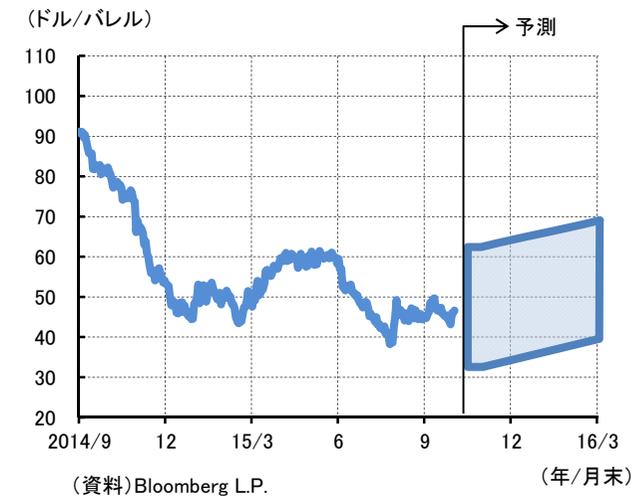
米国の原油在庫(前週差)



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：OPEC加盟国

原油価格が低水準で推移するなか、OPEC加盟国の財政運営に厳しき

米国

欧州

原油

◆市場シェア維持の方針を堅持

OPEC加盟国の原油生産量は、2015年入り後、イラクやサウジアラビアの増産を主因に、2011年12月のOPEC総会で合意された生産枠を大幅に上回る水準で推移。

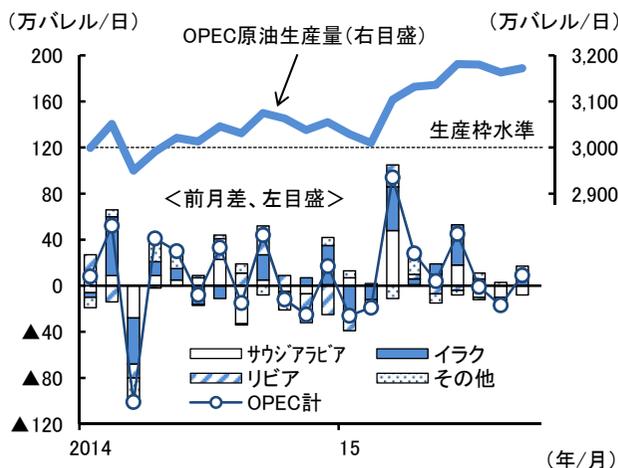
一部加盟国では、原油価格押し上げに向けて減産姿勢を打ち出すべきとの主張もみられるものの、サウジアラビアをはじめとした主要国は、市場シェア維持の重要性を引き続き強調。価格下落による原油需要押し上げ効果や、米国原油生産の減少傾向の明確化などから、2016年末にかけて世界の原油需給は均衡に向かうとの見方が、現時点での減産に消極的である一因に。

◆産油国の財政運営に厳しきが増すなか、12月のOPEC総会が焦点に

もともと、歳入の多くを原油の輸出収入に依存する産油国では、大幅な財政赤字が財政運営の足かせに。IMFは10月に公表した地域経済見通しで、豊富な外貨準備などを有するサウジアラビアでも、現行の政策を前提とした場合、5年前後で金融資産が枯渇すると指摘。

当面、12月4日のOPEC総会で、生産水準に関する何らかの方針が示されるかどうか焦点に。

OPECの国別原油生産量



(資料)IEA

最近のOPEC加盟国等要人の発言

オメール・クウェート石油相(10月12日)
「生産コストの高い原油が市場から減り始めており、原油価格の改善に寄与。OPEC加盟国への需要が増加しているため、16年にかけての状況は楽観的にみている」

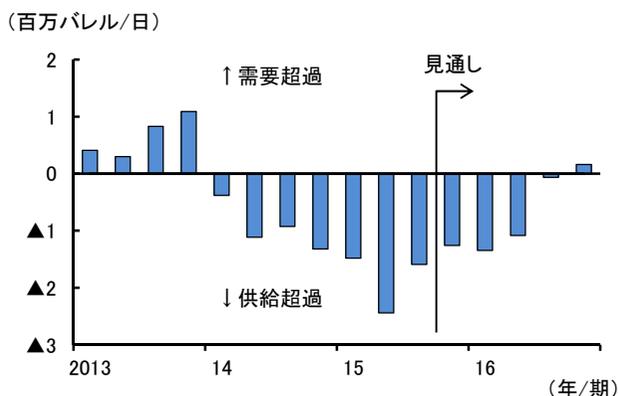
ヌアイミ・サウジアラビア石油相(10月15日)
「世界の原油需要に回復の兆し。価格を決定できるのは市場だけであり、需給が均衡に向かえば価格は安定する」

ザンギャネ・イラン石油相(10月19日)
「(原油価格を70~80ドルに引き上げるために、)OPECは生産水準を引き下げを決定し、市場を管理すべき」

イリヤ・ガルキン・ロシアエネルギー省当局者(10月21日)
(OPECが開催した専門家会合について、)「産油国の投資不足について協議。減産については協議していない」

(資料)各種報道等をもとに日本総研作成

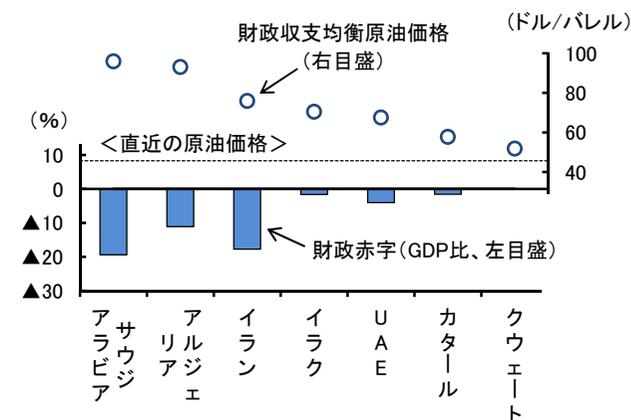
世界の原油需要バランス



(資料)IEAをもとに日本総研作成

(注)見通しは、IEAによる世界の原油需要、非OPEC加盟国の原油生産量見通しをベースとし、OPEC加盟国の生産量が3,172万バレル(2015年9月実績)で推移すると想定。

主なOPEC加盟国の財政状況(2016年見通し)



(資料)IMF

(注)IMF“Regional Economic Outlook”(2015年10月公表)における見通し。

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)
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
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	1.0994	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	0.13	0.32	2.06	17182.28	2024.81	▲ 0.14	▲ 0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86