

---

---

# 欧米経済展望

2015年10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：

企業部門では、輸出の伸び悩みを受けた製造業の低迷が鮮明に

米国

欧州

原油

＜企業部門＞

◆輸出の伸び悩みを背景とした製造業の低迷が持続

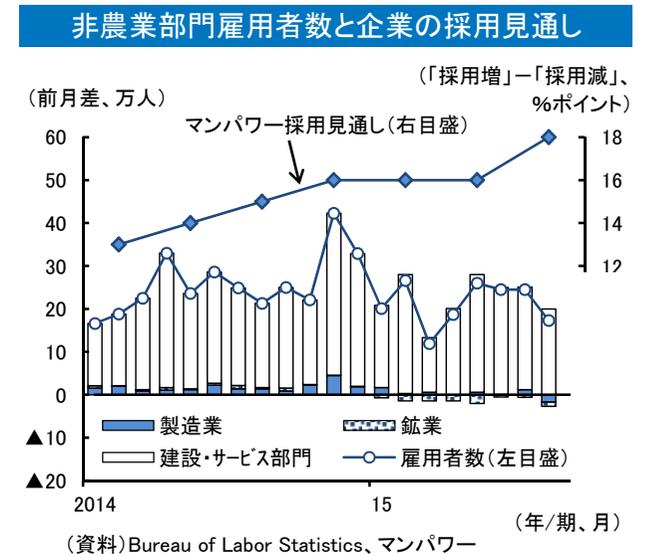
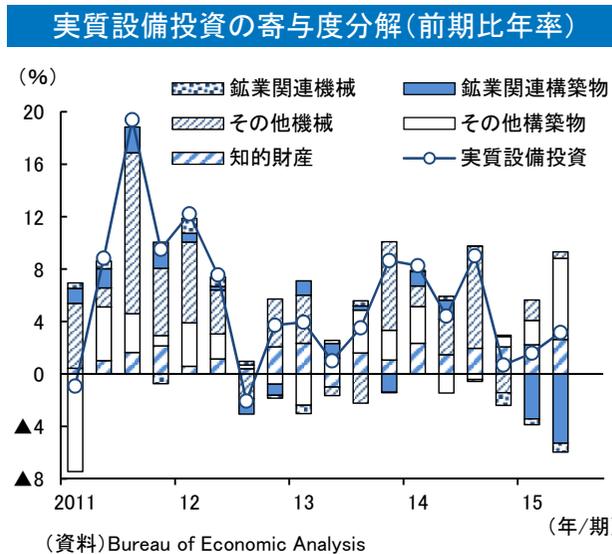
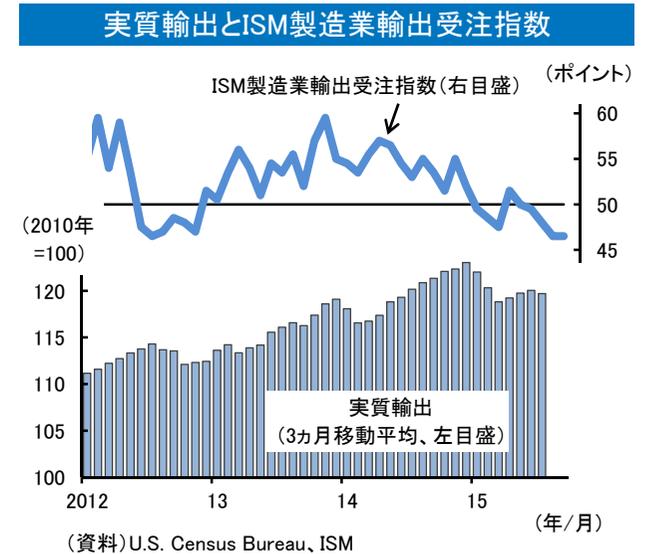
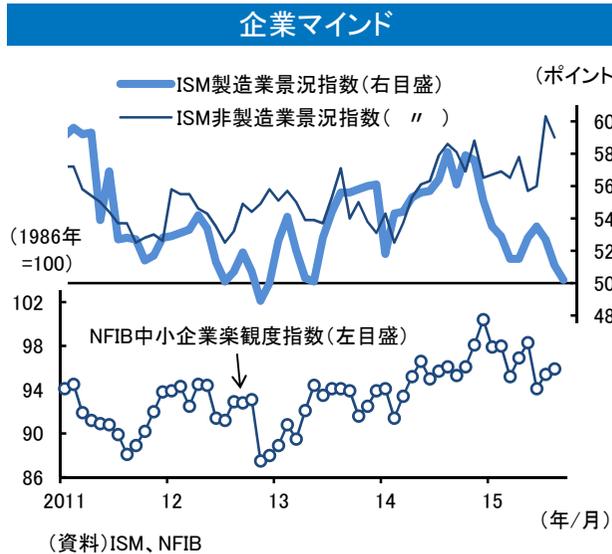
企業部門では、個人消費を中心とした内需の堅調さを背景に、非製造業や中小企業のマインドが底堅く推移する一方、製造業では低迷が持続。とりわけ、ISM製造業輸出受注指数は、2012年7月以来の水準まで低下しており、中国や中南米など新興国景気の減速やドル高を背景に、当面輸出は伸び悩みが続く見込み。

設備投資をめぐるのは、鉱業関連構築物投資や機械投資の低迷が続いているものの、鉱業関連以外の構築物投資や知的財産投資の増加が下支え役に。

＜雇用環境＞

◆雇用者数は伸び悩みも、過度な懸念は不要と判断

8月の非農業部門雇用者数は前月差+17.3万人と、4月以来の同+20万人割れ。とりわけ、製造業が2013年7月以来約2年ぶりの減少となるなど、企業活動低迷の影響が波及。もっとも、企業の採用姿勢は足許で強まる方向にあり、先行きに対する過度な懸念は不要と判断。



■ 米国経済の現状 :

■ 家計部門・住宅市場は回復傾向が持続



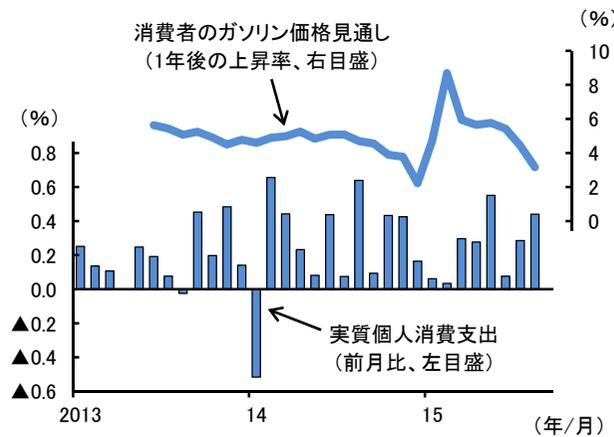
<家計部門>

◆個人消費は底堅く推移も、株価の下落が懸念材料に

8月の実質個人消費支出は前月比+0.4%と、増勢が加速。良好な雇用環境やガソリン価格の先高観の後退などを受け、個人消費は冬場の落ち込みからの持ち直しが持続。

一方、中国景気の先行き不安を発端とした金融市場の混乱が新たな懸念材料に。足許、消費者マインドは高水準で推移しているものの、株価の調整が長期化すれば、消費者マインドの下振れや逆資産効果を通じて個人消費の下押しに作用する恐れ。

消費者のガソリン価格見通しと個人消費



(資料) ニューヨーク連銀、Bureau of Economic Analysis  
(注) ガソリン価格見通しは、2013年6月調査開始。

株価と消費者マインド



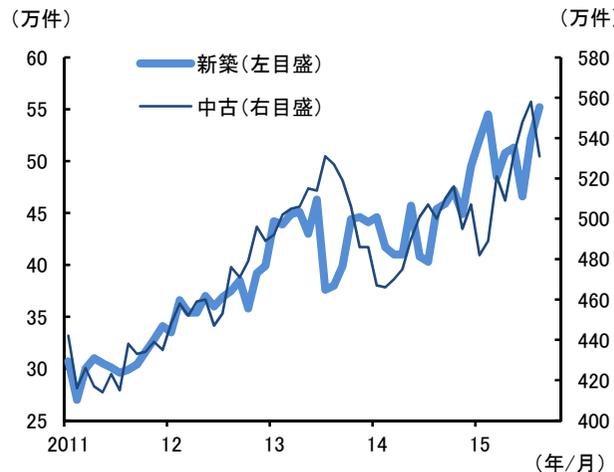
(資料) The Conference Board、Bloomberg L.P.

<住宅市場>

◆総じて回復基調が強まる方向

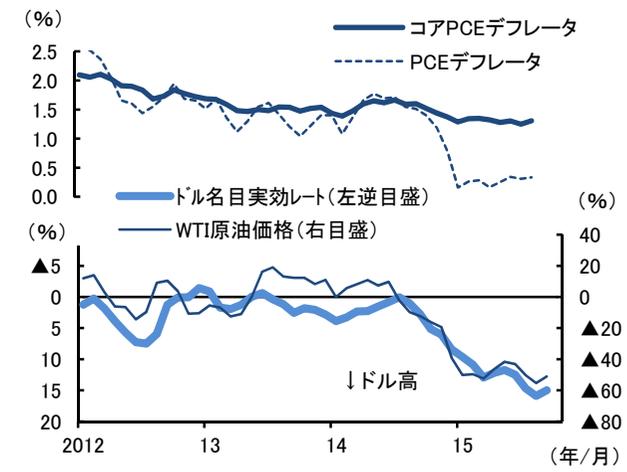
8月の新築住宅販売件数は年率55.2万戸と、2008年2月以来の水準まで増加。一方、8月の中古住宅販売は減少に転じたものの、均してみれば2013年半ばから14年末にかけての踊り場から脱する動き。

住宅販売件数



(資料) U.S. Census Bureau、NAR

原油価格・為替レートとPCEデフレーター(前年比)



(資料) FRB、Bloomberg L.P.、Bureau of Economic analysis

<物価動向>

◆足許で、原油価格・為替レートのマイナス幅拡大に歯止め

原油安・ドル高の進行を背景に、物価の伸びは低迷が持続。ただし、急速なドル高や一段の原油安には一服の兆しも。

■ 米国トピックス①：雇用環境

■ 雇用環境の着実な改善とともに、賃金上昇圧力は高まりつつあると判断

米国

欧州

原油

◆フルタイム雇用者数や消費者の就職環境に対する見方は、2008年初めの水準まで回復

8月の失業率は5.1%と、FOMCメンバーが実質的にインフレ加速の分岐点とみなす長期見通しレンジ(4.9~5.2%)内まで低下。8月の失業率の低下は、労働参加率の低下ではなく、就業者数の増加による寄与が大きく、雇用環境の着実な改善を示唆。

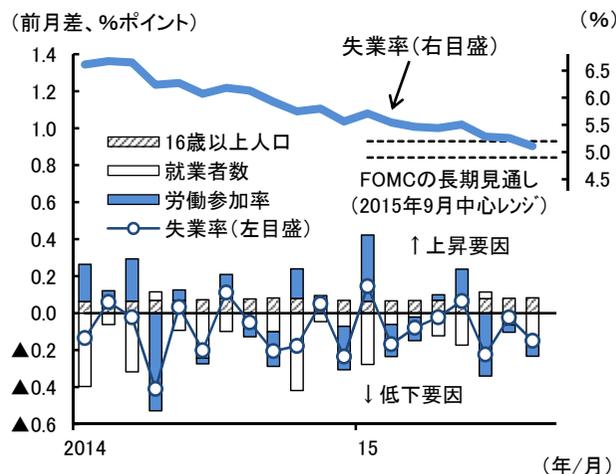
「雇用の質」の面でも、改善の動きが持続。緩やかながらも経済情勢を理由としたパートタイム従事者の減少が続くとともに、8月にはフルタイム従事者がリーマン・ショック前ピークを上回る水準まで増加。

また、消費者の就職環境に対する見方では、足許で約7年半ぶりに、「就職機会が豊富」との回答が「就職が困難」との回答を上回る結果に。昨年末以降、自己都合による退職者は一進一退の動きが続いているものの、就職機会に対する楽観的な見方の強まりとともに再び増勢に復し、労働市場の流動性の回復が続くと予想。

◆今後の賃金上昇圧力の高まりに期待

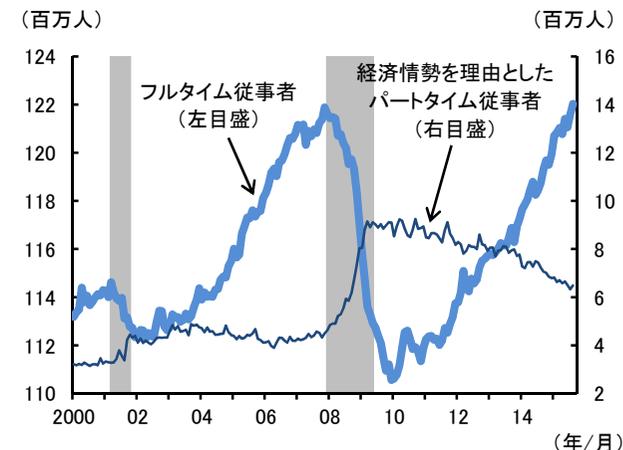
一方、雇用統計の時間当たり賃金(事業所調査ベース)は、依然として伸び悩んでいるものの、他の賃金統計では一部に伸びの高まりが看取。雇用環境の着実な改善とともに、賃金上昇圧力は高まりつつあると判断。

失業率の水準と変動要因分解



(資料)Bureau of Labor Statistics

フルタイム従事者とパートタイム従事者



(資料)Bureau of Labor Statistics

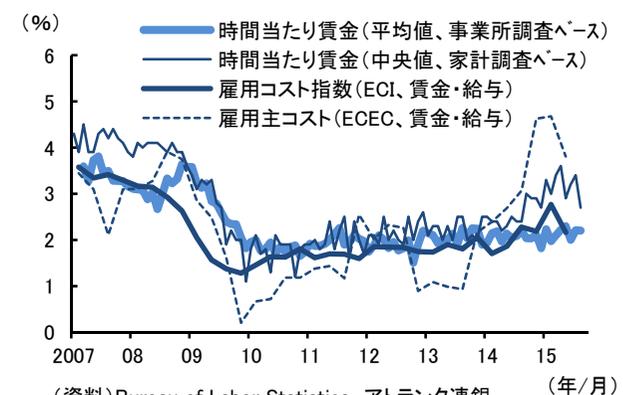
(注)シャドー部は景気後退期。

就職環境と自己都合による退職者



(資料)Bureau of Labor Statistics、The Conference Board

時間当たり賃金(前年比)



(資料)Bureau of Labor Statistics、アトランタ連銀

(注1)上記4指標のうち、雇用コスト指数(ECI)のみ、業種・職種のウェイトを基準時点で固定して算出される。  
(注2)時間当たり賃金(中央値)は、雇用統計をベースとしたアトランタ連銀による試算。

米国トピックス②：住宅市場

金融・雇用環境の改善を背景に、回復の裾野に広がり

米国 欧州 原油

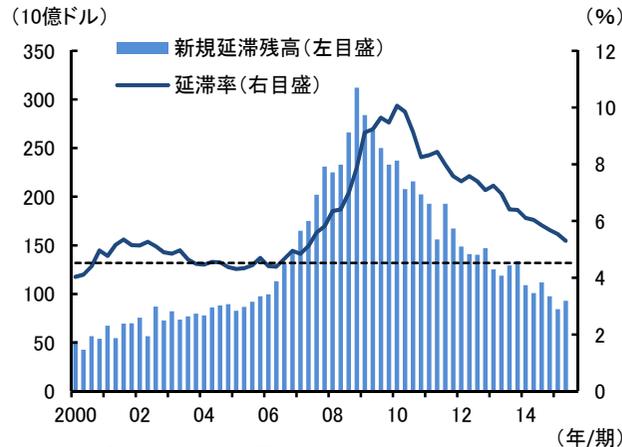
◆金融機関の住宅ローン貸出態度は、緩和方向へ

住宅市場では、2015年入り後、総じて回復基調が強まる方向。

まず、金融面についてみると、住宅ローンの延滞率が、足許で5%台前半まで低下。依然として住宅バブル崩壊前の水準には至っていないものの、新規延滞残高が減少基調で推移するなか、延滞率は先行きも低下傾向が続く見込み。

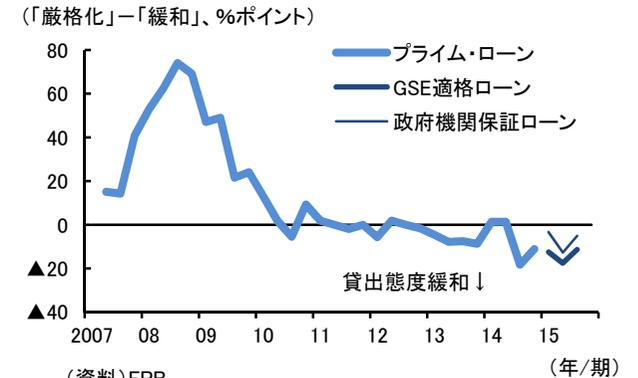
こうしたなか、金融機関の住宅ローン貸出態度も大きく「緩和」超に転じており、住宅市場における金融面の制約は緩和されつつある状況。

住宅ローンの延滞率と新規延滞残高



(資料) ニューヨーク連銀、MBA  
(注) 点線は、1990～2005年の延滞率平均。

金融機関の住宅ローン貸出態度



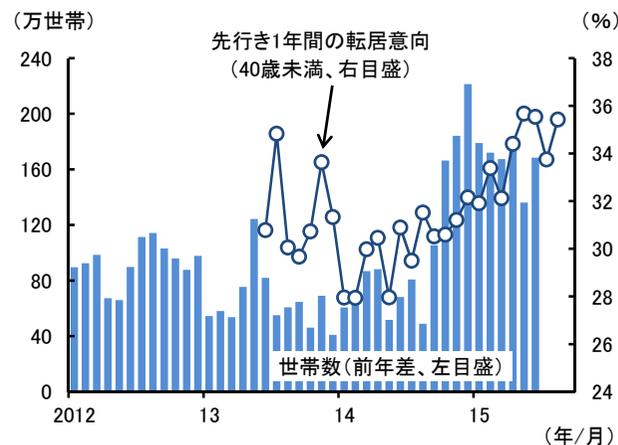
(資料) FRB  
(注) FRBは、2015年1～3月期調査から住宅ローン分類を変更および細分化。うち、GSE適格ローンは政府系住宅金融機関の保証基準を満たす住宅ローン、政府機関保証ローンはFHAなど政府機関により保証されているローン。

◆金融環境の改善が持家需要の回復を後押しすると期待

一方、需要面では、2014年末以降、世帯数の増勢が大きく加速しているほか、若年層の転居意向が上昇。また、足許で中低価格の新築住宅販売に回復の動きがみられ、従来高額物件に偏っていた住宅販売の裾野に拡大の兆し。

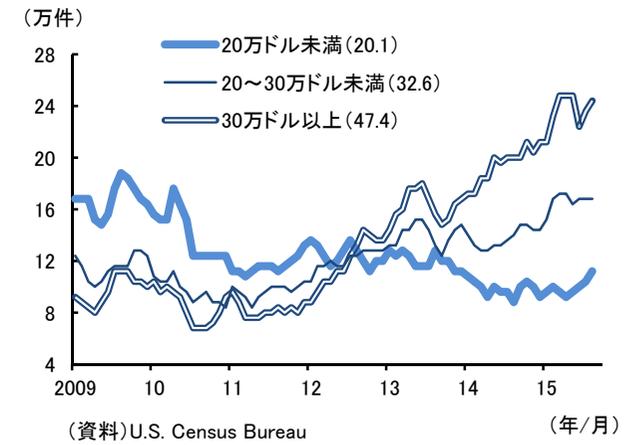
若年層や中低所得層を中心に依然として賃貸住宅選好が根強いものの、持ち家比率がすでに1980～90年代半ばの水準を下回るなか、金融・雇用環境の改善を後押しに、先行き、持家需要が徐々に高まっていくと期待。

世帯数と若年層の転居意向



(資料) ニューヨーク連銀、U.S. Census Bureau  
(注) 転居確率は、2013年6月に調査開始。

価格帯別新築住宅販売件数(3ヵ月平均)



(資料) U.S. Census Bureau  
(注) 凡例のカッコ内は全販売件数に占める割合(2015年1～8月)。

■ 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、当面、設備投資や輸出が伸び悩み。もっとも、今秋以降は、原油安やドル高が一服するのに伴い、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

FRBは、8月入り後の金融市場の混乱などを受け、9月FOMCでの利上げを見送り。今後、金融市場の混乱が一服し、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、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

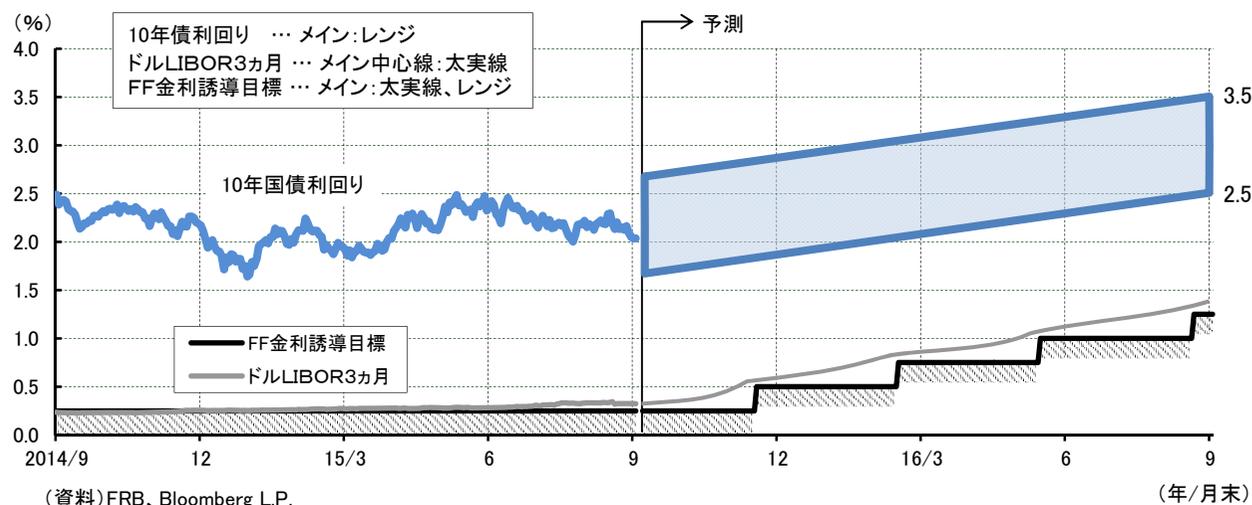
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	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)			
実質GDP	2.1	0.6	3.9	2.6	2.8	2.7	2.8	2.7	2.4	2.6	2.8	
個人消費	4.3	1.8	3.6	3.0	2.9	2.7	2.8	2.6	2.7	3.1	2.8	
住宅投資	10.0	10.1	9.3	8.0	7.5	6.5	6.0	7.0	1.8	8.7	7.0	
設備投資	0.7	1.6	4.1	4.3	5.3	5.4	5.3	5.2	6.2	3.5	5.1	
在庫投資	▲0.0	0.9	0.0	▲0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.1	
政府支出	▲1.4	▲0.1	2.6	0.0	0.1	0.0	0.2	▲0.1	▲0.6	0.5	0.2	
純輸出	▲0.9	▲1.9	0.2	▲0.3	▲0.2	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.6	▲0.1	
輸出	5.4	▲6.0	5.1	4.5	5.1	5.8	5.7	6.1	3.4	2.1	5.5	
輸入	10.3	7.1	3.0	5.3	5.6	5.4	5.2	5.2	3.8	5.7	5.2	
実質最終需要	2.1	▲0.2	3.9	2.7	2.7	2.7	2.8	2.6	2.4	2.3	2.8	
消費者物価	1.2	▲0.1	▲0.0	0.3	1.2	2.1	2.0	2.3	1.6	0.4	2.1	
除く食料・エネルギー	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	2.0	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 :

9月FOMCでの利上げは見送りも、年内利上げへ



◆海外・金融情勢を背景とした利上げ見送りを受け、利上げ開始時期に不透明感が台頭

FRBは9月16、17日のFOMCで、実質ゼロ金利政策の維持を決定し、利上げ着手を見送り。イエレン議長はFOMC後の記者会見で、海外情勢や金融市場をめぐる不確実性の高まり、それを受けた米国経済・物価の下振れ懸念を、利上げ見送りの要因として指摘。

市場の一部では、中国をはじめとした新興国景気の早期改善が見通し難いなか、利上げの着手が年明け以降に先送りされるとの見方が急速に台頭するなど、利上げ開始時期をめぐる不透明感が高まる格好に。

◆米国景気の回復基調が続けば、年内利上げへ

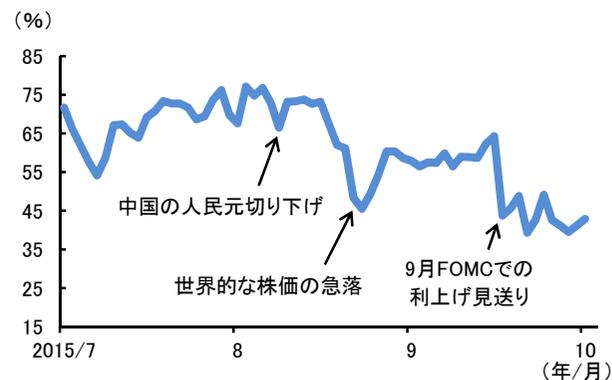
もともと、FOMCメンバーの政策金利予測や9月FOMC以降の講演等での発言を踏まえると、依然として年内の利上げ開始を見込むメンバーが大勢。米国景気の回復基調が続き、原油安・ドル高による物価下押し圧力の緩和が確認されれば、海外情勢による米国経済への下押し圧力は限定的との判断のもと、年内にも利上げに着手する見込み。

FOMC声明(要旨)

今回(2015年9月16、17日)		前回(2015年7月28、29日)
<ul style="list-style-type: none"> <li>(利上げ開始時期の決定にあたっては、)最大雇用と2%のインフレ率という目標に向けた進展を、実績と見通しの両面から評価。この評価には、労働市場の状態に関する指標や、インフレ圧力、インフレ期待に関する指標、金融および国際情勢を含む幅広い情報を考慮。</li> <li>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。</li> </ul>	金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>(利上げ開始時期の決定にあたっては、)最大雇用と2%のインフレ率という目標に向けた進展を、実績と見通しの両面から評価。この評価には、労働市場の状態に関する指標や、インフレ圧力、インフレ期待に関する指標、金融および国際情勢を含む幅広い情報を考慮。</li> <li>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。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>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。<b>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。</b>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。<b>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。</b></li> <li><b>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。</b>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。</li> <li><b>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。</b></li> <li>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。</li> </ul>	景気判断・インフレ認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>前回会合以降に入手した情報では、経済活動は、ここ数ヶ月、緩やかに拡大。家計支出の伸びは緩やかで、住宅市場はさらに改善。もともと、設備投資と純輸出は引き続き弱含み。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、さまざまな労働市場の指標は、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唆。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>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、これまで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。</li> </ul>

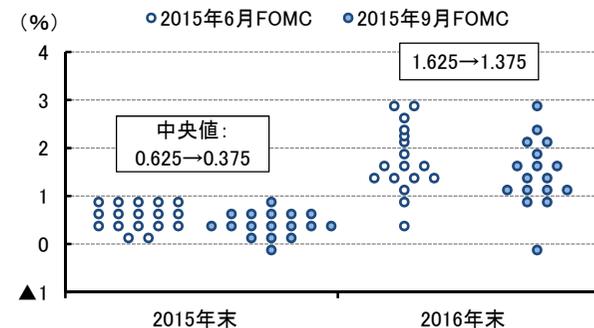
(資料)FRB等をもとに日本総研作成 (注)強調部分は変更点。

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.

FOMCメンバーの政策金利予測



(資料)FRB

(注)ポイント(O)は各FOMCメンバーの予測値を示す。

欧州経済の現状：

緩やかな景気回復が持続



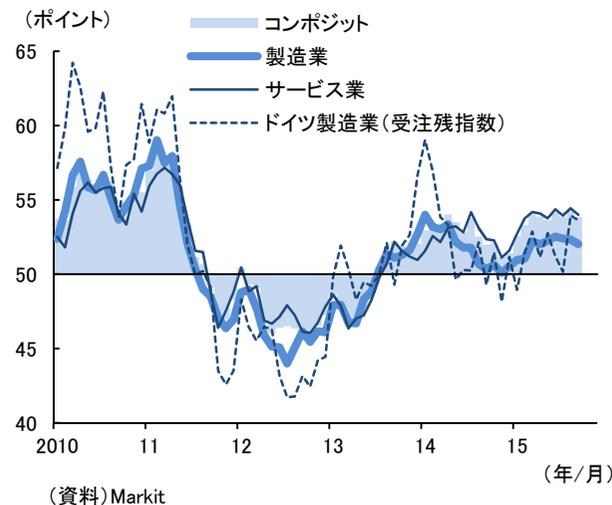
<企業部門>

◆ユーロ圏景気は回復基調が持続

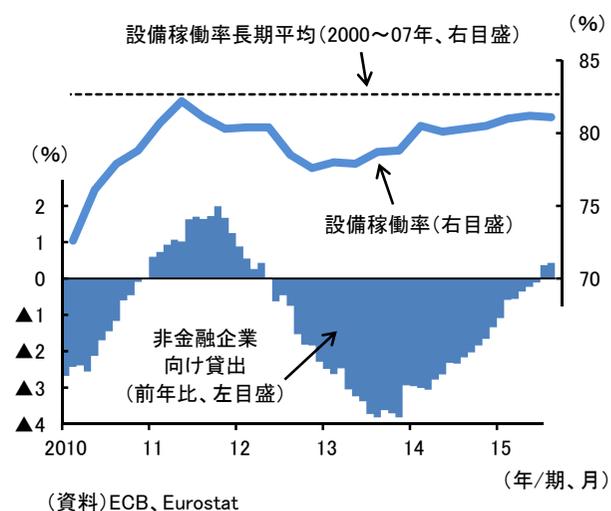
9月の総合PMI（速報値）は53.9と、前月（54.3）からやや低下したものの、緩やかな景気回復基調は維持。良好な個人消費を背景にサービス業がけん引。回復に遅れがみられる製造業でも、ドイツの受注残指数に改善がみられており、先行き生産活動の高まりに期待。但し、中国をはじめとした新興国・資源国景気の減速やフォルクスワーゲンの排ガス規制不正問題の行方には注視が必要。

金融面では、非金融企業向け貸出が約3年ぶりに増加。もっとも、設備稼働率は伸び悩みが続いており、設備投資目的の借入は限定的と推測。

ユーロ圏の購買担当者景気指数



ユーロ圏の非金融企業向け貸出と設備稼働率



<家計部門>

◆個人消費は堅調に推移

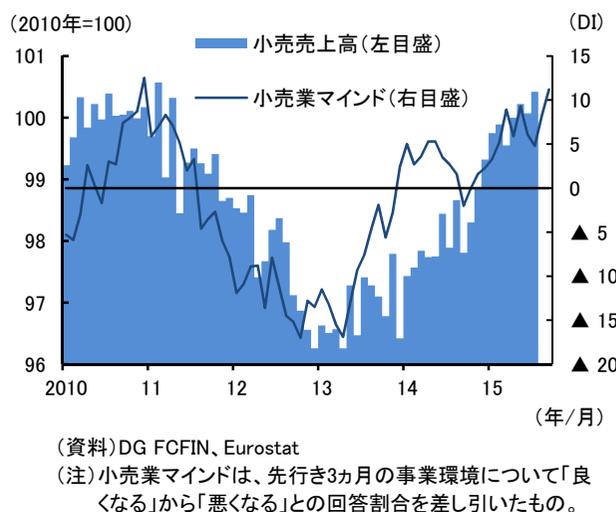
7月の小売売上高は前月比+0.4%と、堅調に推移。小売業者の事業環境見通しも改善が続いており、当面、個人消費は回復基調が続く見込み。

<物価>

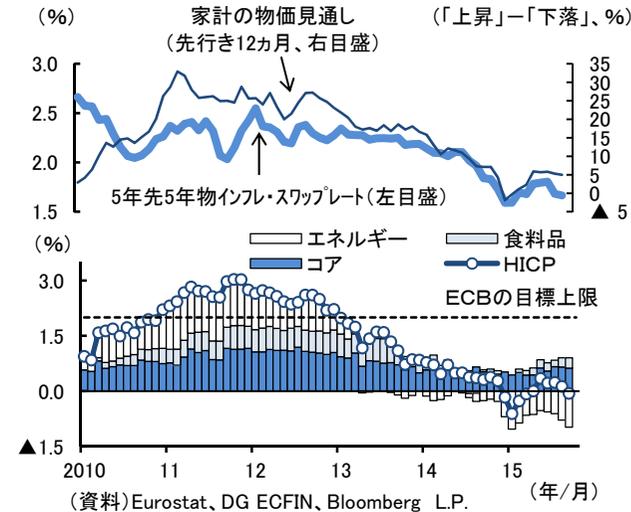
◆6ヵ月ぶりに前年比マイナスに。下振れ圧力が強まると年内にも追加措置発表の可能性

9月のユーロ圏のインフレ率は前年比▲0.1%と、再びマイナスに。加えて、期待インフレ率も低迷が持続。原油安による一時的な影響が大きいとみられるものの、世界景気の減速やユーロ高の進行などから下押し圧力が強まれば、ECBは早ければ年内にも量的緩和の期間延長等の追加措置を発表する可能性。

ユーロ圏の小売売上高と小売業マインド



ユーロ圏の期待インフレ率とHICP(前年比)



欧州トピックス：フランス・イタリアの労働市場改革の進展

労働市場改革は道半ば。労働コスト削減が不可欠



◆景気はフランスで回復に足踏みがみられる一方、イタリアでは加速

ユーロ圏では緩やかな景気回復が続くなか、これまで労働市場改革の遅れから景気停滞に苦しんでいたフランスとイタリアの間で、景気回復ペースに格差がみられる状況。実質GDPと連動性が高いPMI総合指数をみると、フランス景気は依然として足踏みがみられる一方、イタリアは景気回復の動きが強まる方向に。

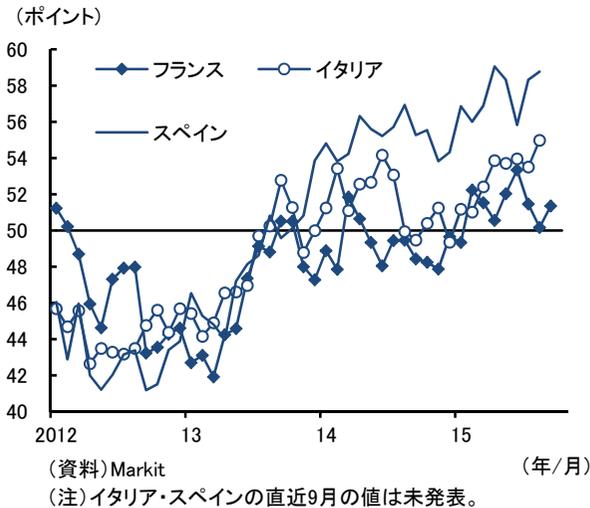
◆持続的な成長のためには労働コスト削減が不可欠

もともと、堅調な回復が続くスペインと比べると、両国とも労働分配率の低下はみられておらず、労働市場改革は道半ば。

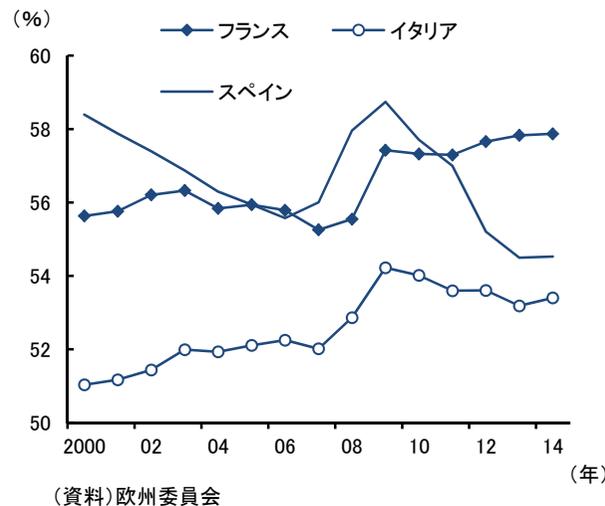
労働市場改革が功を奏したスペインでは、リーマン・ショック以降の景気後退により総営業余剰が減少するなか、雇用減や賃下げ、その後の労働市場改革の進展により雇用者報酬が大きく削減され、労働分配率が低下。一方、フランス・イタリアでは総営業余剰が低迷するなかでも、雇用者報酬の減少が限定的であり、高止まりする労働コストの削減が進まず、企業業績を圧迫。

こうした労働コストの高止まりは企業の対外競争力の相対的な低下を招き、景気回復の足かせに。先行き、力強い景気回復の実現には、一時的な痛みを伴うものの、労働コスト削減による競争力向上が不可欠。

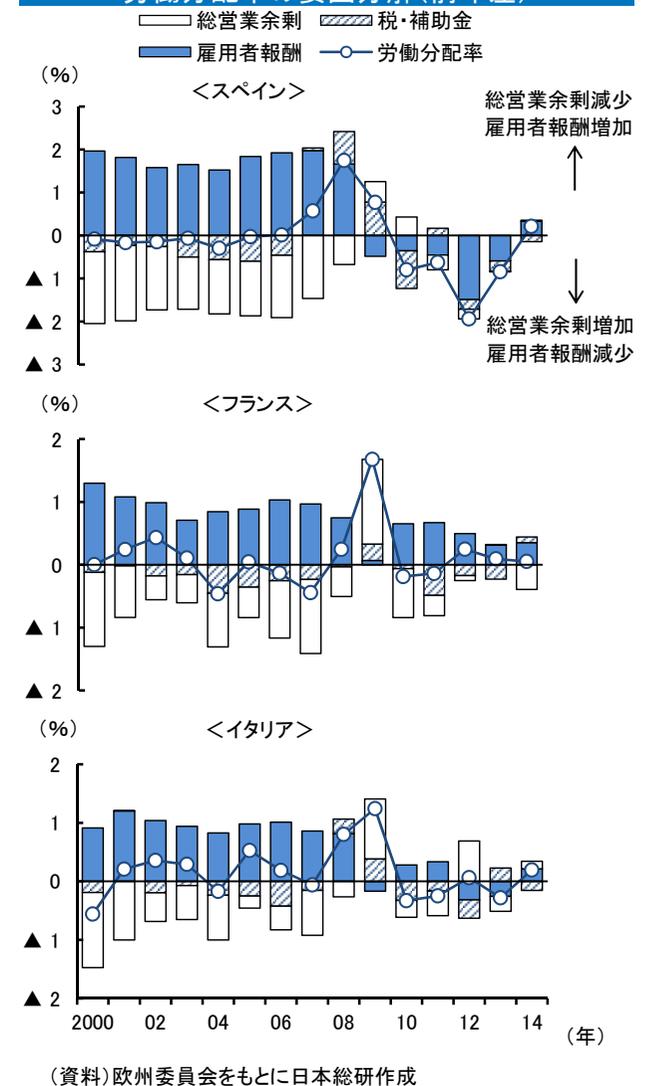
スペイン・フランス・イタリアのPMI(総合)



スペイン・フランス・イタリアの労働分配率



スペイン・フランス・イタリアの労働分配率の要因分解(前年差)



英国経済の現状：

良好な雇用・所得環境が景気回復をけん引

米国

欧州

原油

＜企業部門＞

◆サービス業が景気回復をけん引

英国ではサービス業がけん引するかたちで景気の回復基調が持続。一方、製造業は弱い動きが続いており、とりわけ新規輸出受注は、2014年末以降、景気判断の分かれ目となる「50」前後での低調な推移が持続。中国をはじめとした新興国の需要減が、製造業の景況感の下押しに作用している可能性。

＜家計部門＞

◆良好な雇用環境を背景に賃金は高い伸びが持続

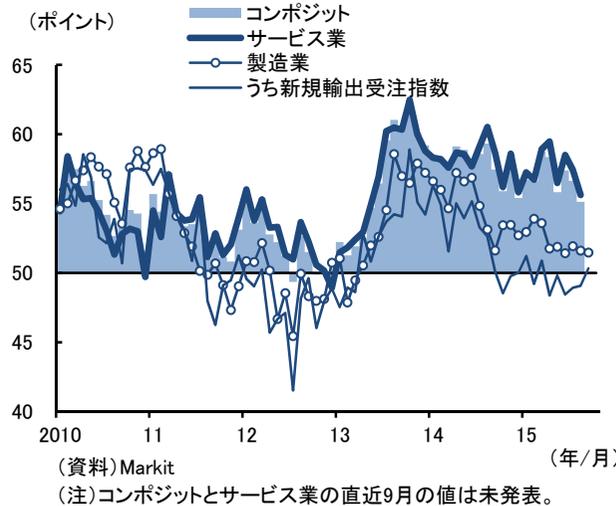
英国では失業率がBOEが自然失業率と推測する5%台半ばに近づくなか、低下基調に一服感。今後は、賃金への上昇圧力が一段と強まり、個人消費をけん引する見込み。

＜住宅市場＞

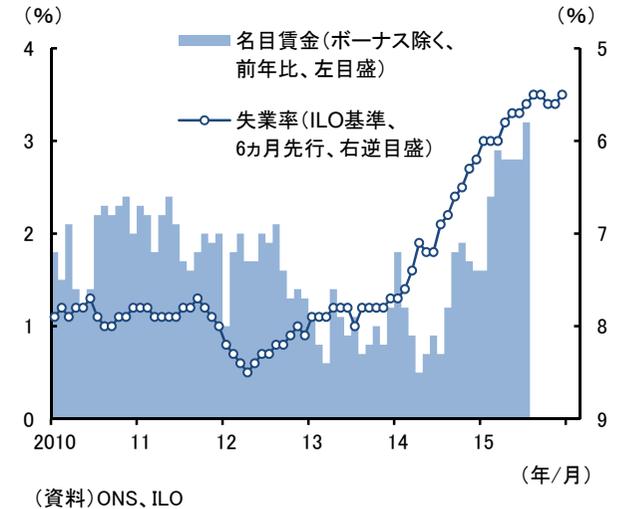
◆新たな政策にも支えられ、住宅市場は堅調に推移する見込み

良好な雇用・所得環境に加え、BOEによる利上げを見込んだ駆け込み需要などから、住宅ローン承認件数や居住用不動産取引件数が堅調に推移。住宅市場は2015年入り以降、持ち直しの動きが鮮明。建設業者の先行き見通しが高水準で推移しているほか、保守党が5月の総選挙の公約で掲げた初回住宅購入者の支援策（12月開始予定）など政策面にも支えられ、先行き、住宅市場は堅調に推移する見込み。

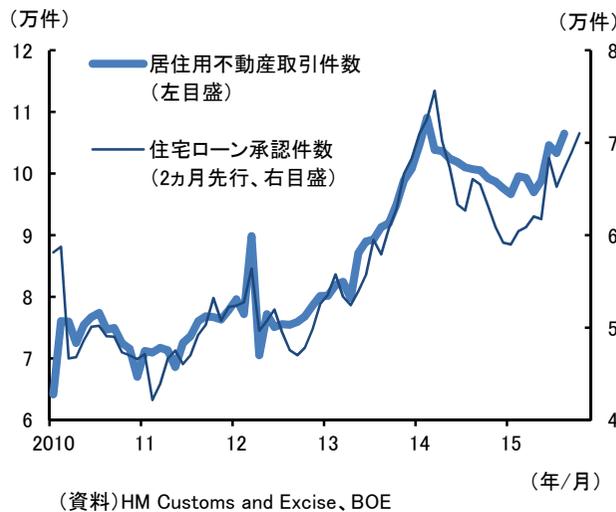
英国の購買担当者景気指数



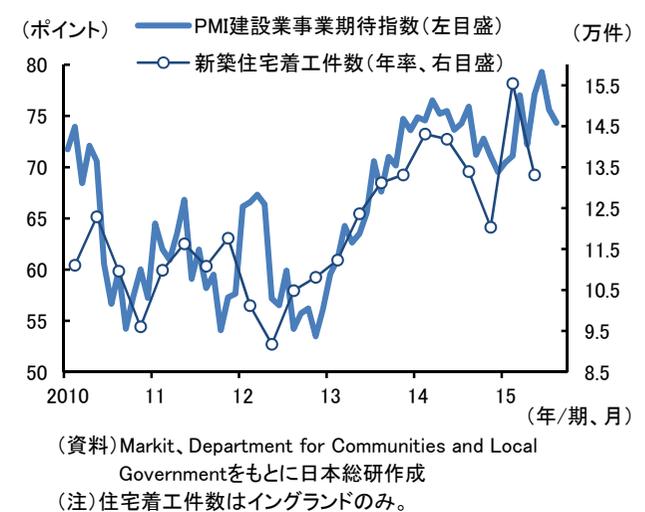
英国の失業率と名目賃金



英国の不動産取引件数と住宅ローン承認件数



英国の建設業PMIと新築住宅着工件数



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、域内外景気の持ち直しが緩慢ななか、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、堅調な回復の動きが続く公算ながら、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。

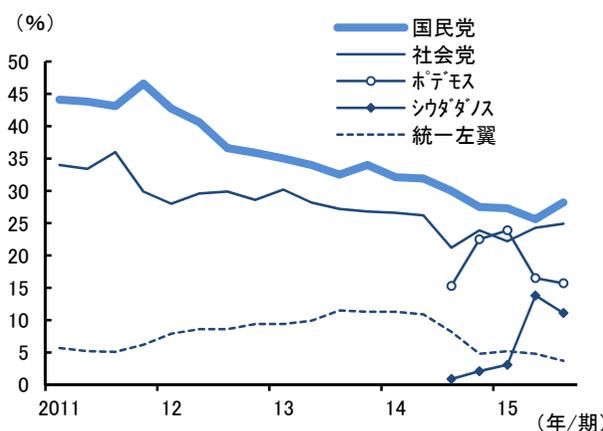
欧州各国経済・物価見通し

(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	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	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	1.1	
	消費者物価指数	0.3	▲0.2	0.3	0.3	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	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3	2.9	2.5	2.4	
	消費者物価指数	0.9	0.1	0.0	0.2	0.7	1.3	1.5	1.7	1.5	1.6	1.6	

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

スペイン主要政党の支持率



(資料)CISを基に日本総研作成

(注1)CISはスペインの社会調査研究所。

(注2)調査は各年1、4、7、10月に実施。

【ホット・トピック】

◆カタルーニャ州の独立懸念は後退も、12月の総選挙の動向に注視が必要

スペインのカタルーニャ州では9月27日、州議会選挙が実施され、独立派が過半数の議席を獲得。独立派は兼ねてより、過半数の議席を得れば18ヵ月以内に独立を宣言すると表明しており、今後独立の動きが強まる可能性。もっとも、①得票率では反独立派が過半数を獲得、②中央政府が独立を認めていない、③英国などのEU諸国も独立に対して否定的など、独立に向けたハードルは高く、実現可能性は小。

こうしたなか、12月には総選挙が実施される予定。近年、「反緊縮」を掲げて台頭してきた極左政党「ポデモス」の勢いに陰りがみられるなか、政局が混乱するリスクは低下しているものの、当面の政治リスクとして注視が必要。

欧州金利見通し：

量的緩和が低下圧力となり、1%を下回る水準での推移が続く見通し

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。その後も、インフレ率がECBの中期的な物価目標に整合的な経路に戻るのに時間を要するとみられるなか、暫く量的緩和の継続を余儀なくされる見通し。

独10年債利回りは、デysinフレ傾向のもと、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。

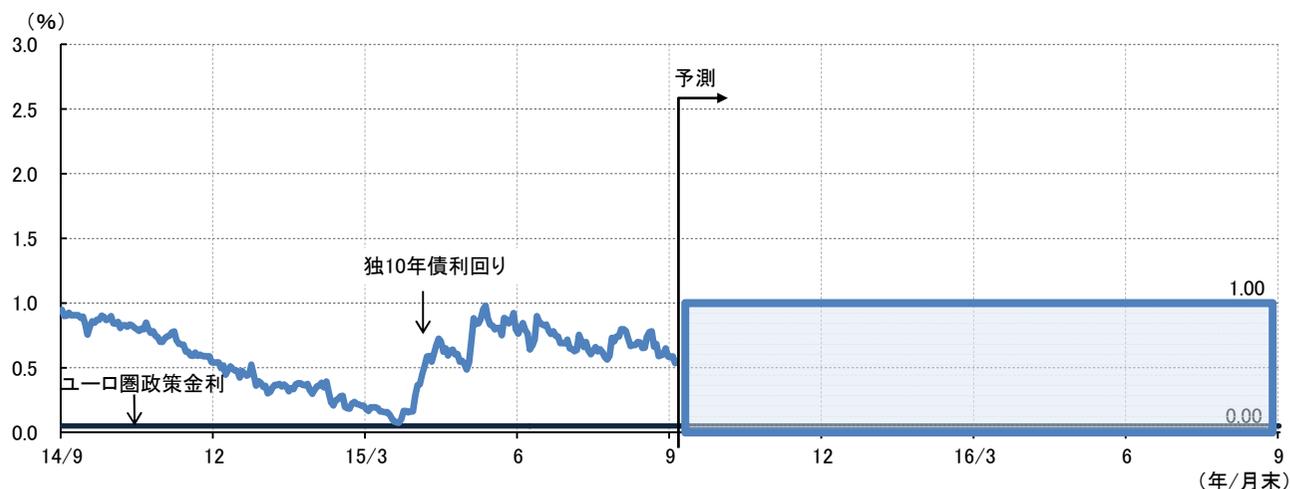
<英国・金利見通し>

◆景気拡大を背景に緩やかに上昇

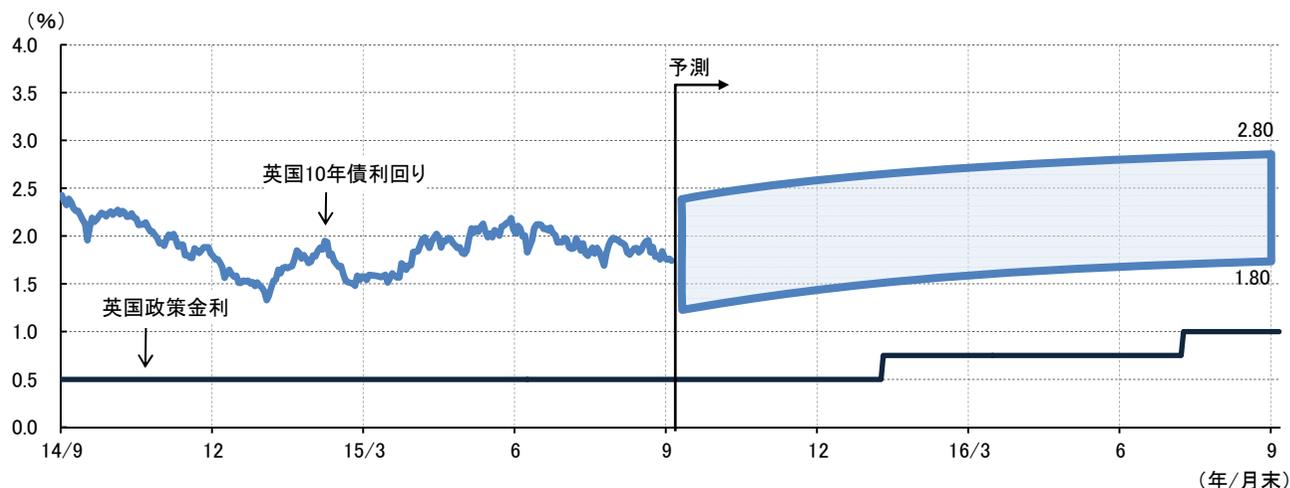
BOEは当面、現行の緩和的な金融政策を維持。景気は良好ながら、原油価格の下落やポンド高を背景に、インフレ率の伸びが低調にとどまっていることから、利上げ開始は2016年初め以降となる見通し。

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。

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



＜原油市況＞

◆9月のWTI原油先物価格は、方向感を欠く展開に

月初に、米中製造業景況感の弱含みを受け、40ドル台半ばまで下落。その後は、米国原油の減産観測の強まりや原油在庫の減少などが価格押し上げに作用する一方、中国景気の減速懸念の強まりやドル高の進行が重石となり、45ドルを挟む水準で一進一退の展開に。

＜投機筋・投機資金の動向＞

◆投機筋の買い越し幅はやや持ち直し

原油価格の下落基調が一服するなか、投機筋の買い越し幅は小幅に増加。

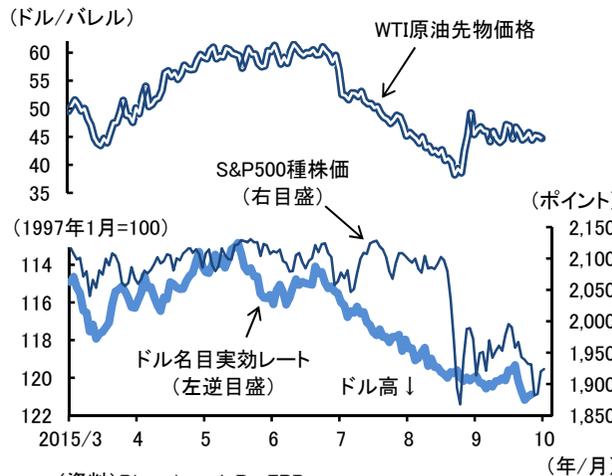
＜原油価格見通し＞

◆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。

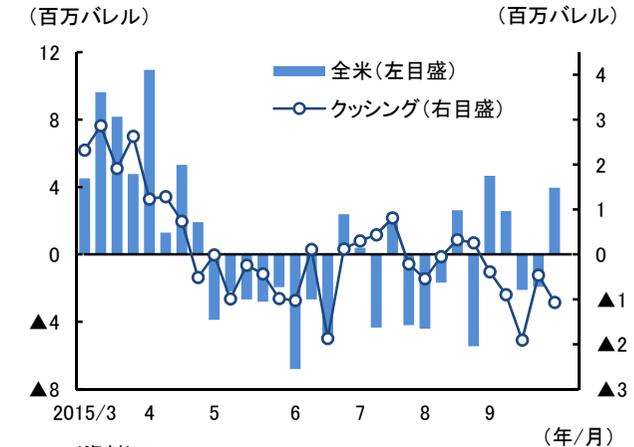
もともと、イラクやイラン、リビアでの原油生産の回復観測や米原油在庫の高止まり、新興国景気の減速懸念などが価格抑制に作用。この結果、総じて安値圏での推移が長期化する見通し。

原油価格と株価・為替レート



(資料) Bloomberg L.P., FRB

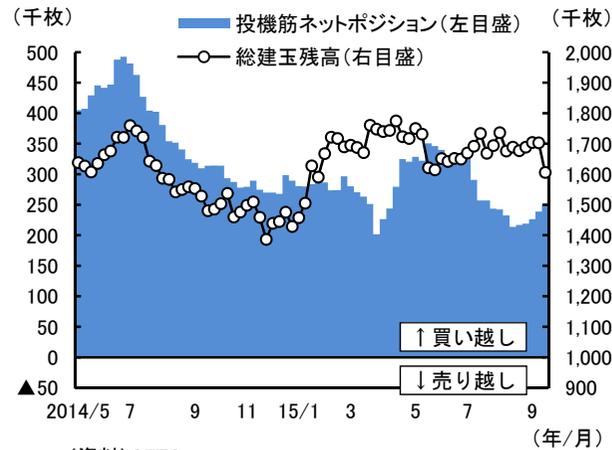
米国の原油在庫(前週差)



(資料) EIA

(注) クッシングは、WTI原油の受け渡し地点。

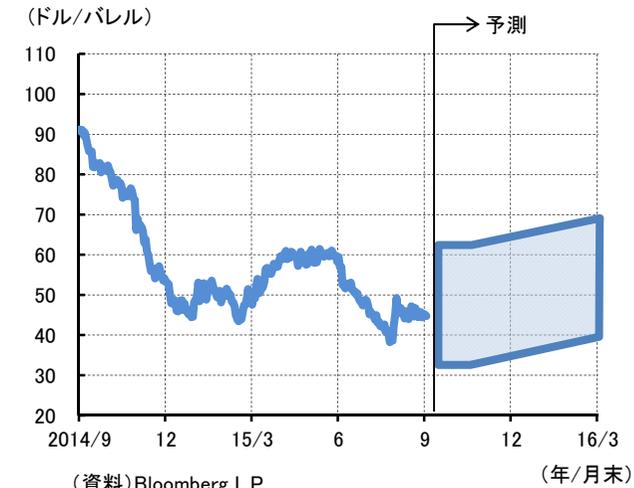
WTI原油先物ポジション



(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：米国の原油生産

# 米国原油生産量の減少を受け、世界の原油需給バランスは徐々に改善

米国

欧州

原油

### ◆米国原油生産量の減少傾向が明確化

米国の石油掘削設備（リグ）稼働数は、今年春にかけてピーク時の4割程度まで減少。その後、リグ稼働数の急減には歯止めがかかったものの、原油価格の反発が限定的にとどまるなか、横ばい圏での推移が長期化。

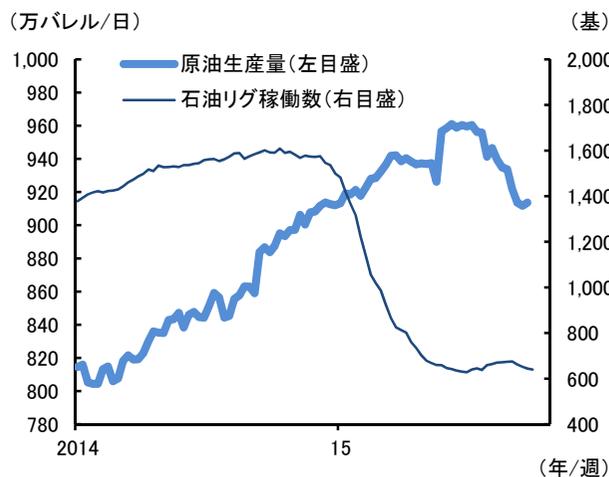
こうしたなか、足許で、リグ稼働数減少による米原油生産への影響が徐々に顕在化。これまで、原油生産業者は、生産効率の高い油井の開発に注力することなどにより、生産量を維持してきたとみられるものの、そうした油井の開発余地の減少とともに、減産を余儀なくされている公算。米エネルギー省（EIA）による米国の原油生産量見通しも、7月以降、大きく下方修正される格好に。

### ◆原油需給バランスは改善傾向へ

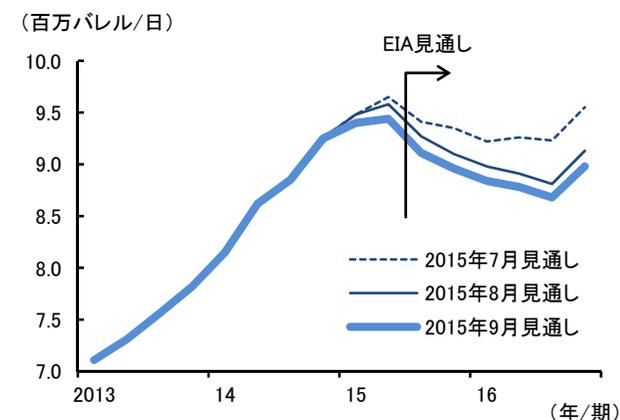
米国では、10月下旬にかけて製油所のメンテナンス時期に当たるため、在庫が増加するのが通例。こうしたなか、原油生産量の抑制が続けば、在庫過剰感が一定程度緩和される可能性。また、米国を中心に非OPEC加盟国で減産が見込まれており、世界の原油需給バランスは、2015年4～6月期をピークに供給超過幅が縮小していく見通し。

OPEC加盟国の想定以上の増産など不確実性は残るものの、総じてみれば原油価格の一段の下振れ余地は限定的と予想。

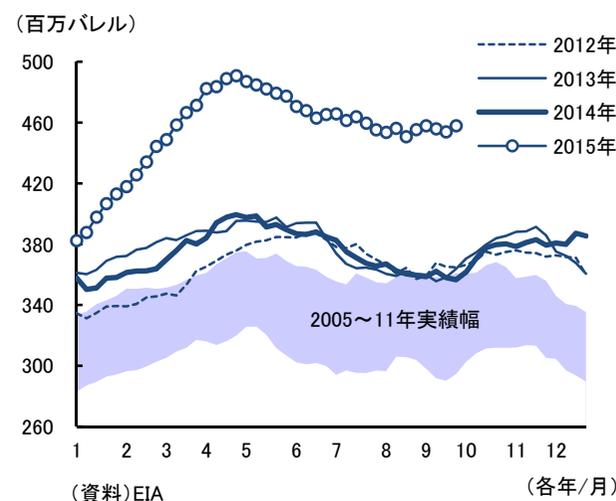
### 米国の石油リグ稼働数と原油生産量



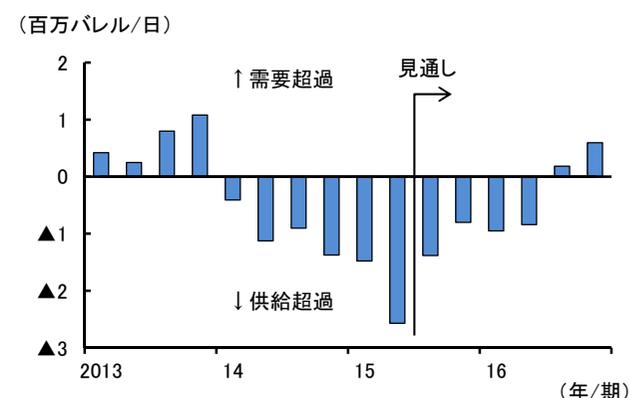
### EIAによる米国の原油生産量見通し



### 米国の原油在庫



### 世界の原油需要バランス



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・ ストックス50	WTI 原油先物 (\$/B)	COMEX 金先物 (\$/TO)
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
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	1.63	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