
欧米経済展望

2015年9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2015年8月31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：

家計部門に底堅さも、企業部門では製造業の足踏みが持続

米国

欧州

原油

<家計部門>

◆個人消費は底堅く推移

7月の小売売上高は前月比+0.6%と、底堅い伸びに。個人消費は、振れを伴いつつも均してみれば、春先以降、冬場の落ち込みからの持ち直しが持続。

<企業部門>

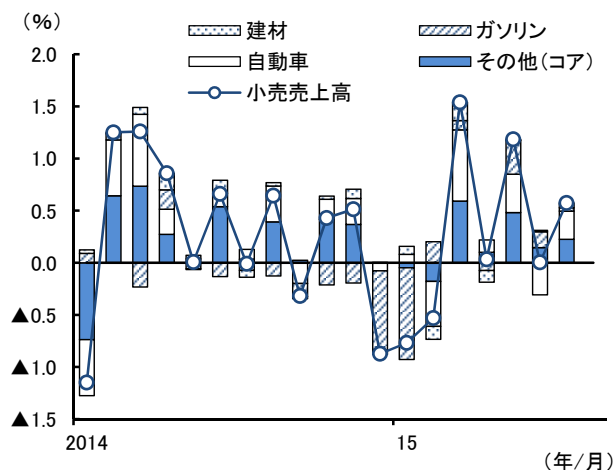
◆製造業で弱い動きが続く一方、非製造業は堅調に推移

7月の製造業生産は前月比+0.8%と、堅調な伸びに。もっとも、伸びの大部分を自動車・部品が占め、自動車・部品を除くと伸び悩みが持続。製造業では、足許でISM輸出受注指数の「悪化」超幅が拡大するなど、海外景気の減速やドル高による下押し圧力が残存。

一方、非製造業では、個人消費を中心とした内需の堅調さを背景に、7月のISM景況指数が2005年8月以来の水準まで上昇。伸び悩みが続く製造業との差が一段と鮮明に。

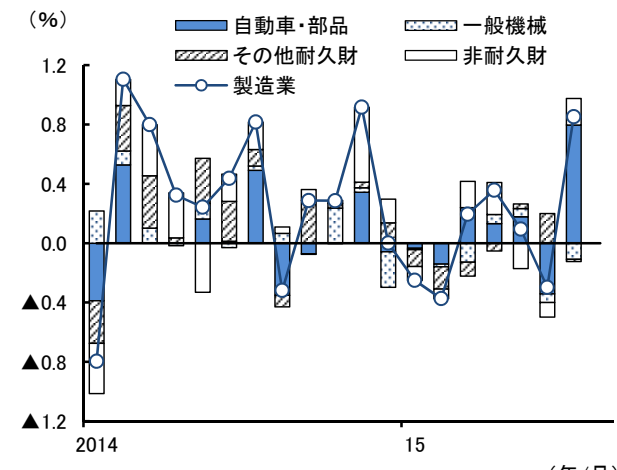
なお、企業部門では昨年末以降、売上高の落ち込みを主因に、製造業や卸売業を中心に対売上高在庫比率が大きく上昇。売上高の弱含みが長期化すれば、在庫調整圧力が強まる可能性も。

小売売上高(前月比)



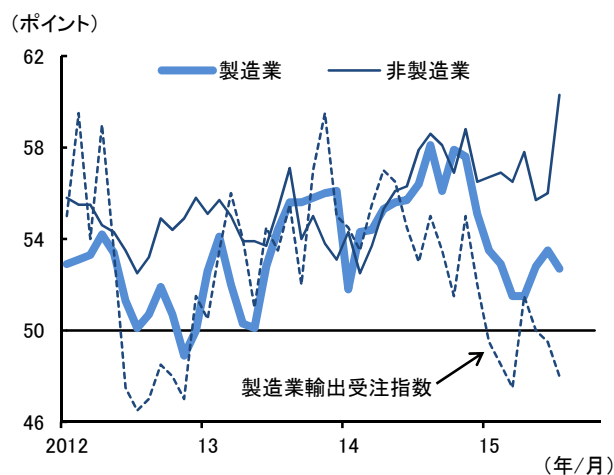
(資料)U.S. Census Bureau

製造業生産(前月比)



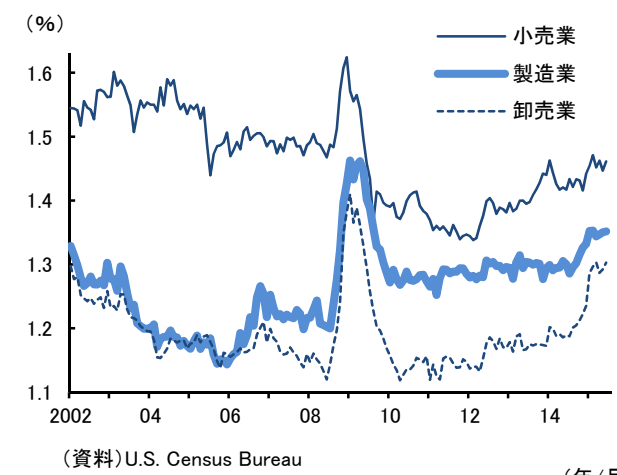
(資料)FRB

ISM景況指数



(資料)ISM

対売上高在庫比率



(資料)U.S. Census Bureau

(注)対売上高在庫比率=在庫/売上高。

(年/月)

米国経済の現状：

雇用環境は改善傾向が持続。住宅市場は回復基調が明確化

米国

欧州

原油

<雇用環境>

◆雇用者数は堅調な伸びが持続。「雇用の質」改善ペースに加速の兆しも

7月の非農業部門雇用者数は前月差+21.5万人と、6月から増勢が小幅鈍化。もっとも、5月以降3ヵ月連続で20万人を超える伸びとなり、春先にかけての落ち込みからの持ち直し傾向が明確化。

所得面でも、時間当たり賃金は伸び悩みが続いているものの、雇用者数や労働時間の増加を受け、賃金総額に持ち直しの動き。

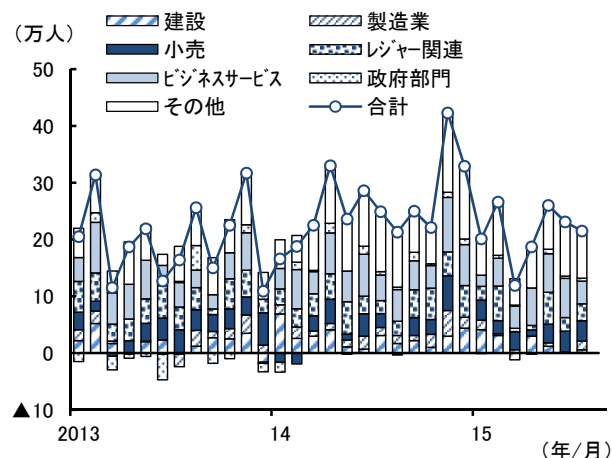
また、足許で経済情勢を理由としたパートタイム従事者や求職意欲喪失者が大きく減少しており、「雇用の質」の改善ペースに加速の兆しも。

<住宅市場>

◆着工・販売ともに堅調に推移し、回復基調が明確化

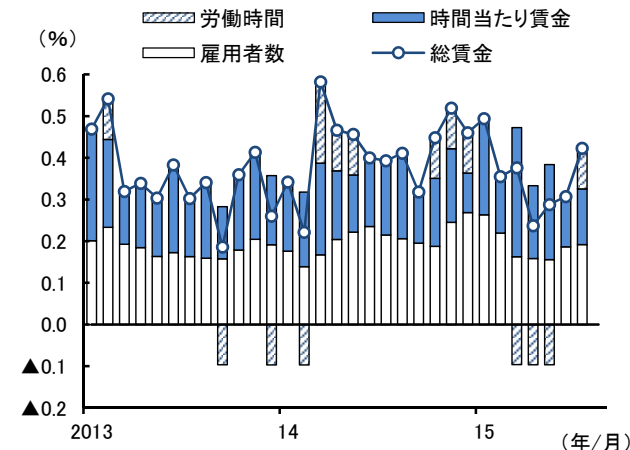
7月の住宅着工件数は年率120.6万戸と、2ヵ月連続で120万戸を上回る水準に。また、7月の中古住宅販売件数は年率559万戸と、2007年2月以来の高水準となったほか、新築住宅販売件数も、2015年入り後、水準を切り上げており、住宅市場は総じて回復基調が強まる方向。

非農業部門雇用者数(前月差)



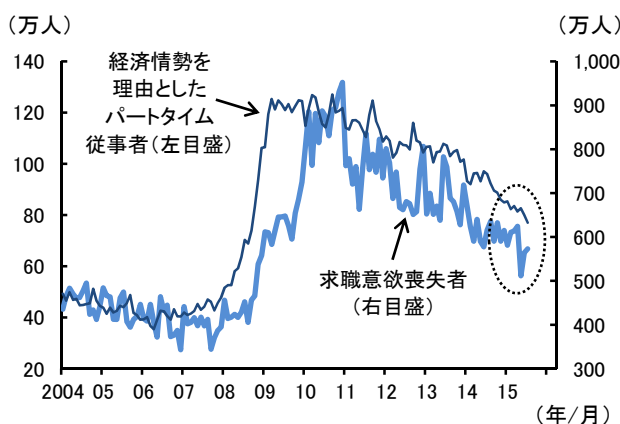
(資料)Bureau of Labor Statistics

週当たり賃金総額(3ヵ月移動平均、前月比)



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

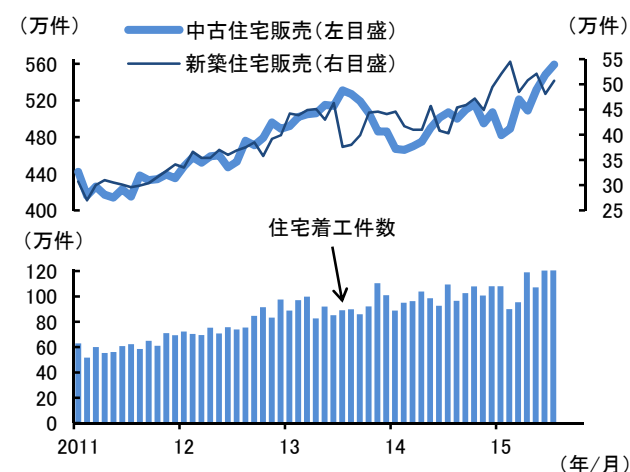
パートタイム従事者と求職意欲喪失者



(資料)Bureau of Labor Statistics

(注)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。

住宅着工件数と住宅販売件数



(資料)U.S. Census Bureau、NAR

米国トピックス①：個人消費

ガソリン安による購買力押上げに期待も、株安が懸念材料に

米国

欧州

原油

◆ガソリン安による購買力押上げ効果が顕在化

家計部門では、昨年末から今年初めにかけて個人消費が伸び悩んでいたものの、春先以降、振れを伴いながらも持ち直しの動き。

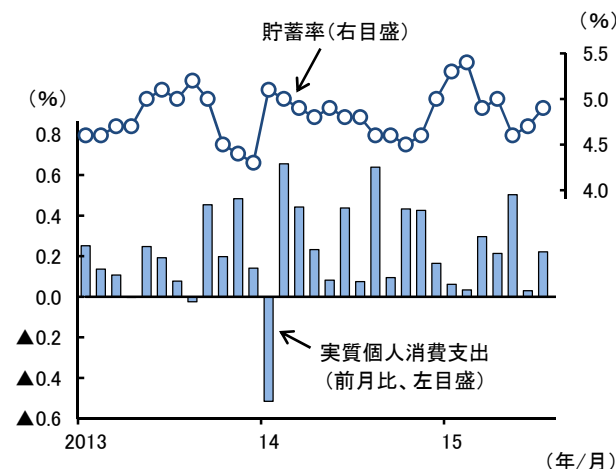
消費者のガソリン価格見通しをみると、今春にかけての原油価格の反発が小幅にとどまるなか、ガソリン価格再上昇への警戒感が大きく後退しており、ガソリン支出の負担減少分を新たな消費に振り向ける動きが進展。足許では貯蓄率が小幅上昇に転じているものの、原油価格が一段と下落するなか、先行き貯蓄率が再び低下し、個人消費拡大に作用する見込み。

◆住宅関連消費に期待も、株安によるマインド下振れが懸念材料に

また、足許で住宅市場の回復基調が強まっており、新たな住宅購入に伴う家具や住宅関連耐久消費財の購入が、個人消費の押し上げに寄与すると期待。

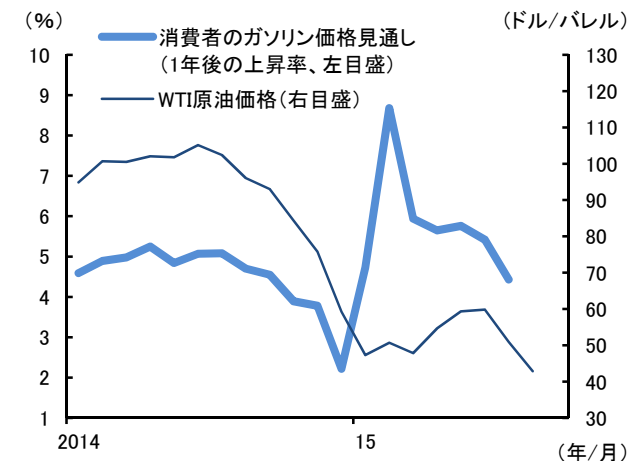
一方、中国景気の先行き不安を発端とした株安が新たな懸念材料に。株価の調整が長期化すれば、消費者マインドの下振れや逆資産効果を通じて、個人消費の腰折れを招く恐れも。

実質個人消費と貯蓄率



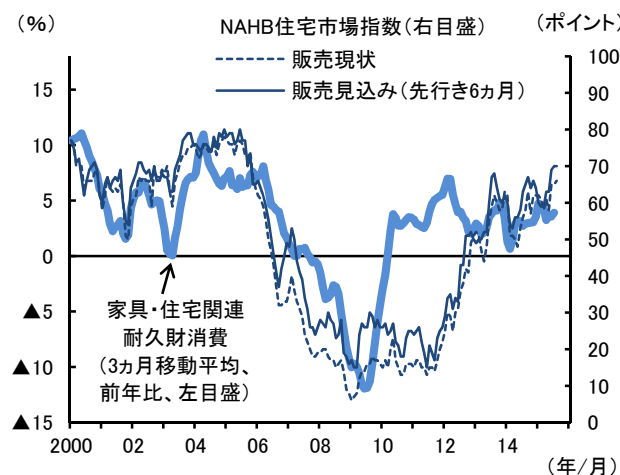
(資料) Bureau of Economic Analysis

消費者のガソリン価格見通し



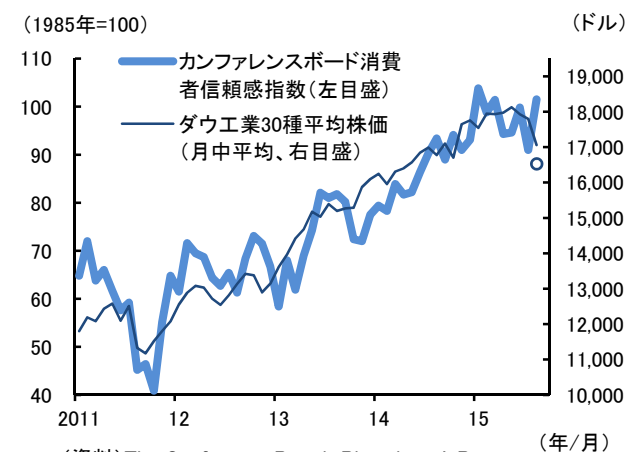
(資料) Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg L.P.

住宅建設業者の景況感と住宅関連消費



(資料) U.S. Census Bureau, NAHB

株価と消費者マインド



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

(注) 図中の○は、8月31日の株価終値。

米国トピックス②：設備投資

当面伸び悩みも、緩やかに持ち直しへ

米国 欧州 原油

◆当面、設備投資は伸び悩み

2015年4～6月期の実質設備投資は前期比年率+3.2%と、伸びが小幅拡大したものの、鉱業関連の落ち込みが引き続き大きく下押しに作用。

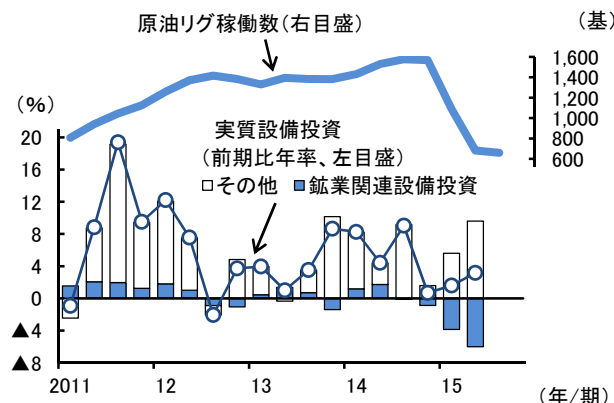
先行きについても、S&P500種構成企業の4～6月期決算が、石油・ガス関連企業の大幅な悪化や素材・資本財企業の弱含みを主因に、2009年7～9月期以来の大幅な減益となっており、設備投資は伸び悩みが続く公算大。

◆消費関連企業の設備投資、鉱業以外の構築物投資が下支え役に

もっとも、足許で原油リグ稼働数の減少に一服感がみられており、鉱業関連設備投資の急減には歯止めがかかると見込まれるほか、内需の堅調さを背景に消費関連企業では増益が続くと予想されており、設備投資の下支え役となる見込み。

また、設備投資のうち構築物投資を業種別にみると、鉱業関連以外は総じて堅調に推移しており、鉱業の落ち込みを補う格好に。設備投資の先行指標をみると、機械投資に先行する資本財受注の伸び悩みが続く一方、構築物投資に先行する建設支出は大きく増加しており、先行きも鉱業関連以外の構築物投資の増加が、設備投資の下支えに寄与する見通し。

実質設備投資と原油リグ稼働数

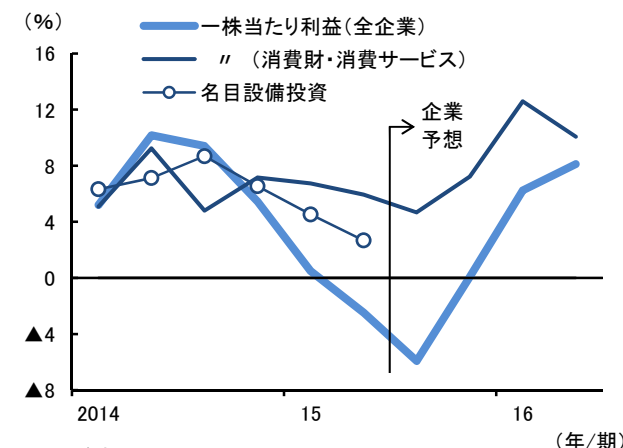


(資料) Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, L.P.

(注1) 鉱業関連設備投資は、鉱業関連構築物投資と機械投資。

(注2) 2015年7～9月期の原油リグ稼働数は8月28日までの実績。

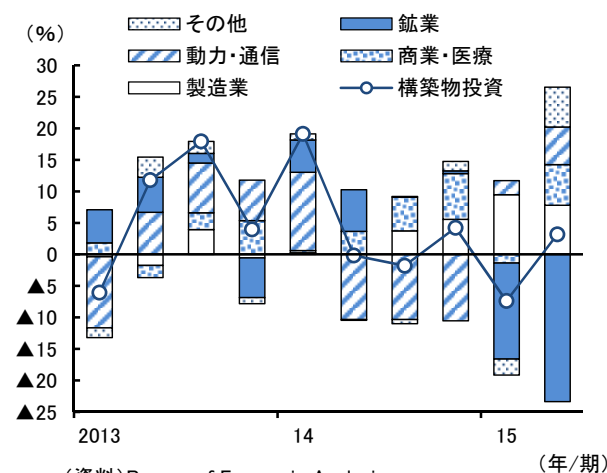
企業業績と設備投資（前年比）



(資料) Bloomberg L.P., Bureau of Economic Analysis

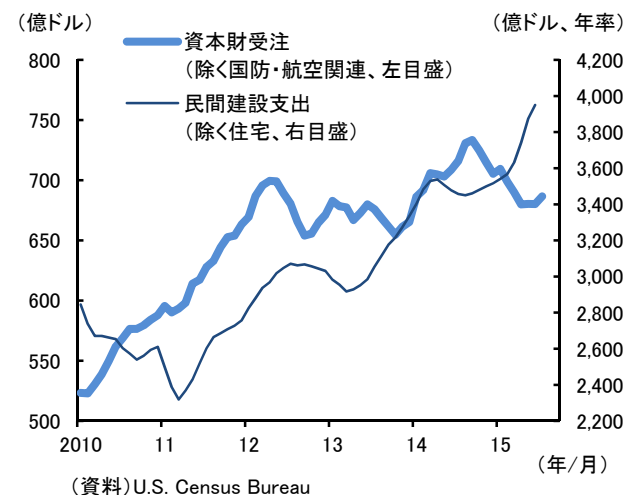
(注) 企業業績は、S&P500種構成企業(8月31日時点)。

実質構築物投資の寄与度分解（前期比年率）



(資料) Bureau of Economic Analysis

資本財受注と建設支出（3ヵ月移動平均）



(資料) U.S. Census Bureau

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

米国

欧州

原油

<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、ドル高や原油安に歯止めがかかってくれば、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。

ただし、F R Bの利上げを意識した金利の上昇が景気抑制要因に。

<金利見通し>

◆景気回復に伴い緩やかに上昇

F R Bは、8月入り後の金融市場の混乱を受け、9月F O M Cでの利上げを見送る公算。その後、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G D Pギャップが残存するもと、当面、ディスインフレ傾向が続くとみられるなか、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

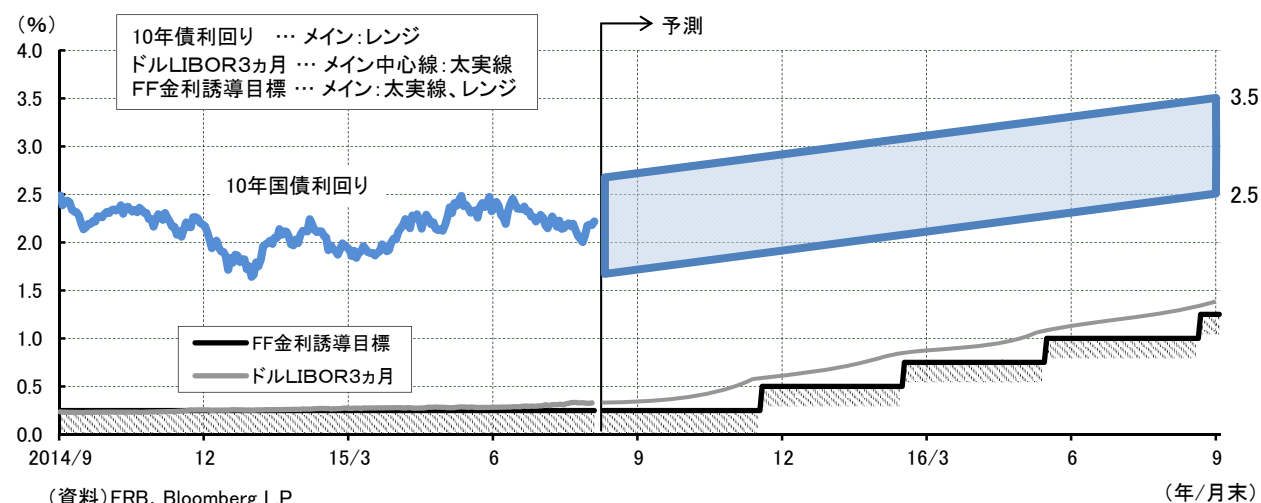
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

| | 2014年 | 2015年 | | | | | 2016年 | | | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
|------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|-------|-------|-------|
| | 10~12 (実績) | 1~3 | 4~6 | 7~9 | 10~12 | 1~3 | 4~6 | 7~9 | | (実績) | (予測) | |
| 実質GDP | 2.1 | 0.6 | 3.7 | 2.6 | 2.8 | 2.7 | 2.8 | 2.7 | | 2.4 | 2.6 | 2.8 |
| 個人消費 | 4.3 | 1.8 | 3.1 | 3.1 | 2.9 | 2.7 | 2.8 | 2.6 | | 2.7 | 3.1 | 2.8 |
| 住宅投資 | 10.0 | 10.1 | 7.8 | 8.0 | 7.5 | 6.5 | 6.0 | 7.0 | | 1.8 | 8.4 | 6.9 |
| 設備投資 | 0.7 | 1.6 | 3.2 | 4.3 | 5.3 | 5.4 | 5.3 | 5.2 | | 6.2 | 3.4 | 5.0 |
| 在庫投資 | ▲ 0.0 | 0.9 | 0.2 | ▲ 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | | 0.0 | 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 | 5.2 | 4.5 | 5.1 | 5.8 | 5.7 | 6.1 | | 3.4 | 2.1 | 5.5 |
| 輸入 | 10.3 | 7.1 | 2.8 | 5.3 | 5.6 | 5.4 | 5.2 | 5.2 | | 3.8 | 5.7 | 5.1 |
| 実質最終需要 | 2.1 | ▲ 0.2 | 3.5 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.6 | | 2.4 | 2.3 | 2.7 |
| 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:

金融市場の混乱を受け、9月FOMCでの利上げは見送りへ

米国

欧州

原油

◆利上げに向け、物価動向が焦点に

FRBは7月FOMC声明で、「労働市場のさらにいくらかの改善」と「インフレ率が2%の目標に向かっていくとの合理的な確信」を利上げ開始の条件として提示。うち、労働市場については、その後も改善の動きが続いており、焦点は物価動向に。

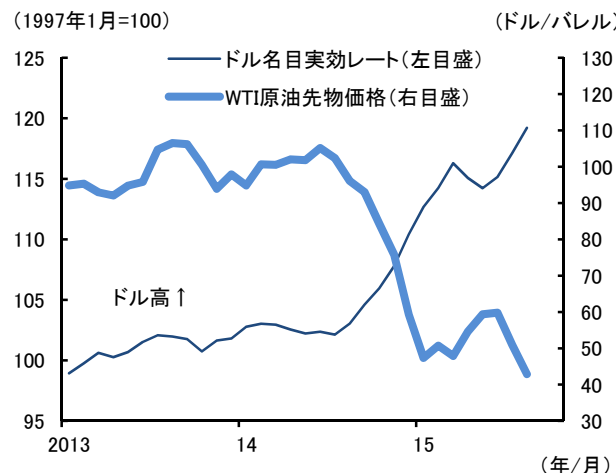
◆金融市場の混乱を受け、9月利上げは見送りも、年内に利上げへ

こうしたなか、7月入り後、原油安やドル高が再び進行。さらに、8月下旬には、中国株の下落を発端に、世界的な株安が進行。

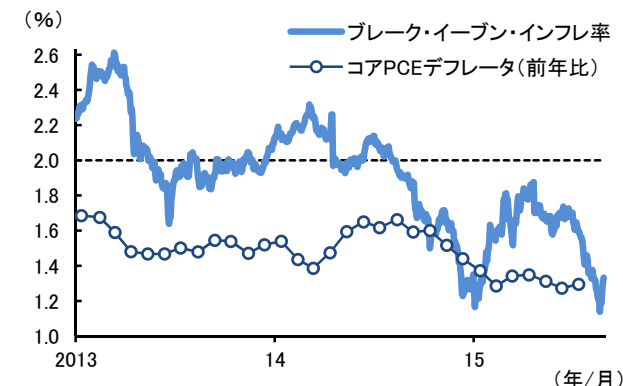
7月以降、市場ベースのインフレ期待（ブレイク・イーブン・インフレ率）が再び大きく低下するなど、物価動向への懸念が強まったほか、金融市場の混乱もあり、8月半ばにかけて高まっていた市場参加者の9月FOMCでの利上げ見通しが後退。8月上旬に利上げに前向きな姿勢を示唆していたFOMCメンバーも、金融市場の混乱後は総じて慎重姿勢に転じており、9月FOMCでの利上げ開始は見送られる公算。

もっとも、金融市場の混乱が長期化しない限り、米国実体経済への影響は軽微とみられ、エネルギー価格の底入れが確認されれば、年内にも利上げに着手する見通し。

原油価格と為替レート



期待インフレ率とコアPCEデフレーター

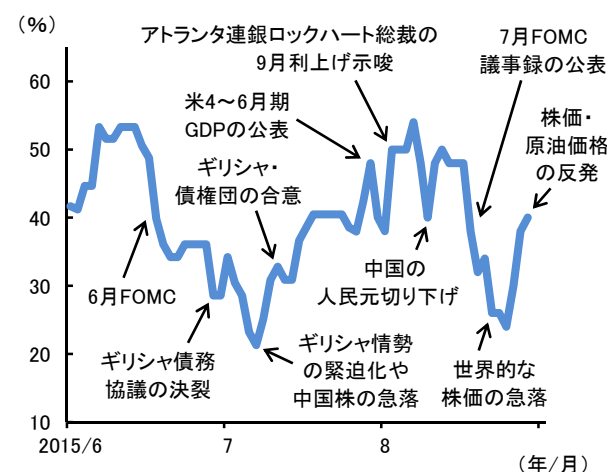


(資料)Bureau of Economic analysis, Bloomberg L.P.

(注)ブレイクイーブン・インフレ率=5年債利回り

—5年物価連動債利回り。

FF金利先物市場に織り込まれた9月FOMCの利上げ確率



(資料)Bloomberg L.P.

最近のFOMCメンバーの主な発言

フィッシャーFRB副議長

「米国はほぼ完全雇用状態にあるが、インフレ率は極めて低い。二大責務のうち、雇用は順調ながら、問題はインフレ」(8月10日)
「物価抑制要因の解消とともに、インフレ率が高まっていくと信じるに足る理由がある」(8月29日)

アトランタ連銀ロックハート総裁

「現時点では、行動を起こさない(9月の利上げを見送る)ことへのハードルは高い。(この判断を覆すには、)経済情勢が大幅に悪化する必要」(8月4日)
「現時点では、ドル高や人民元の切り下げ、原油価格の一段の下落などの動きが、(米国経済の)成長ペースの予想を複雑にする要因となっている」(8月24日)

ニューヨーク連銀ダドリー総裁

「米国経済が過去数年間に大きく改善したのは明らかで、利上げの時期は確実に近づきつつある」(8月12日)
「(金融市場の混乱を受け、)数週間前に比べ、現時点では9月FOMCでの利上げ開始に対する切迫性が低下」(8月26日)

(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：

4～6月期は回復ペースがやや減速も、緩やかな回復は持続

米国

欧州

原油

<2015年4～6月期実質GDP>

◆ユーロ圏景気はやや減速

ユーロ圏の2015年4～6月期の実質GDPは、前期比年率+1.3%と1～3月期(+1.5%)対比やや減速したものの、回復基調は維持。国別にみると、ドイツ・スペインでは成長率が加速したものの、イタリアは減速し、フランスはゼロ成長に。

<企業部門>

◆輸出はユーロ安の追い風も受け増加も、先行きには不透明感が残存

4～6月期GDPの需要項目別の動向は未発表ながら、成長をけん引したのは輸出と推察。域外向け輸出は、ユーロ安の追い風もあり、景気が堅調な米国や英国向けを中心に増加。もっとも、先行きには注視が必要。中国の景気減速に伴う資源国・新興国の需要下振れにより、輸出が伸び悩む恐れも。

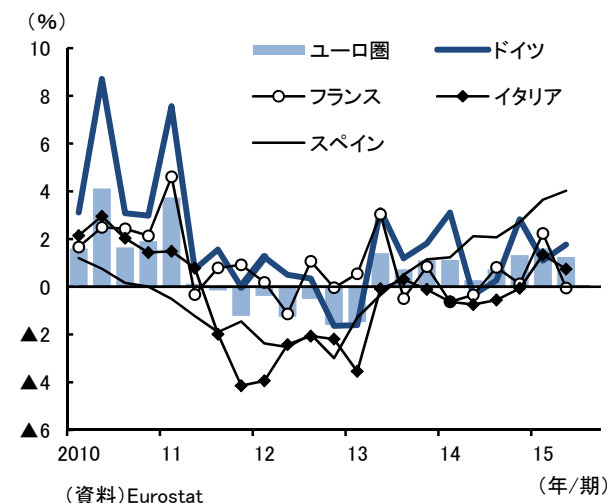
<家計部門>

◆個人消費は弱含みも、原油安が下支え

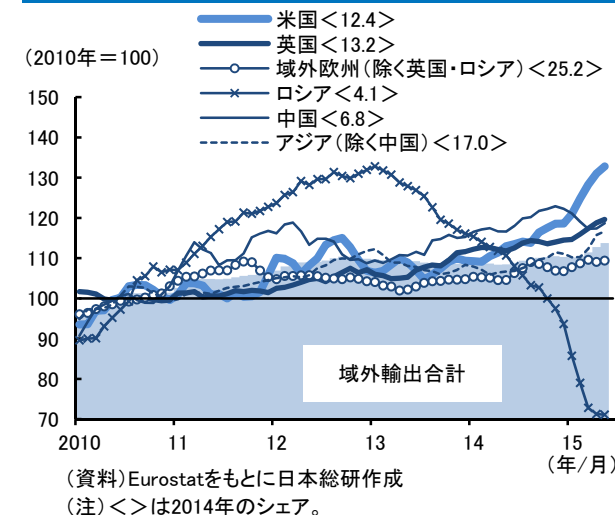
6月の小売売上高は前月比▲0.6%と弱含み。もっとも7月以降、原油安が再び進行しており、家計の購買力向上を背景に、個人消費の一段の下振れは回避される公算。

一方、雇用環境は改善が足踏み。6月のユーロ圏の失業者数は、9ヵ月ぶりに前月比増加。労働市場にはフランスや南欧諸国を中心に依然として「ゆるみ」が残っており、先行き賃金の伸びの大幅な加速は期待し難く、個人消費の回復ペースは緩慢にとどまる見込み。

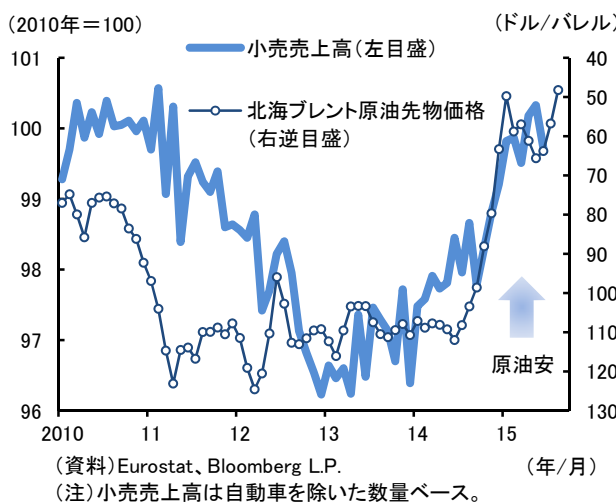
ユーロ圏の実質GDP(前期比年率)



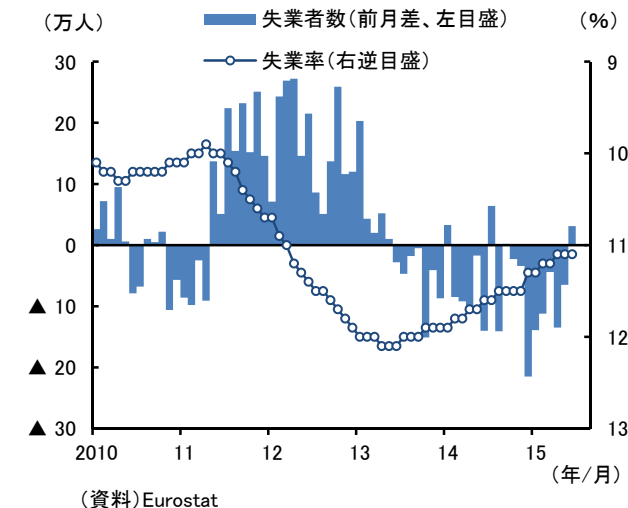
ユーロ圏の実質域外輸出(3ヵ月移動平均)



ユーロ圏の小売売上高と原油価格



ユーロ圏の失業率と失業者数



欧州トピックス：スペイン経済好調の背景

堅調な景気回復が続いているものの、債務危機の後遺症は残存

米国

欧州

原油

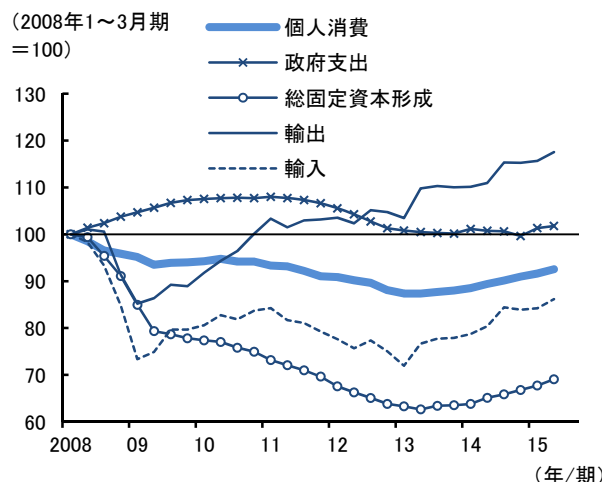
◆労働市場改革が功を奏し、輸出が大きく回復

ユーロ圏では、スペインが景気回復をけん引。スペインは、2013年7～9月期にプラス成長に転じて以降、堅調な景気回復が持続。背景として、リーマン・ショック、欧州債務危機を契機に実施された構造改革、とりわけ労働市場改革の進展が指摘可能。解雇規制の緩和等により、一時的に雇用者が減少したものの、解雇手当引下げや賃金交渉の柔軟化等による労働コストの削減が企業の競争力を向上させ、輸出が大きく回復。企業業績の改善に伴い、2014年以降は、雇用削減にも歯止めがかかっており、足もとでは相対的に賃金の高いフルタイム従事者が着実に増加。また、賃上げを通じて収益の労働者への還元も進み、名目賃金の大幅な伸びの加速が、消費拡大を後押し。

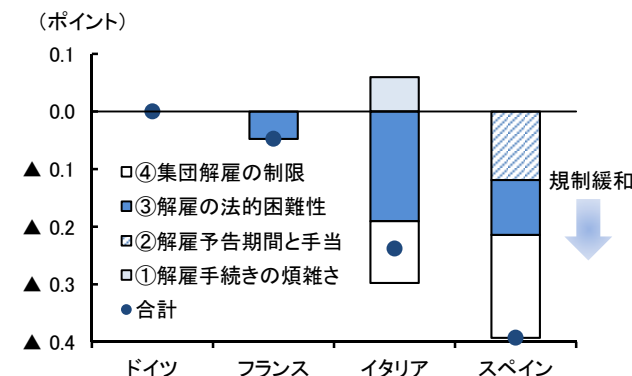
◆高失業率など債務危機の後遺症が残存

もともと、失業率は改善しているとはいえ依然高く、とりわけ、若年層の失業率は約50%と、極めて高水準。政府は就職あっせん等により若年雇用創出に力を入れているものの、こうした状況が続くと、職人技術の若年層への伝承機会の喪失や失業者の労働スキルの劣化を招く恐れ。また、政権への不満から、政治リスクが再び高まる可能性も。

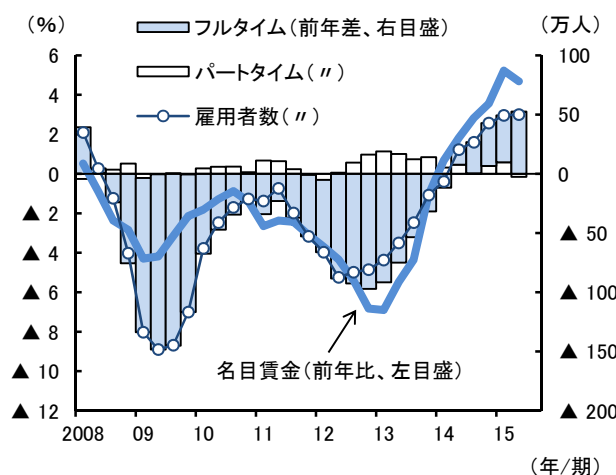
スペインの実質GDPコンポーネント



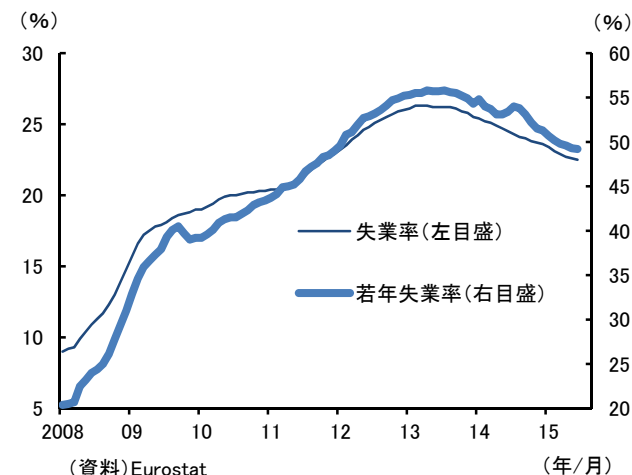
OECD雇用保護指標 (2008～13年の変化幅)



スペインの雇用者数と賃金



スペインの失業率



英国経済の現状：

良好な所得環境により個人消費は堅調

米国

欧州

原油

<家計部門>

◆賃金は堅調な伸びを維持

英国では、労働需給のひっ迫による名目賃金の上昇とインフレ率の低位推移により、実質賃金の上昇基調は持続。

7月の小売売上高は前月から横ばいとなったものの、高水準を維持。もっとも、8月下旬の世界的な株安により、英国でも株価が大きく下落。英国は、ユーロ圏に比して資産効果の影響が大きく、先行きも株価の不安定な動きが続くと、個人消費の伸びを抑制する恐れも。

<企業部門>

◆輸出は米国向けを中心に大きく増加

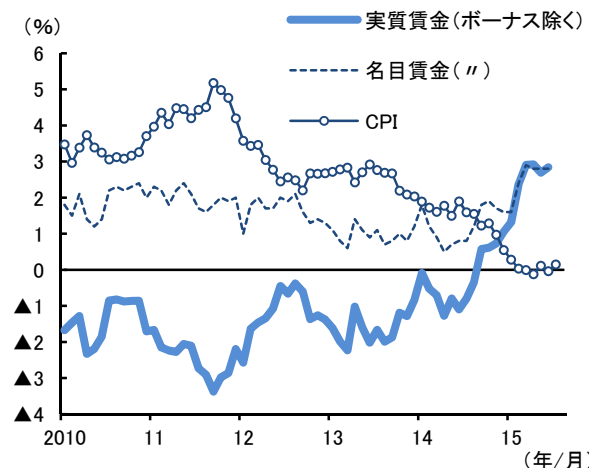
英国の輸出は、米国・中国向けが大きく回復し、全体をけん引。また、ドイツをはじめとしたEU向けにも回復の兆し。先行き、中国の景気減速による需要減退が懸念されるものの、シェアの高いEU・米国向けが輸出の下支えに作用する公算。

<物価>

◆インフレ率は原油安を受け、低い伸びが持続

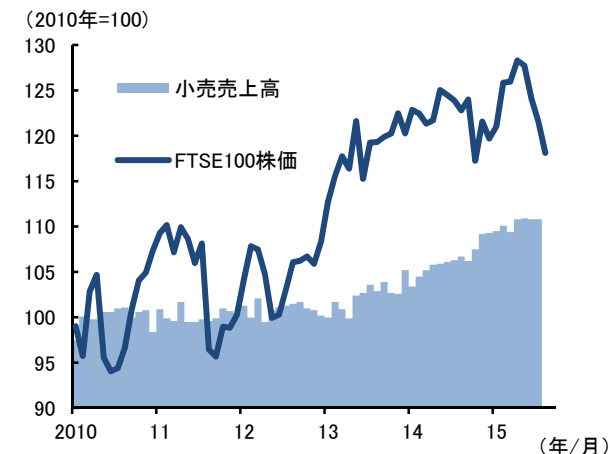
7月の消費者物価は前年比+0.1%と、依然として低い伸びに。もっとも、コア指数は堅調に推移。良好な所得環境を背景とした個人消費の堅調さが物価を下支え。原油安効果の一巡が予想される来年以降、プラス幅の拡大が見込まれ、16年入り後、BOEによる利上げが視野に。

英国の賃金と消費者物価(前年比)



(資料)ONS

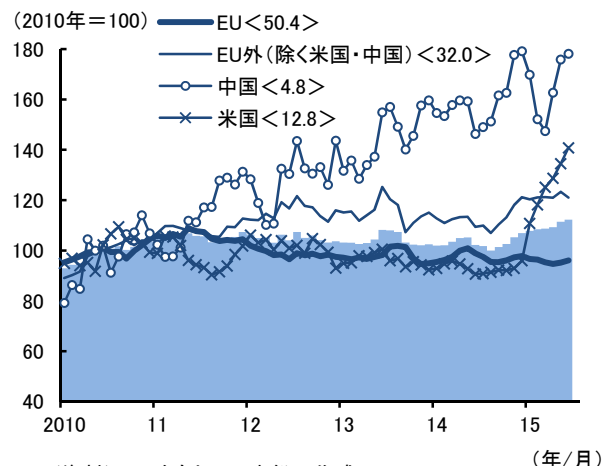
英国の小売売上高と株価



(資料)ONS、Bloomberg L.P.

(注)小売売上高は数量ベース。

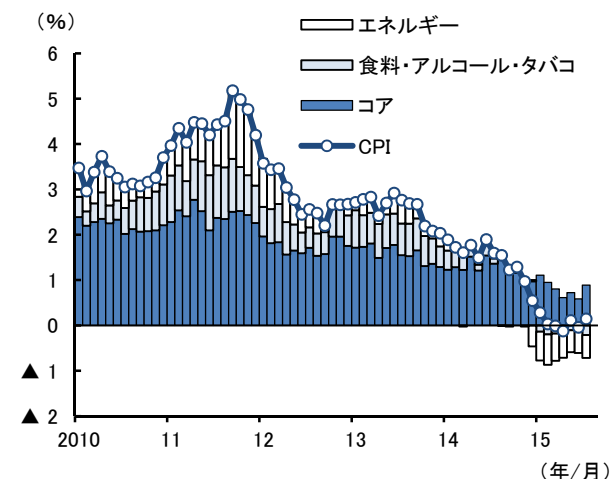
英国の実質輸出(3ヵ月移動平均)



(資料)ONSをもとに日本総研作成

(注)<>は2014年のシェア。

英国のCPI(前年比)



(資料)ONS

欧州経済見通し：

緩やかな成長が続く見通し

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。

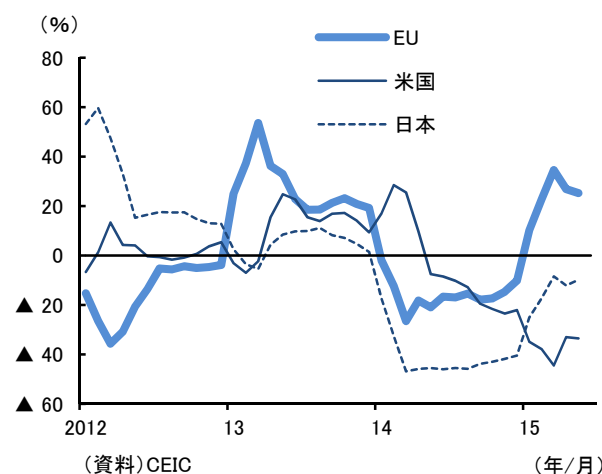
欧州各国経済・物価見通し

(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 | | | |
|------|---------|---------|-------|-------|-----|-------|-----|-----|-----|-------|-------|-------|-----|
| | | 10～12 | 1～3 | 4～6 | 7～9 | 10～12 | 1～3 | 4～6 | 7～9 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | |
| | | (実績) | (予測) | | | | | | | (実績) | (予測) | (予測) | |
| ユーロ圏 | 実質GDP | 1.4 | 1.5 | 1.3 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 0.8 | 1.3 | 1.6 | |
| | 消費者物価指数 | 0.2 | ▲ 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.6 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 0.4 | 0.2 | 1.4 | |
| | 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 | 0.4 | 0.8 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 0.8 | 0.4 | 1.6 |
| | 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 | 0.6 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 0.6 | 0.2 | 1.1 |
| | 英国 | 実質GDP | 3.4 | 1.5 | 2.8 | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 3.0 | 2.6 | 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 | 0.4 | 1.6 |

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

中国の対内直接投資(前年比)



(資料)CEIC

(注)後方3ヵ月移動平均。

【マーケット・ホット・トピック】

◆中国の景気減速が深刻化すると、欧州景気に波及する恐れも

欧州では、ギリシャを巡る懸念はひとまず後退したものの、中国の景気減速の懸念が急速に台頭。対中直接投資をみると、日本・米国からは減少が続く一方、欧州からは本年入り後、大幅に増加。政治的な問題等から中国向け投資に慎重姿勢がみられる日米と、中国の成長を取り込もうとする欧州の姿勢の違いが鮮明に。もっとも、中国景気への依存度が高まるなか、中国の景気減速が深刻化すれば、企業業績の不振を通じて欧州経済に波及するリスクも増大。

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、ディスインフレ傾向のもと、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。

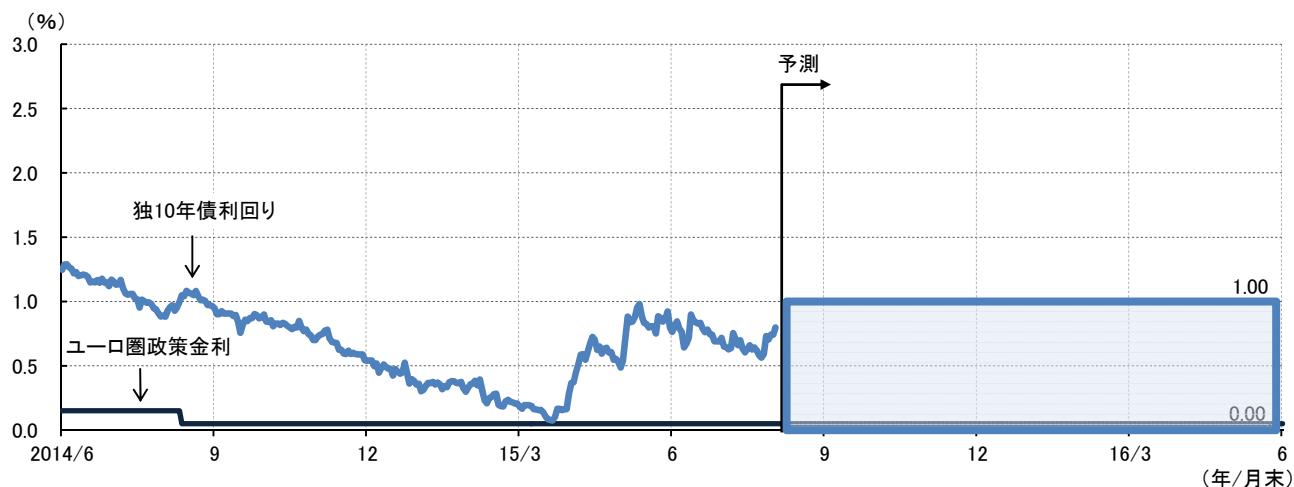
<英国・金利見通し>

◆景気拡大を背景に緩やかに上昇

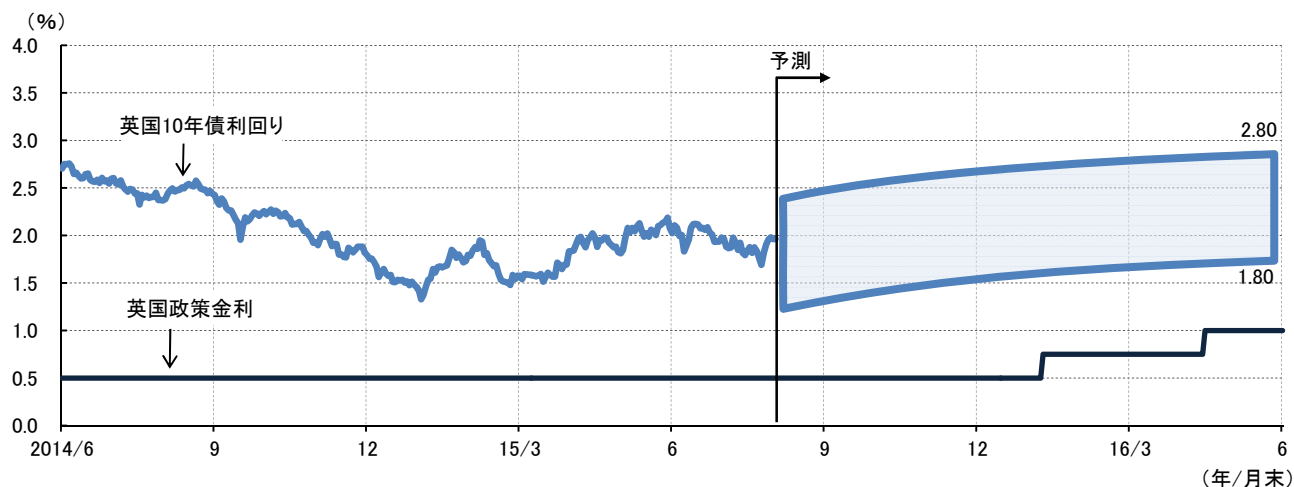
BOEは当面、現行の緩和的な金融政策を維持。景気は良好ながら、原油価格の下落やポンド高を背景に、インフレ率の伸びが低調にとどまっていることから、利上げ開始は2016年初め以降となる見通し。

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

米国 欧州 原油

＜原油市況＞

◆8月のWTI原油先物価格は、一時30ドル台後半まで急落

中国景気に対する先行き懸念の高まりやドル高の進行、米原油在庫の高止まりなどから、総じて軟調に推移。月下旬には、世界的な株安を背景に下落ペースが加速し、24日には、終値ベースで2009年2月以来となる40ドル割れ。もっとも、月末近くには、株価の持ち直しやOPECによる生産調整の可能性の浮上などを受け、40ドル台後半まで急反発。

＜投機筋・投機資金の動向＞

◆投機筋の買い越し幅は大きく縮小

需給緩和の長期化観測や金融市場の混乱を受けたリスク回避姿勢の強まりなどから、投機筋の慎重姿勢が一段と強まる格好に。

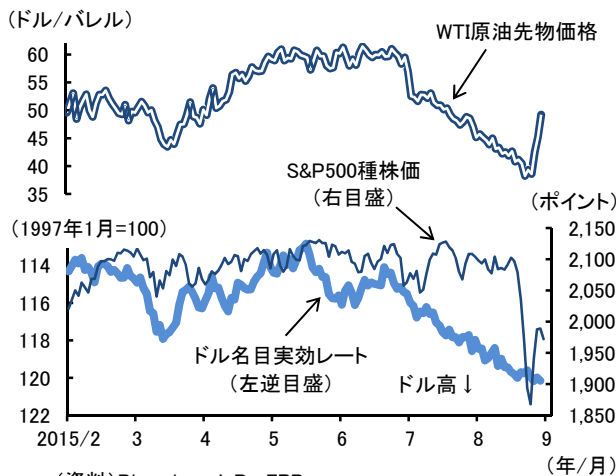
＜原油価格見通し＞

◆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。

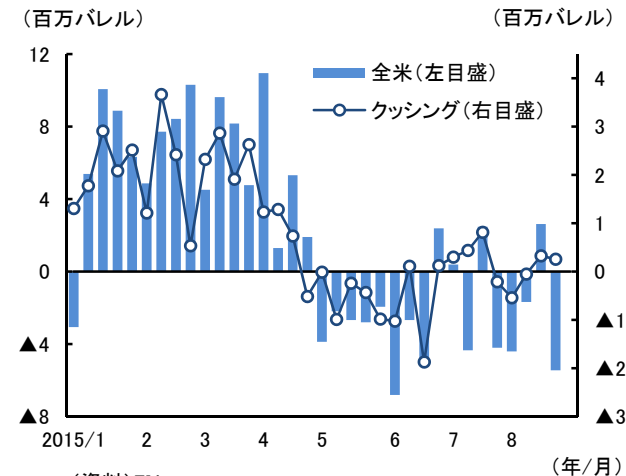
もっとも、イラクやイラン、リビアでの原油生産の回復観測の強まりや米原油在庫の高止まり、新興国景気の減速懸念などが価格抑制に作用。この結果、総じて安値圏での推移が長期化する見通し。

原油価格と株価・為替レート



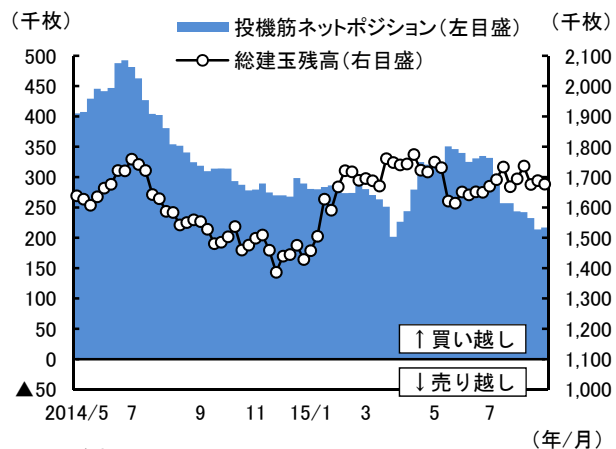
(資料) Bloomberg L.P., FRB

米国の原油在庫(前週差)



(資料) EIA

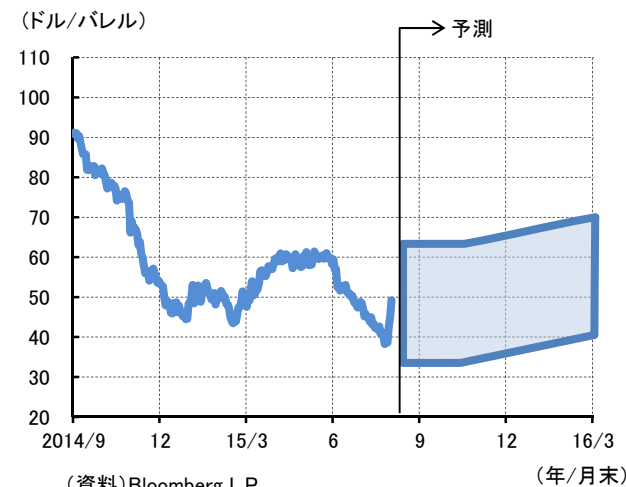
WTI原油先物ポジション



(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：当面の原油価格

中国原油需要の落ち込みや米原油在庫の増加が下振れリスクに

米国

欧州

原油

◆金融市場の混乱一服による下げ止まりを期待

WTI原油先物価格は、一時リーマン・ショック後の安値である30ドル台前半をうかがう水準まで急落。直近の大幅な下落は、世界的な株安に伴うリスク回避姿勢の強まりによる影響も大きく、金融市場の混乱が一服すれば、下値を固める展開となる見込み。

◆中国原油需要の落ち込みや米原油在庫の増加が下振れリスクに

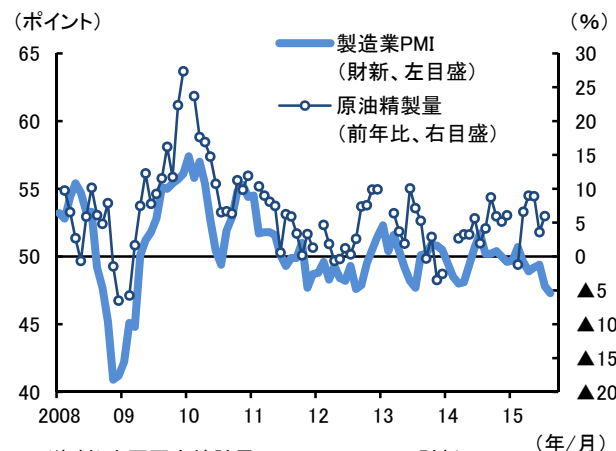
もともと、先行きも当面、下振れリスクが残存。

中国の製造業PMIは、8月に2009年3月以来の水準まで低下。足許で原油精製量の伸びに大幅な減速はみられないものの、今後、需要減速懸念が一段と強まる恐れ。

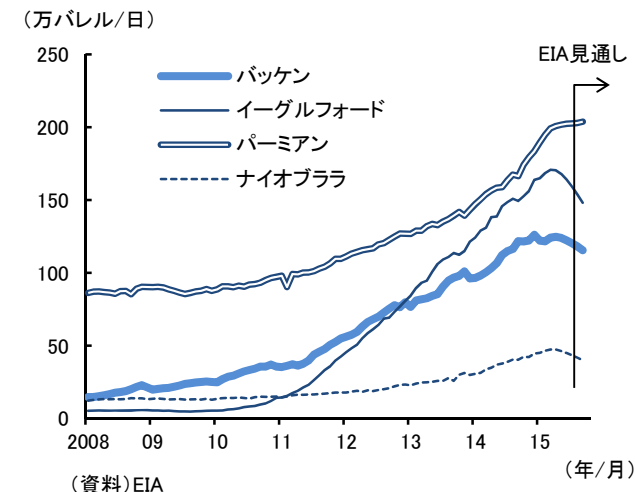
また、米国ではシェールオイル生産に減少の動きがみられるものの、原油在庫は依然として高水準。例年9月から10月下旬にかけてはドライブシーズン終了後の製油所のメンテナンス時期にあたるため、先行き原油在庫は増加に転じる公算が大きく、在庫過剰感が再び強まる可能性。

ちなみに、原油先物市場では、今年3月あるいはリーマン・ショック後の安値時に比べ、価格上昇ペースが緩やかになると見込まれており、今安値局面での相対的な先高観の弱さを示唆。

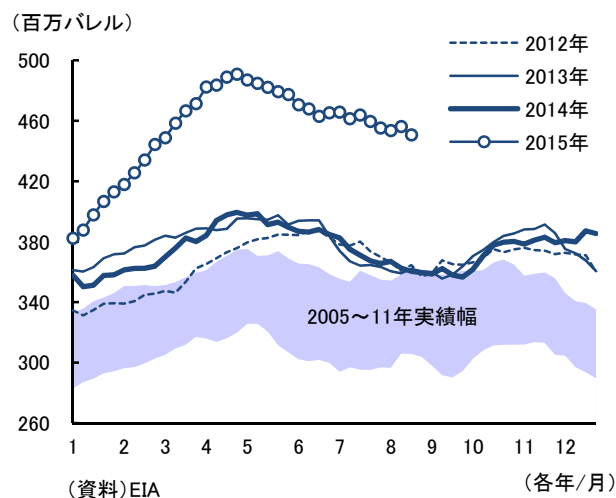
中国の原油精製量と製造業PMI



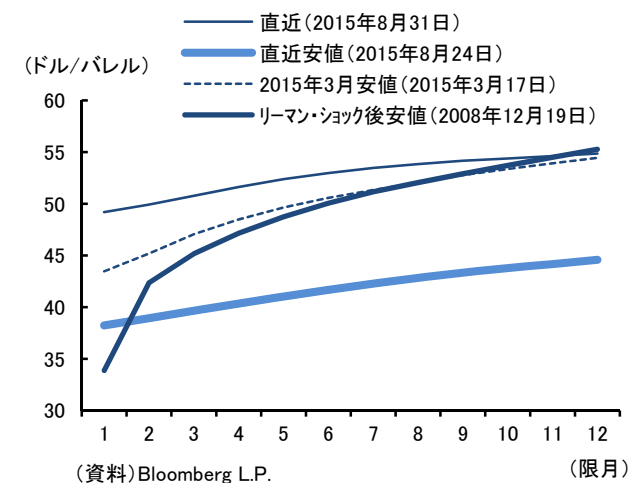
主なシェールオイル生産地域の原油生産量



米国の原油在庫



限月別原油先物価格



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) |
| 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 |
| 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 |