

---

---

# 欧米経済展望

2015年4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	芝 亮行	(Tel : 03-6833-0489	Mail : shiba.akiyuki@jri.co.jp)
	藤山 光雄	(Tel : 03-6833-2453	Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)
◆欧州経済担当	芝 亮行		
	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3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：

■ 雇用の質の改善は道半ば。企業の生産活動の基調は弱含み

米国

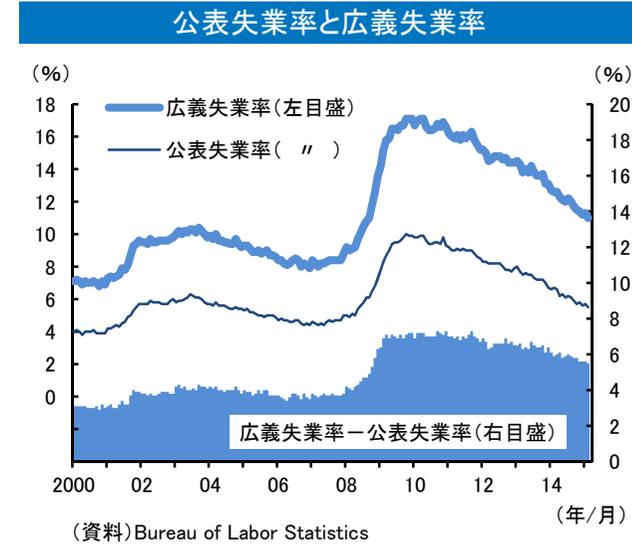
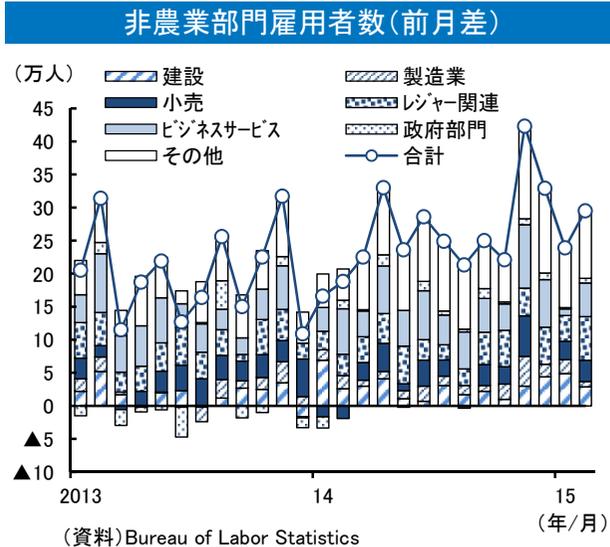
欧州

原油

＜雇用環境＞

2月の非農業部門雇用者数は、前月差+29.5万人と再び増勢が加速。12ヵ月連続で20万人を超える伸びとなり、雇用者数の伸びは2015年入り後も堅調さを維持。

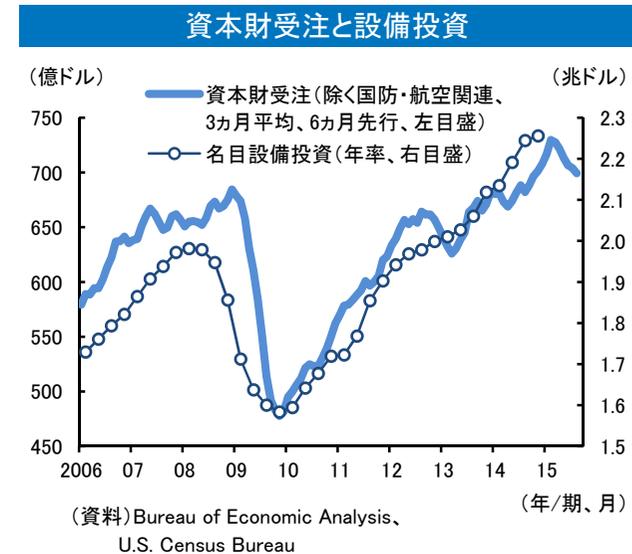
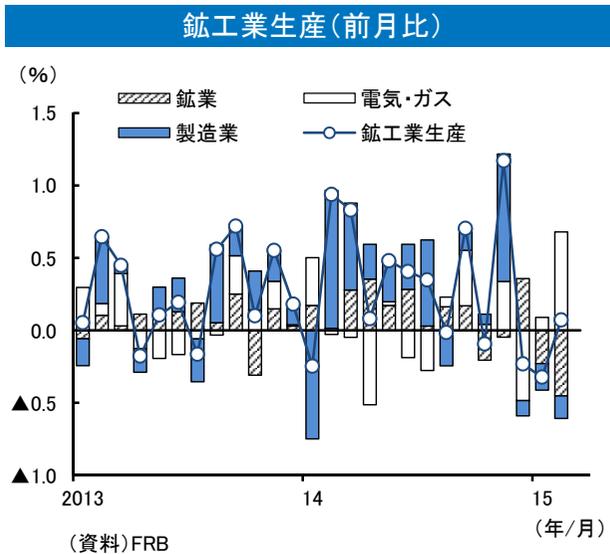
また、失業率は5.5%と2008年5月以来の水準まで低下。もっとも、経済情勢を理由としたパートタイム従事者や求職意欲喪失者などを含めた広義の失業率と公表失業率の差は、過去に比べて依然として大きく、「雇用の質」の改善は道半ばの状態。



＜企業部門＞

2月の鉱工業生産は、前月比+0.1%と僅かながらプラスに転化。寒波の影響による暖房需要の高まりを受け、電気・ガスが大きく増加し、全体を押し上げ。もっとも、製造業は3ヵ月、鉱業は2ヵ月連続のマイナスとなり、生産活動の基調は弱含み。

また、企業の設備投資に先行性を有する資本財受注は、2014年秋以降、減少傾向が持続。ドル高や原油安を受け、輸出・エネルギー関連企業を中心に設備投資に対する慎重姿勢が強まっている可能性。



米国経済の現状：

家計部門は寒波の影響などから弱含み。住宅市場は足踏みが持続

米国

欧州

原油

＜家計部門＞

2月の実質個人消費は前月比▲0.1%と、2014年4月以来のマイナスに。電気・ガス支出が2ヵ月連続で増加する一方、自動車を中心に耐久財消費が大きく落ち込み。

もっとも、2月の落ち込みは、寒波の影響を大きく受けていると推測されるほか、消費者マインドは依然として高水準を維持していることから、個人消費は徐々に持ち直していく見込み。

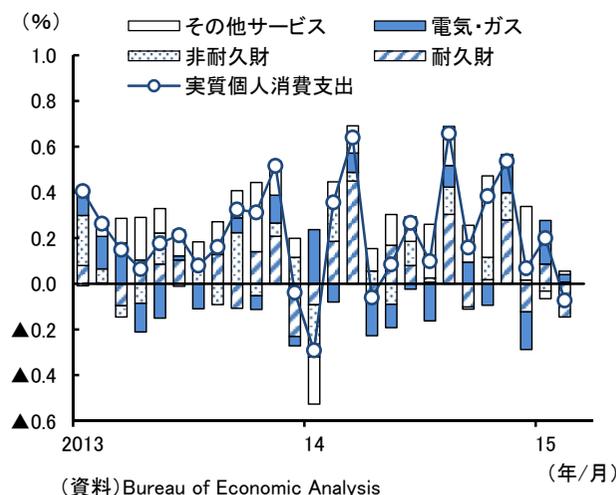
＜住宅市場＞

2月の住宅着工件数は年率89.7万戸と、一戸建て・集合住宅ともに大きく減少し、寒波の影響を受けた14年1月以来の低水準に。

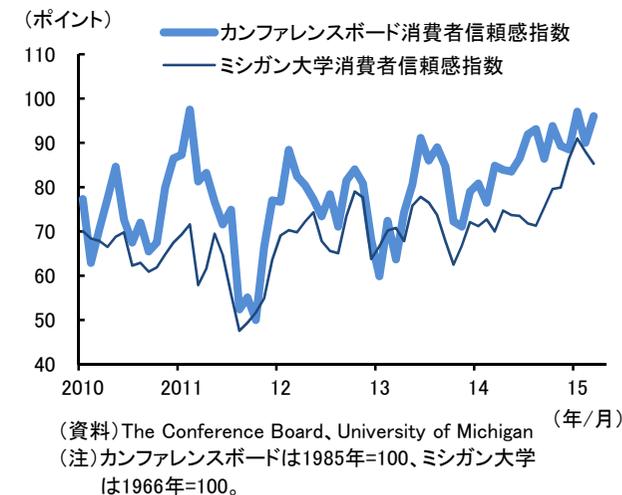
寒波が大幅な減少の主因ながら、住宅着工に先行する着工許可件数をみると、足許で一戸建ての減少が続いており、当面、住宅着工件数は伸び悩みが続く恐れ。

加えて、住宅建設業者の販売見込みの弱含みが続いていること、消費者の住宅購入意欲が低迷していることを踏まえると、当面、住宅市場は足踏み状態が続く見込み。

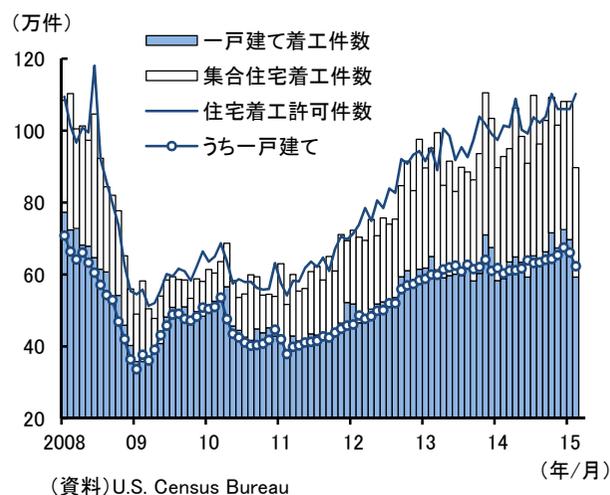
実質個人消費



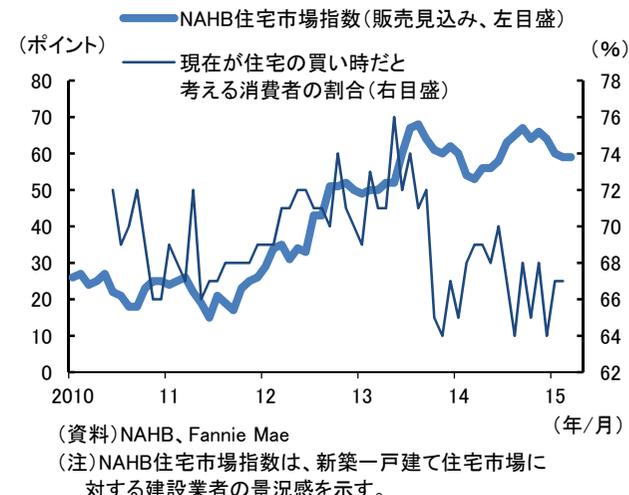
消費者マインド(期待指数)



住宅着工件数と着工許可件数



住宅建設業者と消費者のマインド



米国トピックス①：個人消費

ガソリン価格低下による押し上げ効果が徐々に顕在化してくると予想

米国

欧州

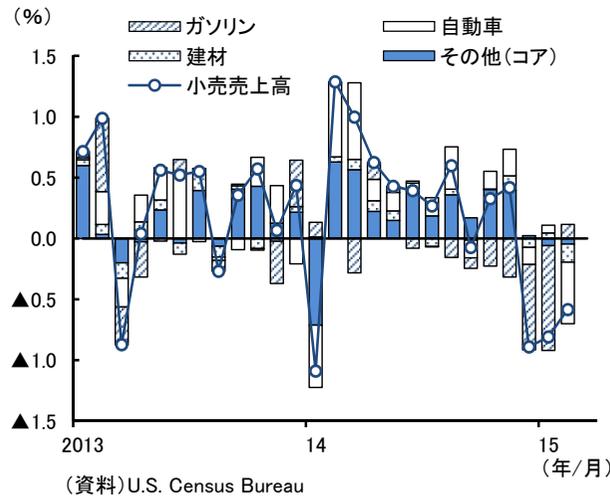
原油

昨年末以降、コア小売売上高（自動車・ガソリン・建材を除く小売売上高）の伸びがほぼ横ばいとどまるなど、個人消費は盛り上がり欠ける状況。原油安を受けたガソリン価格の低下を背景に、実質可処分所得の伸びが加速したものの、同時期に貯蓄率が大きく上昇しており、ガソリン消費の負担減少分が新たな消費ではなく、現状貯蓄に回っている公算。

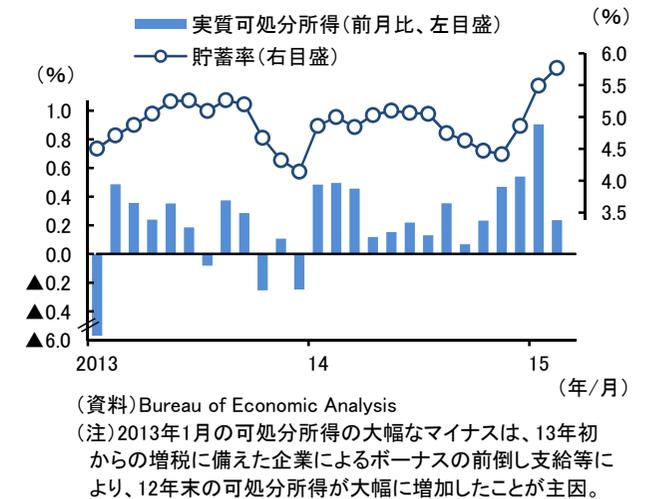
加えて、足許の個人消費の落ち込みは、寒波による影響も大きいと判断。日毎の平均気温の寒冷度合を示す暖房度日の平年との差をみると、2月は極めて寒冷な日が多かった模様。実際、同月の小売売上は寒波の影響を受けやすいとされる建材や自動車が大きく減少。

もっとも、先行きについては、消費者マインドが引き続き高水準にあることや、家計部門のバランスシートの改善が進むなか、貯蓄率の低下余地が高まっていることなどから、寒波の影響の剥落とともに、ガソリン価格の低下による個人消費の押し上げ効果が徐々に顕在化してくると予想。

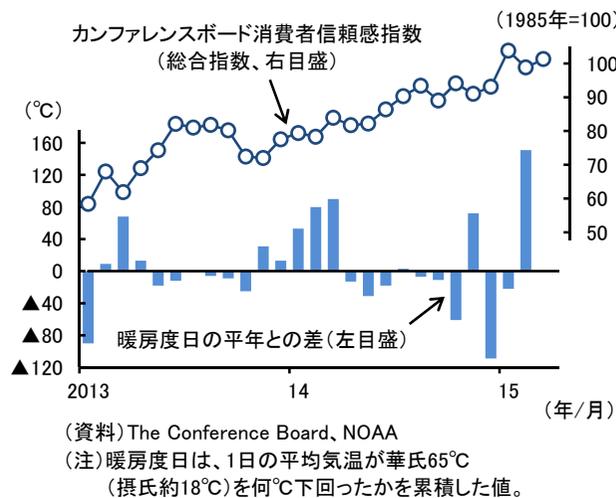
小売売上高(前月比)



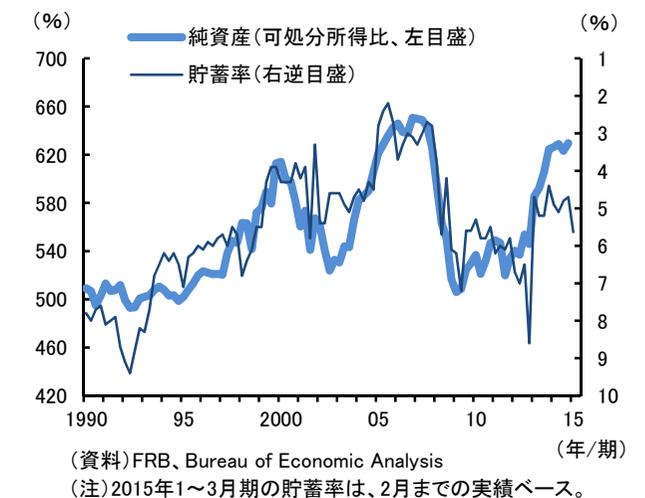
実質可処分所得と貯蓄率



暖房度日と消費者マインド



家計部門の純資産と貯蓄率



米国トピックス②：住宅市場

足踏み脱却には、低所得層・若年層の住宅取得持ち直しが不可欠

米国

欧州

原油

2013年半ば以降、住宅市場の回復は足踏み状態が長期化。

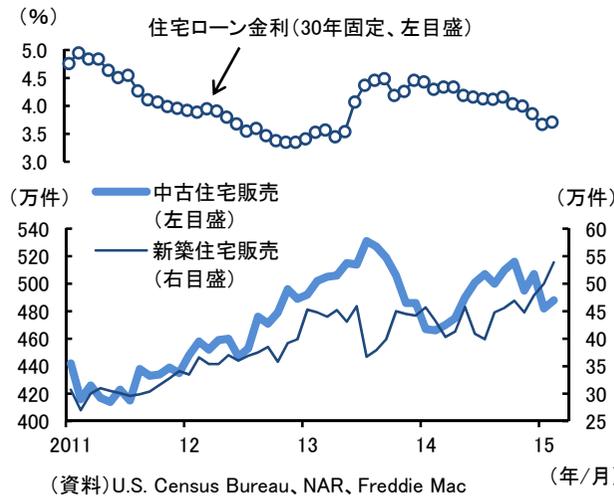
住宅販売件数を新築と中古に分けてみると、2014年半ば以降、新築住宅販売は増加傾向に。ただし、同期間の販売は相対的に高額な物件に集中しており、低額物件の伸びは限定的。低額物件に限ってみると、住宅バブル崩壊を経て住宅市場が回復に転じた2011年以降も販売の低迷が続いており、安価な物件の主な購入者と想定される低所得層を取り巻く住宅購入環境は、依然として厳しいことを示唆。

また、中古住宅販売についても、所得の低い若年層が中心と推測される住宅の初回購入者への販売は、2011年以降、底ばい圏での推移が持続。

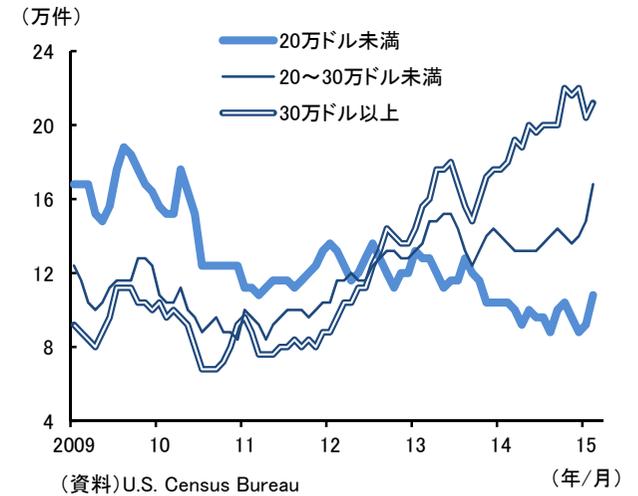
以上を踏まえると、住宅市場の足踏み状態からの脱却には、低所得層や若年層の住宅取得を後押しする賃金の伸びの拡大が不可欠。

なお、住宅着工や販売の基調的な動きを左右する世帯形成には、足許で持ち直しの動きも。足許の住宅販売の伸び悩みを踏まえると、賃貸住宅を選好する世帯が増加しているとみられるものの、今後の住宅着工・販売の潜在的な増加余地が高まりつつあると期待。

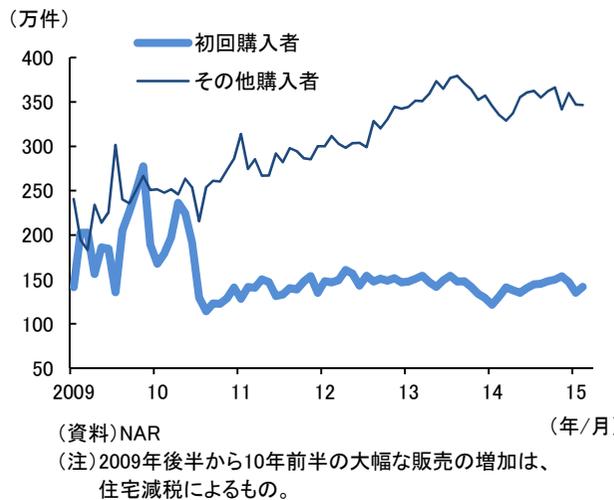
住宅ローン金利と住宅販売件数



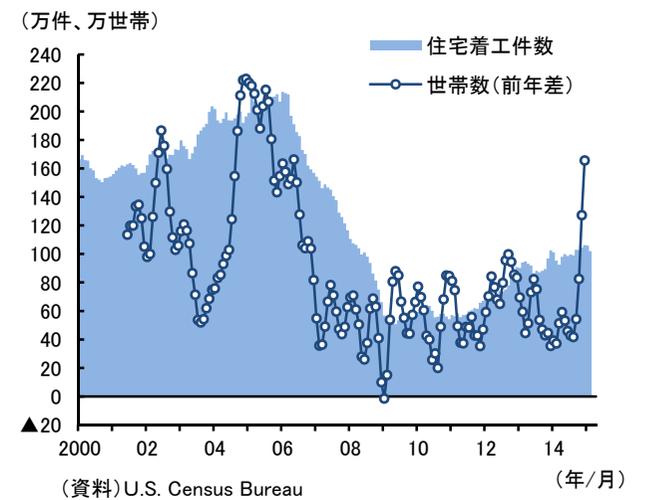
価格帯別新築住宅販売件数(3ヵ月移動平均)



中古住宅販売の購入者内訳



住宅着工件数と世帯数(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 >

米国経済は、海外景気の回復の遅れや原油安、ドル高の進行などから、当面、設備投資や輸出が伸び悩み。一方、家計部門では、賃金の伸び悩みが重石となるものの、ガソリン価格の低下が購買力の押し上げに寄与。

夏場以降は、「雇用の質」の改善を背景に賃金の伸びが高まり、個人消費は堅調な推移が続く見込み。ただし、FRBの利上げを意識した金利の上昇が、景気の抑制要因に。

この結果、総じて2%台後半の成長ペースが続く見通し。

< 金利見通し >

「雇用の質」への懸念やデフレーション圧力が根強く残るなか、FRBの実質ゼロ金利政策の解除は、賃金の上昇ペースの加速が明確化する夏以降になるとみられ、当面、極めて緩和的な政策スタンスを維持。

長期金利は、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地政学リスクの残存、原油安やドル高を受けたデフレーション懸念の高まりなどが重石となり、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

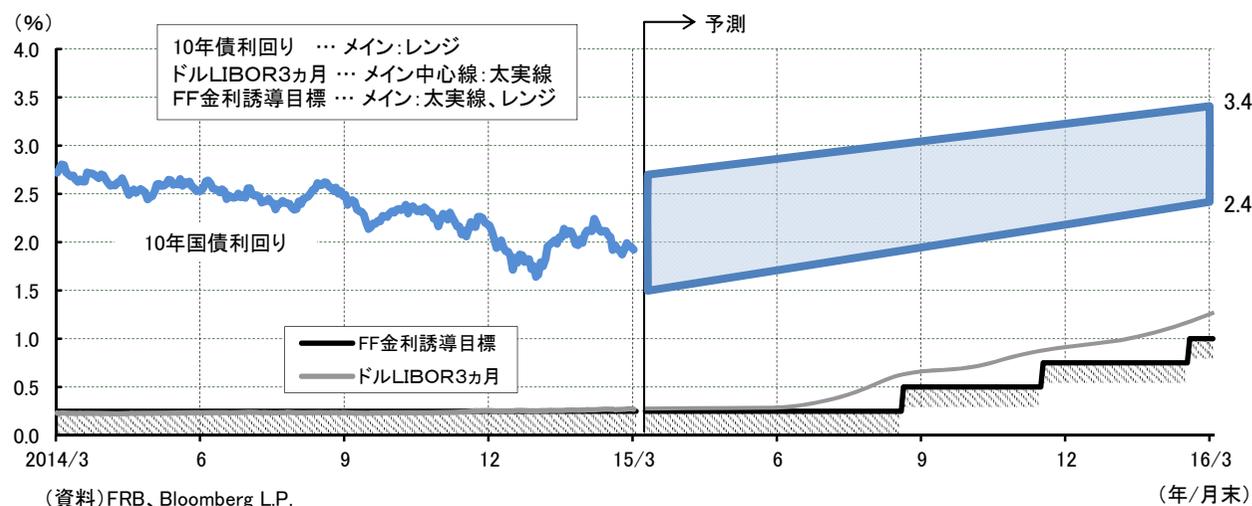
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2014年			2015年				2016年	2014年 (実績)	2015年 (予測)	2016年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)			(予測)							
実質GDP	4.6	5.0	2.2	1.9	2.9	2.9	2.8	2.7	2.4	2.9	2.8
個人消費	2.5	3.2	4.4	2.5	3.6	3.0	2.9	2.7	2.5	3.2	2.8
住宅投資	8.8	3.2	3.8	4.8	5.9	7.9	7.5	6.5	1.6	5.4	6.8
設備投資	9.7	8.9	4.7	2.7	4.5	5.3	5.1	5.4	6.3	5.1	5.2
在庫投資	1.4	▲0.0	▲0.1	▲0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
政府支出	1.7	4.4	▲1.9	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	▲0.2	0.4	0.1
純輸出	▲0.3	0.8	▲1.0	▲0.3	▲0.4	▲0.2	▲0.2	▲0.1	▲0.2	▲0.3	▲0.1
輸出	11.1	4.5	4.5	4.2	4.5	5.8	6.2	6.3	3.2	5.1	6.1
輸入	11.3	▲0.9	10.4	5.3	6.1	5.9	6.0	5.8	4.0	6.1	5.7
実質最終需要	3.2	5.0	2.3	2.0	2.9	2.8	2.8	2.7	2.3	2.8	2.8
消費者物価	2.1	1.8	1.2	▲0.0	0.2	0.6	1.4	2.3	1.6	0.5	2.2
除く食料・エネルギー	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4	1.6	1.8	2.0	1.7	1.6	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:

「忍耐強くなれる」との文言を削除も、ドル高への懸念が鮮明に



FRBは、3月17、18日のFOMC声明で、輸出の伸びの鈍化を新たに指摘するとともに、景気の現状判断を下方修正。先行きについても、FOMCメンバーのGDP成長率やインフレ率、政策金利の見通しが、昨年12月時点の予測から下方修正され、総じて慎重な見方がにじむ内容に。

イエレン議長の記者会見などを踏まえると、とりわけドル高への懸念が強まっている模様。声明文ではドル高に対する直接的な言及はなかったものの、記者会見では、「おそらくドル高は輸出の伸び鈍化の一因となっている」、「ドル高は輸入物価低下の一因でもあり、少なくとも一時的にインフレ率を押し下げている」と指摘。

一方、フォワードガイダンスについては、「(利上げに) 忍耐強くなれる」との表現を削除し、「労働市場の一段の改善」および「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」を利上げの条件として明記。また、記者会見では、利上げ開始時期の決定はこれらの条件を評価するための経済指標次第との姿勢を強調。

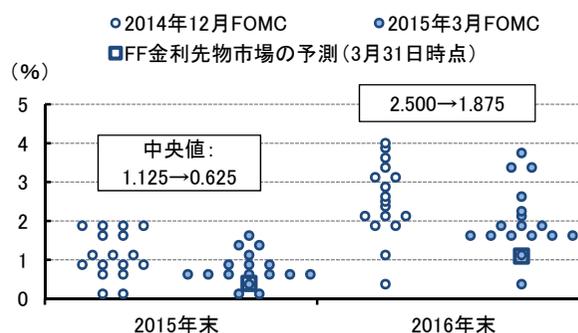
6月FOMCまでに、上記両条件を満たす経済指標を確認するのは困難とみられ、利上げ開始は9月以降となる見通し。

FOMC声明(要旨)

今回(2015年3月17、18日)		前回(2015年1月27、28日)
<ul style="list-style-type: none"> <li>現在のFF金利誘導目標のレンジを維持する期間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><b>前回の声明と変わらず、FF金利誘導目標のレンジを4月FOMCで引き上げる可能性は依然低いと判断。労働市場に一段の改善がみられ、インフレ率が中期的に2%の目標に向かって長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。このフォワードガイダンスの変更は、目標レンジの引き上げ開始時期を決定したことを示すものではない。</b></li> </ul>	金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>現在のFF金利誘導目標のレンジを維持する期間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>(幅広い経済指標等の)現在の評価に基づき、金融政策スタンスの正常化の着手に忍耐強くなれると判断。</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li><b>経済成長は、いくらか緩やかに。</b></li> <li>雇用が力強く伸び、失業率が低下するなか、労働市場の状況はさらに改善。さまざまな労働市場の指標は、労働資源の活用不足の縮小が続いていることを示唆。家計支出は緩やかに増加しており、エネルギー価格の低下が家計の購買力を押し上げ、設備投資が拡大する一方、住宅市場の回復はなお緩慢なほか、<b>輸出の伸びが鈍化。</b></li> <li>インフレ率は、エネルギー価格の下落を主因に、目標を一段と下回る水準に低下。市場ベースのインフレ見通しは<b>依然として低水準にあるものの</b>、調査に基づく長期的なインフレ期待は引き続き安定。</li> <li>インフレ率は短期的に<b>現行の低水準にとどまる</b>と予想されるものの、労働市場が一段と改善し、エネルギー価格の低下など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・認識	<ul style="list-style-type: none"> <li>経済活動は、堅実なペースの拡大が持続。</li> <li>雇用が力強く伸び、失業率が低下するなか、労働市場の状況はさらに改善。総じてみると、さまざまな労働市場の指標は、労働資源の活用不足の縮小が続いていることを示唆。家計支出は緩やかに増加しており、<b>足許のエネルギー価格の低下が家計の購買力を押し上げ</b>。設備投資が拡大する一方、住宅市場の回復はなお緩慢。</li> <li>インフレ率は、エネルギー価格の下落を主因に、目標を一段と下回る水準に低下。市場ベースのインフレ見通しは<b>ここ数ヶ月で大幅に低下したものの</b>、調査に基づく長期的なインフレ期待は引き続き安定。</li> <li>インフレ率は短期的に<b>一段と低下すると</b>予想されるものの、労働市場が一段と改善し、エネルギー価格の低下など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。

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。

為替レートと輸入物価(前年比)



(資料)FRB, Bureau of Labor Statistics

欧州経済の現状：

ユーロ圏は緩やかな景気回復が持続も、企業部門にやや不透明感

米国

欧州

原油

＜家計部門＞

1月のユーロ圏の小売売上高は前月比+1.1%と堅調な伸びに。とりわけ、失業率が過去最低となっているドイツでは労働需給のひっ迫による賃金上昇などの影響を受け、大きく増加。その他主要国でも、原油安を受けた家計の購買力向上などにより消費者マインドが高水準で推移しており、先行きも個人消費は堅調に推移する見込み。

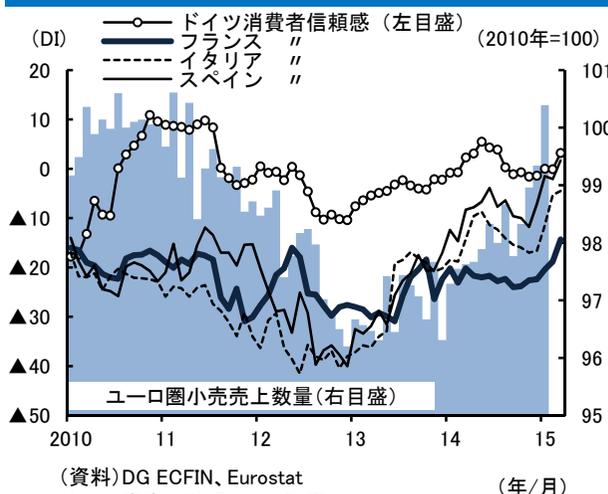
＜物価＞

3月のユーロ圏のインフレ率は前年比▲0.1%と4ヵ月連続のマイナスながら、マイナス幅は縮小。さらに、コアインフレ率が底堅く推移していること、家計の物価見通しに底打ちの兆しが見られることから、デフレ定着に対する過度な懸念は後退。

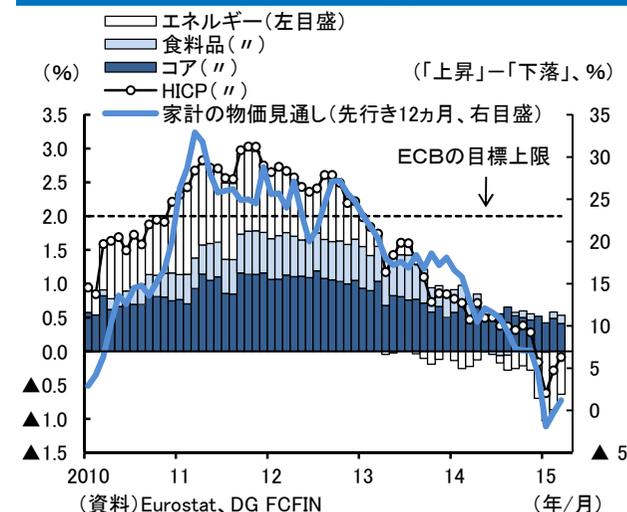
＜企業部門＞

企業マインドは回復傾向にあるものの、そのスピードは業種間でバラつき。ユーロ圏のPMIをみると、サービス業が大きく持ち直している一方、製造業の回復ペースは緩慢。1月の鉱工業生産が前月比+0.6%と堅調であったドイツでも、同月の製造業受注は同▲3.9%と足許で大幅に減少しており、企業の生産活動は当面伸び悩む恐れ。

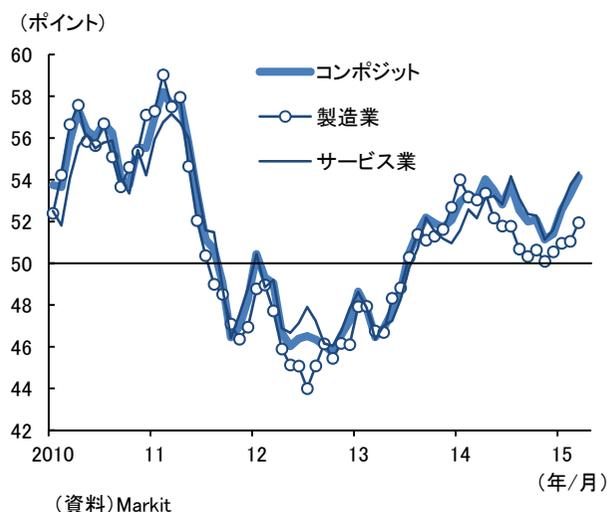
ユーロ圏の小売売上数量と各国の消費者信頼感



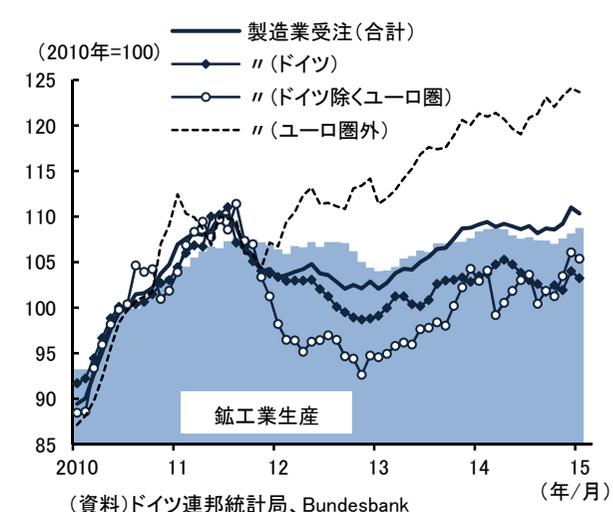
ユーロ圏のHICP(前年比)



ユーロ圏の購買担当者景気指数



ドイツの鉱工業生産と受注(後方3ヵ月平均)



欧州トピックス：銀行貸出

ECBの量的緩和の効果は限られ、大幅な貸出増は期待薄

米国 欧州 原油

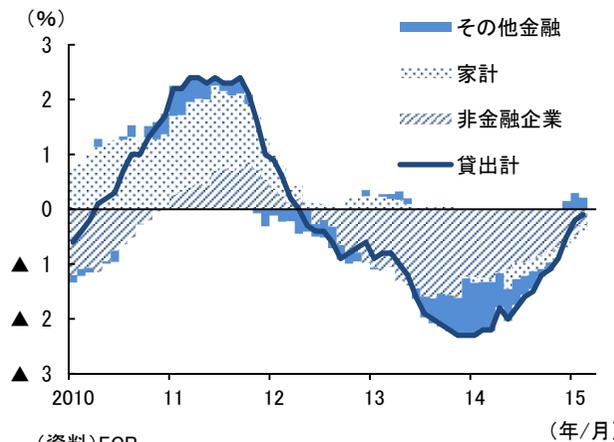
ユーロ圏では、2月の民間向け貸出が前年比▲0.1%と、減少に歯止めがかかりつつある状況。

先行きを展望すると、①景気や企業業績に対する先行き期待の高まりや、昨秋にかけての銀行の資本増強などを受け、銀行の貸出態度が緩和方向にあること、②企業の借入需要が上向いていること、等から、民間向け貸出は早晩増加に転じる見込み。さらに、ECBが3月から開始した国債購入を含む量的緩和策が、こうした動きを後押しするものと期待。

もっとも、民間向け貸出の内訳をみると、その他金融向けが押し上げに作用しており、非金融向けは依然として小幅ながらも前年比マイナス。また、国毎に企業の借入需要をみると、スペインを除き、総じて力強さを欠いているほか、債務危機の震源地となった南欧諸国を中心に民間部門のバランスシート調整圧力が根強く残存。非金融企業の債務残高をみると、ドイツでは低水準で推移する一方、スペインでは堅調な景気回復を反映してピークから大きく縮小したとはいえ、依然高水準にあるほか、成長が低迷しているフランス、イタリアでは高止まり。

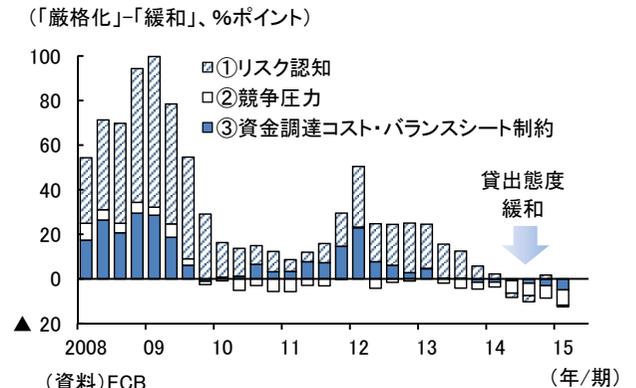
以上を踏まえると、ECBの量的緩和の効果は限られ、非金融向けの貸出増加ペースは緩慢なものにとどまる見込み。

ユーロ圏の民間向け貸出残高(前年比)



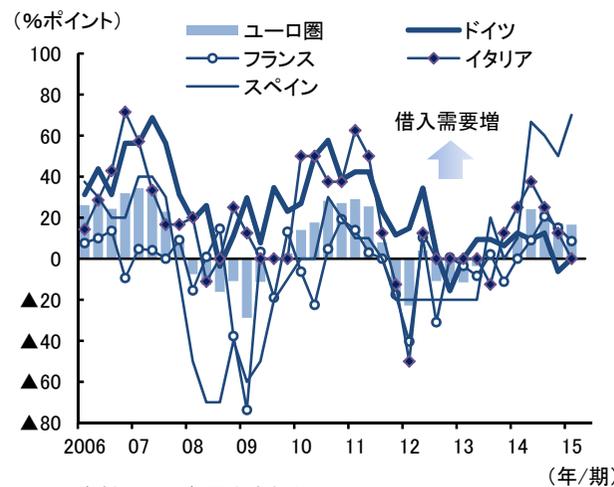
(資料)ECB  
(注)その他金融は、保険会社、年金、長期金融を行う機関(証券会社、ファイナンス業、ベンチャーキャピタル等)などを指す。

ユーロ圏の銀行の貸出態度の変更要因



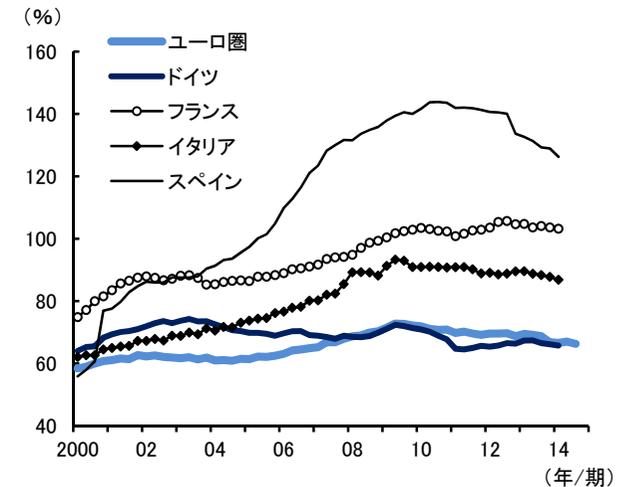
(資料)ECB  
(注)①銀行の景気・企業等に対する見通し、②他行・ノンバンクとの貸出競争、③資本コストや流動性のポジションに対する制約、により貸出態度を「厳格化した」銀行の比率から「緩和した」銀行の比率を差し引いたもの。

ユーロ圏の企業の借入需要(先行き3ヵ月)



(資料)ECB、各国中央銀行

非金融企業の債務残高(対名目GDP比)



(資料)ECB

英国経済の現状：

賃金上昇や資産効果により個人消費は堅調さを維持

米国

欧州

原油

<物価・所得環境>

2月の消費者物価指数(CPI)は前年比ゼロ%まで低下。原油安を受けたエネルギー価格の下落が主因。ただし、14年半ば以降、コア指数の伸びも緩やかながら鈍化傾向にあり、物価の先行きに懸念が台頭。

一方、インフレ率の低下と労働需給のひっ迫を受けた名目賃金の上昇が相まって、実質賃金は上昇傾向が持続。

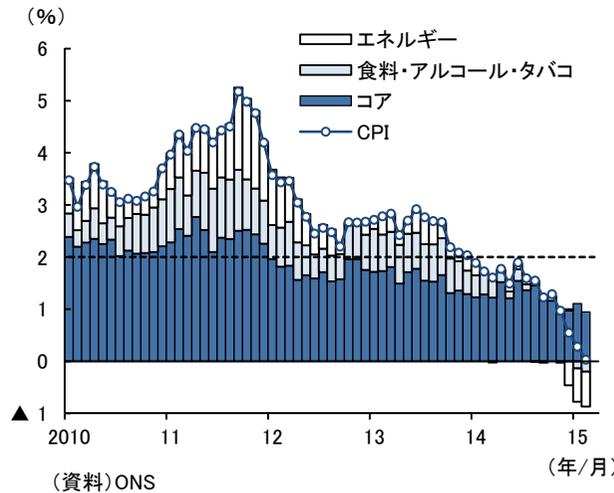
<家計部門>

2月の小売売上高は前年比+5.7%と堅調な伸びに。実質賃金の上昇や株高を受けた資産効果により消費者マインドが高水準で推移しており、個人消費は先行きも堅調な伸びが続く見込み。

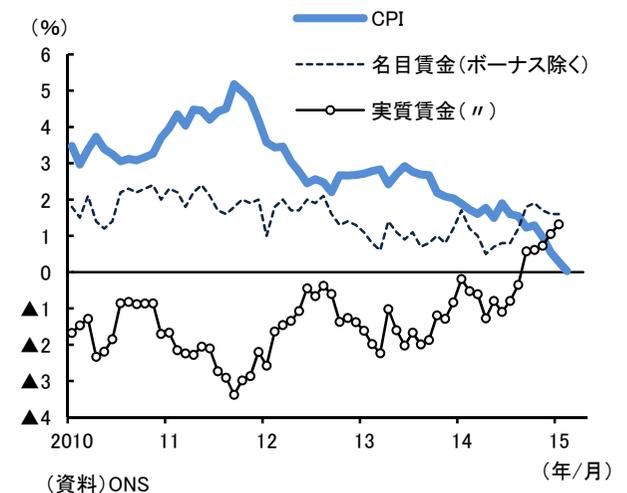
<住宅市場>

足許で、住宅価格の上昇に一服感。もともと、住宅価格の先行指標である新規住宅購入の問い合わせ指数をみると、足許で、持ち直しの動きがみられ、住宅価格の伸びは15年半ば以降、再び高まっていく見通し。加えて、3月に政府が住宅初回購入者に対する新たな優遇策を発表するなど、政策面からの下支えもあり、住宅市場は先行き底堅く推移する見込み。

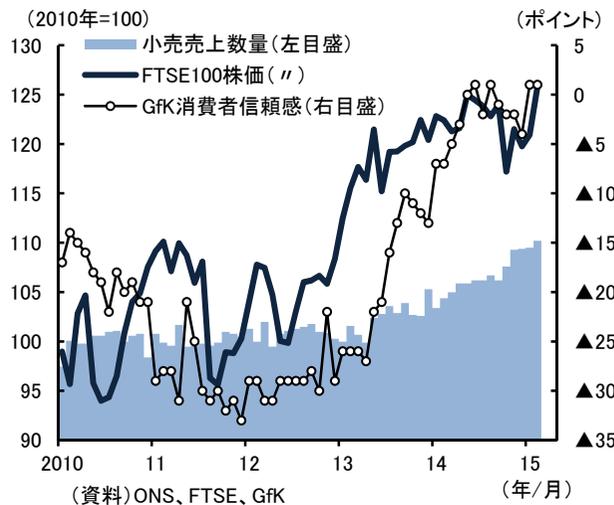
英国のCPI(前年比)



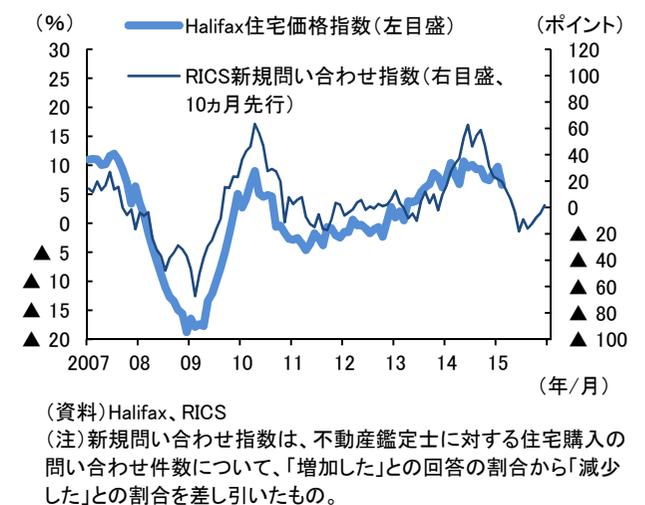
英国の賃金と消費者物価(前年比)



英国の小売売上と株価、消費者マインド



英国の住宅価格と住宅購入の問い合わせ指数



欧州経済見通し：

緩やかな回復傾向も、内需の伸び悩みにより低成長が持続

米国

欧州

原油

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
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(実績)	(予測)	(予測)
		(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	0.3	0.7	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	0.9	1.1	1.3
	消費者物価指数	0.6	0.3	0.2	▲0.5	▲0.3	0.0	0.6	1.2	0.4	▲0.1	1.4
ドイツ	実質GDP	▲0.3	0.3	2.8	1.2	1.3	1.5	1.6	1.6	1.6	1.4	1.7
	消費者物価指数	1.0	0.8	0.4	▲0.4	0.0	0.2	0.9	1.5	0.8	0.2	1.6
フランス	実質GDP	▲0.4	1.2	0.5	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	0.4	0.8	1.0
	消費者物価指数	0.7	0.5	0.3	▲0.4	▲0.3	▲0.1	0.4	1.1	0.6	▲0.1	1.2
英国	実質GDP	3.4	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5	2.8	2.7	2.5
	消費者物価指数	1.7	1.5	0.9	0.1	0.2	0.5	0.9	1.5	1.5	0.5	1.8

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

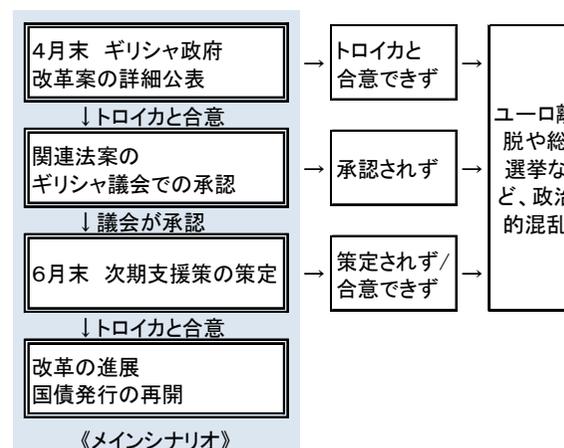
ドイツでは、個人消費が底堅さを維持するなか、ユーロ安などを背景とした輸出の持ち直しも加わり、回復基調が続く見込み。もっとも、域内外景気の持ち直しが緩やかななか、回復ペースは緩やかにとどまる見込み。一方、ドイツ以外では、労働市場改革が進展したスペインやポルトガルで、回復の動きが続く公算ながら、フランスやイタリアでは、緊縮財政や失業率の高止まりが引き続き景気抑制に作用し、当面低成長から脱け出せない見込み。ユーロ圏全体では、1%台前半の低成長が続く見通し。

インフレ率は、原油価格の下落を背景に、15年前半にかけてマイナス圏での推移が続く見込み。その後も、雇用・所得環境の厳しさを背景とした域内需要の低迷を受け、当面、ゼロ%台での推移が続く見通し。

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、インフレ率の低下による実質賃金の上昇などを背景に個人消費が堅調に推移し、2%台後半の成長が続く見通し。

インフレ率は、原油価格の低下が下押しに作用し、当面1%を下回る水準での推移が続く、一時的にマイナスになる可能性も。

ギリシャ問題の行方



(資料)各種報道をもとに日本総研作成

【マーケット・ホット・トピック】

＜ギリシャ問題の行方＞

ギリシャ政府は、3月27日にトロイカ向けに改革案の詳細を提出。もっとも、4月末までに同改革案、6月末までに次期支援策の策定で合意する必要があるほか、国内向けには、改革案のギリシャ議会での承認が必要。

今年夏場にかけて、IMF融資の返済期限や大量の国債償還を控えるなか、当面、ギリシャ支援をめぐる先行き不透明感がくすぶり続ける見通し。

また、現状、ギリシャ債務問題の他国への波及や欧州金融システム不安の再燃などは回避される見込みながら、欧州各国の選挙で反緊縮・反EU政党の躍進が予想されており、その動向には注視が必要。

欧州金利見通し：

ECBは国債買入プログラムを開始。16年9月までは継続する見通し

米国

欧州

原油

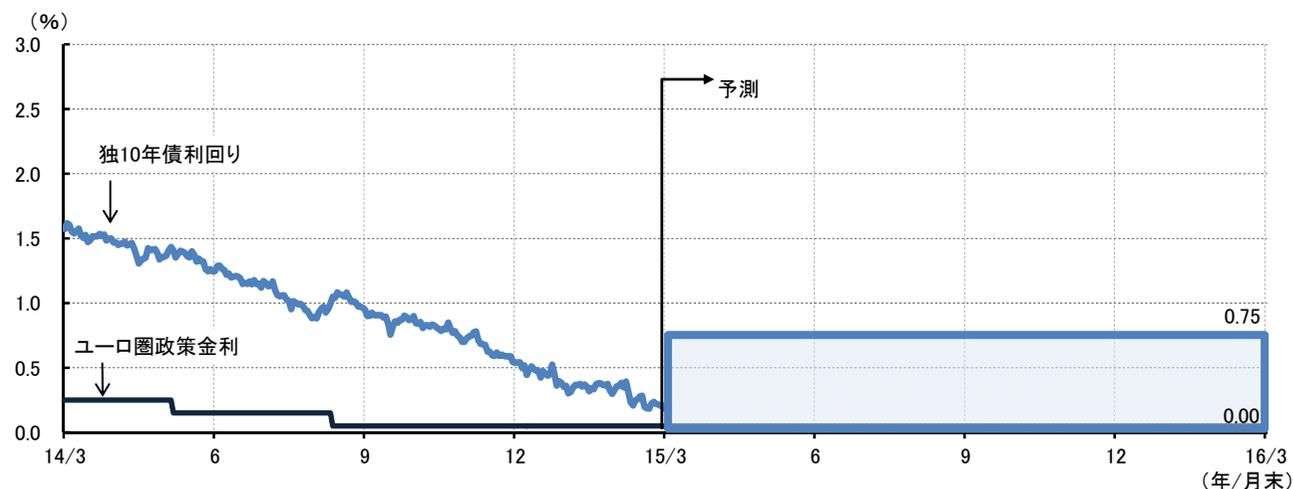
ECBは、3月の理事会で、国債など「公的資産買入プログラム（P S P P）」の詳細を発表し、9日から国債等の買い入れを開始。ECBは昨年秋以降実施している民間資産の買入も含めた「拡大資産買入プログラム」（量的緩和）を少なくとも2016年9月末まで実施する予定。もともと、それまでにインフレ率が中期的な物価目標に整合的な経路に戻るのは困難と予想され、16年9月以降も当面、量的緩和の継続を余儀なくされる見通し。

独10年債利回りは、ECBによる超緩和的な金融政策の継続や、ユーロ圏のデシインフレ傾向を背景に、当面1%を下回る水準での推移が続く見通し。

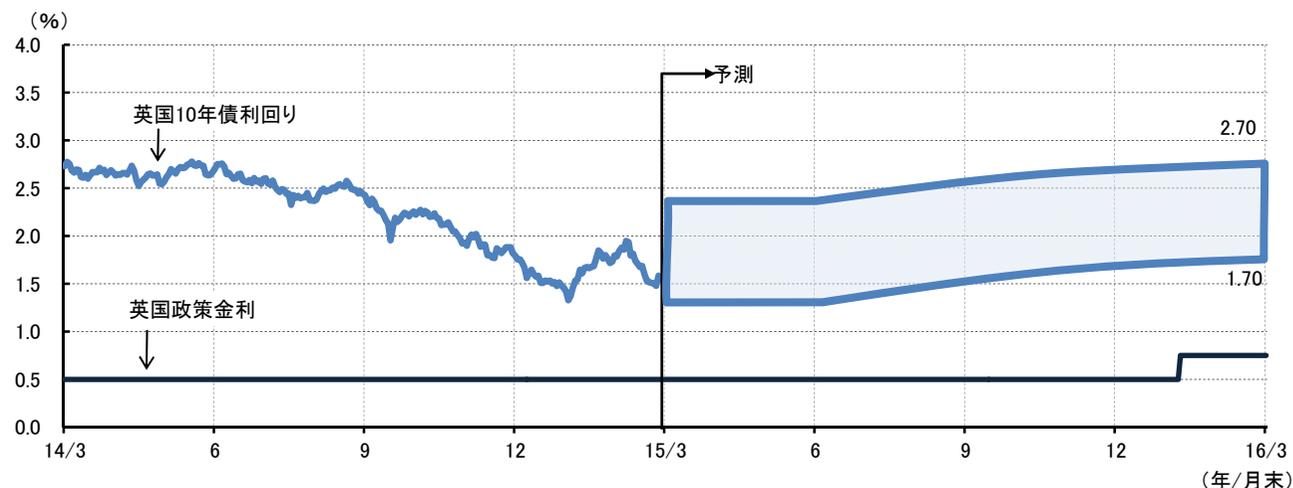
BOEは、当面、現行の緩和的な金融政策を維持。原油価格の下落を背景に、インフレ率の伸びが低調にとどまっていることから、利上げ開始は2016年初め以降となる見通し。

英10年債利回りは、米国や英国景気の回復を背景に、上昇が見込まれるものの、先行きは、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となる見込み。

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＞

3月のWTI原油先物価格は、ドル高の進行や、米国原油在庫の大幅な増加を受け、月半ばにかけて40ドル前半まで下落。その後は、ドル高の一服や、サウジアラビアによるイエメンへの空爆を契機とした地政学リスクの高まりなどを背景に、50ドル前後まで反発。

＜投機筋・投機資金の動向＞

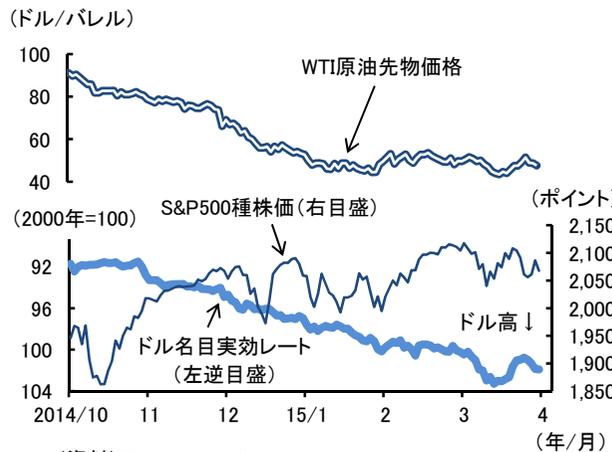
投機筋の買い越し幅は、3月下旬にかけて、大きく縮小。米国原油在庫の大幅な増加が続くなか、再び投機筋の慎重姿勢が目立つ格好に。

＜原油価格見通し＞

WTI先物は、新興国景気の減速懸念や、イラクやリビアでの原油生産の回復、米国原油在庫の積み上がりなどが、価格下押しに作用。一方、中東や北アフリカ、ロシアをめぐる地政学リスクが根強く残るほか、米国原油生産の減産観測の広がりや、米国景気の回復基調の強まりが価格下支え要因に。

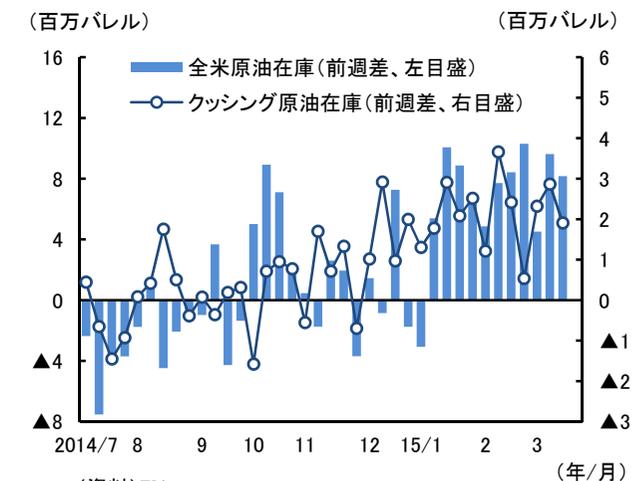
総じてみると、当面、50ドル台を中心とした低水準での推移が続く見通し。

原油価格と株価・為替レート



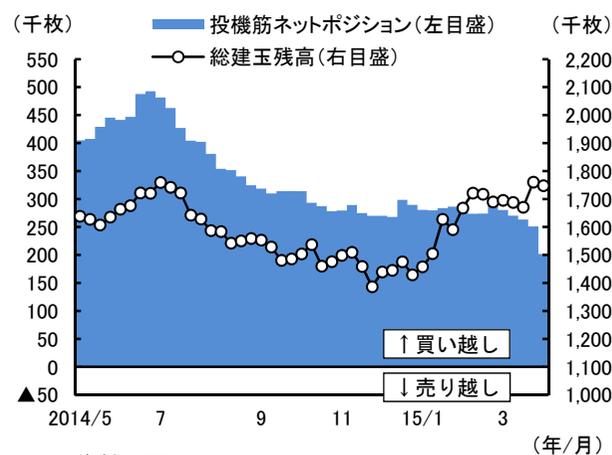
(資料) Bloomberg L.P.  
(注)ドル名目実効レートは、JPモルガンチェース銀行算出。

米国の原油在庫



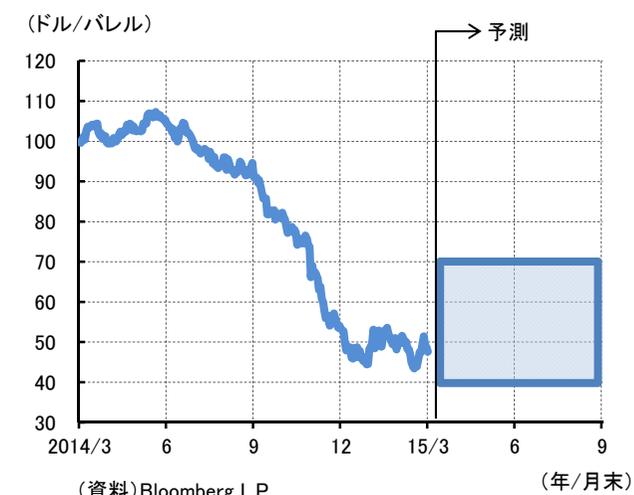
(資料) EIA

WTI原油先物ポジション



(資料) CFTC  
(注)建玉単位の「1枚」は「1,000バレル」。

WTI原油先物価格見通し



(資料) Bloomberg L.P.

## 原油市場動向：米国原油在庫の大幅増

# 夏場のガソリン需要とシェールオイル生産の動向がカギに

米国

欧州

原油

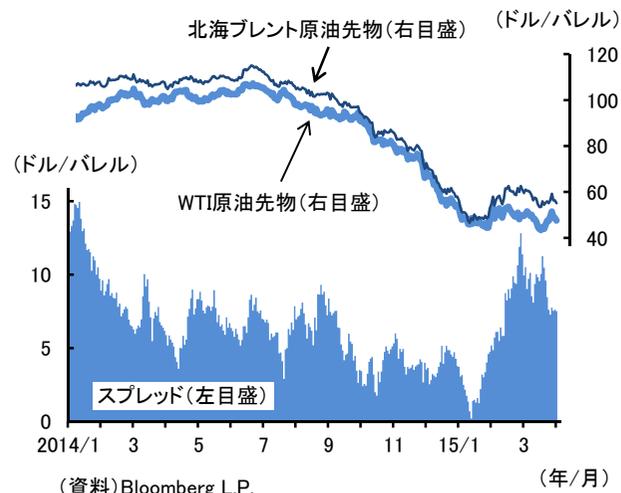
昨年半ば以降、原油価格の急落とともに北海ブレント原油とWTI原油の価格差が急速に縮小したものの、2015年入り後、再び拡大傾向に。

背景には、米国原油在庫の大幅な増加が指摘可能。全米ベースの原油在庫が平年を大幅に上回る水準で推移しているほか、14年入り以降、メキシコ湾岸へ向かう原油パイプラインの本格稼働を背景に水準を切り下げていたクッシングの原油在庫も、足許で再び13年前半を上回る水準まで増加。

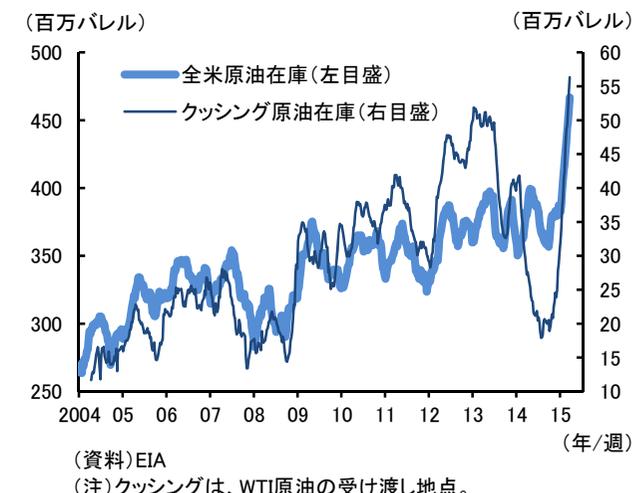
こうした原油在庫の積み上がりは、トラブル等による製油所の稼働率低下に加え、昨年末以降、原油先物市場で期先物の価格が期近物を大きく上回る状態となっており、将来の高値での売却を狙いに、石油会社やトレーダーの間で原油在庫を積み増すインセンティブが一時的に高まっていることも影響。

原油在庫の先行きについては、シェールオイルの生産動向と、5月下旬からのドライブシーズンに向けたガソリン需要の動向がカギに。米国の主なシェールオイル生産地域の原油生産は4月以降、頭打ち感が強まるとみられ、夏場のガソリン需要の増大とともに原油需給の緩和観測が一服すれば、期近物の価格が上昇し、在庫取り崩しの動きが広がる可能性も。

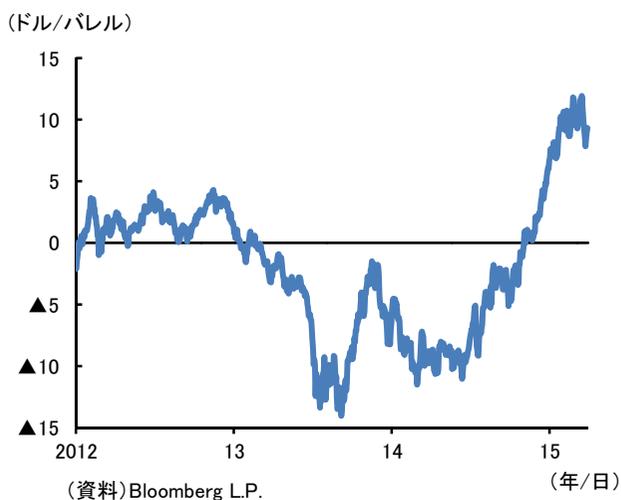
### 原油価格の推移



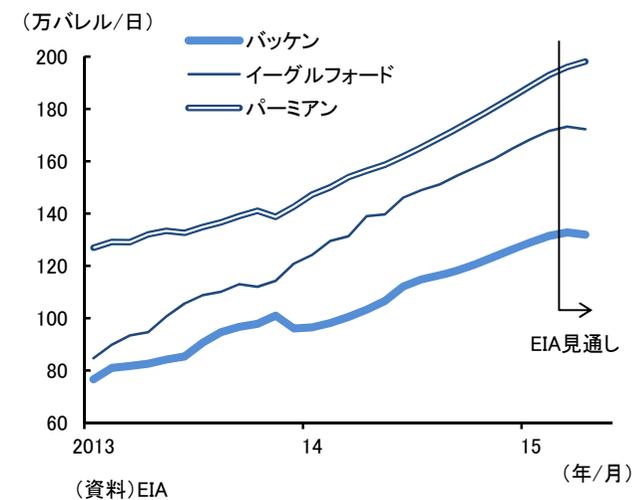
### 米国の原油在庫



### WTI原油の期近物と期先物(1年後)の価格差



### 主なシェールオイル生産地域の原油生産量



### 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)
11/7	79.27	113.30	1.4293	0.0731	0.33	1.11	9996.68	0.07	0.25	2.98	12512.33	1325.18	1.01	1.60	2.79	3.13	2743.46	97.34	1574.62
11/8	77.05	110.46	1.4339	0.0806	0.33	1.02	9072.94	0.10	0.29	2.29	11326.62	1185.31	0.91	1.55	2.25	2.55	2297.21	86.34	1763.99
11/9	76.86	105.70	1.3752	0.0801	0.33	1.00	8695.42	0.08	0.35	1.96	11175.45	1173.88	1.01	1.54	1.87	2.41	2124.31	85.61	1771.92
11/10	76.68	105.26	1.3728	0.0814	0.33	1.01	8733.56	0.07	0.41	2.13	11515.93	1207.22	0.96	1.58	2.04	2.50	2312.30	86.43	1671.25
11/11	77.54	105.09	1.3554	0.0768	0.33	0.99	8506.11	0.08	0.48	2.00	11804.33	1226.41	0.79	1.49	1.95	2.24	2239.58	97.16	1739.43
11/12	77.84	102.35	1.3149	0.0778	0.33	1.00	8505.99	0.07	0.56	1.97	12075.68	1243.32	0.63	1.43	1.99	2.11	2283.30	98.58	1638.58
12/1	76.93	99.33	1.2912	0.0805	0.33	0.97	8616.71	0.08	0.57	1.93	12550.89	1300.58	0.38	1.22	1.86	2.04	2382.07	100.32	1657.22
12/2	78.60	104.06	1.3237	0.0849	0.33	0.96	9242.33	0.10	0.50	1.96	12889.05	1352.49	0.37	1.05	1.90	2.13	2508.24	102.26	1741.61
12/3	82.55	109.07	1.3214	0.0840	0.33	1.00	9962.35	0.13	0.47	2.16	13079.47	1389.24	0.36	0.86	1.88	2.25	2532.18	106.20	1676.67
12/4	81.27	106.99	1.3164	0.0745	0.33	0.95	9627.42	0.14	0.47	2.03	13030.75	1386.43	0.35	0.74	1.73	2.12	2340.78	103.35	1649.74
12/5	79.68	101.90	1.2788	0.0836	0.33	0.85	8842.54	0.16	0.47	1.78	12721.08	1341.27	0.34	0.69	1.46	1.87	2198.50	94.72	1587.68
12/6	79.35	99.57	1.2548	0.0764	0.33	0.84	8638.08	0.16	0.47	1.61	12544.90	1323.48	0.33	0.66	1.43	1.67	2152.74	82.41	1600.53
12/7	78.98	97.09	1.2293	0.0836	0.33	0.77	8760.68	0.16	0.45	1.50	12814.10	1359.78	0.18	0.50	1.31	1.55	2258.36	87.93	1593.68
12/8	78.68	97.59	1.2404	0.0863	0.33	0.80	8949.88	0.13	0.43	1.67	13134.90	1403.44	0.11	0.33	1.42	1.57	2424.50	94.16	1630.27
12/9	78.16	100.62	1.2874	0.0848	0.33	0.80	8948.59	0.14	0.39	1.70	13418.50	1443.42	0.10	0.25	1.55	1.77	2530.69	94.56	1745.83
12/10	79.01	102.47	1.2970	0.0849	0.33	0.77	8827.39	0.16	0.33	1.72	13380.65	1437.82	0.09	0.21	1.52	1.80	2503.47	89.57	1744.43
12/11	81.05	104.07	1.2838	0.0856	0.32	0.74	9059.86	0.16	0.31	1.65	12896.44	1394.51	0.08	0.19	1.39	1.79	2513.98	86.73	1722.91
12/12	83.91	110.16	1.3127	0.0822	0.32	0.74	9814.38	0.16	0.31	1.71	13144.18	1422.29	0.07	0.19	1.36	1.85	2625.55	88.25	1683.45
13/1	89.10	118.53	1.3302	0.0828	0.30	0.77	10750.85	0.14	0.30	1.88	13615.32	1480.40	0.07	0.21	1.56	2.04	2715.30	94.83	1671.17
13/2	93.13	124.24	1.3339	0.0866	0.28	0.74	11336.44	0.15	0.29	1.97	13967.33	1512.31	0.07	0.22	1.60	2.11	2630.40	95.32	1626.95
13/3	94.87	122.92	1.2957	0.0780	0.25	0.60	12244.03	0.14	0.28	1.94	14418.26	1550.83	0.07	0.21	1.41	1.89	2680.18	92.96	1593.62
13/4	97.75	127.35	1.3025	0.0721	0.24	0.57	13224.06	0.15	0.28	1.73	14675.91	1570.70	0.08	0.21	1.25	1.71	2636.35	92.07	1485.09
13/5	100.99	131.05	1.2978	0.0734	0.23	0.78	14532.41	0.11	0.27	1.92	15172.18	1639.84	0.08	0.20	1.37	1.86	2785.77	94.80	1416.61
13/6	97.29	128.40	1.3200	0.0743	0.23	0.85	13106.62	0.09	0.27	2.29	15035.75	1618.77	0.09	0.21	1.62	2.21	2655.76	95.80	1342.47
13/7	99.64	130.47	1.3095	0.0734	0.23	0.83	14317.54	0.09	0.27	2.56	15390.21	1668.68	0.09	0.22	1.63	2.36	2686.53	104.70	1288.07
13/8	97.80	130.25	1.3319	0.0735	0.23	0.75	13726.66	0.08	0.26	2.73	15195.35	1670.09	0.08	0.23	1.80	2.61	2803.85	106.54	1353.68
13/9	99.19	132.53	1.3362	0.0715	0.23	0.72	14372.12	0.08	0.25	2.80	15269.84	1687.17	0.08	0.22	1.93	2.89	2864.56	106.23	1350.93
13/10	97.83	133.43	1.3639	0.0700	0.22	0.63	14329.02	0.09	0.24	2.60	15289.29	1720.03	0.09	0.23	1.81	2.69	2988.88	100.55	1315.91
13/11	100.11	135.13	1.3497	0.0733	0.22	0.61	14931.74	0.08	0.24	2.71	15870.83	1783.54	0.10	0.22	1.72	2.74	3055.98	93.93	1275.16
13/12	103.60	141.96	1.3703	0.0737	0.22	0.67	15655.23	0.09	0.24	2.89	16095.77	1807.78	0.17	0.27	1.85	2.93	3010.20	97.89	1221.66
14/1	103.88	141.51	1.3623	0.0726	0.22	0.66	15578.28	0.07	0.24	2.85	16243.72	1822.36	0.20	0.29	1.80	2.87	3092.40	94.86	1243.85
14/2	102.12	139.59	1.3670	0.0766	0.22	0.60	14617.57	0.07	0.24	2.70	15958.44	1817.03	0.16	0.29	1.66	2.74	3085.87	100.68	1302.52
14/3	102.36	141.52	1.3826	0.0721	0.21	0.62	14694.83	0.08	0.23	2.72	16308.63	1863.52	0.19	0.31	1.59	2.72	3093.97	100.51	1334.83
14/4	102.51	141.58	1.3811	0.0650	0.21	0.61	14475.33	0.09	0.23	2.69	16399.50	1864.26	0.25	0.33	1.53	2.67	3171.53	102.03	1298.87
14/5	101.84	139.85	1.3733	0.0676	0.21	0.59	14343.14	0.09	0.23	2.55	16567.25	1889.77	0.25	0.33	1.40	2.62	3197.40	101.79	1288.29
14/6	102.06	138.81	1.3601	0.0670	0.21	0.59	15131.80	0.10	0.23	2.59	16843.75	1947.09	0.08	0.24	1.35	2.70	3271.69	105.15	1282.57
14/7	101.75	137.74	1.3537	0.0658	0.21	0.54	15379.29	0.09	0.23	2.53	16988.26	1973.10	0.04	0.21	1.20	2.63	3192.31	102.39	1311.82
14/8	102.98	137.10	1.3314	0.0686	0.21	0.51	15358.70	0.09	0.23	2.41	16775.15	1961.53	0.02	0.19	1.02	2.44	3089.05	96.08	1295.73
14/9	107.39	138.46	1.2895	0.0664	0.21	0.54	15948.47	0.09	0.23	2.52	17098.13	1993.23	0.01	0.10	1.00	2.49	3233.38	93.03	1237.99
14/10	108.02	136.99	1.2682	0.0590	0.20	0.49	15394.11	0.09	0.23	2.29	16701.87	1937.27	0.00	0.08	0.88	2.23	3029.58	84.34	1223.11
14/11	116.40	145.21	1.2475	0.0649	0.18	0.47	17179.03	0.09	0.23	2.32	17648.98	2044.57	▲ 0.01	0.08	0.79	2.13	3126.15	75.81	1177.00
14/12	119.44	146.99	1.2307	0.0678	0.18	0.38	17541.69	0.12	0.24	2.20	17544.24	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	0.12	0.27	2.04	17931.75	2079.99	▲ 0.05	0.03	0.26	1.69	3655.31	47.85	1179.56