
欧米経済展望

2015年2月



調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/overseas>

目次

◆米国経済 ・ ・ ・ ・ p. I - (1 ～ 6)

◆欧州経済 ・ ・ ・ ・ p. II - (1 ～ 5)

◆原油市場 ・ ・ ・ ・ p. III - (1 ～ 2)

調査部 マクロ経済研究センター（海外経済グループ）

◆米国経済担当	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	井上 恵理菜	(Tel : 03-6833-6380	Mail : inoue.erina@jri.co.jp)
◆原油市場担当	藤山 光雄		

◆本資料は2015年2月2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：

10～12月期GDPは減速。家計部門に堅調さも、企業部門が伸び悩み

米国

欧州

原油

<2014年10～12月期実質GDP速報>

2014年10～12月期実質GDP（速報値）は、前期比年率+2.6%と減速。個人消費は同+4.3%とおおよそ9年ぶりの大幅な伸びとなったものの、設備投資や輸出が伸び悩んだほか、国防費の減少などにより政府支出がマイナスとなり、成長を下押し。

<一般教書演説>

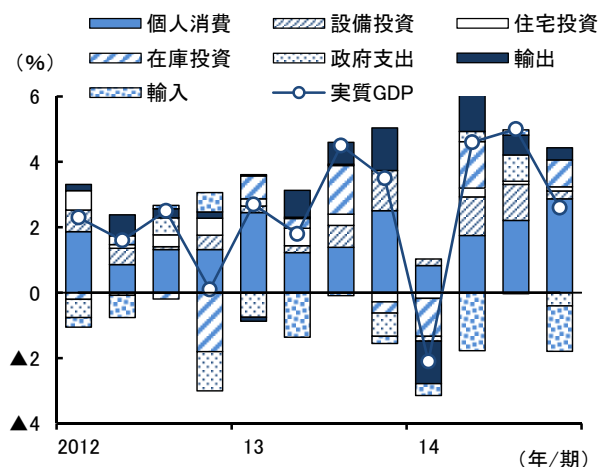
オバマ大統領は1月20日の一般教書演説で、富裕層と中間層の格差是正に向けた取り組みの重要性を強調し、「中間層重視」の姿勢を鮮明に。もっとも、共和党が議会を掌握するなか、提案された施策の実現性は不透明な状況。

<企業部門>

12月の鉱工業生産は、前月比▲0.1%と4ヵ月ぶりのマイナスに。もっとも、暖冬の影響などによる電気・ガスの減産の影響が大きく、製造業生産は底堅く推移。

一方、設備投資の先行きには不透明感も。昨年秋以降、設備投資に先行性を有する資本財受注の弱含みが続いており、原油価格の急落やドル高の進行が資源開発および輸出関連企業の投資意欲の抑制に作用している可能性。

実質GDP成長率(前期比年率)



(資料) Bureau of Economic Analysis

オバマ大統領一般教書演説の概要

経済(格差是正に焦点)

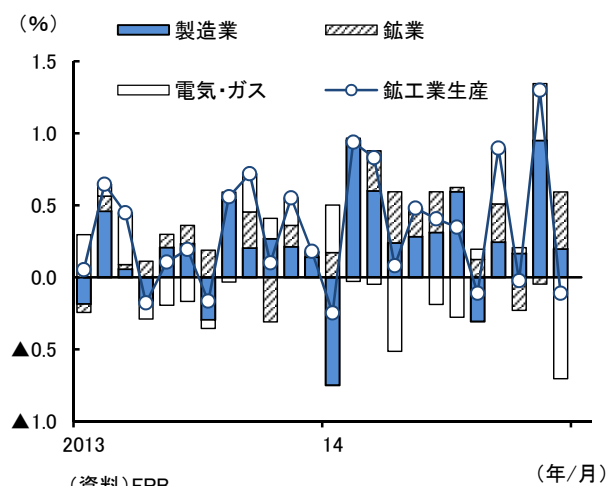
- ・コミュニティカレッジ(2年制大学)の授業料無償化
- ・子育て支援の税額控除額を3000ドルへ拡充
- ・富裕層の課税強化(キャピタルゲイン・配当課税の税率引き上げ、相続資産の課税優遇措置の廃止など)
- ・最低賃金の引き上げ
- ・雇用創出を目的としたインフラ整備計画の推進
- ・中小企業の税制簡素化
- ・アジア、欧州との間に新たな通商協定を結び、米国の労働者を保護するために、TPA(貿易促進権限)の付与を要請

外交・安全保障

- ・キューバとの国交正常化
- ・イランに対する制裁強化には拒否権を発動
- ・アジア、太平洋の海事問題での、ルール順守を呼びかけ
- ・国際協力によるテロ集団の撲滅
- ・サイバー空間での安全確保

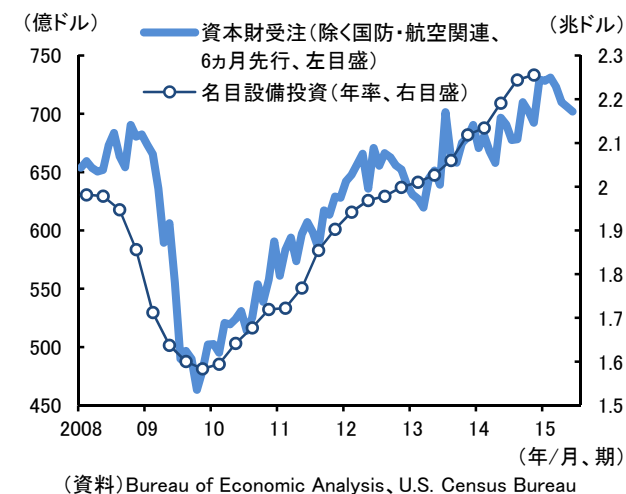
(資料) The White Houseなどを基に日本総研作成

鉱工業生産(前月比)



(資料) FRB

資本財受注と設備投資



(資料) Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau

米国経済の現状：

個人消費の回復基調は不変。住宅市場の回復は道半ば

米国

欧州

原油

<家計部門>

12月の小売売上高は前月比▲0.9%と、厳しい寒波の影響を受けた2014年1月以来となる大幅なマイナスに。加えて、10、11月も下方修正される結果に。

もともと、原油安を背景としたガソリン価格低下の影響が大。また、小売売上高が弱含むなかでも、消費者マインドは改善の動きが強まっており、個人消費の回復基調は不変と判断。

<雇用環境>

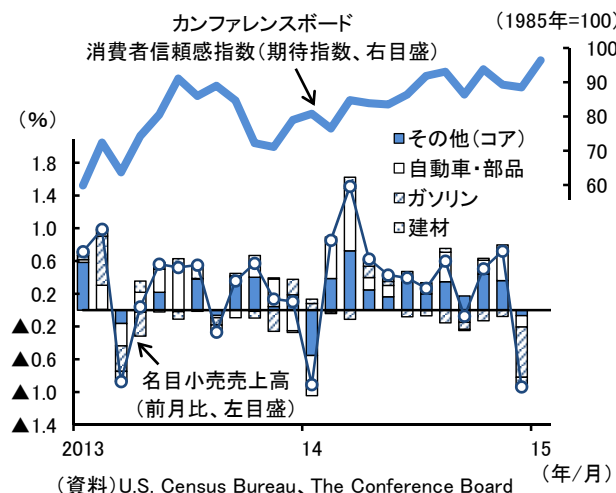
12月の非農業部門雇用者数は、前月差+25.2万人と前月からやや増勢が鈍化したものの、寒波の影響を大きく受けた1月を除き11ヵ月連続で20万人を超える伸びに。企業の採用見通しも改善傾向にあり、雇用者数の伸びは15年入り後も堅調に推移する見込み。

<住宅市場>

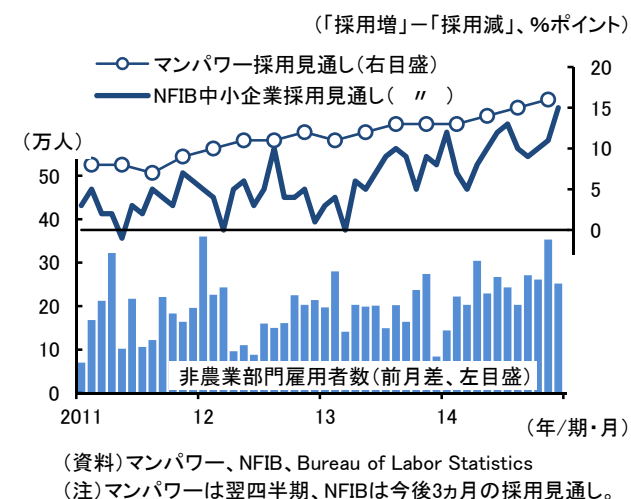
12月の住宅販売件数は年率552万戸と新築、中古ともに前月から増加。もともと、2014年通年の販売件数が4年ぶりに前年を下回るなど、住宅市場の回復は足踏み状態。

一方、15年入り後、14年12月に発効した住宅ローンの基準緩和や金利の一段の低下などを背景に住宅ローン申請件数が大きく増加しており、金融面からの下押し圧力には緩和の兆しも。

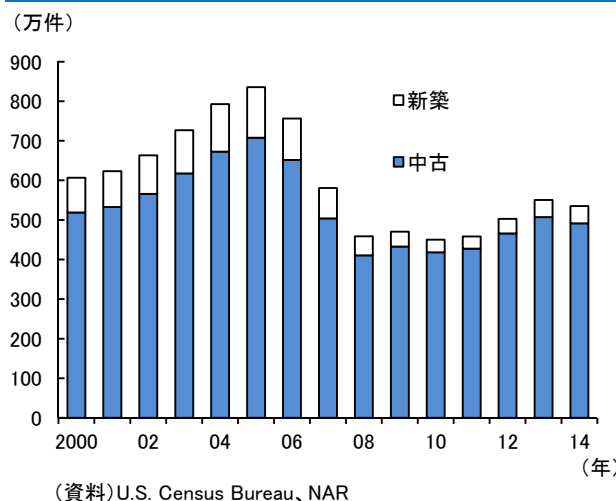
消費者マインドと小売売上高



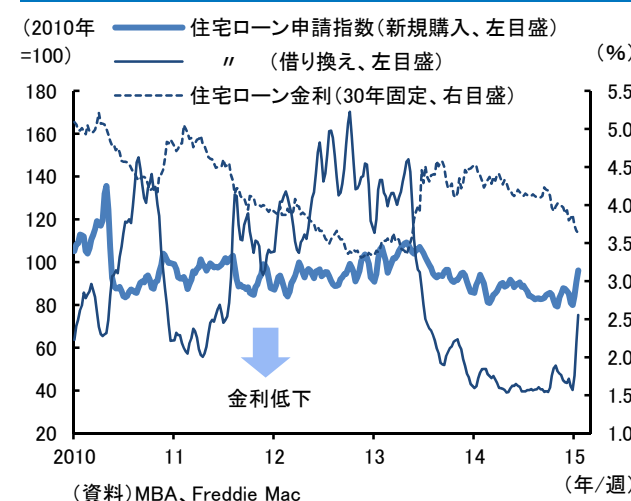
非農業部門雇用者数と企業の採用見通し



年間住宅販売件数



住宅ローン金利と住宅ローン申請指数



米国トピックス①：賃金の伸び悩み

賃金の先行きを示唆する指標には、一部で改善の動きも

米国

欧州

原油

2014年の非農業部門雇用者数の伸びは、月平均前月差+24.6万人と、1999年（26.5万人）以来の高水準に。一方、昨年末にかけて時間当たり賃金の伸びが一段と鈍化するなど、所得環境には依然として厳しさが残存。

ただし、賃金の先行きを示唆する指標には、一部で改善の動きも。

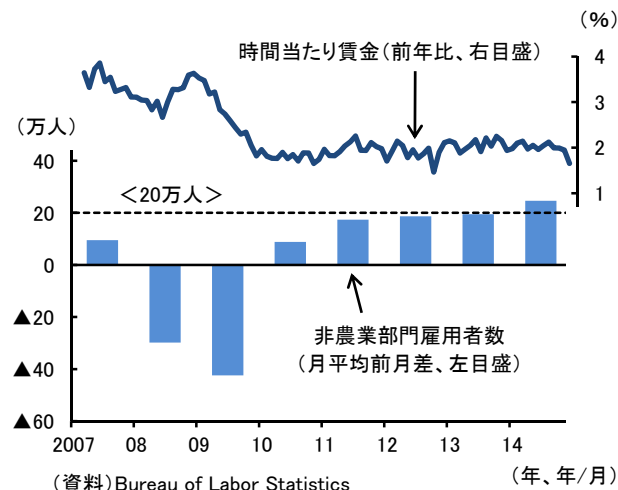
消費者の所得見通しは、足許で2007年末以来の水準まで改善。とりわけ、これまで伸び悩みが続いていた所得の増加を見込む消費者の割合が大きく上昇。

また、昨年秋以降、入職率や離職率の上昇ペースが加速しており、労働市場の流動性が再び高まる兆し。中小企業の賃金計画も、足許で前回景気回復局面と同程度まで改善。

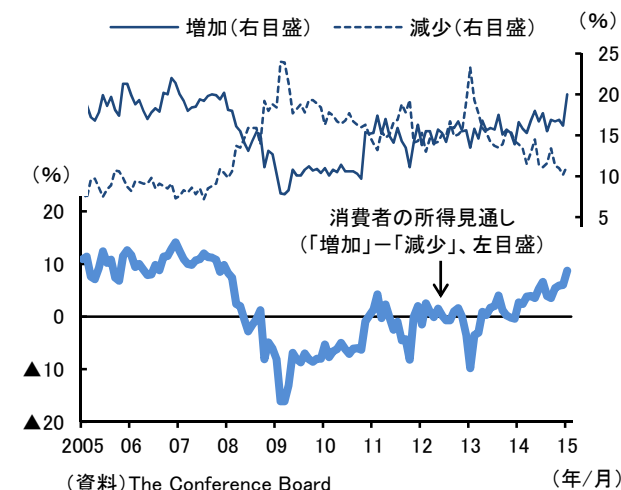
ちなみに、経済情勢を理由としたパートタイム従事者や求職意欲喪失者などを含む広義失業率と、賃金の伸びの関係を見ると、広義失業率が11%前後を下回ると、失業率の低下に応じて賃金の伸びが高まる傾向。足許で広義失業率は11%強まで低下しており、広義失業率の低下が先行きも順調に進めば、賃金の上昇ペースが加速に向かう可能性。

今後は、こうした動きが実際の賃金の伸び拡大に表れてくるかどうか焦点に。

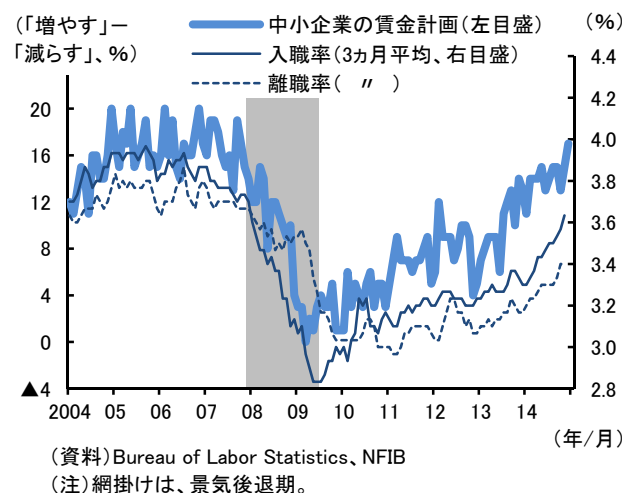
非農業部門雇用者数と時間当たり賃金



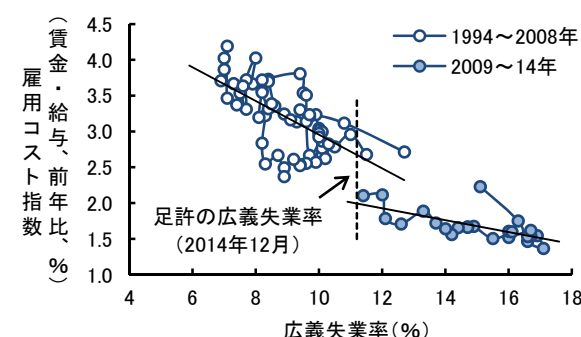
消費者の所得見通し(6ヵ月後)



労働移動率と中小企業の賃金計画



広義失業率と賃金の伸び



(資料) Bureau of Labor Statistics
(注) 広義失業率 = (完全失業者 + 縁辺労働者 + 経済情勢を理由としたパートタイム従事者) / (労働力人口 + 縁辺労働者)。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当な職がなく、職探しを断念した者(求職意欲喪失者)のほか、家事育児などのため就業継続が困難な者。

米国トピックス②：輸出

大幅なドル高の進行が、先行き輸出の下押しに作用する恐れ

米国

欧州

原油

米国では、製造業の企業マインド（総合指数）が高水準で推移しており、企業活動の底堅さを示唆。一方、昨年半ば以降、輸出受注指数の伸び悩みが続いており、両者の回復ペースに格差がみられる状況。

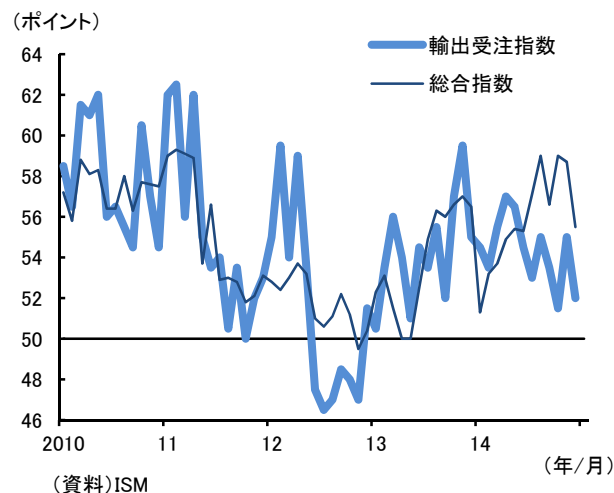
実質輸出をみると、昨年春以降、増加基調にあったものの、足許でやや伸び悩み。地域別にみると、中国向けの持ち直しが続く一方、ウェートの大きいカナダやメキシコ向けの増加が頭打ち傾向にあるほか、昨年夏場以降、欧州向けが弱含み。

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、中国やブラジルで底打ちの兆しがみられるほか、メキシコが大きく上昇。総じてみると、外需が一段と弱含むリスクは低下。

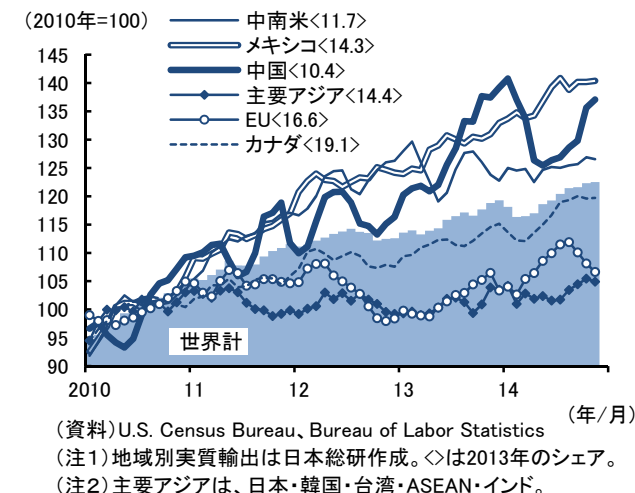
一方、昨年夏場以降、米国景気の堅調さや、それを受けたFRBの金融政策正常化の動きなどを背景に、ドル高が急速に進行しており、輸出を抑制。

以上を踏まえると、需要面からの下振れリスクは限定的ながら、大幅なドル高の進行が先行き輸出の下押しに作用する恐れ。

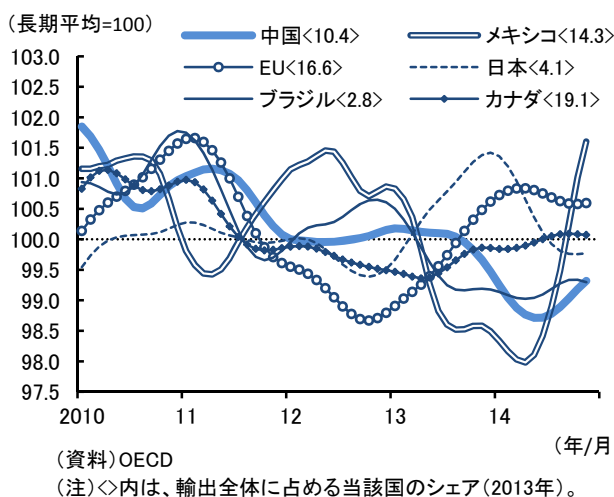
ISM製造業景況指数



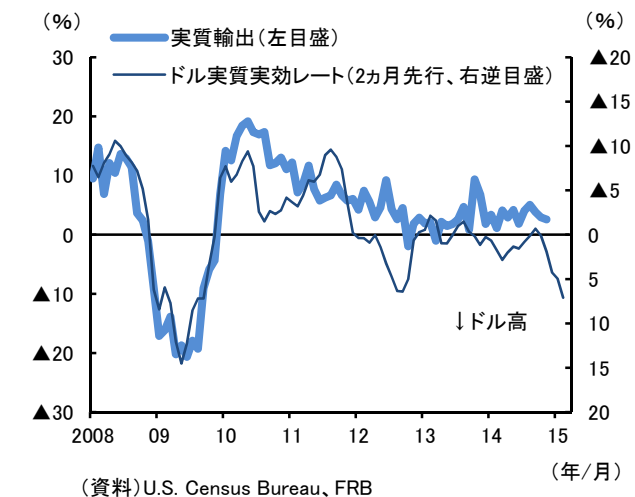
地域別実質輸出（季調値、3ヵ月移動平均）



主要輸出先のOECD景気先行指数



実質輸出と為替レート（前年比）



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>

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、春先にかけて、「雇用の質」の改善の遅れを背景とした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、FRBの利上げを意識した金利の上昇が抑制要因となるものの、賃金の伸び加速を背景に、個人消費は堅調な推移が持続。

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やバランスシートの規模縮小は、賃金の上昇ペース加速が明確化する2015年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、新興国・欧州景気の減速懸念や地政学リスクの残存、原油価格の急落を受けたデフレーション懸念の高まりなど、当面下押し圧力が残存。春先以降は、米国景気の回復基調が強まるのに伴い、緩やかに上昇していく見通し。

米国経済・物価見通し

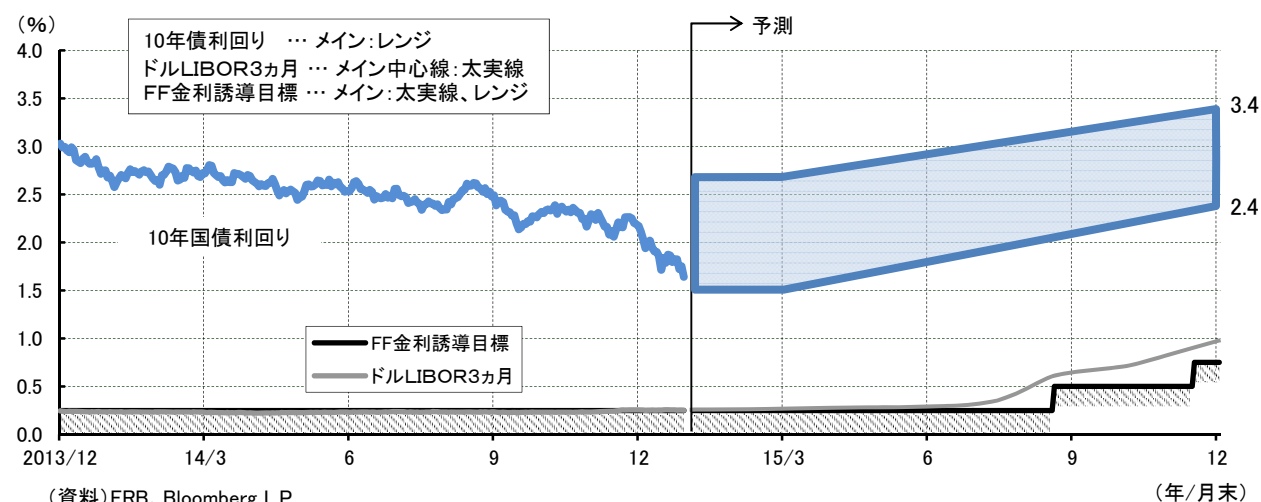
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(実績)	(予測)
実質GDP	▲ 2.1	4.6	5.0	2.6	2.7	2.8	2.9	2.8	2.2	2.4	3.1
個人消費	1.2	2.5	3.2	4.3	3.5	3.3	3.0	2.9	2.4	2.5	3.4
住宅投資	▲ 5.3	8.8	3.2	4.1	6.5	8.0	7.5	7.0	11.9	1.6	6.2
設備投資	1.6	9.7	8.9	1.9	3.1	4.5	5.3	5.1	3.0	6.1	4.6
在庫投資	▲ 1.2	1.4	▲ 0.0	0.8	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
政府支出	▲ 0.8	1.7	4.4	▲ 2.2	0.3	0.1	0.1	0.1	▲ 2.0	▲ 0.2	0.3
純輸出	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	▲ 1.0	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.2	0.2	▲ 0.2	▲ 0.3
輸出	▲ 9.2	11.1	4.5	2.8	4.2	4.5	5.8	6.2	3.0	3.1	4.8
輸入	2.2	11.3	▲ 0.9	8.9	5.3	6.1	5.9	6.0	1.1	3.9	5.8
実質最終需要	▲ 1.0	3.2	5.0	1.8	2.8	2.8	2.9	2.8	2.2	2.3	2.9
消費者物価	1.4	2.1	1.8	1.2	0.6	0.5	0.8	1.6	1.5	1.6	0.9
除く食料・エネルギー	1.6	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4	1.6	1.8	1.8	1.7	1.6

(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



原油価格の下落やドル高の進行による物価への影響が焦点に

米国

欧州

原油

F R Bは、1月27、28日のF O M Cで、景気・労働市場に対する見方を上方修正。一方、利上げ開始時期の決定にあたって考慮する点として、「国際情勢」を追加。国際情勢の詳細な内容について声明文では触れられていないものの、海外景気の減速懸念やドル高の進行が意識された可能性。

また、原油価格の下落による物価下押し圧力は一時的との見方を維持しつつも、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）の大幅な下振れや、短期的なインフレ率の低下見通しに言及。

総じてみると、F R Bは、労働市場の回復の動きに自信を強める一方で、物価動向への警戒も怠っていない模様。原油価格の下落やドル高の進行による物価下押し圧力が想定以上に高まれば、雇用の伸びの拡大や失業率の低下に伴う賃金面からの物価押し上げ圧力が減殺され、F R Bは物価見通しの修正を迫られる可能性も。

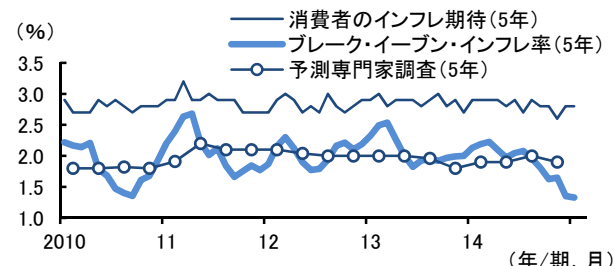
なお、声明文では、「『利上げに忍耐強くなれる』とのガイダンスは、『相当な期間、現行の政策金利を維持する』との声明と矛盾しない」とする但し書きが削除されたものの、「忍耐強く」との文言がF O M C 2回分に相当するとの見方が浸透するなか、市場参加者の利上げ時期見通しに大きな変化はみられず。

FOMC声明(要旨)

今回(2015年1月27、28日)		前回(2014年12月16、17日)
- 現在の政策金利目標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。 (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。	金融政策	- 現在の政策金利目標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、金融情勢を含む幅広い情報を考慮。 (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。<u>このガイダンスは、とりわけインフレ率が目標の2%を下回り続けると予測され、長期インフレ期待が引き続き十分に抑制されている場合、10月の資産買い入れプログラムの終了後も相当な期間、現行の政策金利を維持することが適切となる可能性が高いとした以前の声明と矛盾しないと考え</u>。
- 経済活動は、堅実なペースの拡大が持続。 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、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、設備投資が拡大する一方、住宅市場の回復は依然として緩慢。 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、ここ数か月で大幅に低下したものの、調査に基づく中長期的なインフレ期待は引き続き安定。 インフレ率は短期的に一段と低下す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。	景気判断・認識	- 経済活動は、緩やかなペースで拡大。 雇用の伸びが堅調に推移し、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、設備投資も拡大する一方、住宅市場の回復は依然として緩慢。 - インフレ率は、エネルギー価格の下落も一因となり、目標を下回る推移が持続。市場ベースのインフレ見通しはさらにやや低下したものの、調査に基づく中長期的なインフレ期待は引き続き安定。 - 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、インフレ率は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。

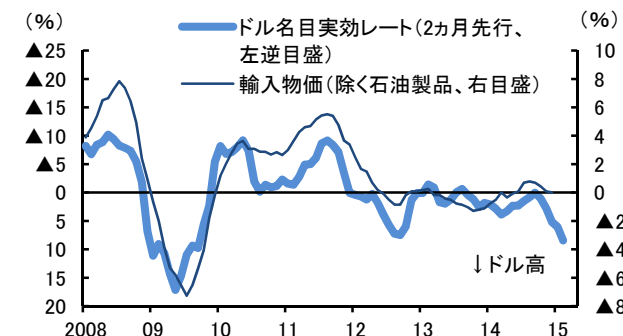
(資料)FRB等をもとに日本総研作成 (注)強調部分は変更点。

期待インフレ率



(資料)University of Michigan, Bloomberg L.P., フィラデルフィア連銀、
(注)消費者のインフレ期待はミシガン大学調べ。予測専門家調査はフィラデルフィア連銀調べのPCEデフレーター見通し。ブレイク・イーブン・インフレ率は、5年債利回りー5年物価連動債利回り。

為替レートと輸入物価(前年比)



(資料)FRB, Bureau of Labor Statistics

(年/月)

欧州経済の現状：

ユーロ圏は緩やかな景気回復が持続、原油安によりインフレ率低下

米国

欧州

原油

＜家計部門＞

2014年10～12月のユーロ主要国の小売売上は、雇用が堅調なドイツ・スペインを中心に増加傾向が持続。もっとも、フランス・イタリアでは、雇用・所得環境に厳しさが残存するなか、回復ペースは引き続き緩慢。

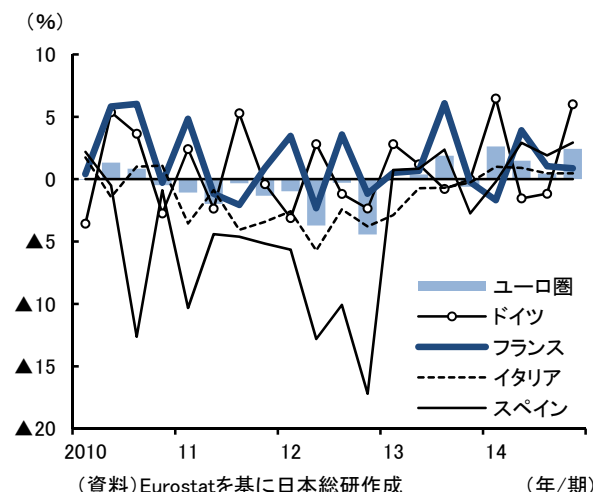
1月のユーロ圏のインフレ率は、原油価格の下落により急落し、▲0.6%と2ヵ月連続のマイナスに（図表1）。家計の物価見通しも大幅に低下しており、インフレ率は当面マイナス圏での推移が続く見込み。

＜企業部門＞

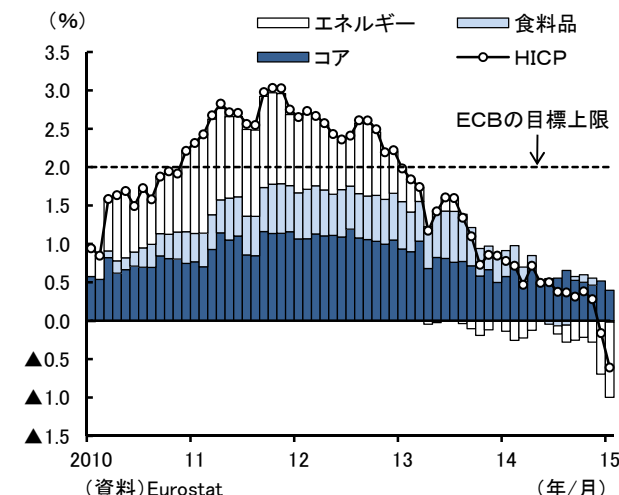
ドイツでは、原油価格の下落による製造業のコスト減やECBの追加緩和観測等を受けたユーロ安を背景に、企業マインドが改善。製造業受注も底堅さを維持しており、今後も企業活動は持ち直しの動きが続く見込み。

もっとも、ドイツ景気を支える輸出は、スペインや英国、ポーランドなどEU向けが増加傾向にある一方、ロシアやその他新興国向けが減少傾向に。先行き、ユーロ安が域外向け輸出の押し上げに寄与するとみられるものの、域外景気の低迷が長期化するなか、輸出の持ち直しは緩やかなペースにとどまる公算。

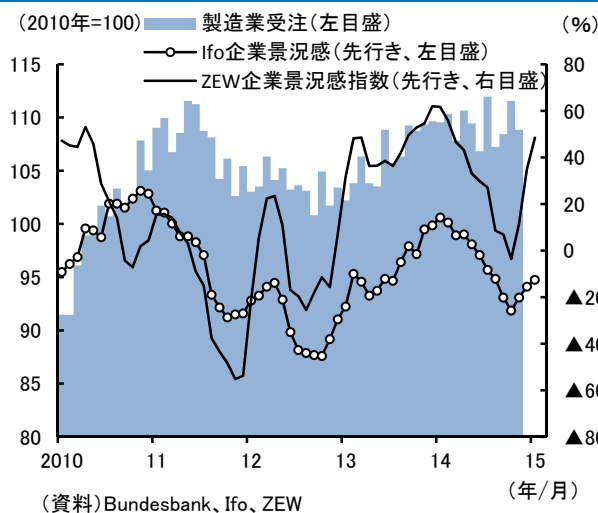
ユーロ圏主要国の小売売上数量（前期比）



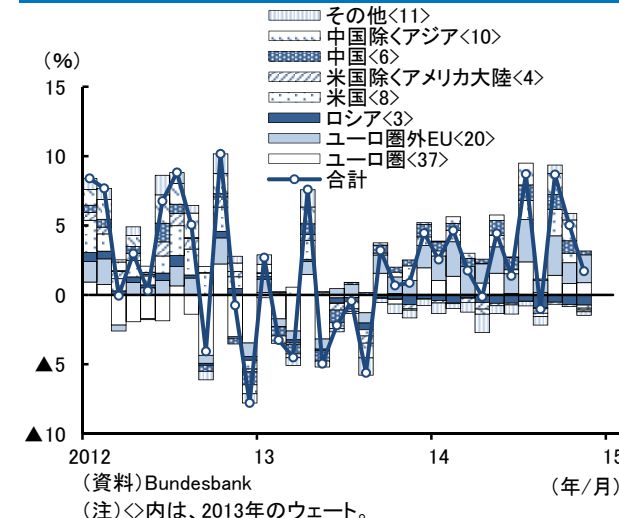
ユーロ圏のHICP（前年比）



ドイツの製造業受注と企業景況感



ドイツの名目輸出（前年比寄与度）



欧州トピックス：ECBの金融政策

量的緩和実施も、景気・物価押し上げ効果は限定的となる見込み

米国

欧州

原油

ECBは、1月の理事会で量的緩和の実施を決定。月600億ユーロの債券購入により、ECBのバランスシートは、2016年中に目標の3兆ユーロに達する見込み。

ECBは、量的緩和による実体経済への効果として、以下の二つを想定。

一つ目は、金利の低下や金融機関への資金供給により、企業向け貸出が増加し、設備投資などが活性化する経路。もっとも、①金利は既に低水準

(一部ではマイナス)にあるほか、②景気低迷が続く南欧諸国への資金供給量が相対的に少ないこと、③南欧諸国を中心に銀行の不良債権が依然高水準で推移していること、④企業の借入需要が依然として力強さに欠けることなどから、企業向け貸出の顕著な増加は期待薄。

二つ目は、ECBのバランスシート拡大により、ユーロ安が進み、ユーロ圏企業の競争力の向上が輸出の増加に寄与する経路。もっとも、フランスやイタリアでは労働コストの高止まりが輸出競争力の足かせとなっているほか、新興国をはじめユーロ圏外景気が弱含み傾向にあることから、先行き、輸出の増加は緩やかにとどまる公算。

以上を踏まえると、ECBの量的緩和による景気や物価への押し上げ効果は、限定的となる見込み。

ECBによる量的緩和策の概要

購入対象
・国債を含む公的機関と民間部門のユーロ建て債券を購入。
・国債は、ECBへの出資比率(右図)に応じて、各国の2年～30年債を購入。
購入期間と購入額
・既に実施を決定しているABS・カバードボンドの購入分を含め、毎月600億ユーロずつ。
・2015年3月から少なくとも16年9月まで。
・以後、中期的なインフレ見通しが2%に近づくまで期間を延長。
・少なくとも、合計1兆1400億ユーロを購入予定。
損失リスク負担割合
・債券のうち、80%を各国中銀が保有、8%をECBが保有、12%は機関債で各国で共有。
・この結果、損失が生じた場合、合計20%(8+12)はユーロ圏全体で負担。
ギリシャ国債・キプロス国債の扱い
・EUとIMFによる財政健全化プログラム下にあるギリシャとキプロスについては、新たな要件を追加予定。
・ECB・域内中銀の債券保有割合は、同一発行体ベースで発行額の33%が上限。ECBと域内中銀は、これまでの支援策で既に同水準以上のギリシャ国債を保有しているため、ギリシャ国債は足許で購入対象外。ギリシャ国債が大量に償還される2015年7月以降、購入可能に。

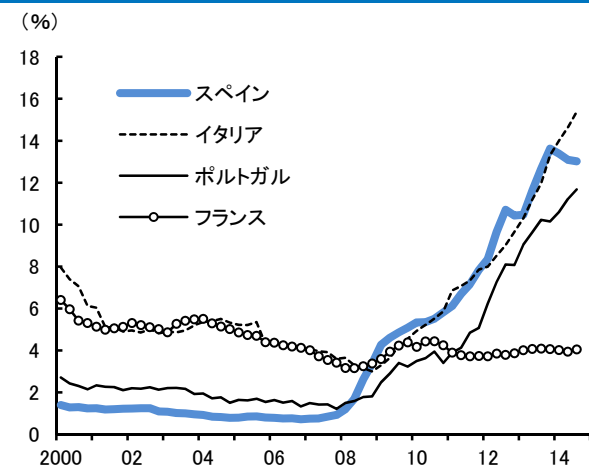
(資料)ECBを基に日本総研作成

ECBへの出資比率(%)

ドイツ	25.6
フランス	20.1
イタリア	17.5
スペイン	12.6
オランダ	5.7
ベルギー	3.5
ギリシャ	2.9
オーストリア	2.8
ポルトガル	2.5
フィンランド	1.8
アイルランド	1.6
スロバキア	1.1
リトアニア	0.6
スロベニア	0.5
ラトビア	0.4
ルクセンブルク	0.3
エストニア	0.3
キプロス	0.2
マルタ	0.1

(資料)ECBを基に日本総研作成

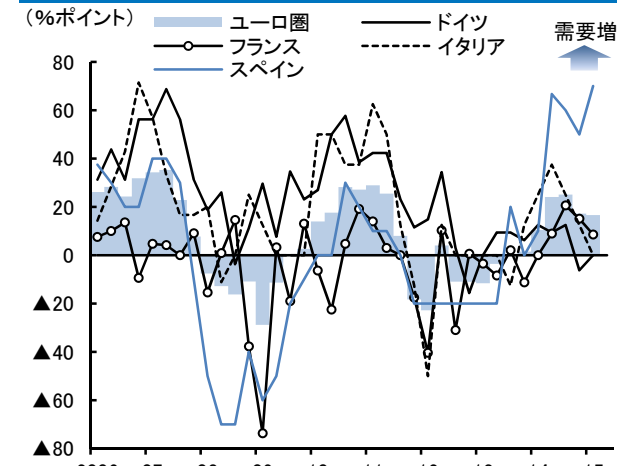
各国銀行の企業向け融資における不良債権比率



(資料)各国中央銀行

(年/期)

各国企業の借入需要(先行き3ヵ月)



(資料)ECB、各国中央銀行

(年/期)

(株)日本総合研究所 欧米経済展望 2015年2月

英国経済の現状：

個人消費は堅調に推移、原油安等を受けインフレ率が低下

米国

欧州

原油

英国の2014年10～12月期の実質GDP成長率は、前期比年率+2.0%と伸びが鈍化。産業別にみると、堅調な個人消費を背景に、サービス業の回復傾向が続く一方、住宅市場の弱含みを受け、建設業が減少に転じたほか、海外景気の減速に伴う輸出の伸び悩みを受けて、鉱工業の改善が頭打ち。

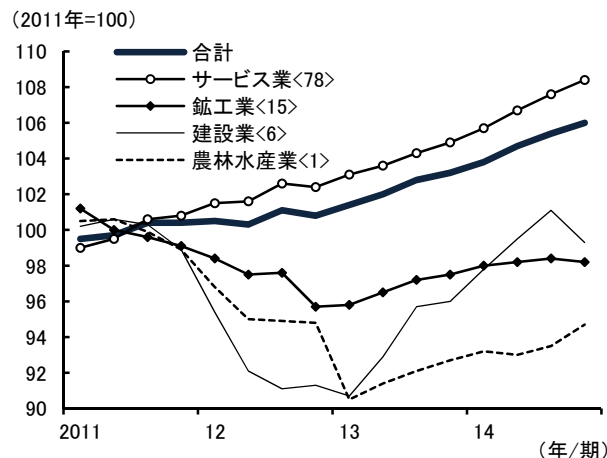
<家計部門>

昨年6月以降のBOEによる住宅ローン規制の導入を背景に、住宅価格の上昇ペースが鈍化し、消費者マインドの改善の動きに一服感。もっとも、2015年1月に新たに導入された政府の住宅購入支援策により、先行き、住宅需要は持ち直しに転じるとみられ、住宅価格の上昇ペースの鈍化は一時的にとどまる見込み。

英国では、労働需給がひっ迫するなか、名目賃金が2ヵ月連続で前年比+2%に近づくなど、所得環境に持ち直しの兆し。広義の失業率（図表参照）の改善傾向が強まっていることから、先行き、賃金の伸びは加速する方向へ。

インフレ率は、原油価格の下落による交通費の低下や、住宅市場の過熱感の後退を背景とした家賃の伸びの鈍化などから、前年比+0.5%まで低下。

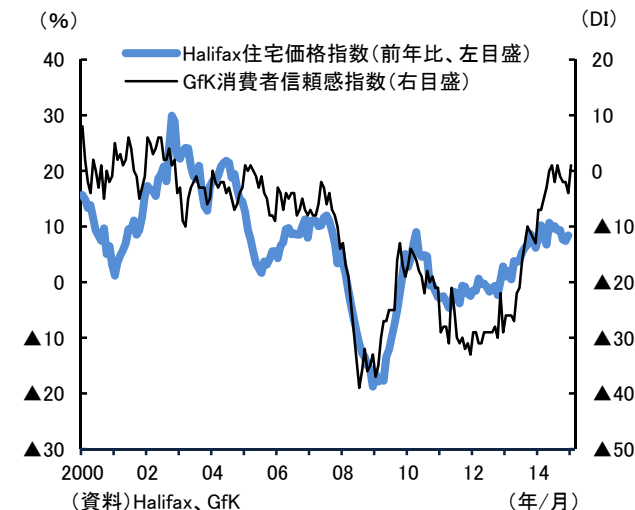
英国の実質GDP(前期比年率)



(資料) Office for National Statistics

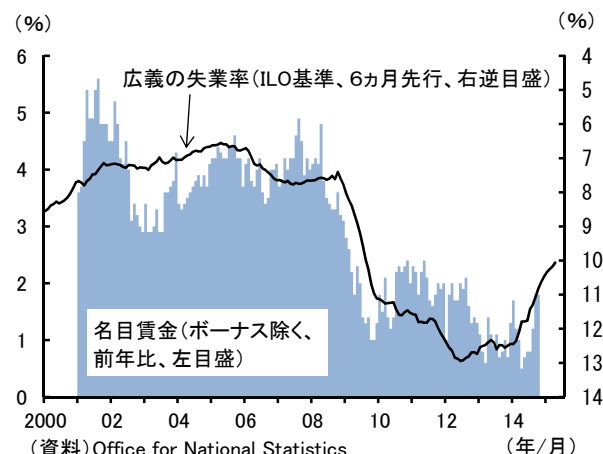
(注) ◇内は、2011年のウェート。

英国の住宅価格と消費者信頼感



(資料) Halifax, GfK

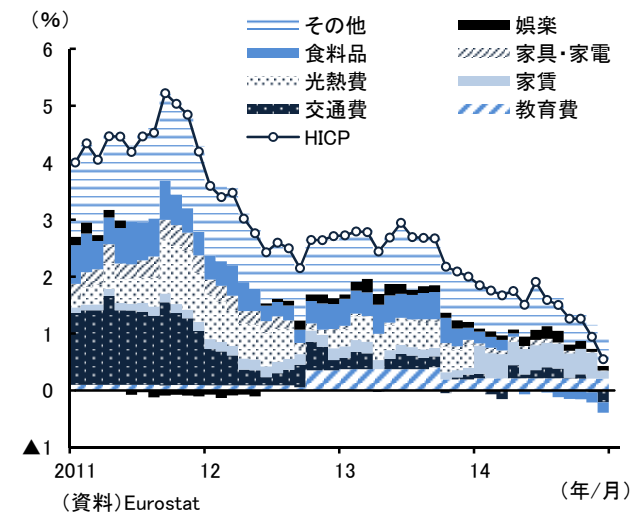
英国の名目賃金と広義の失業率



(資料) Office for National Statistics

(注) フルタイムの仕事が見つからないパートタイム従事者を失業者を含めた場合の失業率。

英国の消費者物価(前年比寄与度)



(資料) Eurostat

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

ドイツでは、個人消費が底堅さを維持するなか、先行きユーロ安などを背景とした輸出の持ち直しにより、再び回復基調に復帰する見込み。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%前後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、労働需給のひっ迫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%台後半で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、1%を下回る水準での推移が続く見通し。

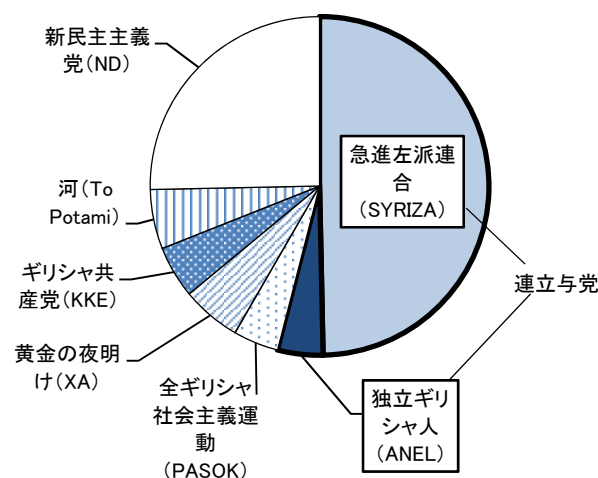
欧州各国経済・物価見通し

(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				2013年	2014年	2015年
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	
		(予測)										
ユーロ圏	実質GDP	1.3	0.3	0.6	1.1	0.9	1.1	1.2	1.3	▲ 0.5	0.8	0.9
	消費者物価指数	0.7	0.6	0.3	0.2	▲ 0.5	▲ 0.3	0.0	0.6	1.3	0.4	0.0
ドイツ	実質GDP	3.1	▲ 0.3	0.3	1.2	1.0	1.3	1.5	1.6	0.1	1.5	1.0
	消費者物価指数	1.0	1.0	0.8	0.4	▲ 0.4	0.0	0.2	0.9	1.6	0.8	0.2
フランス	実質GDP	▲ 0.0	▲ 0.4	1.0	0.9	0.7	0.9	1.0	1.0	0.3	0.3	0.8
	消費者物価指数	0.9	0.7	0.5	0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	0.4	1.0	0.6	▲ 0.1
英国	実質GDP	2.5	3.3	3.0	2.0	2.7	2.7	2.7	2.6	1.7	2.6	2.6
	消費者物価指数	1.7	1.7	1.5	0.9	0.3	0.5	0.8	1.2	2.6	1.5	0.7

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

ギリシャ総選挙 各政党の獲得議席割合



(資料)各種報道を基に日本総研作成

【マーケット・ホット・トピック】

＜ギリシャ総選挙＞

ギリシャでは、1月25日に総選挙が実施され、緊縮プログラムの見直しを主張する急進左派連合が大勝。同じく反緊縮を主張する右派政党の独立ギリシャ人と連立政権を樹立し、急進左派連合党首のチプラス氏が首相に就任。

ギリシャは、年央までに資金不足に陥る可能性があり、新政権は今後の財政支援とそれに伴う緊縮策についてEU等との交渉が必要。交渉のなかで、ギリシャ政府が債務の減免等を強硬に主張すれば、それを認め難いEU側との対立が深刻化し、再び金融市場の混乱を招く恐れも。

欧州金利見通し：

ECBは実質的にオープンエンドの量的緩和の実施を決定

米国

欧州

原油

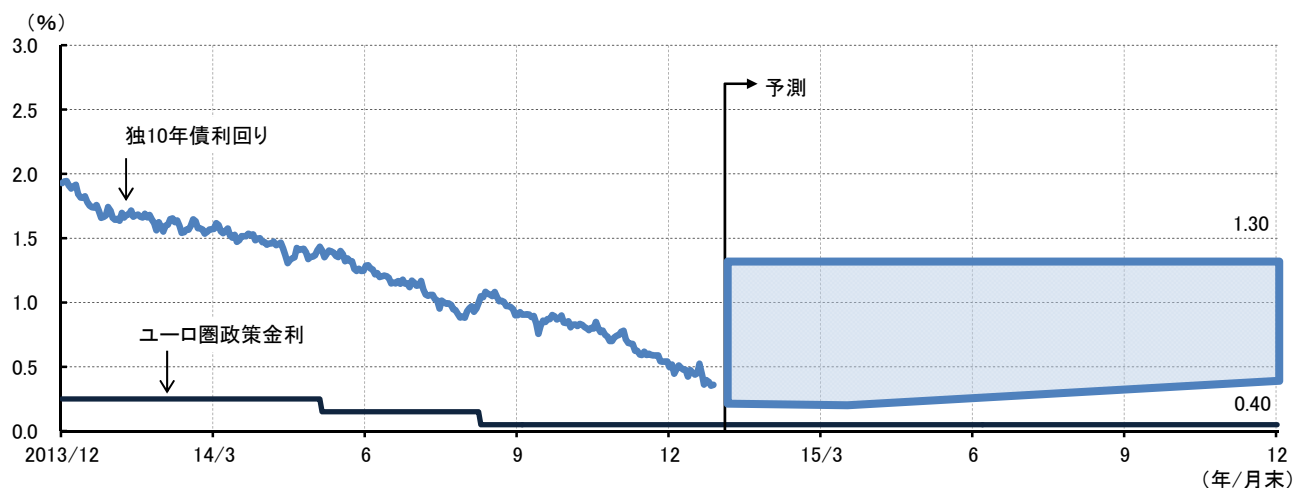
ECBは、1月の理事会で、量的緩和の実施を決定。国債を中心に月600億ユーロの資産買入を、3月から約1年半実施。その後も、中期的な物価目標の達成が困難とみられる場合には、買入を継続するとしており、実質的にオープンエンドで、長期にわたって上記の超緩和的な金融政策を継続する見通し。

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、ユーロ圏のデフレーション傾向を背景に、当面1%を下回る水準での推移が続く見通し。

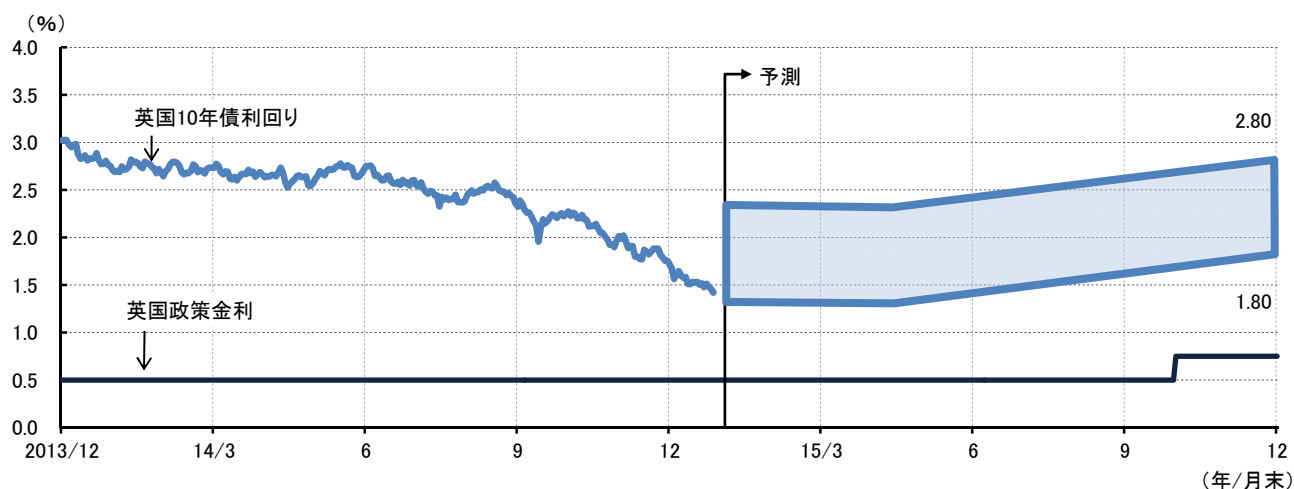
BOEは、当面、緩和的な金融政策を維持。原油価格の下落を背景に、インフレ率の伸びが低調にとどまっていることを背景に、利上げ開始は2015年後半以降となる見通し。

英10年債利回りは、先行き、英国景気の回復を背景に上昇が見込まれるものの、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＞

1月のWTI原油先物価格は、ロシアやイラクの原油生産・輸出拡大計画、大手証券会社の原油価格見通しの下方修正などを背景に、月中旬にかけて40ドル台半ばまで下落。その後、米国の原油生産リグ数の減少などを材料に反発する場面もみられたものの、米原油在庫の増加やOPEC関係者の減産に対する消極姿勢などを受け、軟調地合いが持続。

＜投機筋・投機資金の動向＞

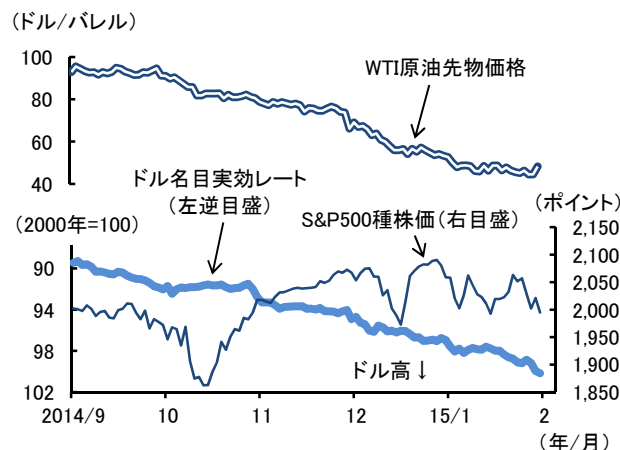
投機筋の買い越し幅は、横ばいで推移。一方、1月半ばにかけて、総建玉残高が大きく増加しており、原油市場への資金流入に持ち直しの兆しも。

＜原油価格見通し＞

WTI先物は、新興国・欧州景気の減速懸念や米国での原油生産の拡大、イラクやリビアでの原油生産の回復などが、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。

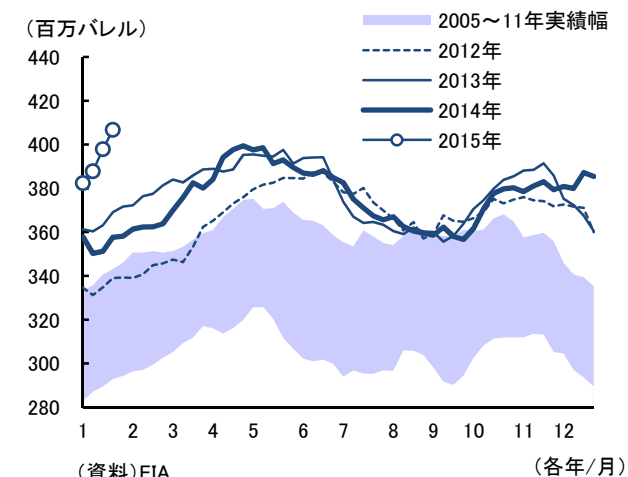
原油価格と株価・為替レート



(資料) Bloomberg L.P.

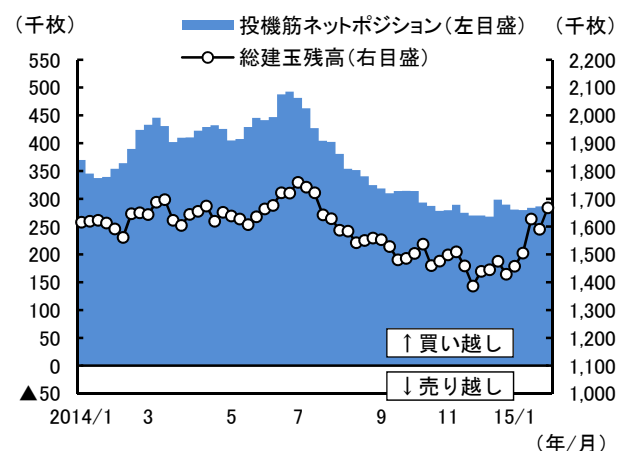
(注)ドル名目実効レートは、JPモルガンチェース銀行算出。

米国の原油在庫



(資料) EIA

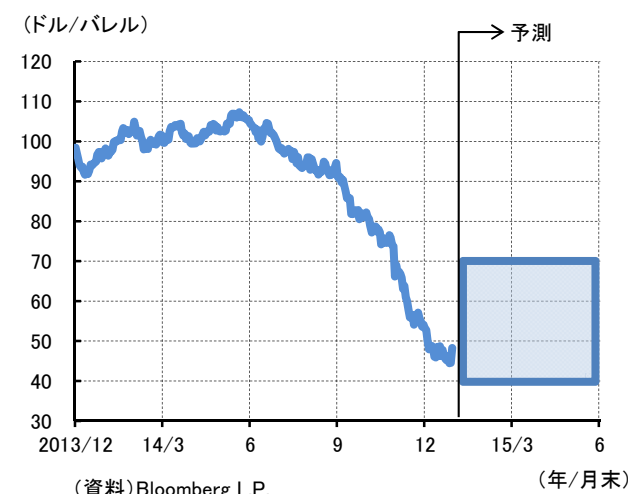
WTI原油先物ポジション



(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：産油国の財政不安

財政赤字拡大が不可避。金融市場では、SWFの資産取り崩しへの懸念も

米国

欧州

原油

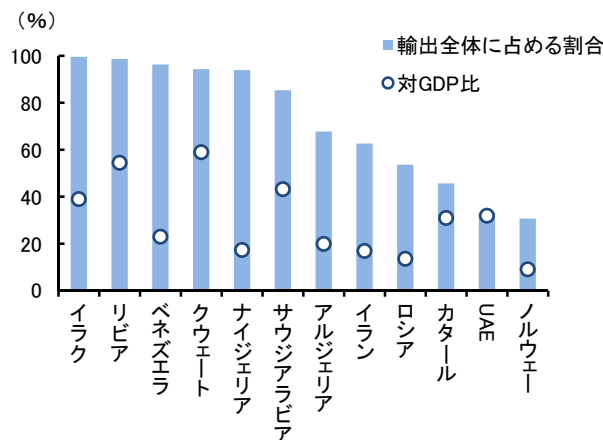
原油価格の急落は、市場シェアの維持を目的としたOPEC加盟国の減産に対する消極姿勢が一因であるものの、成長を原油輸出に依存する産油国経済自体への負の影響も大。

産油国は歳入の多くを原油の輸出収入に依存。加えて、いわゆる「アラブの春」以降、国民の不満抑制を目的とした社会福祉制度の拡充等を余儀なくされており、財政収支の均衡に必要とされる原油価格が軒並み上昇。原油価格が現行水準で推移した場合、財政赤字の拡大が避けられない状況。

実際、潤沢な外貨準備等を有し、相対的に財政基盤が強固なサウジアラビアやUAEなどでも、昨年半ば以降、国の信用力を反映するとされるCDS保証料率が上昇傾向に。原油価格の低迷が長期化すれば、産油国の財政出動等に制約が強まる恐れ。

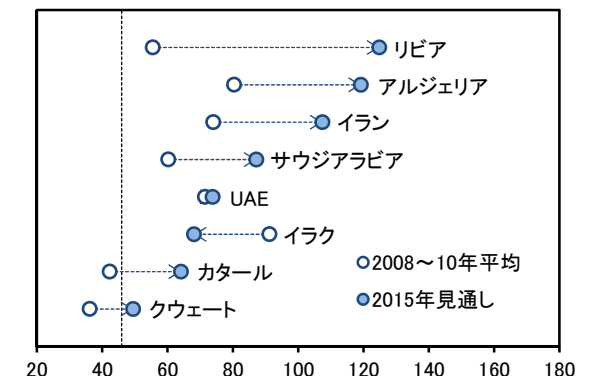
また、国際金融の面からは、原油収入を元手に対外資産への投資を積極化させてきた産油国の政府系ファンド（SWF）の動向も焦点に。こうしたSWFの資産規模は足許で4兆ドル（世界GDPの5%）を超えており、財政赤字の補てんを目的としたSWFの資産取り崩しが進めば、金融市場の混乱を招くリスクも。

主な産油国の原油輸出への依存度(2013年)



(資料) OPEC "Annual Statistical Bulletin 2014", CEIC

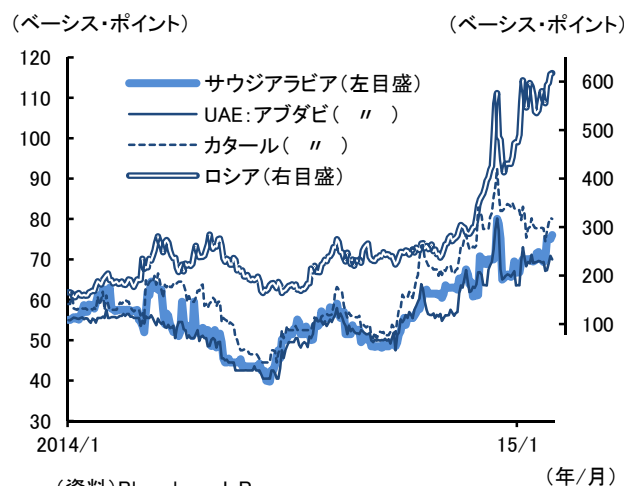
主なOPEC加盟国の財政収支均衡原油価格



(資料) IMF "Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia" (2015年1月)

(注) 点線は、足許の北海ブレント・WTI・ドバイ原油の平均価格。

主な産油国のCDS保証料率



(資料) Bloomberg, L.P.

主な産油国の外貨準備高とSWF資産規模

国	(億ドル, %)	
	外貨準備高 (2014年12月末)	SWF資産規模 (2014年12月末)
UAE	759 (19)	10,785 (268)
ノルウェー	647 (13)	8,930 (174)
サウジアラビア	7,400 (99)	7,625 (102)
クウェート	321 (18)	5,480 (312)
カタール	427 (21)	2,560 (126)
ロシア	3,382 (16)	1,688 (8)
アルジェリア	1,835 (86)	772 (36)
リビア	933 (142)	660 (101)
その他	-	4,417
合計	-	42,917

(資料) Sovereign Wealth Fund Institute "SWF Rankings", IMF "International Financial Statistics"

(注) カッコ内は、対GDP比。外貨準備高は、リビアは9月末、UAEは10月末、サウジアラビア・アルジェリアは11月末時点。

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)
11/5	81.15	116.24	1.4326	0.0693	0.33	1.14	9650.78	0.09	0.26	3.15	12579.99	1338.31	1.03	1.43	3.11	3.36	2885.77	101.36	1512.55
11/6	80.47	115.89	1.4401	0.0685	0.33	1.13	9541.53	0.09	0.25	2.99	12097.31	1287.29	1.12	1.49	2.97	3.25	2766.61	96.29	1528.62
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	1973.27	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