
欧米経済展望

2015年1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1月5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：

雇用者数、個人消費は堅調な伸びに

米国

欧州

原油

<2014年7～9月期実質GDP確報>

2014年7～9月期実質GDP（確報値）は、前期比年率+5.0%と、改定値の同+3.9%から大きく上方修正され、2003年7～9月期以来の高い伸びに。個人消費、とりわけ、ヘルスケア、娯楽、金融といったサービス支出の上方修正が寄与。また、民間設備投資も上方修正され、内需に底堅さ。

<雇用環境>

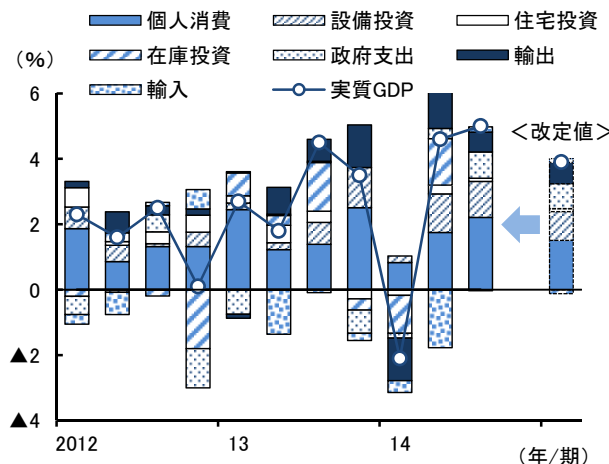
11月の非農業部門雇用者数は、前月差+32.1万人と大きく伸びが加速。また、14年11月までの非農業部門雇用者の年間増加幅は、2000年以降で最大となり、雇用環境の着実な回復を確認。

また、週当たり平均労働時間が8ヵ月ぶりに上昇し、2008年5月以来の水準まで持ち直し。もっとも、時間当たり賃金は依然として伸び悩みが続いており、所得環境の改善は道半ば。

<家計部門>

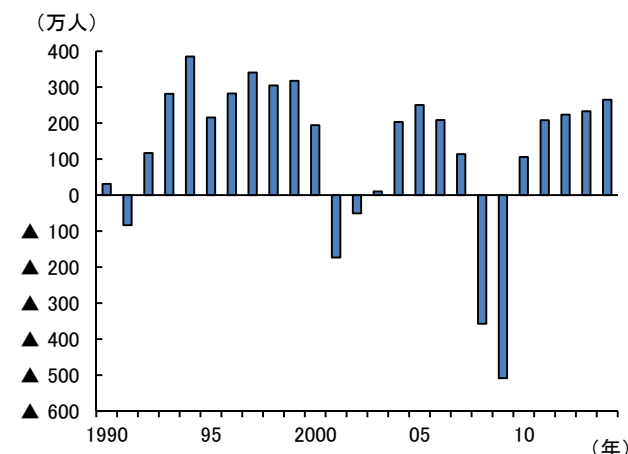
11月の実質個人消費支出は、前月比+0.7%と堅調な伸びに。11月入り以降の株高や原油価格の下落が個人消費の押し上げに寄与している公算。

実質GDP成長率(前期比年率)



(資料) Bureau of Economic Analysis

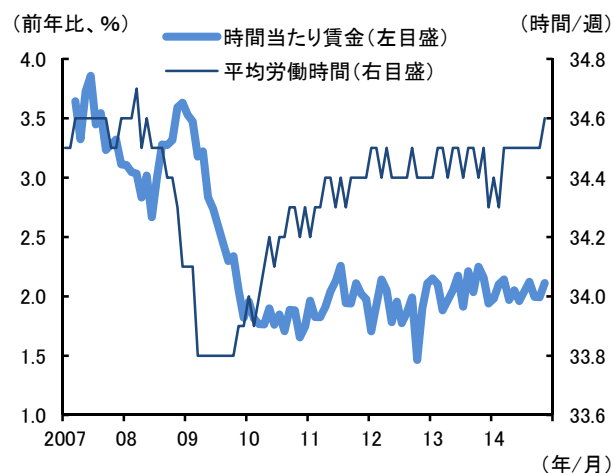
非農業部門雇用者数の年間増加幅



(資料) Bureau of Labor Statistics

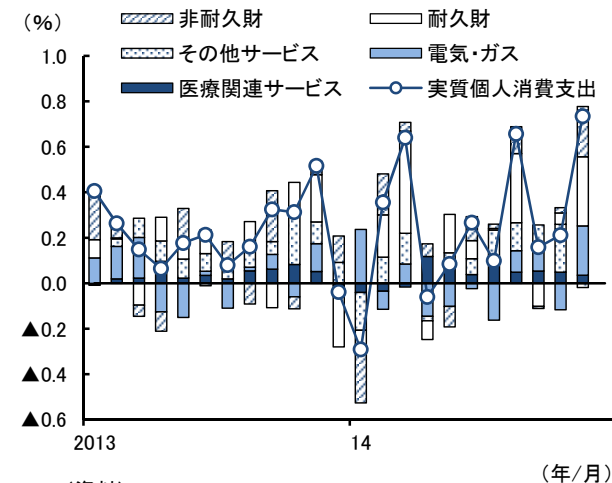
(注) 2014年は11月までの実績ベース。

時間当たり賃金と平均労働時間



(資料) Bureau of Labor Statistics

実質個人消費支出(前月比)



(資料) Bureau of Economic Analysis

米国経済の現状：

企業生産は堅調に推移。住宅販売は持ち直しの動きが一服

米国

欧州

原油

<企業部門>

11月の鉱工業生産は、前月比+1.3%と、大きく上昇。内訳をみると、自動車・部品が増産に転じるなど製造業が堅調に推移したことに加え、一部地域での寒波の影響などから電気・ガスが大きく増加。

また、企業マインドをみると、製造業、非製造業ともに高水準で推移。とりわけ、中小企業の今後の事業環境に対する見方が約2年ぶりにプラスとなるなど、改善の動きが顕著に。

<住宅市場>

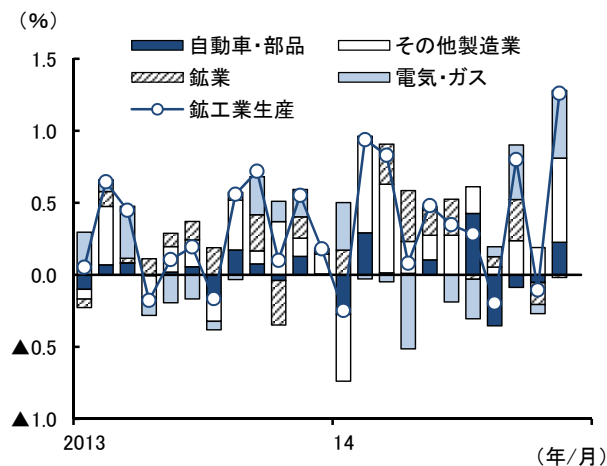
11月の住宅販売件数は年率537万件と、主力の中古住宅が伸び悩み、2014年春以降の増勢が一服。

こうしたなか、12月1日に政府系住宅金融機関によるローン買取基準を明確化した新たな指針が発効。これまで不明瞭な買取基準が金融機関の住宅ローン貸出の抑制要因となっていたことから、貸出の増加が期待され、今後、住宅市場の下支えに作用する見込み。

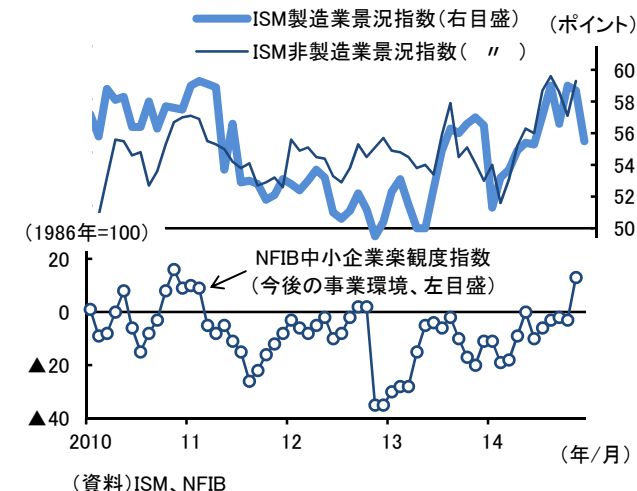
<物価>

ドル高の進行が、輸入物価の下押しに作用。原油価格の大幅な下落と合わせ、物価に対する下押し圧力が増しており、当面、インフレ率は低水準で推移する見通し。

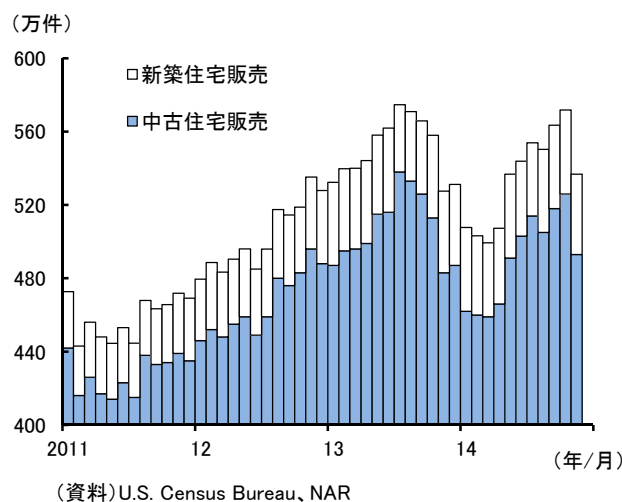
鉱工業生産(前月比)



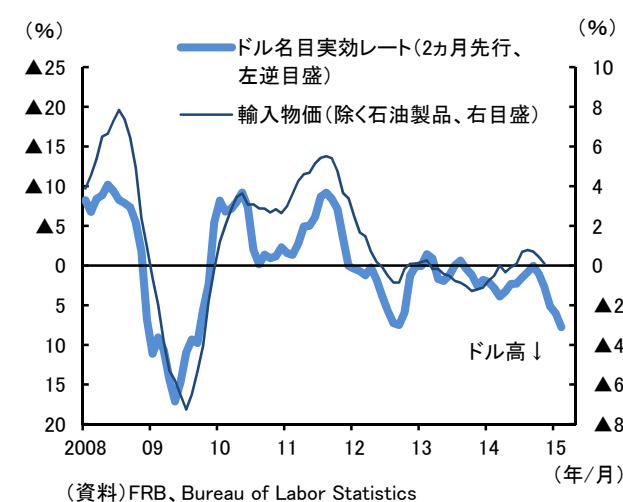
企業マインド



住宅販売件数



ドルレートと輸入物価(前年比)



米国トピックス①：個人消費

ガソリン価格の低下が、中低所得層の個人消費を下支え

米国

欧州

原油

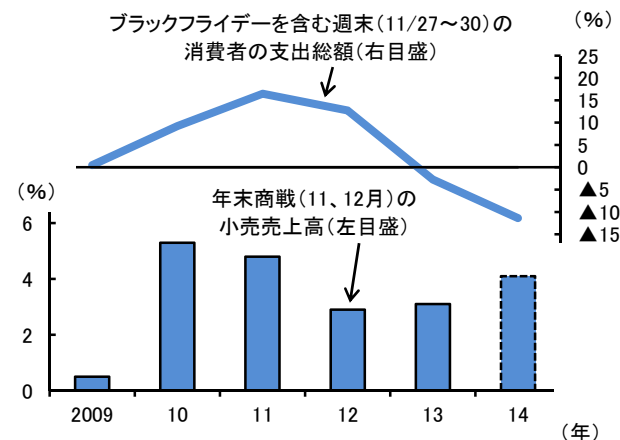
全米小売業協会によると、ブラックフライデーを含む週末（11月27～30日）の消費者の支出総額は、前年比▲11.4%と2年連続の前年割れに。

もっとも、11月の小売売上高は幅広い品目で増加し、前月比+0.7%と8ヵ月ぶりの高い伸びとなったほか、消費者マインドも12月にかけて改善の動きが持続。これらを踏まえると、ブラックフライデーを含む週末の支出の弱含みは、買い物時期の分散化などが影響している公算が大きく、年末商戦全体では良好な結果となる見込み。

また、家計部門では、原油価格の大幅な下落を受けたガソリン支出の減少が、個人消費の押し上げに寄与。2011年半ばから14年夏にかけて3ドル台半ばを中心に推移していたガソリン価格は、足許で2ドル台半ばまで低下しており、一世帯当たり平均月60ドル強の負担軽減に。

ちなみに、所得階層別にみると、中低所得層ほど可処分所得に占めるガソリン支出の割合が大きく、資産効果の恩恵を享受しづらい中低所得層の個人消費の下支えが期待可能。

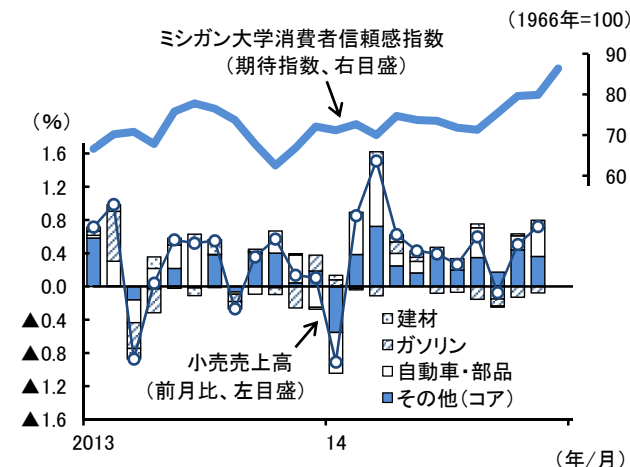
年末商戦関連の支出・売上高（前年比）



（資料）全米小売業協会（NRF）

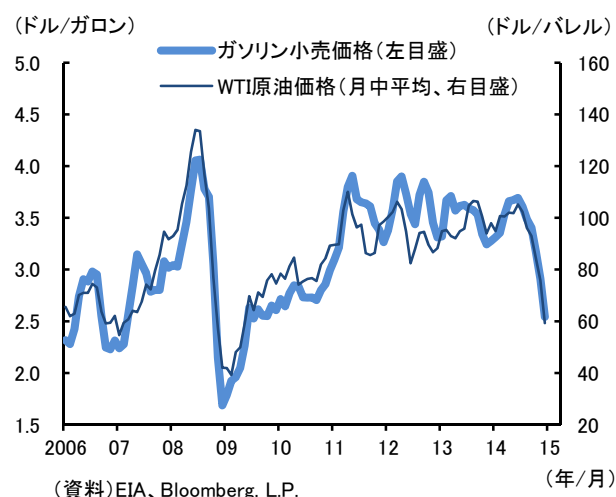
（注）2014年の年末商戦の売上高はNRFの見通し。

小売売上高と消費者マインド



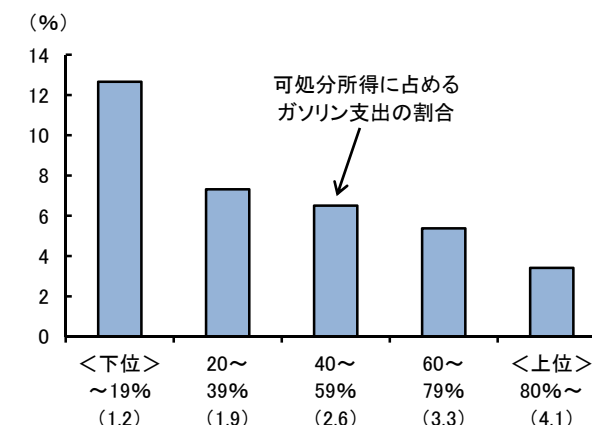
（資料）U.S. Census Bureau、University of Michigan

原油価格とガソリン価格



（資料）EIA、Bloomberg、L.P.

所得階層別にみたガソリン支出（2013年）



（資料）Bureau of Labor Statistics

（注）横軸のカッコ内は、平均ガソリン支出額（千ドル）。

米国トピックス②：設備投資

生産活動は堅調ながら、税制・規制面への懸念が設備投資の抑制要因に

米国

欧州

原油

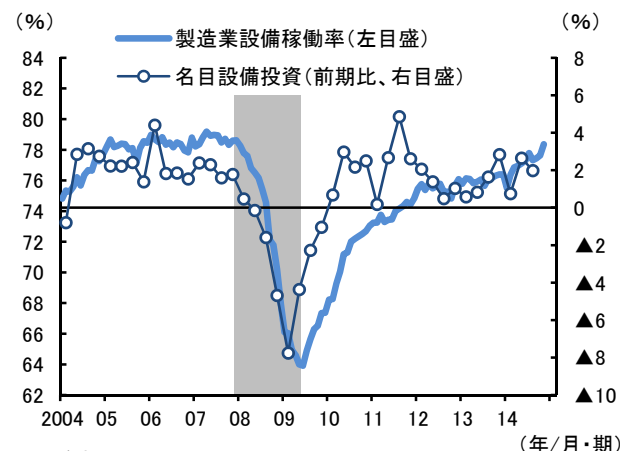
11月の製造業の設備稼働率は78.4%と、大きく上昇。前回景気後退前ピークの79.2%（2007年4月）に近づいており、先行き生産能力拡大の動きが期待可能な状況に。

もともと、企業の設備投資マインドは、中小企業では振れを伴いながらも改善傾向にある一方、大企業では、2014年春頃から弱含み。

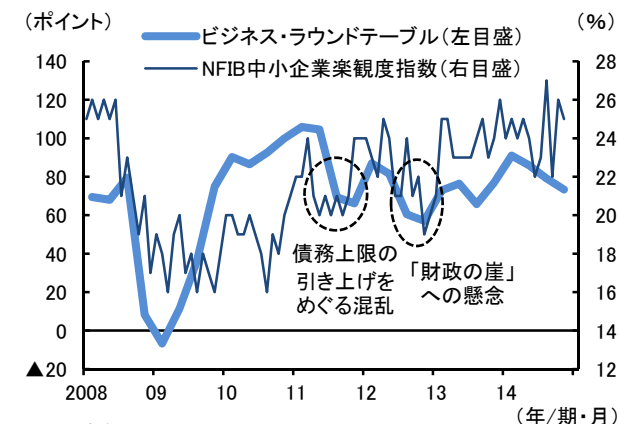
企業経営者へのアンケート調査によると、新興国・欧州景気の低迷など需要面以上に、税制・規制面への懸念が今後の設備投資の抑制要因に。財政をめぐる先行き不透明感は後退しているものの、設備投資の増勢加速には、優遇税制の拡充や法人税率の引き下げ、自由貿易協定の促進などが求められる状況。

なお、原油価格の急落を受け、足許でシェールオイル関連の設備投資に対する先行き懸念が台頭。シェール革命の広がり背景に、2000年代初頭以降、鉱業関連の設備投資のウェイトが徐々に高まっており、先行きを注視する必要。

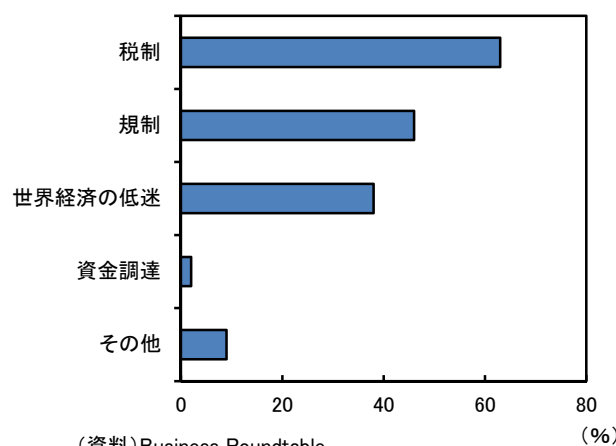
設備投資と設備稼働率



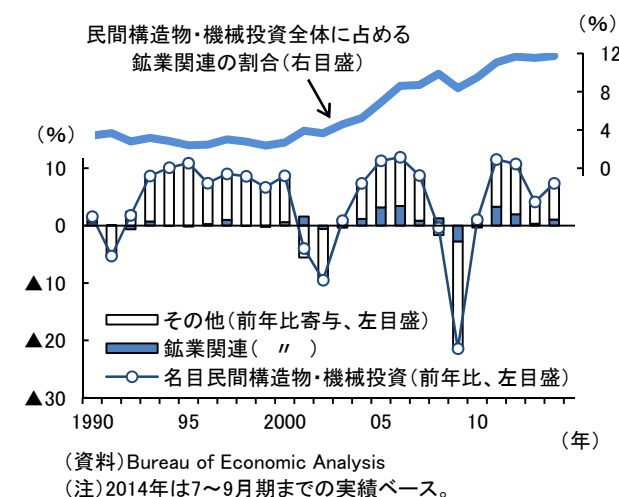
企業の設備投資マインド(先行き6ヵ月)



設備投資の抑制要因



鉱業関連の設備投資



米国景気・金利見通し：

回復基調が持続

米国

欧州

原油

<景気見通し>

米国経済は、バランスシート調整の進展や雇用環境の改善を背景とした個人消費の堅調さ、内需の底堅さや財政政策に対する先行き不透明感の後退を受けた設備投資の増加などから、回復基調が持続。

もっとも、2015年初めにかけては、「雇用の質」の改善の遅れを背景とした賃金の伸び悩みが景気の重石に。15年春以降は、賃金の上昇明確化に伴い個人消費の増勢が強まる見込みながら、輸入の増加がGDPの下押しに作用。この結果、総じて3%前後の成長ペースが続く見通し。

<金利見通し>

FRBは、資産買い入れ（QE3）を2014年10月に終了。もっとも、「雇用の質」への懸念やディスインフレ圧力が根強く残るなか、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ィスインフレ懸念の高まりなど、当面下押し圧力が残存。2015年春先以降は、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

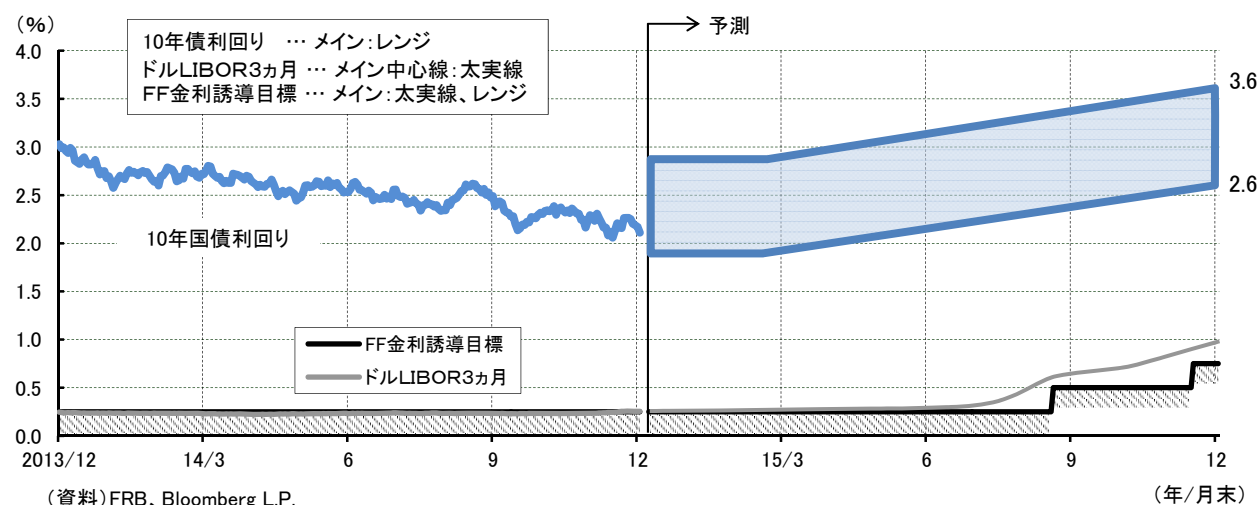
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2014年				2015年				2013年	2014年	2015年
	1~3 (実績)	4~6	7~9	10~12 (予測)	1~3	4~6	7~9	10~12	(実績)	(予測)	
実質GDP	▲ 2.1	4.6	5.0	2.6	2.8	3.0	2.9	2.8	2.2	2.4	3.1
個人消費	1.2	2.5	3.2	2.8	2.9	3.2	3.0	2.9	2.4	2.4	3.0
住宅投資	▲ 5.3	8.8	3.2	4.8	6.5	8.0	7.5	7.0	11.9	1.7	6.4
設備投資	1.6	9.7	8.9	5.1	5.5	5.8	5.6	5.1	3.0	6.3	6.1
在庫投資	▲ 1.2	1.4	▲ 0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
政府支出	▲ 0.8	1.7	4.4	▲ 0.4	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 2.0	▲ 0.1	0.6
純輸出	▲ 1.7	▲ 0.3	0.8	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.2	▲ 0.2	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	▲ 9.2	11.1	4.5	4.1	4.8	5.7	6.1	6.3	3.0	3.2	5.4
輸入	2.2	11.3	▲ 0.9	3.9	5.3	6.5	6.4	6.4	1.1	3.6	5.0
実質最終需要	▲ 1.0	3.2	5.0	2.6	2.7	3.0	2.8	2.7	2.2	2.3	3.0
消費者物価	1.4	2.1	1.8	1.4	0.9	0.8	1.1	1.8	1.5	1.7	1.2
除く食料・エネルギー	1.6	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.7	1.9	1.8	1.7	1.7

(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 :

利上げ時期をめぐっては、引き続きフォワードガイダンスの変更が焦点に

米国

欧州

原油

F R Bは、2014年12月16、17日のF O M Cで、労働市場に対する見方を上方修正。物価（P C Eデフレータ）見通しについては、2015年の総合指数の見通しが大きく下方修正されたものの、15年のコア指数や16年のコア・総合指数の見通しはほぼ変わらず、原油価格下落の物価への影響は限定的かつ一時的との見方を提示。

また、以上のように雇用・物価の改善基調が続くとの見方を踏まえ、実質ゼロ金利政策に関するフォワードガイダンスを、「資産買い入れの終了後も、相当な期間、現行の政策金利を維持する」から、「金融政策スタンスの正常化の着手に忍耐強くなれる」へ変更。ただし、新たなガイダンスは、以前のガイダンスと矛盾しないとの文言が追加され、市場での過度な利上げ観測の高まりに対する配慮がにじむ内容に。今後は、この但し書きがいつ削除されるのが焦点となる公算。

一方、利上げ開始後の利上げペースをめぐっては、F O M Cメンバーの政策金利予測が、9月時点からやや下振れ。もっとも、F F金利先物市場に織り込まれた市場参加者の利上げ見通しとの隔たりは依然として大。

FOMC声明(要旨)

今回(2014年12月16、17日)		前回(2014年10月28、29日)
・(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。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。 ・もっとも、入手する情報が、現在の予想よりも早い雇用とインフレの目標に向けた進展を示した場合、政策金利の引き上げは現在の想定よりも早く行われる可能性。逆に、進展が予想よりも遅い場合、政策金利の引き上げは現在の想定よりも遅れる可能性。	金融政策	・(幅広い経済指標等の)現在の評価に基づき、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、今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。 ・もっとも、入手する情報が、現在の予想よりも早い雇用とインフレの目標に向けた進展を示した場合、政策金利の引き上げは現在の想定よりも早く行われる可能性。逆に、進展が予想よりも遅い場合、政策金利の引き上げは現在の想定よりも遅れる可能性。
・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。	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いくらか改善。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が徐々に縮小しつつあることを示唆。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、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。エネルギー価格の低下や他の要因により、当面、インフレは抑制されるとみられるものの、インフレ率が2%を下回り続ける可能性は、今年初め以降、やや低下したと判断。

(資料)FRB等をもとに日本総研作成 (注)強調部分は変更点。

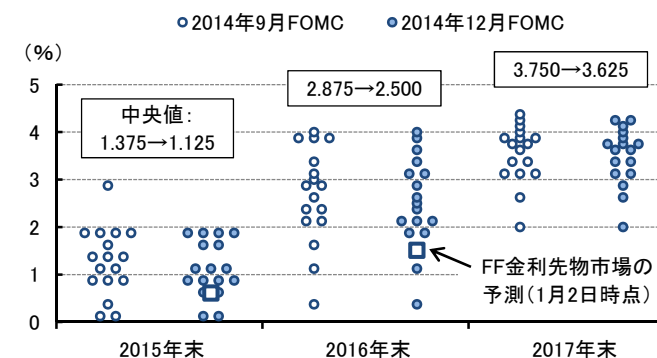
FOMCメンバーの物価見通し

	(各年10～12月期の前年同期比、%)		
	2015年	2016年	2017年
PCEデフレータ	1.0～1.6	1.7～2.0	1.8～2.0
9月見通し	1.6～1.9	1.7～2.0	1.9～2.0
コアPCEデフレータ	1.5～1.8	1.7～2.0	1.8～2.0
9月見通し	1.6～1.9	1.8～2.0	1.9～2.0

(資料)FRB

(注)全員の見通しから上位・下位それぞれ3人分を除き、幅で示した中心レンジ。

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：

ユーロ圏は低成長が持続、原油安によりインフレ率低下へ

米国

欧州

原油

<企業部門>

ドイツでは、春以降、企業部門に弱含みの動きがみられていたものの、企業の先行き見通しに底打ちの兆しがみられるほか、製造業受注が2ヵ月連続で増加するなど、先行き、緩やかながらも回復傾向に転じる兆し。

<家計部門>

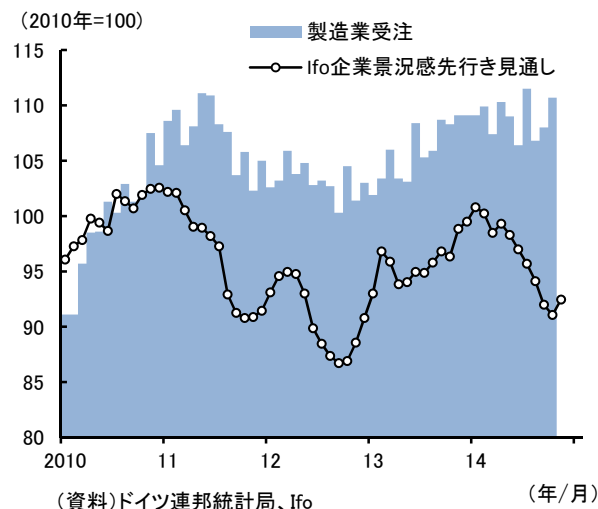
雇用・所得環境の厳しさや、地政学リスクの長期化を背景に、ユーロ圏主要国では、14年夏以降、消費者マインドが弱含み。原油価格の下落による消費者の負担軽減は、未だマインド改善には寄与せず。

<物価>

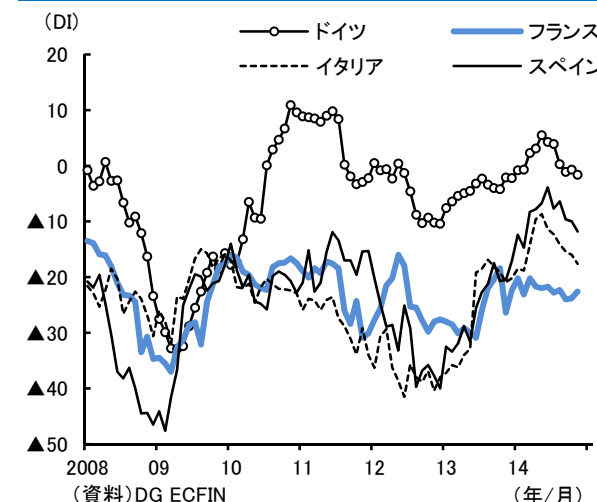
ユーロ圏では、デフインフレ傾向が持続。ユーロ安が輸入物価の押し上げに寄与し始めているものの、原油価格の下落によりインフレ率への下押し圧力が拡大。ユーロ圏のインフレ率は、2015年初にかけて、一時マイナス圏まで低下する見込み。

こうしたなか、ECBは、12月11日にTLTROの第二弾を実施。もともと、供給額は1300億ユーロと低水準にとどまり、金融機関の貸出意欲や企業の借入需要の低迷が続いていることを示唆。インフレ率の更なる低下が見込まれるなか、ECBは、15年入り後、バランスシートを目標水準まで拡大させるために、国債購入を含む追加緩和に踏み切る公算大。

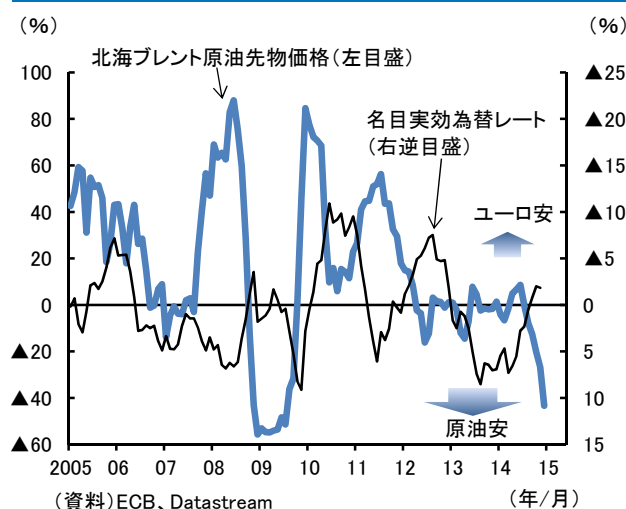
ドイツの製造業受注と企業景況感



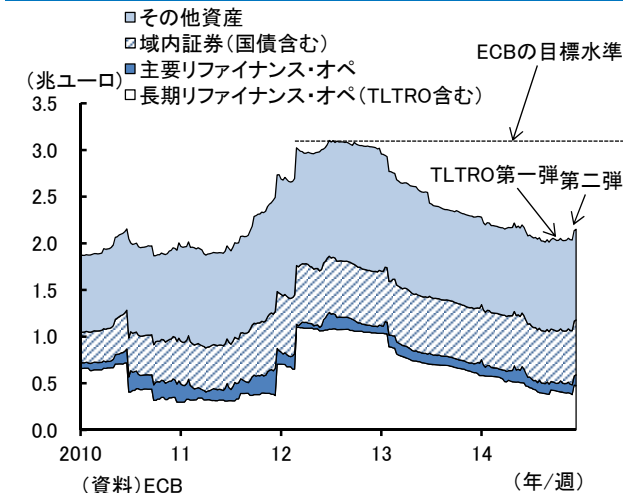
ユーロ圏各国の消費者信頼感



原油価格と為替レート



ECBのバランスシート



欧州トピックス：ロシア景気の減速・欧ロ関係の悪化

ロシア向け輸出の弱含みなどを通じて、欧州景気を下押し

米国

欧州

原油

ロシアは、輸出の約3割を原油が占めることから、足許の原油価格下落の影響により景気の大幅な下振れが不可避。2013年から減速傾向にあるロシア景気は、ルーブル安の進行やエネルギー関連株の下落などもあり、2015年はリセッションに陥る公算。

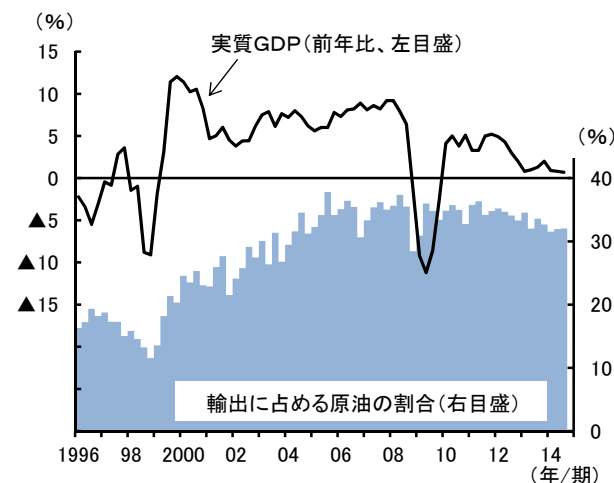
こうしたなか、ユーロ圏では、ロシア向け輸出の減少が域外向け輸出の伸びを1%弱下押し。ロシア向け実質輸出は、ロシア景気の減速だけでなく、13年末以降の欧ロ関係の悪化により、10%強下押しされている状況。先行き、欧ロ関係の早期改善が見通せないことに加え、原油安によるロシア景気の悪化が見込まれることから、15年のロシア向け実質輸出は一段と弱含む見通し。

また、制裁によるロシアへの輸出停止をきっかけとする農産物価格の低下や、ロシア人観光客の減少なども、欧州景気の下押し要因に。

一方、金融面をみると、主要国金融機関のロシア向け与信の割合は、最も大きいイタリアでも全体の2.5%と小。ドイツでは0.5%と米国よりも割合が小さいほか、徐々に資金引き揚げも進んでおり、金融面からの影響は限定的にとどまる見込み。

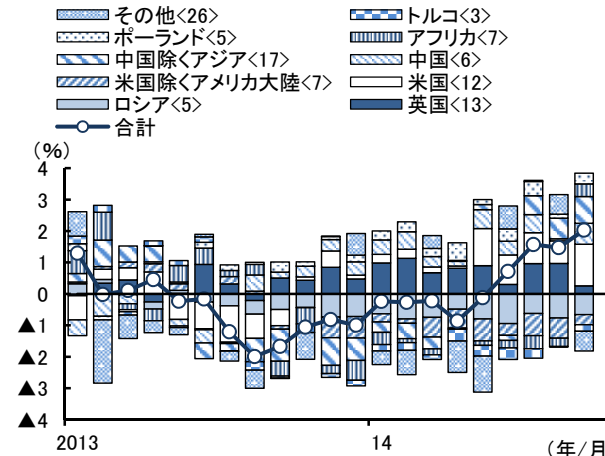
以上を踏まえると、原油価格の下落を受けたロシア景気の悪化は、様々な経路を通じて欧州景気の下押しに作用。もっとも、ロシア向け融資が限られるなか、信用危機等には至らない見通し。

ロシアのGDPと原油輸出の割合



(資料)ロシア統計局、ロシア中銀を基に、日本総研作成。

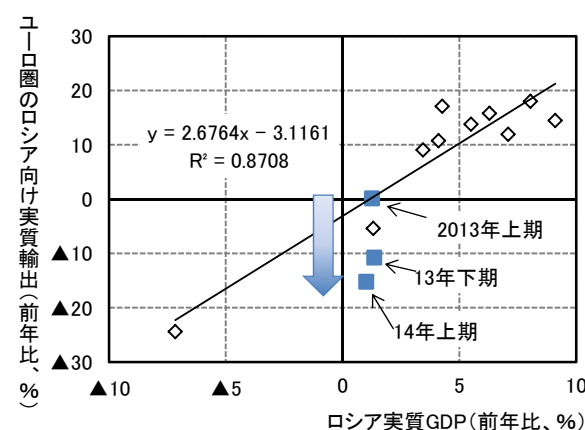
ユーロ圏のユーロ圏外向け輸出(前年比寄与度)



(資料)Eurostat

(注)◇内は、名目輸出全体に占める割合(2013年)。

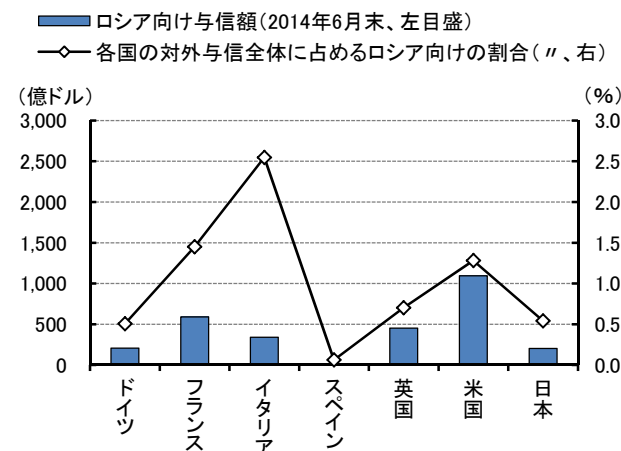
ロシア実質GDPとユーロ圏のロシア向け輸出



(資料)ロシア統計局、Eurostat

(注)近似曲線は、2002年～13年(◇)。

主要国金融機関のロシア向け与信



(資料)BIS

(注)潜在的エクスポージャーを含む。

英国経済の現状：

個人消費は堅調に推移、政府は住宅購入支援策を拡充

米国

欧州

原油

<家計部門>

英国では、労働需給のひっ迫やインフレ率の低下を背景に、実質賃金が2ヵ月連続でプラスとなるなど、所得環境に持ち直しの兆し。

こうしたなか、小売売上が堅調に推移しており、家計部門の好循環が持続。

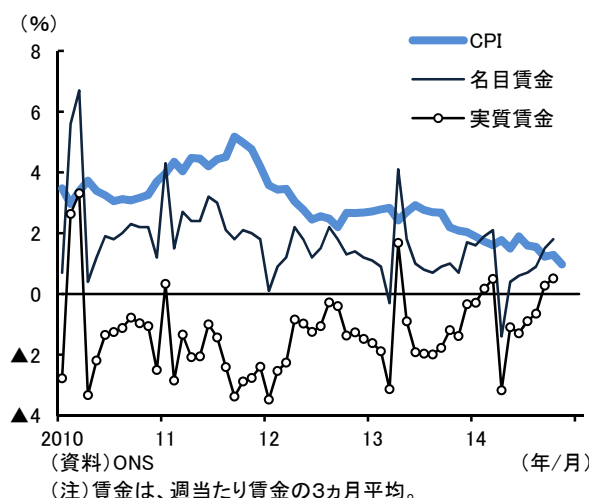
<住宅市場>

英国では、BOEによる住宅ローン規制の導入を受け、足元で住宅価格の上昇ペースが鈍化傾向。

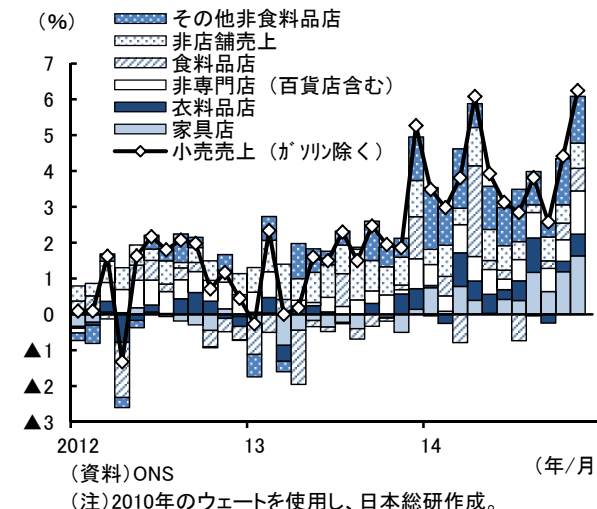
もっとも、政府は住宅市場の更なる活性化を企図し、住宅購入支援策を追加。先行き、住宅需要は徐々に持ち直すと思われることから、住宅価格の上昇ペースの鈍化傾向は一時的にとどまる見込み。

なお、政府による住宅購入支援策拡充は、2015年5月の総選挙を見据えたバラマキ策との批判も。

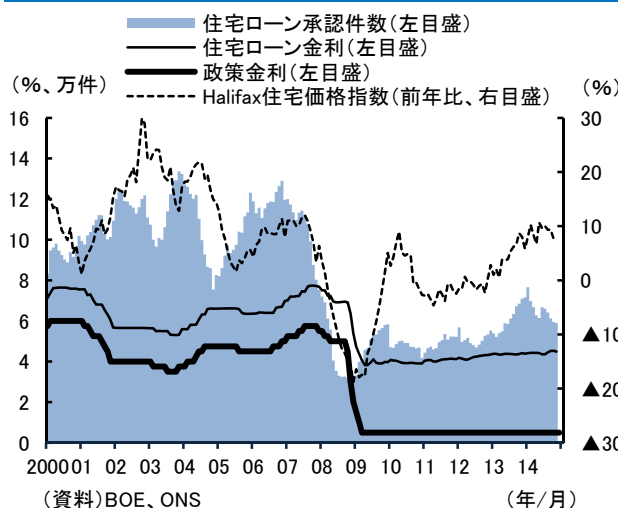
英国の賃金と消費者物価（前年比）



英国の小売売上数量（前年比寄与度）



英国の住宅市場



英国の住宅市場を巡る政策

BOEの低金利政策
政策金利が低水準にとどまるなか、住宅ローン金利も低水準で推移。
BOEの住宅ローン規制
政策金利が3ポイント上昇することを前提とした返済能力審査を導入（2014年6月26日開始）。
銀行は、借り手の所得の4.5倍以上の額の住宅ローンを、新規ローン貸出件数の15%までに抑制する必要（2014年10月1日開始）。
政府の住宅購入支援策（ヘルプ・トゥ・バイ 第二弾）
2014年10月開始。60万ポンド未満の新築・中古住宅の購入への支援。5%の頭金を用意できれば、政府が最大15%分の保証を提供。
政府の住宅購入支援策（スターター・ホーム）
2014年12月15日発表、2015年初めより開始。
40歳未満の新築住宅の一次取得者に対する支援。
未使用の土地や、汚染などで放置されている土地への住宅建設を対象に、通常、住宅建設業者へ一戸あたり約1.5万ポンド課される地域インフラ税などを免除。減税分の住宅購入者への還元が義務付けられており、対象者は、少なくとも20%割引で住宅購入が可能に。10万件が対象で、住宅の転売は不可。
(資料)各種報道を基に、日本総研作成。

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ほか、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、輸出の力強い拡大は期待できず、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年初にかけて一時マイナス圏まで低下する見込み。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%程度での推移が続く見通し。

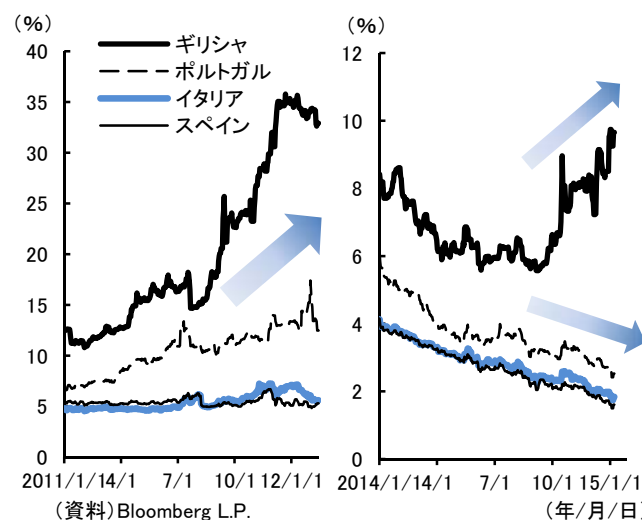
欧州各国経済・物価見通し

(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	0.8	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	▲ 0.1	0.1	0.3	0.7	1.3	0.4	0.2
ドイツ	実質GDP	3.1	▲ 0.3	0.3	0.6	1.0	1.3	1.5	1.6	0.1	1.4	0.9
	消費者物価指数	1.0	1.0	0.8	0.4	0.2	0.4	0.6	0.9	1.6	0.8	0.5
フランス	実質GDP	▲ 0.0	▲ 0.4	1.0	0.5	0.9	1.0	1.1	1.1	0.3	0.4	0.8
	消費者物価指数	0.9	0.7	0.5	0.4	0.0	0.0	0.2	0.4	1.0	0.6	0.1
英国	実質GDP	2.5	3.3	3.0	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	1.7	2.6	2.8
	消費者物価指数	1.7	1.7	1.5	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	2.6	1.5	1.1

(資料)Eurostat、ONSを基に日本総研作成

南欧諸国の10年債利回り



【マーケット・ホット・トピック】 ＜ギリシャの政局＞

ギリシャ議会は、野党の反対により、12月の大統領選出に失敗。これを受け、法律の規定により、1月25日に総選挙を実施。足許で支持率が最も高い、緊縮財政に消極的な急進左派連合（SYRIZA）が勝利すれば、財政緊縮を巡り、EU等との再交渉が実施される見込みで、足許ではギリシャのユーロ離脱観測も浮上。

ギリシャの信用不安を背景に他の南欧諸国の国債利回りが連動して上昇した2011年後半と異なり、足許ではギリシャ以外の国々で国債利回りの上昇はみられず。もっとも、今後、反緊縮の動きが南欧諸国に波及する恐れもあり、南欧諸国の政局には引き続き注視が必要。

欧州金利見通し：

ECBは国債購入を含む追加緩和に踏み切る公算大

米国

欧州

原油

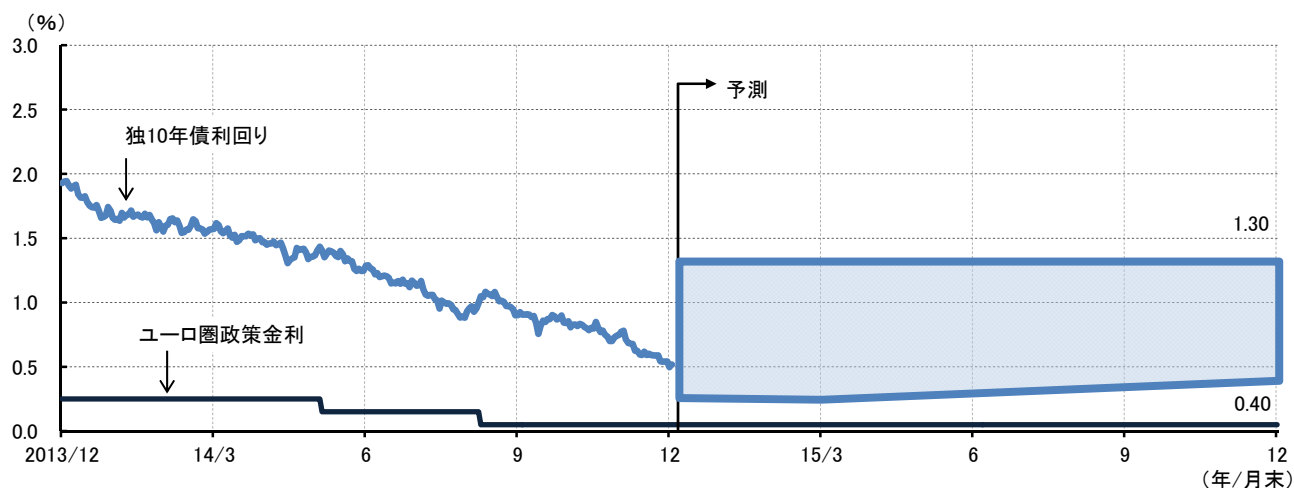
ECBは、超緩和的な金融政策を維持。国債購入を含む量的緩和については、財政支援にあたる懸念からドイツを中心に反対意見が根強いものの、TLTROなどの資金供給が想定を下回る規模にとどまり、原油価格の下落によりインフレ率に一段と下押し圧力が加わるなか、追加緩和に積極的な意見が大勢に。1月にも、限定的な規模での国債購入に踏み切る公算大。

独10年債利回りは、ECBによる超低金利政策の継続示唆や国債購入、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。

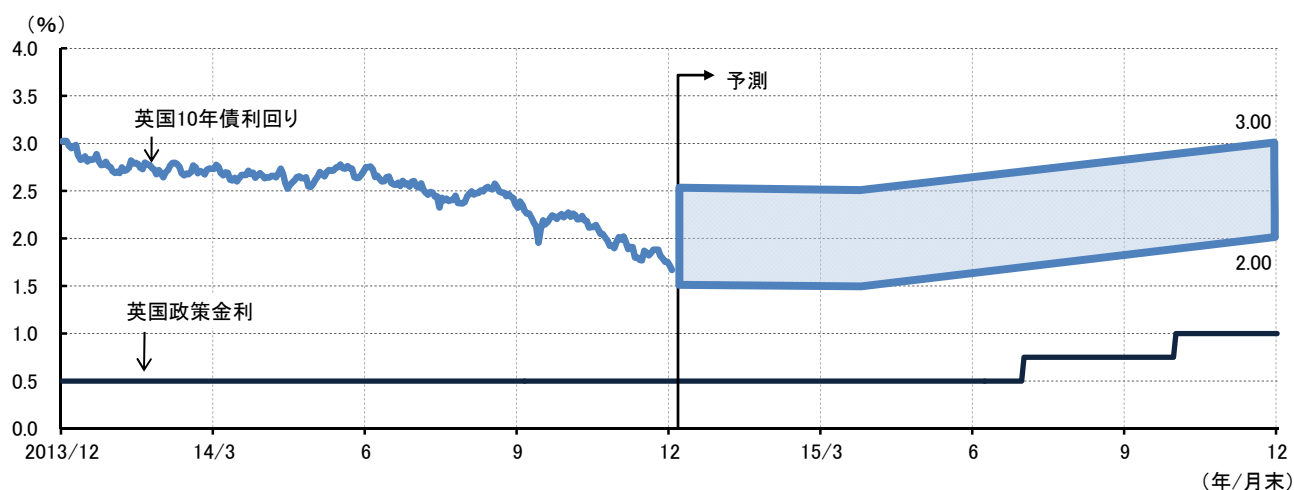
BOEは、当面、緩和的な金融政策を維持。インフレ率の伸びが低調にとどまっていることを背景に、利上げ開始は2015年半ば以降となる見通し。

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>

2014年12月のWTI原油先物価格は、IEA（国際エネルギー機関）による原油需要見通しの下方修正や、OPEC加盟国要人の減産に消極的な発言などから、月中旬にかけて、50ドル台半ばまで下落。その後は、米景気指標の改善や株価の上昇などから反発する場面もみられたものの、OPEC要人発言や米原油在庫の増加が価格下押しに作用し、53ドル前後まで弱含み。

<投機筋・投機資金の動向>

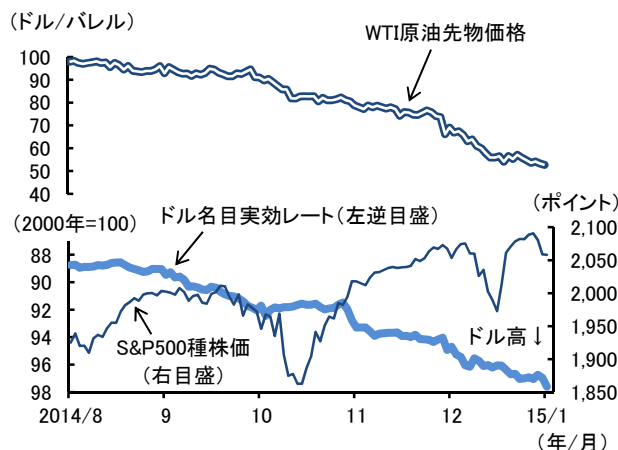
投機筋の買い越し幅は、12月半ば以降、減少に歯止め。12月入り後、総建玉残高も増加に転じており、原油市場からの資金流出に一服感。

<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、50～60ドル台を中心とした低水準での推移が続く見通し。

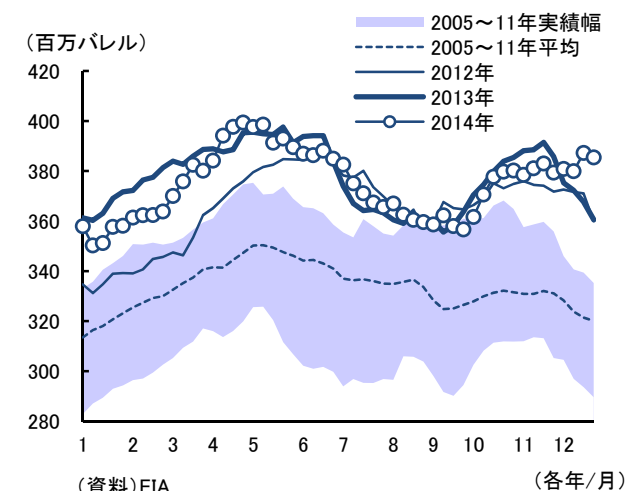
原油価格と株価・為替レート



(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。

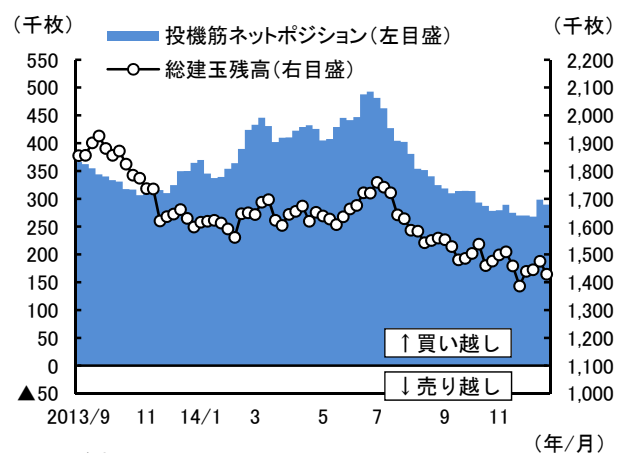
米国の原油在庫



(資料) EIA

(各年/月)

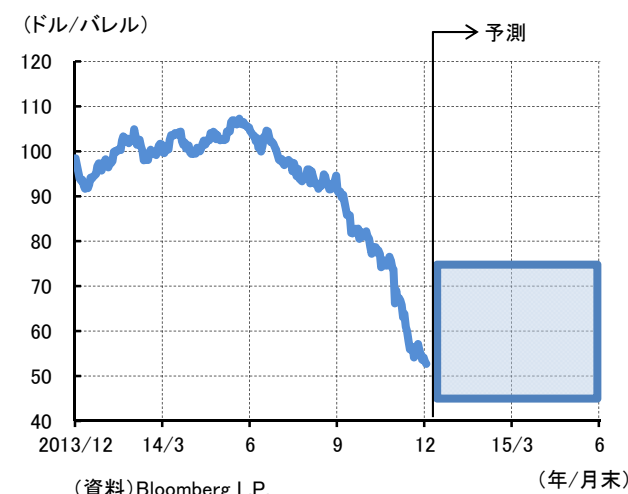
WTI原油先物ポジション



(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：原油需給

需給両面から、当面、原油価格は上昇圧力に乏しい状態が続く見通し

米国

欧州

原油

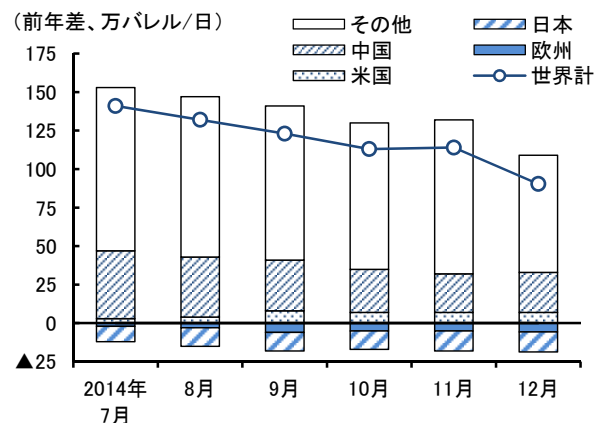
12月半ば以降、北海ブレント原油は1バレル当たり60ドル前後、WTI原油は同50ドル台半ばで一進一退の動きが続いており、下げ止まりの兆し。もっとも、当面、原油価格は上昇圧力に乏しい状態が続く見通し。

需要面では、IEAが12月月報で、2015年の原油需要見通しを再び大きく下方修正。米国では景気の回復基調が強まっているものの、欧州・新興国景気には依然として下振れリスクが残る、原油需要の顕著な持ち直しは期待薄。

一方、供給面では、原油価格の大幅な下落が続くなかでも、サウジアラビアをはじめとしたOPEC加盟国が減産に消極的な姿勢を堅持しており、当面、米国のシェールオイル生産の動向がカギとなる見込み。

米国では、10月半ば以降、原油生産のリグ数が減少傾向に。もっとも、IEAの試算によると、1バレル当たり60ドル以下（北海ブレント原油価格ベース）で採算割れとなるのは、シェールオイル生産量の約2割程度にとどまるとみられ、シェールオイル生産の早期かつ大幅な減産は見通し難い状況。

IEAの原油需要見通し(2015年)



(資料)IEA

(注)IEAによる各月時点の見通しを図示。

最近のOPEC加盟国要人の発言

アブドゥルマハディ・イラク石油相(12月23日)

「原油価格が一段と低水準まで下落し続ければ、OPECは介入しなければならない」

ヌアイミ・サウジアラビア石油相(12月22日)

「原油価格がいくらであっても、OPEC加盟国に減産への関心はない」、「最も生産効率の高い国の生産者が生産するのが最善」、「(原油価格の下落により、)世界経済の成長が押し上げられ、最終的には原油需要の拡大と供給の伸びの鈍化につながり、原油価格は上昇に向かう」

オメール・クウェート石油相(12月22日)

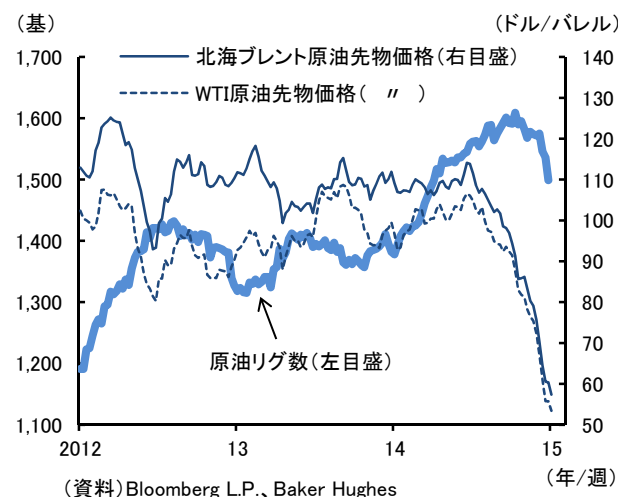
「OPECが減産する必要はない」

マズルーイ・UAEエネルギー相(12月15日)

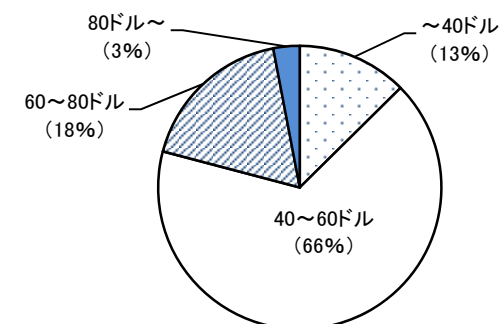
「OPECが価格調整のために減産し、他の産油国が生産を拡大するのは不公平」、「現時点で緊急会合を開く必要はない」

(資料)各種報道等をもとに日本総研作成

原油価格と米国の原油リグ数



米国シェールオイル生産の採算水準(2014年)



(資料)IEA

(注1)IEAの“Medium-Term Oil Market Report 2014” (2014年6月公表)における試算値。生産量ベース。価格は北海ブレント原油1バレル当たり。

(注2)米国のシェールオイル生産量は約400万バレル/日 (2014年、EIA“Annual Energy Outlook 2014”より)。

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)
11/4	83.17	120.35	1.4473	0.0623	0.33	1.27	9644.62	0.10	0.28	3.43	12434.88	1331.51	0.97	1.32	3.35	3.63	2947.16	110.04	1485.41
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	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