
欧米経済展望

2017年1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	井上 恵理菜	(Tel : 03-6833-6380	Mail : inoue.erina@jri.co.jp)
◆欧州経済担当	藤山 光雄	(Tel : 03-6833-2453	Mail : fujiyama.mitsuo@jri.co.jp)
	橘高 史尚	(Tel : 03-6833-8798	Mail : kittaka.fuminao@jri.co.jp)
◆原油市場担当	藤山 光雄		

◆本資料は2016年12月28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 :

■ 個人消費は増勢持続も、牽引役は徐々に変化

米国

欧州

原油

＜家計部門＞

◆ 賃金の伸び拡大が所得を押し上げ

所得環境の改善が持続していることを背景に、個人消費は増加基調を維持。週当たり賃金総額の増加要因をみると、雇用者数の増勢は鈍化しているものの、賃金の押し上げ寄与が徐々に高まる方向。

◆ 株高で資産効果拡大へ

足許では、トランプ新政権の経済政策への期待などから株価が上昇したことを受け、消費者マインドの改善が加速。株高は、住宅価格の上昇とともに資産効果を通じて消費の拡大に寄与する見込み。

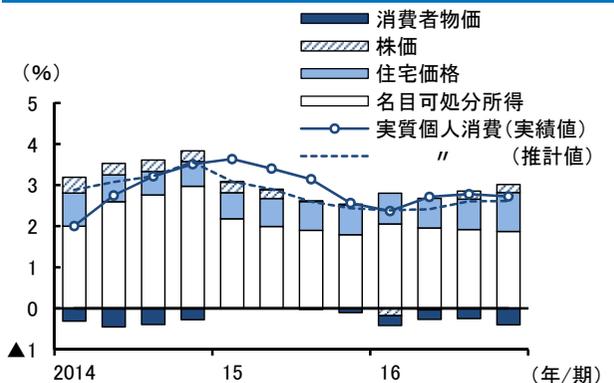
◆ 物価上昇が消費を下押しへ

一方、原油価格の上昇を主因とした消費者物価の上昇が、先行き個人消費の下押しに作用する見込み。

◆ 個人消費の牽引役は変化

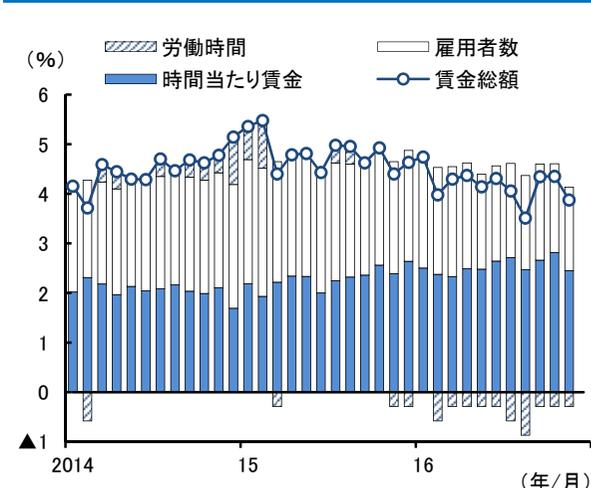
以上のように、個人消費の牽引役は、これまでの雇用増加と原油安から、賃金や資産価格の上昇へと変化するものの、総じてみれば堅調な伸びが続く見通し。

実質個人消費の変動要因分解 (前年同期比)



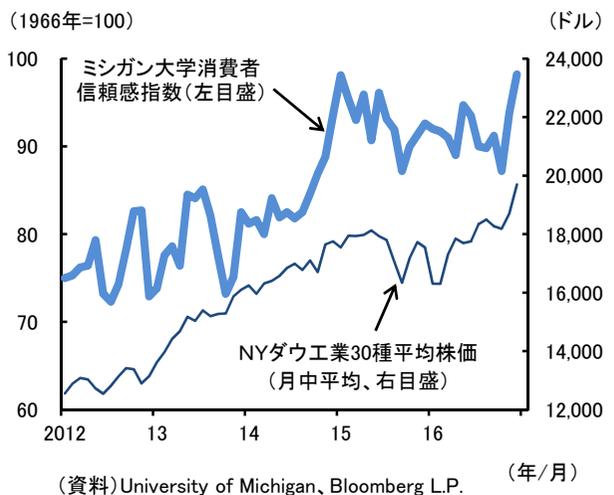
(資料) Bureau of Economic Analysis, FHFA, Bloomberg, L.P.
(注) 推計式は、 $実質個人消費 = 4.61 + 0.52 * 名目可処分所得 + 0.13 * FHFA住宅価格指数 + 0.03 * NYダウ工業株30種平均 - 0.22 * 消費者物価指数(CPI)$ 。推計期間は、2000年1~3月期から2016年7~9月期。R2=0.99。2016年10~12月期は、10~11月値から算出。

週当たり賃金総額 (前年比)



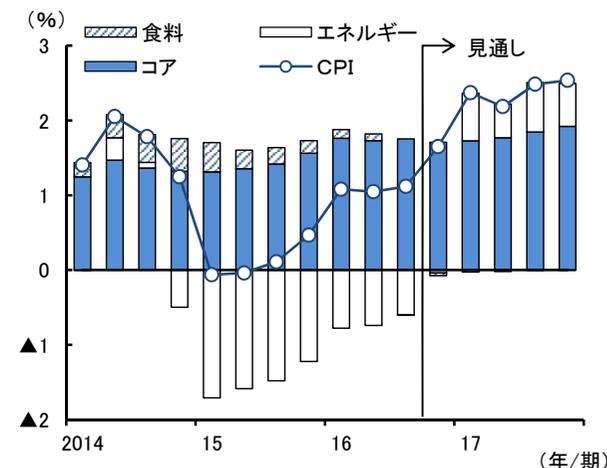
(資料) Bureau of Labor Statistics

株価と消費者マインド



(資料) University of Michigan, Bloomberg L.P.

消費者物価指数 (前年比)



(資料) Bureau of Labor Statisticsを基に日本総研作成

■ 米国経済の現状 :

■ 企業部門は持ち直しも、力強い回復は期待薄

米国

欧州

原油

<企業部門>

◆ 企業マインドが幅広く改善

足許で、トランプ新政権の経済政策への期待などから、企業マインドが改善。

調査対象が大企業中心のISM景況指数は、11月に製造業・非製造業ともに改善の動きが強まったほか、中小企業が調査対象のNFIB楽観度指数も11月に大きく上昇しており、マインド改善は幅広い業種・規模の企業に波及。

◆ 設備投資は緩やかに持ち直しへ

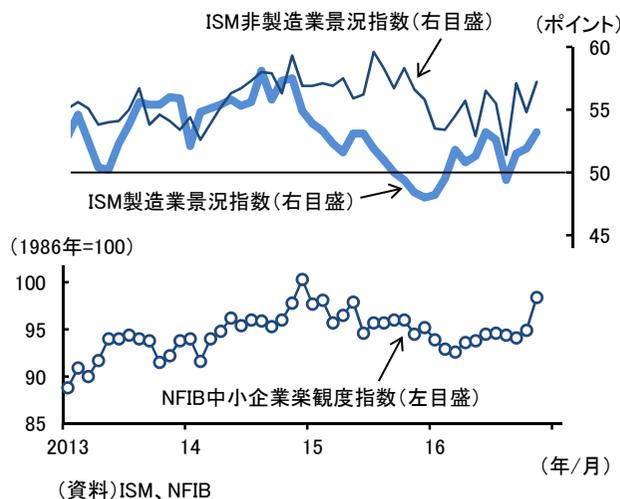
企業収益は足許で改善に転じており、これが設備投資の持ち直しに寄与する見込み。もっとも、鉱工業生産は弱含み傾向が続き、製造業の設備稼働率が低迷していることから、設備投資の増加は非製造業が中心で、全体の増勢は小幅にとどまる公算。

<外需>

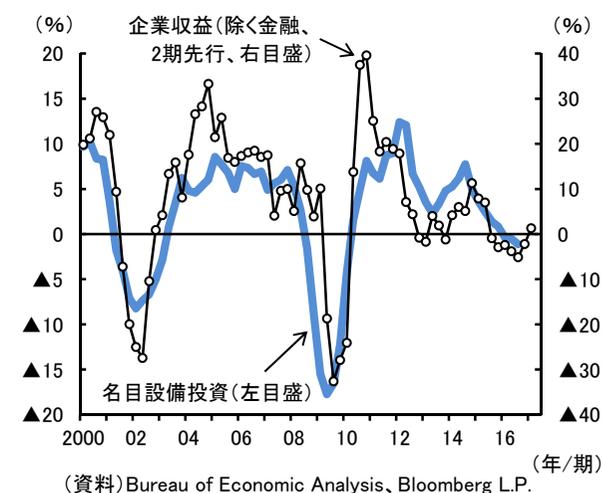
◆ ドル高が輸出を下押しするリスク

米国景気の上振れ期待や金利上昇から、大統領選挙後にドル高が進行。米国輸出は足許で持ち直しつつあるものの、海外需要の持ち直しが緩慢にとどまるなか、ドル高が輸出下振れ要因として働く可能性。

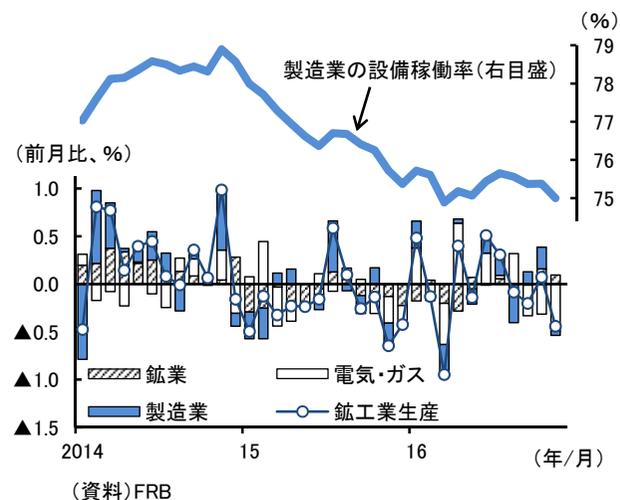
企業マインド



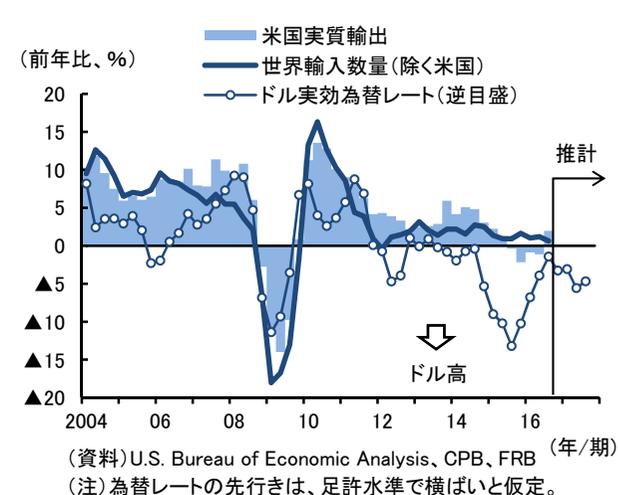
企業利益と設備投資(前年同期比)



鉱工業生産と設備稼働率



米実質輸出と世界輸入数量、為替レート



米国トピックス①：住宅市場

人材不足が住宅供給のボトルネック、新政権の政策にも注目

米国

欧州

原油

◆住宅販売は増加傾向

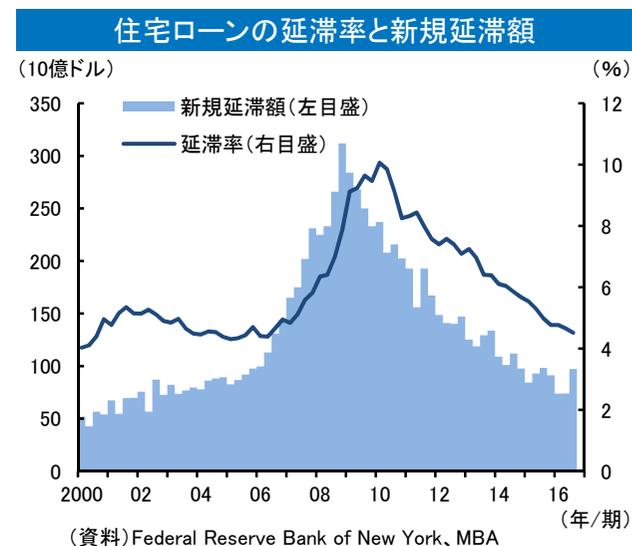
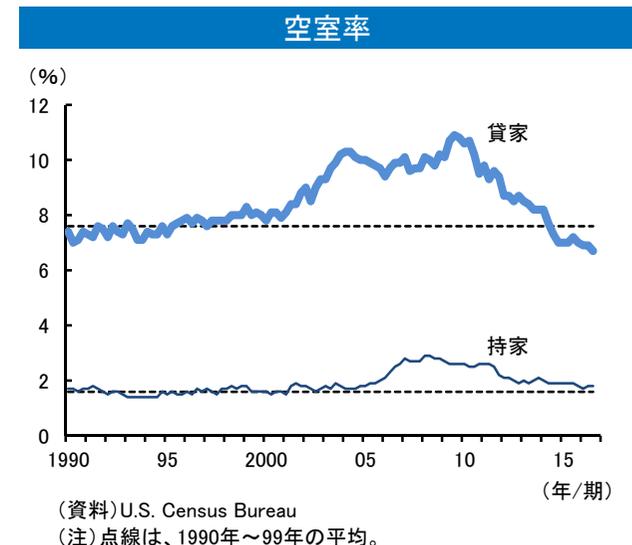
足許、低金利や雇用・所得環境の改善を背景に、住宅販売は緩やかに増加。住宅販売に先行する住宅建設業者の住宅販売見込みも、住宅バブル崩壊前の水準まで改善。供給面からみても、貸家・持家ともに空室率が1990年代の水準まで低下。先行き、住宅投資は回復基調が続く見込み。

◆人材不足がボトルネックに

一方、建設業では、時間当たり賃金の上昇ペースが加速しており、人材不足が住宅建設のボトルネックになっている可能性。先行き、供給制約のため、住宅市場の回復ペースは緩やかとなる見込み。

◆新政権の政策に注目

今後の注目点は、新政権の政策スタンス。財政支出の拡大により景気が押し上げられ、利上げペースが加速すれば、住宅ローン金利の上昇により住宅市場の回復が抑制される恐れ。一方、規制緩和により住宅ローンの審査要件が大幅に緩和されれば、2000年代半ばのように住宅市場の過熱を招く可能性も。足許では、住宅ローンの延滞は減少傾向をたどっているものの、今後の動向に注意が必要。



米国トピックス②：雇用・所得

労働市場の Slack が賃金上昇の重しに



◆賃金の上昇ペースは緩慢

時間当たり賃金は、2015年入り以降、上昇ペースが緩やかに拡大。内訳をみると、上昇率が拡大している業種がある一方、2%を下回る業種も多く、業種ごとの差が拡大。とりわけ、レジャー・外食では、人材不足を背景に上昇率が4%を上回っている状況。

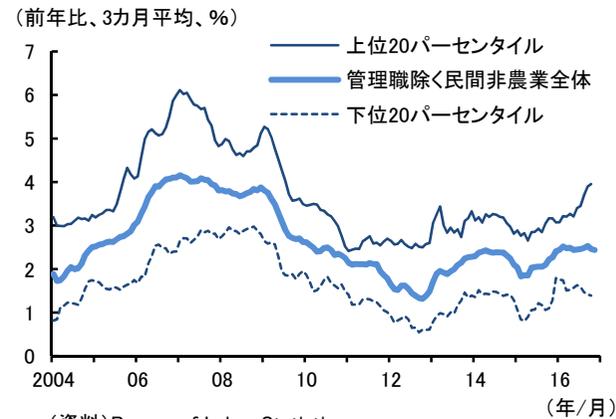
◆労働市場に Slack

先行き、賃金の上昇圧力は、景気回復に伴い徐々に高まる公算。もっとも、フルタイムの職に就けずにパートタイムに従事している人の割合が、2000年代前半よりも高水準にあるほか、男性の労働参加率が低水準にとどまるなど、雇用の質・量ともに改善の余地（Slack）があることから、賃金上昇ペースの加速は見込み難い状況。

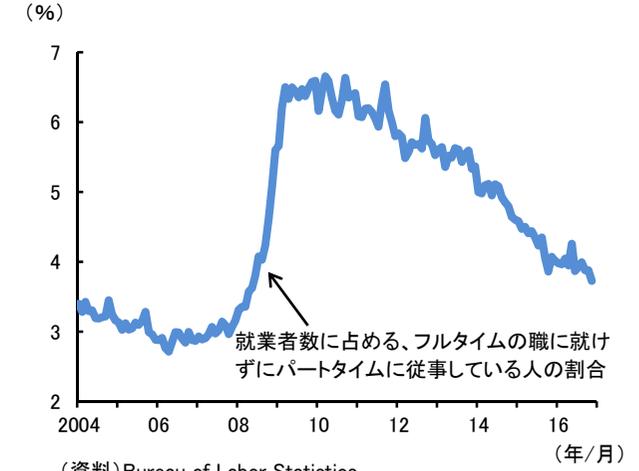
◆ミスマッチの行方が先行きを左右

一方で、雇用のミスマッチを主因に、Slackが解消しない段階から、賃金上昇圧力が高まるというシナリオも想定可能。ベバレッジ曲線を見ると、2010年以降、雇用のミスマッチが拡大。仮にミスマッチが固定化すれば、構造的な失業率が押し上げられることとなり、景気回復による労働需給のひっ迫が想定以上に進み、賃金の上昇ペースが加速する可能性も。

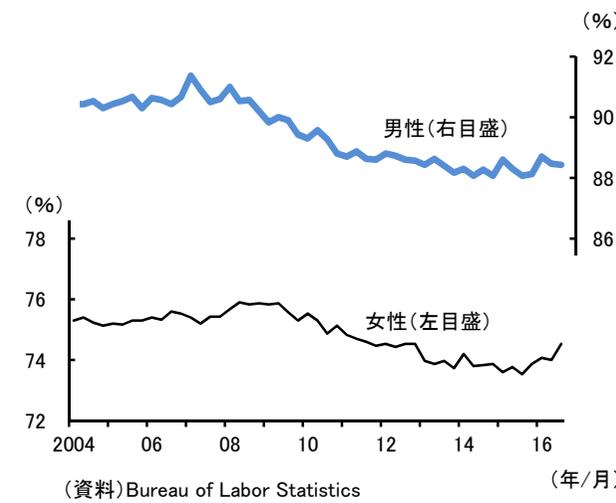
時間当たり賃金の上昇率



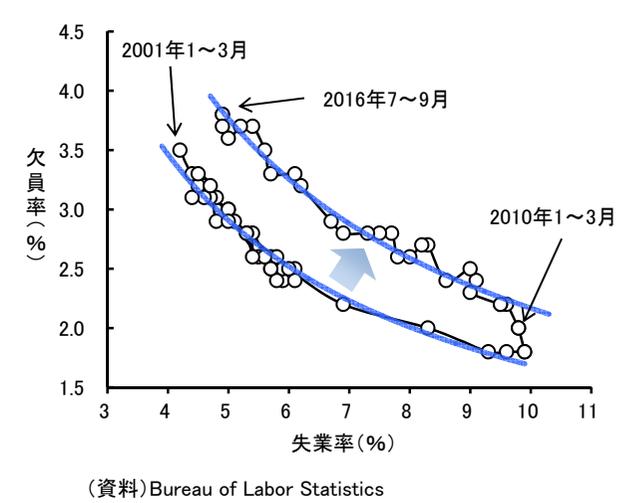
経済情勢を理由としたパートタイム従事者



労働参加率(25~54歳)



失業率と欠員率(ベバレッジ曲線)



■ 米国景気・金利見直し：

■ 自律的な景気回復に財政政策が加わり、成長ペースは加速へ

米国

欧州

原油

<景気見直し>

◆成長ペースは3%近くまで上昇

企業部門では、内外需要の回復により企業収益が改善するなか、設備投資が緩やかに持ち直し。

家計部門においても、雇用者数の増勢持続や労働需給の引き締まりに伴う賃金の伸びの高まりを背景に、個人消費は回復傾向が続く見込み。

新政権発足後は、減税やインフラ投資の実施により、2017年後半から個人消費や政府支出の増勢が加速。

この結果、成長ペースは3%近くまで高まっていく見直し。

<金利見直し>

◆緩やかに上昇も、不透明感が残存

F R Bは2016年12月のF O M Cで、F F金利の誘導目標レンジを0.50~0.75へ引き上げ。新政権の政策に対する不透明感が強いことや、労働市場にスラックが残っていることなどから、F R Bは年2回程程度の緩やかなペースで利上げを実施する見直し。

長期金利は、新政権の政策に不透明感が強く、当面、振れの大きい展開に。2017年春以降は、F R Bの利上げ観測の高まりに伴い上昇するとみられるものの、利上げペースが緩慢にとどまるなか、上昇ペースは緩やかとなる見込み。

米国経済・物価見直し

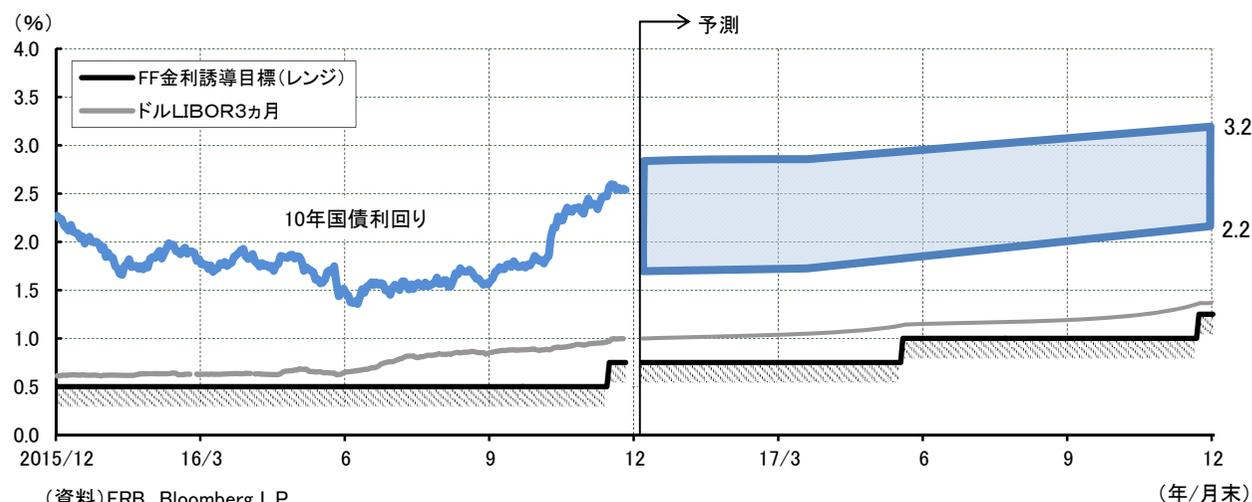
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2016年				2017年				2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
	(実績)				(予測)						
実質GDP	0.8	1.4	3.5	2.3	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	1.6	2.6
個人消費	1.6	4.3	3.0	2.5	2.6	2.8	2.8	2.8	3.2	2.7	2.8
住宅投資	7.8	▲ 7.8	▲ 4.1	5.2	5.0	4.5	4.3	4.7	11.7	4.6	2.8
設備投資	▲ 3.4	1.0	0.1	3.2	4.2	4.3	4.6	4.8	2.1	▲ 0.5	3.4
在庫投資(寄与度)	▲ 0.4	▲ 1.2	0.4	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	▲ 0.4	0.0
政府支出	1.6	▲ 1.7	0.8	0.4	0.1	0.5	0.7	0.9	1.8	0.8	0.3
純輸出(寄与度)	0.0	0.2	0.9	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.7	▲ 0.0	0.0
輸出	▲ 0.7	1.8	10.0	3.5	4.5	4.6	4.5	4.3	0.1	0.9	4.8
輸入	▲ 0.6	0.2	2.2	4.6	4.1	4.2	4.3	4.2	4.6	0.9	3.8
実質最終需要	1.2	2.7	2.9	2.1	2.5	2.6	2.7	2.8	2.4	2.0	2.6
消費者物価	1.1	1.0	1.1	1.6	2.4	2.2	2.5	2.5	0.1	1.2	2.4
除く食料・エネルギー	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4	1.8	2.2	2.3

(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。

米国金利見直し



(資料)FRB, Bloomberg L.P.

(年/月末)

FED WATCH:

今後の利上げペースはトランプ新政権の財政政策次第



◆政策金利見通しを上方修正

FRBは、2016年12月のFOMCで、FF金利の誘導目標レンジを1年ぶりに引き上げ。景気の現状判断を上方修正したほか、FOMC参加者による2017年の政策金利見通しの中央値は、年3回の利上げを想定する内容に。ただし、イエレン議長は、利上げ見通しの変化は軽微であると強調するなど、ハト派的な姿勢は変えず。

◆金融政策は財政政策の行方次第

今後の金融政策は、トランプ新政権の財政政策の行方に大きく左右される見通し。

メインシナリオでは、①新政権の財政拡大ペースが緩やかにとどまること、②保護主義や排外主義など新政権の政策に先行き不透明感が強いこと、③労働市場にスラックが残っていること、を背景に、年3回の利上げは実現せず、年2回にとどまると予想。

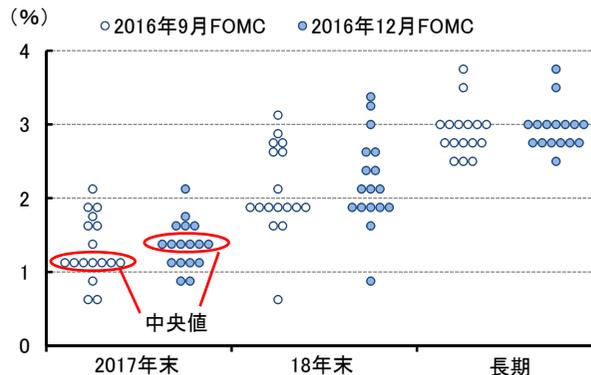
もともと、トランプ新政権の大幅な財政支出拡大を起点に需要が押し上げられ、GDPギャップの解消が前倒しされれば、インフレ圧力が急速に高まる可能性。今後、公約に近い形で財政政策が実施されれば、利上げペースは年4回まで加速。

FOMC声明(要旨)

今回(2016年12月13、14日)	景気判断・認識	前回(2016年11月1、2日)
<ul style="list-style-type: none"> ・前回合合以降に入手した情報は、引き続き労働市場が力強さを増し、経済活動は今年半ば以降、緩やかなペースで拡大していることを示唆。 ・雇用の伸びはここ数カ月間、堅調で、失業率は低下。家計支出は緩やかに増加したが、企業の設備投資は引き続き軟調。 ・インフレ率は今年の初めから上昇したが、それまでのエネルギーやエネルギー以外の輸入品の価格低下を一部反映し、目標を下回る水準で推移。市場ベースのインフレ見通しは大幅に上昇したが、依然として低く、調査に基づく長期的なインフレ期待はここ数カ月総じて横ばい。 ・インフレ率は、エネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な影響が剥落し、労働市場が一段と力強さを増すのに伴い、中期的に2%へ上昇していくと予想。経済見通しへの短期的なリスクはおおむね均衡しているようにみえる。物価指標と世界的な経済・金融情勢を、引き続き注意深く監視。 	<p>景気判断・認識</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・前回合合以降に入手した情報は、引き続き労働市場が力強さを増し、経済活動の拡大は今年前半に見られた緩慢なペースから上向いていることを示唆。 ・失業率はここ数カ月間あまり変化がないが、雇用の伸びは堅調。家計支出は緩やかに増加したが、企業の設備投資は引き続き軟調。 ・インフレ率は今年の初めからやや上昇したが、それまでのエネルギーやエネルギー以外の輸入品の価格低下を一部反映し、目標を下回る水準で推移。市場ベースのインフレ見通しは上昇したが、依然として低い状態が続き、調査に基づく長期的なインフレ期待はここ数カ月総じて横ばい。 ・インフレ率は、エネルギー価格や輸入物価の低下による一時的な影響が剥落し、労働市場が一段と力強さを増すのに伴い、中期的に2%へ上昇していくと予想。経済見通しへの短期的なリスクはおおむね均衡しているようにみえる。物価指標と世界的な経済・金融情勢を、引き続き注意深く監視。
<ul style="list-style-type: none"> ・労働市場の状況とインフレ率の実績と見通しを考慮して、FF金利の誘導目標レンジを0.5~0.75%に引き上げることを決定。金融政策の運営姿勢は引き続き緩和的で、労働市場の状況のさらにいくらかの引き締めと、2%のインフレへの回帰を支える。政策決定の投票で全ての委員が賛成。 	<p>金融政策</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・こうした状況を背景に、FF金利の誘導目標レンジを0.25~0.5%で維持することを決定。委員会は、FF金利引き上げの論拠は引き続き強まったと判断しているが、当面は委員会の目標に向けて進展を続けているというさら<i>に</i>いくつかの証拠を待つことに決めた。金融政策の運営姿勢は引き続き緩和的で、労働市場の状況の一段の改善と、2%のインフレへの回帰を支える。政策決定の投票での反対はジョージ・メスターの各委員。

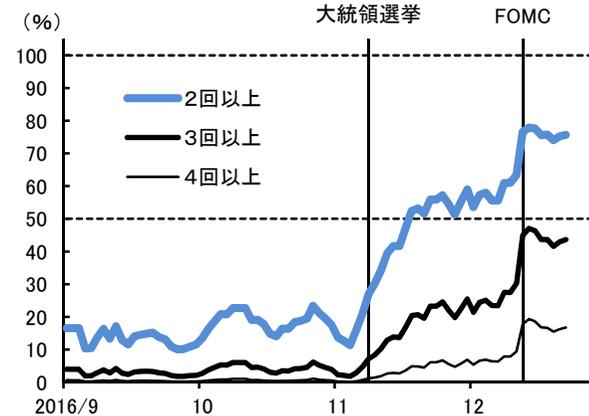
(資料)FRB発表資料をもとに日本総研作成

FOMC参加者の政策金利予測



(資料)FRB
(注)ポイント(O)は各FOMC参加者の予測値を示す。両FOMCで参加者の一人が長期の予測値を回答せず。

市場に織り込まれた2017年の利上げ回数



(資料)Bloomberg L.P.

ユーロ圏経済の現状：

企業・家計ともに回復が続く一方、イタリアでは政治リスクが拡大 米国 → 欧州 → 原油

<企業部門>

◆外需の回復やユーロ安が追い風に

ユーロ圏の鉱工業生産は夏場以降、やや水準を切り上げて推移。また、製造業PMIは12月に大きく上昇し、2011年半ば以来の高水準に。

新興国景気の底入れや11月入り後のユーロ安が、輸出関連企業を中心とした業況の回復に寄与していると判断。

<家計部門>

◆消費者マインドの改善が持続

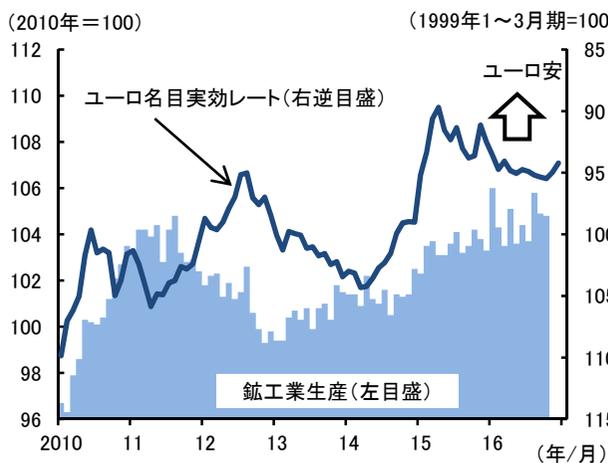
10月のユーロ圏小売売上数量は前月比+1.1%と大幅増加。消費者マインドも12月に向け改善の動きが強まっており、家計部門は底堅さを増す状況。

<イタリア政治情勢>

◆銀行救済による国民負担が焦点に

イタリアでは、12月4日に行われた国民投票で憲法改正案が否決され、レンツィ首相が辞任。その後、改革路線を引き継ぐジェンティローニ政権が発足したものの、政局の混乱を背景に大手銀行モンテ・パスキの増資計画が頓挫し、公的資金注入を余儀なくされる格好に。国民投票の結果を受け、総選挙の早期実施圧力が強まるなか、EUのバイルイン規則により同行劣後債を保有する国民に負担が生じれば、反EU感情が一段と高まり、ポピュリズム政党が政権を握る可能性も否定できず。

ユーロ圏の鉱工業生産と為替レート



(資料)Eurostat, ECB

ユーロ圏のPMI



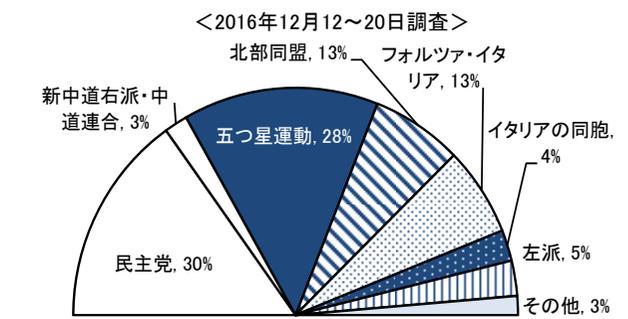
(資料)Markit

ユーロ圏の消費者マインドと小売売上数量



(資料)DG ECFIN, Eurostat
(注)小売売上高は、自動車を除く数量ベース。

イタリアの政党支持率



(資料)Demos&Pi e Demetra
(注1)「今日選挙が行われた場合、どの党に投票するか」について聞いたもの。
(注2)現連立与党は、民主党、新中道右派、中道連合(白抜き部分)。五つ星運動、北部同盟、イタリアの同胞が反EUを主張。

ユーロ圏トピックス：雇用・所得環境

失業率は引き続き改善も、実質所得は伸び悩みが続く見込み

米国

欧州

原油

◆失業率は順調に低下

ユーロ圏の失業率は、2013年半ばをピークに低下傾向が持続。足許では10%を下回り、09年以来の水準まで改善。また、企業の採用見通しをみると、16年半ば以降、「増加」超幅が大きく拡大しており、先行きも雇用環境の改善が続く見込み。

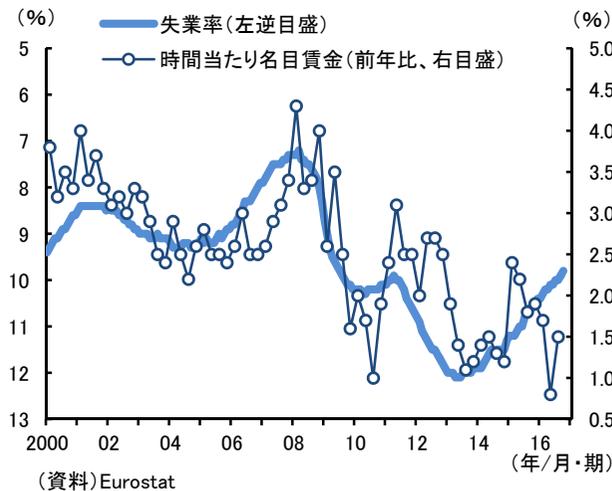
ただし、失業率の改善状況は国ごとに差異がある点に留意が必要。労働市場改革が実を結ぶスペインでは、失業率が順調に低下。一方、改革が道半ばのフランスやイタリアでは、依然として失業率が大きく低下する局面には至っておらず、雇用環境の厳しさが残存。

◆賃金の伸び悩みや物価上昇が懸念

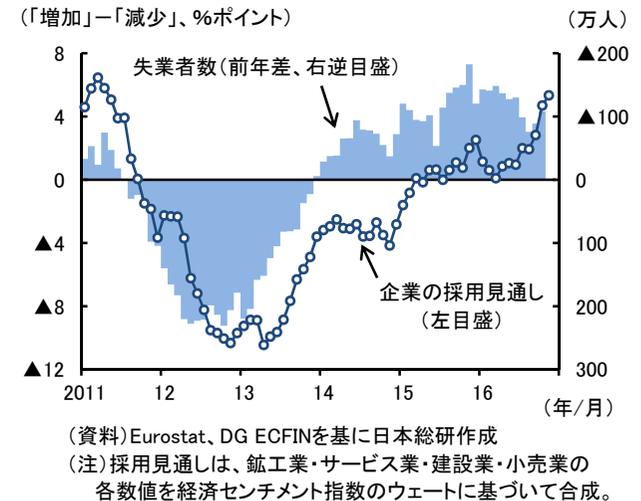
また、ユーロ圏では失業率の低下が続くなかでも、依然として賃金が伸び悩み。加えて、2016年春以降、原油価格の持ち直しを主因とした物価の上昇が、実質ベースでみた所得の下押し要因に。

以上を踏まえると、雇用者数の拡大が続くなかでも、賃金の伸び悩みや物価の上昇が重石となり、所得環境の改善ペースは緩やかにとどまる見込み。

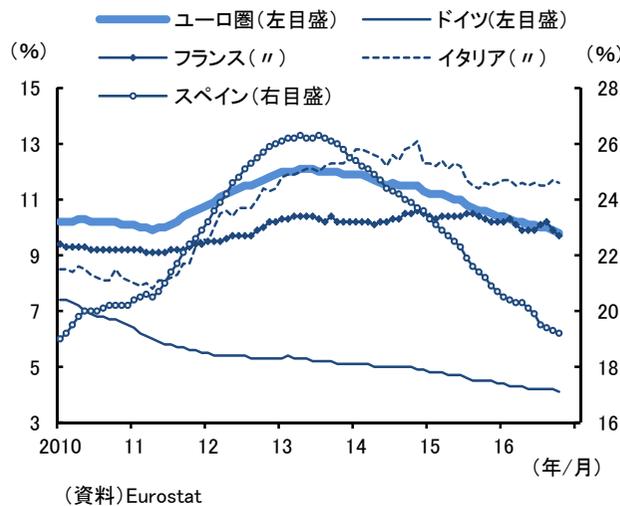
ユーロ圏の失業率と時間当たり名目賃金



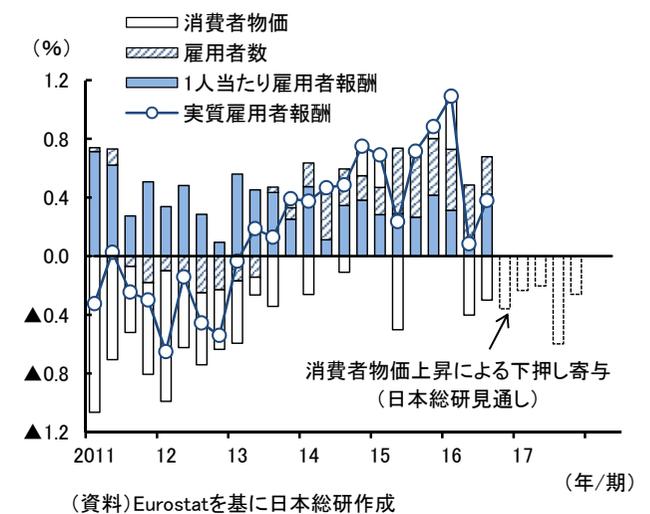
ユーロ圏の失業者数と企業の採用見通し



ユーロ圏主要国の失業率



ユーロ圏の実質雇用者報酬(前期比)



英国経済：

足許にかけて底堅く推移も、徐々に減速感が強まっていく見通し

米国

欧州

原油

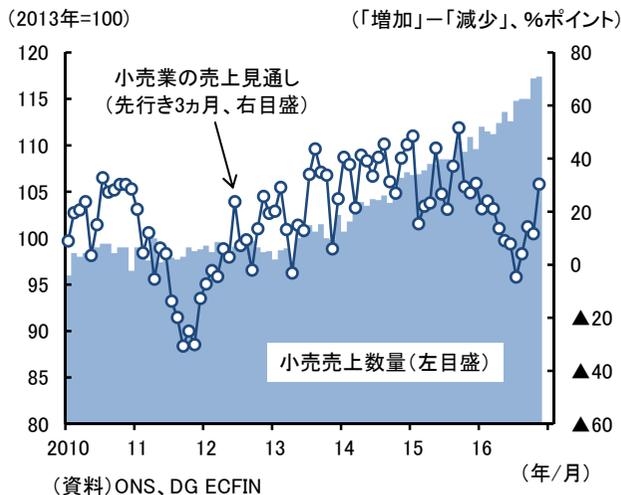
<家計部門>

◆足許堅調も、先行き懸念は拭えず

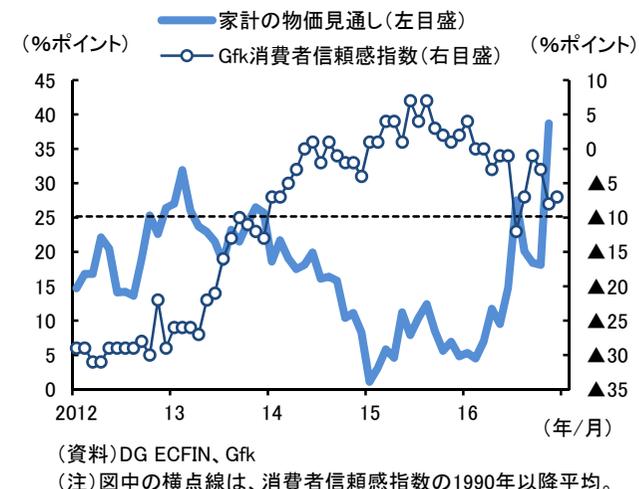
11月の小売売上数量は前月比+0.2%と、増勢が持続。小売業の売上見通しは、7月に「減少」超に転じていたものの、その後は持ち直しの動きが強まる状況。

一方、足許で消費者マインドが再び弱含み。10月にかけてやや落ち着きを取り戻していた家計の物価見通しが11月に大きく上昇しており、ポンド安や原油価格の持ち直しを受けた物価上昇懸念の高まりが、消費者マインドの下押しに作用し始めている可能性。

英国の小売売上数量と小売業の売上見通し



英国の消費者マインドと家計の物価見通し



<企業部門>

◆投資意欲の低迷が持続

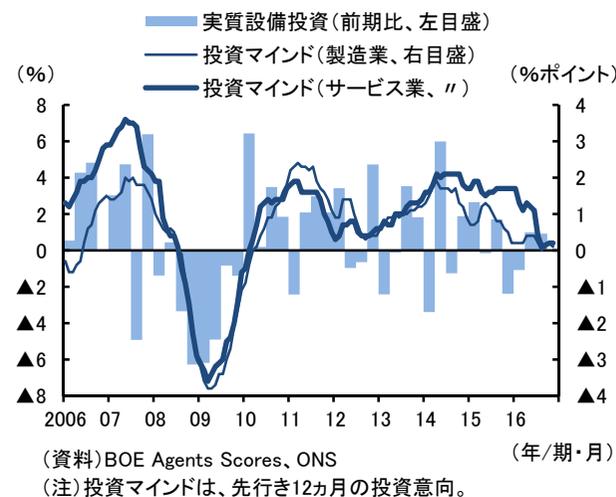
企業の投資マインドは、製造業・サービス業ともに低迷が続いており、設備投資の先行きに懸念が強まる状況。

<住宅市場>

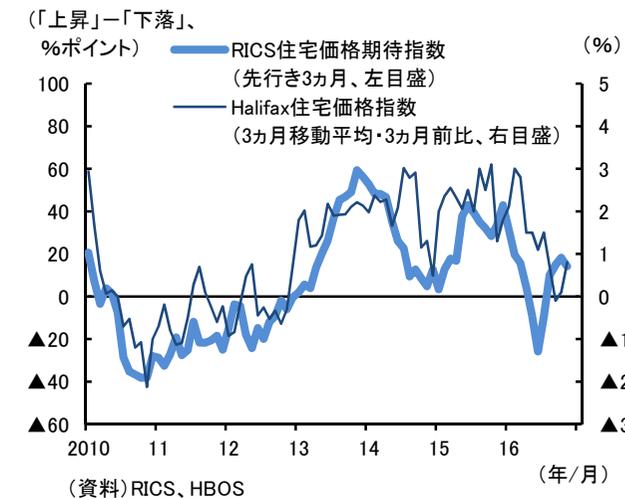
◆住宅価格は伸び悩みが続く見通し

英国の住宅価格見通しは、国民投票後の大幅な落ち込みから持ち直し。もともと、2016年初めの水準を回復したに過ぎず、先行き、これまでのような住宅価格の高い伸びは期待薄。

英国の設備投資関連指標



英国の住宅価格指数と住宅価格見通し



欧州経済見通し：

ユーロ圏、英国ともに低成長が長期化

米国

欧州

原油

<ユーロ圏：景気見通し>

◆緩やかな成長ペースが持続

ユーロ圏景気は、ECBの積極的な金融緩和や新興国・資源国景気の底入れなどが下支えに作用。もともと、賃金の伸び悩みや原油価格の持ち直しを受けた物価の上昇が、実質所得の下押し要因に。先行き、所得環境の改善ペースの鈍化が個人消費の重石となり、1%台前半から半ばの成長ペースが続く見通し。

インフレ率は、原油価格下落の影響はく落が押し上げに作用するものの、景気の回復力が力強さを欠くなか、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>

◆成長ペースは鈍化方向へ

英国景気は、EU離脱に伴う政治・経済をめぐる先行き不透明感が根強く残るなか、設備投資や個人消費の下振れを背景に、2017年半ばにかけて減速感が強まる見込み。その後は、徐々に持ち直しに転じると見込まれるものの、回復ペースは緩慢にとどまる見通し。

インフレ率は、景気の減速が物価抑制に作用するものの、原油安の影響はく落やポンド安などから、物価押し上げ圧力が徐々に強まっていく公算。

欧州各国経済・物価見通し

(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

		2016年				2017年				2015年	2016年	2017年
		1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
		(実績)				(予測)				(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	2.0	1.2	1.4	1.2	1.2	1.3	1.5	1.6	1.9	1.6	1.3
	消費者物価指数	0.1	▲0.1	0.3	0.7	1.3	1.1	1.4	1.3	0.0	0.2	1.3
ドイツ	実質GDP	2.9	1.7	0.8	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6	1.5	1.7	1.3
	消費者物価指数	0.1	0.0	0.4	0.9	1.5	1.3	1.4	1.3	0.1	0.4	1.4
フランス	実質GDP	2.4	▲0.6	1.0	0.8	0.9	1.0	1.3	1.4	1.2	1.0	0.9
	消費者物価指数	0.0	0.1	0.4	0.7	1.2	1.1	1.2	1.2	0.1	0.3	1.2
英国	実質GDP	1.4	2.6	2.3	1.3	0.7	0.8	1.0	1.2	2.2	2.0	1.2
	消費者物価指数	0.3	0.4	0.7	1.3	2.0	2.3	2.6	2.6	0.0	0.7	2.4

(資料)Eurostat、ONSなどを基に日本総研作成

2016年12月のECB理事会の決定事項

- ・政策金利は全て据え置き
- ・資産買入期間を、2017年3月末から12月末へ延長
- ・2017年4月以降、資産買入規模を800億ユーロから600億ユーロへ減額
- ・見通しが悪化した場合、あるいは、金融情勢がインフレの道筋の持続的な調整に向けたさらなる改善と矛盾するものとなった場合には、資産買入の規模・期間を拡大する可能性
- ・必要に応じて、預金ファシリティ金利（現在▲0.4%）を下回る利回りの資産買入を許容
- ・買入対象債券の残存償還期間の条件を、2年から1年に緩和
- ・買入証券の償還分については、同額を再投資

(資料)ECBを基に日本総研作成

【ホット・トピック】

◆ECBのテーパリングにはなお時間

ECBが12月8日の理事会で、資産買入規模の縮小を決定したことから、一部市場では実質的にテーパリングに踏み切ったとの見方が台頭。もともと、ドラギ総裁は理事会後の記者会見で、「テーパリングは議論していない」、「見通しが悪化した場合には資産買入の規模・期間を拡大する用意がある」と強調。

ユーロ圏では、基調的なインフレに上振れの兆候がみられないほか、政治リスクや銀行部門の脆弱さなど下振れ懸念が大きく、ECBは当面、資産買入規模をゼロに減らしていく本格的なテーパリングには距離を置く姿勢を維持する見通し。

欧州金利見通し：

ECB・BOEともに、景気・物価動向を見極める姿勢

米国

欧州

原油

<ユーロ圏：金利見通し>

◆ ECBの緩和姿勢は変わらず

ECBは2017年4月以降、資産買入規模を800億ユーロから600億ユーロへ減額。ただし、少なくとも17年末まで月600億ユーロの資産買入が続くこと、見通しが悪化した場合には買入規模・期間を拡大する用意があると強調していることなどから、積極的な金融緩和姿勢に変化はないと判断。当面、下振れリスクに注意を払いながら、物価動向や金融情勢を見極める姿勢を維持する見込み。

独10年債利回りは、基調的な物価の伸びが緩慢にとどまるもと、ECBの国債買入による需給面からの金利低下圧力も加わり、0%台前半から半ばを中心とした推移が続く見通し。

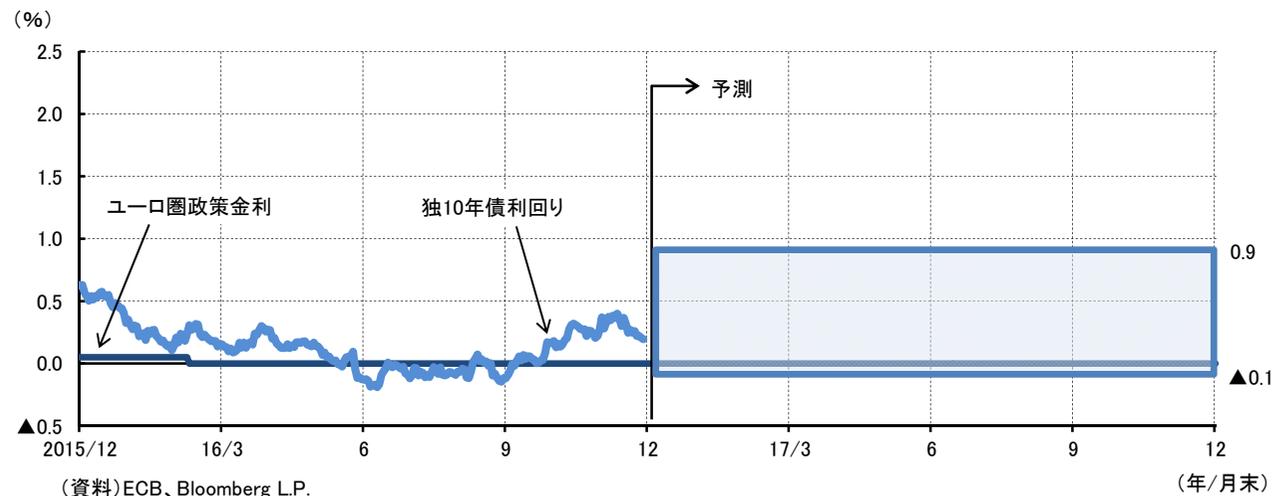
<英国：金利見通し>

◆ BOEは様子見姿勢を維持

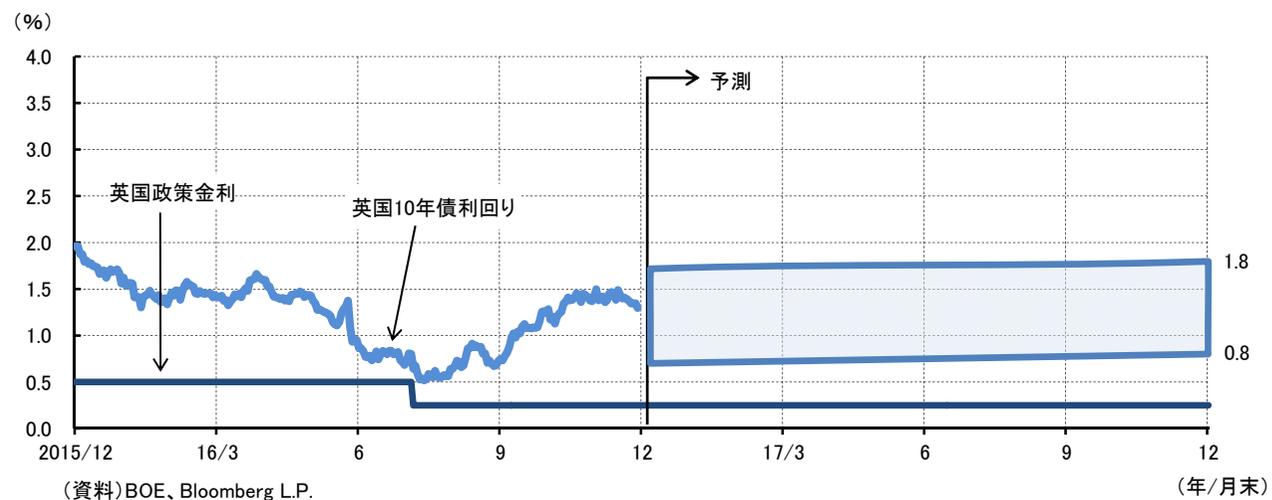
BOEは、EU離脱をめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気の下振れを懸念しつつも、ポンド安によるインフレの高進を警戒し、追加利下げには慎重な姿勢を維持する見込み。

英10年債利回りは、ポンド安による物価の上昇が金利押し上げ圧力となるものの、景気の減速による金利抑制が勝り、今後の金利上昇余地は限定的となる見通し。

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

懸念材料は残るものの、緩やかに上昇していく見通し

米国 欧州 原油

＜原油市況＞

◆減産合意を受け、50ドル超へ上昇

12月のWT I原油先物価格は、11月30日のOPEC加盟国の減産合意を好感し、月初に51ドル台まで上昇。その後は、ドル高の進行や米原油在庫の増加が重石となる場面もみられたものの、ロシアなど非OPEC加盟国への減産合意の拡大や、OPEC加盟国高官による減産合意順守姿勢などから、月末近くには50ドル台半ばまで続伸。

＜投機筋・投機資金の動向＞

◆投機筋の買い越し幅は大きく拡大

投機筋の買い越し幅は、OPEC加盟国・非加盟国の減産合意を受け、2014年7月以来の水準まで急拡大。

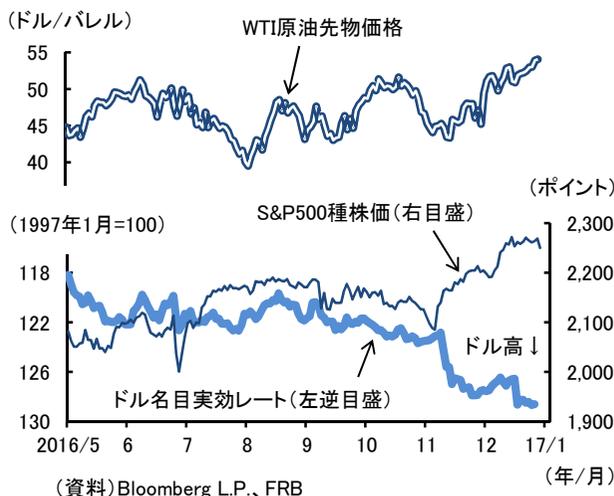
＜原油価格見通し＞

◆緩やかに上昇していく見通し

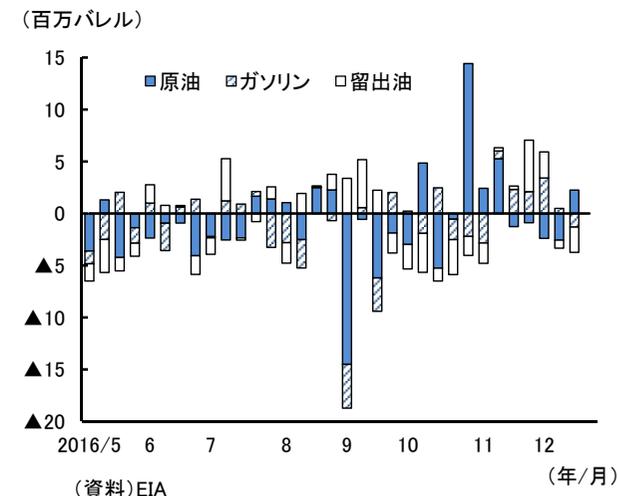
WT I原油先物価格は、米国景気の回復基調の強まりや新興国景気の底入れ、OPECやロシアによる減産が価格押し上げに作用するほか、中東や北アフリカをめぐる地政学リスクの残存が価格上振れ要因に。

一方で、米シェールオイル生産の持ち直しによる米原油在庫の高止まり懸念や、OPECによる減産合意の実効性に対する懐疑的な見方などが、価格抑制に作用。

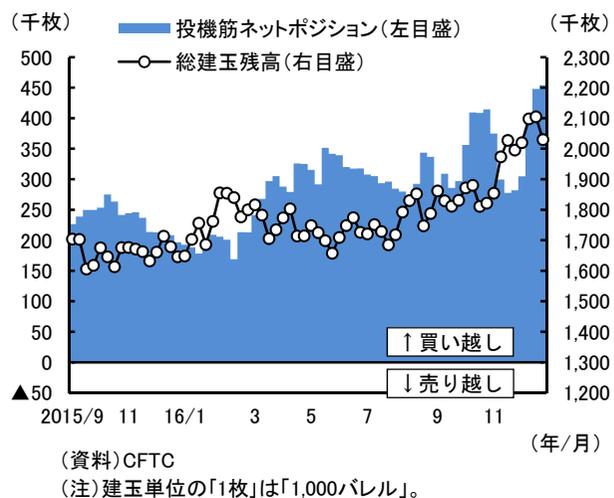
原油価格と株価・為替レート



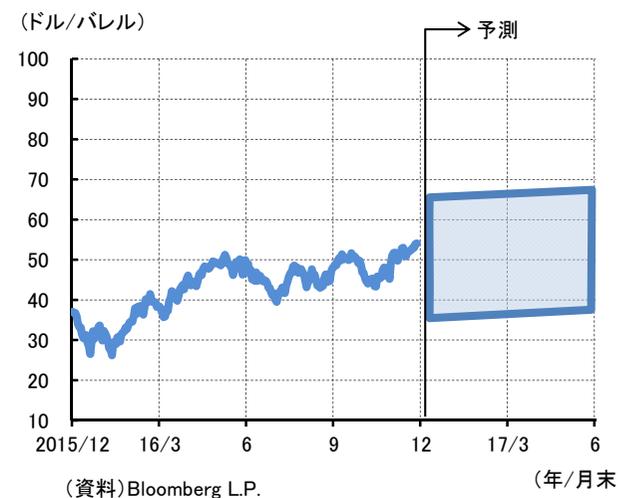
米国の原油・石油製品在庫(前週差)



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



原油市場動向：OPEC減産合意と米シェールオイル生産

米シェールオイルの増産観測の強まりが、価格抑制要因に

米国

欧州

原油

◆需給バランスの改善期待に高まり

11月30日のOPEC加盟国の減産合意に続き、12月10日には非OPEC加盟国も減産で合意。

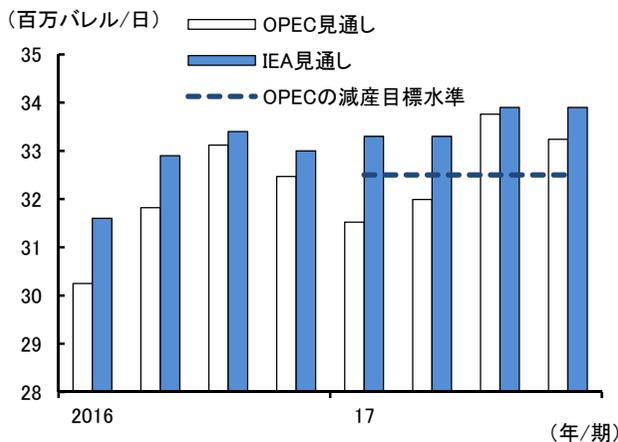
IEAおよびOPECが12月に公表した世界の原油需給見通しを踏まえると、OPEC加盟国が目標水準（日量3,250万バレル）まで減産した場合、遅くとも2017年後半には需要超過に転じる見込み。さらに、非OPEC加盟国の減産（日量55.8万バレル）が加われば、需給バランスの改善が一段と加速する可能性。

◆原油価格の上昇ペースは緩やかに

もともと、2016年春先の原油価格の底入れを背景に、米国の石油リグ稼働数や原油生産量の回復傾向が明確化。シェールオイルの主要生産地域であるナイオブララを管内に有するカンザスシティ連銀の調査によると、足許のエネルギー企業の採算水準はWTI原油先物価格で53ドル前後となっており、原油価格が50ドル台半ばを上回る水準まで持ち直せば、シェールオイルの増産ペースが加速する公算。

このため、OPEC加盟国などの減産が着実に進んだ場合、原油価格の上振れ期待が高まると予想されるものの、同時にシェールオイル増産への警戒感が上値の抑制に作用し、結果として原油価格の上昇ペースは緩やかにとどまる見通し。

需給均衡に必要なOPEC加盟国の生産量



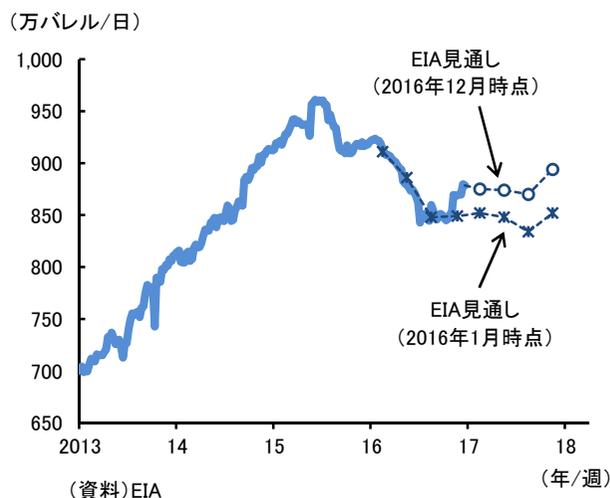
(資料)OPEC、IEAを基に日本総研作成
(注)OPEC見通しは12月14日、IEA見通しは12月13日公表。

原油価格と米国の石油掘削設備(リグ)稼働数



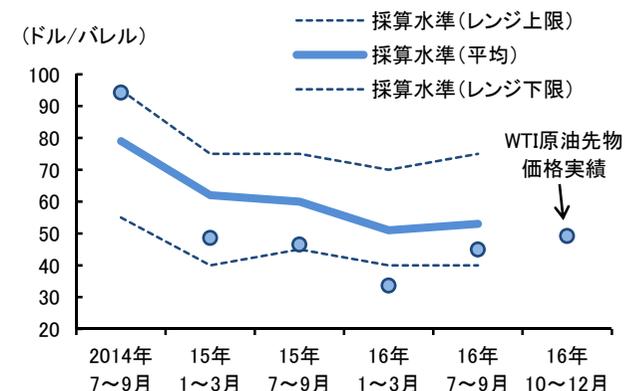
(資料)Bloomberg L.P.、Baker Hughes

米国の原油生産量



(資料)EIA

エネルギー企業の採算水準(カンザスシティ連銀調べ)



(資料)Federal Reserve Bank of Kansas City、Bloomberg L.P.
(注)カンザスシティ連銀管内に拠点または本社があるエネルギー企業を対象としたアンケート調査の結果。

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)
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	1.62	3733.80	54.63	1199.88
15/5	120.84	134.80	1.1157	0.0693	0.17	0.41	19974.19	0.12	0.28	2.20	18124.71	2111.94	▲ 0.11	▲ 0.01	0.58	1.93	3617.87	59.37	1198.89
15/6	123.68	138.96	1.1235	0.0717	0.17	0.47	20403.84	0.13	0.28	2.36	17927.22	2099.28	▲ 0.12	▲ 0.01	0.83	2.06	3521.77	59.83	1182.45
15/7	123.33	135.63	1.0999	0.0740	0.17	0.44	20372.58	0.13	0.29	2.32	17795.02	2094.14	▲ 0.12	▲ 0.02	0.76	2.01	3545.10	50.93	1130.72
15/8	123.06	137.11	1.1145	0.0764	0.17	0.38	19919.09	0.14	0.32	2.16	17061.59	2039.87	▲ 0.12	▲ 0.03	0.67	1.87	3444.41	42.89	1119.42
15/9	120.09	134.95	1.1237	0.0734	0.17	0.36	17944.22	0.14	0.33	2.16	16339.95	1944.40	▲ 0.14	▲ 0.04	0.68	1.85	3165.46	45.47	1125.38
15/10	120.16	134.81	1.1220	0.0761	0.17	0.31	18374.11	0.12	0.32	2.06	17182.28	2024.81	▲ 0.14	▲ 0.05	0.55	1.81	3275.48	46.29	1157.86
15/11	122.63	131.56	1.0729	0.0781	0.17	0.31	19581.77	0.12	0.37	2.26	17723.77	2080.62	▲ 0.14	▲ 0.09	0.55	1.94	3439.57	42.92	1084.99
15/12	121.58	132.51	1.0899	0.0749	0.17	0.30	19202.58	0.24	0.53	2.23	17542.85	2054.08	▲ 0.20	▲ 0.13	0.60	1.88	3288.63	37.33	1068.82
16/1	118.29	128.54	1.0867	0.0745	0.17	0.22	17302.30	0.34	0.62	2.08	16305.25	1918.60	▲ 0.24	▲ 0.15	0.51	1.74	3030.50	31.78	1096.42
16/2	114.67	127.31	1.1104	0.0325	0.11	0.02	16346.96	0.38	0.62	1.77	16299.90	1904.42	▲ 0.24	▲ 0.18	0.23	1.44	2862.59	30.62	1201.08
16/3	112.95	125.83	1.1142	-0.0027	0.10	-0.06	16897.34	0.36	0.63	1.88	17302.14	2021.95	▲ 0.29	▲ 0.23	0.22	1.47	3031.42	37.96	1243.96
16/4	109.58	124.25	1.1339	-0.0366	0.08	-0.09	16543.47	0.37	0.63	1.80	17844.37	2075.54	▲ 0.34	▲ 0.25	0.18	1.48	3031.18	41.12	1242.08
16/5	109.00	123.13	1.1298	-0.0589	0.06	-0.11	16612.67	0.37	0.64	1.80	17692.32	2065.55	▲ 0.34	▲ 0.26	0.16	1.44	2983.70	46.80	1256.37
16/6	105.46	118.55	1.1242	-0.0553	0.06	-0.16	16068.81	0.38	0.65	1.64	17754.87	2083.89	▲ 0.33	▲ 0.27	0.01	1.18	2910.80	48.85	1276.23
16/7	104.09	115.17	1.1064	-0.0430	0.06	-0.26	16168.32	0.39	0.70	1.49	18341.18	2148.90	▲ 0.33	▲ 0.30	-0.09	0.79	2919.08	44.80	1339.84
16/8	101.31	113.51	1.1205	-0.0434	0.06	-0.09	16586.07	0.40	0.81	1.56	18495.19	2177.48	▲ 0.34	▲ 0.30	-0.07	0.61	2992.87	44.80	1338.44
16/9	101.83	114.18	1.1214	-0.0515	0.06	-0.05	16737.04	0.40	0.85	1.62	18267.40	2157.69	▲ 0.34	▲ 0.30	-0.05	0.77	3012.09	45.23	1326.45
16/10	103.85	114.48	1.1024	-0.0368	0.06	-0.06	17044.51	0.40	0.88	1.75	18184.55	2143.02	▲ 0.35	▲ 0.31	0.04	1.04	3042.33	49.94	1265.84
16/11	108.63	117.09	1.0786	-0.0492	0.06	-0.01	17689.54	0.41	0.91	2.15	18697.33	2164.99	▲ 0.35	▲ 0.31	0.24	1.34	3026.40	45.76	1234.22
16/12	116.06	122.32	1.0541	-0.0431	0.06	0.06	19059.32	0.52	0.97	2.49	19704.13	2246.90	▲ 0.35	▲ 0.32	0.30	1.40	3199.50	52.00	1150.01

(注) 2016年12月は、12月28日までの月中平均値。