
欧米経済展望

2017年2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2017年2月1日時点で利用可能な情報をもとに作成しています。

米国景気は景気回復持続も、輸出の先行きに懸念

< GDP >

◆景気回復が持続

米国の2016年10～12月期実質GDP（速報値）は前期比年率+1.9%と、前期の同+3.5%から伸びが鈍化。もっとも、個人消費は同+2.5%と堅調に増加。成長下振れは内需の持ち直しに伴う輸入増による影響が大きく、総じてみると米国景気は回復の動きが持続。

< 企業部門 >

◆機械投資が持ち直し

GDPの内訳をみると、設備投資のプラス寄与が拡大し、回復が遅れていた機械投資が5四半期ぶりに増加。

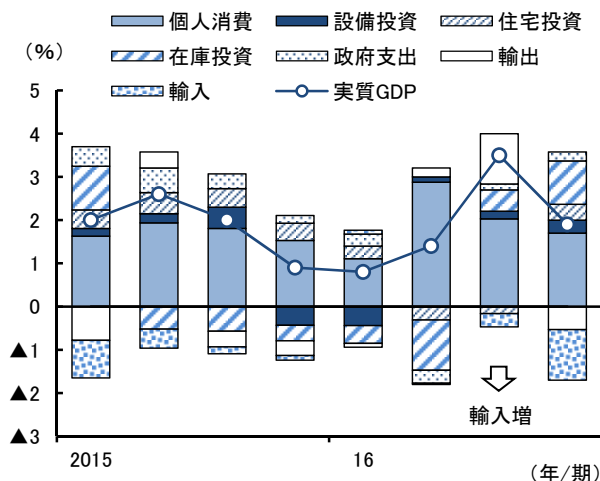
企業マインドも製造業・非製造業ともに改善。とりわけ、ISM製造業景況指数は、新規受注指数が大きく持ち直しており、先行き、企業活動は改善が続く見込み。

< 輸出 >

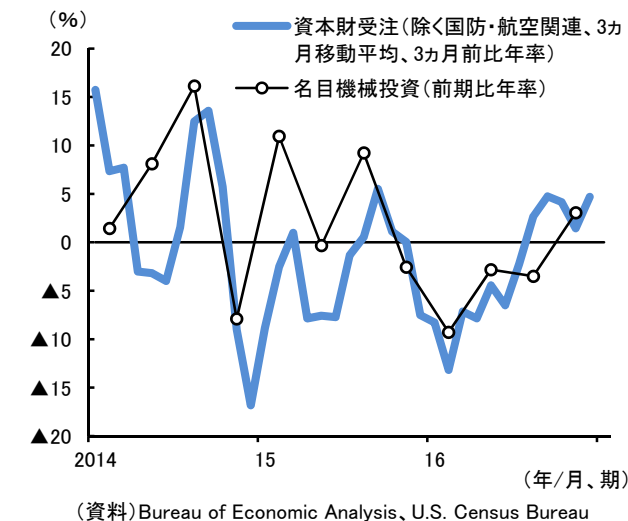
◆保護主義の行方に懸念

一方、輸出は減少に転化。夏場に大豆の輸出が急増し、7～9月期の輸出が大きく上振れた反動が主因であるものの、その他の輸出もやや弱含み。先行き、米国輸出は、海外景気の持ち直しに伴い緩やかな増加基調をたどると見込まれるものの、ドル高が輸出の下押しに作用する見込み。さらに、トランプ政権の保護主義が世界的な貿易取引の停滞を招けば、米国の輸出にも負の影響が及ぶ恐れ。

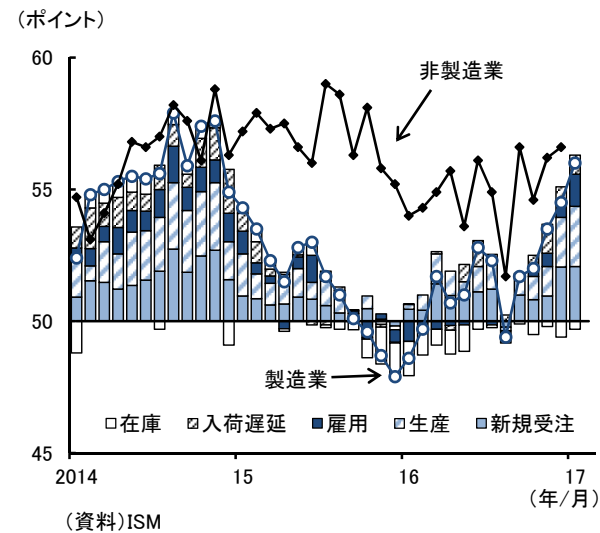
実質GDP成長率(前期比年率)



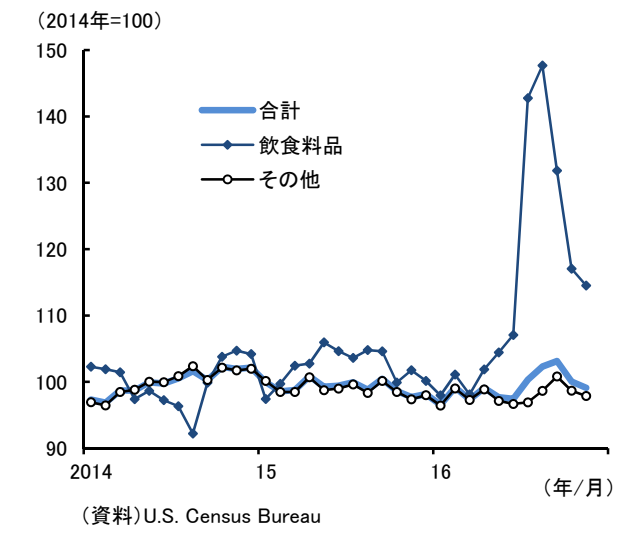
資本財受注と機械投資



ISM景況指数



実質輸出



所得環境の底堅さと財政政策への期待が消費を下支え

<家計部門>

◆物価・賃金ともに緩やかに加速へ

2016年12月のCPIは前年同月比+2.1%と上昇ペースが加速。

内訳をみると、原油価格の持ち直しによるエネルギー物価の上昇がプラスに寄与した一方、コア指数の伸びは横ばい。

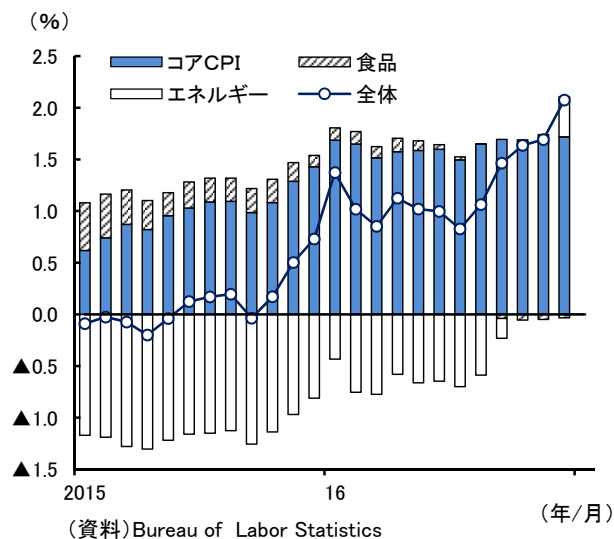
労働市場では、失業率が自然失業率前後まで低下し、労働需給がひっ迫し始めるなか、単位労働コストの伸び率が徐々に高まりつつある状況。先行き、労働需給のひっ迫度合いが増すのに伴い、賃金面からの物価上昇圧力が徐々に高まる見込み。

物価と名目賃金の上昇ペースがともに緩やかに加速するため、実質可処分所得の伸びはほぼ横ばいで推移する見込み。こうした所得環境の底堅さが、今後も個人消費の下支えに寄与する見通し。

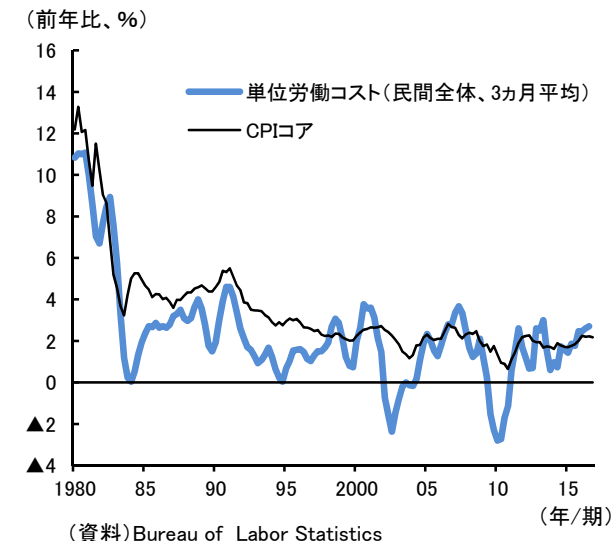
◆政策期待も消費拡大を後押し

大統領選後、消費者マインドが大幅に改善。消費者の先行き見通しをみると、税率の引き下げや株価の上昇を見込む消費者が増加。トランプ政権の減税やインフラ投資などの財政政策への期待が消費者マインドの改善に寄与している模様であり、この動きが続けば、先行きの消費拡大を後押しする見込み。

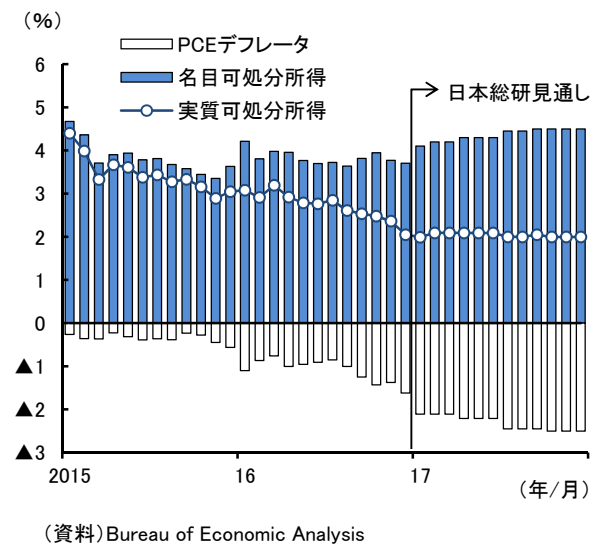
消費者物価指数(前年比)



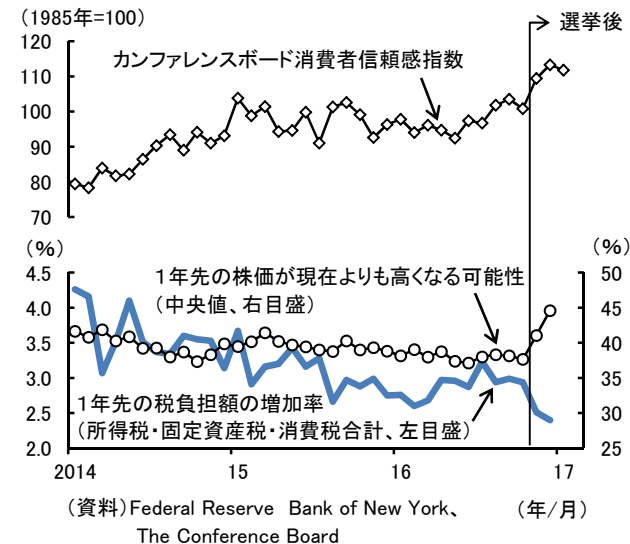
単位労働コストとCPIコア



実質可処分所得(前年比)



消費者マインド



トピックス①：大統領就任直後から保護主義・排外主義に傾倒

◆就任演説では「米国第一主義」を強調

トランプ大統領は、1月20日の就任演説で、選挙戦のスローガンである「米国第一主義」を強調。同日に公表された政策一覧でも、輸入を制限するなどの保護主義によって米国の製造業を復活させ、雇用・賃金増を実現することを繰り返し主張。さらに、就任直後の大統領令等を通じて、貿易や安全保障の分野で保護主義・排外主義的な政策に着手。こうした就任直後の動きからは、保護主義・排外主義に傾倒する政権像が浮き彫りに。

◆足許では成長下押し懸念が勝る状況

保護貿易は、企業マインドの悪化や相手国の対抗措置発動による米国輸出の減少を通じて景気下押しに作用する恐れ。

反対論の強い外国人の入国規制を含む安全保障強化策は、労働力の量的質的な不足を引き起こす可能性。米国の移民は人口の14%を占める貴重な人的資本となっているため、排外主義の強まりが中長期的な米国の成長力の低下を招く恐れも。

◆景気の先行きは議会との調整次第

もっとも、こうした貿易や安全保障は、政策実現の手続き上、大統領権限で実施しやすい分野。一方、減税やインフラ投資などの財政政策は、議会での立法が必要。共和党議会との調整により、財政政策の規模は公約に比べ圧縮される見込みながら、2月の予算教書の発表などを経て具体的な政策が明らかになるにつれ、財政政策による景気押し上げ期待が再び高まっていく見通し。

就任演説要旨(1月20日)

| |
|------------------------------|
| 政治の権限をワシントンの一部のグループから国民に戻す |
| 貿易、税、移民、外交政策において、米国第一主義を採用する |
| 保護主義により、国内の雇用、国境、富、夢を取り戻す |
| 米国製品を買い、米国人を雇用させる |
| 新しい道、高速道路、橋、空港、トンネル、鉄道をつくる |
| 人々を生活保護から切り離し、再び仕事に就かせる |

(資料)各種資料を基に日本総研作成

大統領府HPに公表した政策一覧(1月20日)

| |
|---|
| 米国第一エネルギー計画 米国のエネルギー資源を最大限活用し、輸入原油への依存をなくす。規制撤廃により労働者の賃金を7年間で300億ドル増やす。 |
| 米国第一外交政策 ISISなどの過激イスラム組織を根絶。 |
| 雇用の回復と成長 10年間で2500万人の雇用を作り、年率4%の成長率を実現。全ての税区分で税率を引き下げ、税制を簡素化し、法人税を引き下げ。 |
| 米軍を再び強化 米軍を再建。 サイバー攻撃への対応を強化。 |
| 法執行のために立ち上がる 不法移民の流入を止めるために壁を建設。 犯罪歴のある不法移民を強制送還。 |
| 全ての米国人のための貿易交渉 TPPから離脱。 NAFTAは再交渉。相手国が公正な交渉を拒んだ場合は脱退を通告。 |

(資料)大統領府HPを基に日本総研作成

主な大統領令等

| 署名日 | 分野 | 内容 |
|-------|-------|----------------------------------|
| 1月20日 | 医療 | オバマケアの見直し |
| 1月23日 | 社会 | 妊娠中絶推進団体への支援停止 |
| | 貿易 | TPP離脱 |
| | 貿易 | NAFTA再交渉(表明のみ) |
| | 貿易 | 国境税(表明のみ) |
| 1月24日 | エネルギー | キーストーン、ダコタパイプライン建設 |
| 1月25日 | 安全保障 | メキシコ国境の壁建設 |
| | 安全保障 | 移民流入規制強化 |
| 1月27日 | 安全保障 | 中東7カ国の市民の入国を30日間禁止、難民受け入れ120日間停止 |
| 1月28日 | 安全保障 | ISIS掃討 |
| | 行政 | 政府職員に退職後5年間のロビー活動を禁じる |
| 1月30日 | 規制 | 連邦規制削減 |

(資料)各種資料を基に日本総研作成

選挙戦での公約とその進捗状況

| | 内容 | 実現方法 | 進捗有 |
|--------|---|----------------------|--------|
| 法人税 | ・法人税率を35%から15%に引き下げ ・海外利益を米国内に還流時の課税は10% | 議会立法 議会立法 | |
| 所得税 | ・税率区分を7から3に簡素化、全区分で減税 ・育児や介護費用を税額控除 | 議会立法 議会立法 | |
| インフラ投資 | ・10年で1兆ドル | 議会立法 | |
| 金融 | ・ドッド=フランク法全廃 | 議会立法 | |
| 環境 | ・パリ協定脱退 ・環境規制撤廃 ・キーストーンパイプライン建設を承認 | 事前通知 議会立法 法案承認 | ✓ |
| 医療 | ・オバマケアの見直し | 議会立法 | ✓ |
| 貿易 | ・TPP離脱 ・NAFTA再交渉 | 大統領権限 大統領権限 | ✓ ✓ |
| 為替 | ・中国を為替操作国に認定 | 財務省認定 | |

(資料)各種資料を基に日本総研作成

トピックス②：トランプ政権のインフラ投資に過度な期待は禁物

トランプ政権が公約に掲げるインフラ投資は10年間で1兆ドル。年間1,000億ドルの投資が実現すれば、2017年のインフラ投資は15年対比で13%、GDPは同0.6%上振れる計算。

◆財源確保に不透明感

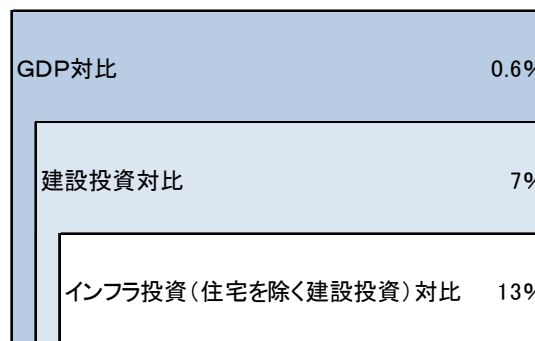
もっとも、共和党主流派の支配する議会は、財政収支の大幅な悪化に反対姿勢。赤字拡大を避けるために民間資金の呼び込んだとしても、収益性の低い道路や橋などへの投資には十分な資金が集まらない恐れ。また、新政権は、エネルギー生産の促進に伴う歳入増加分を公共インフラの再建にあてるとしているものの、具体的な規模は未知数。

以上を踏まえると、インフラ投資の規模は公約から大きく下振れ、GDPに対する押し上げ効果は、年間0.1~0.2%程度にとどまる見込み。このため、老朽化が進む公共インフラの改善は期待薄。

◆供給制約もハードルに

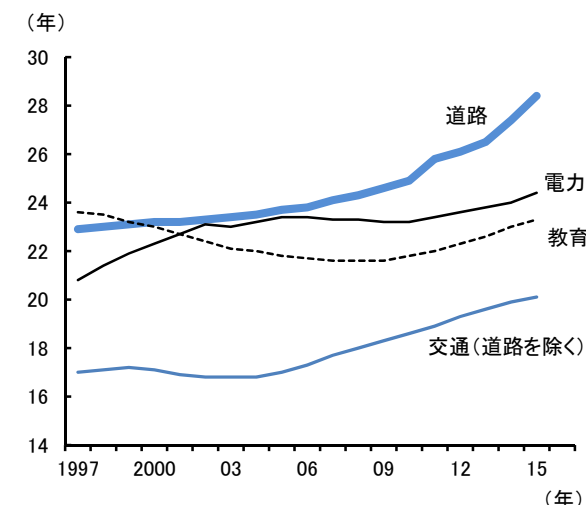
加えて、米国では、失業率が自然失業率前後まで低下しているほか、金融危機後に大幅上昇していた建設業の失業率も危機前を下回る水準まで低下しており、企業が雇用を拡大しようにも容易に拡大できない可能性。雇用の拡大なしに、年間1,000億ドルのインフラ投資を上積みするには、中期的に低下傾向にある労働生産性を、2008年頃の水準まで急上昇させる必要。供給制約の面からも、トランプ政権の思惑通りに、インフラ投資が景気押し上げや雇用増に寄与することは見込み難い状況。

年間1,000億ドルのインフラ投資の規模



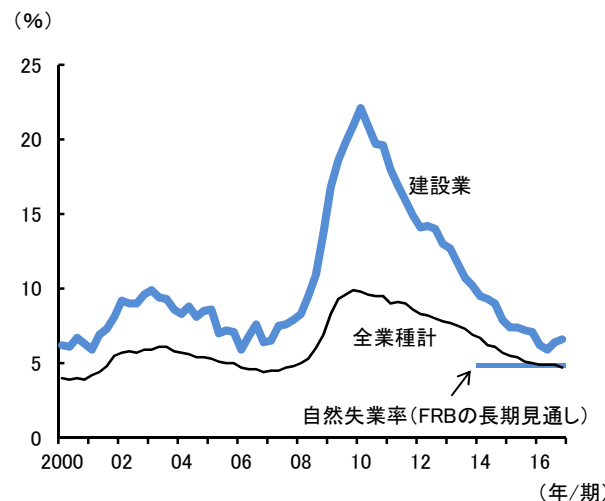
(資料) Bureau of Economic Analysis、各種報道を基に日本総研作成
(注1) 2015年の水準対比。
(注2) 建設投資は、民間と政府の名目構築物投資の合計。
インフラ投資は、民間と政府の名目非住宅構築物投資の合計。

公共インフラの平均経過年数



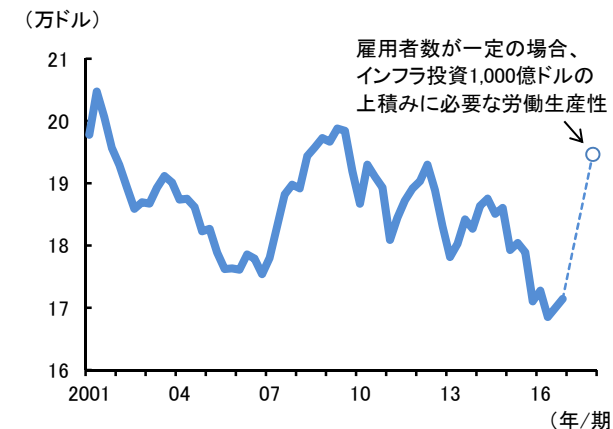
(資料) Bureau of Economic Analysis

失業率



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

建設業(除く住宅)の労働生産性



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

(注) (実質非住宅構築物投資) / (非住宅建設業雇用者数) で算出。足許の雇用者数は405万人。

米国景気・金利見通し：自律的な景気回復、財政政策実現すれば加速へ

米国

<景気見通し>

◆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。

加えて、新政権の減税やインフラ投資などの財政政策により、個人消費と政府支出の増勢が加速し、成長ペースは3%近くまで高まっていく見通し。

もともと、保護主義・排外主義が強まるとともに、財政政策の規模が想定以上に圧縮されれば、見通しを下回る成長となる可能性も。

<金利見通し>

◆緩やかに上昇も、不透明感が残存

F R Bは、1月31日～2月1日のF O M Cで、政策金利を据え置き。トランプ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回程度の緩やかなペースで利上げを実施する見通し。

長期金利は、トランプ政権の貿易や移民政策等への懸念から、当面不安定な動きが持続。政権の財政政策の枠組みが明らかになる春以降は、F R Bの利上げ観測の高まりに伴い上昇する見込み。もともと、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

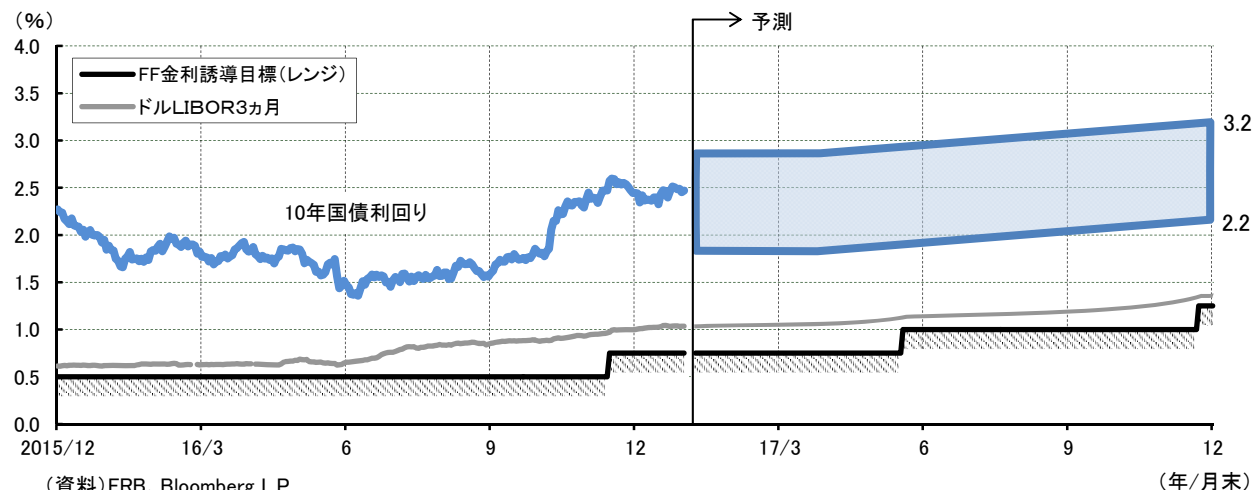
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

| | 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) | | | | | | |
| 実質GDP | 0.8 | 1.4 | 3.5 | 1.9 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 2.9 | 2.6 | 1.6 | 2.6 |
| 個人消費 | 1.6 | 4.3 | 3.0 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 3.2 | 2.7 | 2.8 |
| 住宅投資 | 7.8 | ▲ 7.8 | ▲ 4.1 | 10.2 | 5.0 | 4.5 | 4.3 | 4.7 | 11.7 | 4.9 | 3.7 |
| 設備投資 | ▲ 3.4 | 1.0 | 1.4 | 2.4 | 4.2 | 4.3 | 4.6 | 4.8 | 2.1 | ▲ 0.4 | 3.4 |
| 在庫投資(寄与度) | ▲ 0.4 | ▲ 1.2 | 0.4 | 1.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | ▲ 0.4 | 0.2 |
| 政府支出 | 1.6 | ▲ 1.7 | 0.8 | 1.2 | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 1.1 | 1.8 | 0.9 | 0.6 |
| 純輸出(寄与度) | 0.0 | 0.2 | 0.9 | ▲ 1.8 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.1 | ▲ 0.7 | ▲ 0.1 | ▲ 0.3 |
| 輸出 | ▲ 0.7 | 1.8 | 10.0 | ▲ 4.3 | 4.5 | 4.6 | 4.5 | 4.3 | 0.1 | 0.4 | 3.3 |
| 輸入 | ▲ 0.6 | 0.2 | 2.2 | 8.2 | 4.1 | 4.2 | 4.3 | 4.2 | 4.6 | 1.1 | 4.4 |
| 実質最終需要 | 1.2 | 2.7 | 3.1 | 0.7 | 2.6 | 2.7 | 2.7 | 2.8 | 2.4 | 2.0 | 2.4 |
| 消費者物価 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.8 | 2.4 | 2.2 | 2.5 | 2.4 | 0.1 | 1.3 | 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 | 2.3 | 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。

米国金利見通し



FED WATCH : 利上げペースはトランプ政権の財政政策次第

◆緩和的な金融政策継続を表明

FRBは、1月31日～2月1日のFOMCで、政策金利の据え置きを決定。

消費者と企業の景況感改善を新たに指摘したほかは、声明文に大きな変更はなく、緩和的な金融政策の継続を表明。

1月入り後、一部委員が議論開始の必要性を主張していたバランスシートの規模圧縮に関する指摘はなく、現行方針を維持。

なお、今回は年初のFOMCであるため、例年通り政策決定の投票権を有する連銀総裁の顔触れが変わったものの、声明文からスタンスの変化は示唆されず。

◆金融政策は財政政策の行方次第

トランプ政権の政策に対する不透明感が強いほか、依然として労働市場にスラックが残っていることなどから、2017年の利上げ回数は2回にとどまる見通し。

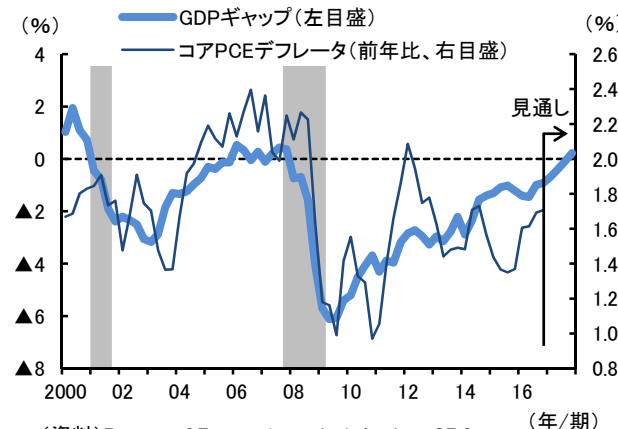
一方、トランプ政権の大幅な財政支出拡大を起点に需要が押し上げられ、GDPギャップの解消が前倒しされれば、インフレ圧力が急速に高まる可能性。今後、公約に近い形で財政政策が実施されれば、利上げペースは年4回まで加速する可能性も。

FOMC声明(要旨)

| 今回(2017年1月31日、2月1日) | 前回(2016年12月13、14日) |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ・前回会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続けたことを示唆。 ・雇用の伸びは引き続き堅調で、失業率は低水準で推移。家計支出は緩やかに増加し続けたが、企業の設備投資は引き続き軟調。消費者と企業の景況感を示す指標は最近改善。 ・インフレ率はここ数四半期に上昇したが、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依然として低く、調査に基づく長期的なインフレ期待は総じて横ばい。 ・インフレ率は、労働市場が一段と力強さを増すのに伴い、中期的に2%へ上昇していくだろう。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"> ・前回会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。 |
| <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%に維持することを決定。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なる引き締めと、2%のインフレへの回帰を支える。保有証券の償還元本を再投資する現行方針を維持。政策決定の投票で全ての委員が賛成。 | <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なる引き締めと、2%のインフレへの回帰を支える。保有証券の償還元本を再投資する現行方針を維持。政策決定の投票で全ての委員が賛成。 |

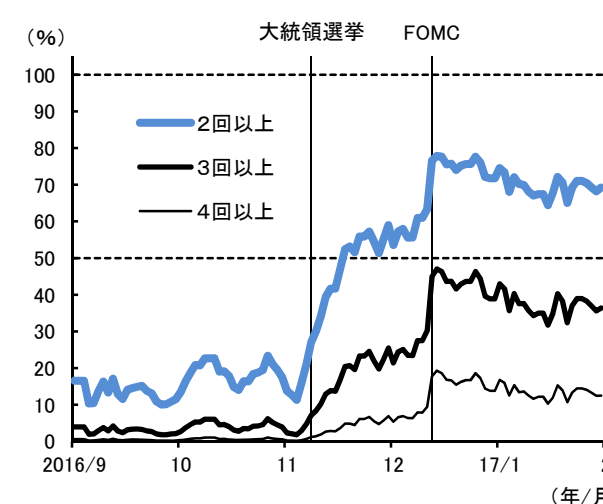
(資料)FRB発表資料をもとに日本総研作成

米国のGDPギャップとインフレ率



(資料) Bureau of Economic Analysis, CBO
 (注1) GDPギャップの見通しは、CBOの潜在GDP推計、日本総合研究所のGDP見通しをもとに算出。
 (注2) シャドー部分は景気後退期。

市場に織り込まれた2017年の利上げ回数



(資料) Bloomberg L.P.

ユーロ圏景気：製造業は足許で好調ながら、先行きに懸念

< GDP >

◆緩やかな回復が持続

2016年10～12月期のユーロ圏実質GDP成長率は、前期比年率+2.0%と回復基調が持続。足許で製造業のPMIの上昇が著しく、海外景気の回復が製造業の追い風に。

< ドイツ製造業 >

◆収益環境の悪化が懸念

一方、独Ifo製造業景況指数の先行き指数は、足許で回復の動きに頭打ち感。製造業PMIを詳しくみると、ユーロ安や原油価格の上昇を背景に投入価格指数が大きく上昇する一方、産出価格指数の上昇は限定的。製造原価の上昇分を販売価格に十分に反映できず、企業のマージンの縮小が、マインドの下押しに作用している可能性。価格転嫁が進まなければ収益環境が一段と悪化し、企業マインドを更に下押しする恐れ。

< 家計部門 >

◆小売売上は堅調に推移

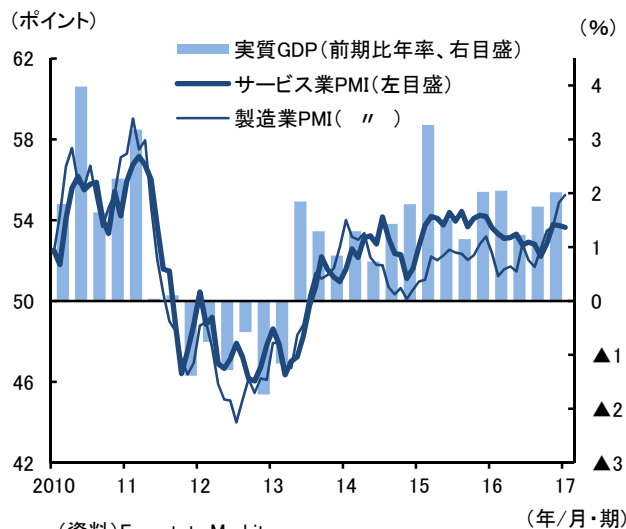
2016年11月のユーロ圏小売売上数量は前月よりやや減少したものの、夏場に比べ水準が切り上がる状況。雇用環境の改善が続くなか、個人消費は堅調に推移。

< 物価 >

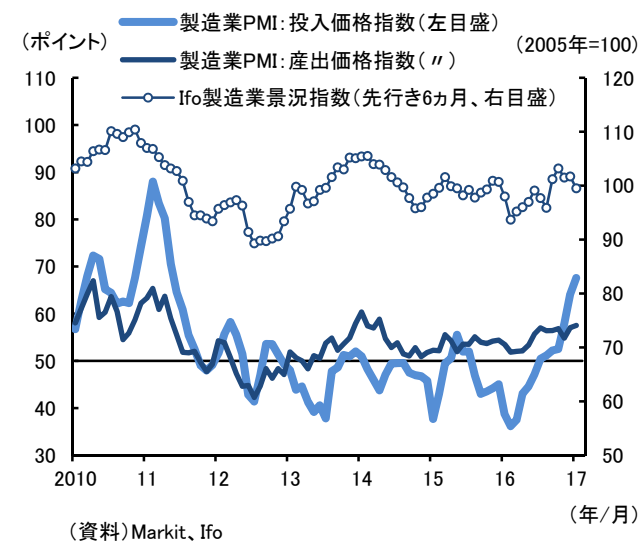
◆消費者物価は伸びが加速

2017年1月の消費者物価指数は前年比+1.8%と、原油価格の上昇を主因に13年2月以来の高い伸びに。一方、コア物価指数は依然として伸び悩み。

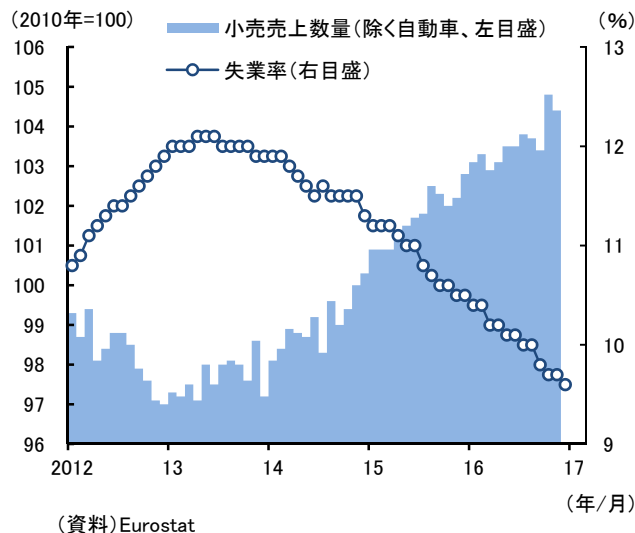
ユーロ圏の実質GDPとPMI



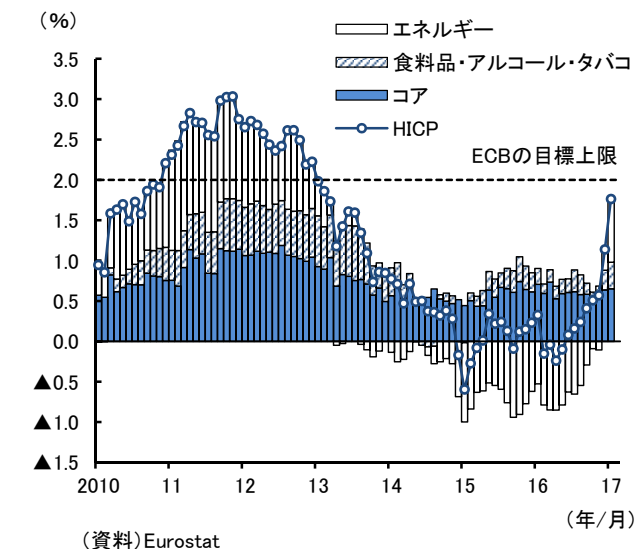
ドイツの製造業マインド



ユーロ圏の失業率と小売売上数量



ユーロ圏の消費者物価指数(前年比)



ユーロ圏トピックス：不確実性の高まりが企業の投資意欲を阻害

◆企業の金融環境はやや緩和

ユーロ圏の製造業設備稼働率は、2014年度末以降、長期平均を上回っており、足許で一段と上昇。企業が生産を拡大するためには、設備投資の拡大による生産能力の増強が必要な状況。

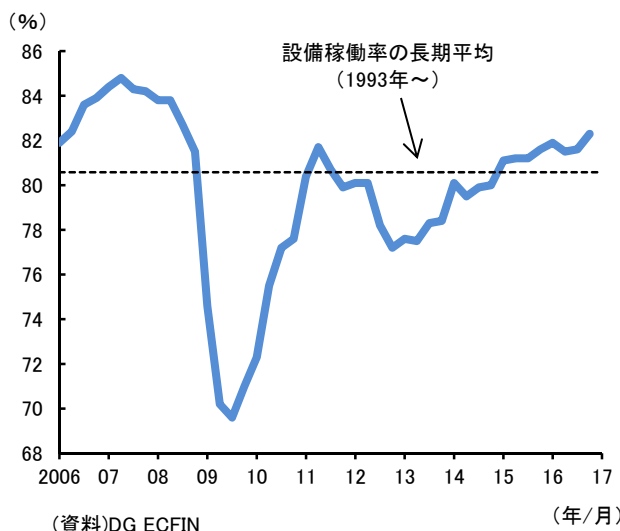
また、企業の資金調達環境も良好。ユーロ圏の銀行の貸し出し態度は、足許でやや「厳格化」に振れているものの、先行き「厳格化」方向への一方的な動きには至らない見込み。ECBのマイナス金利政策により金利コストも低水準で推移しており、以前と比べ企業の資金調達のハードルは下がっている状況。

◆不確実性が設備投資を妨げる恐れ

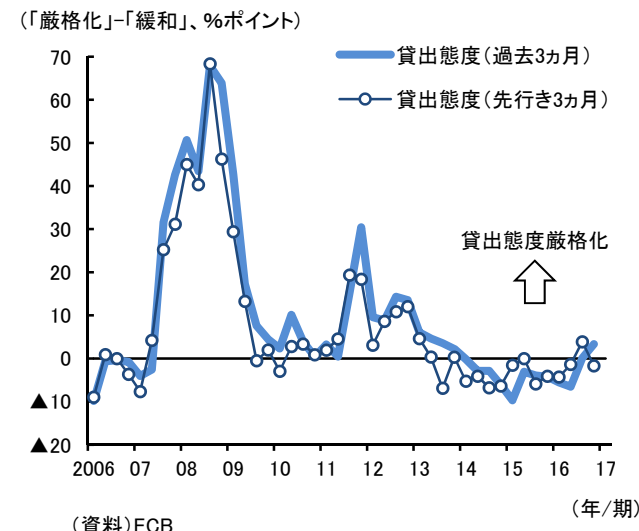
こうしたなか、企業の借入需要は2014年入り以降、おおむね「増加」超で推移。ただし、16年入り以降、投資目的の借り入れ需要が大きく縮小。同時期にBrexitへの懸念などから経済政策不確実性指数が大きく上昇しており、政治・経済をめぐる先行き不透明感の高まりが、企業の投資に対する慎重姿勢を招いていると推測。

本年は英国とEUのBrexitをめぐる交渉が本格化するほか、フランスの大統領選やドイツの総選挙など、主要国で重要な選挙が実施される予定。ポピュリズム政党の台頭など政治リスクが意識されやすく、企業の設備投資に対する慎重姿勢が長期化する恐れも。

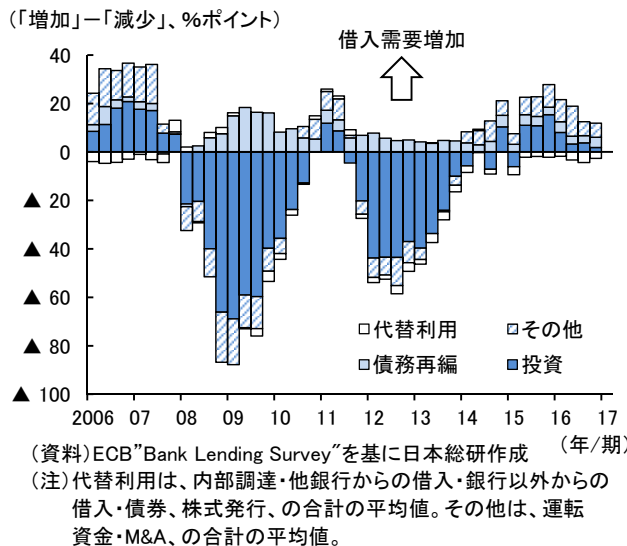
ユーロ圏の設備稼働率



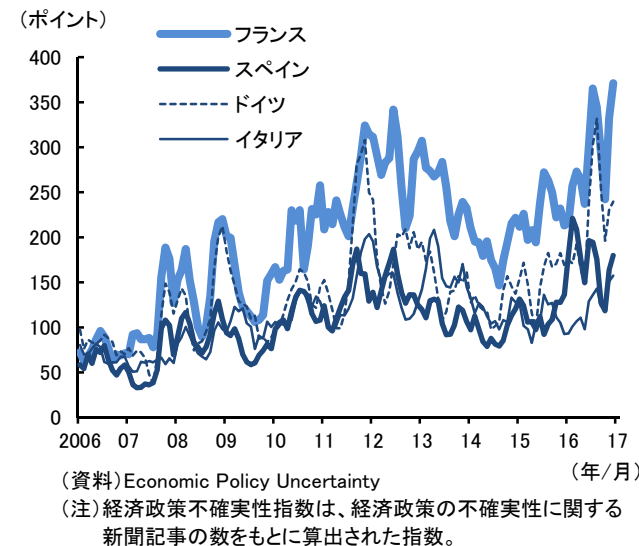
ユーロ圏銀行の企業向け貸出態度



ユーロ圏企業の資金使途別借入需要



欧州各国の経済政策不確実性指数(3ヵ月平均)



英国：足許の景気は堅調も、ハード・ブレグジットへの懸念は拭えず

< GDP >

◆ 7～9月期に続き、堅調な伸びに

英国の2016年10～12月期実質GDP（生産側）は前期比年率+2.6%と、Brexitによる下振れはみられず、5四半期連続で2%を上回る伸びに。

< 家計部門 >

◆ 小売売上は大きく減少

2016年12月の小売売上数量は、前月比▲2.0%と大きく減少。ポンド安や原油高による物価の上昇が、家計の消費行動に負の影響を与え始めている可能性。

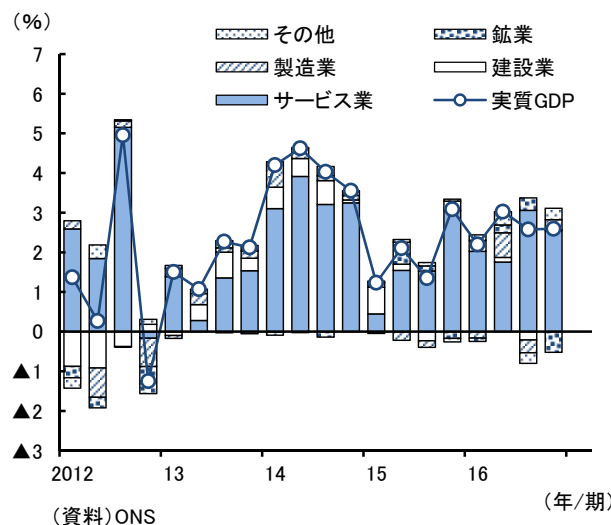
< Brexit >

◆ メイ首相は単一市場からの離脱を表明

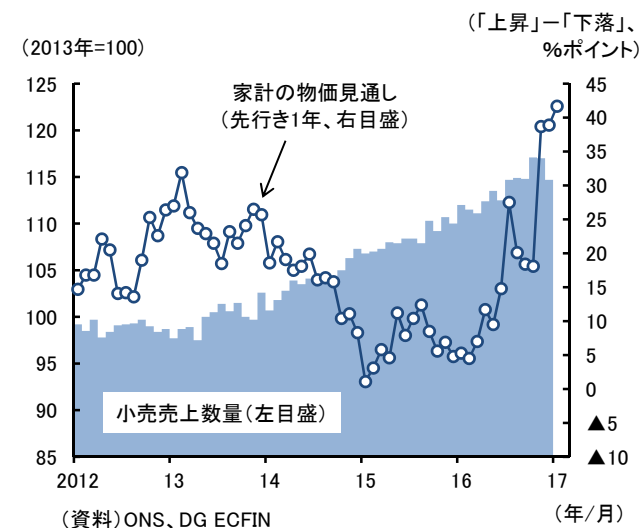
英国のメイ首相は1月17日の演説で、EU単一市場からの離脱を表明する一方、完全な離脱までに移行期間を設けることを要望。今後の英国とEUの交渉では、貿易協定や各種規制、移民の管理などをめぐり、双方がどの程度譲歩できるかが焦点に。

英国では、新たな貿易協定等が締結できないままEUから離脱してしまうハード・ブレグジットへの警戒感が高まれば、景気が大きく減速し、国民や議会からメイ首相の強硬姿勢に対する反発が強まる可能性。また、EUサイドでは、主要国で予定されている選挙で、反EU政党が想定以上に躍進した場合、自国のEU離脱気運を牽制するためにも英国に対して厳しい姿勢を貫かざるを得なくなる見込み。一方、主流派が善戦し、反EU政党の党勢を削ぐことができれば、英国に対して譲歩の余地が生じる可能性も。

英国の実質GDP（生産側、前期比年率）



英国の小売売上数量と消費者の物価見通し



英国メイ首相の演説内容（2017年1月17日）

- ・部分的なEU加盟国、準加盟国のような地位は求めない。また、域外国が用いている既存の枠組みの導入は目指さない
- ・可能な限り確実性を提供する。EUとの最終合意については議会に承認を求める
- ・欧州司法裁判所の管轄から脱し、英国法による支配を取り戻す
- ・欧州から英国への移民を制限する必要がある
- ・EU単一市場に留まるのではなく、新たにEUと包括的かつ大胆で野心的な自由貿易協定(FTA)の締結を目指す
- ・単一市場のメンバーではなくなるため、EU予算への多額の拠出は求められない
- ・EUだけでなく、域外の国々とも独自の自由貿易協定の締結を目指す
- ・リスボン条約50条のもと、2年の間に最終合意に達することを望む。その後、新たな関係へと段階的に移行していくことが、英国とEUの双方の利益にかなう

(資料)英国政府のウェブページを基に日本総研作成

欧州の主な政治日程

| 日程 | イベント | 争点・展望 |
|-------|------|---|
| 2017年 | 3月 | オランダ：総選挙 反移民を掲げる極右政党「自由党」が台頭 |
| | | 英国：EU脱退通知 議会との調整が難航した場合、後ずれする恐れも |
| | 4～6月 | フランス：大統領・議会選挙 反EU、反移民を掲げる極右政党「国民戦線」(ルペン党首)が台頭 |
| | 年半ば | イタリア：総選挙 任期は2018年2月ながら、年半ば頃に解散総選挙となる可能性。EU、反移民を掲げる「五つ星運動」等が台頭。 |
| | 秋 | ドイツ：総選挙 反EU、反移民を掲げる極右政党「ドイツの為の選択肢」が台頭 |
| 2019年 | 5～6月 | 欧州議会選挙 |
| 2020年 | 5月 | イギリス：総選挙 |

(資料)各種報道等を基に日本総研作成

欧州経済見通し：英国景気は徐々に減速感が強まる見通し

<ユーロ圏>

◆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策や新興国・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%弱を下回る水準での推移が長期化する見込み。

<英国>

◆成長ペースは鈍化の方向

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

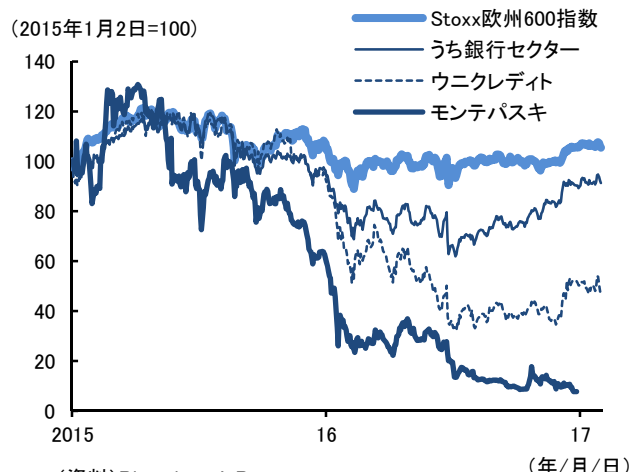
(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(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) | | | | | | |
| ユーロ圏 | 実質GDP | 2.0 | 1.2 | 1.8 | 2.0 | 1.5 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |
| | 消費者物価指数 | 0.1 | ▲0.1 | 0.3 | 0.7 | 1.4 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 0.0 | 0.2 | 1.3 |
| ドイツ | 実質GDP | 2.9 | 1.7 | 0.8 | 1.8 | 1.5 | 1.4 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.8 | 1.5 |
| | 消費者物価指数 | 0.1 | 0.0 | 0.4 | 1.0 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 0.1 | 0.4 | 1.4 |
| フランス | 実質GDP | 2.6 | ▲0.6 | 0.8 | 1.7 | 1.2 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| | 消費者物価指数 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.6 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 0.1 | 0.3 | 1.2 |
| 英国 | 実質GDP | 1.4 | 2.6 | 2.3 | 2.4 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 2.2 | 2.0 | 1.4 |
| | 消費者物価指数 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 1.2 | 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

欧州とイタリア銀行の株価



(資料)Bloomberg L.P.

(注)モンテパスキは、16年末以降、取引停止中。

【ホット・トピック】

◆政治リスクと銀行不安がくすぶるイタリア

イタリアの憲法裁判所は1月25日、下院選挙制度の一部について違憲と認定。もっとも、憲法裁判所の判決が選挙制度の大幅な改正を求めるものではなかったため、2018年2月に予定されていた総選挙の実施が、17年半ばにも前倒しされるとの見方が優勢に。

一方、足許で欧州全体でみた銀行の信用不安は緩和方向にあるものの、イタリアのモンテパスキやウニクレディトをめぐっては、依然として先行き懸念が大。とりわけ、欧州委員会とイタリア政府の調整が続くモンテパスキのペイルイン（公的資金の注入時に投資家にも負担を求める制度）について、仮に個人投資家に過度な負担を求める結果となれば、選挙を控えるなか、反EUを掲げる「五つ星運動」を一段と勢いづかせる可能性も。

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

<ユーロ圏>

◆ 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600億ユーロへ減額する予定。ただし、少なくとも17年末まで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。

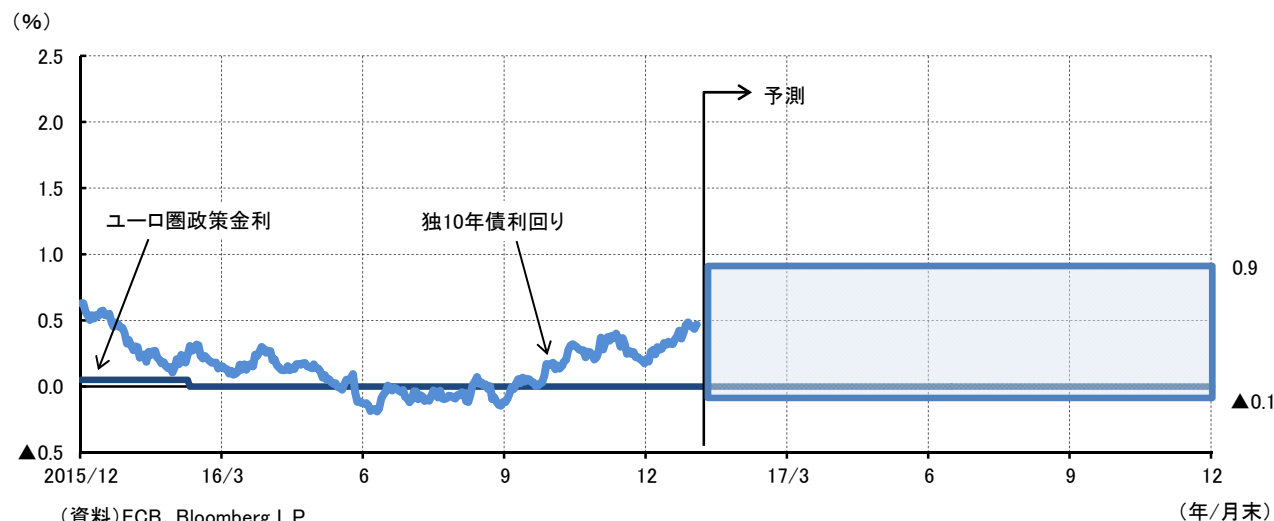
<英国>

◆ BOEは様子見姿勢を維持

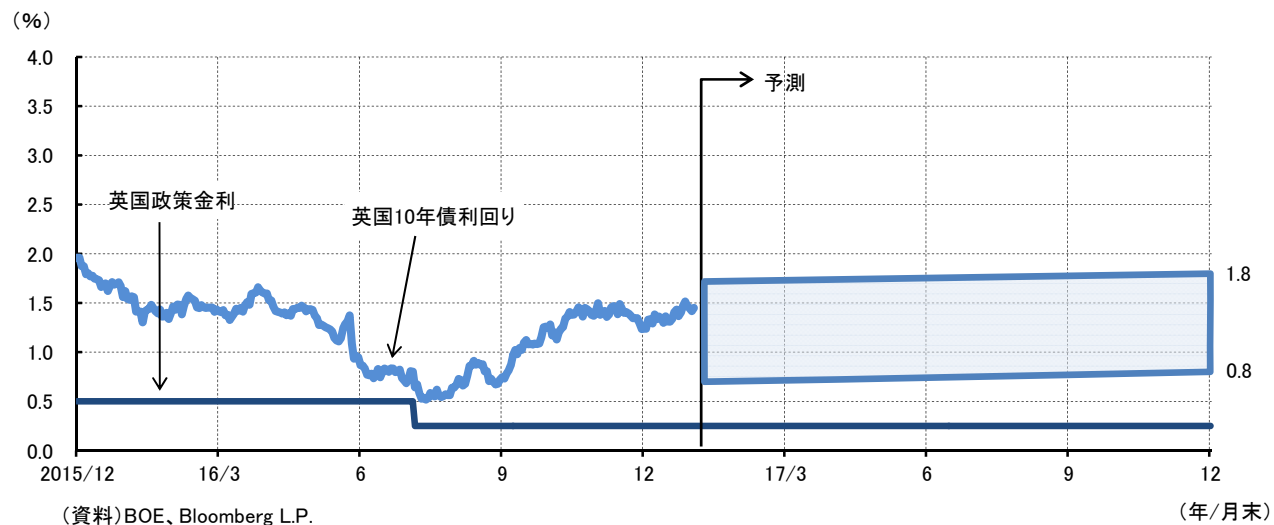
BOEは、EU離脱をめぐる不確実性の高まりや、それを受けた景気の下振れを懸念しつつも、ポンド安によるインフレ高進を警戒し、追加利下げに慎重な姿勢を維持する見込み。

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



原油価格見通し：懸念材料は残るものの、緩やかに上昇していく見通し

<原油市況>

◆OPECの減産状況を見極める展開

1月のWTI原油先物価格は、50ドル台前半で一進一退の展開に。OPEC加盟国やロシアの減産に向けた積極的な姿勢が、引き続き好感される一方、米国の原油・石油製品在庫の増加や、シェールオイルの増産観測の高まりなどが、上値の抑制に作用。

<投機筋・投機資金の動向>

◆投機筋の買い越し幅は拡大傾向が持続

投機筋の買い越し幅は、OPEC加盟国の減産に対する期待の高まりを受け、直近ピークの2014年6月を上回る水準まで拡大。

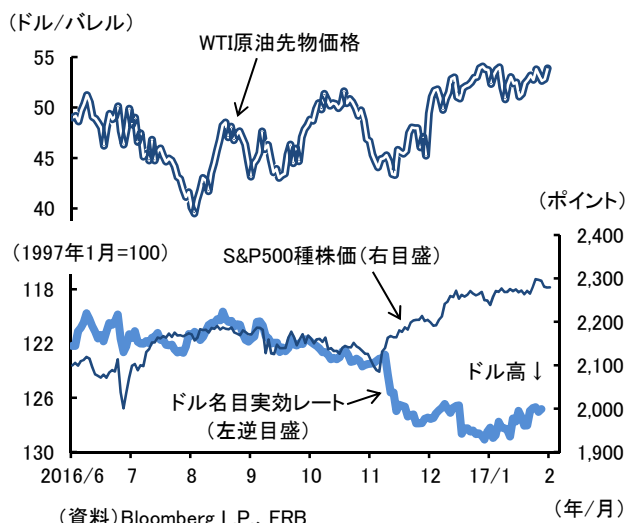
<原油価格見通し>

◆緩やかに上昇していく見通し

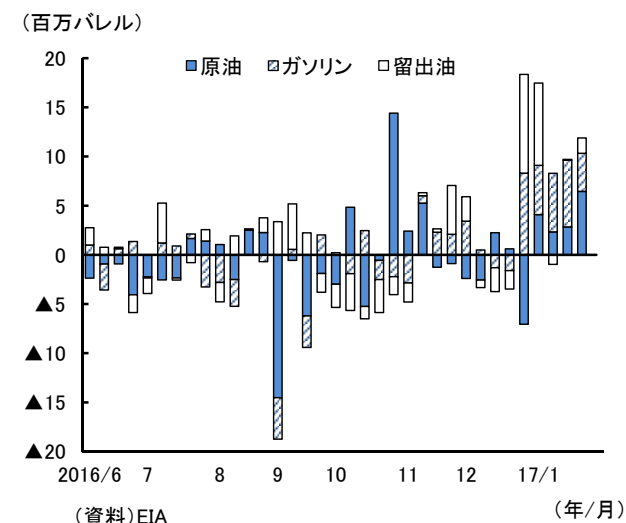
WTI原油先物価格は、米国景気の回復基調の強まりや新興国景気の底入れ、OPECやロシアによる減産が価格押し上げに作用するほか、中東や北アフリカをめぐる地政学リスクの残存が価格上振れ要因に。

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。

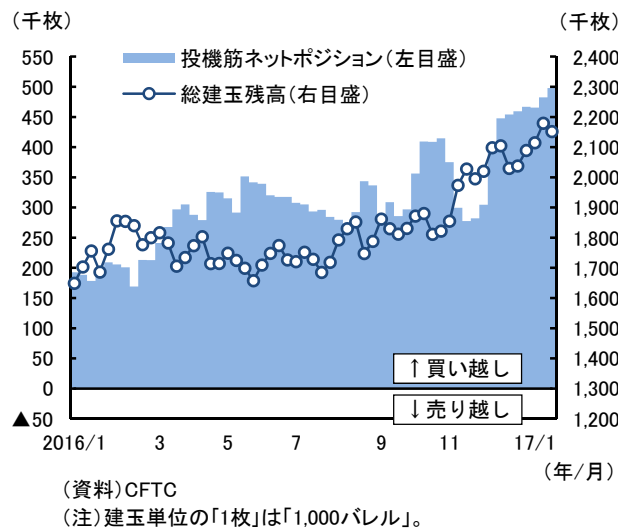
原油価格と株価・為替レート



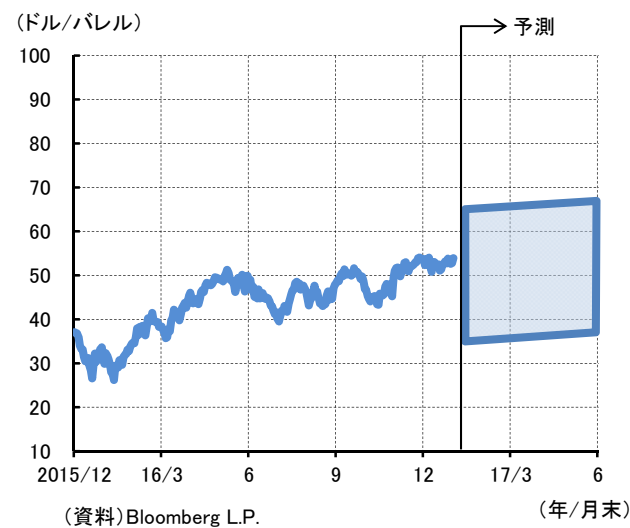
米国の原油・石油製品在庫(前週差)



WTI原油先物ポジション



WTI原油先物価格見通し



■ トランプ新政権のエネルギー・環境政策と米国のエネルギー需要

◆ 資源開発拡大を目指すトランプ新政権

米国のトランプ新政権は、米国が有するエネルギー資源の最大限の活用と、それによるエネルギー自給を政策目標の一つとして提示。

実際、1月24日には、原油パイプラインの建設を推進する大統領令に署名するなど、トランプ新政権による資源開発促進策に注目が集まる状況。

◆ エネルギー需要への影響にも注目

一方、トランプ新政権のエネルギー・環境政策をめぐっては、資源開発などの供給側だけでなく、エネルギーを利用する需要側に与える影響にも注目する必要。とりわけ、環境規制の緩和については、米国のエネルギー需要に与える影響も大。

例えば、先行き大幅な強化が予定されている自動車の燃費規制が緩和されれば、ハイブリッド車や電気自動車などの普及の遅れなどを通じて、ガソリン需要が押し上げられる可能性。ちなみに、米国の石油消費の約7割を運輸部門が占めており（うち8割強が自動車燃料）、ガソリン需要の動向は米国の原油需要を大きく左右。

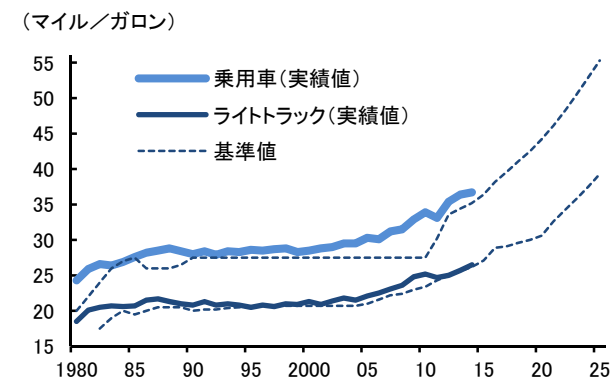
また、オバマ政権下で導入された火力発電所の二酸化炭素排出規制（クリーン・パワー・プラン、CPP）の見直しも無視できず。ただし、米国の発電電力量に占める石油火力の割合は極めて小さく、原油市場に与える影響は限定的となる見通し。

トランプ新政権のエネルギー・環境政策

| ホワイトハウスHPに掲載された政策課題 "An America First Energy Plan" |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ・米国が有する資源を最大限活用し、原油の対外依存からの脱却を目指す ・オバマ前政権の「気候行動計画」など、有害かつ不必要な環境政策を撤廃する ・石炭産業を復活させる ・OPECや米国の利益にかなわない国からのエネルギー面での自立を成し遂げる |
| 想定される具体的な政策 |
| <ul style="list-style-type: none"> ・パリ協定からの脱退 ・原油、天然ガスパイプラインの建設促進 ・連邦政府所有地、オフショア地域での開発規制の緩和 ・水圧破砕法（フラッキング）に対する規制の緩和 ・石油、ガス田のメタン排出規制の緩和 ・原油、天然ガスの輸出促進 ・自動車の燃費規制の緩和 ・発電所の二酸化炭素排出規制（CPP）の見直し |

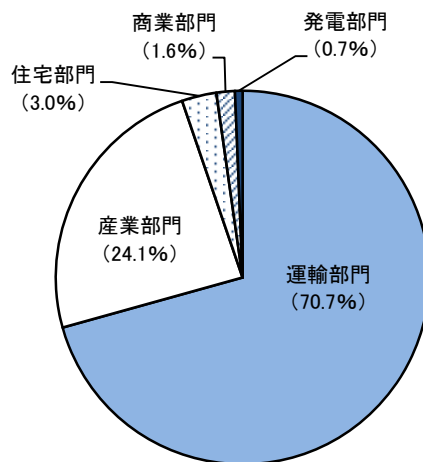
（資料）ホワイトハウスHP、各種報道等を基に日本総研作成

米国の自動車燃費（新車）



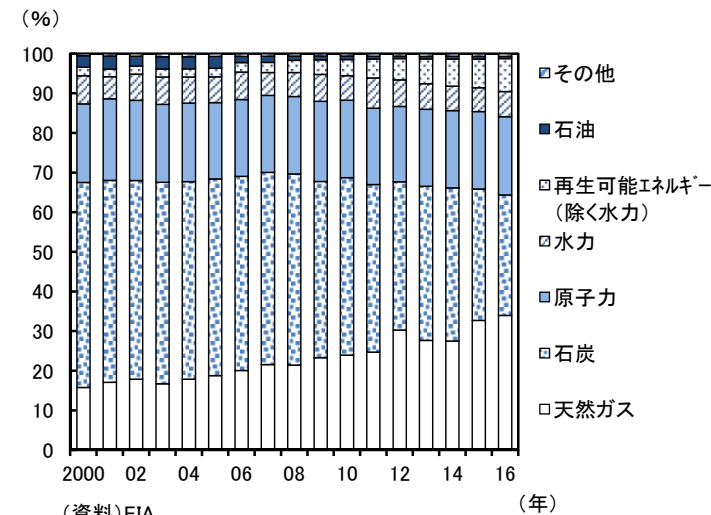
（資料）NHTSA、Center for Climate and Energy Solutions（年）
（注1）実績は、各年に販売された新車の平均燃費。ライトトラックは、SUV、ミニバン、ピックアップトラックなど。
（注2）基準値は、自動車メーカーに課される目標値に特例等を勘案したもの。

米国の部門別石油消費（2015年）



（資料）EIA

米国の電源別発電電力量（構成比）



（資料）EIA

