

(ii) 経済見通しに係るリスク要因

経済見通しに係るリスクバランスは下方に偏っている。

中国では、13年秋以降、政府の不動産価格抑制策の影響により、不動産価格はこれまでの上昇局面から反転し伸びが鈍化しており、不動産投資は先行指標を含め、弱い動きがみられる。今後、不動産価格に大幅な下落が生じる場合には、地方政府の財政悪化等が引き起こされ³、シャドーバンキングを通じた金融危機の発生や、投資等の実体経済が急激に冷え込む可能性もある。

その他、アメリカの金融政策の変更の影響も引き続き注視が必要であろう。最終需要地である欧米景気を通じた輸出への影響、株価下落等の資産効果を通じた個人消費の鈍化や信用収縮に伴う資金調達コストの増加による投資の抑制といった内需の縮小等が考えられる。

アジア地域全体では、中国の景気の拡大テンポの鈍化により、景気回復に足踏みが生じるおそれがある。

3. 世界経済の主要リスクとその動向

世界経済は、先進国を始めとして緩やかに回復しており、14年にかけて全体としては経済成長率が上昇することが見込まれる。その実現のためには、主要なリスクの回避が課題となる。すなわち、アメリカの金融緩和縮小の円滑な進展、ユーロ圏のデフレ転落の回避、新興国をとりまく国際金融の安定化、中国の金融リスクの鎮静化、ウクライナ情勢の安定化である。

以下では、こうした課題について概観し、併せてリスクの顕在化をみる上で注視すべき指標等について簡単に整理する。

(1) アメリカの円滑な金融緩和縮小

アメリカの金融緩和の縮小（いわゆる「テーパリング」）や利上げといった政策変更においては、市場や経済の動向に急変がないように推移することが重要である。13年5月以降のテーパリング議論の際には、金利が急上昇し、住宅投資等に金利先高感から一定程度の下押しになったと思われる。市場の行動が、経済的な「事実」だけでなく、市場参加者の「認識」に大きく左右されることを踏まえれば、後者に影響する政策議論の展開も注目される場所である。そこで以下では、量的緩和が導入された際に示された量

³ 詳細は内閣府（2013b）

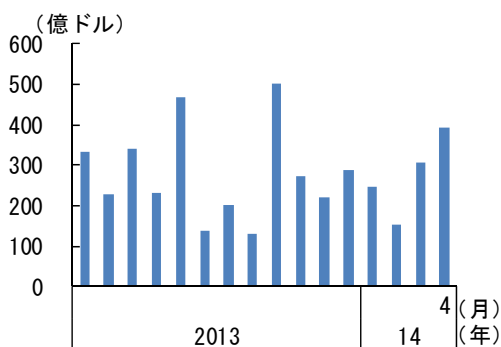
的緩和の「コストとベネフィット」という視点に沿って、政策議論を整理し、政策の観点から重視される指標の動きを概観する。

まず、量的緩和のコストについては、それによる低金利の下で過度なリスクテイクが行われることが挙げられる。実際に、テーパリングについてバーナンキ議長が発言した5月にかけて高リスクの社債の発行が増加した⁴。その後の動きについて確認してみよう。

株価の動きをみると、ダウは年末にかけて史上最高値を更新するなど比較的好調に推移し、リスクの高い株式が多いと考えられるNASDAQは年末にかけて大きく上昇した後、14年は落ち着いている。一方、この間のPERの推移をみると長期的な水準からは大きく外れておらず、株式市場を歪めているとまではみられない。

一方、社債の動きについてみると、リスクの高い社債であるハイイールド債の発行額は、13年5月の発言以降、やや低下して推移していたが、14年に入ってから高くなっている。ただし、利回りの低下はリスクの低い高格付けの社債対比では直近にかけてみられていない（第1-1-3-1図）。

第1-1-3-1図 ハイイールド債発行額の動向：14年以降は高まり



(備考) アメリカ証券業金融市場協会より作成。

その他、株式市場における信用買いの増加や一部株式の積極評価、信用リスクの高い層向けの消費者ローンの増加に対する懸念が14年3月のFOMC会合で指摘されている。こうした過度なリスクテイクの動きに拡大がみられないかどうかは今後も注目に値する。

次に、ベネフィットという面については、量的緩和によって経済の好転とそれによる失業等の遊休資源（スラック）の解消、安定的な物価動向の実現がどの程度進んだかである。ただし、スラックとは、概念的には広く共有されているが、それを一意的に表す指標は定まっていない。それもあって、現時点でのスラックの評価は以下でみるように

⁴ 内閣府 (2013b)

分かれている。

スラックと物価の基本的な関係を表すフィリップス曲線の推移をみてみよう。失業率は、テーパリングを開始した13年12月の6.7%にかけて、ピークの09年10月の10.0%から低下してきている。一方、物価上昇率は落ち着いている。2000年代からフィリップス曲線は水平な形になっている⁵。

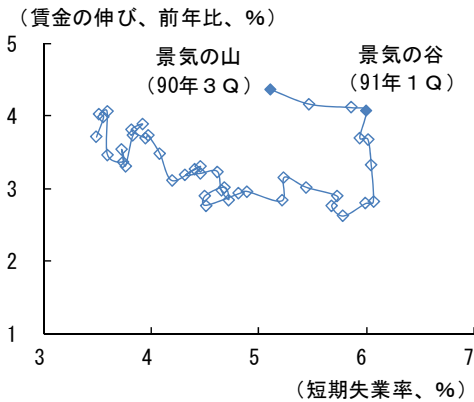
こうした状況の中で、スラックの評価に関しては、二つの対立する見方から論じられている。第一の見方は、物価上昇率がマイナスになっていないと考えれば、スラック自体は失業率が示すよりも小さいのではないかという見方、第二の見方は、賃金上昇が緩慢なままであることをみると、失業率でみている以上に比較的スラックは大きいのではないか、という見方である。

第一の見方で注目される指標の一つとして、失業者のうちの短期失業者の推移が挙げられている。長期失業者は、労働市場において賃金決定交渉力が弱いいため、賃金上昇は短期失業者の減少（短期失業率の低下）に左右される度合いが高いことから、短期失業率が賃金上昇や物価上昇に与える影響に注目するとの見方である。

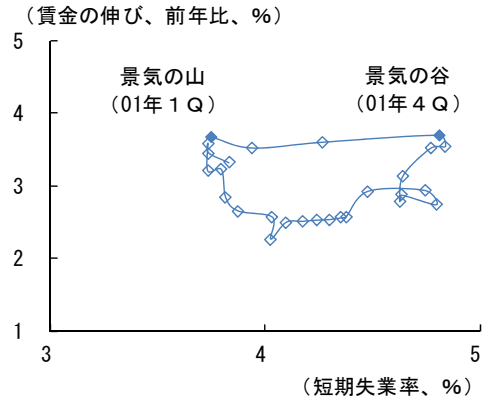
そこで、過去の景気回復局面における短期失業率と賃金上昇率の関係を確認しよう。これまでの経験では、短期失業率が4%を下回ると、賃金の上昇がみられている（第1-1-3-2図）。短期失業率は13年10～12月期以降は約4%と、過去の平均とほぼ同じ水準にまで低下してきている。諸条件が仮に過去と同じであれば、賃金はまもなく上昇する段階となっているが、最近までに変化はみられていない。賃金上昇率が低い現状は、労働環境は失業率が表すよりも厳しい可能性を示唆している。

⁵ OECD（2014）によると、自然失業率（NAIRU）は6.1%と推計されている。

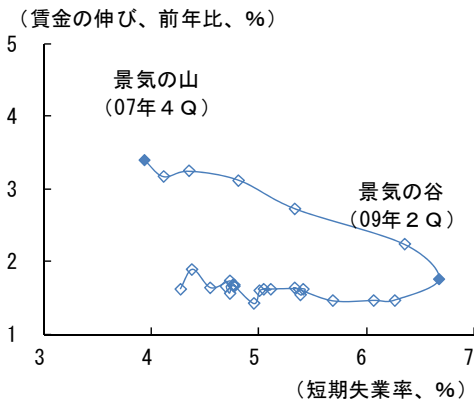
第1-1-3-2図 短期失業率と賃金上昇率、過去の回復パターン：
短期失業率が4%を下回ると賃金上昇



(備考) アメリカ労働省より作成。



(備考) アメリカ労働省より作成。



(備考) アメリカ労働省より作成。

次に、第二の見方から、失業率が低下している背景にある労働参加率の低下（すなわち労働市場から退出する者の増加）に注目する。その推移をみると、08年1月に66.2%だったのが、13年末には62.8%となっている。労働参加率の低下の理由としては、雇用環境が厳しいために求職をあきらめた者（就業意欲喪失者）の退出、高齢化の進展による高齢者の退出が挙げられている。高齢化比率と労働参加率の関係をみると、高齢化の進展に合わせて労働参加率は低下している（後掲第1-2-1-42図）。しかし、他国と比較した場合、アメリカの労働参加率の低下は顕著であり、高齢化だけの影響とは考えられない。議会予算局も労働参加率の低下のうち、高齢化の影響は半分程度としている。

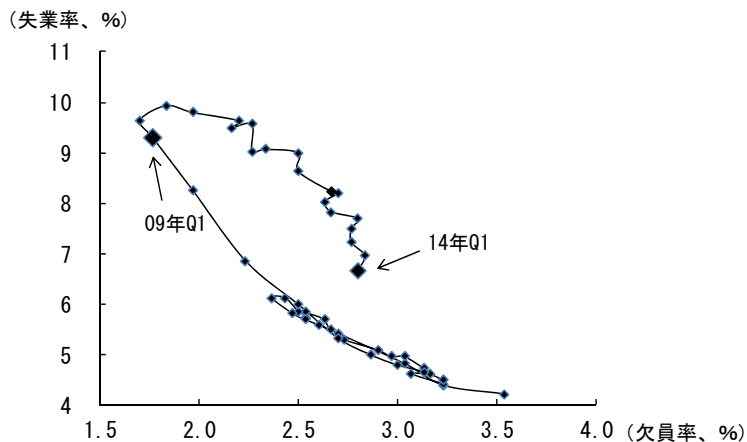
また、この見方からみた、もう一つの指標として、パートタイム労働者比率の水準が過去と比較して高いことがある（後掲第1-2-1-38図）。パートタイム比率が高いと、賃金の水準が低いこともあって、労働市場がひっ迫した際でも賃金上昇率が低くなる。

政策当局にとっても、以上みたように、労働市場の回復の進捗が過去とは異なり、失業率の低下だけでは十分な評価が難しい。このため、単一の指標だけでなく、複数の指標に基づき総合的な判断が求められる状況にある。3月のFOMCでは失業率6.5%をしきい値とするフォーワードガイダンスを変更し、今後は「どのように政策決定するのか質的な情報を提供する」としている。

イエレン議長は、14年3月の講演において、労働市場には相当なスラックがあるとし、その証左として、(1)経済的理由によるパートタイム労働者の多さや、自発的退職者数の少なさ、(2)過去の景気回復局面と比べて失業率の低下が賃金の上昇に結び付いていないこと、(3)長期失業者の割合の高さ、(4)労働参加率の低下を挙げている⁶。

また、厳しい労働市場の状況の一部については、構造問題であり、金融政策では対応しきれないとの見方もある。例えば、長期失業者の就職やベバレッジ曲線でみるようなミスマッチの増加である。労働問題への対応において、短期景気問題と長期構造問題との視点で分け、金融政策は前者のみに対応するという概念整理はあり得る。他方で、その具体的な線引きは明確ではない。ベバレッジ曲線のシフトについては、景気が弱い段階では企業も求人を出すのが、積極的に採用活動をしなないので欠員率が上昇することが理由との見方もある⁷。また、短期的な失業も放置されれば長期的構造的失業になってしまうという問題を踏まえれば、早い段階での対応が重要となる。イエレン議長は就任時の議会証言において、そうした「履歴効果」があることを指摘し、問題意識を表明している。

第1-1-3-3図 UV曲線：ミスマッチ増加



(備考) アメリカ労働省より作成。

以上でみたように、アメリカの金融政策の縮小をめぐっては、そのタイミング、スピ

⁶ 詳細は第2節参照。

⁷ Davis, S. J., Faberman, R. J. and Haltiwanger, J. C. (2012)

ード等について様々な議論が行われている。こうした中で、経済や市場に大きな変動がないよう、政策当局が市場との適切な対話を行うことが重要であろう。

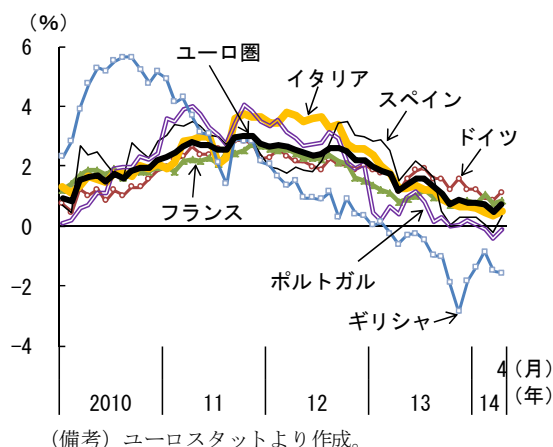
(2) ユーロ圏のデフレ懸念

ユーロ圏の消費者物価上昇率は、13年10月に前年比0.7%となって以降、1%を下回って推移しており、3月には同0.5%まで低下した（第1-1-3-4図）。こうした物価動向を背景に、13年秋以降、ユーロ圏のデフレ懸念について指摘がみられる⁸。

ユーロ圏の消費者物価の動向を、品目別にみると、12年まで物価の押上げ要因となっていたエネルギーが13年8月以降はマイナスとなっており、これが最大の物価押下げ要因となっている。また、食料品（アルコール・タバコを含む）の上昇率が鈍化していることも物価上昇率の低下に寄与している。財・サービス別にみると、財の上昇率が14年3月に0.0%となったのに対し、サービスは低下傾向にあるものの1.1%となっている。なお、3月の低下は、前年のイースター休暇の大部分が3月であった⁹ことによる一部品目の価格上昇の反動という特殊要因もあり、4月には総合の上昇率は0.7%に戻った。

圏内の国別の推移をみると、ギリシャでは13年3月から、ポルトガルでは14年2月から、スペインは3月に消費者物価上昇率がマイナスとなっており、確かに周辺国では物価の低下がみられている（第1-1-3-4図）。

第1-1-3-4図 ユーロ圏及び各国の消費者物価上昇率：特に周辺国で低下



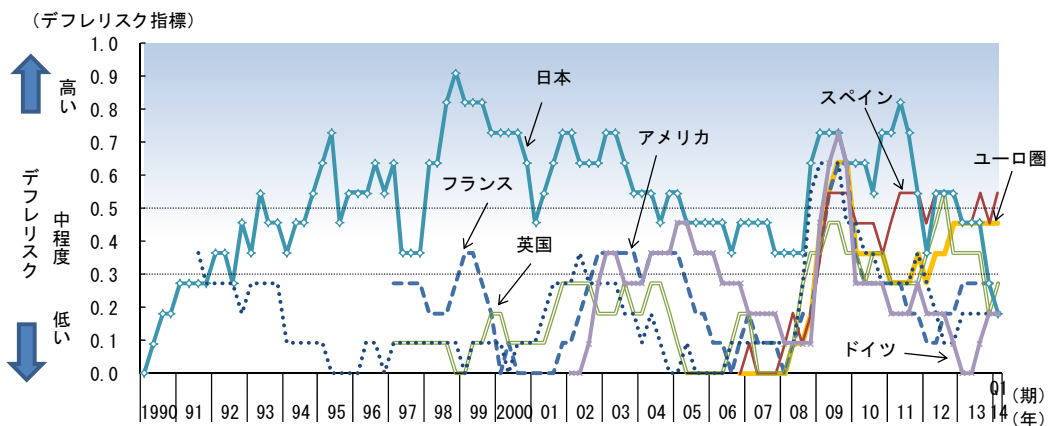
⁸ IMF (2013)

⁹ 13年のイースターは3月31日（休暇は3月29日～4月1日）、14年は4月20日（4月18日～21日）。

そこで、以下ではユーロ圏がデフレに陥るリスクがどの程度あるのか検討する。

まず、物価を左右する要因を総合的にみるという観点から、IMFの研究に基づくデフレリスク指標で確認してみよう。これによれば、ユーロ圏のデフレリスクは、デフレに陥った98年や09年頃の日本が相当高い水準であったのに対して、中程度に収まっている¹⁰（第1-1-3-5図）。

第1-1-3-5図 デフレリスクの変化（デフレリスク指標）：
ユーロ圏のデフレリスクは中程度



（備考）各国・地域統計局、各国・地域中央銀行、OECD、欧州委員会、アメリカ議会予算局、英国予算責任庁、ブルームバーグより作成。

時系列の推移をみると、ユーロ圏のデフレリスク指標は13年以降横ばいで推移している。他方、デフレリスク指標を構成する各指標に分けて、その動きをみると、ここ数年はマイナスの方向となっている指標もみられる。例えば、ユーロ圏のGDPギャップは拡大傾向で推移し直近では3%台で推移しており、日本の90年代の動きにも似ている。銀行貸出の動向についても、日本の90年代初めからの動きと同様に減少している。この

¹⁰具体的には、以下の11基準において、「0」、「1」を評価し、平均した値をデフレリスクとして算出。(1) CPI総合(前年比が0.5%未満の場合「1」)、(2) CPIコア(同左)、(3) GDPデフレーター(同左)、(4) GDPギャップ増減(当期のGDPギャップ)と前年同期のGDPギャップとの差がマイナス、かつその絶対値が2%ポイント以上の場合「1」、(5) GDPギャップ水準(当期のGDPギャップがマイナス、かつその絶対値が2%以上の場合「1」)、(6) 実質経済成長率(過去3年間を通じた成長率が、過去10年間における平均成長率(暦年)よりも低い場合「1」)、(7) 株価(36か月前の水準よりも低下している場合「1」)、(8) 実質実効為替レート(前年比が4.0%以上の場合「1」)、(9) 銀行貸出と名目経済成長率(銀行貸出残高の前年比が名目GDPの前年比よりも小さい場合「1」)、(10) 銀行貸出前年比(銀行貸出残高について過去3年間の前年比の累積が10%ポイント未満の場合「1」)、(11) マネタリーベースと広義流動性(広義流動性の前年比がマネタリーベースの前年比と比較して2年連続で2%ポイント以上低い場合「1」)。リスクについての評価は、デフレリスク指標が0.2未満なら「極めて低い」、0.2以上0.3未満なら「低い」、0.3以上0.5未満なら「中程度」、0.5以上なら「高い」としている。IMF(2014)。

ように、幾つかの指標は改善が遅れており、物価動向を取り巻く経済環境が基調として強くない点には留意が必要であろう。

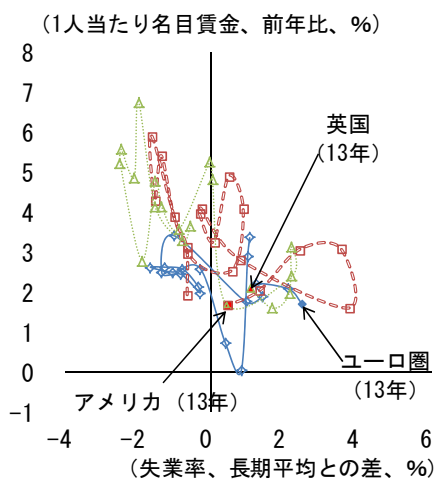
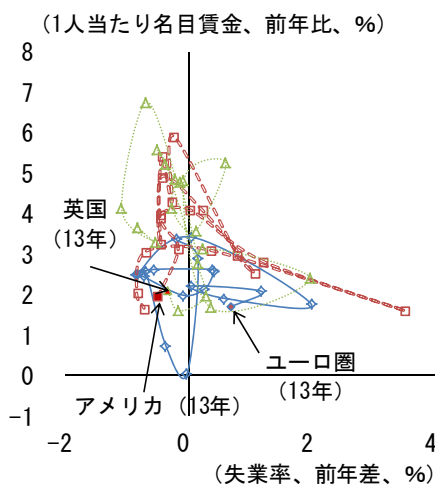
次に、デフレリスク指標には入っていない賃金に着目してみたい。主要国において、失業率と賃金との関係を見ると、前年より失業率が上昇すると賃金上昇が低位となる(第1-1-3-6図(1))。また、失業率をその過去の平均値(長期平均)と比較した場合、失業率が高い水準にある場合には賃金上昇が低位となる傾向がある(第1-1-3-6図(2))。英国やアメリカでは、13年は前年に比して失業率が低下し、失業率の水準としても長期平均に近づいており、賃金の抑制圧力は緩和している。一方、ユーロ圏では、13年は前年比で失業率が若干上昇しており、水準も高く、賃金上昇の重荷となっている。

第1-1-3-6図 失業率と賃金の関係：

ユーロ圏の13年の失業率は前年より上昇、水準も高い

(1) 失業率の変化と賃金の前年比

(2) 失業率の水準と賃金の前年比



(備考) 1. 各国統計、欧州委員会より作成。いずれも95年から13年。

2. 失業率の長期平均との差は、前10年間の平均との乖離(当年の水準が高い場合プラス、低い場合はマイナス)。

実際、時間当たり賃金上昇率の推移をみると、アメリカ、英国では、13年10～12月期以降、持ち直しているのに対して、ユーロ圏は13年4～6月期から鈍化しており、こうした労働市場の違いを反映した動きとなっている(第1-1-3-7図(1))。

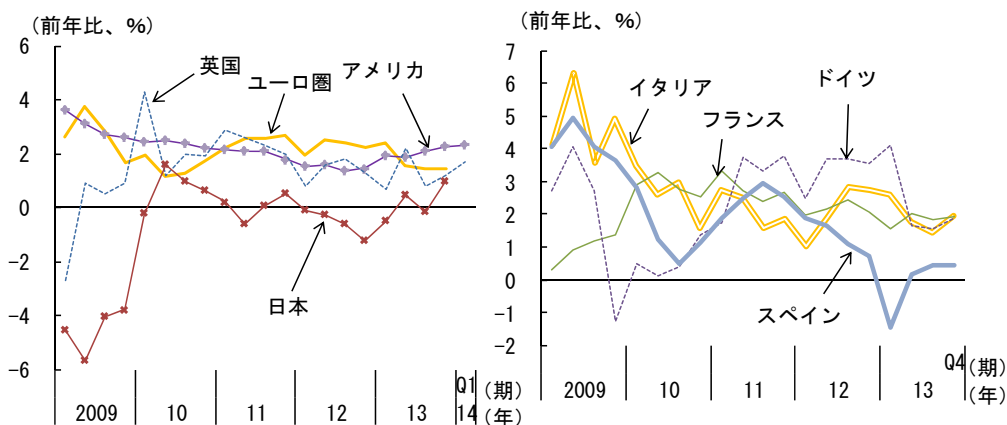
ユーロ圏を国別にみると、スペインでは、13年1～3月期に前年比マイナスとなり、その後も低い上昇が続いている。スペインやギリシャといった周辺国においては、内需の回復が弱い中で、ユーロ圏において通貨切り下げという手段を採りえない以上、コスト低下によって輸出競争力を改善し、輸出の増加を起点とした景気回復に結び付けてい

くことが課題となっている。その意味で、第2節でみるように労働市場改革の進展による賃金コストの低下に伴う国内物価上昇率の低下は、積極的に評価できる面もある。しかしながら、比較的高い賃金上昇が見られていたドイツにおいても、13年4～6月期以降、伸びが鈍化している（第1-1-3-7図（2））。域内の景気のけん引役となっているドイツの賃金が今後も伸び悩んだ場合、ユーロ圏全体としてデフレに陥るリスクが高まることが考えられ、注意が必要である。

第1-1-3-7図 時間あたり賃金：ユーロ圏は中心国も伸びが鈍化

(1) 主要国地域

(2) ユーロ圏各国



(備考) OECD、英国統計局より作成。

さらに、金融面からデフレ懸念についてみてみよう。ユーロ圏ではこれまでも金融の分断化が問題とされてきたが、これが悪化した場合には、周辺国では借入れコストの増加により企業収益が悪化し、景気や物価を下押しするおそれがある。しかし、ユーロ圏各国の非金融法人向け新規貸出金利の推移をみると、周辺国においては貸出金利が中核国に比べ依然高いものの低下傾向にあり、金融分断化はある程度改善されている。一方、物価の低下が金融に及ぼす影響を考えると、実質金利上昇による企業収益の圧迫や債務負担の増大等により、銀行収益も悪化する懸念がある。この点について、ヨーロッパの銀行株価の推移を確認すると、全業種平均との対比でも上昇幅が相対的に高いことから、現時点においては物価上昇率の低下による銀行収益への下押しの影響に関して市場はそれほど懸念していないようである（第1-1-3-8図）。