

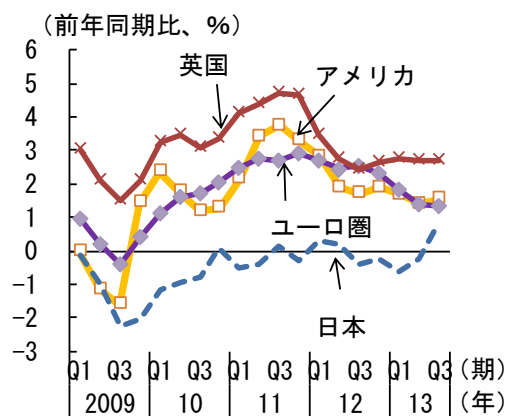
(2) デフスインフレの進展

アメリカとユーロ圏においては、以上のような内需の動向の違いはある中で、物価上昇率はともに低位で推移している（第1-1-13図）。特にユーロ圏では、13年10月の消費者物価上昇率が前年比0.7%と1%を切る水準まで低下した。12年以降でも傾向的に下がってきており、その主因はエネルギー価格の低下である一方、より大局的にみれば構造問題を背景に景気回復力が弱いこともあり、日本のようなデフレ状況に向かっているのではないかという懸念も指摘されるようになってきた。

そこで、先進国の物価について、最近の動きをみてみよう。その際、それぞれの物価変動要因の動きを踏まえつつ、過去の日本との比較も含めて概観する。

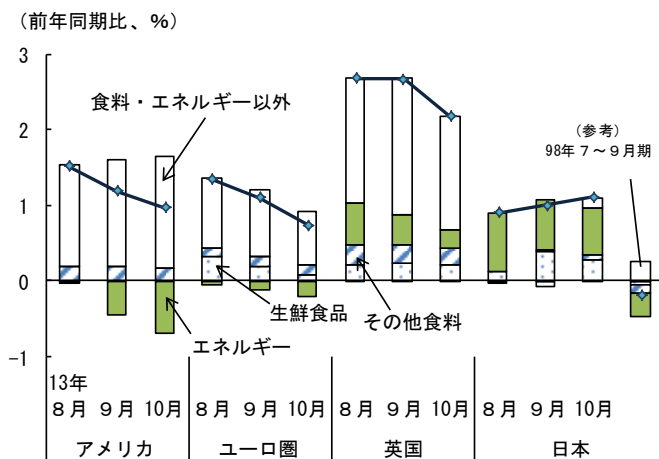
まず、消費者物価の変化を比較すると、13年10月は前年同期比でアメリカは1.0%、ユーロ圏は0.7%、英国は2.2%、日本は1.1%となっている（第1-1-13図）。なお、98年7～9月期の日本は▲0.2%であった。このうち、食料品やエネルギーは一時的な変動もあることから、基調的な物価変動をみるためにこれらの要因を除いてみるとアメリカとユーロ圏の差がより顕著になる（第1-1-14図）¹。

第1-1-13図 消費者物価の動向：
ユーロ圏・アメリカは低位で推移



(備考) 1. 各国・地域統計より作成。
2. 総合指数。

第1-1-14図 消費者物価の目別寄与：
ユーロ圏とアメリカの差が顕著に



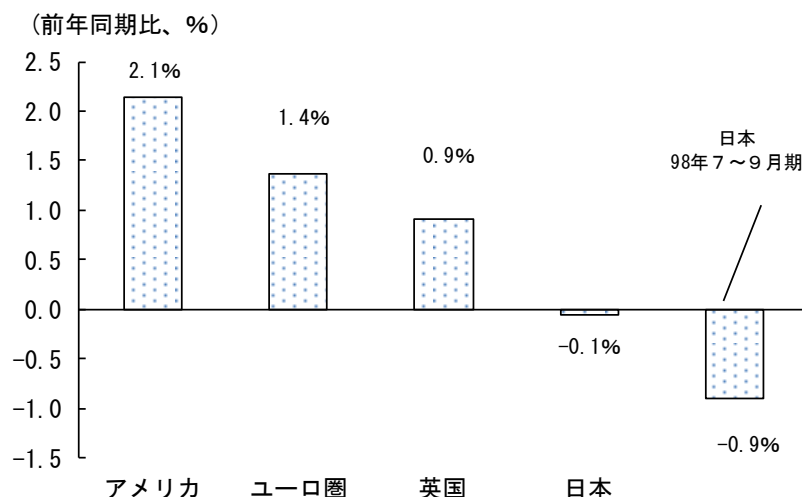
(備考) 1. 折れ線は総合指数。
2. 各国・地域統計より作成。
3. アメリカは生鮮食品とその他食料に分かれていない。

次に、物価と連動する傾向がある賃金の動向を比較してみる。時間当たり賃金の前年比をみると、アメリカは2.1%、ユーロ圏は1.4%、英国は0.9%、日本は▲0.1%となっている（第1-1-15図）。日本では、長引くデフレや賃金水準が相対的に低いパート比率

¹ ユーロ圏の物価上昇率の低下には、間接税による物価上昇のはく落が含まれている。また、英国は13年10月に授業料引上げによる物価上昇（0.2%程度）がはく落した。

の高まり等から時間当たり賃金がマイナスとなっているが、ユーロ圏や英国でも上昇幅が小さい。

第1-1-15図 時間当たり賃金の変化：ユーロ圏、英国はアメリカより上昇幅が小さい



(備考) 1. 各国・地域統計より作成。

2. アメリカ、英国、日本は13年7～9月期、ユーロ圏は13年4～6月期の値。

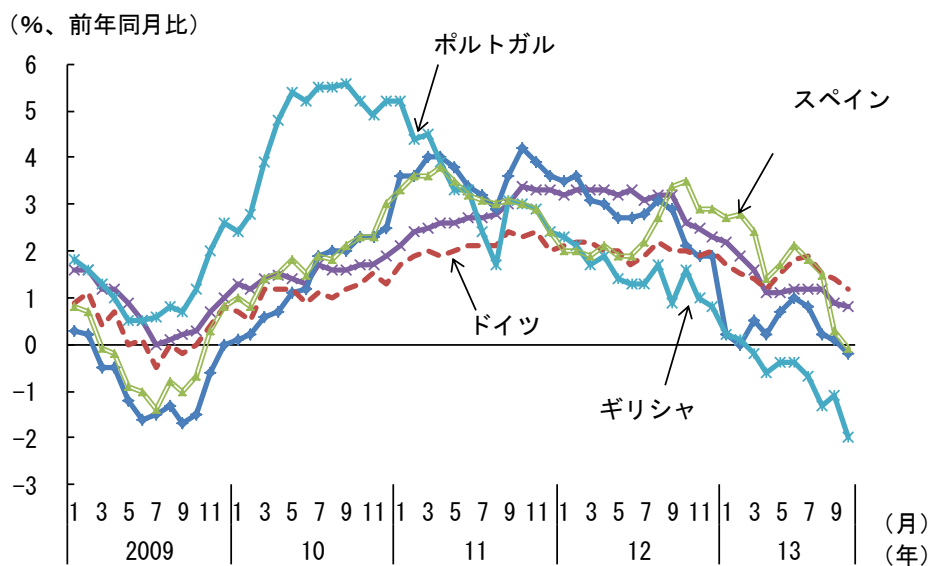
所得環境という観点からは、賃金上昇率が低くても、物価上昇率が低ければ実質賃金の低下はその分軽減される。景気が好転すれば賃金の上昇から消費の拡大が期待できる。しかし、後述するようにユーロ圏は、金融部門の問題や政府債務問題等から景気回復力が弱い。そのため、需給ギャップの縮小が円滑には進まず、賃金上昇率は低くとどまり、ひいては物価上昇に関する人々の期待も低下、更に物価が上昇しにくくなるというような悪循環も考えられる。

こうした悪循環へ向かわせる要因が経済全般にわたって広がることで、デフレに陥るリスクがどの程度あるかをみるため、IMFの研究に基づくデフレリスク指標を上記の各国に当てはめてみよう（第1-1-16表）。日本が長期のデフレ状況に向かいつつあった98年は、この指標から見る限りデフレリスクは相当に高かったことが分かる。現時点では、マイナスのGDPギャップと為替レートの増価等から、ユーロ圏のデフレリスクがやや高くなっている。ただし、デフレリスクの程度は98年時の日本ほど高くはなく中程度に収まる。一方、現在の日本は、消費者物価指数（食料・エネルギー除く）やGDPデフレーターの前年比がマイナスとなっているほか、マネタリーベースの増加テンポと比べて通貨供給の伸びが低いものの、それ以外の指標には該当せずデフレリスクは低くなっている。

このように、先進国は全般的に物価上昇率が低い中でユーロ圏が相対的に物価上昇率の低下要因に広がりが見られる。ただし、過去の日本との比較で見れば、短期のうちにデフレに陥るリスクはまだ低いと考えられる。

最後に、ユーロ圏の中でもギリシャ、スペイン、ポルトガル等のいわゆる周縁国については、物価上昇率がユーロ圏平均よりも低い水準で推移しており、前年比マイナスもしくはゼロ近傍となっている国もみられる（第1-1-17図）。これらの国では、賃金上昇率も概してユーロ圏全体よりも低くなっている。しかし、ユーロ圏の各国にとっては通貨安という調整手段がない状況では、賃金コストの低下を通じて製品の価格競争力を向上させることにより、ユーロ域内も含め輸出増加を図ることは経済悪化からの脱却プロセスと考えられる。こうした前向きの動きが経済を好転させていくためには、これらの国にとっての外需に相当するドイツ、フランス等のユーロ圏経済の中心となる国の需要の着実な増加が重要である。したがって、一国の物価下落だけでみるのは一面的になるおそれがあり、ユーロ圏内全体としての需要の強さ等、ユーロ圏全体の観点から総合的に判断することが重要である。

第1-1-17図 ユーロ圏の消費者物価の動向：周縁国の一部がマイナス



(備考) 1. OECDより作成。
2. 総合指数。

第1-1-16表 デフレリスク指標：

ユーロ圏及び英国は物価の下振れリスクに注意が必要

	指標	アメリカ	ユーロ圏	英国	日本	日本 (98年)	
物価	消費者物価指数 (総合)	0	0	0	0	0	前年比が0.5%未満の場合「1」
	消費者物価指数 (食料・エネルギー除く)	0	0	0	1	1	
	GDPデフレーター	0	0	0	1	1	
アウト プット ギャップ	GDPギャップ増減	0	0	0	0	1	「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、かつ差の絶対値が2%ポイ ント以上の場合「1」
	GDPギャップ水準	1	1	1	0	1	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」
	実質経済成長率	0	1	1	0	1	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」
株価		0	0	0	0	1	36か月前の水準よりも低下している 場合「1」
為替	実質実効為替レート	0	1	0	0	1	前年比が4.0%以上の場合「1」
銀行 貸出	名目経済成長率との差	1	1	1	0	1	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」
	前年比の累積	1	1	1	0	1	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」
通貨 供給	マネタリーベースと広 義流動性	0	0	1	1	1	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」
デフレ・リスク指数		0.27	0.45	0.45	0.27	0.91	各指標の値を単純平均

デフレに陥るリスク (デフレ・リスク指数=X)	極めて低い $X < 0.2$	低い $0.2 \leq X < 0.3$	中程度 $0.3 \leq X < 0.5$	高い $0.5 \leq X$
----------------------------	--------------------	--------------------------	---------------------------	--------------------

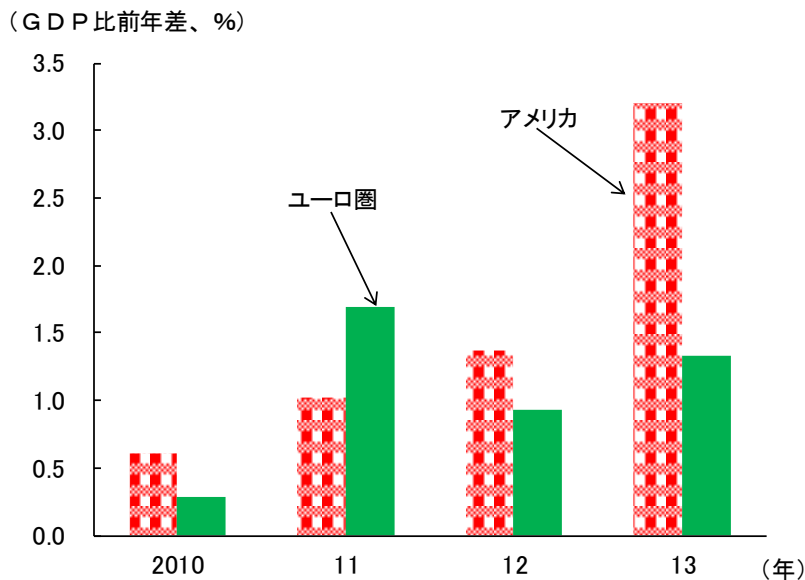
(備考)

- IMF (2003) による算出方法に基づいて作成。
- リスク指数の最大値は「1」となる。
- 各国・地域統計、中央銀行、ブルームバーグ、国際決済銀行よりそれぞれ利用可能な直近の指標に基づいて算出。
 - 消費者物価指数は、アメリカ、ユーロ圏、英国、日本は13年7～9月期の値、日本(98年)は98年10～12月期の値を使用。ユーロ圏の食料・エネルギー除く指数は、生鮮食品及びエネルギーを除く指数を使用。
 - GDPデフレーターは、日本、英国は13年7～9月期、アメリカ、ユーロ圏は13年4～6月期、日本(98年)は98年10～12月期の値を使用。
 - GDPギャップは、アメリカは13年1～3月期の推計値(議会予算局)、ユーロ圏、英国は13年暦年の推計値(欧州委員会13年11月見直し)、日本は13年7～9月期の推計値(内閣府)、日本(98年)は98年10～12月期の推計値(内閣府)を使用。
 - 実質経済成長率は、アメリカ、ユーロ圏、英国、日本は13年10～12月期の前年比を13年7～9月期と同値にして算出した13年暦年の推計値、日本(98年)は98年暦年の値を使用。
 - 株価は、アメリカはNYダウ(13年10月平均)、ユーロ圏はEuro-Stoxx50(13年10月平均)、英国はFTSE(13年10月平均)、日本はTOPIX(13年11月1～25日平均)、日本(98年)はTOPIX(98年12月平均)を使用。
 - 実質実効為替レートは、アメリカ、英国、日本は13年10月、ユーロ圏は13年9月、日本(98年)は98年10～12月期の値を使用。
 - 銀行貸出・名目経済成長率は、アメリカ、英国、日本は13年7～9月期、ユーロ圏は13年4～6月期、日本(98年)は98年10～12月期の値を使用。
 - マネタリーベースは、アメリカは流通通貨(13年1～10月平均)、ユーロ圏はベースマネー(13年1～10月平均)、英国はM0(13年1～10月平均)、日本はマネタリーベース(13年1～10月平均)、日本(98年)はマネタリーベース(98年暦年)の値を使用。広義流動性は、アメリカはM2(13年1～10月平均)、ユーロ圏はM3(13年1～10月平均)、英国はM4(13年1～10月平均)、日本は広義流動性(13年1～10月平均)、日本(98年)は広義流動性(98年暦年)の値を使用。

(3) マクロ政策の展開

世界金融危機後の大規模な財政出動により、多くの先進国では景気下支えを行った。この結果、財政状況が悪化したためこれらの国・地域では財政再建に向けた取組を進めており、これが最近にかけての景気の下押し要因ともなっている。ただし、財政再建に先行して取り組んだユーロ圏とアメリカでは状況が異なっている。財政再建の取組を示す構造的財政収支をみると、ユーロ圏は11年に最も大幅に赤字を削減したが、アメリカでは収支の改善幅が徐々に増加し、13年には前年と比較してGDP比3%を超える改善となる見込みである（第1-1-18図）。

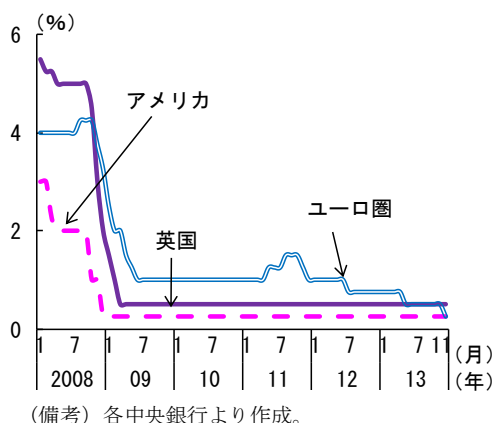
第1-1-18図 主要先進国の一般政府構造的財政収支改善幅：ユーロ圏が先行



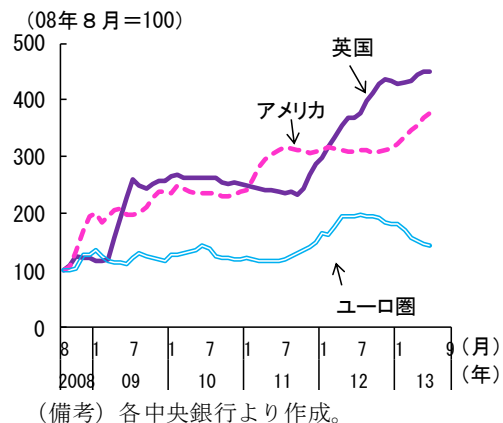
(備考) 1. OECDより作成。
2. 13年は見通し。

金融政策については、11年以降、世界的に緩和的な金融政策が継続している。世界の景気は、弱いながらも回復しており13年以降は底堅さもみられている。しかしながら、いまだ高い失業率等、経済の供給余剰があることを踏まえると、金融緩和政策は当面継続すると考えられる。アメリカでは、金融緩和政策の縮小に向けた動きがみられるが、こうした背景を踏まえ、その実施にあたっては慎重な判断がなされることが見込まれる。いずれにせよ、金融緩和縮小のペースは、各国・各地域の景気情勢等を踏まえ、異なるものとなるであろう（第1-1-19図、第1-1-20図）。

第1-1-19図 政策金利の動向：
ゼロ近傍で推移



第1-1-20図 マネタリーベースの動向：
アメリカ、英国で拡大



3. 新興国の動向

中国では、後述のように景気の拡大テンポは安定化しつつある。その一方で、その他の新興国では景気減速の動きがみられる。この背景として、新興国は経常赤字国が多く、そのファイナンスを海外からの資金に依存している国が多いことが挙げられる。国際金融市場においてリスクに寛容な時期には、新興国に資金が流入し、リスクに敏感となる時期には安全資産とされる先進国に資金が還流する傾向がみられる。以下では、13年における中国以外の新興国経済の減速の要因と現状を整理するとともに、資金流出が生じた場合の影響や耐性について分析する。

(1) 資本流出入の状況

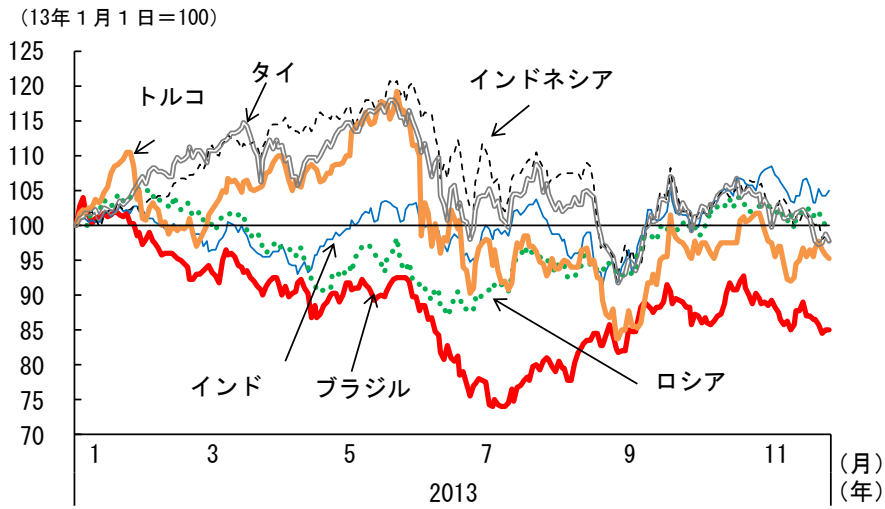
13年初めより、一部の新興国においては、中国経済の減速やヨーロッパ経済の停滞を背景に株価の低下がみられていた。さらに、5月以降、アメリカの金融緩和の縮小観測の高まりを背景に、新興国市場において資本流出懸念から株価や為替が大幅に下落した(第1-1-21表、第1-1-22図)。

第1-1-21表 主な新興国の概況

	為替騰落率	為替最大騰落率	経常収支 (GDP比)	外貨準備高 (GDP比)	世界のGDPに占めるシェア(%)	対外債務 (前期比)
インドネシア	▲ 18.7	▲ 19.2	▲ 3.2	13.3	1.2	▲ 0.1
インド	▲ 12.4	▲ 24.1	▲ 5.1	16.1	2.5	▲ 6.3
ブラジル	▲ 10.8	▲ 19.7	▲ 3.2	15.6	3.1	▲ 10.8
トルコ	▲ 9.3	▲ 11.8	▲ 6.7	15.4	1.1	0.7
タイ	▲ 6.0	▲ 8.4	0.4	49.6	0.5	1.1
ロシア	▲ 4.6	▲ 7.1	2.2	26.6	2.8	▲ 5.7

(備考) 1. IMF、ブルームバーグ及び各国統計より作成。
2. 為替騰落率は11月19日と5月22日との比較。経常収支は13年4～6月期(インドネシアのみ13年7～9月期)の後方4四半期平均。外貨準備高は12年暦年。対外債務は13年4～6月期。

第1-1-22図 主な新興国の株価の動向：5月以降、多くの国で下落



(2) マクロパフォーマンスの状況

その後の動きをみると、為替や株価が持ち直す国もみられるなど、新興国の中でもばらつきがみられる。そこで、各国の経済動向をみてみよう。新興国では、12年は外需依存度の高い国は中国経済の減速の影響も重なり、景気の減速がみられた。13年は、ユーロ圏に持ち直しの兆しがみられ、中国の拡大テンポも安定化しつつあるため新興国では総じて拡大傾向にある。その中で、海外からの資金に依存している国については景気が鈍化する傾向もみられる。

通貨が大きく減価している国は、構造問題を有しているという共通点がある。インドネシアやインド等の経常収支赤字国は資金流出の影響を受けやすく、また本国通貨の減価で輸入物価が上昇傾向にあることやそうした動きを受けた利上げもあり、景気が減速している。加えて、ヨーロッパ経済への依存度が高い国についても減価が進む傾向にある（前掲第1-1-21表）。

(3) 各国の対応とリスク耐性

新興国では、為替の下落が大きい国については、前述のとおり政策金利の利上げを行うなどの対策を行っている。また、外貨準備は過去の通貨危機時と比較すると高い水準を維持している。さらに、各国中央銀行間では為替スワップ協定が締結されており、外貨準備を補完している。13年9月には、BRICS五か国基金（1,000億ドル）が創設されたほか、中国も二か国協定を推進している。

加えて、一部の新興国については、通貨の下落抑制策として一時的に資本規制策を強化している²。例えば、ブラジルにおいては、金融取引税等の一定の資本規制による短期資金流入を調整する動きがみられたほか、インドにおいては、資金流出を抑制するため、自国企業が対外直接投資を行う際の自己資本比率に基づく上限の引下げや、個人による海外送金の上限の引下げを行った。

海外からの資金に依存することの多い新興国では、国際的な金融のショックの際に各国が抱える構造問題に焦点が集まりやすい傾向にある。そのため、経済のファンダメンタルズの改善が持続的な発展を遂げるためには不可欠であるといえる。

4. 世界経済の見通しとリスク

世界経済は、先進国を中心に持ち直しの動きがみられている。新興国では、中国の景気の拡大テンポが安定化しつつある一方、先進国の金融緩和策の動向等の影響を受け、その他の新興国の成長ペースが緩やかなものとなっているなど、ばらつきが出てきている。以下では、14年までの経済見通しとそのリスク要因について概説する。

(1) 経済見通しとメインシナリオ

先進国では、アメリカ経済は民需を中心に緩やかな回復傾向が続き、ヨーロッパ経済も弱さが残るものの、次第に持ち直しに向かうとみられる。一方、中国経済は安定的な拡大テンポで、緩やかに回復が続くことが考えられる。また、日本経済が自律的な回復力を高めながら世界経済の成長に寄与していくことが期待されている。このような主要国・地域の動きにけん引されて、新興国も含め世界経済は全体としても徐々に底堅さを増していくことが予想される。こうした中、世界の実質経済成長率は、市場レートベース³で、13年にはおおむね2%台半ば、14年にはおおむね3%強となることが見込まれる。各機関の見通しを市場レートベースでみると、13年は2%台前半、14年は3%程度となっており、これらと比較すると成長率は同程度かやや高めになる可能性がある⁴（第1-1-23図、第1-1-24表、第1-1-25表）。

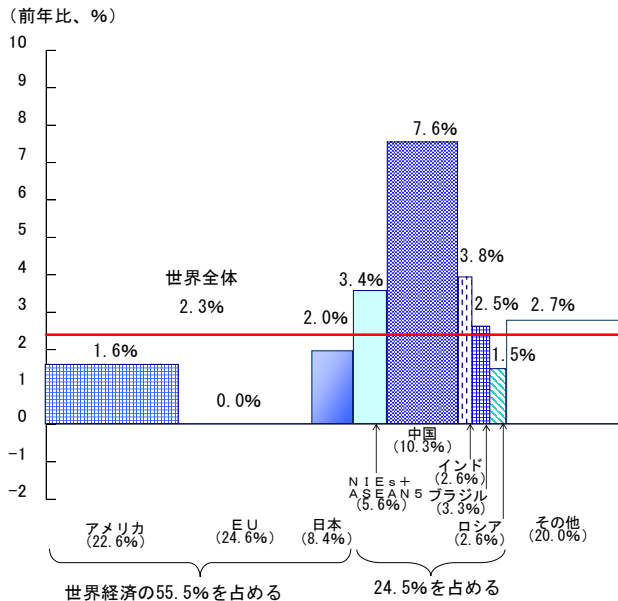
² 資本規制については、変動相場制においても固定相場制と同様に通貨危機の影響を受けていることなどを踏まえ、資本規制を評価する議論もみられる。しかしながら、過度の資本移動への規制は、投資機会の損失等、経済にマイナスの影響をもたらす面もある。

³ 市場レートでドル換算した各国・地域の名目GDPを基にウェイトを算出し計算した世界の実質経済成長率。

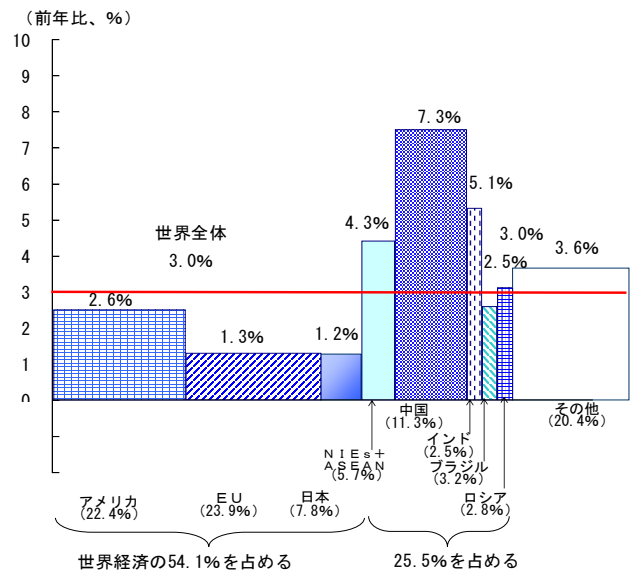
⁴ なお、購買力平価でドル換算した各国・地域の名目GDPを基にウェイトを算出し計算した世界の実質経済成長率でみると、国際機関の見通しは、13年が2%台後半、14年が3%台後半となっている。

第1-1-23図 IMFによる各国・地域の実質経済成長率見通しと世界経済へのインパクト

(1) 13年実質経済成長率の見通し



(2) 14年実質経済成長率の見通し



- (備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database, October 2013”より作成。
 2. 図の横軸は、各国・地域の世界経済に占める名目GDPシェア（括弧内は、13年は10～12年、14年は11～13年実績、見通しの平均）を表しており、図の面積が世界経済へのインパクトの大きさと考えることができる。
 3. 世界全体の見通しには、図中の国のほか、中東、アフリカ、南米、ロシアを除くC I S諸国等合計約180か国程度が含まれる。
 4. 上記の数値は、市場レートベース。

第1-1-24表 国際機関による見通し

実質経済成長率

国際機関名	世界経済 (前年比、%)			
	2011年 (実績)	12年 (実績)	13年 (実績見込み)	14年見通し (13年11月)
IMF (市場レートベース)	2.9	2.6	2.3	3.0
IMF (購買力平価ベース)	3.9	3.2	2.9	3.6
OECD (購買力平価ベース)	3.7	3.1	2.7	3.6
欧州委員会 (購買力平価ベース)	4.2	3.0	3.1	3.8

国/地域名	個別国 (3機関平均) (前年比、%)				
	2011年 (実績)	12年 (実績)	13年 (実績見込み)	14年見通し (13年11月)	
アメリカ	1.8	2.8	1.6	2.7	
アジア	韓国	3.7	2.0	2.8	3.8
	中国	9.3	7.7	7.6	7.6
	ASEAN5 (備考2、3)	4.5	6.2	5.0	5.4
ヨーロッパ	ヨーロッパ4 (備考2、3)	1.9	▲0.2	0.2	1.4
	ユーロ圏	1.6	▲0.6	▲0.4	1.0
(参考) 日本	▲0.6	2.0	2.0	1.6	

- (備考) 1. 国際機関は、IMF (13年10月)、OECD (13年11月)、欧州委員会 (13年7月)。
 IMFの市場レートベースは“World Economic Outlook”October 2013の参考付表から引用。
 2. 「ASEAN5」は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。
 「ヨーロッパ4」は、ドイツ、フランス、イタリア、英国。
 3. 個別国の実績、見通しは国際機関(3機関)の単純平均値による。「ASEAN5」はIMFの見通しを使用。
 「ヨーロッパ4」は4か国の値を名目GDPでウェイト付けしている。
 4. 日本の14年の見通しについては、OECDは12月に取りまとめ予定の景気刺激策の効果を含めており、IMF及び欧州委員会は含めていないため、平均値を参照する場合は注意が必要である。

第1-1-25表 民間機関による見通し

実質経済成長率

(前年比、%)

国/地域名	03~12年	11年	12年	13年見通し	14年見通し	
	{ 過去10年 実績 }	(実績)	(実績)	{ 実績 見込み }	{ 13年11月 }	
世界経済 (34か国・地域)	2.7	3.0	2.6	2.4	2.7	
北米・ 中南米	アメリカ	1.7	1.8	2.8	1.7	2.5
	カナダ	1.9	2.5	1.7	1.6	2.3
	メキシコ	2.7	4.0	3.6	1.6	3.5
	ブラジル	3.8	2.7	0.9	2.4	2.6
アジア・ 大洋州	北東アジア	6.0	8.3	6.6	6.7	6.7
	うち中国	10.5	9.3	7.7	7.6	7.5
	A S E A N	5.3	4.5	6.2	4.8	4.9
	インド	7.6	6.3	3.2	4.5	5.3
	オーストラリア	3.0	2.4	3.7	2.5	2.6
ヨー ロッパ	ヨーロッパ4	▲ 0.3	1.9	▲ 0.1	0.3	1.3
	ユーロ圏	1.0	1.5	▲ 0.6	▲ 0.4	1.0
	ロシア	4.3	4.3	3.4	1.8	2.9
(参考) 日本	0.8	▲ 0.6	1.9	1.8	1.7	

- (備考) 1. 日本を除く各国の実績は各国統計、見通しは民間機関見通し(13年7~11月発表)の平均値による。民間機関は、BLUE CHIP(13、14年55社)、CREDIT SUISSE、Economist Intelligence Unit、OXFORD ECONOMICS、JP Morgan、三菱東京UFJ銀行、野村證券、三菱総研、みずほ総研、国際金融情報センター。日本の実績は内閣府国民経済計算部公表値(13年11月)、見通しは公益社団法人日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査(13年11月)」の暦年予測値。
2. 「世界経済(34か国・地域)」は、北米・中南米(4か国)+アジア・大洋州(10か国及び台湾)+ヨーロッパ(18か国)+日本。「北東アジア」は、中国、韓国、台湾、香港。「ASEAN」は、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン。「ヨーロッパ4」は、ドイツ、フランス、イタリア、英国。「ユーロ圏」は加盟17か国(13年5月15日時点)。
3. 「世界経済」の実質経済平均成長率は、34か国・地域の実質経済成長率に世界経済に占める名目GDPシェア(12年実績)を乗じて算出した値の合計値。「北東アジア」、「ASEAN」、「ヨーロッパ4」も同様に算出。名目GDPのウェイトは、34か国・地域の名目GDP総額に占める各国・地域の割合。
4. 上記の数値は市場レートベース。

(2) 経済見通しに係るリスク要因

アメリカにおいては、14年度予算を含めた今後の財政の対応いかんによっては、市場や企業、消費者等のマインドを押し下げ、景気の下押し要因となる可能性がある。加えて、金融緩和縮小が実施された場合の実体経済への影響等にも引き続き留意が必要な状況である。また、雇用情勢を中心に、アメリカ経済の回復の持続可能性には注視が必要である。

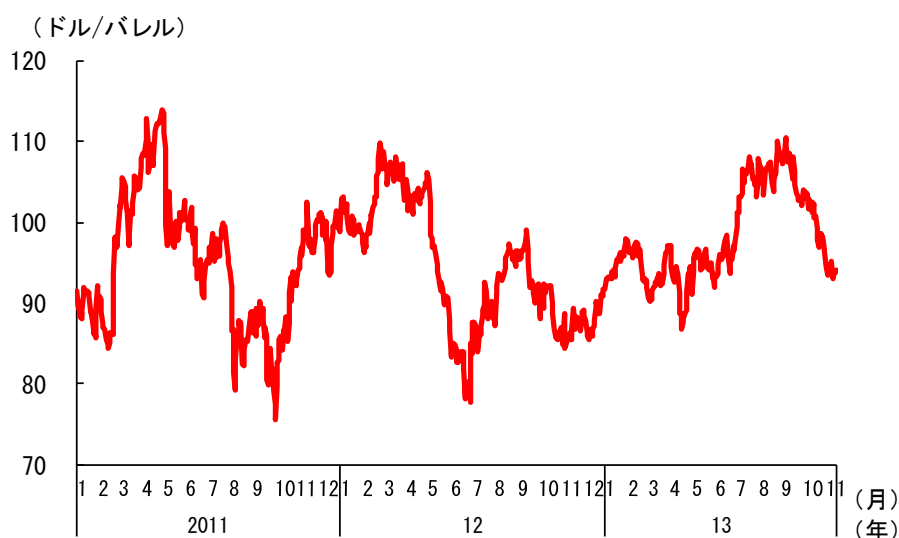
中国においては、景気は緩やかな拡大テンポが続いているものの、過剰な不動産投資や生産能力の抑制策が強化された場合、金融や実体経済が想定以上に急激に縮小するリスクがある。

欧州においては、比較的落ち着きがみられるものの、一部の国々における財政の先行き不安が完全に払拭されているとまではいえず、欧州政府債務危機が依然リスクとして残存している。同時に、財政緊縮や高い失業率の継続等による、経済的・政治的な影響にも注視が必要である。

新興国においては、国ごとにばらつきがあるものの、一部では物価上昇等に対応するための利上げによる影響や輸出需要の低迷等から、景気が減速する動きがみられている。今後も金融引締めが続く場合、景気が更に減速する懸念があるため、注視が必要である。

加えて、中東情勢の悪化ないし周辺国への拡大による原油価格の上昇等、地政学的リスクについても留意が必要である（第1-1-26図）。

第1-1-26図 原油価格の推移：中東情勢の影響等から一時的に高騰



(備考) 1.ブルームバーグより作成。
2.原油はWTI原油。