

重要性高まる地域別の物価動向

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

米国経済の堅調な成長に牽引され世界景気の回復が見込まれる中、中国の成長ペースが緩やかであるために、世界全体の物価は総じて安定した推移が見込める。

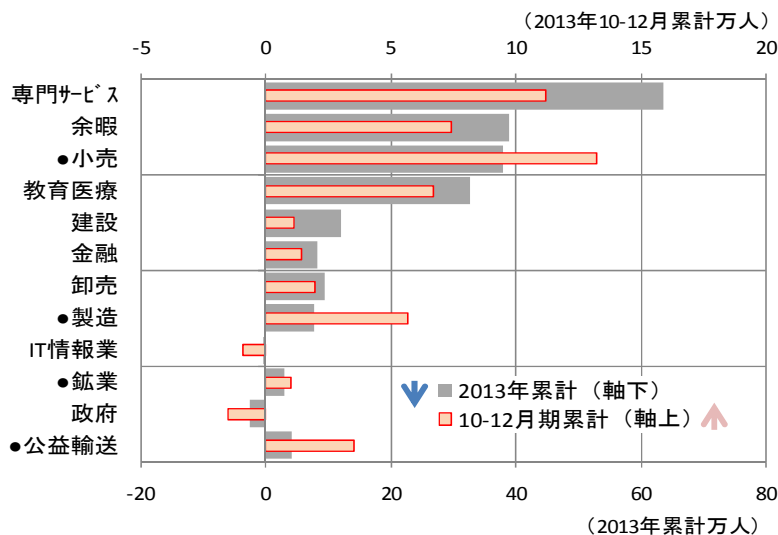
ただし地域別に見ると、米国では失業率が6.5%に接近して利上げ前倒し期待が高まりやすくなる中で、インフレ率が2%に向かうかどうかは、長短金利と米国景気を左右する要因となる。対してデフレに陥る可能性が懸念されるユーロ圏では、今後の物価動向は2014年内の追加緩和の有無や債務不安再燃リスクにも影響を及ぼそう。日本では、日銀と金融市場の間で先行き物価見通しに乖離が生じているようであり、政策期待が振れやすい。アジア新興国では、通貨下落に起因したインフレ上昇が局所的に实体经济の足を引っ張る可能性もある。このように、世界全体でみた物価は安定していても、各地域における物価見通しの僅かな変化や地域間の差異が、金融政策への期待の振れと相俟って、2014年前半の金融市場と实体经济の攪乱要因になる可能性が高まっている。

1. 世界経済の現状

(1) 米国 ～ 成長の持続性高く金利上昇の可能性

2013年12月の米国非農雇用者数前月差は+7.4万人と、従来の月あたり15～20万人の増加ペースから急激に縮小したが、この結果は寒波の影響もあって一時的に下振れたものである。というのも、昨年10～12月期の雇用者数の動きを業種別にみると、小売やサービスセクターで安定して増加している上に、製造業でも増加ペースが速まるなど、雇用増加の業種は広範にわたっている(図表1)。

図表1 業種別の米国雇用者数増減



(資料) 米国労働省「Monthly Labor Review」

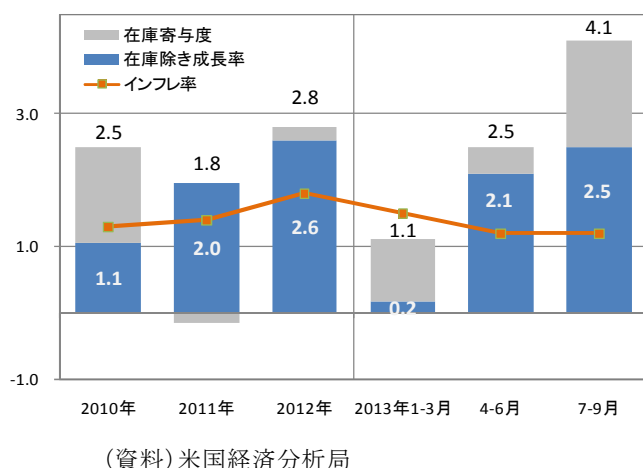
変動が少ないサービスセクターの雇用は変動幅が小さいのに対して、財生産セクターの雇用者は企業景況感や生産変動に影響を受けやすいが、米国の製造業景況感が50を明確に上回っているため、2014年前半の生産ピッチが今よりも高まることを示唆している(図表2)。

経済成長率も、在庫除きの成長率はトレンド成長に近い2%半ばの成長ピッチで走っており、昨年の成長率を1.5%ポイントほど押し下げた緊縮財政の緩和もあって、2014年を通じた景気拡大の持続性は高いと見られる(図表3)。かかる環境の下では、雇用者数の増加基調は続き、現行6.7%にある失業率は早ければ2014年央にも6.5%を下回る可能性が高いといえるだろう。

図表2 米欧中の製造業 PMI 指数

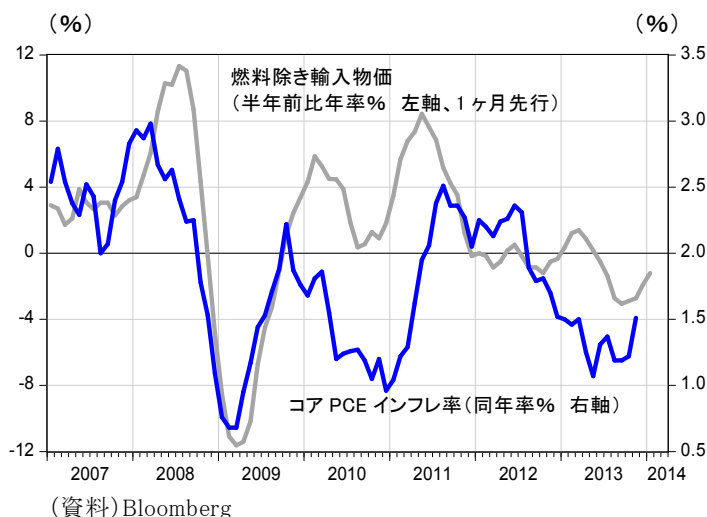


図表3 米 GDP 成長率と在庫除きの成長寄与度



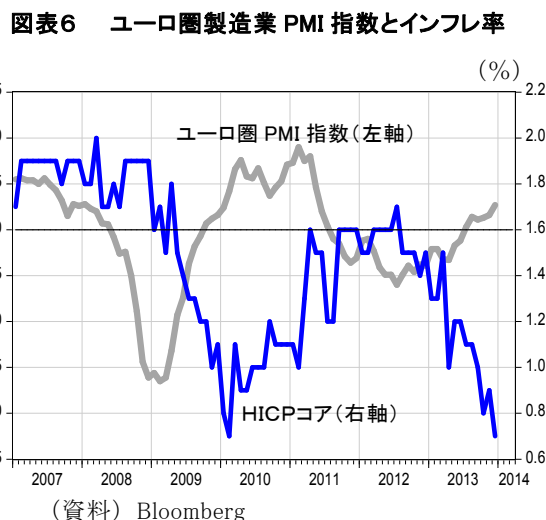
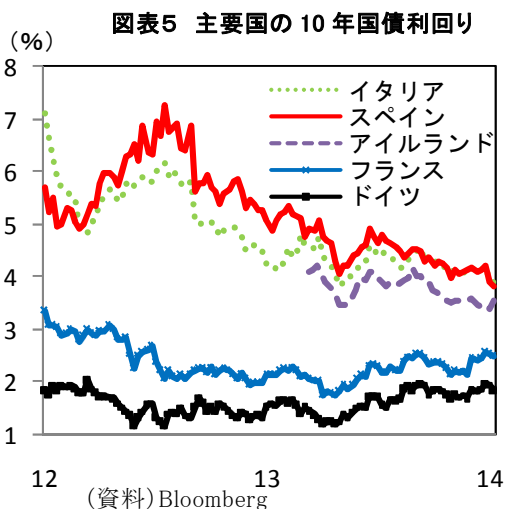
このとき利上げ時期を左右するのが、連邦準備理事会(FRB)の中期的な目標2%と比較したインフレ率水準となる。コアPCEデフレーターで見たインフレ率は、直近で半年前比年率1.5%の位置にある(図表4)。今のところ賃金上昇率は落ち着いているが、図からもわかるように輸入インフレ率がプラスに転じると米国内でも価格転嫁により物価上昇圧力が高まりやすい。FRBによる債券購入措置(QE)の規模縮小が今年1月より開始された現在、長期金利の上昇は投資環境や米国景気に影響を及ぼしかねないリスク要因である。こうした観点から、米国内のみならず輸入物価水準など海外要因にも目配りする必要が出てくるだろう。

図表4 燃料除き輸入物価とコアPCEインフレ率

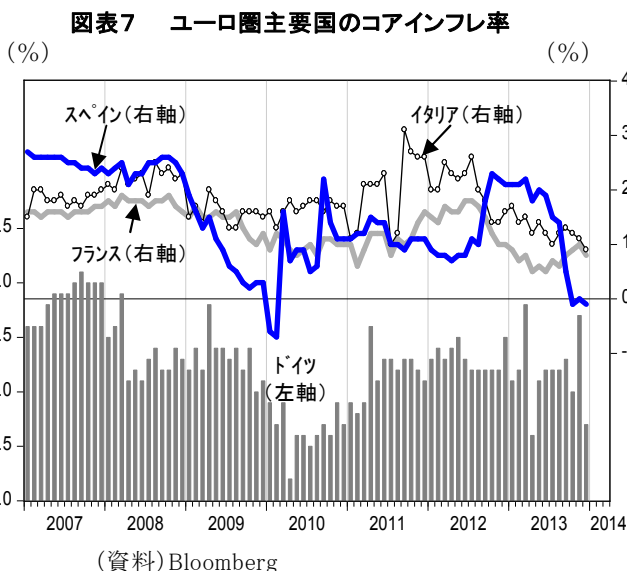


(2)ユーロ圏 ～ 景気は底入れするもデスインフレ懸念は残存

昨年ユーロ圏金融市場は、昨年2～3月にキプロス救済問題を巡って一時的に緊張が高まったものの、2012年9月に欧州中央銀行(ECB)が導入した国債買入策(OMT)という枠組みが奏功したこともあって、概ね安定を維持した。2014年に入ってからスペイン・イタリアなど周縁国の国債利回りが低下している他、1月半ばにアイルランドが金融支援終了後初めて行った10年国債入札の利回りが3%台前半と低水準になるなど、金融市場は落ち着いた状態を維持している(図表5)。实体经济に関して、製造業PMI指数が拡大・悪化の境目である50を複数月で上回っており、景気後退局面から一旦脱した模様である(図表6)。この先の急激な景気悪化や、金融市場の混乱が直ちに目に見られるような状況ではない。



但し实体经济面では、今後の物価の動きが重要になる。ユーロ圏の12月HICPコア上昇率が前年比+0.7%と、ECBが利下げを行った際の水準(10月の同+0.8%)を下回り、デスインフレ傾向が続いている。先行きについては、景況感の改善悪化が物価に反映されるまで1年ほどのラグが見られること(図表6)、輸出競争力向上のための労働コスト削減が顕著なドイツ・スペインをはじめとして主要国でもインフレ率が鈍化していること(図表7)、ユーロ圏失業率は過去最悪水準となる12.1%と高止まったままで雇用悪化に歯止めがかかっていないことから、景気が改善に向かっても、暫くはデスインフレ懸念、国によってはデフレ懸念が残る可能性が高い。



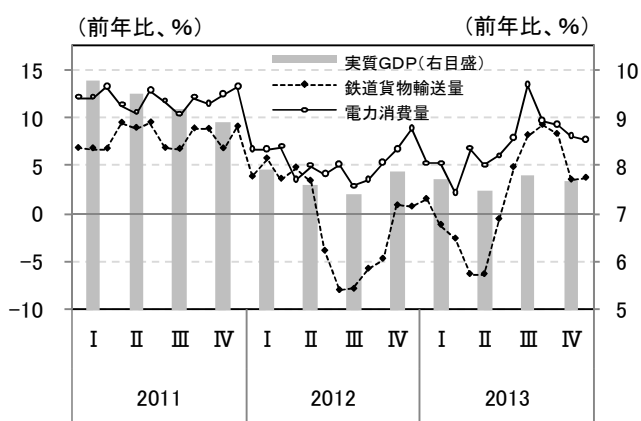
かかる中、ECBは1月の理事会で政策金利を維持したが、緩和的な金融政策スタンスを必要なら限り維持することを「強く強調する」として、フォワードガイダンス文言を強化した上に、ドラギ総裁会見では追加緩和の要件として①短期金融市場の悪化、に加えて②中期のECB物価見通しの下振れを挙げ、デフレーションリスクを注視する姿勢を示した。しかし利下げ余地が殆どないなかでは金融政策はデフレ回避には力不足である。デフレーション長期化は、実質金利押し上げを通じて景気の足を引っ張るうえ、実質債務負担の拡大にもつながる。今後の欧州物価動向は2014年内の追加緩和の有無や債務不安再燃リスクにも影響を及ぼそう。

(3) アジア ～ 局所的な輸入インフレ圧力と政治がリスク要因

中国の10-12月期GDP成長率は前年同期比+7.7%と7-9月期の+7.8%から僅かながら低下した他、製造業PMIや電力消費量、工業生産伸び率といった経済指標も足元鈍化が続いており、中国景気回復ペースは依然としてごく緩やかなものに留まっている(図表8,9)。

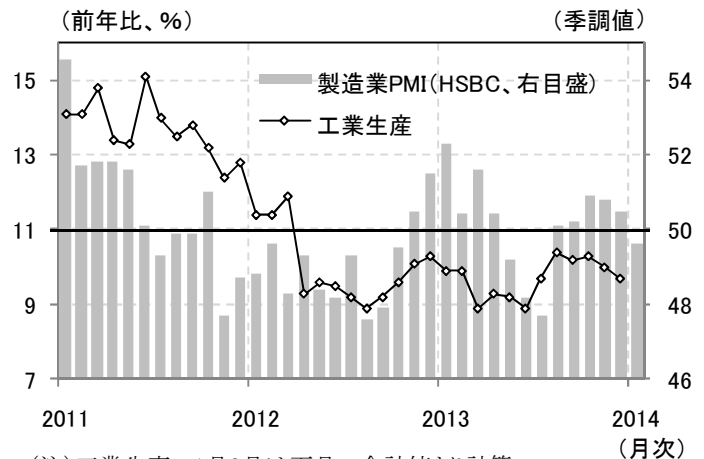
2013年11月の中国共産党中央委員会第三回全体会議(三中全会)や、12月に開催された中央経済工作会議などで発信された政府方針を見る限り、現政権が目指すのは目先の成長加速より経済の体質改善であり、2014年の経済成長率目標が2013年の7.5%から引き上げられるとは考えにくい。政府はこの先の成長ペースを現状同様ごく緩やかなものに留めると見られる。従って、中国を起点として新興国成長ペースが加速して資源価格を押し上げ、先進国含めた世界全体にインフレ圧力をもたらす可能性は今のところ低いだろう。

図表8 経済成長率・貨物輸送量・電力消費量



(注) 電力消費量の1月と2月は両月の合計値より計算。
(資料) CEIC

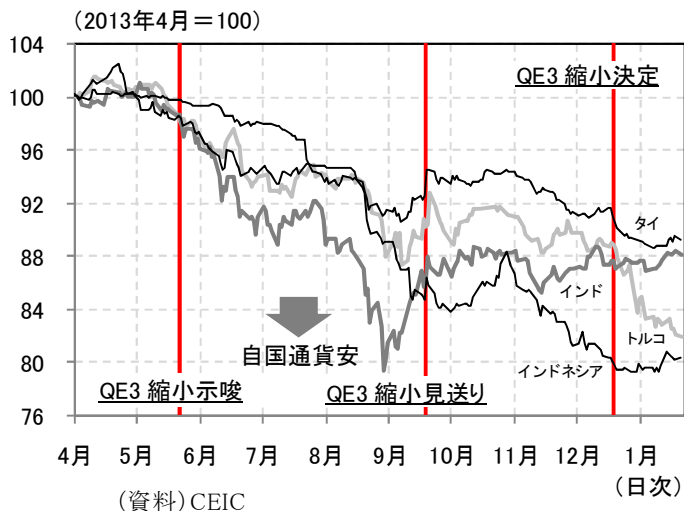
図表9 製造業PMIと工業生産



(注) 工業生産の1月2月は両月の合計値より計算
(資料) CEIC

なお、中国以外の新興国では、昨年末の米国による債券購入(QE)規模縮小決定以降、タイやトルコで通貨安が進んでいる(図表10)。タイでの反政府デモ拡大や、トルコにおける閣僚汚職事件といった政情不安定化が主因とみられ、2014年は多くの新興国で選挙が予定されていることから、それらの結果や新政権の対応によって市場の選別が強まり、通貨安による輸入インフレ圧力が国内物価を押し上げる可能性がある(図表11)。また、フィリピンでは台風のために食料価格が上昇、マレーシアでは政府の補助金削減でガソリン価格が上がるなど、各国固有のインフレ要因も、市場の選別に拍車をかけるとともに、国家間の経済格差を拡大させる要因となり得る。

図表 10 新興国対ドル通貨レートの推移



図表 11 2014年主要新興国での選挙日程

2月	タイ総選挙	7月	インドネシア大統領選挙 (第1回投票)
3月	全国人民代表大会 (中国)	8月	トルコ大統領選挙
	トルコ地方選挙	9月	インドネシア大統領選挙 (第2回投票)
4月	インドネシア議会選挙	10月	ブラジル大統領選挙
	南アフリカ下院選 (大統領選出)	12月	中央経済工作会議 (中国)
	インド総選挙 (5月まで数回実施)		

(資料)各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

2. 日本経済の現状 ～ 消費者物価上昇率が5年ぶりの水準に

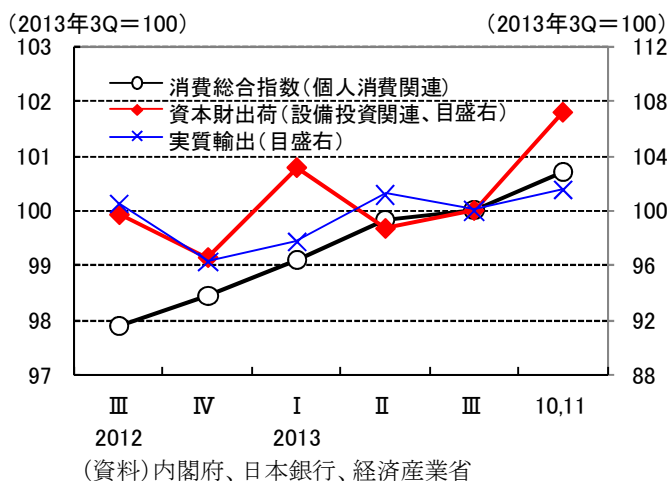
(1) 実体経済は順調に回復

米国と並んで、先進国のなかでは日本の景気回復が著しい。2013年11月の鉱工業生産指数は前期比▲0.1%と減少したがその幅は小さく、12月・1月の予想は同+2.8%、+4.6%と明らかな増産予想である。実際にはこれ程高い伸び率にはならないと見られるが、一昨年秋以降の生産回復基調はなお続いていると見てよいだろう。また、有効求人倍率が6年ぶりに1倍に達するなど、雇用環境も回復に向かっている。GDPの主な需要項目関連の月次指標を見ても、駆け込み需要の影響が出始めた消費のみならず設備投資・輸出も10,11月平均が7-9月期を上回っていることから、10-12月期のGDPは国内需要主導で年率3%前後の高い成長率が見込めよう(図表12,13)。

図表 12 鉱工業生産指数の推移



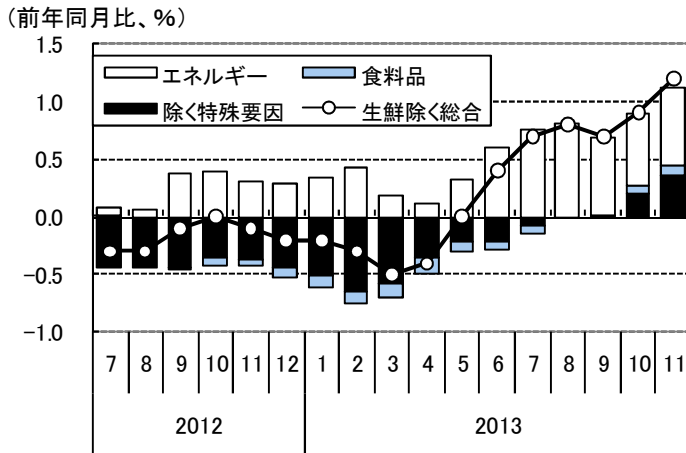
図表 13 GDP 需要項目関連指標の動き



(2) 消費者物価上昇率は+1%超だが持続性には乏しい

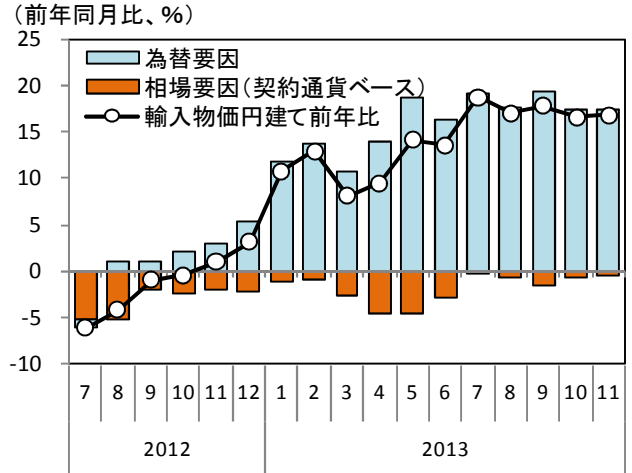
かかる景気回復が続く中、11月のCPIコア上昇率は前年比+1.2%と5年ぶりに1%を超え、エネルギーと食糧除くベースでも2カ月連続のプラスとなった。「2年程度で+2%」という日銀目標に向けて進んでいるように見えるが、上昇幅が大きい品目はパソコン(前年比+23.7%)、外国パック旅行(同+14.6%)、衣料品(同+0.6%)など円安に伴う輸入物価上昇分の転嫁によるものとみられ(次頁図表14,15)。更に円安が進まない限り、この効果は2014年度半ば頃から剥落する。

図表 14 消費者物価指数上昇率の寄与度分解



(資料)総務省「消費者物価指数」

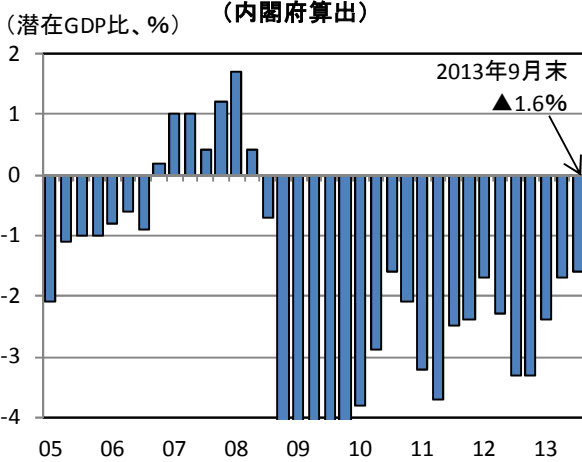
図表 15 輸入物価変動の内訳



(資料)日本銀行「企業物価指数」

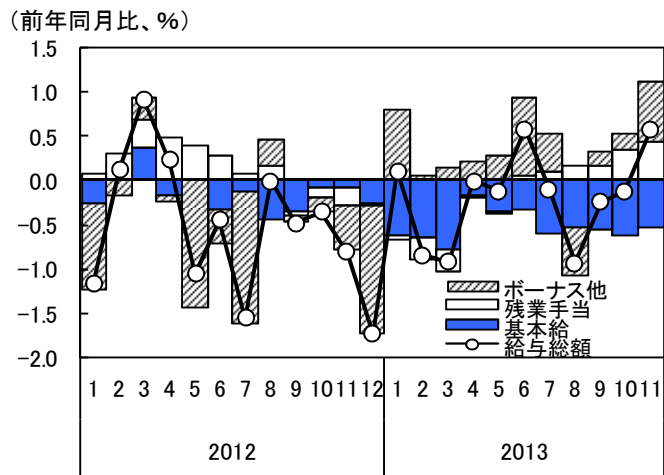
日銀は、この先物価上昇率が高まっていくメカニズムとして、「マクロで見た需給バランスの改善」と「期待インフレ率の上昇」の二つを挙げている。それぞれについて見ていくと、直近のマクロ需給バランスは潜在 GDP 比▲1.6%となお需要不足であり、2014 年度の経済成長率が+1.0%前後という標準的なシナリオでは、2014 年度内に需要不足は解消しない(図表 16)。日銀は需給バランス改善の他に、消費者の期待インフレ率上昇が実際の物価を押し上げ要因となることを見込んでいるが、足許の賃金は、その中核であり恒常所得にあたる基本給が一人当たり平均で弱い動きを続けていることを踏まえると、期待インフレ率の顕著な上昇が起こるとも考えにくく、足許のインフレ率上昇に持続性はないと判断される(図表 17)。CPI コア上昇率(消費税率引き上げの影響除く)は 2014 年度初めまで+1%を上回ったまま推移するものの、年度後半から円安効果の剥落で前年比 0.5~1.0%まで鈍化していくだろう。

図表 16 日本のマクロ需給バランス (内閣府算出)



(資料)INDB

図表 17 一人当たり賃金の動き



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

これに対して、日銀が1月に公表した展望レポート中間評価では、CPI コアインフレ率の見直し中央値は 2014 年度が+1.3%、2015 年度が+1.9%と前回の数値から変化はなかった。そして黒田総裁は CPI+2%という目標に向けて順調に、想定通り推移しているとの認識を示した。この結果、CPI コアインフレ率の鈍化を見込み、消費税率引き上げ後の景気下振れを避けるための追加緩和を期待している金融市場と乖離が生じている。追加緩和期待が熾り続ける金融市場と日銀と

の見通しのギャップにより、2014年度前半において為替レートが振れやすくなる局面が生じ易い。仮に、期待に反して追加金融緩和が発動されない場合には、為替レートが円高に振れ株安をもたらす可能性が高い。2014年4月に消費税率引き上げによる実質所得の目減りと、株価下落による逆資産効果が同時に重なると、その後の消費低迷の引き金となる可能性もあろう。

このように、2014年の世界経済は米国に牽引され回復が続く一方で、中国の成長が緩やかなペースに留まるなかでは、総じて世界全体の物価動向は安定した推移が見込める。但し地域別に見ると、米国では2%に向けた物価上昇ピッチが金融政策を大きく左右し、ユーロ圏では回復が緩やかなためにデフレ懸念が続き、日本では日銀と市場の物価見通しに乖離が生じている。また、新興国では世界全体の物価安定とは対照的に通貨安により局所的にインフレ率が高まっている国もある。このように、世界全体でみた物価は安定していても、各地域における物価見通しの僅かな変化や地域間の差異が、金融政策への期待の振れと相俟って、2014年前半の金融市場と実体経済の攪乱要因になる可能性が高まっている点に留意したい。

図表 18 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013		2014		見通し総括
			10-12	1-3	4-6		
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	+ 2.6	+ 3.1	▲ 1.7	目先駆け込み需要で高成長、2014年度入り直後に反動減が出るが、景気回復基調は維持	
	米国		+ 2.6	+ 2.6	+ 3.4		
	欧州		+ 0.9	+ 1.0	+ 1.0		
	中国	前年同期比 %	(実績) +7.7	+ 7.8	+ 7.8	経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のまま推移	
金融市場	日本 10年債利回り	%	(実績) 0.59~0.74	0.60~0.80	0.70~0.90	米国とともにごく緩やかな上昇トレンドを辿る	
	米国 10年債利回り		(実績) 2.50~3.03	2.95~3.45	3.10~3.60	QE減額開始も、利上げには慎重なスタンス維持するため、長期金利は緩やかな上昇	
	円ドル レート	円/ドル	(実績) 96.7~ 105.3	102.0~ 107.0	103.0~ 108.0	日米ファンダメンタルズと金融政策の方向性相違を背景に円安トレンド	
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	(実績) 1.34~1.38	1.32~1.38	1.30~1.37	欧米ファンダメンタルズと金融政策の方向性相違を背景にドル高ユーロ安トレンド	

(資料) 三井住友信託銀行調査部マクロ経済調査グループ作成

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp
花田 普 : Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
黨 貞明 : To_Sadaaki@smtb.jp
鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。