

## みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 22 日)

## IMF 世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は 10-20%～

IMF 秋季経済見通し改定は『上げ潮がきているか(Is the Tide Rising?)』と打たれていることにも表れるように、10 月見通しから概ね上方修正。但し、ブランシャール調査局長(IMF チーフエコノミスト)は先進国に対する新たなリスクとしてユーロ圏の「極めて低いインフレ率」に言及し、「IMF のモデルによると、10～20%の確率でユーロ圏の物価が下落に向かう」と述べた。合わせて ECB に対する緩和努力を促しており、デスインフレが進む状況で緊縮財政を続ける以上、ECB に対する緩和圧力は半永久的に続きかねないだろう。日本の経験を踏まえると、バブル崩壊から 7 年弱が経過したユーロ圏のインフレ率は、ちょうど雲行きが怪しくなってくる頃に差し掛かっている。ユーロ圏が日本を後追いするかどうかは、直感的にこれからが正念場といったイメージになる。

## ～FOMC まで突出した材料なし～

昨日の為替相場も小動きの展開。本日には日銀政策決定会合で政策決定が下されるが現状維持が既定路線であり、10 月公表の展望レポートについても現行シナリオを追認するに留まりそうである。目先では来週 28～29 日の FOMC 以外に大きな材料はなく、レンジ取引で推移しそうだが、その FOMC ですら月 100 億ドルの縮小ペースを堅持するとの見方が支配的である(昨日の WSJ 紙もそうした見方を報じている)。

## ～IMF 秋季経済見通しの改定～

材料難の中、昨日は IMF より秋季経済見通しの改定が発表されている。改定見通しの副題が『上げ潮がきているか(Is the Tide Rising?)』と打たれていることにも表れるように、10 月時点の見通しから全体的に上方修正が行われており、2014 年及び 2015 年の世界経済見通しは 3.7%/3.9%とされた(10 月予測時点との比較は右表参照)。国・地域別に見ると、米国は 2.8%/3.0%、日本は 1.7%/1.0%と軒並み堅調が予想されており、マイナスの時代が続いたユーロ圏も 1.0%/1.4%と加速見通しとなっている。この結果、先進国全体としても 2.2%/2.3%と 2014 年が上方修正されている(その分、2015 年は下方

IMFの世界経済見通し(秋季改定、2014年1月)

	2014			2015		
	(見通し)	(10月時点)	修正幅	(見通し)	(10月時点)	修正幅
世界	3.7	3.6	0.1	3.9	3.9	0.0
先進国	2.2	2.0	0.2	2.3	2.5	▲0.2
米国	2.8	2.6	0.2	3.0	3.4	▲0.4
ユーロ圏	1.0	0.9	0.1	1.4	1.3	0.1
日本	1.7	1.3	0.4	1.0	1.2	▲0.2
途上国	5.1	5.1	0.0	5.4	5.3	0.1
中国	7.5	7.2	0.3	7.3	7.1	0.2
インド	5.4	5.2	0.2	6.4	6.3	0.1
ブラジル	2.3	2.5	▲0.2	2.8	3.2	▲0.4

(資料)IMF "World Economic Outlook", 2014年1月

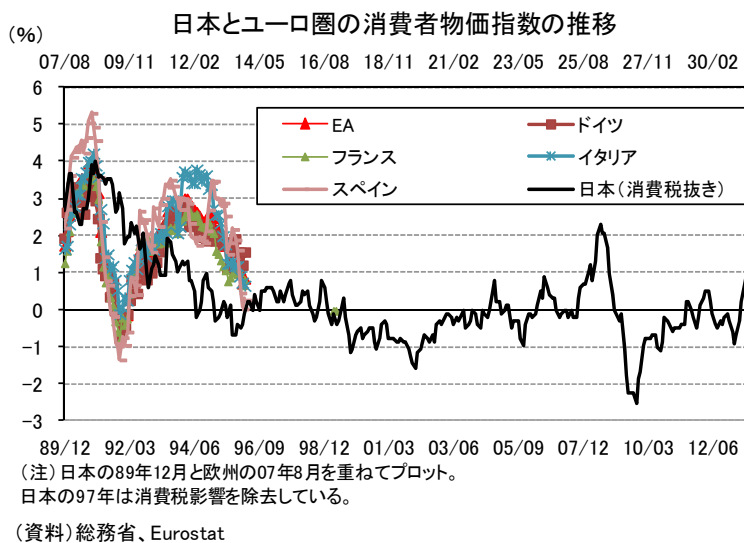
修正された格好)。昨年、tapering を巡って混乱に巻き込まれた新興国・地域も 5.1%/5.4% となり、2014 年の予測値は据え置き、2015 年は上方修正されるなど、tapering の影響もさほど深刻視されていない様子が窺える。

～ユーロ圏のデフレ確率は「10～20%」。日本の経験を踏まえれば、正念場はこれから～

但し、数字上の仕上がりは上方修正となったものの、先進国については「需給ギャップは依然大きく、金融緩和を据え置くべき」、途上国についても「外需頼みであり、内需の弱さは課題」などの表現が付されており、現状が脆弱であることは認識されている。

見通し公表に際しては、ブランシャール調査局長 (IMF チーフエコノミスト) と記者団の間で電話会見が行われているが、ここでは先進国に対する新たなリスクとしてユーロ圏における「極めて低いインフレ率」が言及された。公表文でも、ユーロ圏について「不況から回復へのコーナーを回った」とマイナス圏から漸く抜け出す様子に触れつつも、「回復は不揃いなものになりそうである。圧力に晒されている経済では回復は概ね穏当なものに留まるだろう」と相変わらず、域内経済の格差が放置されていることに対し懸念が表明されている。ブランシャール氏は「IMF のモデルによると、10～20%の確率でユーロ圏の物価が下落に向かう」と述べ、IMF としてユーロ圏の日本化を警戒している姿勢を示している。こうした状況に対し、同氏は「ECBは信用拡大への支援を通じて、低迷する需要を下支えるべき」との要請を口にしているが、デフレ化する中で緊縮を続ける以上、ECB に対する緩和圧力は半永久的に続きかねないと考えた方が良い。

なお、日本のケースを例にとると、バブル崩壊から約 6 年後に消費者物価指数 (CPI) のマイナス化が散見され始め、約 10 年後にはほぼそれが常態化していた (その間に起きた 1997 年の金融危機がダメ押しになったとの見方が強い)。そうした日本の経験を踏まえると、バブル崩壊 (2007 年 8 月と仮定) から 7 年弱が経過したユーロ圏のインフレ率は、ちょうど雲行きが怪しくなってくる頃に差し掛かっている。右図を見ても分かるように、ユーロ圏のインフレ率が日本のそれを後追いするかどうかは、直感的にこれからが正念場といったところだろう。



以 上

国際為替部  
マーケット・エコノミスト  
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し。論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇。そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	「カブ」効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業績改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かし」のパターン)を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はデイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)