

三井住友信託銀行

調査月報



時論

短期楽観、中期警戒の内外経済..... 1

経済の動き

不確実性低下で経済実態の差異が焦点に

(月例グローバル経済金融レビュー)..... 3

ユーロ圏のデフレ懸念をどう見るか..... 13

通貨安が新興国経済に与える影響..... 18

米銀の新興国向け対外与信の特徴..... 24

時論

短期楽観、中期警戒の内外経済

2013年は日本経済にとって景気回復の年となった。輸出部門を中心に企業収益が2ケタ増となり、鉱工業生産が上向き、設備投資の先行指標である機械受注も伸びが高まってきた。有効求人倍率は1倍に接近しており、来春の賃上げや賞与増加も相応に実現して個人消費を支えるだろう。輸出数量はややもたついているが、米国経済は順調に回復しており、中国をはじめとする新興国も一頃の勢いは戻らないものの、来年はやや持ち直すと見られ、徐々に上向いていくだろう。

日本経済は、2013年7-9月期のGDPに見られたように、資産効果や駆け込み需要による個人消費、公共投資が牽引役となるという異形の姿から、2014年は民間需要が主導する自律的景気回復色を徐々に強め、消費税率引き上げに伴うギクシャクした動きはあっても、景気回復は持続するだろう。

米国の量的緩和縮小は、新興国には為替安・株安を通じて多少のマイナスの影響を及ぼすものの、米国経済ひいては世界経済の拡大による貿易チャネルを通じたプラス効果を勘案すれば、新興国の成長経路を大きく下振れさせるほどのインパクトはないだろう。ユーロ圏でも金融市場は落ち着きを取り戻しており、実体経済にもようやく景気底入れの兆しが見え始めた。

このように見ると、やや予定調和的ではあるが、内外経済は2014年さらには2015年まで景気回復が続き、金融環境も安定した状況が続くという展望が描けるようになった。主要国の財政赤字の拡大、超金融緩和によるグローバルマネーの肥大化といったリーマンショックの負の遺産との格闘が続く中、政策当局の努力・工夫・実行力、市場との巧みな対話の賜物と評価して良いだろう。

しかしこうした景気回復や金融市場の落ち着きを支える要素や建て付け、期待の中身を点検すると、「持続可能性が乏しい」という側面が少なからず存在することには留意が必要である。

わが国では、2014年度政府予算案の一般会計が過去最大になったことに現れているように、消費税増税や自然税収増を当て込んだ財政支出圧力が目立っている。財政支出増によって2014年から2015年にかけて景気回復は確かさを増すが、財政再建を後回しにするような財政運営は、現下の財政事情を鑑みれば持続可能性のあるものとは到底言えない。消費財増税による景気の冷え込みを恐れ、8兆円の増税分のうち数兆円を国民に「半返し」するような措置は、日本の財政に対する信認失墜という「倍返し」となりかねない。

また、大規模な金融緩和策も、足元では国債利回りを低位に抑え込み、実質金利低下・円安・株高を通じて景気回復をもたらしているものの、新規発行額の7割に相当する金額規模の国債を、流通市場からではあっても日銀がオープンエンドで購入する手法は、上記の財政運営スタンスと相俟って、市場から「財政ファイナンス」と受け止められかねず、やはり持続可能性には疑問符が付く。

海外に目を転じると、中国が当面、7%台の成長を維持することは内外景気回復の必須あるいは前提条件であるが、これは中国の成長パターンが依然として投資偏重・国進民退から脱し切れないことの表れであり、持続可能性のある7%成長ではない蓋然性も高い。またインド、インドネシア、ブラジル、トルコに対しては漠とした将来の成長期待が根強く、世界からの直接投資は継続している模様だが、ポピュリスト的政策運営によって構造改革はなかなか進んでおらず、経常収支赤字・インフレ・自国通貨安という現状に市場や企業がいつまでも寛容であるとは思えない。

ユーロの銀行同盟実現に向けては一定の進捗を見ているものの、ユーロを巡る問題の根源は、最適通貨圏の条件を満たしていない中で共通通貨を導入したことにある。財政統合に関してはさほどの進展はまだなく、1ユーロも使うことなく金融市場の動揺を鎮めたドラギマジックの効力がいつまで持続するか定かではない。

厄介なのは、上記のような持続可能性が乏しい諸事象は、持続性が損なわれた場合に発現するマグニチュードは高まり続けるであろうということだ。一般に、景気回復には需給・貿易・労働・財政など経済各般における種々の不均衡を修復する力があるが、上記諸事象の持続可能性の乏しさ、それが損なわれた場合のマグニチュードを低減させるには、景気回復の自動修復作用だけでは頼れず、構造改革、規制改革をやり切ることが欠かせない。しかし各国における各課題の克服はいずれも簡単なことではなく、時間もかかる。それまで「持続可能性」が持ち堪えられるだろうか。

以上のように考えると、内外経済・金融環境は短期的には楽観できても、中期的にはテールリスクが残存し、発生確率は徐々に高まっていく—という展開になるのではないかと。

(調査部長 金木利公 Kaneki_Toshikimi@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。

不確実性低下で経済実態の差異が焦点に

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

米国連邦準備理事会(FRB)は、2013年12月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、来年1月からの債券購入措置(QE)規模縮小開始を決定した。財政協議も含め先行き不確実性が低下するなか、雇用や経済の堅調さが確認できたことが背景にある。

欧州でも金融市場の落ち着いた状態が続き、銀行同盟の議論進捗などで先行きの不確実性が徐々に低下する中、イタリア・スペインの国債利回りが低下し、米国との差が縮小している。かかる世界全体の不確実性低下によって、今後は各国経済の成長持続性や財政状況といった基礎的条件に注目が集まり選別が進む可能性が高まろう。

国内では、経済情勢の好転により労働需給がタイト化する中で雇用者平均賃金の下落基調が続くという、一見矛盾した動きが続いている。これは、相対的に賃金水準の低いパート労働者の割合上昇が主因であり、それぞれの労働者の賃金下落を意味するわけではない。こうした賃金上昇率に関する差異は、米国金利上昇といった外部要因のみならず、国内のインフレ期待という面からも、長期金利に及ぼす影響を見る上で重要なポイントの一つになるだろう。

1. 世界経済・金融情勢 ～ 米国債券購入措置(QE)の規模縮小開始

(1) 米国 ～ 政策不確実性の低下と堅調な経済を背景に QE 縮小開始へ

米国連邦準備理事会(FRB)は、12月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、債券購入措置(QE)の規模縮小を来年1月から開始することを決定した。具体的には、月当たりの米国債購入額を450億ドルから400億ドルに、同モーゲージ担保証券(MBS)購入額を400億ドルから350億ドルに減らし、合計850億ドルから750億ドルに購入額を減額する内容であった。

今回の決定の背景には、最近の米国経済・金融市場における二つの変化があった。

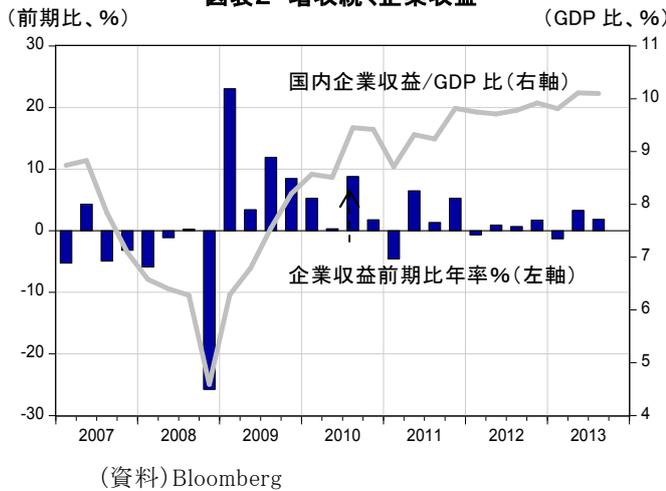
第一に、債券購入措置減額の早期着手と利上げ前倒しは必ずしも連動させないというFRBの意図が金融市場期待に織り込まれ、債券購入規模の縮小を開始しても長期金利が急騰する懸念が小さくなったことである。このことは、11月頃からFF先物や2年国債利回りといった期間の短い金利が低下する一方で、10年国債利回りが緩やかに上昇し、長短金利差が拡大したという変化からも窺うことができる(次頁図表1)。実際に、18日の規模縮小決定後の長期金利の上昇ピッチは緩やかであり、規模縮小期待により10年債のみならず2年債の利回りも急騰した5～6月と比べると、FRBによる金融市場とのコミュニケーションが的確に行われるようになったと言えるだろう。

図表1 米国における長短金利差拡大

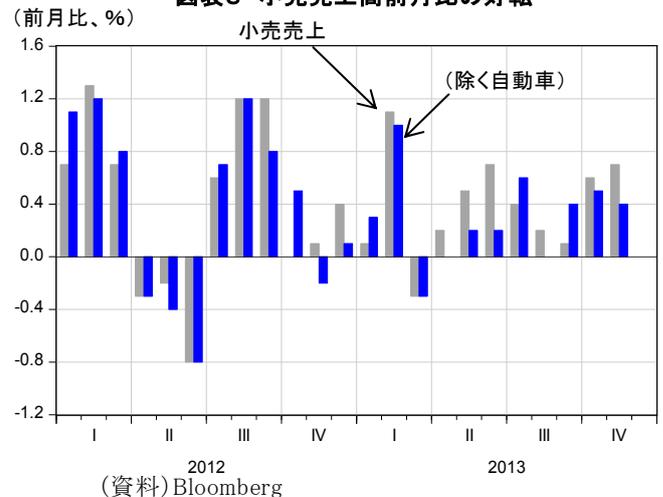


第二の環境変化は、実体経済において11月の小売売上や7-9月期企業収益、雇用統計がいずれも民間部門の堅調な推移を示すなか(図表2,3)、2014年度連邦政府予算についての合意が民主共和両党間で成立し、来年1月15日の暫定予算期限到来時に政府機関が閉鎖される懸念がなくなったことである。民間経済主体の活動を制約する政策に関する不確実性が低下し、先行き雇用や経済実体の堅調さが確認できたことが、QE規模縮小の大きな背景である。

図表2 増収続く企業収益



図表3 小売売上高前月比の好転



(2)ユーロ圏 ～ 景気底入れの兆しもあるも、デフレ長期化の可能性浮上

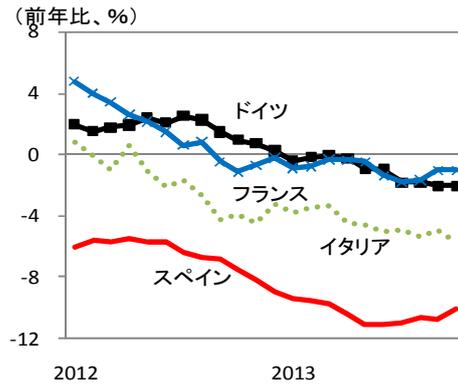
7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率改定値は速報値と同じ前期比+0.1%であった。2期連続のプラス成長であり、ユーロ圏全体としては景気底入れの兆しが出ているとも言えるが、国別・需要項目別に見ると、フランス・イタリアはマイナス成長となり固定資産投資が弱く、フランスでは輸出もマイナスとなっている。更にオランダも失業率が7.0%で高止まりする中で消費が目立って弱いなど、国によって、あるいは部門によって随所に弱いところが残る(次頁図表4)。来年からECBの銀行資産査定が始まる中、銀行貸出が大幅に減っているイタリア・スペインを中心に、銀行貸出態度の厳格化により中小企業などに足許の金融緩和が伝わらない局面が国によっては続くことも予想される(次頁図表5)。

図表4 ユーロ圏7-9月期 GDP 内訳

	実質GDP (前期比、%)				
	個人消費	政府支出	固定資本形成	輸出	
ユーロ圏	0.1	0.1	0.2	0.4	0.2
ドイツ	0.3	0.1	0.5	1.6	0.1
フランス	▲ 0.1	0.2	0.2	▲ 0.6	▲ 1.5
イタリア	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.6	0.7
スペイン	0.1	0.4	0.1	0.2	2.2
オランダ	0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	1.9	▲ 0.0

(資料)Eurostat

図表5 主要国の銀行貸出伸び率



(資料)欧州中央銀行

12月5日のECB理事会では、政策金利据え置きをはじめとして目立った変化はなかったが、同時に発表された景気見通しでは、最近のユーロ高の影響もあって物価上昇率見通しが下方修正された(図表6)。このことは、デフインフレが継続するなか追加緩和の可能性を示唆している。

図表6 欧州中央銀行スタッフの経済見通し

		経済成長率 (%)		
		範囲	中央値	前回比修正幅
経済成長率	2013	▲0.5~▲0.2	▲ 0.4	-
	2014	0.4~1.8	1.1	0.1
	2015	0.4~2.6	1.5	-
消費者物価上昇率	2013	1.4	1.4	▲0.1
	2014	0.6~1.6	1.1	▲0.2
	2015	0.5~2.1	1.3	-

(資料)欧州中央銀行

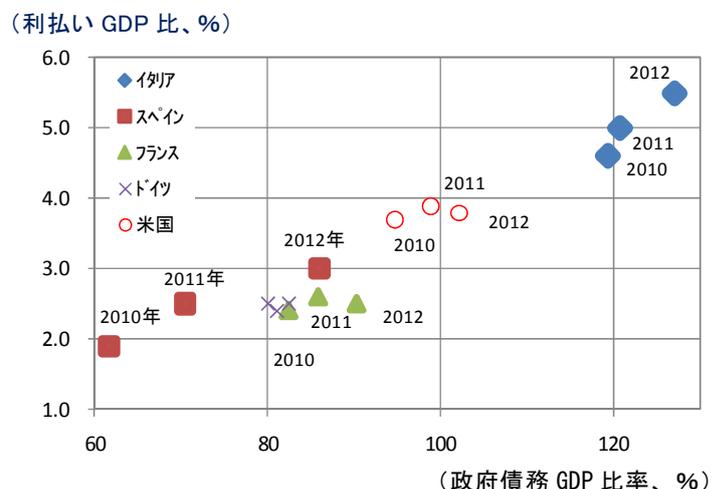
かかるなかで、2010年以降の欧米10年債利回りの推移を見ると、両経済圏の間での金利差拡大から縮小という大きな流れが確認できる。具体的には、2012年半ばまでは欧州債務問題を背景にスペインとイタリアの国債利回りが上昇し、米国とドイツが低下するという格差の拡大局面が続いていた(図表7)。結果として、この間の政府債務と利払い負担は、その金利推移に応じてスペイン、イタリアでは顕著に増加し、債務持続性に懸念をもたらすことになった(図表8)。

図表7 ユーロ圏主要国と米国の10年国債利回り



(資料)Bloomberg

図表8 ユーロ圏主要国と米国の10年国債利回り



(政府債務 GDP 比率、%)

(資料)IMF、Bloomberg

その後、2012年半ばにECBによる国債買い入れ策(OMT)が金融市場の安定をもたらし、銀行同盟の議論が開始されるなど問題への対応が徐々に進むなかで、スペインとイタリアの国債利回りが低下、欧米間の金利差の縮小が続いている。ただし、かかる金利低下の背景には、貸出減に直面した欧州銀行が自国国債の購入を進めていることもあり、ひとたび財政や成長の持続性、および銀行の健全性に懸念が生じると、悪循環に陥るリスクはなお残っている。

欧州・米国ともにこれまでの不確実性が低下するなかで進んだ国債金利格差縮小は、各国のソブリンリスク判断と国を選別する基準が、政府債務の規模と実体経済のパフォーマンスという基本的な事項に移っていくことを意味しよう。S&P社が11月にフランスの格付をAA+からAAに引き下げたのに続き、11月末にはオランダのソブリン格付けを最上位からAA+に引き下げたことで、ユーロ圏中核国の間で格差が広がったことも、かかる「市場による選別」の一環である可能性が指摘できる。

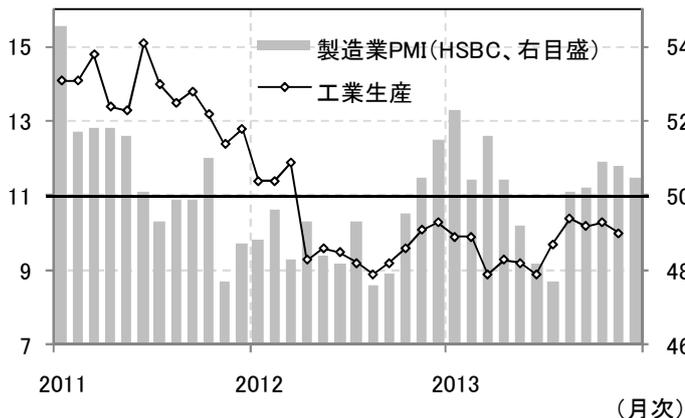
(3)アジア ～ アジア新興国はQE縮小開始後の実体経済への影響に注意

中国では、11月輸出金額は前年比+12.7%と二桁の伸びを記録するなど、米国中心とする世界経済底入れを受けた動きが出てきている他、12月の中国製造業PMI(HSBC)は50.5と5カ月連続で景況感の境目となる50を上回るなど、緩やかながらも景気の回復が続いていることを示している(図表9,10)。

2014年の経済政策運営が議論される場であり、来年の中国経済動向を占う上で重要な位置を占める中央経済工作会議では「安定成長下における構造改革推進」を目指す方針が決定された。「安定成長」というフレーズからも、政府が企図する来年の景気拡大ペースは引き続き緩やかなものになると見られる。

図表9 中国工業生産と製造業PMI指数

(前年比、%) (季調値)

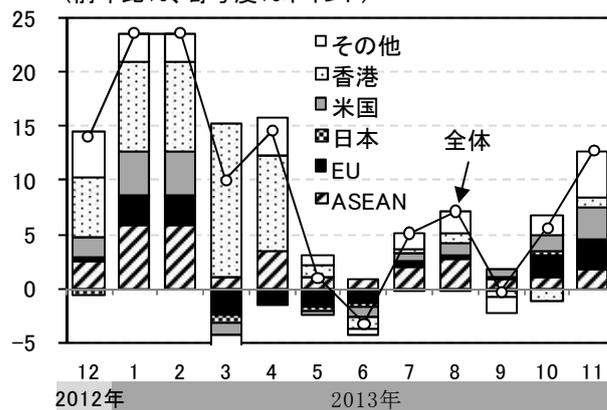


(注)工業生産の1月2月は両月の合計値より計算

(資料)CEIC

図表10 中国からの輸出金額推移

(前年比%、寄与度%ポイント)



(注)1月と2月は両月の合計値を用いて計算。(月次)

(資料)CEIC

中国以外の新興国では、米国が世界景気を牽引する中で経常赤字新興国を中心とした通貨安の動きは依然として続いており、実体経済面でも、7-9月期GDP成長率は4-6月期から鈍化している国が散見されるようになっている(次頁図表11)。とりわけ、12月にルピアが対ドルで5年ぶり

の安値まで下落したインドネシアでは、通貨安によるインフレ圧力への対応で余儀なくされた利上げが、实体经济に悪影響を及ぼした可能性が指摘できる。インフレ率が低く景気拡大のため利下げに踏み切ったタイも、最近高まった政情不安から先行き不透明感が強まっている。こうした中、内外マネーフローに着目すると、インドでは7-9月期の資本収支(対GDP比)が赤字に転落している(図表12)。この先、欧州のみならず新興国でも、経済成長や対外インバランスの持続可能性によって、市場から選別され易い局面が続くことになるだろう。

図表 11 主要新興国の経済成長率

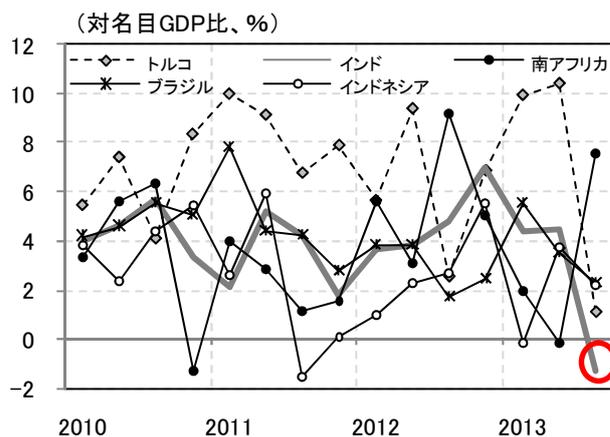
(前年比、%)

	2011年	2012年	2013年		
			I	II	III
インドネシア	6.5	6.2	6.1	5.8	5.6
タイ	0.1	6.5	5.4	2.9	2.7
マレーシア	5.1	5.6	4.1	4.4	5.0
フィリピン	3.6	6.8	7.7	7.6	7.0
ブラジル	2.7	0.9	1.8	3.3	2.2
インド	7.7	3.8	3.0	2.4	5.6
南アフリカ	3.6	2.5	1.6	2.3	1.8
トルコ	8.8	2.2	3.0	4.5	4.4

(注) インドのGDPは支出側を使用。

(資料) CEIC

図表 12 主要新興国の資本収支



(注) 名目GDPは後方4四半期移動平均を使用。(四半期)

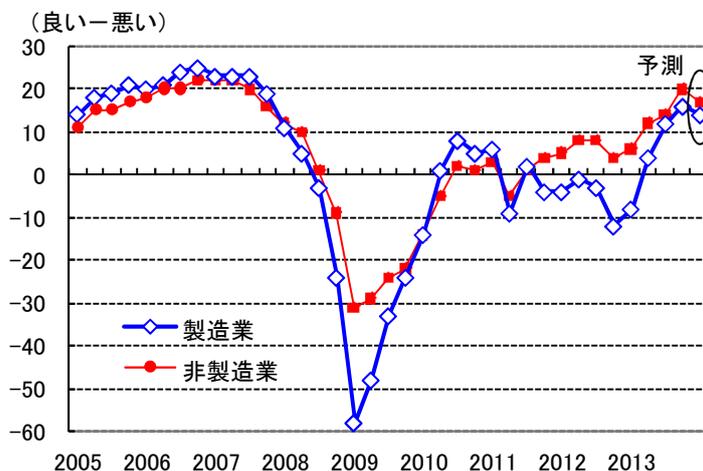
(資料) CEIC

2. 日本経済の現状と注目点 ～ 労働需給タイト化の中で下落基調続く賃金の先行き

(1) 企業部門の業績改善が顕著

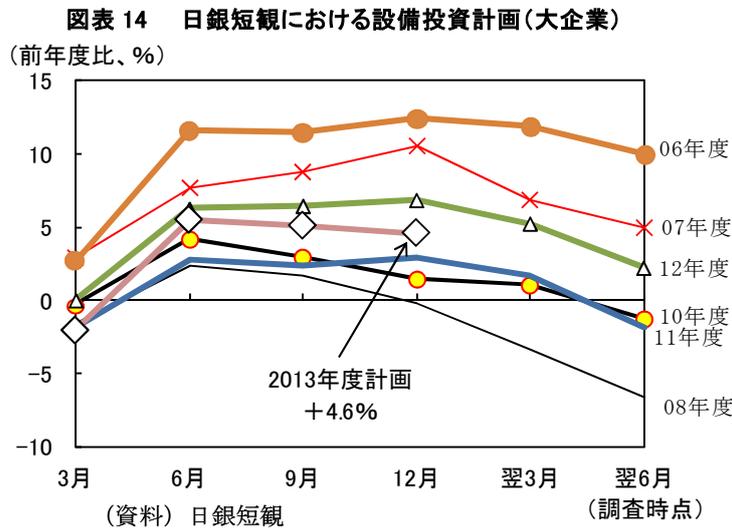
かかる世界経済の好転もあって、日本では景気回復と企業業績の改善が続いている。日銀短観(2013年12月調査)では、大企業製造業の業況判断DIが前回+12から+16と2007年末以来の水準まで回復し、非製造業は+20と、2000年以降の最高値(+22)に迫っている(図表13)。2013年の大企業経常利益計画は製造業で前年比+34.7%、非製造業では+14.9%といずれも大幅増であり、しかも前回9月調査時点での計画からそれぞれ+8.6%、+8.1%上方修正された。円安の効果もあって、国内企業の収益回復は更に明確になった。

図表 13 日銀短観における業況判断DI(大企業)



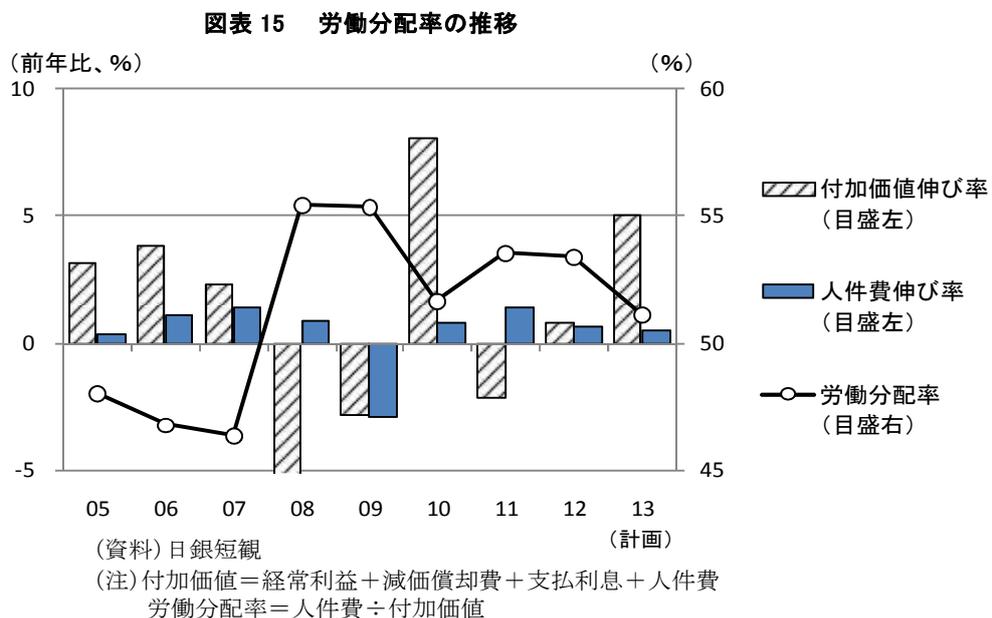
(資料) 日銀短観

しかし、2013年度の大企業設備投資計画は製造業中心に前回調査比▲0.5%と僅かながら下方修正された。計画値の前年比は+4.6%とプラスではあるものの、12月時点の計画伸び率が、最終実績が+2.2%と低い伸びに留まった2012年度よりも低いことは、今年度大企業の設備投資が前年よりも更に低い伸びに留まる可能性を示唆している。国内企業が、業況判断のみならず収益の大幅改善まで見えている現状で、今なお投資に対しては慎重な姿勢を崩していないことがわかる(図表14)。



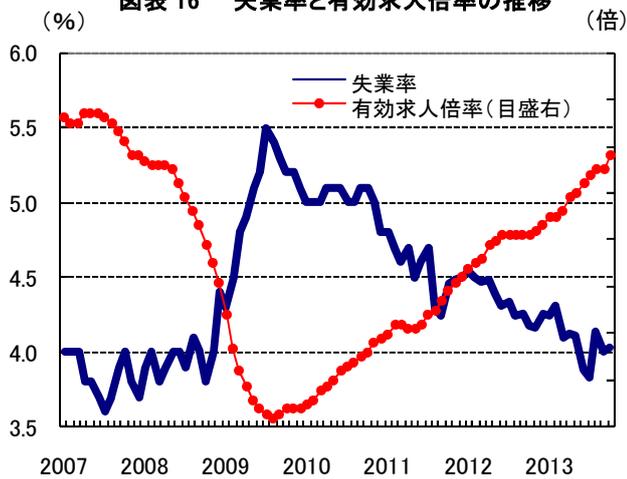
(2) 労働需給タイト化の下で弱い賃金の現状と先行き

設備投資に対する慎重な姿勢は、人件費増加に対する慎重な態度にも通じる可能性が高い。日銀短観の2013年度人件費計画(大企業)を見ると、前年比+0.5%とプラスではあるものの、付加価値の伸び率計画+5.0%と比べると明らかに小さい。この結果、2013年度の労働分配率は51.1%、前年差▲2.3%ポイントと顕著に低下する計画となっている(図表15)。50%強という労働分配率の水準は、2005～2007年度に比べるとまだ高いため、更なる絞り込みの余地があることを示唆する。この場合、人件費が減少に向かうことはないとしても、その増加ペースが抑えられる期間が長引くこととなる。



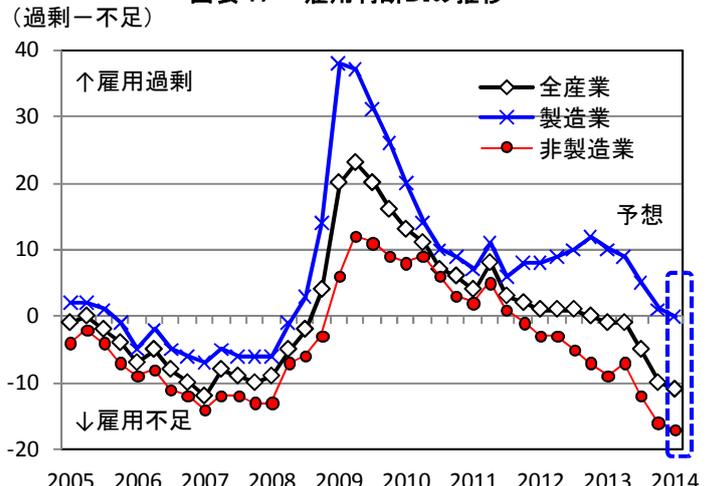
一方、労働需給はかなりタイト化している。失業率は直近 2013 年 10 月で 4.0%と 3%台に、有効求人倍率は 0.98 倍と 1 倍に迫っており、いずれも 2000 年以降雇用関連指標が最も良好だった 2006～2007 年前後の水準に近いところまで改善している。日銀短観で雇用判断DI(過剰－不足)の推移を見ても、2013 年 12 月で製造業では+1まで過剰幅が縮小しており、非製造業では▲16と、雇用不足感はリーマン・ショック以前で最も強かった時期を上回った(図表 16,17)。

図表 16 失業率と有効求人倍率の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

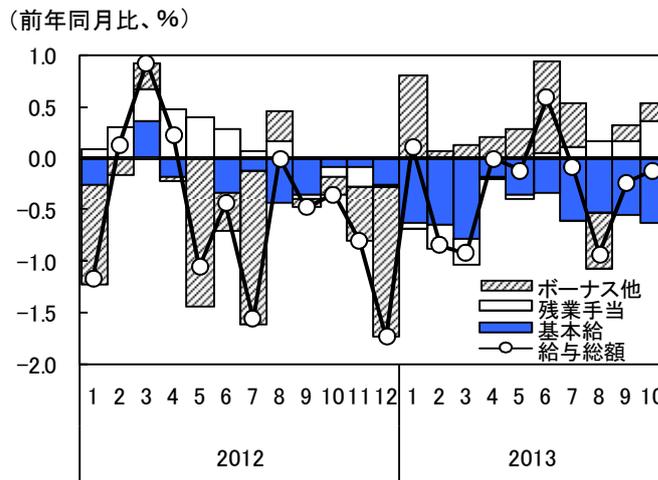
図表 17 雇用判断DIの推移



(資料)日銀短観

賃金に対する上昇・下落要因双方が存在する中で、足許の一人当たり賃金は弱い動きを続けている。残業代やボーナスの増減で、単月では前年比プラスになる月もあるが、給与の中核たる基本給は前年比マイナスが続き、しかもそのマイナス幅は拡大傾向にある(図表 18)。

図表 18 一人当たり賃金伸び率の内訳

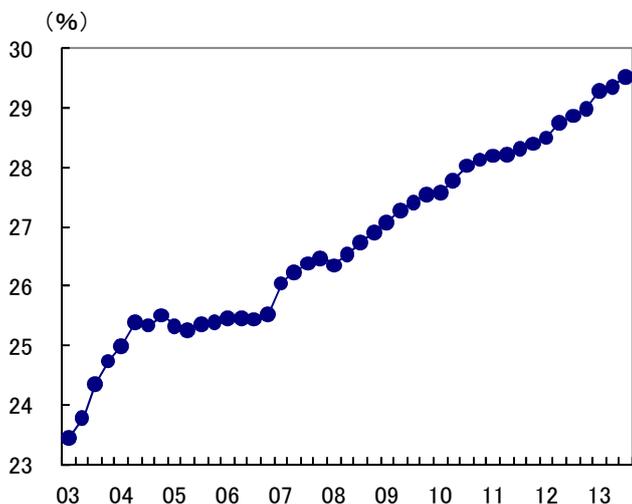


(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

労働需給がタイト化する中で賃金の弱い動きが続くという一見矛盾した動きは、企業の慎重な姿勢に加えて、雇用者構成変化の影響が大きい。すなわち、相対的に賃金の低いパート労働者割合の上昇が、一人あたりの平均基本給を押し下げているということであり、一人当たり基本給の前年同月比を、正社員・パートそれぞれの賃金変動要因とパート労働者割合上昇による要因に分

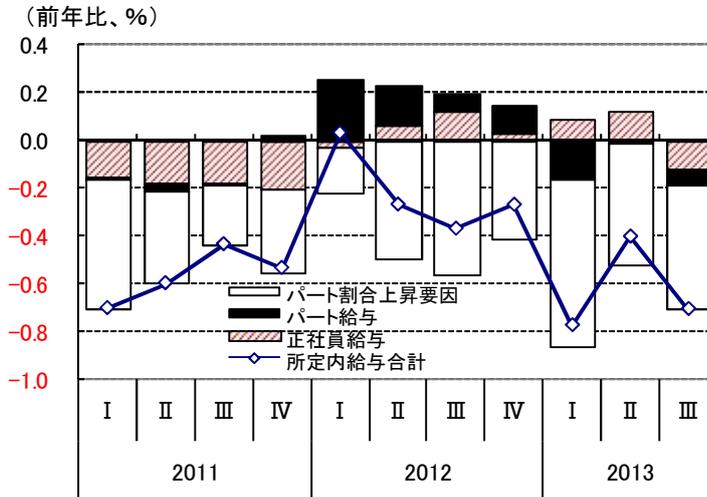
けて見ると、ここ1年半は、一人当たり基本給減少の大半が、パートタイム労働者割合上昇要因で説明できることがわかる(図表19,20)。

図表19 パートタイム労働者割合



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

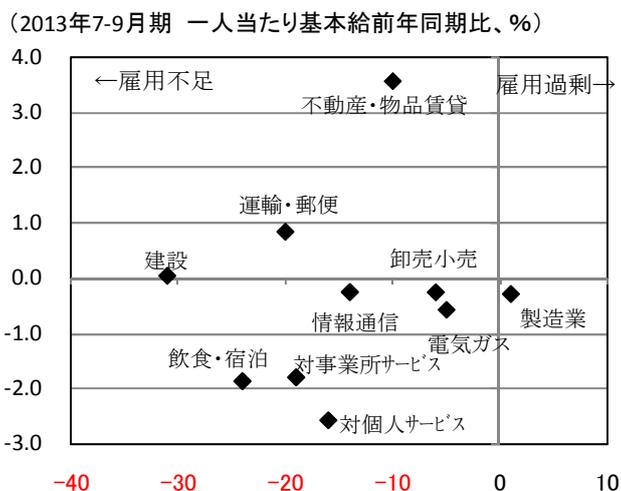
図表20 雇用者一人当たり基本給増減率の内訳



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

同じことは、業種別の一人当たり基本給の動きからも見出すことができる。各業種の雇用不足感と一人当たり基本給伸び率の関係を見ても、一般的に想定される「労働需給タイト化によって賃金が上昇する」という相関関係は全く見出すことはできず、雇用不足に陥っている多くの業種において平均基本給が下落している(図表21)。そこで、各業種のパートタイム労働者割合変化幅と一人当たり基本給変動率の関係を見ると、かなり明確な右下がりの関係、すなわち「パート労働者割合が上昇している業種では一人当たり基本給が下落する」という関係が見て取れる(図表22)。

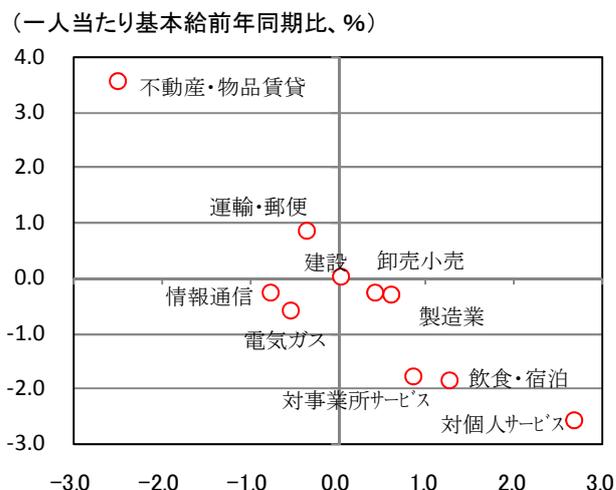
図表21 業種別の雇用過不足感と一人当たり基本給



(2013年12月 雇用判断DI、過剰-不足)

(資料)日銀短観、厚生労働省「毎月勤労統計」

図表22 業種別のパートタイム労働者割合と一人当たり基本給 (2013年7-9月期)

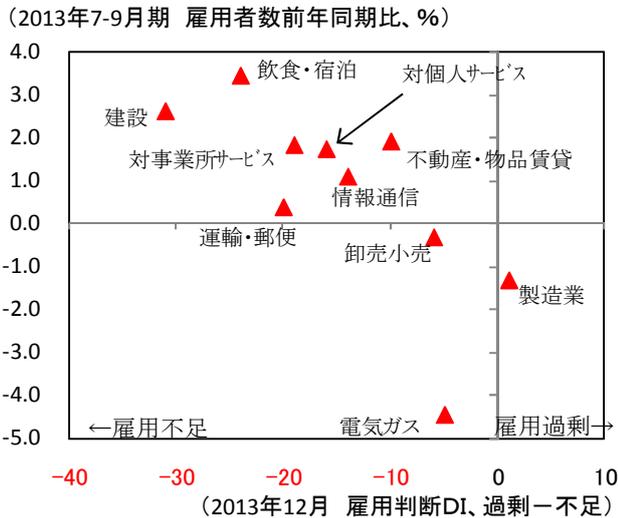


(パートタイム労働者比率前年同期差、%ポイント)

(資料)日銀短観、厚生労働省「毎月勤労統計」

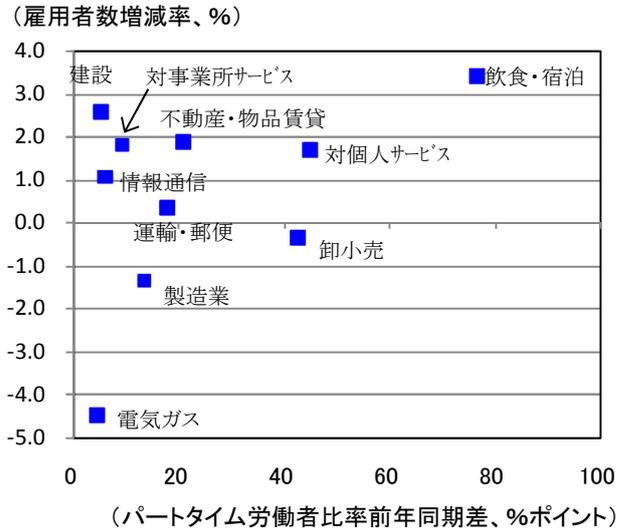
この背景をもう少し詳しく見ると、雇用不足感が強い業種では雇用者増加率が高いという自然な姿になっているが、飲食・宿泊業をはじめとして、パートタイム労働者割合が高い業種で雇用不足感が強いために、これら業種での雇用者増加がパート労働者割合を押し上げ、平均賃金を下げる要因となっている(図表 23,24)。

図表 23 業種別の雇用過不足感と雇用者数増減



(資料) 日銀短観、厚生労働省「毎月勤労統計」

図表 24 パートタイム労働者割合変動と基本給増減 (2013年7-9月期)



(資料) 日銀短観、厚生労働省「毎月勤労統計」

今回の景気回復局面は、安倍政権の政策スタンスを受けた公共投資増加に加えて、円安・株高を背景にした資産効果による消費増加を牽引役とする、内需主導の回復となっている。これを反映して、内需関連でかつパート労働者が中心の業種で雇用者が増え始めたことが、労働需給がタイトする中で一人当たり基本給下落幅が拡大するという、一見矛盾した動きの背景にあると整理できるだろう。

前掲図表 20 で示した一人当たり平均基本給がこの先上向きシナリオとしては、

- (1) 労働需給が更に逼迫し、パート労働者ではなく正社員でなければ雇えなくなる
- (2) 国内企業が先行きの経済成長に対する期待を強め、パートから正社員の雇用に傾く
- (3) パート労働者割合上昇による平均賃金押し下げ効果を超える賃金上昇圧力が生じる

ーなどが考えられるが、①過去数年で労働需給が最もタイトだった2006～2007年前後でもパートタイム労働者割合の上昇が起こっていたこと(前掲図表 19)、②設備投資に示された企業の姿勢を見る限り、期待成長率上昇シフトが短期間内に起きるとは考えにくいこと、そして③パート労働者割合の上昇効果を上回る賃金上昇圧力が生じるには、春闘の舞台になる大企業だけではなく中堅中小企業でも大幅な賃上げが必要であり、これが短期間で実現するとは考えにくいことーから、来年の春闘において一部大企業でベアが行われても、雇用者全体の一人当たり賃金はマイナス基調から脱する可能性は低いだろう。

但し見方を変えれば、この先経済統計で確認できる一人当たり平均賃金の下落基調が続いても、それは必ずしも個々の雇用者の賃金減少を意味するものではない。パート労働者割合上昇によって平均賃金は下がっていても、雇用者それぞれの賃金が下げ止まる、あるいはごく緩やかにでも上がっていけば、消費者が抱く先行きの期待インフレ率上昇の要因となることも考えられる。言い換えれば、統計上示される平均賃金と消費者の期待インフレ率の方向性が必ずしも一致しない可能性が出てくるということである。この点は、世界経済が米国を牽引役として回復し続けると見込まれる中、米国金利上昇といった外部要因のみならず、国内のインフレ期待という面からも長期金利に及ぼす影響を見る上で重要なポイントの一つになるだろう。

図表 25 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 %	+ 3.3	+ 3.6	▲ 3.0	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、景気後退局面入りは回避	
	米国		+ 1.6	+ 2.6	+ 3.5	高水準の企業収益と財政巡る不確実性低下を背景に、2014年末にかけて成長率3%に回帰	
	欧州		+ 0.6	+ 0.8	+ 0.8	景気は底入れしつつあるが、牽引役が外需以外に見当たらないため成長率のプラス幅は小さいものに留まる	
	中国	前年同期比 %	+ 7.8	+ 7.7	+ 7.7	経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のままで推移	
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.59～0.70	0.60～0.80	0.70～0.90	米国とともに小幅上昇トレンドを辿る	
	米国 10年債利回り		2.50～2.90	2.85～3.15	3.00～3.50	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	96.7～ 105.0	101.0～ 106.0	102.0～ 107.0	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	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。

ユーロ圏のデフレ懸念をどう見るか

<要旨>

ユーロ圏の消費者物価上昇率が前年比1%を下回ったことで、一部の国でデスインフレの長期化やデフレの懸念が浮上している。ユーロ高や、エネルギー価格の下落によって輸入物価が下がっている影響も大きいものの、長引く景気低迷や緊縮財政による需要不足の拡大により、主要国ではドイツを除いて、国内要因による物価下落圧力がかかりやすい状況にある。

現時点では、ユーロ圏全体がデフレへと突入する可能性は低いものの、イタリア、スペインにおいては、国内要因による物価下落圧力が大きく、消費者のデフレ期待が醸成されつつある。スペインにおいては、輸出競争力を強化するために労働コストを引き下げた結果、賃金とサービス価格双方が下落しており、輸出増加がスペイン経済全体の需要不足に歯止めをかけなければ、日本と同様のデフレスパイラルに陥るリスクがある。

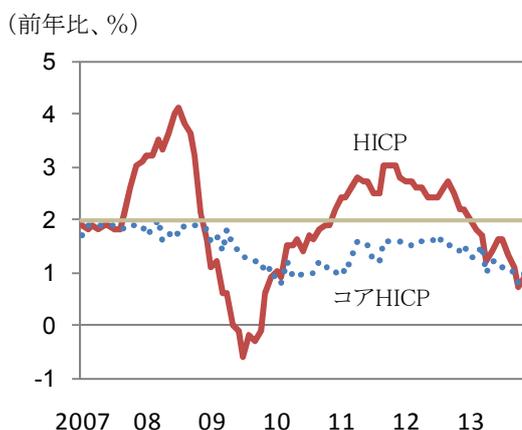
1. 前年比1%を下回ったユーロ圏のインフレ率

ユーロ圏の7-9期GDPは前期比0.1%増と、米国を中心とした外需環境の改善などにより、僅かながらも2期連続のプラスとなった。コア国であるドイツだけでなく、スペインでも2年半ぶりに前期比プラスとなるなど明るい兆しも見え、ユーロ圏経済は底を打ったとも言われ始めている。

ところが、10月ユーロ圏消費者物価指数(HICP)は、前年同月比+0.7%と2010年2月以来初めて1%を下回った(図表1)。更に、エネルギー・食品等(アルコール、タバコを含む)を除いたコアインフレ率は同+0.8%と、過去最低水準に低下したことを受けて、デフレリスクが懸念されるようになり、ECB理事会は、政策金利を0.5%からユーロ史上最低となる0.25%へ引き下げた。

足下のインフレ率の低下は、資源価格が落ち着いている中、ユーロ高によって輸入物価が下落し、エネルギー価格が下落するなど一時的な要因も大きい。ただし、かかる要因を除いたコアインフレ率でも下落傾向にあることは、インフレ率の低下は一時的なものではないことを示唆している。

図表1 消費者物価指数(HICP)の推移

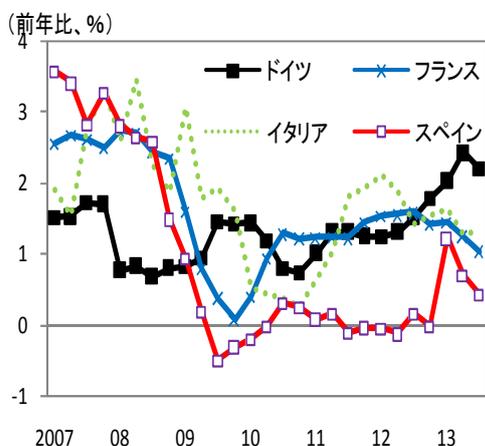


(資料)Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

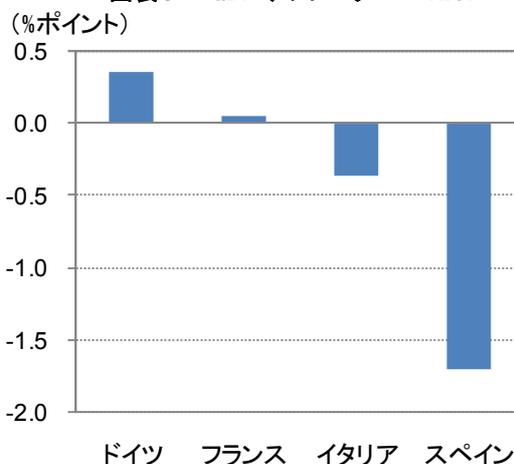
2. 国内要因に起因したデysinフレ圧力

消費者物価は輸入物価の影響を受けるため、国内の基調的な物価動向を捉えるには、輸入物価の変動による影響を除いて考える必要がある。そこで、かかるインフレ率の低下が、海外要因によるものなのか、国内要因によるものなのかを見る目安として、国内で生み出される付加価値の価格で捉えたGDPデフレーターの上昇率を各国別に見たのが図表2である。リーマンショックの影響が落ち着いたと見られる2011年以降においても、スペインでは前年比マイナスとなるなど他の国よりも国内要因によるデysinフレ傾向が続いていた(図表2)。更に、過去1年間におけるGDPデフレーターとHICP双方の上昇率の差をみると、スペインではマイナス幅が大きく、国内要因に起因する物価下落圧力が強いことを示している。この観点から見ても、スペインのデysinフレ圧力が他の国より強いことが窺える(図表3)。

図表2 GDPデフレーターの推移



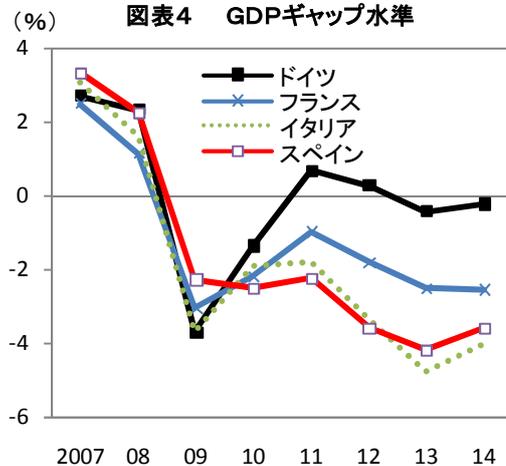
図表3 GDPデフレーター - HICP



(注)図表3は、2012年4Q～2013年3QにおけるGDPデフレーターの前年比とHICPの前年比の差の平均をとったもの
(資料)Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

ユーロ圏は長引く景気低迷や緊縮財政によって、失業率も上昇し続けており、需要不足からこの先も物価は下落しやすい。国内経済全体の需要不足の目安としてGDPギャップの動きを見ると、景気が好調なドイツですらゼロ近傍であり、他の国では需要不足の状態が続いている(図表4)。

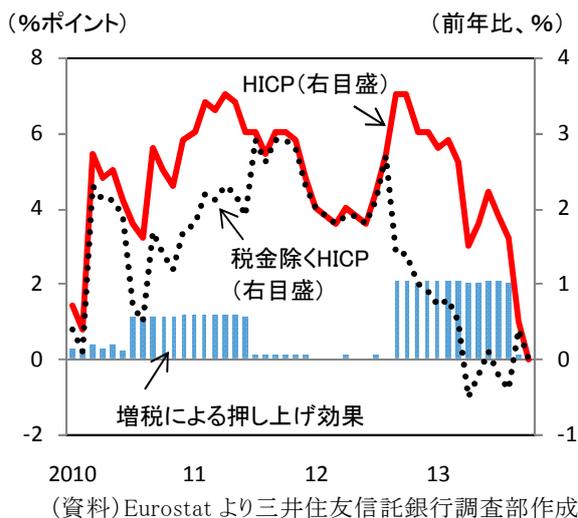
図表4 GDPギャップ水準



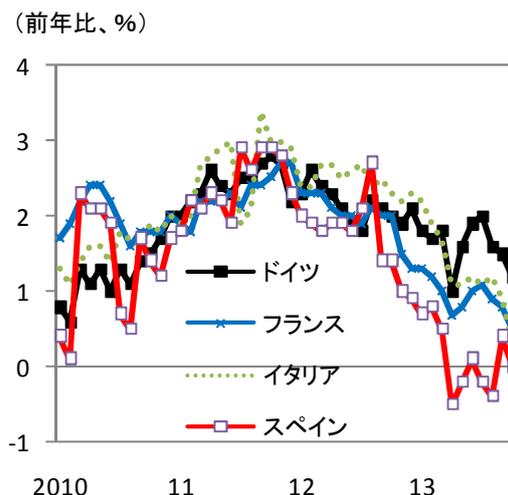
(注)2013年以降はIMF予測
(資料)IMFより三井住友信託銀行調査部作成

なお、ユーロ圏では、周縁国を中心に2012年後半から付加価値税を引き上げているため、インフレ率が見かけ上は上振れていることに注意が必要である。たとえば、スペインは2012年9月に付加価値税を18%から21%へ引き上げているため、インフレ率が2%ポイント程度押し上げられていた(図表5)。税金の影響を除いたインフレ率を主要4カ国について見ると、2013年4月時点で前年比マイナスに陥ったスペインを始め、デysinフレ傾向が著しい(図表6)。

図表5 増税による押し上げ効果(スペイン)



図表6 税金の影響を除いたHICP



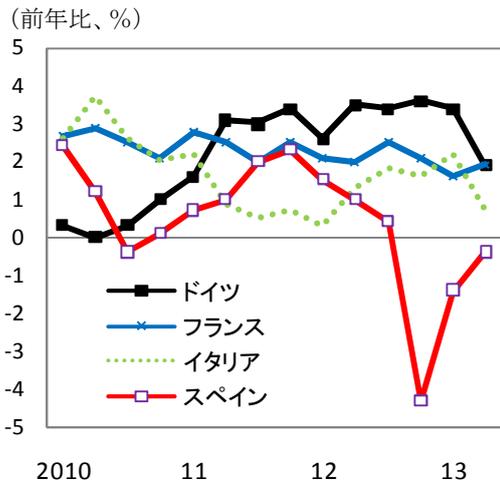
3. 需要増を伴わない構造改革はデフレ圧力を高める

もっとも、デysinフレの状態が続くことのみをもって、直ちに長期的なデフレに陥るとは限らない。長期デフレに陥った日本では、景気低迷による需要不足に加えて、賃金の持続的な下落とサービス価格中心とする物価下落が同時に生じ、かかる物価下落がその後の経済成長につながらなかったことで、需要不足が更なる物価下落を呼ぶというデフレの悪循環に陥ったことが、長期デフレをもたらす重要なきっかけとなった。

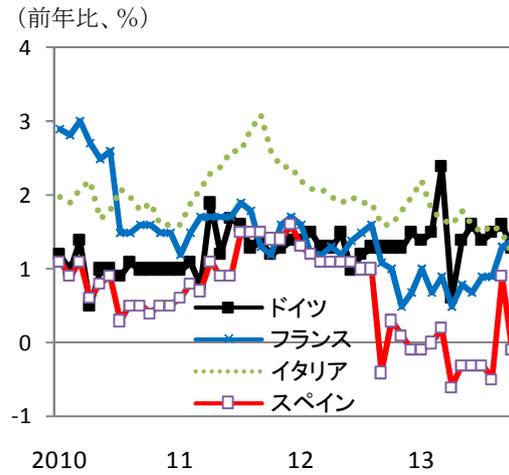
この観点から、ユーロ圏主要国の労働コスト(賃金報酬)の動きを見ると、スペインでは2012年後半から前年比マイナスになっている。スペインは、労働コスト引き下げで競争力を強化することにより輸出主導の成長を目指しており、実際に7~9月期の実質輸出は前期比2.2%とユーロ圏全体(同0.2%)を上回るなど、成果が上がりつつある。しかしながら、コストに占める人件費の割合が高いサービス価格もほぼ同時期に下落するなど、デysinフレ圧力が先に大きく出やすい(次頁図表7、8)。これは、先のGDPデフレ率の動きでも確認してきた点である。

このように、スペインではデysinフレ圧力が大きい故に、デフレリスクに陥るリスクが他国に比べて相対的に高いと言えるだろう。HICPのうち約4割はサービスが占めており、賃金とサービス価格は連動するため、労働コスト削減等、雇用の規制緩和が需要の増加を伴わない限り、デフレ圧力は続くことが予想される。

図表7 労働コスト(賃金報酬)



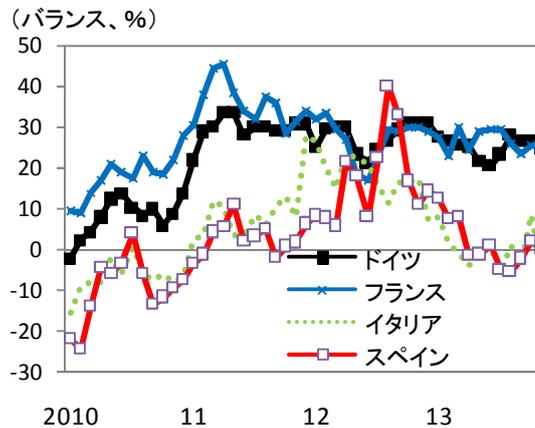
図表8 HICPサービス(税金の影響除く)



(資料)Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

というのも、デysinフレやデフレの状態が長期化すれば、人々のなかに物価下落期待が定着し、家計では消費の先延ばしや手控え、企業では実質金利上昇を通じて設備投資の減少が起きることで国内需要が更に落ち込み、物価下落と景気低迷がさらに進行するデフレスパイラルへと発展するリスクも高まる。欧州委員会が発表している消費者信頼感指数のうち、将来の物価見通しをみると、ドイツ・フランスでは物価見通しに変化は見られないが、2013年に入ってから、イタリアやスペインではゼロ近傍まで低下しており、デysinフレからデフレ期待が生じやすくなっている可能性が窺える(図表9)

図表9 将来の物価見通し



(資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

以上で見てきたように、負の需給ギャップ、賃金下落とサービス価格低下、デフレ期待の醸成など、デysinフレからデフレに陥りやすい条件が、ユーロ圏すべての国に当てはまっているわけではなく、ユーロ圏全体がこの先デフレに陥る可能性はまだ低い。ただし国によっては、とりわけ3つの条件が揃っているスペインは、日本が長期デフレに陥った状況と似ている面があり、他の国よりもデフレに陥る可能性が高いと言えるだろう。

4. おわりに

デフレは、それぞれの経済主体の実質債務負担を増加させる。企業であれば、実質金利上昇が設備投資を抑制し、債務の返済を優先するようになる。その結果、経済は縮小し、それが更なるデフレへと突入してしまう。政府にとっては、名目値で見た経済規模の縮小が税収を減少させ、実質債務負担を増加させる要因となる。政府の緊縮財政も、名目GDPを縮小させることを通じて、実質債務負担が増大する要因になっている可能性があるだろう。

ユーロ圏主要国の中でも、スペインは労働コスト引き下げで価格競争力を強化することにより、外需主導による経済成長を目指してきた。同国の2013年7-9月期GDPは、輸出の増加によって前期比プラスになるなどメリットも生じているが、一方で、賃金が下落する中では、デフレに陥りやすい。輸出主導による国内需給ギャップ縮小に失敗し、賃金下落が長期化すれば今後、デフレスパイラルに陥るリスクも高まる。

また、LTROの返済によるECBのバランスシート縮小が材料視されたこともあってユーロ高が進んでいることは、輸入物価の下落によるインフレ率の下押し圧力を生むだけでなく、輸出競争力を低下させ、それが更なる賃下げ圧力として働く可能性もある。ECBが金融政策によって為替に働きかけることで、デフレ圧力を和らげようとする選択肢はあるが、ドイツを中心として量的緩和への反対は根強いほか、為替レートを押し下げるだけで、上で見てきたようなデフレ懸念の背景にある要因を解消することは容易でない。既に政策金利の引き下げ余地がほとんどなく、日本銀行のように大規模な資産購入と資金供給で期待に働きかけることも難しい。ECBが実効性のある景気刺激策を打てるかは不透明であり、ユーロ圏のデフレリスクに対する懸念はしばらく払拭されないであろう。

(業務調査チーム 黨 貞明 : To_Sadaaki@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。

通貨安が新興国経済に与える影響

<要旨>

米国債券購入措置(QE)規模縮小観測の高まりは、これまで新興国の通貨安をもたらしてきた。この通貨安は消費財の輸入割合が高い経常黒字国のインフレ率を押し上げる可能性があり、さらに下落が続く原材料価格が今後上昇に転じれば素材の輸入割合が高いインドやタイ、マレーシアでインフレ圧力が大幅に強まることも考えられる。

一方で通貨安は輸出の価格競争力向上にも寄与し、特に実質実効レートで下落率が大きい経常赤字新興国での効果が期待される。しかし輸出動向は輸出先の成長率にも左右されるため、南アフリカなど輸出先成長率が高い国がある一方、低迷する欧州向け輸出が多いトルコは輸出が伸びにくい可能性がある。このような中、経常赤字国では置かれている条件によっては通貨安によるデメリットがメリットを上回る可能性がある点にも注意を要する。

1. 米国 QE 規模縮小観測の高まりがもたらした通貨安

今年5月に米国債券購入措置(QE)の規模縮小観測が高まって以降、新興国では資金流出に対する懸念から通貨安が進んできた。中でも経常赤字新興国は赤字分の資金調達を海外に依存していることからそのファイナンスに支障をきたすことが懸念され、経常黒字国と比べて対ドル為替レートの下落率が大きくなっている(図表1,2)。

ここでは米国 QE 規模縮小観測の高まりによってもたらされた通貨安が新興国の実体経済に与える影響を、通貨安によるインフレ率上昇というデメリットと、輸出の価格競争力向上というメリットの双方から見ていくこととする。

図表1 対ドル為替レート(経常赤字新興国)



図表2 対ドル為替レート(経常黒字新興国)



2. 通貨安によるインフレ率上昇への影響

通貨安が新興国経済に与える影響として、まず輸入物価を通じたインフレ率の上昇が考えられる。通貨安がインフレ率の押し上げにどの程度影響を与えるのかは国によって異なり、これを左右する要因の一つとして国内総供給に占める輸入財の割合（輸入浸透度）が挙げられる。図表3は新興国各国における輸入浸透度を生産段階別に見たものである。このうちインフレ率の上昇に直接影響をもたらすのは最終財の中の消費財であり、タイやマレーシア、フィリピンといった経常黒字国に加え、経常赤字国の中でもトルコでは消費財の輸入浸透度が3.3%と高く、通貨安が直接的にインフレ率の上昇に繋がりと見られる。

図表3 輸入浸透度（2011年）

(%)

	ブラジル	インド	インドネシア	南アフリカ	トルコ	タイ	マレーシア	フィリピン
素材	1.1	8.5	2.7	N/A	2.6	12.2	8.4	4.7
中間財	4.9	10.9	13.1	N/A	13.8	35.7	48.9	14.3
最終財	2.7	2.8	5.1	N/A	7.7	13.8	18.2	5.4
資本財	1.4	2.0	3.5	N/A	4.4	9.2	11.2	2.2
消費財	1.3	0.8	1.6	N/A	3.3	4.6	7.0	3.1
合計	8.8	22.2	20.8	29.3	24.0	61.7	75.6	24.5

(注)1.輸入浸透度＝輸入財/国内総供給

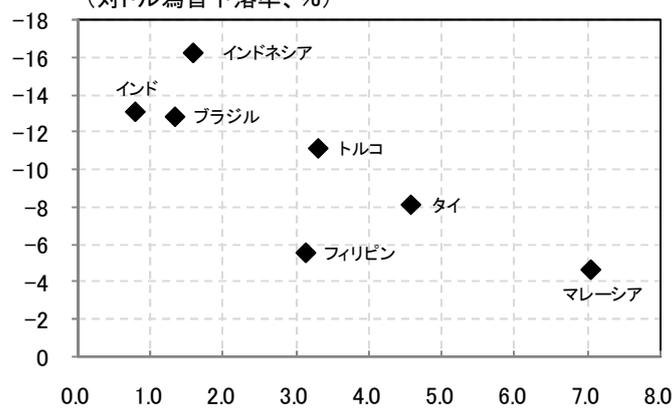
2.南アフリカのみ財・サービスの輸入、それ以外は財の輸入。

(資料)IMF、UNCTAD、RIETI-TIDより三井住友信託銀行調査部作成

そしてこれら消費財の輸入浸透度に加え、QE 規模縮小観測が高まった今年5月以降に通貨安がどれだけ進んできたかによってインフレ率に与える影響にも違いが生じてくる。図表4は横軸に消費財の輸入浸透度を、縦軸に4月から11月までの対ドル為替下落率をとったものである。

図表4 輸入浸透度(消費財)と対ドル為替下落率

(対ドル為替下落率、%)



(注)1.輸入浸透度＝輸入財/国内総供給

2.対ドル為替下落率は4月から11月までで計算。

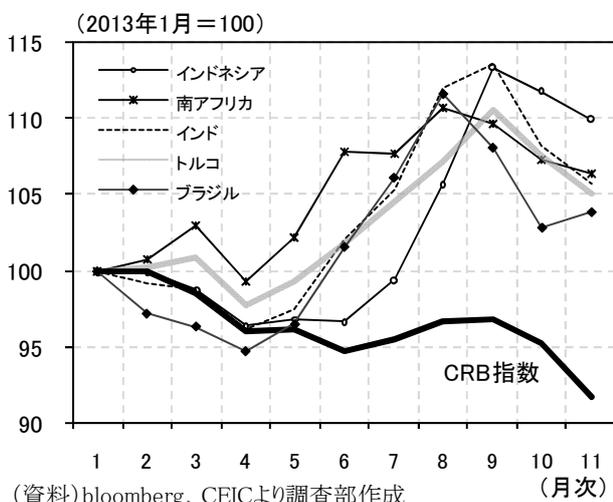
(資料)IMF、CEIC、RIETI-TIDより三井住友信託銀行調査部作成

これをみるとマレーシアなどの経常黒字国では先述の通り消費財の輸入浸透度が高いものの、対ドル為替下落率は一桁台と経常赤字新興国よりも低い。逆に経常赤字新興国では消費財の輸

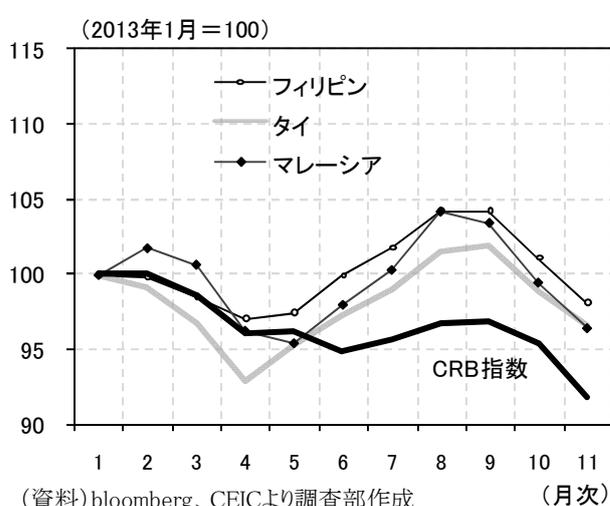
入浸透度こそ低いものの対ドル為替下落率は経常黒字国に比べて大きいことから、今のところ消費財の輸入浸透度から見る限り、通貨下落率との両面から通貨安の影響を突出して受けている新興国は見られない。

通貨安による輸入価格上昇の影響は、消費財以外に、ガソリンやコモディティといった原材料にも及ぶ。総合的な国際商品市況の動きを示す CRB 指数の推移をみると今年に入り下落傾向が続いているが、CRB 指数を各国通貨建てでみると足元経常黒字新興国は 2013 年の初め頃と同水準であるものの、経常赤字新興国では前年を上回っている。これら新興国では CRB 指数が下落している中でも、通貨安によって自国通貨建てでは上昇していることが確認できる(図表5,6)。

図表5 自国通貨建て CRB 指数
(経常赤字新興国、2013年)

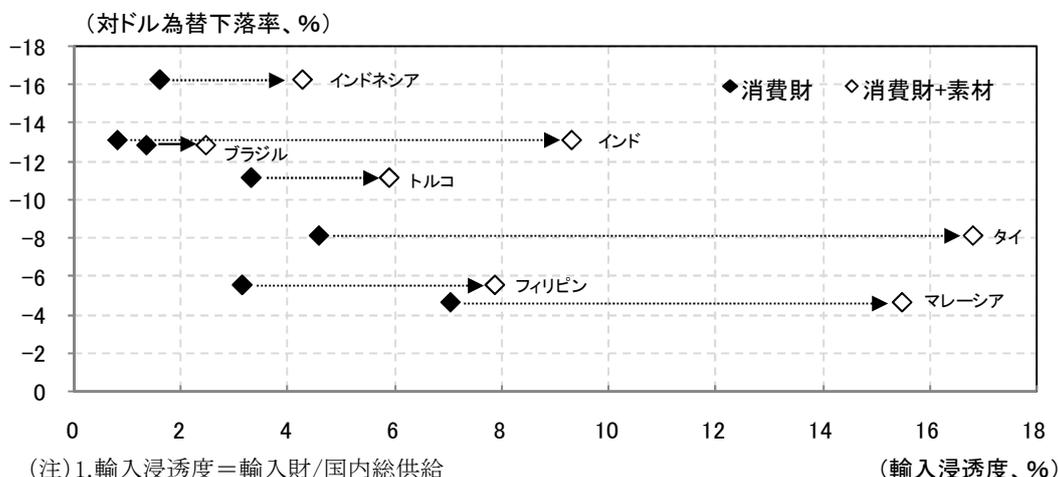


図表6 自国通貨建て CRB 指数
(経常黒字新興国、2013年)



このように、原材料輸入価格も考慮すると、通貨安が新興国物価に及ぼす影響は更に大きくなる可能性がある。図表7は前掲図表4の消費財の輸入浸透度に素材の輸入浸透度を加えたものである。

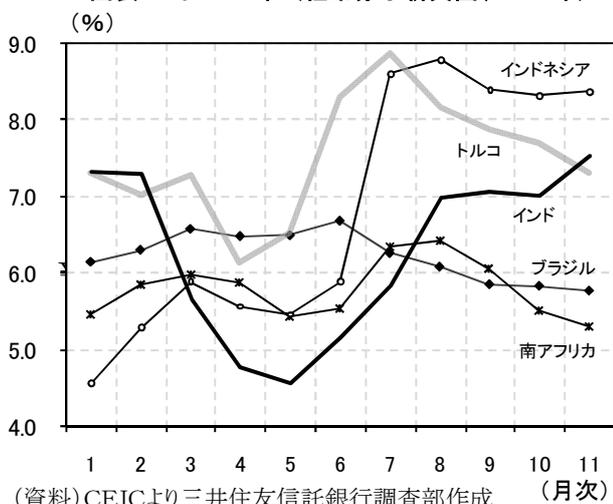
図表7 輸入浸透度(消費財+素材)と対ドル為替下落率



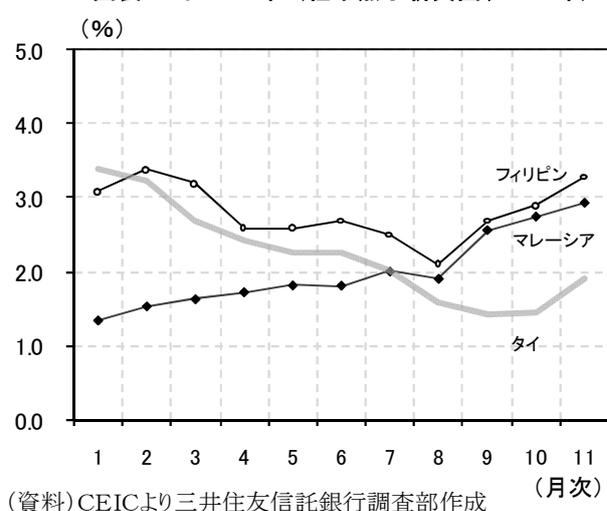
これをみるとタイやマレーシア、インドでは素材の輸入浸透度が高く、消費財を加えると輸入浸透度が大幅に高まる。このため、最近では落ち着いている原材料価格が今後上昇に転じれば通貨安と併せてこれら新興国物価への影響が大きくなる可能性がある。

では通貨安のインフレ率上昇への影響が懸念される中、今年5月のQE規模縮小観測の高まり以降、実際に新興国のインフレ率がどのように変化してきたのだろうか。これをみると通貨安がより進んだ経常赤字新興国ではQE規模縮小観測が高まった5月以降すぐにインフレ率が上昇を始めており、赤字国ほど通貨安が進んでいない経常黒字新興国も8月頃から少しずつインフレ率が上昇傾向にあることが伺える(図表8,9)。

図表8 インフレ率（経常赤字新興国、2013年）



図表9 インフレ率（経常黒字新興国、2013年）

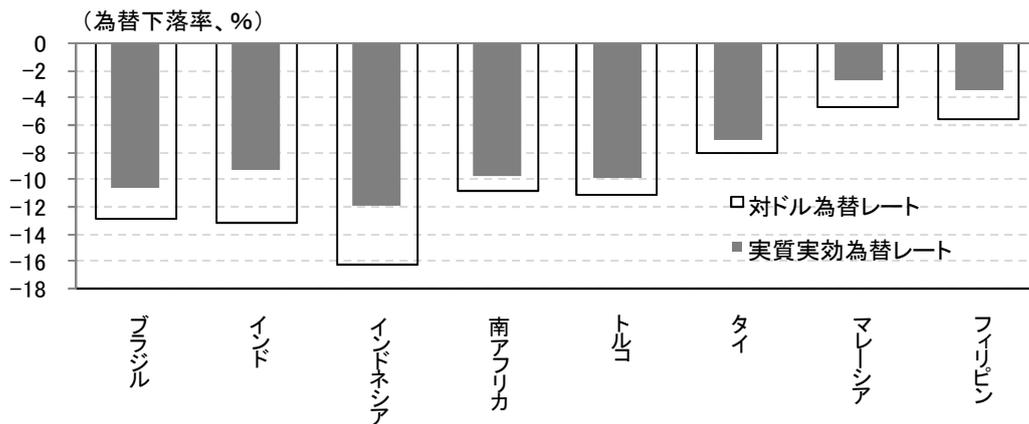


インドネシアでは6月に行われたガソリンの補助金削減がインフレ率上昇に寄与したなど、全てが通貨安による輸入インフレに起因するものとは言えないが、これまで見てきた国の中でも消費財に素材を加えた輸入浸透度が特に高いタイやマレーシア、インドといった国では今後原材料価格の上昇と併せて注視していく必要がある。

3. 通貨安による輸出の価格競争力向上

通貨安はインフレ率上昇に繋がるというデメリットをもたらす一方で、輸出の価格競争力を向上させるというメリットももたらす。そこでQE規模縮小観測が高まった今年5月以降、通貨安により新興国における輸出の価格競争力がどの程度高まったかを確認するため、インフレ率や輸出相手先の違いも考慮に入れた実質実効為替レートで比較してみたのが図表10である。これをみると概ね対ドルでの下落率が大きかった経常赤字新興国において実質実効為替レートの下落率も大きいことが見てとれる。

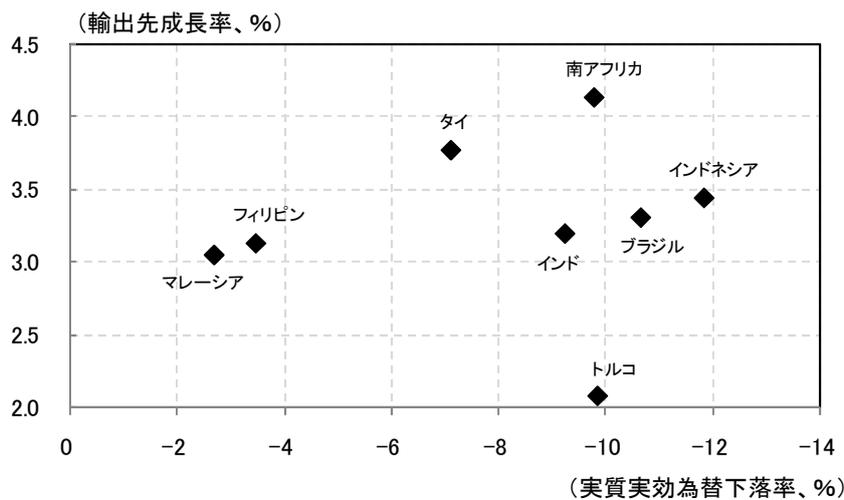
図表 10 為替下落率（対ドル、実質実効）



(注) 為替下落率は4月から11月までで計算。
 (資料) CEIC、BISより三井住友信託銀行調査部作成

そして、輸出が全体として増加するかどうかは、かかる国々の輸出先の成長率にも左右される。図表 11 は横軸に先述の実質実効為替レートの為替下落率を、縦軸に各新興国の輸出ウエイトで計算した輸出先成長率をとったものである。これをみると通貨下落率が大きく輸出の価格競争力のメリットを受けやすい経常赤字新興国の中でも、とりわけアフリカ向けの輸出ウエイトが大きい南アフリカの輸出先成長率が高い(図表 12)。一方、トルコは通貨下落率こそ大きいものの政府債務問題を依然引きずる EU 向けの輸出割合が高いため輸出先成長率は低く、通貨安による輸出価格競争力の上昇メリットを十分に受けられない可能性もある。フィリピンやマレーシアは通貨下落率も輸出先成長率も相対的に低いことから通貨安による輸出のプラス効果は限定的である可能性が高い。

図表 11 実質実効為替下落率と輸出先成長率



(注) 1. 輸出先成長率は各国の輸出総額に占める割合が1%以上の輸出先が対象。
 2. 実質実効為替下落率は4月から11月、輸出先成長率は2013-14年平均。
 (資料) CEIC、BIS、UNCTAD、IMFより三井住友信託銀行調査部作成

図表 12 輸出先成長率の内訳

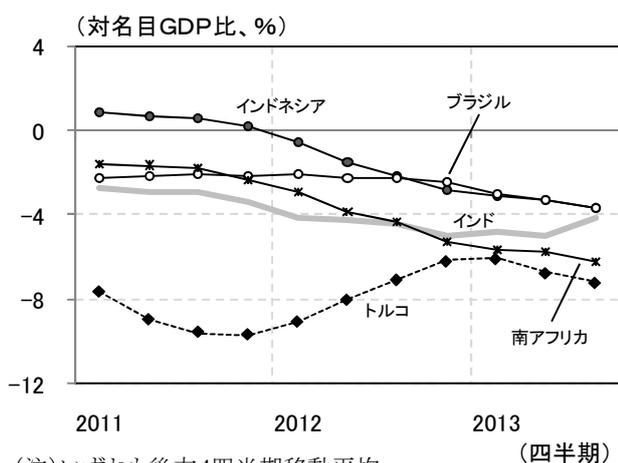
ブラジル (3.3%)		インド (3.2%)		インドネシア (3.4%)		南アフリカ (4.1%)		トルコ (2.1%)		タイ (3.8%)		マレーシア (3.0%)		フィリピン (3.1%)	
中国	1.6	UAE	0.6	中国	1.0	中国	2.2	イラク	0.4	中国	1.0	中国	1.1	中国	0.9
アルゼンチン	0.3	中国	0.5	シンガポール	0.4	インド	0.3	EU	0.3	インドネシア	0.3	シンガポール	0.5	香港	0.4
米国	0.3	米国	0.3	インド	0.3	モザンビーク	0.2	UAE	0.3	マレーシア	0.3	タイ	0.3	シンガポール	0.3
EU	0.2	シンガポール	0.2	マレーシア	0.3	米国	0.2	中国	0.2	香港	0.2	インドネシア	0.2	日本	0.3
インド	0.1	香港	0.2	韓国	0.3	ザンビア	0.2	リビア	0.2	米国	0.2	日本	0.2	米国	0.3
その他	0.9	その他	1.4	その他	1.2	その他	1.1	その他	0.8	その他	1.7	その他	0.8	その他	0.9

(資料)IMF、UNCTAD より三井住友信託銀行調査部作成

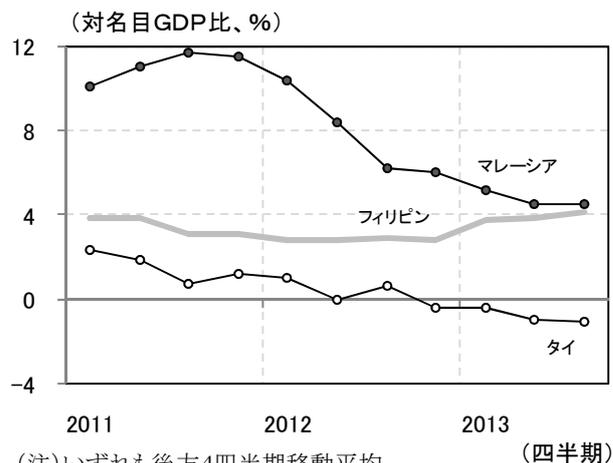
4. 経常赤字を抱えることが通貨安の影響をさらに拡大させる可能性も

通貨安によるメリットとデメリットは、当該国の経常収支などの置かれている条件によってそれぞれ異なる方向に増幅される可能性がある点にも留意する必要がある。元々支払いの方が多い経常赤字国では通貨安によって支払額の増加幅の方が大きくなるため、より多くの海外資金によるファイナンスが必要となり、更に通貨安が進む可能性がある。特に経常赤字(対名目GDP比)が大きく輸出先成長率の低いトルコや、2011年に発生した洪水の復興需要などによる輸入増で経常赤字に転落しているタイは消費財と素材の輸入浸透度が高いため、メリットよりもデメリットの方が大きくなりやすい。こうした点に関心が集まれば、金融市場からの選別の対象となり实体经济への悪影響がより大きくなる可能性がある点には注意が必要であろう(図表 13,14)。

図表 13 経常収支(経常赤字新興国)



図表 14 経常収支(経常黒字新興国)



(経済調査チーム 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。

米銀の新興国向け対外与信の特徴

<要旨>

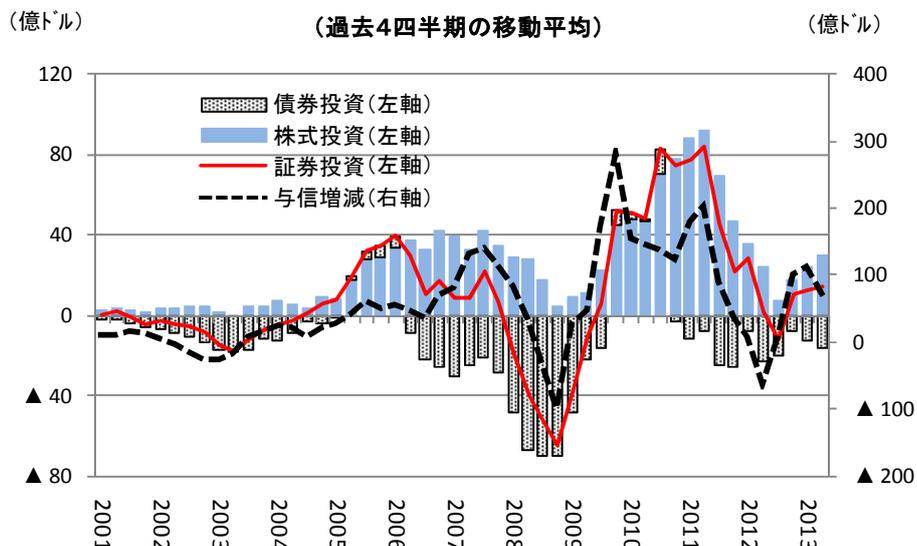
米国において債券購入措置(QE)の減額が2014年1月から始まるなか、先進国から新興国向けの投資資金フローが、様々なチャネルを通じて鈍化するのではないかと懸念がある。このうち、米銀による新興国向け対外与信の推移を取り上げると、その特徴は、第一に米国全体の証券投資増減に相関し概ね同じ傾向にあったこと、第二に新興国の中ではブラジル等のBRICs向けが大きかったこと、第三に、新興国を含めた対外与信全体は米銀の国内向け貸出の落ち込みを補うかたちで増えたこと、が挙げられる。今後、米国経済の成長加速に伴い国内向け貸出が増えてくるとすれば、米銀の新興国向けの対外与信は、当該国の経済実態に応じて選別が厳しくなることが予想される。

1. 米国からの対外証券投資と米銀の対外与信

米国の12月の公開市場委員会(FOMC)では、2014年1月からの債券購入措置(QE)の減額が決定された。債券購入額そのものは850億ドル/月から同750億ドルに減らされるのみで、金融緩和自体は維持される内容であった。しかし、連邦準備制度(FED)の債券購入により市中に供給されてきた過剰マネーの鈍化は、様々なチャネルを通じて新興国向けの投資資金フローの鈍化をもたらす懸念が指摘されている。本レポートでは、米国金利や景気の影響を直接受ける米銀に絞って、その対外与信の特徴を整理し、米銀与信チャネルの影響を考察してみたい。

米銀から各国向けの対外与信は、融資や債券投資が含まれるBIS統計により把握できる。新興国向けの対外与信の特徴の第一は、かかる米銀の対外与信の増減と米国全体の対外証券投資の増減はおおむね相関し、同じ傾向にあるという点が挙げられる(図表1)。

図表1 米国から新興国への証券投資および与信増減



(注) 新興国はBRICs4カ国とASEAN 4カ国(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ)
(資料) 米国財務省TIC、BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

例えば、2008年以降の金融危機の局面では、米国から新興国向けの証券投資は大きく減少したが、米銀による新興国向け与信も四半期あたり40～60億ドル規模で減少していった。その後、金融緩和と米国株式市場の底打ちもあり、金融機関も含めた投資家のリスク回避的な態度が薄れるにつれ、相対的に成長率が勝る新興国向けへの証券投資は増加に転じた。この時期、同様に米銀による新興国向け与信額も増えていったことが確認できる(前頁図表1)。

このように、比較的足の速い証券投資チャンネルを通じた新興国向け投資と米銀の与信チャンネルを通じた信用供与が、少なくとも過去において見かけ上相関し概ね同じ傾向にあることは、米国からの新興国向けの投資フローは、金融環境や景気局面の変化に応じて増幅されやすいことを示している。米銀からの対外与信はどういった国や地域のウエイトが大きいのかを次に見ていきたい。

2. 新興国向けではBRICsが大きい米銀の対外与信

BIS統計により把握できる米銀の対外与信残高を、2000年から2013年6月末までの推移でみたのが図表2である。この表によれば、2013年6月末時点で残高が大きい地域は順に、英国除きの欧州9,010億ドル、英国5,120億ドル、オフショアセンター4,920億ドル、日本3,430億ドルと先進国やオフショアセンターが続く。新興国ではBRICs 4カ国(ブラジル、ロシア、インド、中国)の2,790億ドルを筆頭に、欧州新興国、アフリカ・中東、ASEAN 4カ国(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ)と続いている。このように、新興国向け与信に絞れば、米銀の対外与信の特徴の第二は、BRICs向け与信額が大きい点が挙げられる。

とりわけ、BRICs向け与信を細かく見ると次頁図表4～5が示すように、中国を除けば、ブラジルとインド向け与信残高が大きいことが確認できる。対して、ASEAN 4カ国向けの米銀与信はBRICs向けと比較するとその規模において5分の1ほどに過ぎない。

図表2 米銀による世界各地域への与信残高の推移

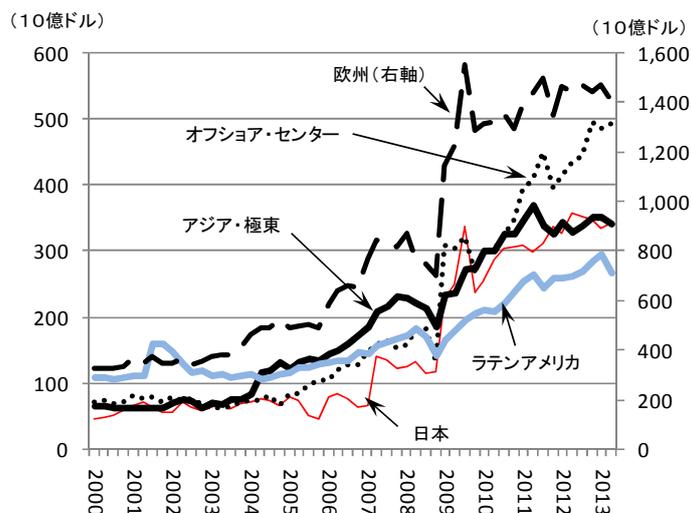
(単位:10億ドル)

	2000年	2005年	2010年	2013年
世界全体	742	1,029	2,868	3,284
先進国	466	612	1,812	1,991
欧州	337	494	1,292	1,413
英国	123	163	507	512
英国を除く欧州	214	331	785	901
日本	59	47	308	343
オフショアセンター	71	105	346	492
新興国	206	312	693	773
アフリカ・中東	15	19	58	69
欧州新興国	19	29	70	94
BRICs 4カ国	42	69	242	279
ASEAN 4カ国	21	25	50	58
その他	109	170	273	274

(注)2013年は6月末現在

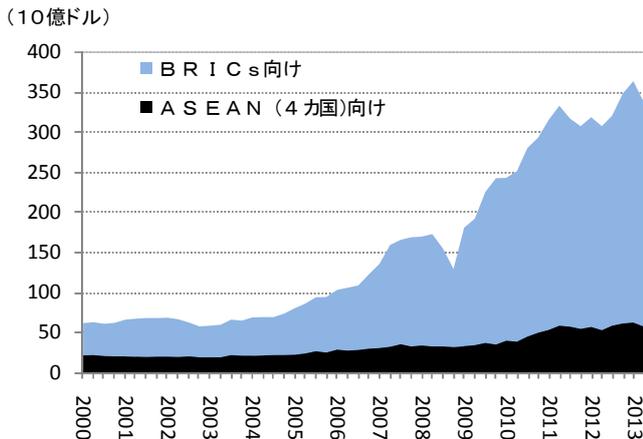
(資料)BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

図表3 米銀による世界各地域への与信残高の推移



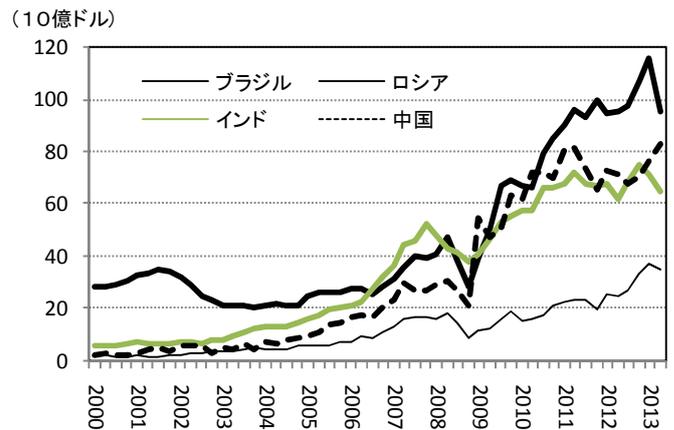
(資料)BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

図表4 米銀から新興国への与信残高推移



(資料) BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

図表5 米銀からBRICsへの与信残高推移

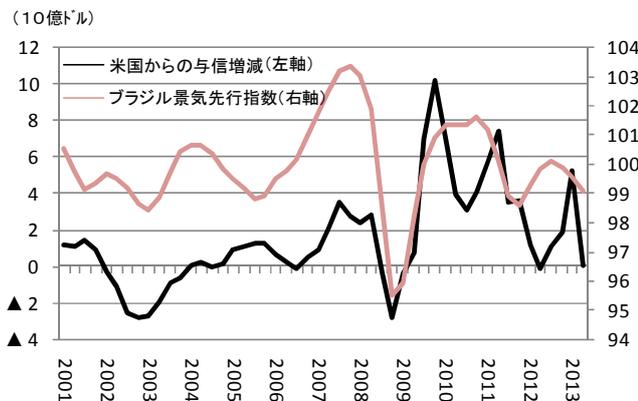


(資料) BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

図表6～7は、米銀の新興国向け対外与信が大きいBRICsのうちブラジルとインドを取り上げ四半期ごとの与信残高増減と景気動向を比較している。図から明らかなように、米銀による与信増減と当該国の景気先行指数の好転、悪化は一致している。もちろん、この図だけでは、両者の因果関係まで確認することはできないが、米銀からの与信増減は景気の各局面において、信用拡大・収縮を通じて実体経済の振れに大きく作用してきた可能性はあるだろう。

というのも、BIS 統計を用いて、さらに米銀からの与信対象を掘り下げてみると、ブラジルでは非金融民間セクター向けが4割、現地の銀行向け与信が2割と、民間部門向けが6割を占め、民間部門の経済活動に少なからず影響を及ぼしていることがわかる(次頁図表 8)。インドに至っては、非金融民間セクター向け5割、銀行向け3割と、ブラジルよりもその割合が大きい(次頁図表 9)。

図表6 新興国景気と米銀からの与信増減(ブラジル)



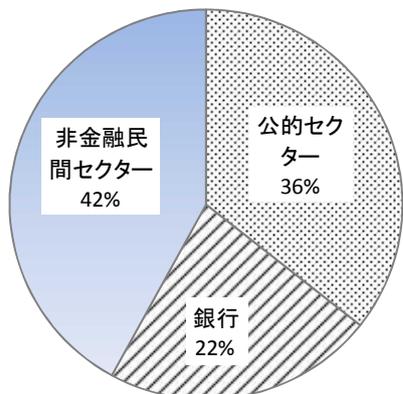
(注) 与信増減額は過去4四半期移動平均。景気先行指数はOECDによる
(資料) BIS統計、OECDより三井住友信託銀行 調査部 作成

図表7 新興国景気と米銀からの与信増減(インド)



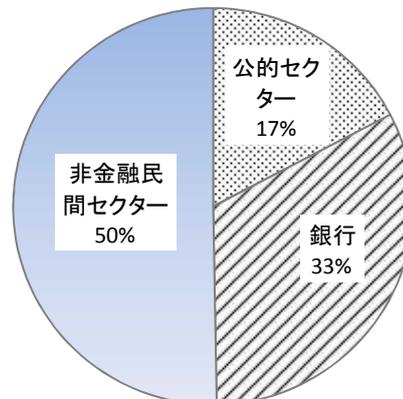
(注) 与信増減額は過去4四半期移動平均。景気先行指数はOECDによる
(資料) BIS統計、OECDより三井住友信託銀行 調査部 作成

図表8 米銀のセクター別与信状況(対ブラジル)



(注)データは最終リスクベース。2013年6月末時点。
(資料)BIS統計より、三井住友信託銀行 調査部 作成

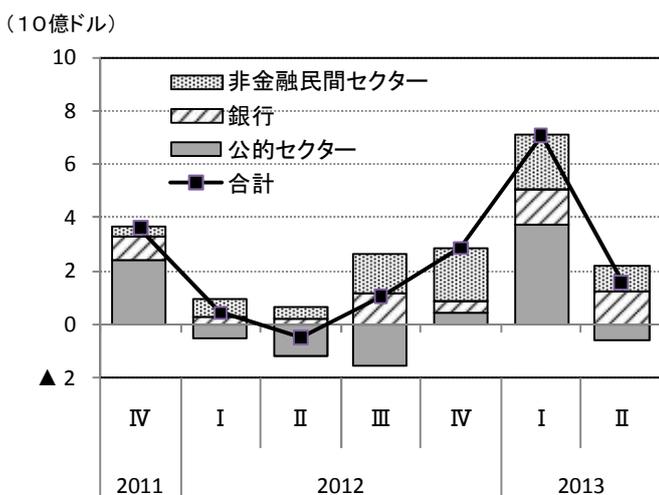
図表9 米銀のセクター別与信状況(対インド)



(注)データは最終リスクベース。2013年6月末時点。
(資料)BIS統計より、三井住友信託銀行 調査部 作成

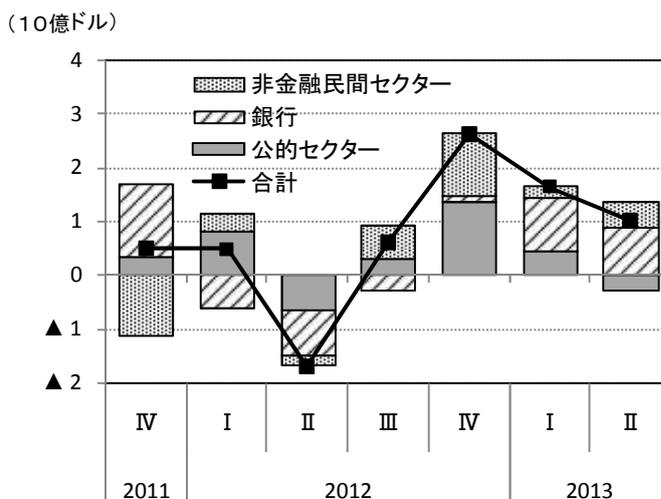
ここ数年のブラジル、インド向けの米銀からの与信増減をセクター別に要因分解してみると、公的セクターのみならず、非金融民間セクターや銀行向けの与信が四半期ベースで変動していることが確認できる(図表10～11)。ブラジルでは、少なくとも2013年4～6月期までは米銀による民間部門向け与信は比較的堅調に推移しているものの、インドでは非金融民間セクターや銀行向け与信増減がマイナスとなる時期もあるなど、公的セクター向けのみならず民間部門への与信変動が大きい。

図表10 セクター別の米銀の対外与信(対ブラジル)増減



(注)最終リスクベース。過去4四半期移動平均。
(資料)BIS統計より、三井住友信託銀行 調査部 作成

図表11 セクター別の米銀の対外与信(対インド)増減



(注)最終リスクベース。過去4四半期移動平均。
(資料)BIS統計より、三井住友信託銀行 調査部 作成

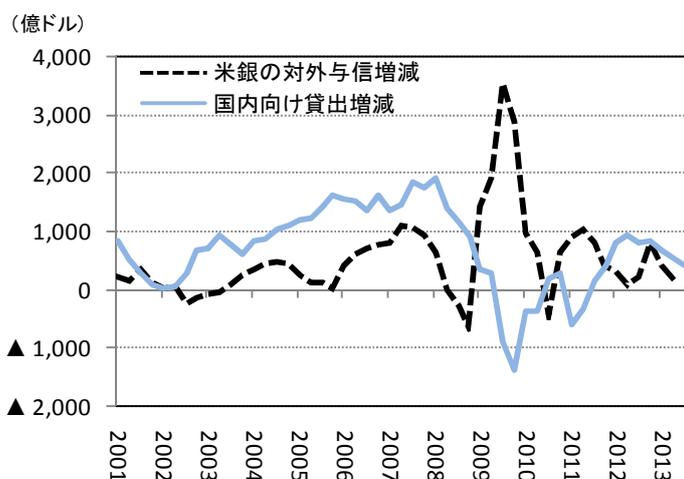
3. 米銀の対外与信全体の特徴からみた展望

以上の特徴も踏まえながら、最後に米銀の対外与信全体の推移から今後の新興国向け与信を展望してみたい。

米銀の対外与信全体の増減は、米国を含めた内外の景気動向、資金需要、与信収益性に左右されてきたと思われる。図表 12 は、2001 年以降の米銀の国内向け貸出増減と BIS 統計による対外与信増減を比較している。図からは、リーマンショック後の金融危機を経て、国内向け貸出が大きく落ち込む中で、これを補う形で対外与信が増加したことが読み取れる。加えて、図表 13 は国内向け貸出増減と米銀全体の総資産利益率(ROA)を比べているが、国内向け貸出の減少に伴い収益率も低下していったことが確認できる。こうした貸出減と収益性の低下に直面した米銀が、新興国を含めた対外与信を増やし、資産規模と収益規模を補おうとしたことは想像に難くない。

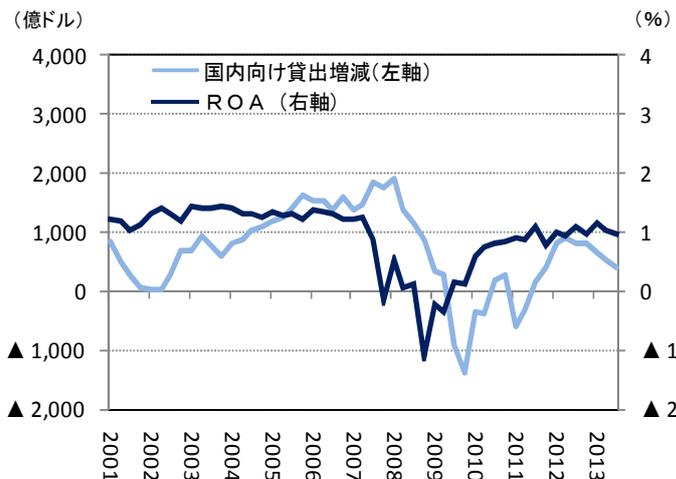
今後、米国経済の成長加速に伴い国内与信が増えるにつれて、米銀の新興国向けの対外与信は、全体としてはその成長性から大きく落ち込むことはないものの、その成長持続性や通貨安定性など、当該国の経済ファンダメンタルズ(基礎的条件)に焦点が移り、国によっては与信対象としての選別が厳しくなることが予想される。

図表 12 米銀の対外与信と国内向け貸出増減推移



(注) 数値はともに過去1年間の移動平均値
(資料) BIS統計、FRBより三井住友信託銀行 調査部 作成

図表 13 米銀のROAと国内向け貸出増減推移



(注) 国内向け貸出増減は、過去1年間の移動平均値
(資料) FRB、FDIC「Quarterly Banking Profile」より三井住友信託銀行 調査部 作成

(経済調査チーム 佐藤 秀彦 : Sato_Hidehiko@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。