

2014. 4 No.24

三井住友信託銀行

# 調査月報



## 時論

経常赤字が映し出す、日本経済の脆弱性.....1

## 経済の動き

労働コスト削減が不可欠なフランス経済.....3

豪州経済は鉱業部門依存を脱したか.....7

## 時論

### 経常赤字が映し出す、日本経済の脆弱性

日本の経常収支は昨年10月から4ヵ月連続で赤字を記録している。

経常収支の悪化は貿易赤字の拡大が主因であるが、その裏側には、わが国が抱える複数の脆弱性が映し出されている。

貿易赤字が拡大している最大の要因はエネルギー輸入の増加である。エネルギー輸入は鉱物性燃料の輸入量増加に加えて、国際商品市況の上昇や震災後の緊急輸入によるLNGなどの輸入価格の高騰、円安という、数量、価格、為替の複合要因によるものである。

東日本大震災から3年が経過したが、わが国のエネルギー政策の方向性が定まっていないうちで、鉱物性燃料の輸入額はこの間で約10兆円増加した。この間の国内の電力供給を支えているのは、建設から40～50年が経過している火力発電設備である。高速道路やトンネルなどでインフラの老朽化リスクが懸念されているのと同様に、わが国においては産業や社会生活に不可欠な電力供給は、インフラ老朽化リスクと背中合わせの極めて不安定で脆弱な状況が続いている。

また、貿易収支を財別に見ると、かつて輸送用機器、一般機械とともに日本の貿易黒字を支えていた電気機器部門の黒字幅縮小が顕著となっている。その中でも携帯電話やスマートフォンを含む通信機は昨年1年間で約2兆円もの貿易赤字を計上している。

海外への生産拠点の移転に加えて、スマートフォンのように国内企業が市場から撤退した分野も多い。これは、日本国内における“モノ作り力”の脆弱化を表しており、いわゆる日本企業への6つの逆風に加えて、前述したエネルギー価格や電力料金の上昇はこの流れを加速させる方向に働く。

もう一つは輸入インフレに対する脆弱性である。

国内での“モノ作り力”の低下は国内生産の減少と製品輸入の増加につながっており、情報通信機械の輸入浸透度は既に50%を超えており、その一方で国内の生産能力は急速に低下している。そのために円安が進んでもかつてのように輸出ドライブがかかりにくくなっている上に、国内品への代替が効き難くなっているために、輸入物価の上昇が国内物価にストレートに反映されやすくなっている。

日銀が物価目標としている生鮮食品を除くベースの消費者物価は未だに目標値である2%には到達していないが、生活実感に近いと考えられる帰属家賃を除く総合物価は昨年12月に前年比で2%上昇している。この物価指数はリーマンショック前の2008年には国際商品市況の上昇と円安から3%を超える上昇を記録しているが、その当時ですらコアコアと言われている食品とエネルギーを除いたベースの消費者物価はゼロ近辺で安定していた。今回はコアコアも緩やかながら上昇を続けており、製品輸入比率の上昇などから輸入インフレが国内物価に浸透しやすくなっていることの証左の一つであると言えよう。

そのため仮に国際商品市況の上昇や円安が長期化することになると、エネルギー輸入金額の増加から日本の経常赤字は更に拡大し、円安による輸入製品価格の上昇も相まって物価上昇圧力が高まっていく可能性が高い。既に巨額に膨れ上がった財政赤字を加えると、この先の日本経済は80年代前半のアメリカのような双子の赤字とインフレを抱えた経済構造に陥ってしまうというシナリオも、決して荒唐無稽なものではなくなってきている。

新興国で経常赤字を抱える5カ国がフラジャイル5（脆弱な5カ国）などと呼ばれているが、日本は1国で電力供給体制、産業競争力の低下、輸入インフレというフラジャイルな3要素を抱えていることに加えて、これから深刻な超高齢化・人口減少社会を迎える。

高齢化が進展していく中での財政赤字削減は難易度が高く、わが国は将来的にも経常黒字を維持していくか、あるいは経常収支が赤字であっても海外からの資本を呼び込むことができる市場として成長させていく事が重要な課題となる。

幸いにも日本のモノ作り力の衰退は日本国内というGDPベースでの現象にとどまっており、海外での日本企業の活動を加えたGNPベースでの競争力低下にまでは至っていない。今後は貿易収支同様に、3月に所得収支から名称が変わった第一次所得収支の内容が重要となってくる。

現在の所得収支では対外証券投資の利子や配当など過去の蓄えからの収益が大半を占めているが、今後は直接投資などからの利益や所得など海外でのモノづくりからもたらされる付加価値を増やしていけるかどうか、日本が「グローバルなモノ作り大国」として成長していくための重要なポイントとなろう。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka\_Akihiro@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。

# 労働コスト削減が不可欠なフランス経済

## <要旨>

フランス経済は景気底打ちの兆しがみられるものの、他のユーロ圏に比べて企業の設備投資の回復が遅れていることなどから、その回復ペースは極めて鈍い。設備投資低迷の要因として、税・社会保障負担など労働コストの高さが企業収益を下押ししている点が挙げられる。事実、景気鈍化に伴い企業付加価値の伸びが落ち込む中、賃金や社会保障負担などの固定費負担の高さが、営業余剰のマイナスをもたらしている。

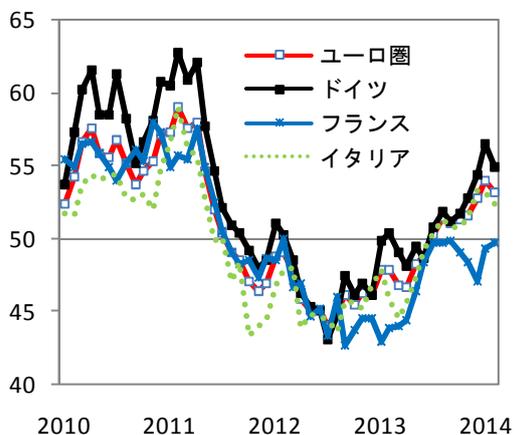
従って、企業の社会保障負担を軽減し投資や雇用創出を企図したオランド大統領提案の責任協定は企業活動の活性化に必要な取組みと評価できる。ただし、労働コスト削減は中期的には競争力と成長率を高め、失業率改善にプラスである一方、短期的には家計所得減少による需要減を通じてデフレ圧力をもたらすため、その効果に注目したい。

## 1. 企業活動が停滞しているフランス経済

ユーロ圏景気が回復に向かい始めたことを示唆する経済指標が増えつつある中、ユーロ圏でドイツに次ぐ2番目の経済規模を有するフランスでの回復ペースは、堅調なドイツなどと対照的に、緩やかなものにとどまっている。例えば、製造業の購買担当者指数(PMI)は、2012年3月以降24ヶ月連続で景況感の分岐点である50を下回っており、他のユーロ圏主要国との差が生じている(図表1)。かかる企業部門の動きの弱さは設備投資にも現れており、企業の設備投資は2013年10-12期でようやく前期比プラスに転じたばかりである。ユーロ圏全体では半年早く2013年4-6月期から増加に転じていることと比較すると、企業活動の停滞色が強いことがわかる(図表2)。

かかる環境下で、オランド大統領はフランスの課題である安定的な景気回復は企業活動の活性化により達成されるとして、政府が企業の税・社会保障負担を軽減する見返りに企業に対して雇用創出を求める「責任協定」を提案した。同協定では、家族手当に関わる社会保険料を2017年までに廃止することで、事業主負担を300億ユーロ削減すること等が予定されている。

図表1 製造業 PMI



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

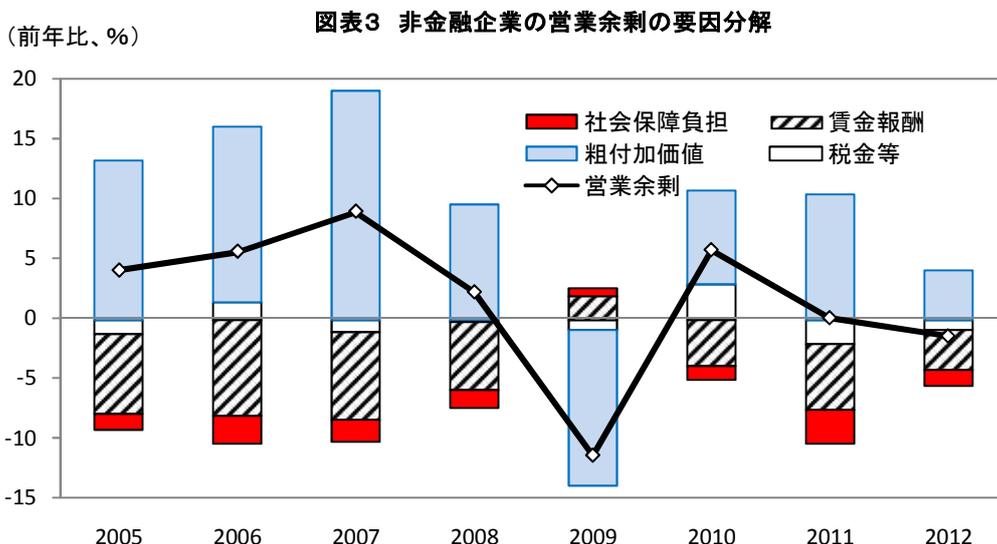
図表2 非金融企業の設備投資



(資料) Bloomberg, INSEE より三井住友信託銀行調査部作成

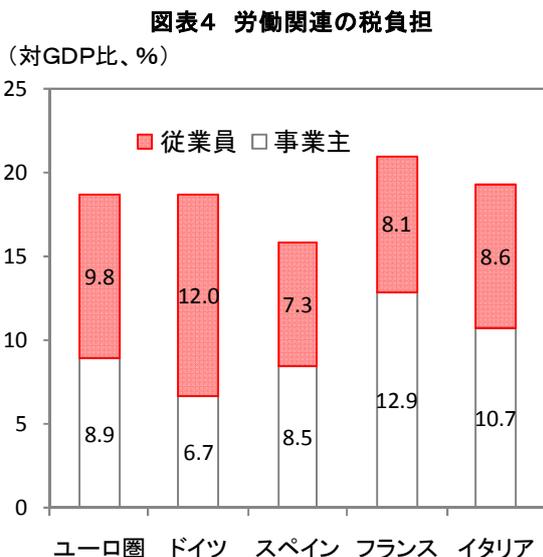
## 2. 社会保障など労働コストが企業収益を下押し

そこで最初に、社会保障負担が企業収益にどの程度影響を与えているかを見る。国民経済計算から非金融企業の営業余剰の推移を見ると、近年の欧州全体の景気低迷に伴い粗付加価値の伸びが鈍化するなかで、賃金報酬や社会保障負担などの労働コストが相対的に高まった結果、営業余剰の伸びがマイナスに落ち込み、企業収益の下押し圧力が高まっている(図表3)。



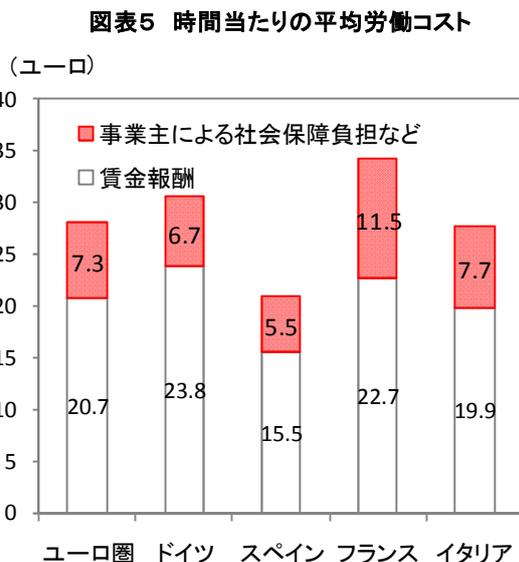
(資料)INSEE より三井住友信託銀行調査部作成

企業が負担する労働コストを他のユーロ圏主要国と比較してみても、フランスでは労働に関する事業主負担が大きいことが分かる。事業主が負担する労働関連の税金は、対GDP比で12.9%と、ユーロ圏平均(同8.9%)を上回る水準にあり、ドイツ(同6.9%)の倍近くもある(図表4)。時間当たりの平均労働コストでみると、賃金報酬はユーロ圏平均と変わらないものの、社会保障負担が大きいことから、フランスは労働コストが大きくなっている(図表5)。



(注)2011年データ

(資料)Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

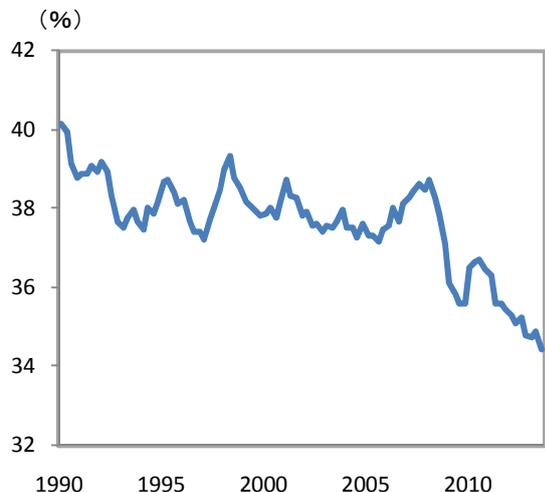


(注)2012年データ

(資料)Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

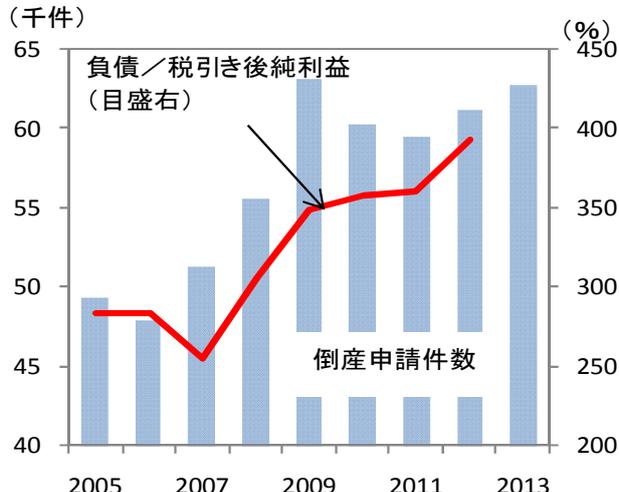
このように他国に比べ相対的に高い労働コストが企業収益低迷の一因となっており、企業の利益シェア（粗付加価値に占める営業余剰の割合）は過去最低水準にまで減少している（図表6）。なお、債務負担割合も増加傾向にあつて、倒産申請件数も高止まりしている状況である（図表7）。

図表6 営業余剰/粗付加価値の推移



(注) 非金融企業  
(資料) INSEE より三井住友信託銀行調査部作成

図表7 倒産申請件数の推移



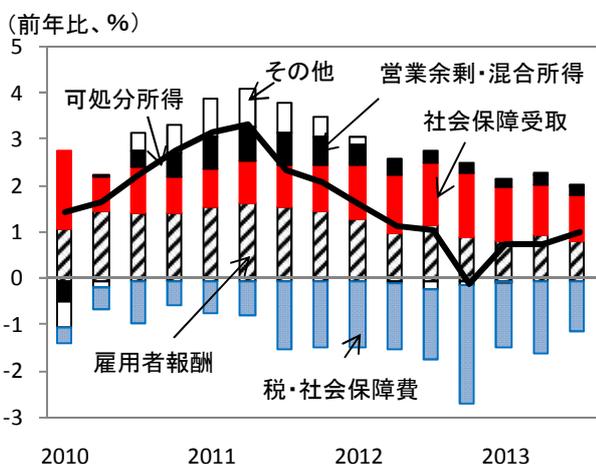
(注) 倒産申請件数は全産業  
(資料) Eurostat, INSEE より三井住友信託銀行調査部作成

そのような状況下、既に2013年から賃金の4%（2014年からは6%）を法人税から控除する「競争力・雇用創出のための税額控除(CICE)」が導入されているが、フランスの失業率は2013年に悪化したことから見ても、その成果が出たとは言いがたい。責任協定は、企業活動活性化のための不可欠な取り組みとして評価できる。

### 3. 一時的にはデフレ圧力として働く社会保障削減

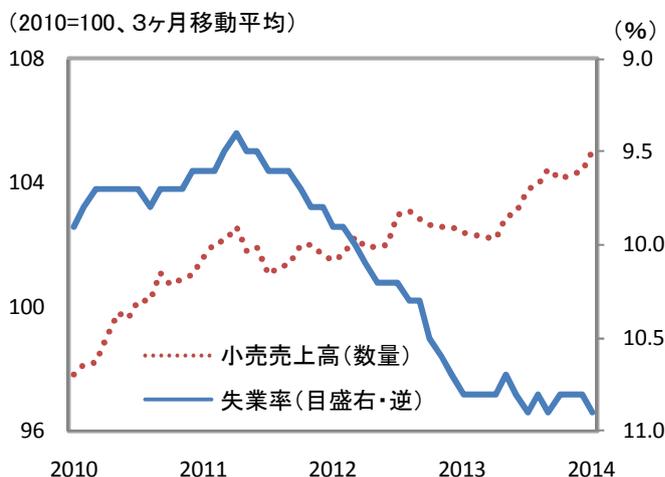
もっとも、企業にとって高止まりする労働コストは、家計から見れば所得の下支え要因として働いてきた。フランスの家計部門の可処分所得内訳を見ると、社会保障の受取が所得を下支えしてきた。このことは失業率が上昇していくなかでも、個人消費が堅調に推移してきた理由の一つになってきたと考えられる（図表8、9）。

図表8 可処分所得の要因分解



(資料) INSEE より三井住友信託銀行調査部作成

図表9 失業率と小売売上高

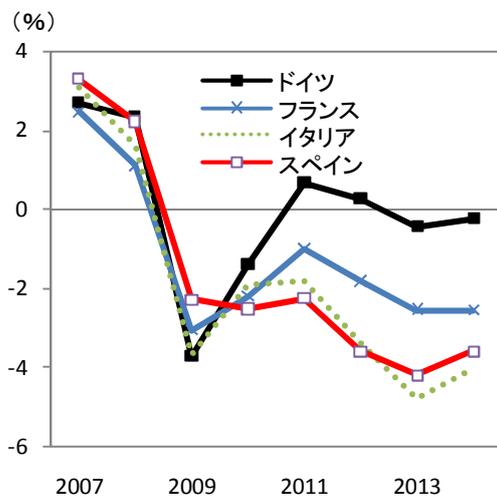


(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

責任協定では、家族手当に係る社会保障の企業負担削減分は、政府がその他の歳出削減によって財源を確保し、社会保障制度の維持を図るとされている。しかしながら、2015年までに財政赤字を対GDP比3%以内とするよう求められているなか、かかる政府補償の自由度は限られている。

従って、労働コストの削減が進めば、GDPの約6割を占める個人消費に対する下押し圧力となり、最近懸念されているデフレーションを長期化させる要因になり得るという負の側面もある。現在のフランスは経済全体で需要不足の状態に陥っていると見られ、税制の影響を除いた物価上昇率は足許でゼロ近傍まで低下している(図表10、11)。フランスは、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の国別シェアで2割を占めているため、フランスでデフレーションが悪化・長期化するとECBの金融政策にも相応の影響を与える可能性が考えられる。

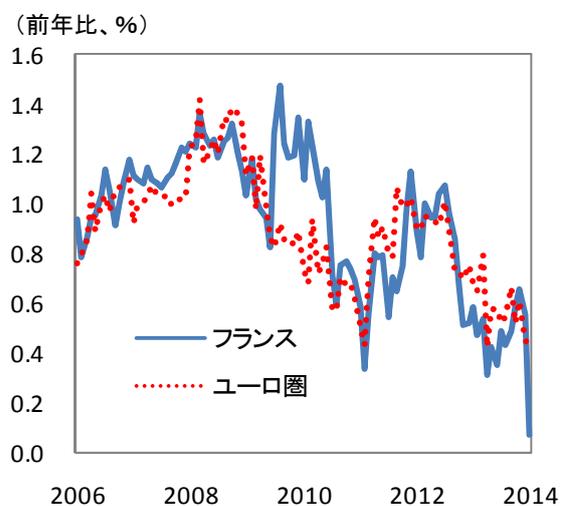
図表10 GDPギャップ



(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

図表11 税制の影響を除くコアインフレ率



(資料)Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

このように、相対的に高止まりする労働コスト削減を通じたフランス企業部門の収益構造改善は、中期的には企業競争力を高め、設備投資活性化につながり、将来の経済成長率が高まることで高止まりする失業率を改善させるためにも必要な取り組みであることは間違いない。

ただその一方で、短期的には家計所得の減少を通じて需要を押し下げ、デフレ圧力を高める要因にもなる。こうした短期的な副作用を上回る成果を、企業活動の活性化において出せるかが注目される。

(経済調査チーム 眞明:To\_Sadaaki@smtb.jp)

# 豪州経済は鉱業部門依存を脱したか

## <要旨>

豪州の経済成長率は2013年10-12月期で前期比+0.8%と、2012年末から徐々に上向きつつある。鉱業部門における設備投資が減少する中で、個人消費と輸出の増加を主因に成長率を高めてきたことは、同国が鉱業部門依存体質を脱したことを示すかに見えるものの、輸出回復のうち殆どは中国向け鉄鉱石を牽引役とした資源輸出増加によるものであるため、鉱業部門依存を脱したとは言い難い。

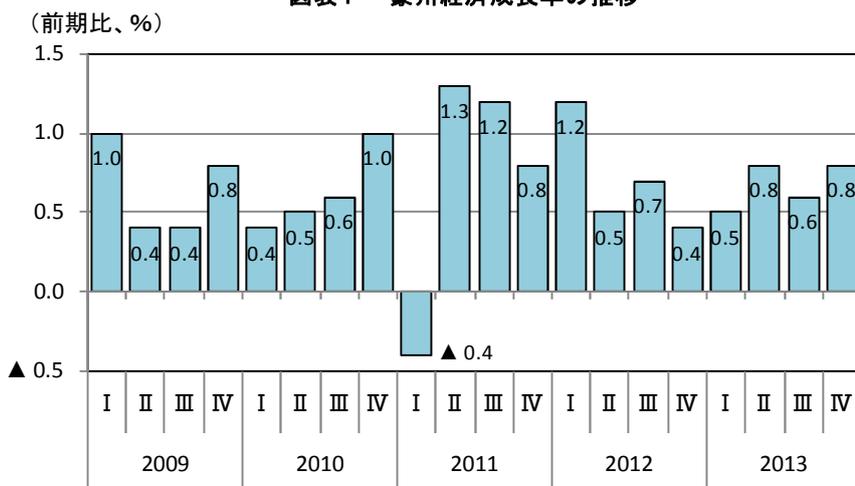
また、米国金利上昇をきっかけに進んだ豪ドル安の影響でインフレ率が上昇し、更なる利下げの余地は小さくなっているため、金融緩和による個人消費と住宅投資の押し上げには限界があろう。かかる材料を踏まえ、豪州経済はこの先も中国の景気変動や在庫調整、および国際商品市況の変動に左右されやすい状態が続く可能性が高い。

### 1. 需要項目別に見る豪州経済の現状と見通し

豪州の2013年10-12月期成長率は前期比+0.8%（前期比年率では+3.2%）となり、2012年末から徐々に上向いている。どの需要項目が成長率を支えているかを2013年10-12月期のGDPで見ると、外需が輸出増によって明確なプラス寄与になっていることと、内需では設備投資の弱さと個人消費の堅調さという対照的な動きになっていることが見て取れる（図表1）。

成長率で見た豪州景気回復の動きは、この先も続くのだろうか。この観点から、以下では輸出・設備投資・個人消費それぞれの動きとその環境を、やや詳細に見ていくこととしたい。

図表1 豪州経済成長率の推移



(資料) 豪州統計庁

(2013年10-12月期寄与度)

(%ポイント)

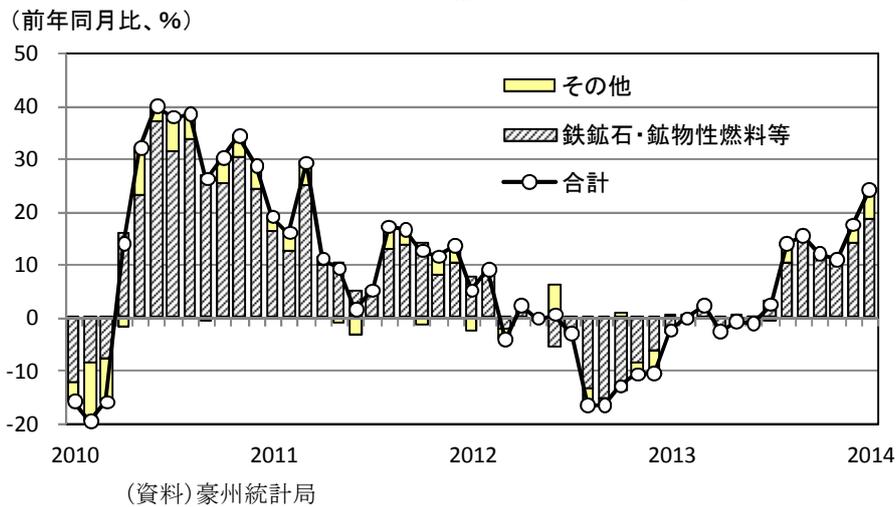
GDP	0.8
個人消費	0.4
政府消費	0.1
住宅投資	0.0
設備投資	▲ 0.5
公共投資	0.2
在庫増減	0.2
純輸出	0.6
輸出	0.5
輸入	0.1

(資料) 豪州統計庁

### (1)輸出の現状と先行き

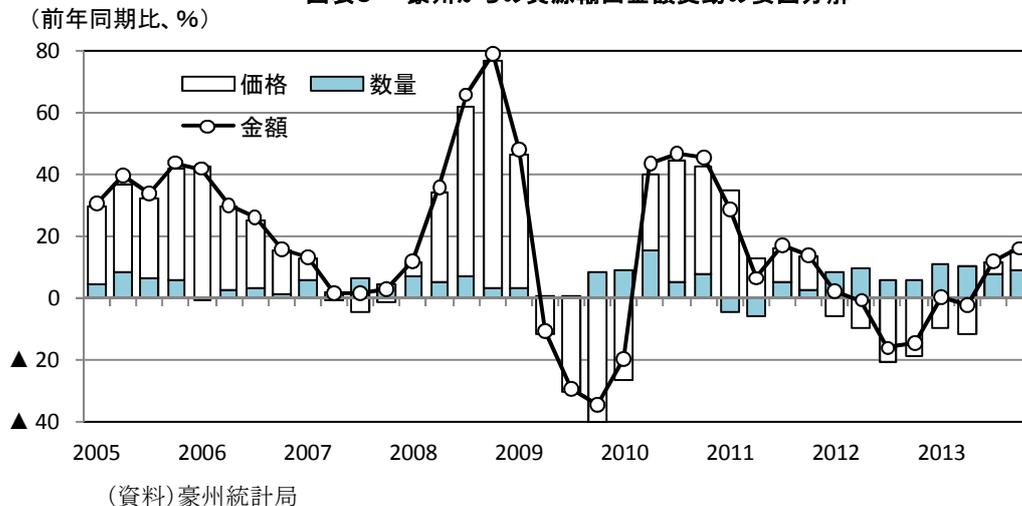
輸出回復の要因については、品目では鉄鉱石中心とする資源輸出、輸出先の国別では中国向けの回復によるところが圧倒的に大きい。豪州からの輸出金額伸び率を見ると、2012年半ばを境に上昇に転じており、回復分の大半が鉄鉱石などの資源輸出となっている(図表2)。国別に見ると、直近1年間合計(2013年2月～2014年1月)の輸出金額伸び率が+7.7%であるのに対して、中国向け輸出の寄与度は+9.2%ポイントと、寄与率にすると100%を上回る。

図表2 豪州からの輸出金額伸び率の推移



豪州からの資源輸出金額伸び率の変化を、数量要因と価格要因に分けたのが下の図表3である。数量要因を見ると、2010年に伸び率が高まった後2011年にマイナスに転じたのは、中国におけるリーマンショック直後の大規模な経済政策発動による盛り上がりとその反動であると考えられる。そしてその後は、足許まで多少の振れを伴いつつも前年比プラスを維持している。この間の中国景気は、政策当局による金融引締めや在庫調整圧力の高まりなどで一時的な景気減速期を何度か迎えたが、経済が年率7%以上のペースで成長しているために一時的な振れはあってもトレンドとしての需要は増え続けており、豪州はその恩恵を受けている。

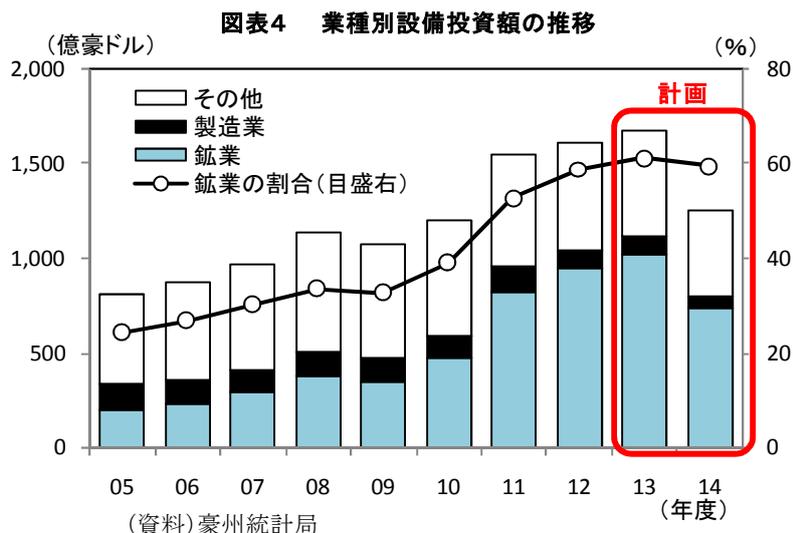
図表3 豪州からの資源輸出金額変動の要因分解



他方、数量に価格を乗じた輸出金額は、資源価格の変動にかなり大きく左右されている。かかる事実は、最近の豪州経済が依然として中国依存から脱していないことと、この先も中国の需要に数量面と価格面双方で振り回されやすい状態が続くことを示唆するものと言える。

## (2) 設備投資の現状と先行き

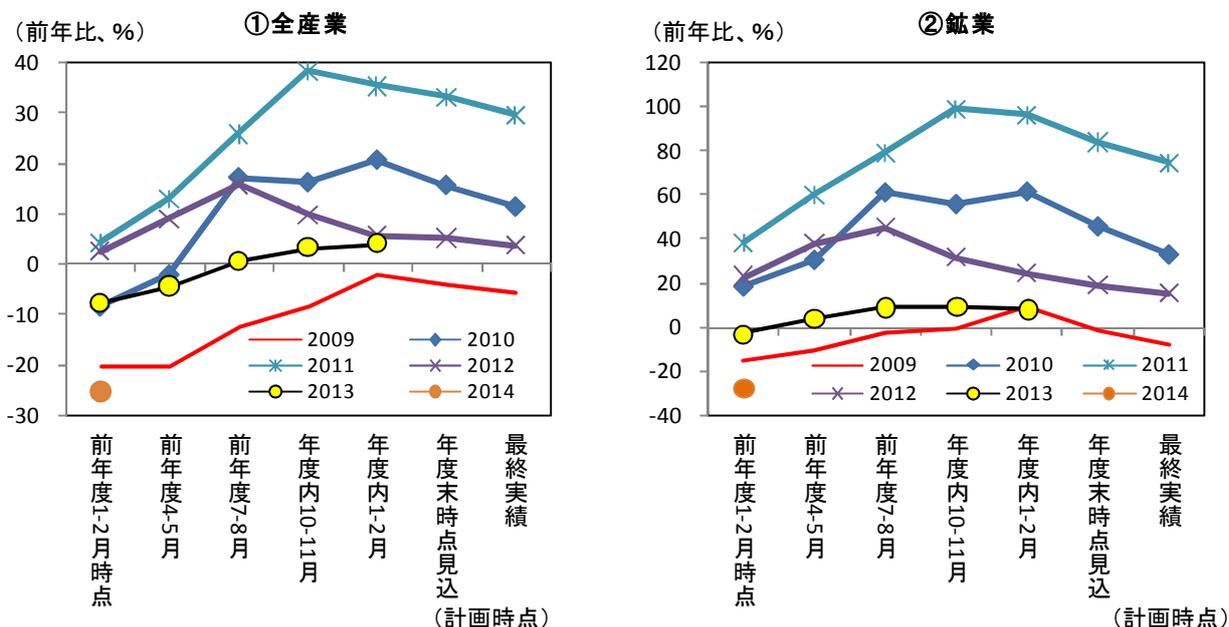
今の豪州における設備投資の弱さは、鉱業部門の投資が頭打ちになっていることを反映したものである。豪州の民間設備投資を鉱業・製造業・その他業種に分けて過去からの推移を見ると、ここ数年、特に2011年度以降は鉱業のシェアが急激に高くなった(図表4)。

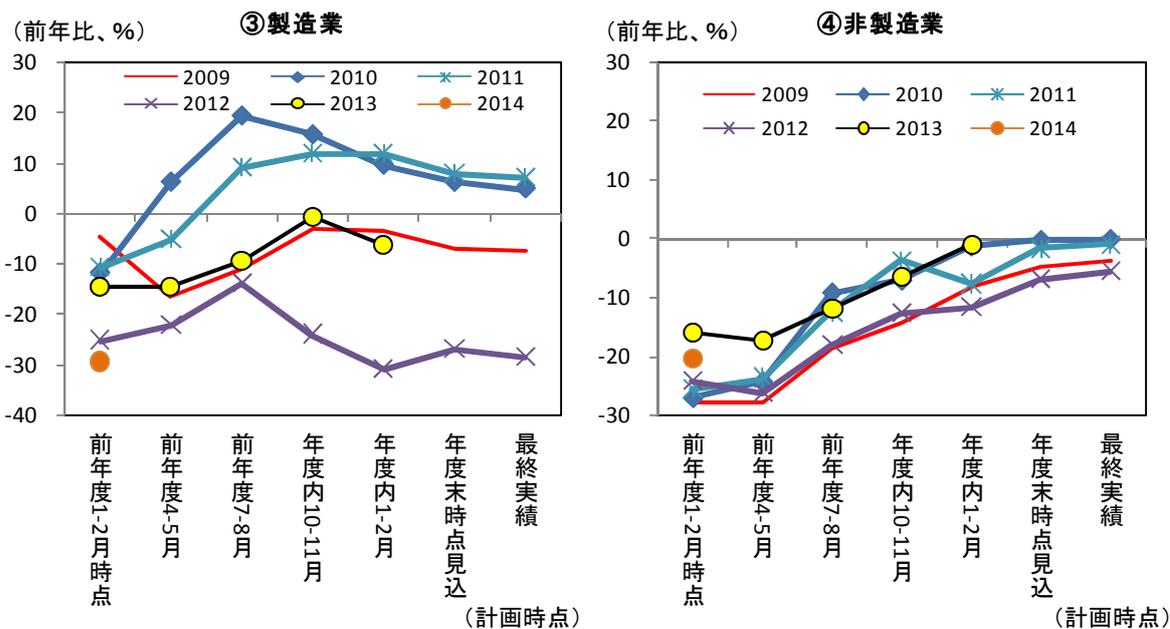


その鉱業部門の投資伸び率が、2012年度以降低くなっている。この時期に豪州からの資源輸出の数量伸び率がやや鈍化した上に、価格が下落して輸出金額がマイナスになったことを受けた動きであると考えられる(前掲図表3)。

過去数年間、業種別の設備投資計画が、時間を追うごとにどのように修正されていくかを見た図表5によると、直近の2013年度の鉱業部門設備投資計画は前年比+8.1%と、リーマンショック

**図表5 業種別設備投資計画の変更パターン**





の影響が色濃く残っていた 2009 年度の同時期における設備投資計画伸び率(+9.0%)とほぼ同じ低い伸び率に留まっている。同部門のシェアの高さを踏まえると、設備投資全体の増加ペースをかなりの程度押し下げていると見られ、この点で豪州の設備投資は今なお鉱業部門、すなわち中国依存の状態から脱していない。

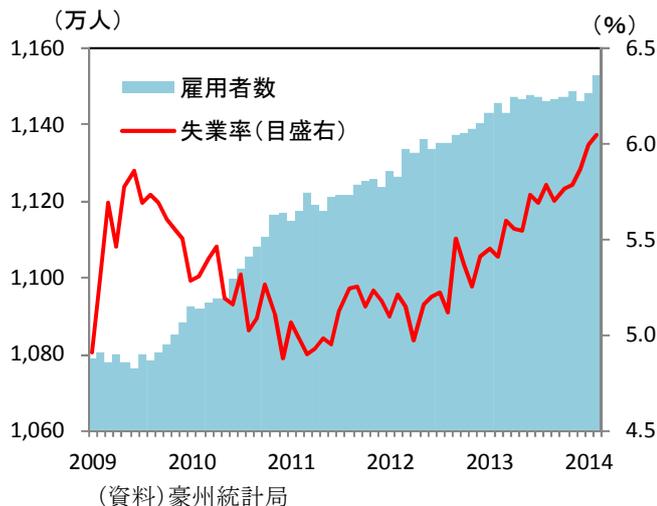
2014 年度の鉱業部門設備投資計画は前年比▲27.6%と、前年度 1-2 月期時点の計画値としては過去 10 年内になかったマイナス幅となっている。前掲図表2で見たように、資源の輸出数量は既に回復しているものの、中国の経済成長ペースが 2010 年頃のように 10%を超えるような水準まで高まらないであろうことも前提とすると、鉱業部門の設備投資が明確な回復に向かうのは 2015 年度以降になる可能性が高い。

他業種の 2014 年度設備投資計画に目を向けると、製造業の設備投資は▲29.2%と、過去数年で最も大きなマイナス幅の計画であり、鉱業部門同様に弱い動きである。非製造業部門の 2014 年度計画(同▲20.4%)は過去数年の計画と比較するとマイナス幅は小さくなっているが、過去数年に亘って最終実績の伸び率がゼロ近傍以下であったことを踏まえると、設備投資全体の牽引役となるほどの力強さは期待しにくい。2014 年の豪州設備投資は、鉱業部門筆頭に弱い動きとなり、回復に転じるのは以前と同様に鉱業部門投資の底打ちを必要条件として、その時期は 2015 年以降にずれ込むと見られる。

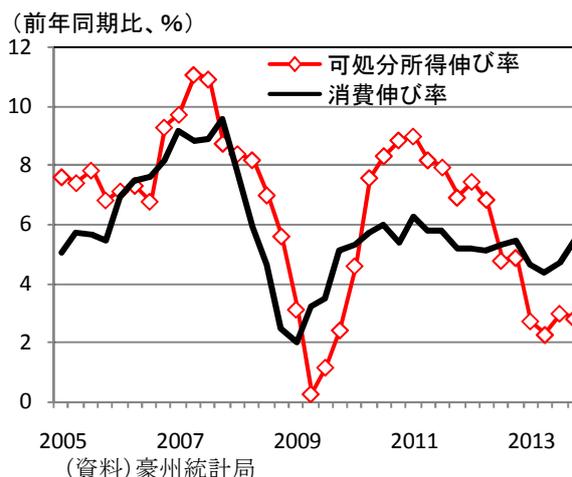
### (3)個人消費を巡る環境

もう一つの成長率引役である、個人消費の環境はどうか。豪州の失業率は 2012 年以降上昇し続けており、直近 2014 年 1 月は6%と 2003 年以来の水準まで上昇している(次頁図表6)。労働需給緩和で家計所得増加ペースが鈍化する中でも消費伸び率は維持されており、結果として足許では消費の伸び率が可処分所得のそれを上回っている(次頁図表7)。

図表6 豪州雇用情勢



図表7 豪州家計部門の可処分所得と消費額

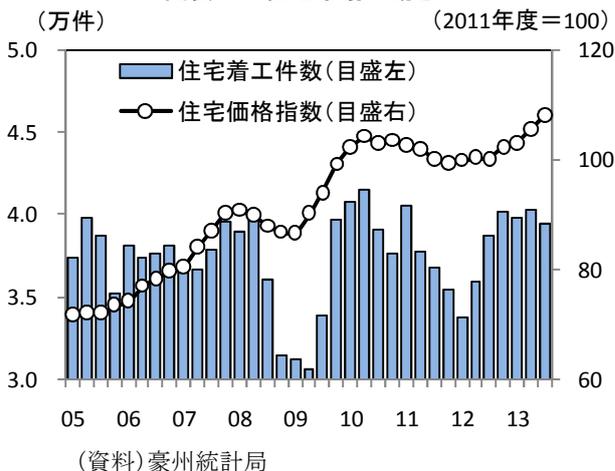


所得以上に消費が伸びる中、必然的な動きとして豪州の家計貯蓄率は2012年から2013年末にかけて、12%前後から10%をわずかに下回る水準まで低下した(図表8)。この背景には、2011年から続く豪州準備銀行(RBA)による金融緩和があると見られ、その効果は住宅価格上昇や着工件数の増加など、住宅市場にも波及している(図表9)。

図表8 家計貯蓄率

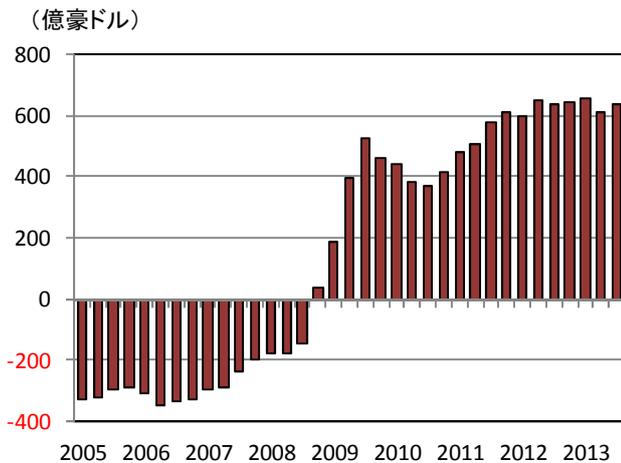


図表9 住宅市場の動き



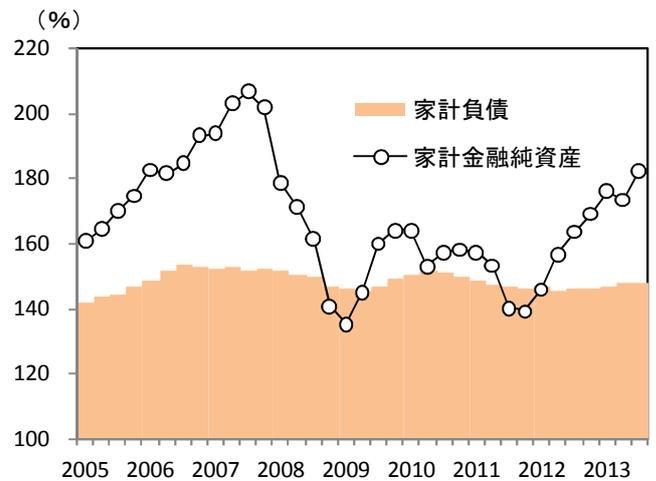
金融緩和による貯蓄率低下という動きからは、リーマンショック前の米国などで見られた家計の過剰投資と過剰債務が想起されるが、前掲図表7の通り貯蓄率はまだかなり高い水準にある他、住宅市場が活性化している中でも家計部門の貯蓄投資差額は高水準のプラスを維持している(次頁図表10)。更に、家計部門が抱える負債の可処分所得比率が安定していることに加えて、純金融資産残高の可処分所得比率が180%を超える水準まで上昇していることを踏まえても、家計のバランスシートも健全と見られる(次頁図表11)。資金余剰というフロー面と、資産水準というストック面の双方から見て、豪州家計部門の資金調達環境に特段の問題はなく、この先金融面の制約が強まって個人消費が失速する懸念は小さい。RBAによる金融緩和は個人消費と住宅投資刺激に一定の効果を発揮し、前掲図表1で見たようなGDPの動きを見る限り、鉱業部門の設備投資減少をある程度補うことができたという整理ができよう。

図表 10 豪州家計部門の貯蓄投資差額



(資料) 豪州統計庁

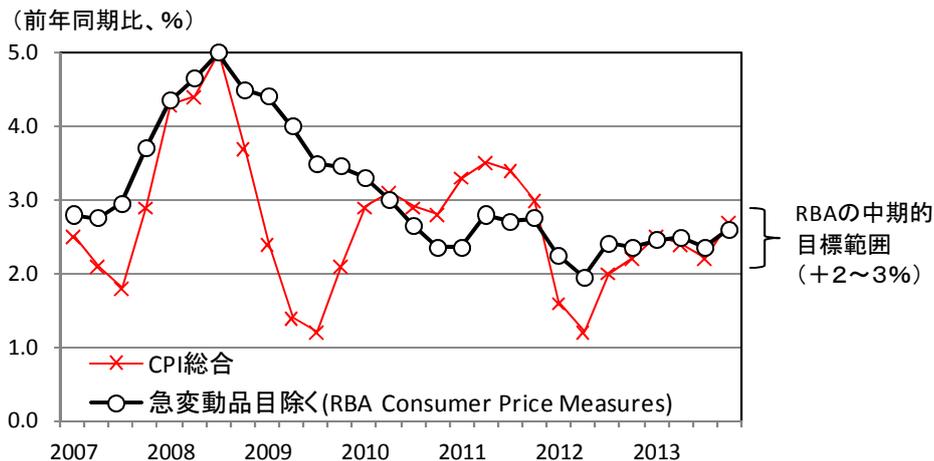
図表 11 豪州家計部門の負債と純資産 GDP 比率



(資料) 豪州準備銀行

但し、金融緩和による消費と住宅投資の刺激がいつまで続けられるかについては、不透明な部分が出てきている。豪州の消費者物価上昇率(前年同期比)の推移を見ると、2013年10-12月期の前年比上昇率が+2.7%と、前7-9月期の+2.2%から高まり、RBAの目標レンジである2~3%の上限に近づいた(図表12)。極端に価格が変動した品目を除いた消費者物価指数上昇率<sup>1</sup>も同+2.35%から2.6%まで高まっている。RBAは2月の理事会声明で、10-12月期の物価上昇率が事前の予想を上回った理由の一部として「為替レート下落の影響が思ったよりも早く物価に波及した」ことを挙げた。これを前提とすると、更なる利下げによって家計部門の需要を刺激し、鉱業部門投資減少を補う余地が小さくなった可能性がある。

図表 12 豪州の消費者物価上昇率



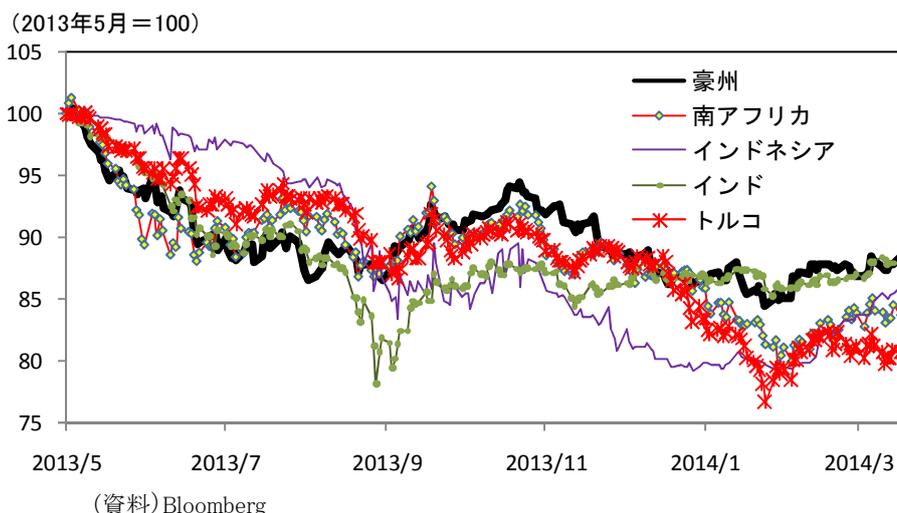
(資料) 豪州統計局

<sup>1</sup> CPI集計対象品目を上昇率が大きい順に並べ、上下一定割合を除くことで振れの大きい品目を外す「刈り込み平均(trimmed mean)」と、上昇率が大きい順に並べた品目のウェイトを積み上げ、50%を超えるところに来る品目の上昇率を採用する「加重中央(Weighted median)」の上昇率を単純平均したもの。

## 2. 米国金融緩和規模縮小後の海外からの資金の動き

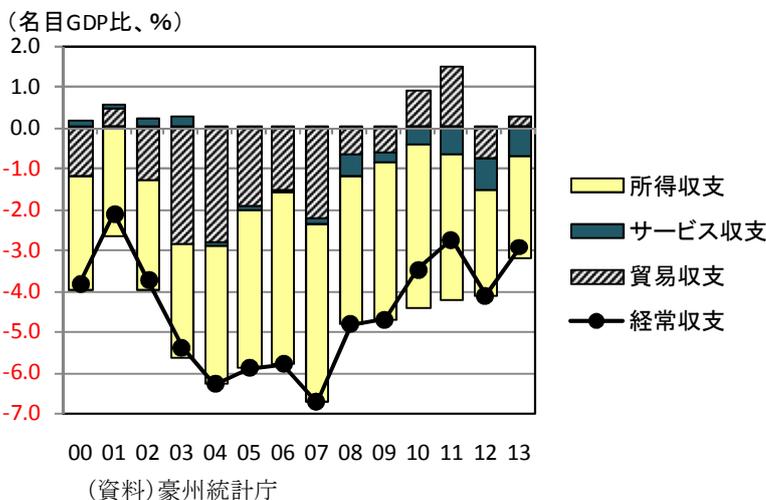
実体経済面の動きに続いて、海外との資金の行き来を中心として金融面にも目を向けておこう。2013年5月に米国の連邦準備理事会が債券購入措置(QE)の規模縮小を示唆したことで米国金利が上昇した際、複数の新興国・資源国とともに豪州の通貨レートも下落した(図表13)。

図表13 主要新興国・資源国の通貨レート推移(対ドル)

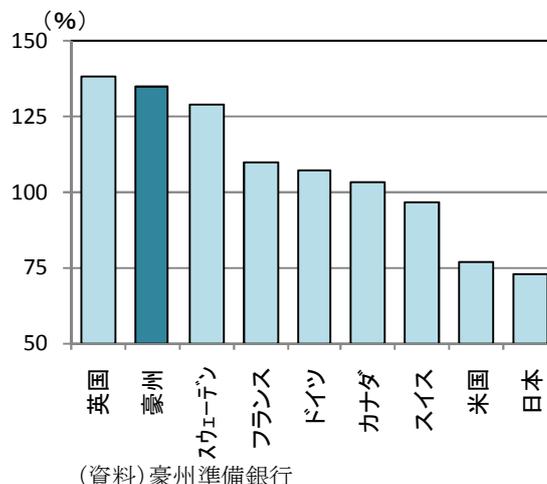


常に経常赤字である豪州は、国全体で対外純負債国であるだけでなく、銀行部門の預貸率は125%を超えるなど、他国と比較してもやや高い(図表14,15)。この点だけを見ると、金融市場の懸念を招き易く、金融面から実体経済に及ぶ悪影響が大きくなりやすい構造に見えるが、実際には米国金融緩和縮小観測が強まった後に、豪州向け資金流入ペースは小幅ながら速まっている。2011年末前後の時期と比べると、直接投資の割合が低く、いわゆる「逃げ足の速い」資金である証券投資の割合が高まっているという相違はあるものの、政府債務残高の水準が低いことから最

図表14 豪州経常収支内訳

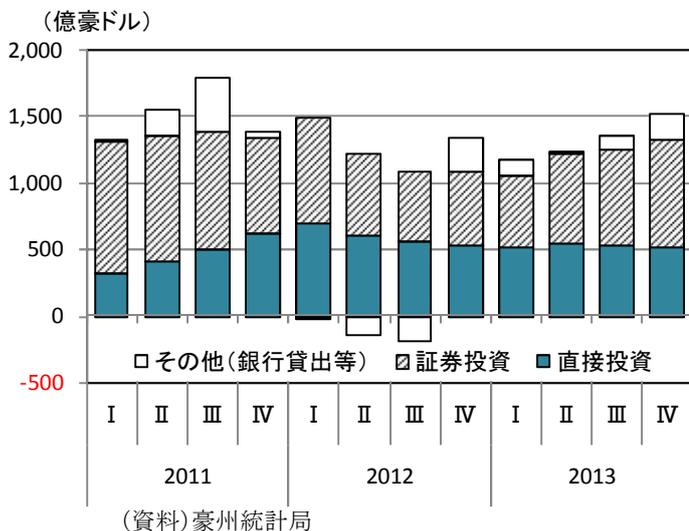


図表15 銀行部門預貸率の国際比較 (2012年)

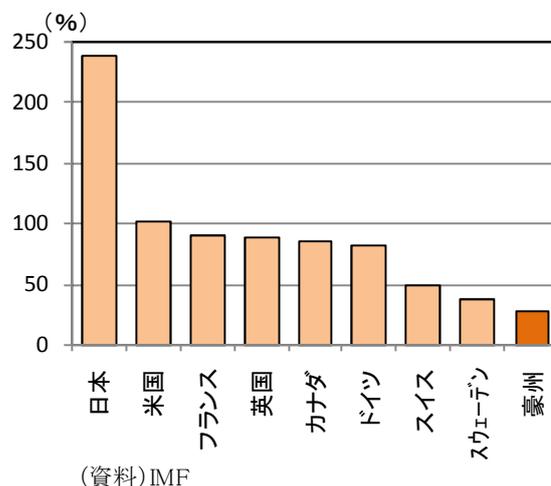


上位の格付けを維持しているなど信用力が高いために、他新興国のような資金流出の懸念は極めて小さいと考えられる(図表16、17)。前掲図表10で見たように、家計のバランスシートに特段の問題が見当たらないことを合わせて考えると、豪州景気が金融面での制約から失速する可能性は低いと見てよいだろう。

図表16 豪州資本収支の動き



図表17 政府債務残高 GDP 比率の比較 (2012年)



以上まとめると、豪州では鉱業部門の投資が頭打ちになる中でも、ここ1年ほどの経済成長率は個人消費と輸出の増加で緩やかながらも上向いてきた。その中身を見ると、輸出増加分のうち殆どは中国向け鉄鋼石を中心とする資源が占めている。中国経済が年率7%前後の成長ペースを維持する限り、豪州からの資源輸出数量はこの先も増加基調を辿るだろうが、中国の景気変動や在庫調整といった需要の振れに加えて、輸出金額では国際商品市況に大きく左右される状態は当面変わらないだろう。

成長率を支えてきたもう一つの柱である個人消費についても、米国金利上昇による豪ドルレート下落による輸入インフレで更なる政策金利引き下げの余地は小さくなったと見られる。最上位のソブリン格付けに象徴される高い信用力を有しているため、経常赤字の新興国とは異なって金融面の制約で景気が失速する懸念は殆どないが、これ以上は金融緩和に頼ることも難しい。

かかる材料を踏まえると、豪州経済が鉱業部門への依存体質から脱するのは、しばらくの間は難しいように思われる。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada\_Hiroshi2@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。