

2013. 4 No.12

三井住友信託銀行

調査月報



SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

シェール革命を見る視点.....1

経済の動き

上下双方に高まる長期金利の不確実性

(月例グローバル経済金融レビュー).....3

資金循環が映す米国金融市場の潮流変化.....14

時論

シェール革命を見る視点

昨今、シェール革命に関する議論がかまびすしい。

米国内のシェール層からのガスとオイル採掘が拡大することにより、世界最大の天然ガス・原油消費国である米国が世界最大の天然ガス・原油生産国となり、エネルギー面で自立する。エネルギーコストが低下することにより、米国製造業の競争力が高まって貿易赤字が縮小し、米国内の設備投資や雇用の拡大を牽引する。中近東へのエネルギー依存度は低下し、エネルギー販路が細るロシアのプレゼンスも低下するので軍事費を削減でき、財政赤字は改善に向かう。米国経済の潜在成長率は高まり、為替はドル高基調となる。

日本企業も高い技術を売り物にシェール開発プロジェクトに関わる商機が増えるとともに、わが国の貿易赤字拡大の主因であった高価な輸入 LNG 価格を引き下げることができる。

「革命」の姿の大略はこのようなもののようだ。

こうしたシナリオ通り、事がうまく運ぶかどうか、国・業界・企業にどのような恩恵やマイナスが発生するのか検討するに際しては、次の点は押さえておく必要があるだろう。

まず、シェールガス・オイルの生産増大は、①もともと生産地・消費地間のパイプラインが十分張り巡らされ、新たに掘削した後はそこにつなぐだけでビジネスとなる（パイプラインを一から自力で作ってはいは採算は取れない）、②資源産業の歴史が古く、開発・掘削・輸送に関わるサービス業界や技術者の層が分厚い（シェール層からの掘削技術は「革新」というより、従来からの原油・ガス開発の企業群と技術の「延長線上」にあると言える）、③地下資源も土地保有者に帰属するので、開発・掘削の“分け前”に与るべく土地保有者にも開発・掘削に応じるインセンティブが働く（他国では地下資源は国に帰属するケースが多い）、④環境問題からの反対・制約がさほど大きくない（これまでエネルギー源の主力だった石炭よりも温暖化ガス排出が少ないから良いではないか、との空気もある）－といった「米国ならではの」「米国だけの」事情に起因するところが大きい。

同じ米国発でも、インターネットに代表される「IT 革命」のように、世界の国々に急速に広がり、共有され、無国籍化していく文明的性格は薄いということである。

また、その開発・掘削の姿は、中近東の油田・ガス田開発のような巨大資本による大規模プロジェクトとは様相を異にし、小規模の井戸を数多く、コツコツと、現場技術者の職人芸に頼って掘削していくものである。巨大なスマートシティやショッピングモールを建設するようなものではなく、ちょっと大きめのコンビニや公園を作り続けるようなものとも言えようか。

さらに、シェールガス・オイルの開発は、市場経済の本家である米国での出来事だけに、その生産動向は市場メカニズムが比較的素直に機能しやすいようだ。シェールガスは、採算ラインと見られる 4～5 ドル/MMBtu（英国熱量単位）を上回ると開発・生産が増え、下回ると減ると言われ、足元の相場は採算ギリギリなので、最近ではガス向けリグの伸びが鈍る一方、原油価格の高

止まりを背景にオイル採掘リグが増えていると聞く。

上記のような実態に即した基本的諸点を踏まえ、「シェール革命」の先行きについて向こう 3～4 年間程度を展望すると、次の点は言えそうだ。

- ① 世界的に見てもシェールガス・オイル開発のほとんどは米国において、チマチマとしたものが数多く、しかし息長く進むという姿になるのではないかな。
- ② 米国の原油・天然ガス輸入の減少は、グローバルの原油・天然ガス価格の抑制要因となろうが、新興国では構造的に需要が増えていくこと、中国の素材産業のように価格をシグナルとせずに増産に走る生産者が大量に現れることは考えにくいことーから原油・天然ガス価格には一定の下限があるのではないかな。
- ③ 日本企業にも、シェールガス・オイルの各商流において商機が出てきたことは間違いないが、企業連合による大型受注というより、個別性の強い姿ー個々の案件やコンストラクターに、個社が個々の製品・サービスを売り込むーになるのではないかな。
- ④ 米国のシェールガスの対日輸出が本格化するのには、液化設備建設や米国の許認可との兼ね合いから早くても 2017 年になるものの、現在の LNG 調達先（カタール、マレーシア、豪州など）に対する日本の価格交渉力を高め、輸入 LNG 価格の引き下げ（現行の原油価格連動値決め方式の変更）も期待できよう。しかし、その量はまだ限定的であろうし、アベノミクスによる為替円安がその効果を打ち消すので、日本の貿易赤字を縮小させる効果は小さいのではないかな。
- ⑤ シェールガス・オイルの生産拡大により、米国経済の潜在成長率が上がるどうかは、まだ判然としないのではないかな。成長会計の枠組みで考えると、エネルギーコストの低下によって全要素生産性が上昇するとは限らず（安くなったエネルギーの無駄遣いが増え、国全体のエネルギー効率は低下するかもしれない）、エネルギーを使って実質付加価値生産性を高める何がしかの技術革新、新製品・サービスの出現が必要であり、それには相応の時間を要しよう。

このように考えると、巷間あふれるシェール革命像の中には、短期間に現出するものと長期に亘って顕在化する（あるいは顕在化しないかもしれない）ものとを混同する時間軸概念の混乱、価格メカニズム的視点の欠如、両立することが難しいはずのプラス面の良いところ取りーといったものもあるのでないかな。マクロ・ミクロ両面から経済原則や経済合理性に沿った点検、考察が必要であろう。

（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。

上下双方に高まる長期金利の不確実性

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

日本では景気の底打ちを示す指標が徐々に増加する中、賃金も上向くのではないかと期待も一部に出ている。足許の雇用情勢は確かに改善方向にあるが、労働需給はさほどひっ迫しておらず、企業の期待成長率もまだ低いことから、賃金上昇にはなお時間を要すると見る。

このような賃金情勢と、日銀が明確な金融緩和強化姿勢を示していることを踏まえ、長期金利はしばらく低水準で推移するというのが当部の基本的な見方である。加えて、キプロス問題を契機に欧州金融市場が再び緊張化の局面を迎える可能性が出てきたことは、「質への逃避」を通じた更なる金利低下要因となる。一方、景気が順調に回復している米国では、年後半から金融緩和規模の縮小観測の高まりを背景に長期金利が上昇しやすくなると見られ、これが日本の金利上昇圧力となる可能性がある。

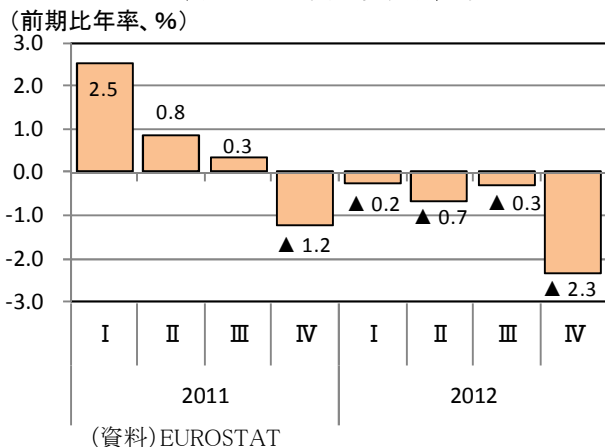
このように、今後の国内長期金利は、目先は欧州の要因で下振れやすく、年後半は米国要因で上振れやすくなる。主に海外要因で、長期金利の不確実性と振れ幅が拡大したと言えるだろう。

1. 海外経済・金融情勢

(1) 欧州 ～ 実体経済悪化続き、金融市場にも再び緊張化の芽

ユーロ圏の実体経済は、悪化が続いている。2012年10-12月期のユーロ圏GDP成長率は前期比年率▲2.3%とマイナス幅を拡大させた(図表1)。国別に見ると、ドイツでさえも輸出の低迷により4四半期ぶりのマイナス成長に陥っている他、多くの国で固定資本形成が減少していることは、ユーロ圏企業が先行きに対して慎重な見方を強めて投資を控えている可能性を示唆している(図表2)。製造業PMI指数やドイツIFO指数など、企業マインドを示す指標は改善しているものも多いが、現時点では実体面の裏付けに乏しいと言わざるを得ない(図表1、2)。

図表1 ユーロ圏の経済成長率



図表2 2012年10-12月期の経済成長率内訳

(前期比年率、%)

	ユーロ圏17ヶ国				
		独	仏	西	伊
実質GDP	▲2.3	▲2.3	▲1.1	▲3.1	▲3.7
個人消費	▲1.6	0.3	0.8	▲7.6	▲2.5
政府消費	▲0.3	1.6	1.5	▲1.0	0.2
固定資本形成	▲4.4	▲2.8	▲4.0	▲14.5	▲4.8
輸出	▲3.5	▲7.9	▲2.4	▲3.7	1.1
輸入	▲3.5	▲2.6	▲3.4	▲17.9	▲3.7

(資料)EUROSTAT

3月に公表された欧州中央銀行(ECB)のスタッフ経済見通しも、経済成長率と物価上昇率ともに前回12月から下方修正された(図表3)。▲0.5%という2013年の経済成長率見通しは、2013年度内の四半期全てでゼロ成長を維持すれば達成できるが、足許の実質GDPマイナス成長幅が拡大基調にあることや、ドイツでさえマイナス成長になったという事実を鑑みれば、2013年以降直ちに平均成長率がゼロに戻るとは考えにくい。このため、今回の成長率・物価上昇率見通しはこの先さらに下方修正され、ECBによる利下げ観測が強まる局面が出てくる可能性が高い(図表3)。

図表3 ECBスタッフによる経済見通し(2013年3月)

(%)

		範囲	中央値	前回比 修正幅
経済成長率	2012	▲ 0.5	▲ 0.5	-
	2013	▲0.9～▲0.1	▲ 0.5	▲ 0.2
	2014	0.0～2.0	1.0	▲ 0.2
消費者物価 上昇率	2012	2.5	2.5	-
	2013	1.2～2.0	1.2	▲ 0.4
	2014	0.6～2.0	1.3	▲ 0.1

(資料) 欧州中央銀行

加えて、昨年夏以降落ち着いた状態を保っていた金融市場は、再び緊張化の局面を迎える可能性が高まっている。そのきっかけが、キプロスでの銀行預金に対する課税である。同国はギリシャとの経済金融面の結びつきが強かったために、ギリシャ同様に困難な状況に陥っていた。これに対して、3月に行われたEU首脳会議において、キプロス政府に対して計100億ユーロの支援を行う代わりに、同国銀行の預金者に負担を求め、預金に対する課税を行うことを決めた。キプロスは名目GDPがユーロ圏全体の0.2%に過ぎない小国だが、その経済規模に比して対外債務の額が大きく(名目GDP比472%)、その大部分(同334%)が金融機関の負債、すなわち海外からの預金で占められている(図表4)。今回の措置は、財政再建のための負担を自国民のみならず海外勢にも求めようという意図が見える。

図表4 キプロス経済の概要

		ユーロ圏	キプロス
名目GDP(10億ユーロ)	シェア	9,421	18
			0.2%
経常収支/GDP	2011年	0.1%	-4.7%
対外債務/GDP	2012年 9月末	125%	472%
(うち金融機関債務)		48%	334%
政府債務/GDP	2011年	88%	71%
消費者物価上昇率(前年比)	2013年1月	2.0%	2.0%
経済成長率(前年比)	2012年	-0.5%	-2.4%
失業率	2013年1月	11.9%	14.7%

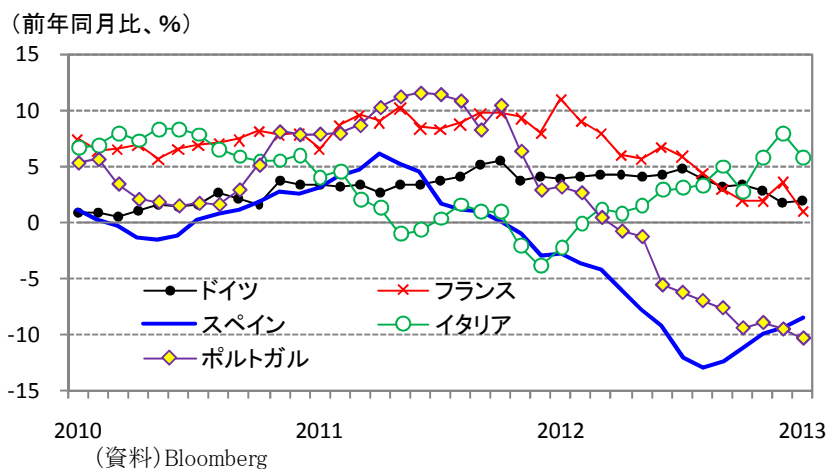
(資料) 欧州中央銀行「Statistics Pocket Book」

この措置は3月19日にキプロス議会で否決されたため、同国救済の道筋は不透明となり、デフォルト懸念が今後熾ることになる。更に、議会で否決されたとはいえ、一旦は預金者に対する課税という異例の措置が提案されたことで、銀行部門の経営状態が特に強く懸念されていたスペインを

はじめとして他国の銀行預金者の不安を引き起こし、預金流出加速を招く形で伝播していく恐れもある(図表5)。キプロスの経済規模が小さいことを考慮すると、むしろ後者のリスクの方が懸念材料としては大きいと考えられる。

3月下旬時点では、周縁国の国債利回りに大きな動きは出ておらず、スペインの国債利回りは5%前後を維持しているが、スペインとイタリアをはじめとする一部銀行のCDSプレミアムは財務相会合前後で上昇している。ECBが条件付きでユーロ圏の国債を買い入れるOMTという枠組みが存在するなど、危機に対応する体制はある程度整っているとはいえ、この問題が拡大すれば、国際金融市場における「質への逃避」が強まることで日米独などの長期金利が低下するほか、实体经济の足を引っ張る恐れもある。この問題の帰趨とその影響範囲に対しては、引き続き注視しておく必要がある。

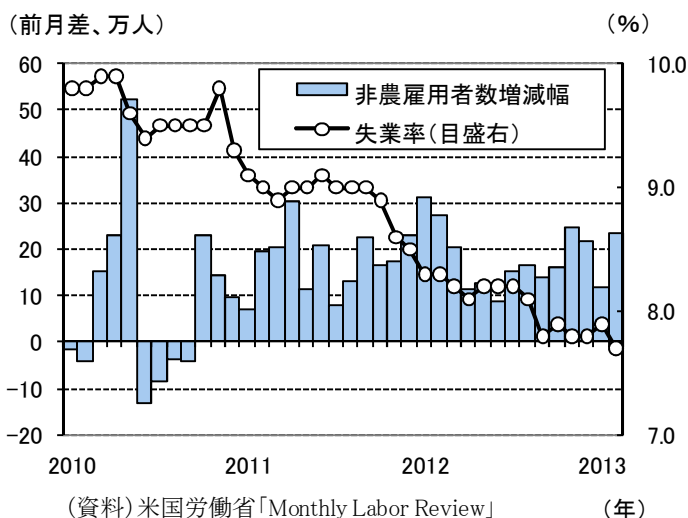
図表5 ユーロ圏主要国の銀行預金残高



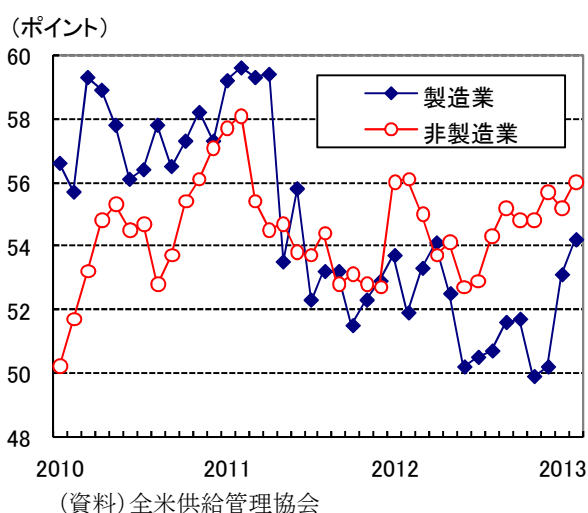
(2) 米国 ～ 財政不確実性と増税の影響で前半は緩やかな成長、後半から加速

米国経済は依然として堅調な回復ペースを維持している。2013年2月の失業率は7.7%まで低下し、非農民間雇用者数前月差は+23.6万人増と、雇用改善が進んでいる(図表6)。企業部門も、ISM指数が製造業、非製造業ともに好悪の分岐点である50を上回り、改善を続けるなど堅調に推移している。米国経済は、他の経済圏よりも明らかに強い状態を保っている(図表7)。

図表6 米国雇用情勢の動き



図表7 米国ISM指数



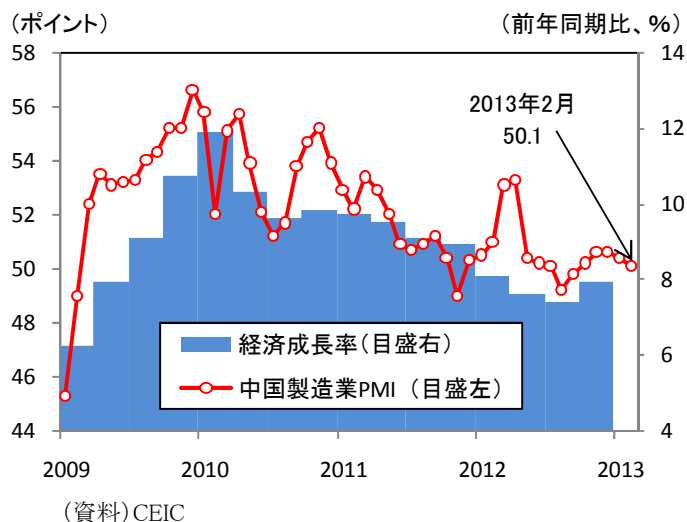
他方、ネガティブな動きとしては、消費者マインドの悪化が挙げられる。ミシガン大学の消費者信頼感指数は、2月の77.6ポイントから3月に71.8ポイントまで悪化した。背景には、2013年初からの増税、そして米議会で財政再建策についての合意ができなかったために歳出強制削減が発動されたことなどが考えられる。この点は懸念材料ではあるものの、上述の通り雇用情勢が順調な改善を続けている限り、米国景気の足を大きく引っ張る事態は避けられよう。財政に関する不確実性をはじめとして、消費者マインドの悪化につながった諸要因は2013年後半から弱まっていくとともに、景気回復ペースは加速していくと見込む。

このように米国景気が安定の度合いを増す中、連邦準備制度(FED)の金融政策に関する議論において、一部資産価格の高騰への懸念もあり、大規模な資産購入政策の功罪に言及するケースが増えてきた。直近2月の失業率7.7%は、FRBが金融緩和終了の目安とする6.5%にはまだ遠いが、このような議論が出始めたことを踏まえると、景気回復ペースの加速が見込まれる年後半から、金融緩和規模の縮小を見越した長期金利上昇の可能性が高まるだろう。

(3) アジア新興国 ～ 中国の回復は緩やかなものに留まる見込み

米国と並んで世界経済を左右する中国景気の回復は、引き続き緩やかなペースに留まっている。10-12月の経済成長率は前年同期比+7.9%と、前期の同+7.4%から高まったが、製造業PMI指数は2月に50.1となり、企業業績好悪の分岐点である50は保ったが、1月の50.4から低下した(図表8)。また、2013年1-2月平均の固定資産投資伸び率は前年比+21.2%と、昨年平均の+20.6%から若干高まったに留まっている。

図表8 中国製造業PMI指数と経済成長率



緩やかな回復という流れは、この先も大きくは変わらないだろう。3月初めに開幕した全国人民代表会議(全人代)における政府活動報告の中で発表された2013年の経済目標を見ると、実質GDP成長率目標は昨年と同じ7.5%で、2012年実績(7.8%)を下回る水準に抑えている(次頁図表9)。当局が潜在成長率の低下を認めていることに加えて、2013年の成長ペースも加速せず緩やかなまま推移することを示唆するものと言える。

図表9 中国の2013年経済目標

	2011年	2012年	2013年
実質GDP 成長率	8% 9.3%	7.5% 7.8%	7.5% —
消費者物価 上昇率	4% 5.4%	4% 2.6%	3.5% —
財政赤字 (対GDP比)	2% 1.80%	1.5% 1.54%	2% —
マネーサプライ (M2)	16% 13.6%	14% 13.8%	13% —
輸出入総額	なし 20.3%	10% 7.9%	8% —

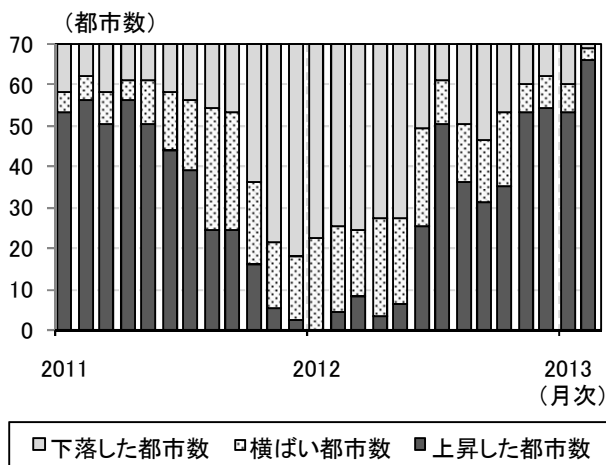
(注)1.上段グレー部分は目標値、下段白色部分は実績。

2.輸出入総額は商務部予測。

(資料)各種資料より三井住友信託銀行調査部作成

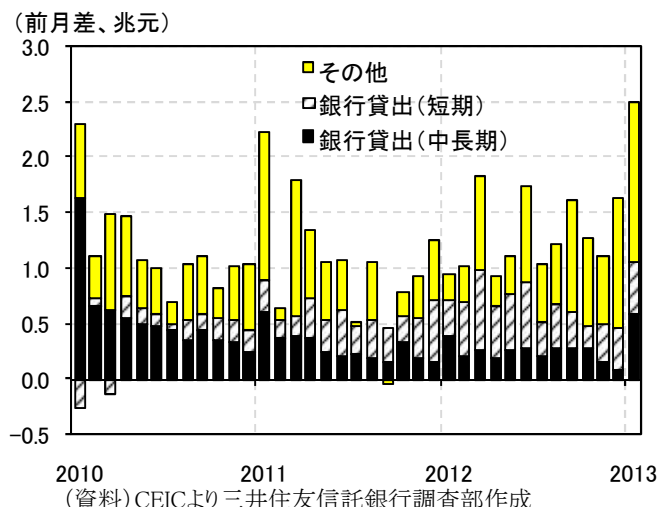
こうした中、中国経済の攪乱要因の一つが、不動産価格の動きである。中国1、2月平均の消費者物価指数上昇率は前年同月比+2.6%で、今のところインフレ率は抑えられているが、住宅価格は2月に主要70都市のうち前月比上昇したのが66とほぼ全ての都市で上昇、不動産市場では過熱の兆しが強まっている(図表10)。当局の規制が及びにくい銀行貸出以外の資金が流入している可能性があり、政策当局はこの動きに対して住宅購入制限厳格化などの対策を既に取りっている。これら規制策が個人消費をはじめとする内需の足を引っ張ることが、中国経済の下振れリスクの一つである(図表11)。

図表10 中国主要都市の住宅価格変化



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表11 中国 社会融資総量の内訳



2. 国内景気はなお強弱混在、賃金上昇はまだ先

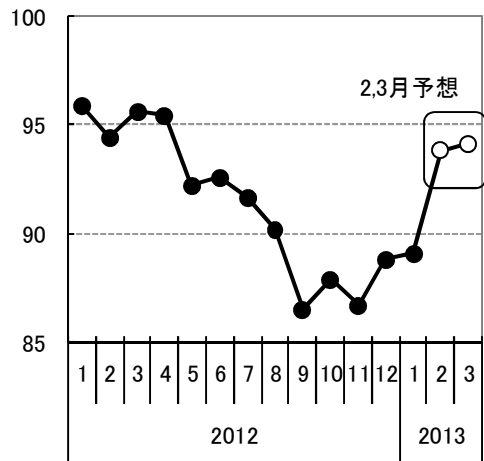
(1)国内景気の現状 ～ 底は打ったがなお強弱混在

以上のような海外経済の動きに対して、日本では、景気の下げ止まりを示す経済指標が増えてきた。鉱工業生産指数は1月に前月比+0.1%とほぼ横ばいであったが、実績として2カ月連続の増加であり、2、3月も増産の予想となっている(次頁図表12)。他にも、昨年9月のエコカー補助金支給終了後の自動車販売台数の落ち込みが短く小さいもので済み、既に回復しているのはじ

めとして個人消費全体も底堅く推移している他、更には東日本大震災からの復興のための公共投資増加もあって、2012年半ばから一旦上昇に歯止めがかかった有効求人倍率は、2012年末から再び上昇し始めた(図表13,14)。

図表12 鉱工業生産指数

(2005年=100)

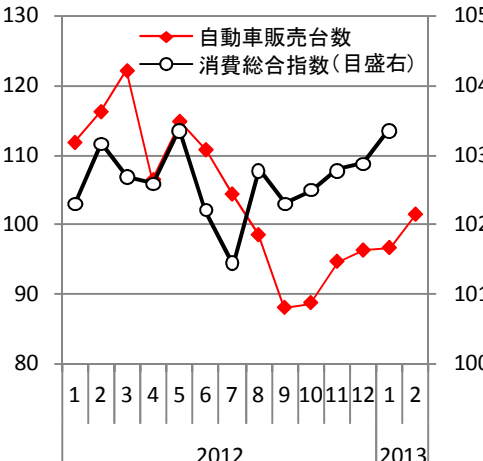


(資料)経済産業省「生産・出荷・在庫統計」

図表13 個人消費関連指数

(2010年=100)

(2010年=100)

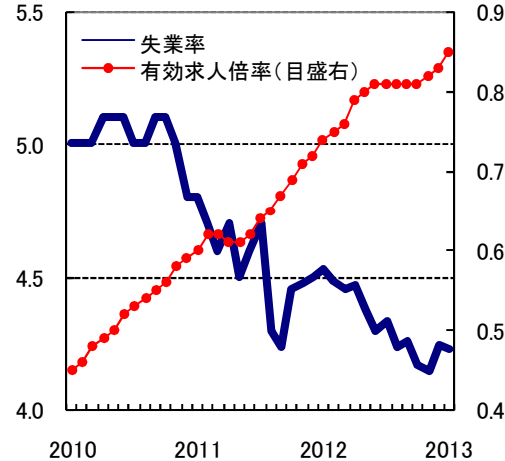


(資料)内閣府、自販連

図表14 失業率と有効求人倍率

(%)

(倍)



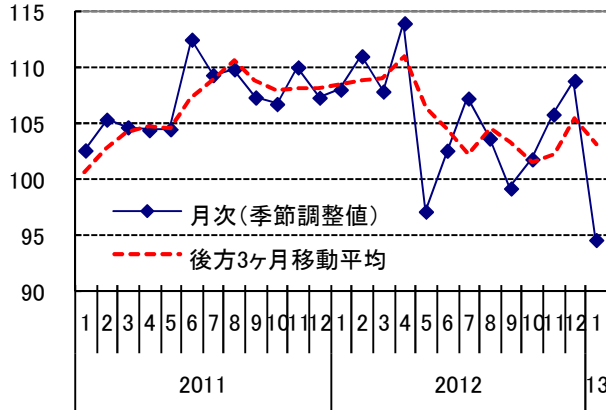
(資料)総務省「労働力調査」

厚生労働省「職業安定業務統計」

一方で、機械受注額(船舶・電力除く)は1月に前月比▲13.1%と大幅に減少し、国内企業が設備投資に対して慎重姿勢を維持していることが窺えるなど、経済指標はなお強弱混在の範囲を出ていない(図表15)。但しプラスの材料が増えているのは間違いなく、鉱工業生産指数をはじめとする複数の国内経済指標で構成される景気一致指数は既に底を打っている。昨年前半から始まった景気後退局面は1年弱の短期間で終わった可能性が高いことを示している(図表16)。

図表15 機械受注額の推移

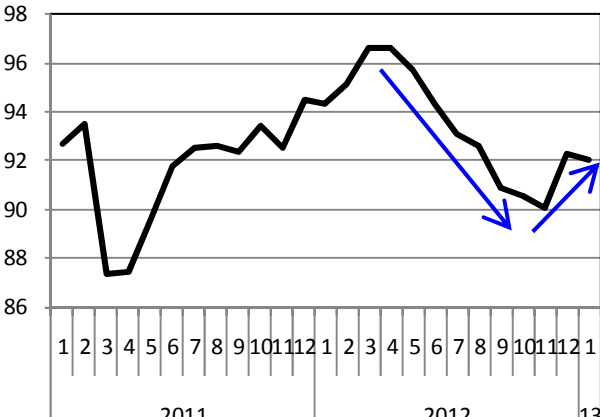
(2010年=100)



(資料)内閣府「機械受注統計」

図表16 景気一致指数の動き

(2005年=100)



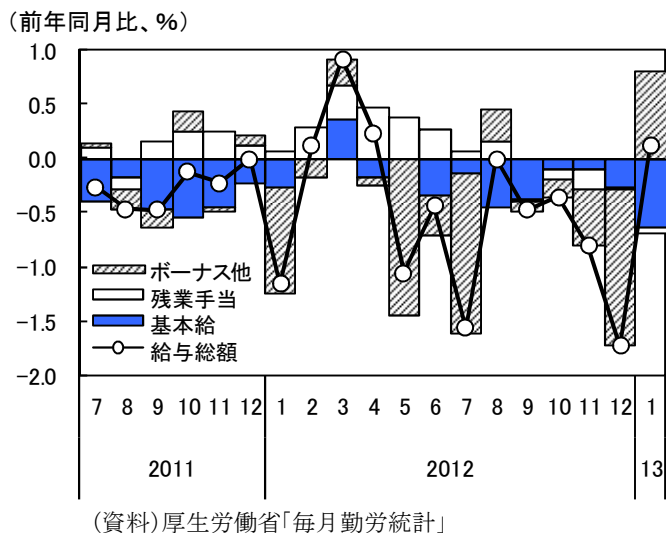
(資料)内閣府「景気動向指数」

(2)国内雇用者の賃金を巡る環境

かかる環境下で、デフレ脱却の時期を占う観点から、俄かに注目を集めているのが雇用者の賃金である。2013年の春闘において、円安によるメリットを享受できる自動車製造業を中心に、従業員組合の一時金要求に対して満額回答するケースがいくつか見られた他、ごく一部の企業では安倍政権の賃金引き上げ要請の後に基本給を引き上げるケースもあった。

これら一連の動きを「アベノミクス」の成果と見なし、デフレ脱却とともに賃金回復への期待が醸成されつつあると見る向きもあるが、直近 2013 年 1 月の一人当たり賃金を見ると、賞与は前年の反動もあって前年同月比プラスとなったが基本給のマイナス幅が拡大しており、依然として厳しい状態を脱していない(図表 17)。春闘での賃金交渉の対象である大企業正社員だけでなく中小企業、および非正規労働者まで含めた、雇用者全体の賃金環境がどうなっているのかを見ておきたい。

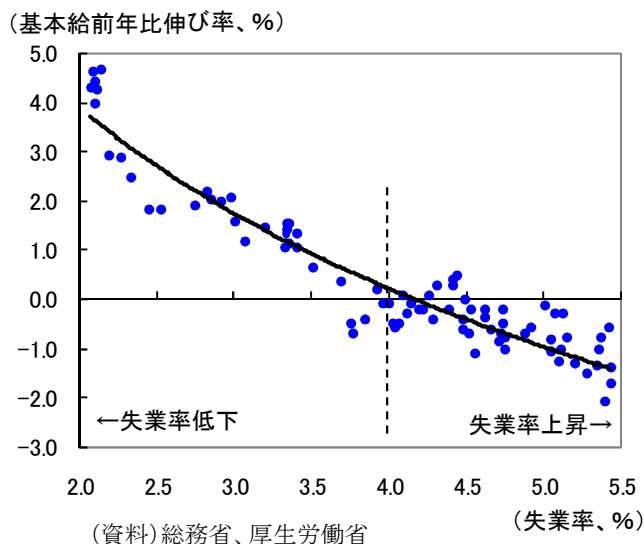
図表 17 一人当たり賃金の動き



前掲図表 14 の通り、有効求人倍率の上昇とともに、失業率は多少の凹凸を伴いつつ低下傾向にあり、労働需給の緩み度合いは徐々に低下している。一般的には失業率が景気に対する遅行指標であることを前提とすると、昨年春からの景気後退がこの先失業率の悪化として現れることになるが、今回の後退局面の期間は約 10 カ月程度と短かったために、失業率の顕著な悪化は回避できる可能性が高く、むしろ今後は景気の底打ちを反映して緩やかに低下していくと見るのが妥当だろう。

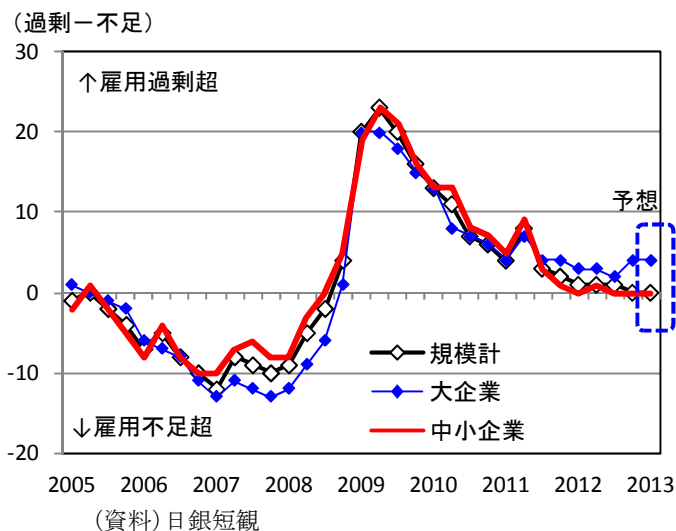
では、労働需給のタイト化が賃金を押し上げる状況は見えているだろうか。過去における失業率と基本給伸び率の関係を見ると、失業率が4%を下回れば基本給が増えるケースが多くなるというラフな関係が見て取れる。直近 2013 年 1 月の失業率は 4.2%であるため(前掲図表 14)、賃金の下げ止まりまでさほど遠くはないと見ることもできよう(図表 18)。

図表 18 失業率と一人当たり基本給伸び率の関係

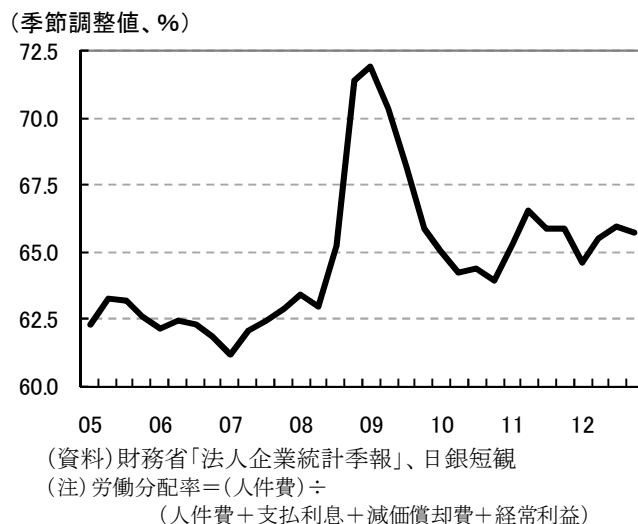


日銀短観の雇用判断DI(過剰-不足)も、大企業ではまだプラス(過剰超)だが、中堅企業ではマイナス(不足超)になっていることもあって、全体ではゼロと、数値上雇用過剰は解消している(図表 19)。更には、企業にとっての人件費の重さを測る指標の一つである労働分配率は、昨年春以降の景気後退局面がさほど長引かなかったため大幅には上昇していない。こうした動きに照らして現在の賃金情勢を見ると、目先すぐに賃金の下げ止まりを見込める段階には至っていないものの、少なくとも賃金減少幅が拡大していくほど厳しい状況ではないと言える(図表 20)。

図表 19 企業規模別雇用判断DIの動き

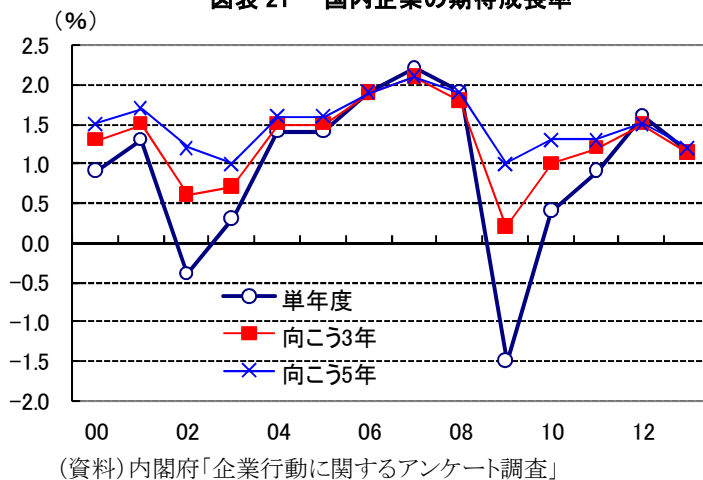


図表 20 労働分配率の推移



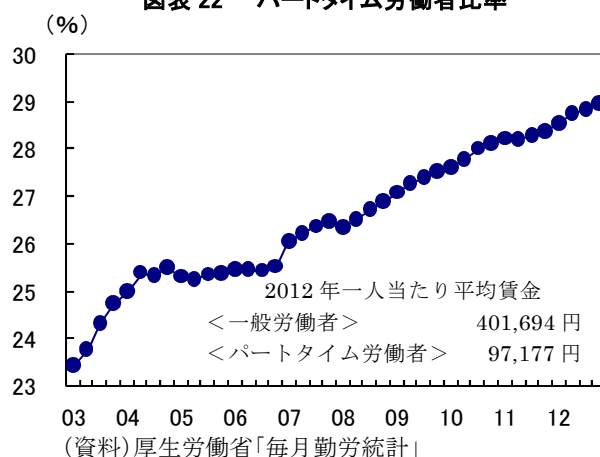
しかし、この先の賃金が増え続けるための障壁もいくつか残っている。第一に挙げられるのが企業の期待成長率が上昇していないことで、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」では、2013年1月時点の期待成長率は単年度(2013年度)、向こう3年平均、向こう5年平均のいずれも前年より低下した(図表 21)。また、期待成長率が単年度も向こう5年も同じで、先行きの成長率が高まっていくという予想になっていないことも、国内企業が先行きに対して慎重な見方を崩していないことを示している。

図表 21 国内企業の期待成長率



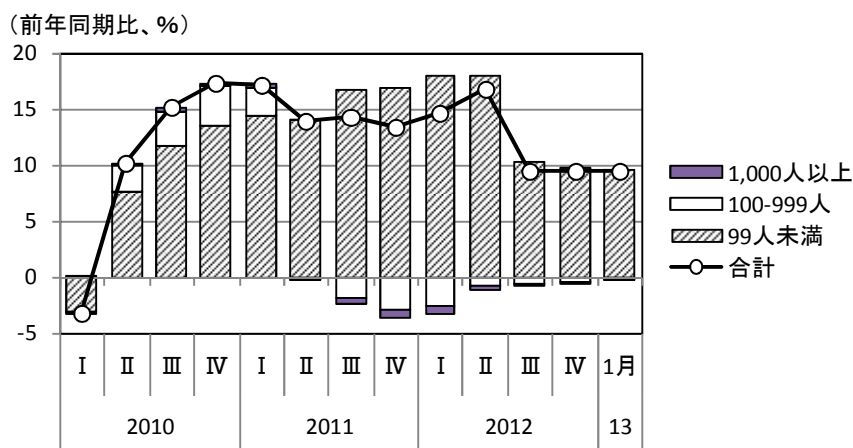
このような企業の慎重姿勢が、賃金全体の上昇を抑える動きとして現れているのが非正規社員割合の上昇である。厚生労働省「毎月勤労統計」におけるパートタイム労働者比率は、2007年以降一貫して上昇しており、その水準は過去最高となっている(図表22)。パートタイム労働者の賃金は、それ以外の一般労働者の1/4に過ぎないため、この動きは雇用者全体の平均賃金を押し下げる要因となる。

図表22 パートタイム労働者比率



同様の観点から、企業規模別の労働力過不足の相違も、賃金全体の押し下げ要因となり得る。前掲図表19で見たように、現在企業規模間で従業員の過不足感に差が生じており、中小企業は不足に近い状態にある。企業規模別の新規求人数を見ても、足許で増えているのは専ら中小企業である(図表23)。中小企業の一人当たり賃金は大企業のそれよりも低いいため、大企業から中小企業への人員シフトは平均賃金を押し下げる要因となる。

図表23 企業規模別の新規求人数増減率



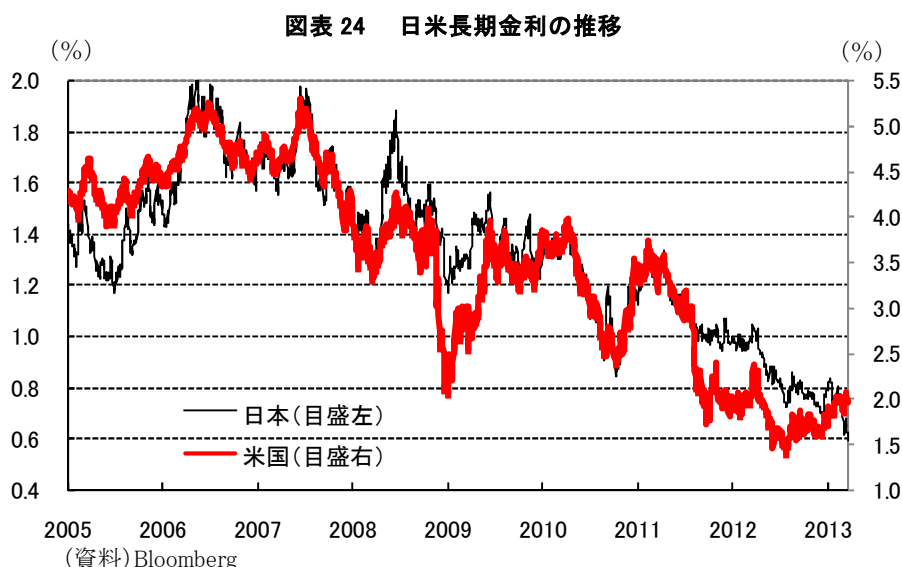
このような流れが変わらなければ、大企業の正規社員を主な対象とする春闘において明るい話が出ても、中小企業や非正規労働者まで含めた全労働者の平均賃金はなかなか上がらない。非正規労働者割合の増加や中小企業への雇用者シフトによるマイナスを補って余りあるほどに賃金上昇が拡大するには、日銀の金融緩和の効果によるインフレ期待だけでは不十分であり、2005年から2007年前後に見られたように、日本の経済成長率がある程度の期間高いまま推移することによって、期待成長率の上昇が広く浸透する必要がある。

そのためには、外需の牽引が重要であるというのが従来と変わらない当部の見方である。米国景気が安定度合いを増し、中国も緩やかな回復基調を維持しているのはプラス材料だが、キプロス問題の顕在化で世界経済および国際金融市場の不安定化が懸念される状況は、今なお回復ペースが弱い日本にとっても重要なリスク要因と言える。

(3) 低下を続ける長期金利

3 月 19 日に、日銀の白川前総裁が二人の副総裁とともに退任し、20 日から新たな体制下で金融政策が運営されることとなった。総裁と副総裁の 3 人だけで金融政策が決定されるものではないが、黒田新総裁と岩田副総裁のこれまでの発言を踏まえると、金融緩和姿勢が強化されることはほぼ確実である。具体的な方策としては、①資産買入等基金で買い入れる国債年限を現在の 3 年から延長、②2014 年からの無期限資産買入を前倒し(通常の国債買い入れと資産買入等基金の統合も含む)、③超過準備に対する付利率引き下げ、④CPI+2%を目標として「必要と判断される時期まで」となっている文言変更による時間軸強化一などが考えられる。これらはいずれも長期金利を抑制する要因であるため、この先の長期金利はしばらく低水準のまま推移すると考えるのが自然である。

10 年債利回りで 0.6%という現在の水準を考慮すると、更なる低下余地は限られると見るのが自然だが、ユーロ圏で浮上したキプロス問題は、所謂「質への逃避」の強まりを通じて、今後の長期金利を更に押し下げる可能性もある。一方、米国景気が堅調に推移しているため、年後半になると、現在の米国長期金利を押し下げている主因である FRB の債券購入規模の縮小観測が生じることで米国長期金利が上がりやすくなる。この場合、日米長期金利の連動性の高さから、国内長期金利にも上昇圧力がかかることになる(図表 24)。



2013 年内の長期金利は、景気回復が弱くデフレ脱却にも遠い中、中央銀行の金融緩和強化姿勢もあって、現在程度の水準での低位安定推移を基本シナリオとしながらも、目先は欧州要因で下振れやすく、年後半は米国要因で上振れやすくなる。主に海外要因によって長期金利の不確実性と振れ幅が拡大した状況と言えるだろう。

図表 25 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013			見通し総括
			1-3	4-6	7-9	
実質経済 成長率	日本	前期比年率 %	+ 1.9	+ 2.5	+ 3.1	緊急経済対策による公共投資と米国向け輸出回復が重なり、2013年度前半は高成長に
	米国		+ 2.2	+ 1.5	+ 2.4	2013年前半は増税などの影響もあつて成長率は2～2.5%、年後半から2.5～3%に加速
	欧州		▲ 1.0	▲ 0.5	+ 0.2	マイナス成長脱するまでになお時間要し、キプロス問題を契機に更なる下振れリスクを抱える。
	中国	前年同期比 %	+ 8.0	+ 8.2	+ 8.3	2013年の経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率も8%台前半で推移
金融市場	日本 10年債利回り	%	0.55～0.70	0.50～0.80	0.60～0.90	追加緩和で低下圧力かかる状態続くが、年後半は米国金利上昇に伴い上振れの可能性高まる
	米国 10年債利回り		1.80～2.10	1.90～2.20	2.00～2.30	成長率が2～2.5%に留まる年前半はほぼ横ばいの範囲内、後半から2%を超えて上昇
	円ドル レート	円/ドル	93.0～98.0	94.0～99.0	95.0～ 100.0	2013年後半からの米国成長加速に伴い円安に
	ユーロドル レート	ユーロ/ドル	1.28～1.31	1.26～1.32	1.26～1.32	経済・金融・財政の不確実性残るため、1ユーロ＝1.30ドル中心に振れの大きい展開

(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。

資金循環が映す米国金融市場の潮流変化

<要旨>

家計や企業の資金余剰は経済活動と表裏一体にあるため、その規模より今後の失業率推移を推し量ることができる。2012年末の資金循環統計からは、家計・企業ともに借入れを増やし資金余剰が縮小、支出や投資に前向きとなっている姿が読み取れる。試算によれば、名目GDP比でみた民間部門の資金余剰が現在のほぼ半分の2%に縮小すると、米国の失業率は7%を切り、金融緩和解除の目安となる6.5%水準が視野に入る。

この環境のもとでは、金融緩和解除への期待と資金余剰の縮小という両面から金利に上昇圧力がかかるため、低金利環境のもと高い利回りを求め資金流入が続く社債市場にも、価格下落と資金流入鈍化というかたちで影響が及ぶことになろう。

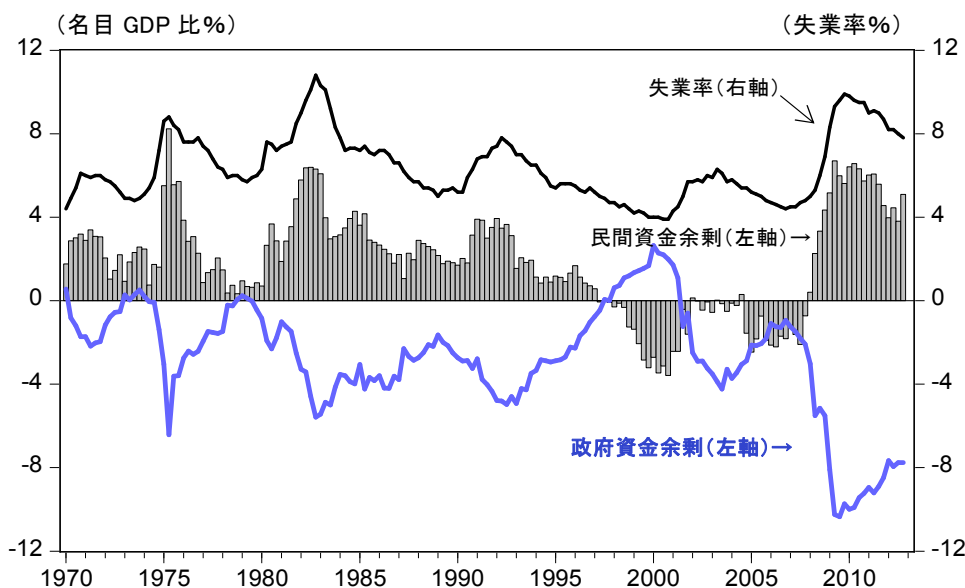
1. 関連性が高い米国の資金余剰と失業率の推移

家計や企業の資金余剰、すなわち貯蓄から投資を差し引いたフローの資金ポジションは、経済活動と表裏一体にあるため、その規模より失業率の推移を関連付けることができる。民間部門の資金余剰が過度に積みあがっている状況とは、企業が投資を手控え、家計は消費に慎重で貯蓄を増やしている局面に相当し、これら経済活動の縮小は失業率の上昇として現れるからである。

リーマン・ショック後の景気後退期には、米国民間部門の資金余剰は名目GDP比6.7%、9千億ドル(80兆円)超にまで積み上がり、失業率も10%を上回って悪化した。1970年まで遡って資金余剰と失業率の時系列推移をみると、両者が関連深く推移していることが確認できる(図表1)。

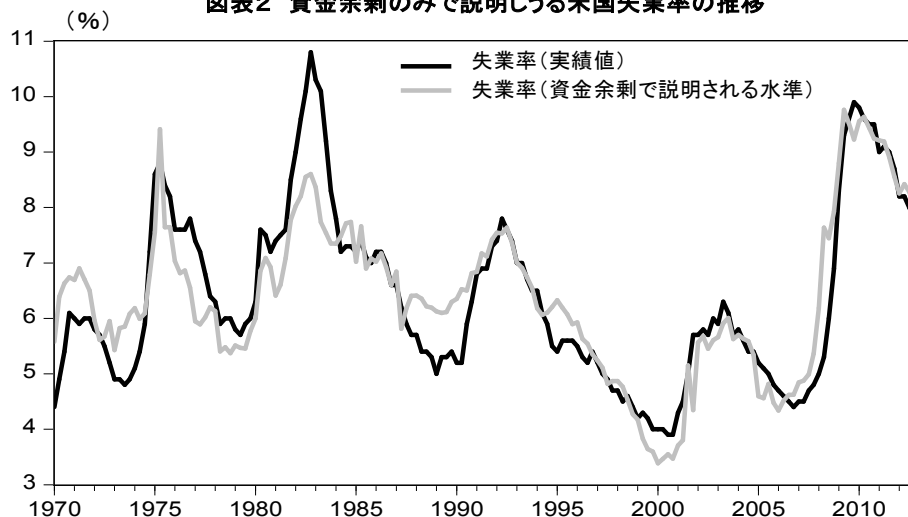
なお、政府部門の資金不足、すなわち財政赤字は、かかる民間部門の動きとは全く対照的に、失業率が上昇する不況期には、拡張的な財政政策を反映して赤字が拡大していく。

図表1 民間と政府の資金余剰と失業率の長期推移



(資料) FRB「Flow of Funds」、FREDR データ他より三井住友信託銀行調査部作成

図表2 資金余剰のみで説明しうる米国失業率の推移



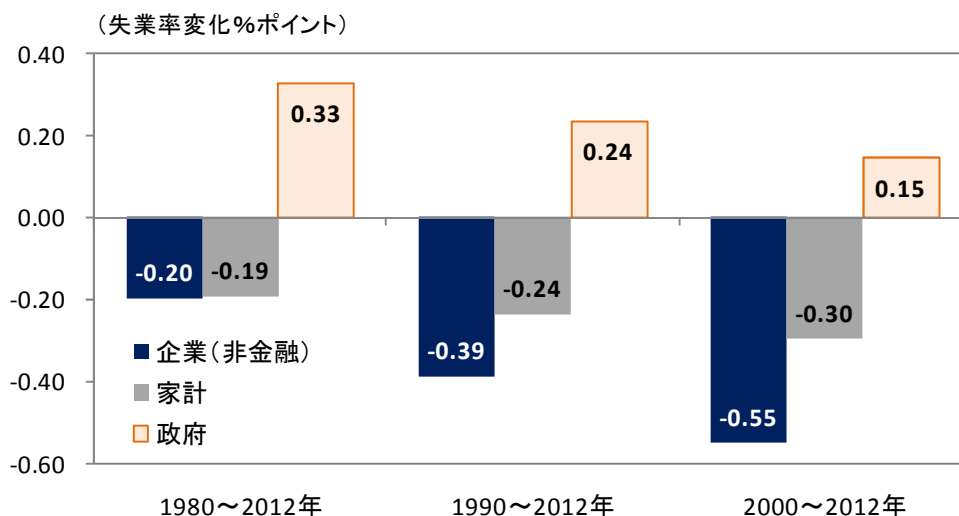
(資料) 三井住友信託銀行調査部試算。試算の詳細は補論参照。

このように、資金余剰が経済活動と表裏一体であることを踏まえると、資金過不足の規模から失業率の推移を推し量ることができる。図表2は米国の失業率を民間と政府の資金過不足で回帰し試算した水準と観察される失業率とを比べている。時期により若干の誤差はあるが、民間と政府部門の資金過不足という金融面の動きのみで、実際の失業率の推移をかなりの精度で説明しうる。

かかる特徴を使って、名目 GDP 比でみて資金余剰が1%縮小すると失業率が何%低下するかを試算してみた(図表3)。2000年以降の結果を使うと、企業部門の資金余剰1%の縮小は失業率を0.55%ポイント低下させ、家計部門の余剰縮小は同じく失業率を0.30%ポイント低下させる。両者を合算するとその効果は0.8～0.9%ポイントとなる(試算詳細は末尾補論を参照されたい)。

つまり、2012年末時点で名目 GDP 比4～5%に上る民間資金余剰が、仮に今より半分の2%程度まで、企業と家計各1%縮小すると、現在7.7%の失業率は0.8～0.9%ポイント低下して7%を切り、金融緩和解除の目安となる6.5%水準が視野に入る。なお、試算結果の時系列変化に着目すれば、最近になるほど企業部門の資金余剰の失業率へ及ぼす影響が大きい。企業部門が投資により前向きとなれば、財政支出削減による失業率上昇の影響を相殺しうることを示している。

図表3 資金余剰の名目 GDP 比1%縮小(政府は赤字縮小)が失業率に及ぼす影響

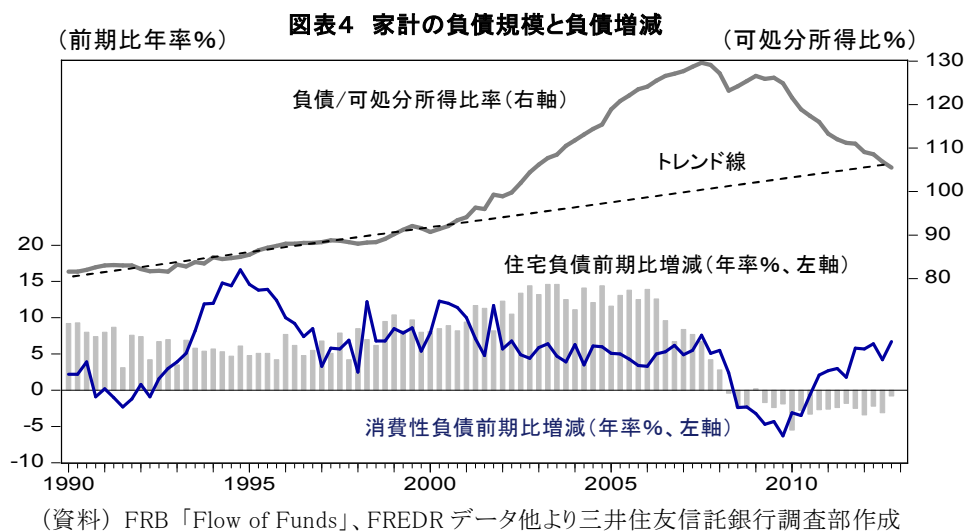


(資料) 三井住友信託銀行調査部試算。試算の詳細は補論参照。

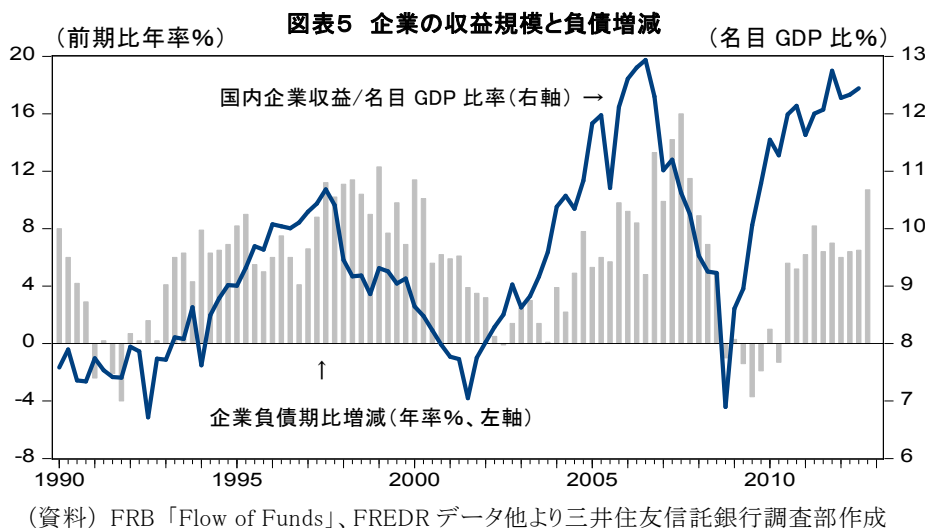
2. 家計と企業はデレバレッジをほぼ終了

では実際に、家計や企業は資金余剰を積み増すことをやめて、より投資や支出に前向きとなっているのであろうか。公表された最新 2012 年末の資金循環統計の数字を使って確認してみたい。

まず家計部門については、積みあがった負債圧縮(デレバレッジ)調整はほぼ終了し、徐々に借入れを増やしている姿が浮かび上がる。2012 年末時点の家計の負債総額は 12 兆 8,308 億ドルとピークの 13 兆 8,341 億ドルより 1 兆ドル少なく、可処分所得比でみてピークの 1.3 倍(130%)から 1 倍程度にまで、ほぼ過去のトレンド上に復する形で調整が進んでいる(図表4)。これに伴い、住宅負債はようやく前期比ゼロ近傍と今後は住宅投資が増えていく局面に入り、すでに 2011 年より前期比プラスに転じた消費性負債の伸び率も高まっている。



企業部門についても、これまで雇用や投資を手控えコスト削減により収益性を高めてきた状況から投資に前向きとなり負債を増やす局面へと移行しつつある。図表5は国内非金融法人の名目 GDP 比で見た収益規模と負債増減を並べているが、企業収益の増加に遅れて負債が増えていることが確認できる。とりわけ 2012 年 10～12 月期は財政の崖に伴う不確実性の高まりにあっても、非金融法人企業は負債を増やし投資増に転じている姿が読み取れる。このように、足元の資金循環の推移からは、家計企業とも過度な資金余剰から脱していると言えるだろう。

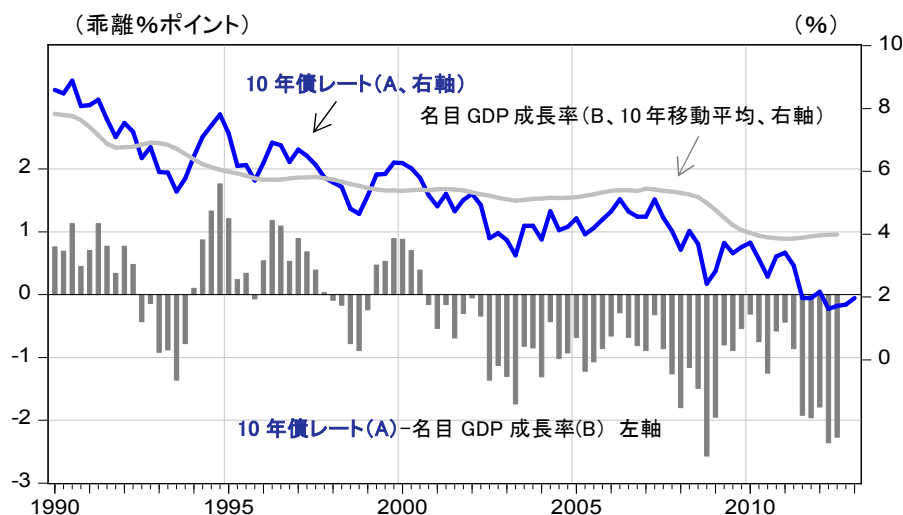


3. 民間部門による資金余剰縮小の金融市場への含意

翻ってかかる変化が米国金融市場に及ぼす影響についてはどう見たらよいであろうか。

第一に、民間部門の資金余剰の縮小は金利上昇圧力となって現れる。これまで米10年債の金利水準は、米連邦準備理事会(FRB)による国債買い入れ(QE)もあり、名目成長率より下方に大きく乖離した状況が続いている(図表6)。しかしながら、先の試算のように、失業率が今後7%を切るようになると、金融緩和の解除期待と資金余剰縮小の両面から金利上昇圧力がかかってこよう。

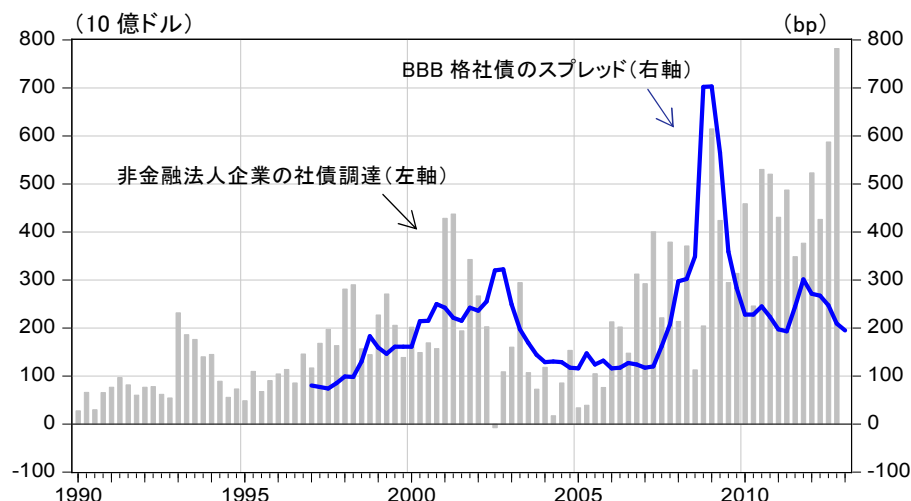
図表6 名目 GDP 成長率と比較した米10年債レートの方下乖離



(資料) セントルイス連銀、FREDR データより三井住友信託銀行調査部作成

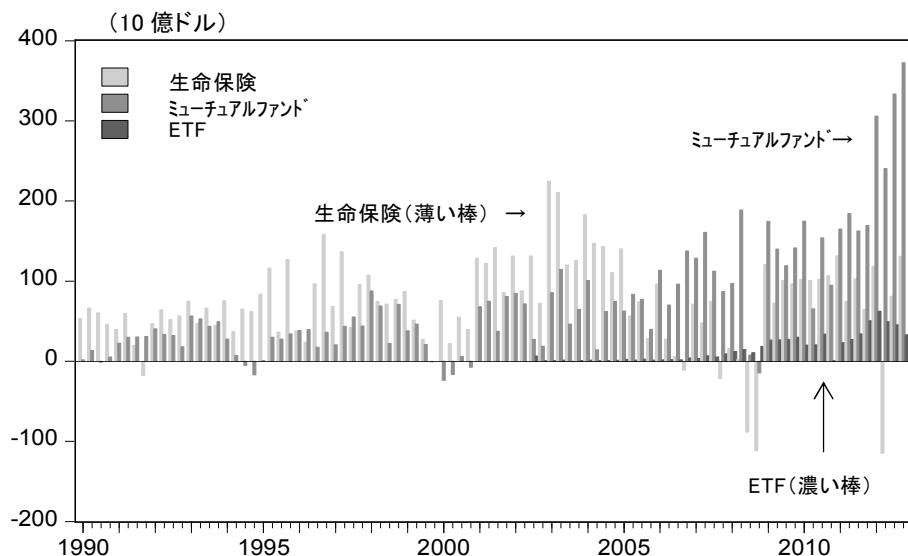
第二に、こうした環境の下では、社債市場にも影響が及ぶことが予想される。これまで金利が低かったことを反映し、非金融法人企業の社債調達額は2012年10～12月期で年率ベース7,820億ドルと空前の規模に拡大した(図表7)。にもかかわらず、調達に際して国債金利に上乗せされるスプレッドが低下しているのは、社債市場に資金流入が続いていることによる。資金循環統計から社債の取り手の推移を抜粋すると、そのほぼ3分の2に相当する金額がミューチュアル・ファンドやETF、生保などの機関投資家によって占められていることが確認できる(次頁図表8)。

図表7 非金融法人企業の社債調達額とBBB格スプレッド



(資料) FRB「Flow of Funds」、FREDR データより三井住友信託銀行調査部作成

図表8 ファンドや機関投資家による社債の純購入額



(資料) FRB「Flow of Funds」より三井住友信託銀行調査部作成

こうした投資信託や機関投資家を通じた資金流入は、低金利環境のもとで加速し、相対的に高い利回りを求めて集まってきたものである。というのも、図表8にみられる社債の純購入金額の増加は、ちょうど長期金利が過度な水準に低下した時期に一致した動きであることに注意されたい。

なおETFの運用対象に組み込まれている社債は、クーポンが固定金利で支払われ、リターンを上げるために徐々に投資適格なものから投機的等級に相当する社債が増える傾向にあることから、金利が上昇すると債券価格が大幅に下落するというリスクを抱えている。生命保険を別にすれば、もともとこうした投資信託などのファンドは、環境変化で資金流入が急激に細る可能性もある。

4. まとめ—資金循環統計が映す今後の金融環境への展望

以上のように、家計や企業といった民間部門の資金余剰は経済活動と表裏一体にあり、その規模から今後の失業率の推移を予想することができる。公表された最新の2012年末の資金循環統計からは、家計企業ともに借入れを増やし、資金余剰が徐々に縮小している姿が読み取れる。

この流れが途絶えず、仮に名目GDP比でみた民間部門の資金余剰が現在のほぼ半分の2%に縮小すると、米国の失業率は7%を切り、利上げ開始のひとつの条件である失業率6.5%水準が視野に入ってくる。

現時点ではそこまでの失業率の低下が直ちに実現するとは言えないが、3月の連邦公開市場委員会(FOMC)に伴い公表された失業率の予測値も12月時点の予想より低下が進む方向に下方修正されるなど、徐々に雇用環境に対する見方が改善しつつある。従って、年後半に入れば、連邦準備制度(FED)による国債購入規模の減額への期待と資金余剰規模の更なる縮小といった両面から長期金利には上昇圧力がかかってこよう。

こうした環境変化は、低金利環境のもと高い利回りを求め資金流入が続く社債市場にも、価格の下落と資金流入鈍化というかたちで影響が及ぶことになる。かかる局面変化と巻き戻しのリスクを測るうえでも、民間部門の資金余剰増減を含めたマネーフローの推移に注意を払いたい。

(補論)米国の資金循環(資金余剰・不足)と失業率を関連付ける回帰式の詳細

図表2の失業率推移や図表3で示した資金余剰の多寡が失業率へ及ぼす影響は、名目 GDP 比でみた各部門の資金余剰規模を説明変数にした回帰式を使って試算されている。図表9はその回帰式の結果を表している。図表にある3つの結果は、それぞれ推計開始期間を 1985 年、1990 年、2000 年と手前に 5 年ずらして推計したものを比較し、次の特徴が読み取れる。

第一に、回帰式の決定係数(説明要因で被説明変数、ここでは失業率の変動の何割が説明しうるかを示す数値)は0.90を超えており、説明要因である家計と金融を除く企業、政府各部門の名目 GDP 比で見た資金余剰により失業率の変動のほぼ9割方が説明しうる。

第二に、各部門の資金余剰の係数の値、すなわち資金余剰が名目 GDP 比1%増えると失業率が何%ポイント上昇するかを示す値に注目すると、期間により水準が変動し、期間が手前になるほど、企業部門の影響が大きくなる。対照的に政府部門の資金余剰の多寡(政府部門は赤字のため正負の符号が逆、赤字縮小は失業率の上昇要因)による影響は低下している。このことは、最近になるほど失業率を左右するのは、もっぱら企業部門にあり、財政削減などの政府支出よりは民間部門の影響が大きい、という至極明快な結果が表れている。

第三に、こうした資金余剰の影響に左右されない定数項の数値に着目すると、4.79 から 5.21 へと水準が切りあがっている。この傾向は、経済活動や財政支出を反映する資金余剰の多寡と関係なく、失業率のトレンドが徐々に上昇していることを示唆しており、失業率を目標としている金融政策への含意という点から興味深い結果となっている。

図表9 名目 GDP 比でみた資金余剰を説明要因とする失業率の回帰式

説明要因	推計期間		
	1985～2012年	1990～2012年	2000～2012年
定数項	4.79	5.00	5.21
資金余剰(名目GDP比)			
企業(非金融)	0.20	0.39	0.55
家計	0.19	0.24	0.30
政府	-0.33	-0.24	-0.15
自由度修正済み決定係数	0.91	0.93	0.94

(資料) 三井住友信託銀行調査部、図表の数値は全て統計的に有意。

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@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。