

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。

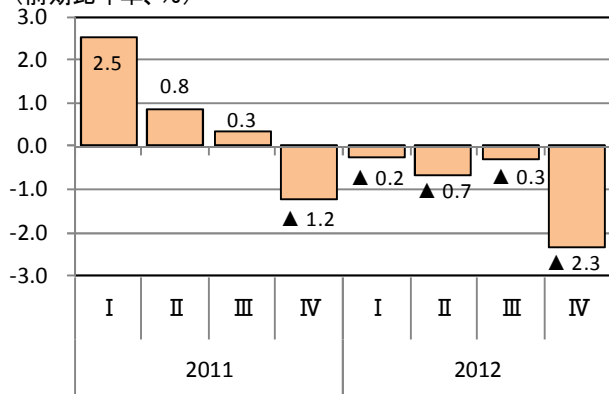
1. 海外経済・金融情勢

(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

(前期比年率、%)



(資料)EUROSTAT

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%

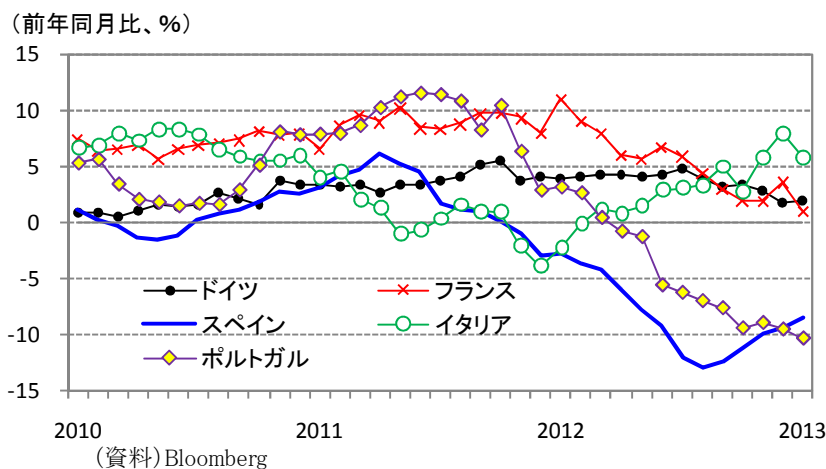
(資料) 欧州中央銀行「Statistics Pocket Book」

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、実体経済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。

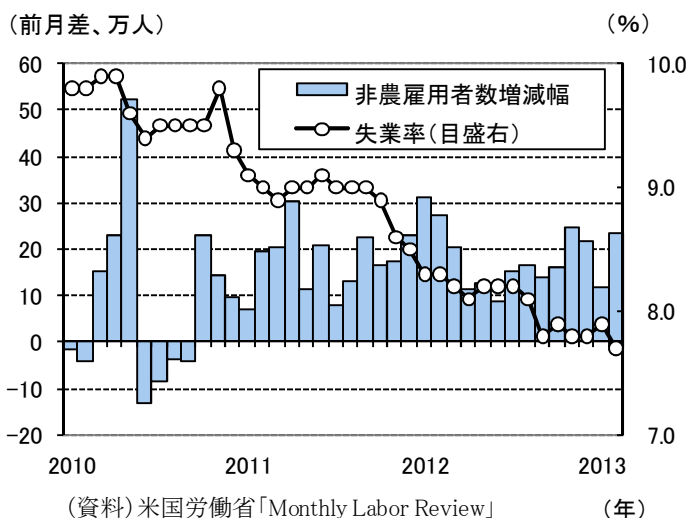
図表5 ユーロ圏主要国の銀行預金残高



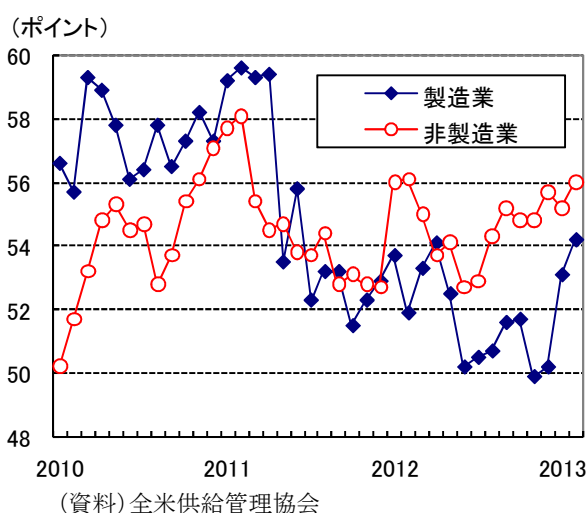
(2) 米国 ～ 財政不確実性と増税の影響で前半は緩やかな成長、後半から加速

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



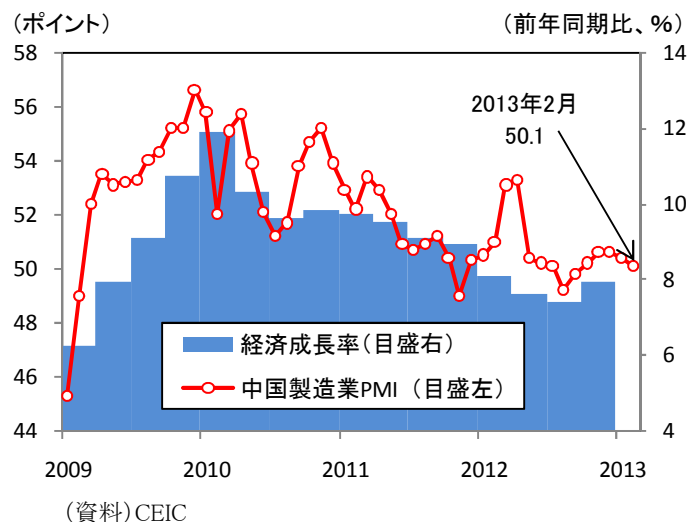
他方、ネガティブな動きとしては、消費者マインドの悪化が挙げられる。ミシガン大学の消費者信頼感指数は、2月の77.6ポイントから3月に71.8ポイントまで悪化した。背景には、2013年初からの増税、そして米議会で財政再建策についての合意ができなかったために歳出強制削減が発動されたことなどが考えられる。この点は懸念材料ではあるものの、上述の通り雇用情勢が順調な改善を続けている限り、米国景気の足を大きく引っ張る事態は避けられよう。財政に関する不確実性をはじめとして、消費者マインドの悪化につながった諸要因は2013年後半から弱まっていくとともに、景気回復ペースは加速していくと見込む。

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% —

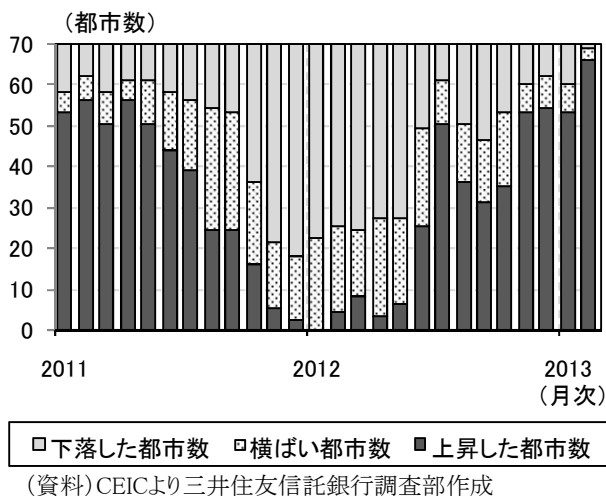
(注)1.上段グレー部分は目標値、下段白色部分は実績。

2.輸出入総額は商務部予測。

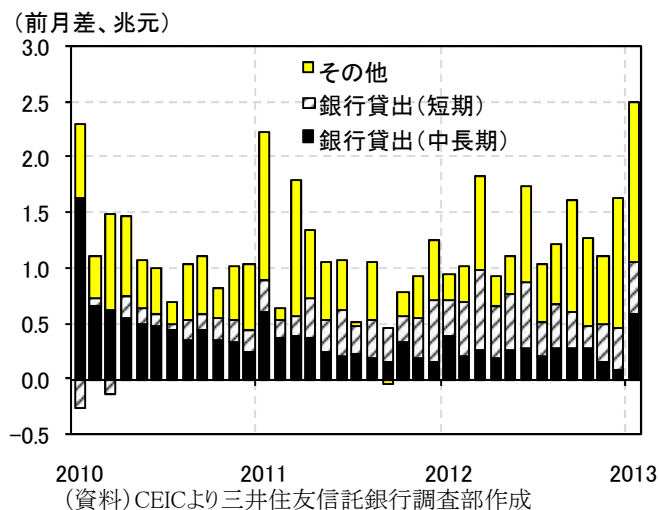
(資料)各種資料より三井住友信託銀行調査部作成

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



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

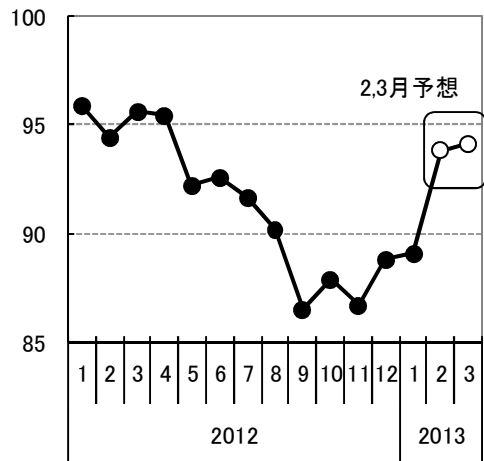
(1)国内景気の現状 ～ 底は打ったがなお強弱混在

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)

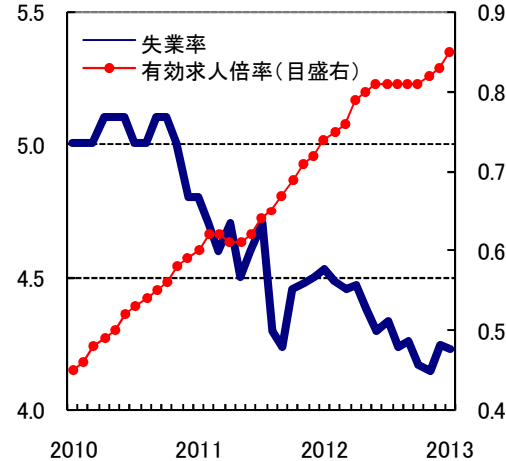


(資料) 内閣府、自販連

図表14 失業率と有効求人倍率

(%)

(倍)



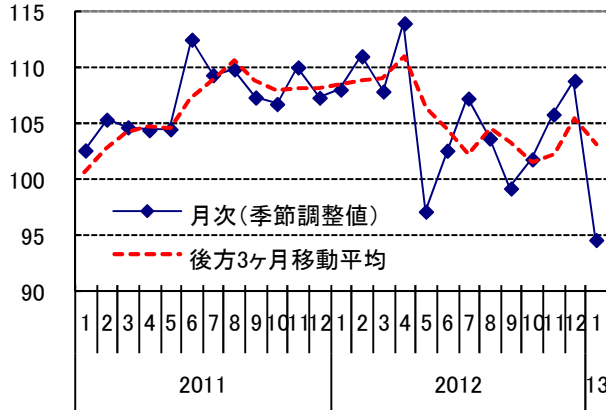
(資料) 総務省「労働力調査」

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

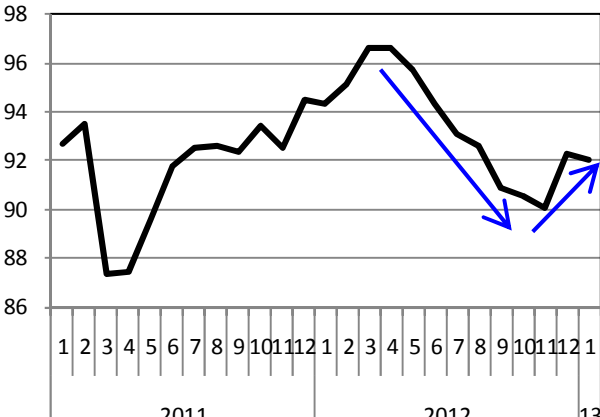
(2010年=100)



(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)



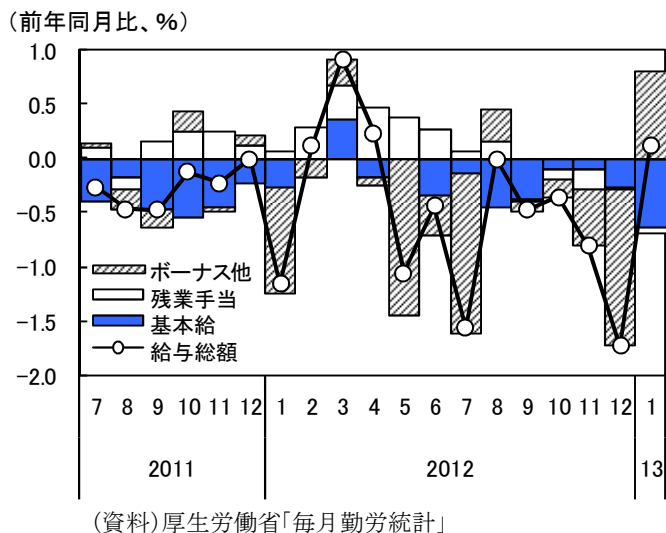
(資料) 内閣府「景気動向指数」

(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。

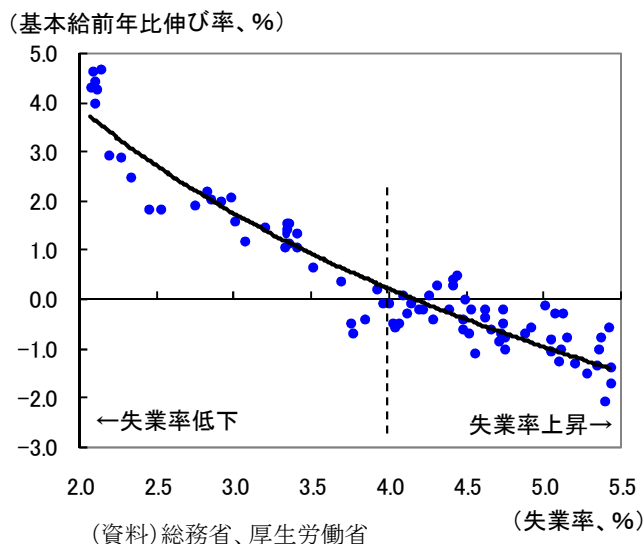
図表 17 一人当たり賃金の動き



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。

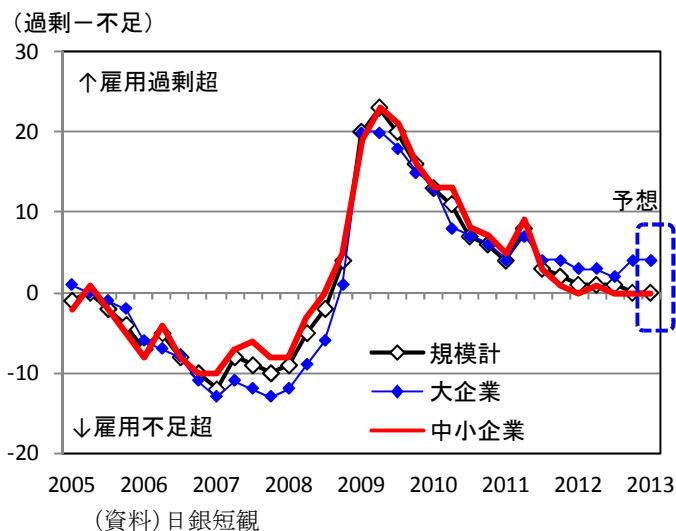
では、労働需給のタイト化が賃金を押し上げる状況は見えているだろうか。過去における失業率と基本給伸び率の関係を見ると、失業率が 4% を下回れば基本給が増えるケースが多くなるというラフな関係が見て取れる。直近 2013 年 1 月の失業率は 4.2% であるため(前掲図表 14)、賃金の下げ止まりまでさほど遠くはないと見ることもできよう(図表 18)。

図表 18 失業率と一人当たり基本給伸び率の関係

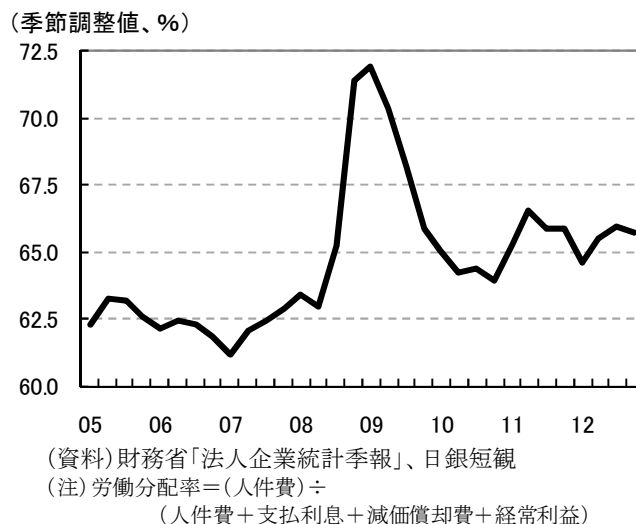


日銀短観の雇用判断DI(過剰-不足)も、大企業ではまだプラス(過剰超)だが、中堅企業ではマイナス(不足超)になっていることもあって、全体ではゼロと、数値上雇用過剰は解消している(図表 19)。更には、企業にとっての人件費の重さを測る指標の一つである労働分配率は、昨年春以降の景気後退局面がさほど長引かなかったため大幅には上昇していない。こうした動きに照らして現在の賃金情勢を見ると、目先すぐに賃金の下げ止まりを見込める段階には至っていないものの、少なくとも賃金減少幅が拡大していくほど厳しい状況ではないと言える(図表 20)。

図表 19 企業規模別雇用判断DIの動き

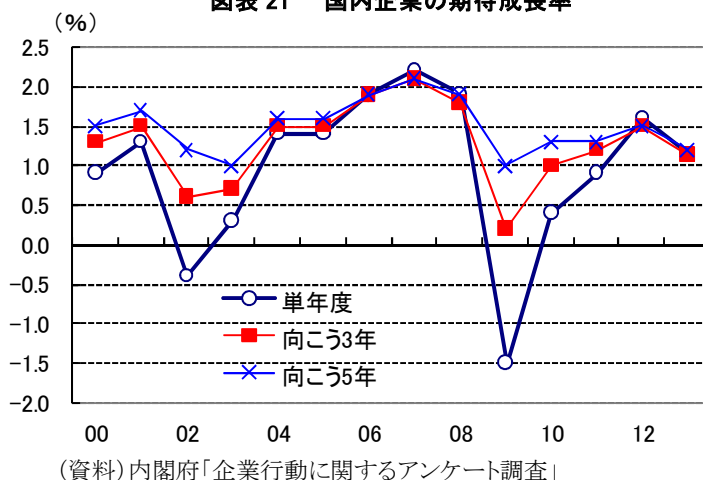


図表 20 労働分配率の推移



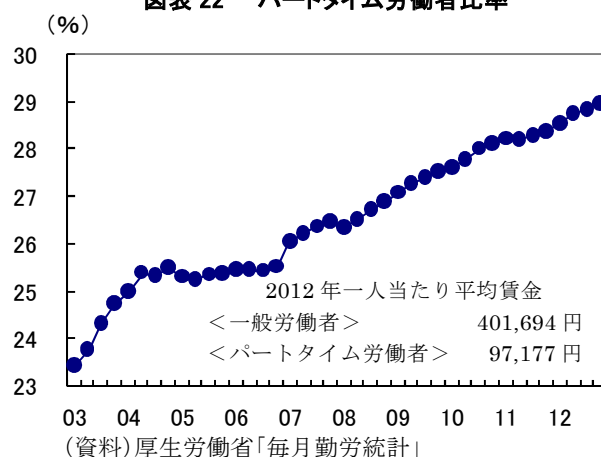
しかし、この先の賃金が安定的な上昇局面に入るための障害もいくつか残っている。第一に挙げられるのが企業の期待成長率が上昇していないことで、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」では、2013年1月時点の期待成長率は単年度(2013年度)、向こう3年平均、向こう5年平均のいずれも前年より低下した(図表 21)。また、期待成長率が単年度も向こう5年も同じで、先行きの成長率が高まっていくという予想になっていないことも、国内企業が先行きに対して慎重な見方を崩していないことを示している。

図表 21 国内企業の期待成長率



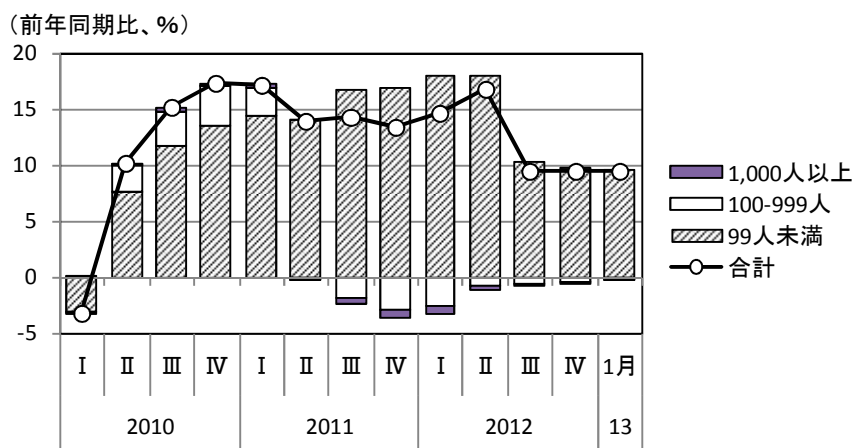
このような企業の慎重姿勢が、賃金全体の上昇を抑える動きとして現れているのが非正規社員割合の上昇である。厚生労働省「毎月勤労統計」におけるパートタイム労働者比率は、2007年以降一貫して上昇しており、その水準は過去最高となっている(図表22)。パートタイム労働者の賃金は、それ以外の一般労働者の1/4に過ぎないため、この動きは雇用者全体の平均賃金を押し下げる要因となる。

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



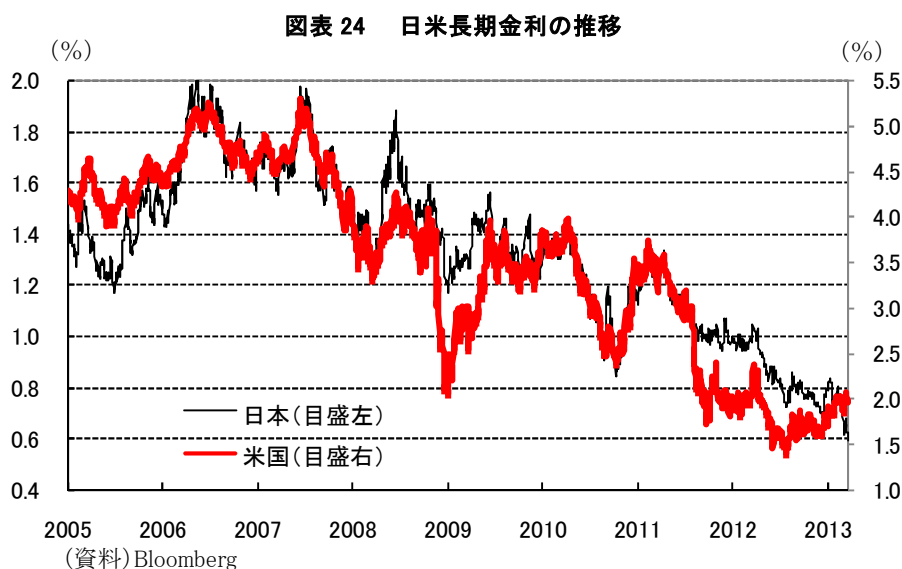
このような流れが変わらなければ、大企業の正規社員を主な対象とする春闘において明るい話が出ても、中小企業や非正規労働者まで含めた全労働者の平均賃金はなかなか上がらない。非正規労働者割合の増加や中小企業への雇用者シフトによるマイナスを補って余りあるほどに賃金上昇が拡大するには、日銀の金融緩和の効果によるインフレ期待だけでは不十分であり、2005年から2007年前後に見られたように、日本の経済成長率がある程度の期間高いまま推移することによって、期待成長率の上昇が広く浸透する必要がある。

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。