2013.8　No.16

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

海外環境に左右されるアベノミクスの成否……1

経済の動き

米国と新興国の成長乖離がもたらすリスク
（月例グローバル経済金融レビュー）……3
ユーロ圏中核国に広がる経済悪化の影響……12
通貨安により抑制されるインドネシア個人消費……18

時論

海外環境に左右されるアベノミクスの成否

参議院議員選挙は大方の予想通り与党が大勝した。国民は景気回復、暮らしの向上をアベノミクスに託した形となったが、そもそもアベノミクスについてはさほど議論が深まることも、緊張度の高い争点にもならなかったように見える。

すでに良く知られるように、アベノミクスの政策思想は人々の期待に働きかけることを政策効果の起点とするものだ。期待の変化に真っ先に反応するのは資産価格である。昨年 11 月以降、株価が上昇し、為替は円安に転じ、地価も先高感が強まったが、設備投資や賃金といった実体経済ではさほどの改善がみられないという「期待先行」となるのは当然である。2%上昇目標を掲げた物価も、現在は経済の体温上昇の反映としてのホームメードインフレではなく、円安による輸入インフレが専らで、家計からすれば生活コストが上がるだけとなることも、物事が起こる順序としてはやむを得ず、想定の範囲内だ。

安倍政権が発足して約 7 カ月しか経過していない現在は、まだ「期待先行」「輸入インフレ先行」のフェイズであり、今後、円安メリットを受けた輸出企業をフロントランナーとして企業収益全体が回復し、成長戦略に刺激されて企業が設備投資を増やし、家計部門にも雇用・賃金の増加という形で果実が還元されるかどうか、勝負はこれからである。

このように今の段階でアベノミクスへの評価を下すのは時期尚早であることを考えれば、選挙の争点として盛り上がらなかったのは当然かもしれない。

もちろん、現実が追い付けないほど期待が先走っては問題だが、現在の株価水準は、80 年代後半のバブル期やリーマン・ショック直前期のように、東証時価総額（約 430 兆円）は名目 GDP（約 475 兆円）を上回っているわけではなく、円ドルレートも OECD 試算の購買力平価（1 ドル＝106 円）を超える円安でもなく、行き過ぎた株安・円高が修正されたレベルのものである。

しかしこの間、海外では①米国景気が徐々に回復色を強め、QE3 の縮小ないし解除が現実味を帯び、②米国の大量の緩和マネーの巻き戻し観測から、新興国の通貨や株価、資源価格が下落し、③新興国の通貨当局は、景気減速、国内インフレ率の高止まり、自国通貨安に直面して身動きが取れなくなり、④中国は、不動産価格の再上昇、地方政府の野放図な投資、シャドーバンキング等の諸問題対応に手間取って速効性のある景気テコ入れ策が打てず、また欧州向け輸出が伸び悩んだことから景気減速が続くーという、半年前の前提とは大きく様相を異にする環境変化が起こった。

アベノミクスは、もともと①目標とする物価上昇は国債金利の上昇を伴う可能性が高い、②国債金利の上昇ピッチが速すぎると、利払い費の増加により財政事情を悪化させたり、国債を大量に保有する銀行の資産を大きく毀損しかねない、③為替円安は輸入金額ひいては貿易赤字を膨ら

ませ、国債の国内消化原資と見なされる経常収支黒字の縮小要因となる（その場合、日本国債に対する信認も低下しかねない）、④大胆な金融緩和、機動的な財政出動に比して、成長戦略の効果発現には時間がかかる（三本の矢の時間軸は一致していない）とともに、その実現性・実効性は不透明であるーというリスクと矛盾を構造的に内包している。

このため、デフレ脱却に向かう過程では国債金利の上昇ピッチを緩やかなものに抑えることが必要であり、そのためにも、成長戦略の効果発現までの景気のドライバーとしてのみならず、経常収支黒字の縮小に歯止めをかける役割として、輸出の拡大は欠かせない。さらに一時的な財政出動は許容するとしても、財政規律を守る姿勢を示し続けて日本国債の信用を維持するとともに、成長戦略が着実に実施され、それが企業の成長期待や投資意欲の喚起、国際競争力の向上、雇用・賃金の増加につながるとの期待を、相応の期間、つなぎ止めなければならない。

アベノミクスの成就のためには、こうした諸条件を 1 つも欠くことなく満たす必要があるが、前述の海外環境の変化は、自らの力では如何ともしがたい他力本願のファクターが増したという意味において、政策運営の難度をさらに高めるものとなった。

米国の景気回復は、QE3 縮小・解除観測の急速な台頭や米国債金利の急上昇を惹起しないような緩やかなものであるほうが望ましい。前者は新興国経済に打撃を与えて日本の輸出拡大の阻害要因となりかねず、後者は日本の国債金利の上昇要因となりかねないためである。

また新興国の政策当局は、デモの頻発や国内抵抗勢力の反対に直面しつつも、ポピュリズム的政策に流れず、成長力の底上げにつながる直接投資を呼び込む諸改革を実行することが求められる。さもなくば新興国へ向かうマネーはさらに細り（あるいは流出し）、目先の成長率や各国通貨が更に下振れる恐れもある。

難しいのは、一つのショックがグローバルに伝播する今日においては、各国政策当局がいずれも適切かつ賢明に立ち振る舞う必要があることだ。

アベノミクスの成否を見極める上で、海外環境の変化から目が離せない。

（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。

米国と新興国の成長乖離がもたらすリスク

（月例グローバル経済金融レビュー）

＜要旨＞

米国経済が相応に堅調に推移しているゆえに生じた債券購入措置（QE3）の早期減額観測と、中国経済の減速長期化は、金融と経済の双方において世界経済に新たなリスクをもたらしている。前者は米国金利の上昇を通じて、経常赤字の新興国を中心に、通貨安とこれによる輸入インフレ圧力を高める。後者は資源価格の低下を通じて、資源輸出国の景気へのマイナス要因となり得る。かかる影響で新興国のうち、その双方に該当するインドネシアやブラジルなどは、特に厳しい状況に置かれるだろう。

新興国経済の減速によって世界経済の牽引役が米国に限られつつある外需環境は、輸出と生産が回復し始めた日本にとっても懸念材料である。特に、中国向けの輸出依存度が高い化学・一般機械の生産回復の障害となるだけでなく、急激な米国金利上昇は市況回復が著しい不動産部門のセンチメントを悪化させる要因にもなる。こうした各国間とセクター間のパフォーマンス格差が新たな悪循環を生む恐れがないか注意してみていく必要があるだろう。

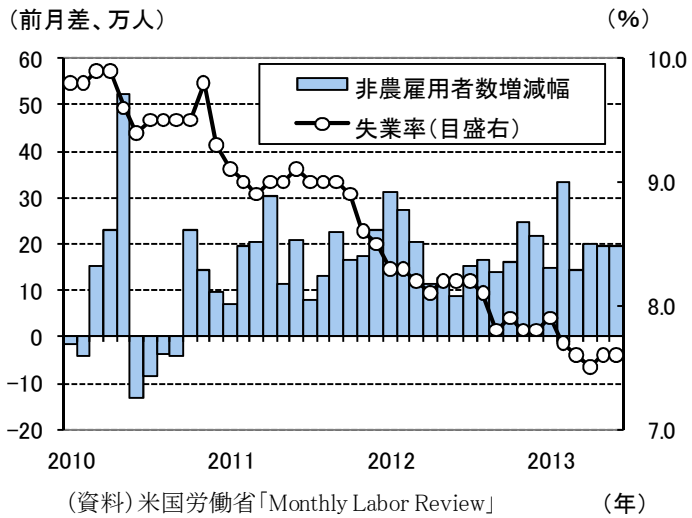
1．海外経済・金融情勢

（1）米国　～　堅調に推移しているゆえの長期金利の上昇

米国経済は依然として堅調に推移している。2013 年 6 月の失業率は 7.6%と前月から変化なかったが、非農民間雇用者数は前月差 19.5 万人増と順調なペースで回復を続けている（図表1）。

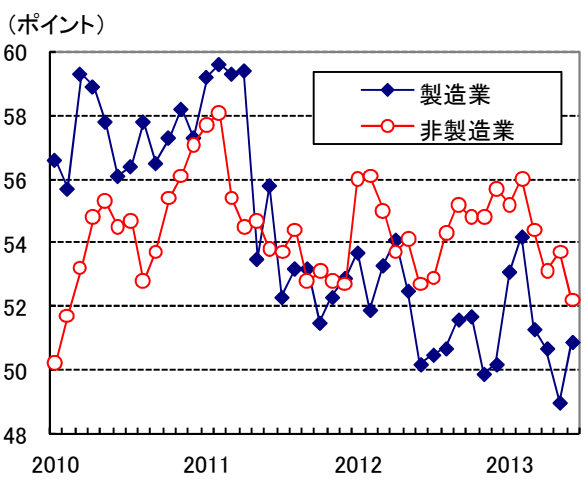
6 月の雇用者増加分を、製造業・建設業中心とする財生産部門とサービス部門に分けると、前者は前月差 0.8 万人増であるのに対して、後者は＋19.4 万人と、専らサービス部門が牽引する姿となっている。財生産部門の雇用が伸び悩んでいるのは、米国製造業 ISM 指数が 50 近辺まで低

図表1　米国雇用情勢の推移



（資料）米国労働省「Monthly Labor Review」

図表2　米国 ISM 指数の推移

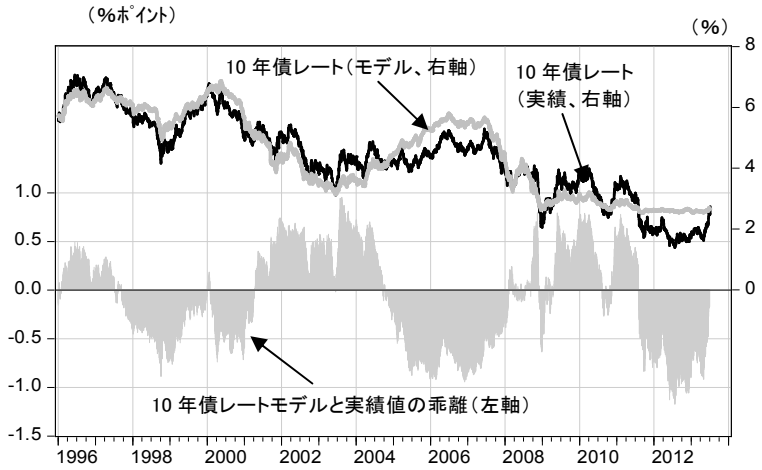


（資料）全米供給管理協会

下していることが示唆するように、生産活動がこれまで減速気味であることの反映である一方、製造業部門の雇用が伸び始めれば労働市場全体が更に改善していく余地を残している（前頁図表2）。7 月半ばの新規失業保険申請件数が 33.4 万件、4 週平均でも 34.6 万件と改善傾向にあり、住宅投資や自動車生産の拡大が徐々に製造業にも波及するなか、財政支出削減の影響が今後は低減することを踏まえると、雇用情勢をはじめとする米国経済の回復基調は、年後半も続くと見られる。

かかる先行きの堅調さゆえに、米国連邦準備理事会（FRB）による債券購入措置（QE3）の規模縮小観測が強まったことで、米 10 年債レートは 2%割れの水準から 7 月下旬時点で 2.5%前後の水準にまで上昇した。ただし、2.5%前後という長期金利の水準は、現在の米国期待インフレ率や成長ペースなどから見て適正な水準にある（図表3）。従って、今後は年後半の成長ペースと雇用環境の改善につれて緩やかに上昇していくと見るのが妥当だろう。

図表3　米国長期金利の実績値と推計値



（資料）フィラデルフィア連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成
（注）10 年債レートモデル＝2.43 +　0.64（2 年債レート）+　0.06（ﾘｱﾙﾀｲﾑ景気ｲﾝﾃﾞｯｸｽ）

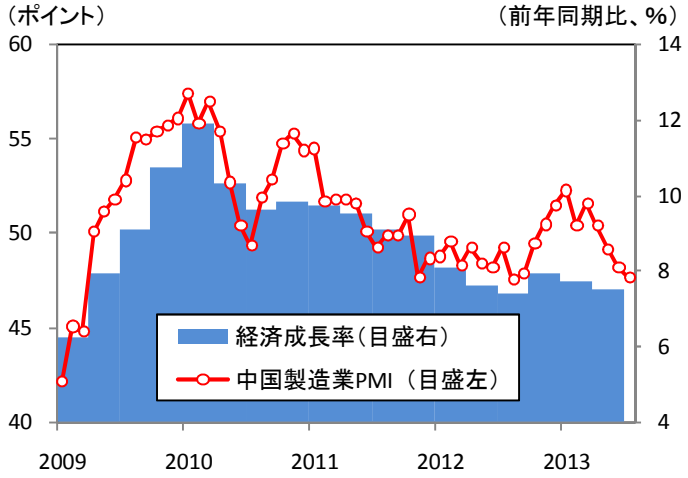
リアルタイム景気インデックスは、フィラデルフィア連銀公表の
Aruoba-Diebold-Scotti Business Condition Index を用いた。

こうした米国経済の堅調さは世界経済にはプラスではある一方、長く続いた米国金融緩和を解除する地ならしとこれによる米国の長期金利上昇は、新興国で更なる通貨安をもたらす可能性を高める。とりわけ、以下で見ていくように中国経済の減速長期化との組み合わせによって特定の新興国には経済金融両面に新たなリスクをもたらしている。

（2）アジア新興国　～　一部国で米国金利上昇の影響拡大

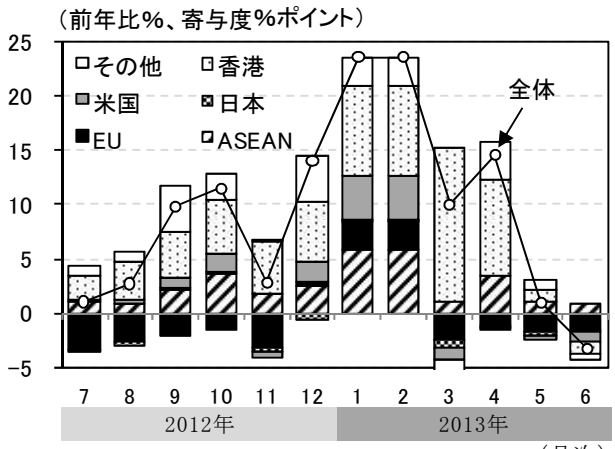
米国が堅調に推移する一方、中国の景気は依然として弱い動きを続けている。2013 年 4-6 月期の経済成長率は前年比＋7.5%と 1-3 月期の同＋7.7%から低下し、製造業 PMI 指数（HSBC）は 7 月に 47.7 と3カ月連続で 50 を下回った。更に、6月の輸出は前年比▲3.1%と、春節による影響で前年比マイナスになった月を除けば、約3年半ぶりのマイナスに陥った（次頁図表4，5）。

図表4　中国経済成長率と製造業 PMI



（資料）CEIC

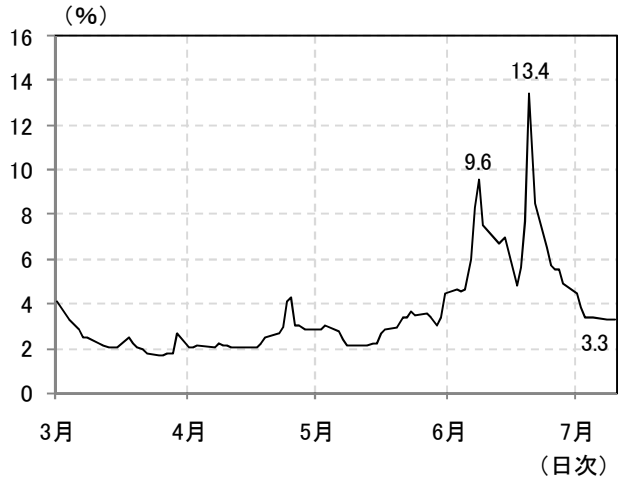
図表5　中国からの輸出金額伸び率



（注）1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
（資料）CEIC

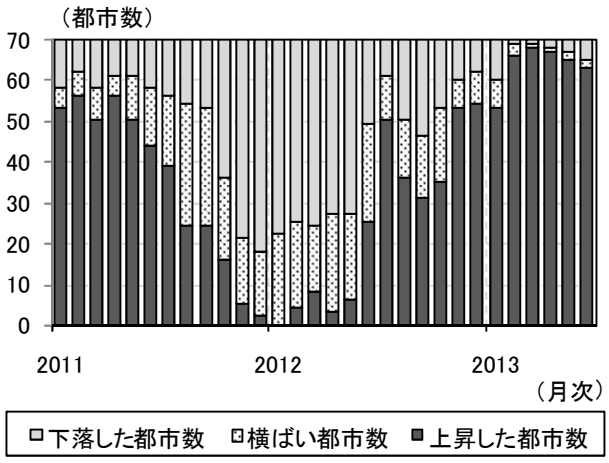
一時急上昇した中国インターバンク市場金利（SHIBOR）は、7 月に入り 3%台にまで低下し、当局による意図的な引き締めとの見方は否定される状況となっているが（図表6）、住宅価格高騰が収まらず金融緩和の余地がないのは、中国景気の減速期間長期化、或いは更なる景気下振れにつながる材料と言える（図表7）。

図表6　中国インターバンク市場金利（SHIBOR 翌日物）



（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表7　中国主要 70 都市の住宅価格変動

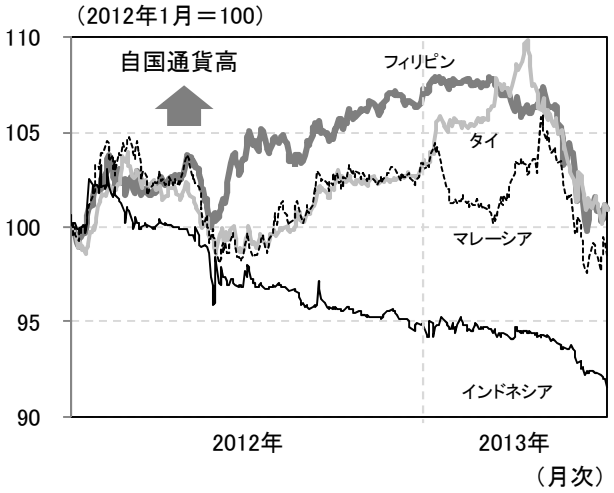


（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

中国以外のアジア新興国について、米国での債券購入措置（QE3）の縮小観測の強まりによる ASEAN 各国の通貨安は、7 月以降タイ・マレーシア・フィリピンでは一旦歯止めがかかっているが、経常赤字のインドネシアではなお通貨の下落が続いている（次頁図表8）。同国6月の外貨準備高は前月比 6.7%減少した他、輸入インフレ圧力緩和のために 2 カ月連続で計 75bp の利上げを余儀なくされるなど、米国金利上昇に歯止めがかかる中でも、インドネシアへの影響はなお拡大していると言える。更に、中国景気の減速が今なお続いていることは、資源価格下落を通じて同国景気への下押し圧力となる。このようにインドネシアは経常赤字であるため QE 3の規模縮小が更なる通貨安とインフレを招き、同時に資源輸出国であるが故に資源価格下落からも打撃を受けるという

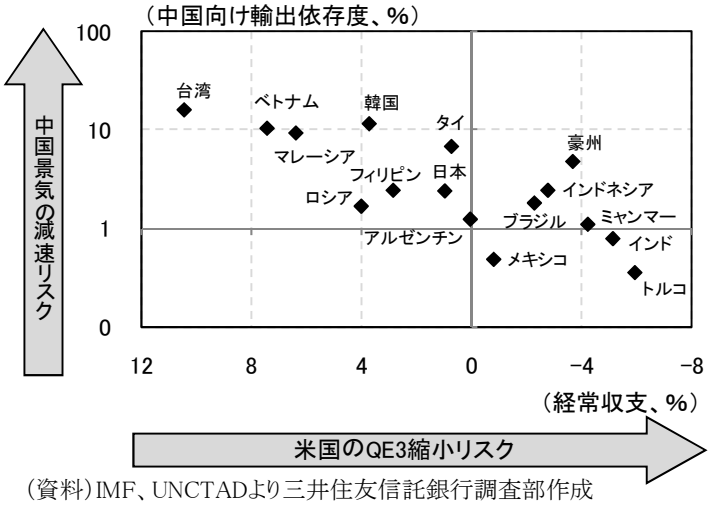
「二重苦」の状態にある。その他の国でも、中国向け輸出への依存度が高い台湾・マレーシア・韓国は、貿易ルート通じて中国景気減速の悪影響が及ぶと見られるが、中でもインドネシアはひときわ厳しい状態に置かれている（図表9）。

図表8　ASEAN4 の通貨レート



（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

図表9　各国経常収支と対中輸出依存度

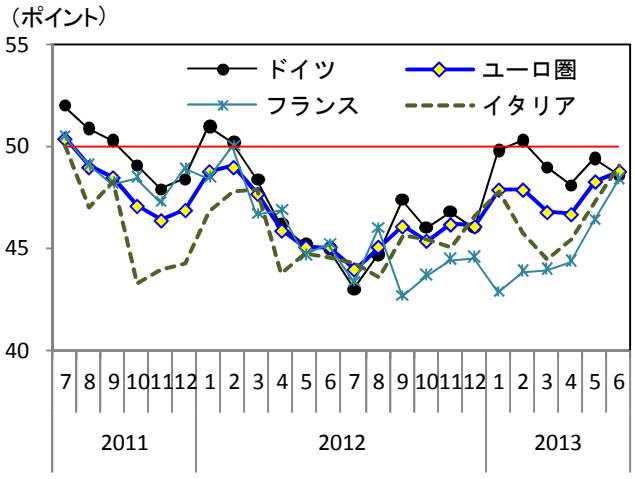


（資料）IMF、UNCTADより三井住友信託銀行調査部作成

（3）欧州　～　域外からの間接的な悪影響波及にも要注意

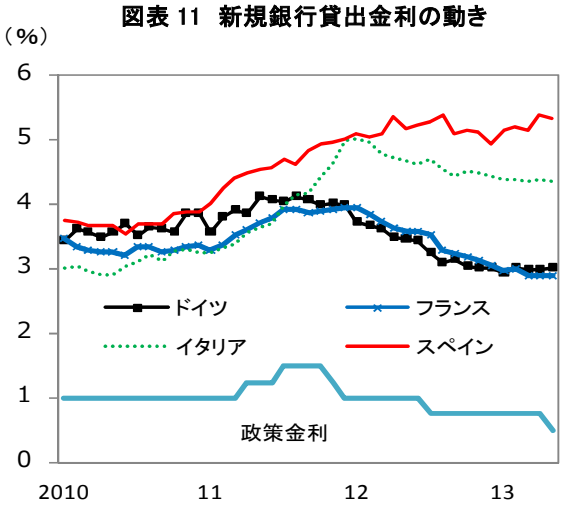
新興国経済の減速は、間接的に欧州金融環境にも影響を及ぼしていく可能性がある。ユーロ圏の実体経済は、製造業 PMI 指数が数か月前よりは上昇するなど底打ちの兆しも見えているものの、水準そのものは依然として 50 を下回っている（図表 10）。加えて、ドイツを除いて失業率の上昇が続くなど、厳しい状態が続いている。こうした状況を受けて、欧州中央銀行（ECB）は 7 月の理事会後の声明文に「長期間(extended period of time)」にわたり現行水準もしくはそれを下回る水準に据え置くという文言を追加し、時間軸効果により長期金利の上昇を抑制する方針を明確にした。 しかしながら、スペインなど周縁国の新規貸出金利は上昇しているため、金融緩和のみで景気押し上げ効果に期待できる状況ではない（図表 11）。

図表 10　ユーロ圏製造業 PMI 指数の推移



（資料）Bloomberg

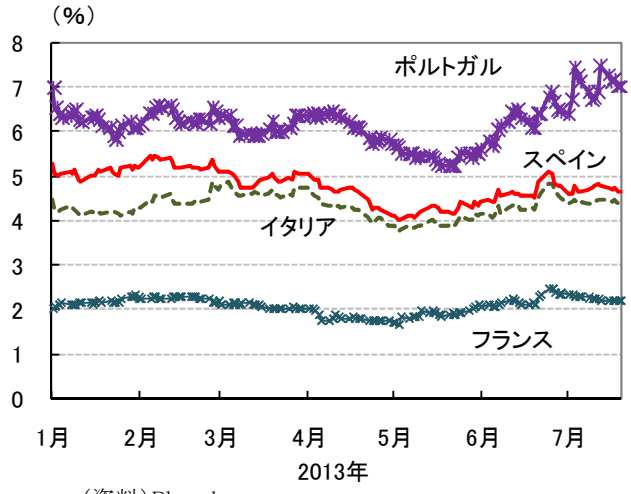
図表 11　新規銀行貸出金利の動き



（資料）ECB

加えて、ポルトガルでは、緊縮財政に反対して財務相と外相が相次いで辞任、政権が不安定になるとの懸念から国債利回りは一時8%を超え、格付け会社であるS&P社がイタリアのソブリン格付をBBB+からBBBに引き下げるなど、金融市場が再び緊張化する「芽」は小さいながらも新たに発生している（図表 12）。

図表 12　国債利回りの推移



（資料）Bloomberg

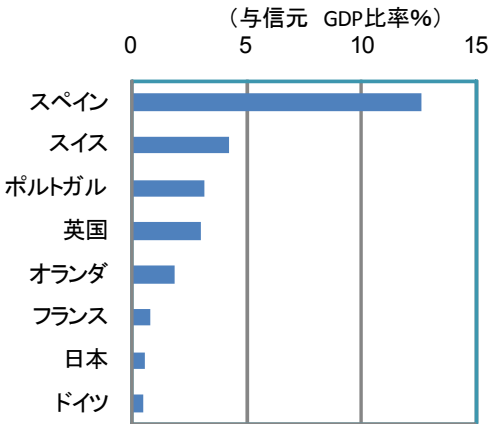
もともと、ポルトガルに対してはスペインが、イタリアに対してはフランスを筆頭に複数国がGDP比で見て多額の与信を行っているなど、一部国の経済・金融情勢悪化が、中核国を含む域内他国に波及する構造は変わっていない（図表 13）。こうしたなかで、例えばブラジル経済の悪化は南欧諸国にも波及する可能性がある。前節で見たインドネシアと同様に、ブラジルは経常赤字かつ資源輸出国であるために、通貨安とインフレ、資源価格下落の双方に苛まれる「二重苦」の状態にある。この国に対してはスペインがGDPの13%に及ぶ与信を行っており、同国の金融セクターがブラジルのリスクに脆いことが示唆される（図表 14）。

図表 13　ユーロ圏各国間の国際与信残高

与信残高（百万US$）		与信先				
（与信元国GDP比率、%）		ギリシャ向け	アイルランド向け	イタリア向け	ポルトガル向け	スペイン向け
与信元	イタリア	902	10,207		1,725	22,977
		（0.0）	（0.5）		（0.1）	（1.1）
	ポルトガル	7,400	3,978	2,839		22,674
		（3.5）	（1.9）	（1.3）		（10.7）
	スペイン	779	6,047	27,740	71,567	
		（0.1）	（0.4）	（2.1）	（5.3）	
	オランダ	2,343	12,726	**33,068**	4,500	**53,686**
		（0.3）	（1.6）	**（4.3）**	（0.6）	**（6.9）**
	ドイツ	5,293	81,581	129,200	21,670	120,717
		（0.2）	（2.4）	（3.8）	（0.6）	（3.5）
	フランス	2,801	37,207	**340,621**	16,932	**105,068**
		（0.1）	（1.4）	**（13.1）**	（0.6）	**（4.0）**

（資料）BIS、IMF

図表 14　ブラジル向けの国際与信比率

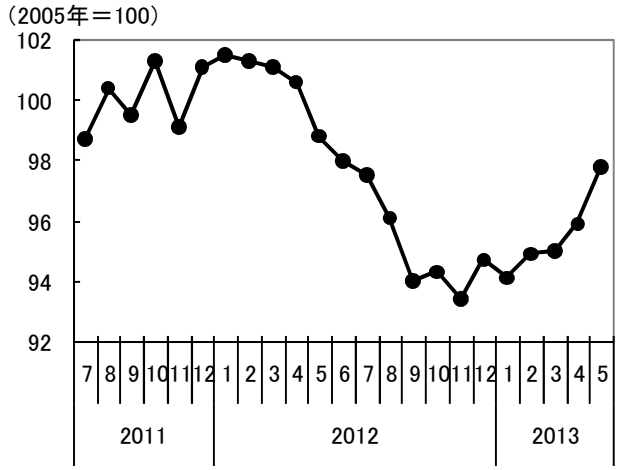


（資料）BIS、IMF

2. 国内景気の現状 ～ 輸出と生産の回復続くが、製造業部門の投資はなお弱い

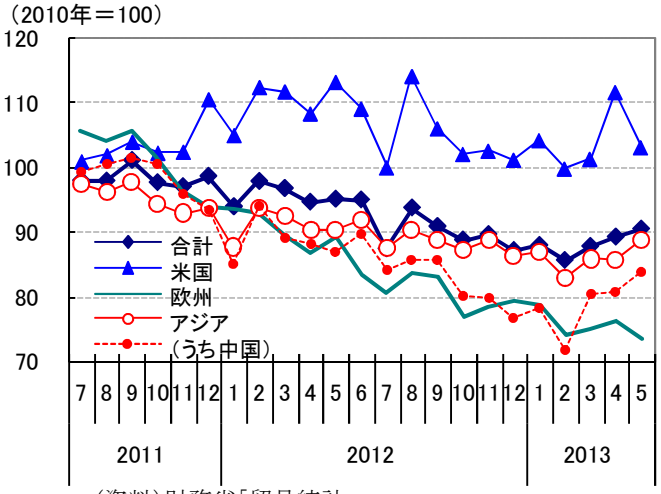
米国と並んで国内景気は、緩やかな回復基調が定着しつつある。景気判断に強い影響を与える鉱工業生産に加えて、輸出も 2012 年末から 2013 年初めにかけての時期に底を打ち、回復し続けているのが最大の根拠である（図表 15）。既に見たように、日本との貿易パイプが太い米中の製造業部門の活動が鈍化する中で日本の生産が増加しているのは、日本の製造業付加価値生産の約 16%と高いシェアを持つ自動車[1]が昨年秋以降の米国景気回復と円安の恩恵を受けて高い伸びになっていることが最大の要因である。また、中国の景気減速が続く中で同国向け輸出が底を打ったのは、日中関係悪化の影響が剥落しているためと思われる（図表 16）。

図表 15　鉱工業生産指数の推移



（資料）経済産業省「生産・出荷・在庫統計」

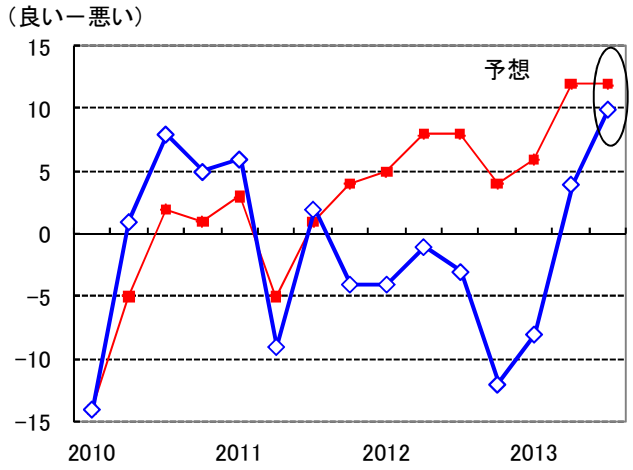
図表 16　地域別輸出数量指数（季節調整値）



（資料）財務省「貿易統計」

日銀短観でも、大企業製造業の業況判断DIが前回の▲8から今回＋4とプラスに転じ、2013 年度経常利益は前年比＋14.6%と二桁増益の計画で、3 か月前時点の計画値から＋17.9%の上方修正となるなど、製造業の業績は回復が明確になった。この改善幅は、非製造業と比べても明らかに大きい（図表 17, 18）。

図表 17　日銀短観の業況判断DI（大企業）



（資料）日銀短観

図表 18　日銀短観の経常利益計画（大企業）

	経常利益		売上高経常利益率	
	2013年度計画前年比（%）	前回計画比修正率（%）	2013年度計画（%）	前回計画比修正幅
全産業	8.4	＋9.0	4.37	＋0.29
製造業	14.6	＋17.9	5.11	＋0.69
非製造業	3.7	＋2.6	3.90	＋0.04

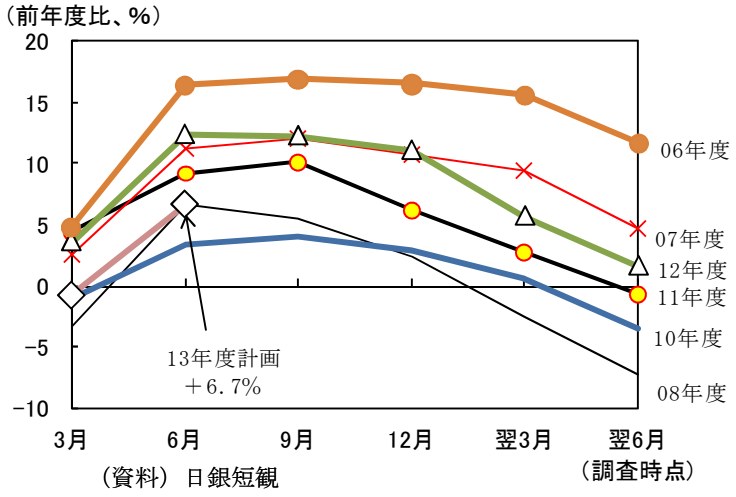
（資料）日銀短観（2013年6月）

[1] 鉱工業生産指数（2010 年基準）における船舶・航空機等除く輸送用機械の付加価値ウェイト

しかし製造業部門が設備投資に慎重な姿勢を崩していないのはこれまで公表されている統計と共通しており、2013 年度設備投資は前年比＋6.7%とプラスではあるが例年の計画修正パターンと比べても強い数字ではない(図表 19)。米国の景気が堅調に推移する一方で、中国の景気減速が従来想定よりも長期化しているために、中国向けの輸出依存度が高い化学や一般機械などの部門では生産増加の持続性に不安が残ることや、最近の為替レートの不安定な動きが、国内製造業の設備投資を慎重にさせる要因になっていると考えられる。

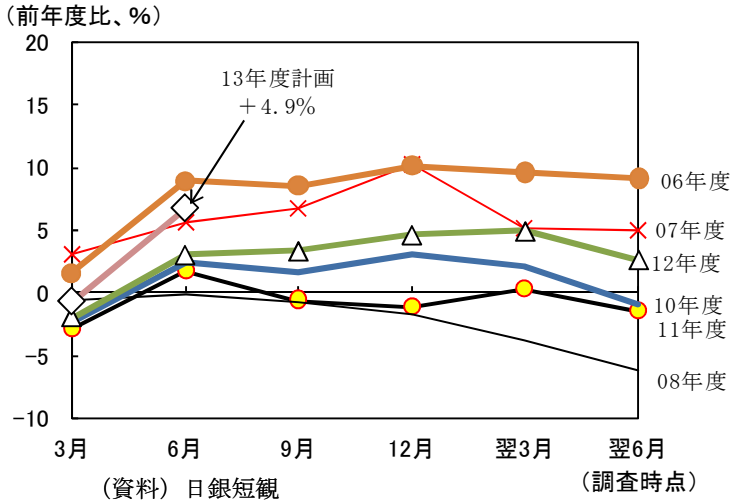
対照的に、非製造業は同＋4.9%と過去数年と比べてもかなり強い計画であり、数値上は非製造業が設備投資全体を牽引するという姿になっている(図表 20)。過去数回の景気回復局面で見られたように、輸出回復の恩恵を受けた製造業部門から、タイムラグを経て非製造業に波及していくのが日本における景気回復期の展開的な動きであることを踏まえると、非製造業の投資行動が先行する今回の局面は、過去と様相を異にしていると言える。

図表 19　日銀短観の設備投資計画
（大企業製造業）



（資料）日銀短観

図表 20　日銀短観の設備投資計画
（大企業非製造業）



（資料）日銀短観

非製造業の設備投資伸び率をさらに細かく分けてその内訳を見ると、全体に対する寄与度が特に大きいのが不動産・卸売・小売・運輸郵便となっている(図表 21)。これら業種のうち、卸売と運輸については、その業績変動と鉱工業生産との相関が比較的強いため[2]、前掲図表 15 に示し

図表 21　非製造業の 2013 年度設備投資計画内訳

	前年比伸び率（%）	寄与度（%ポイント）
全産業	5.5	
製造業	6.7	2.3
非製造業	4.9	3.2
建設	6.1	0.1
不動産	23.2	1.1
物品賃貸	▲ 29.0	▲ 1.3
卸売	25.6	0.8
小売	13.5	0.8
運輸・郵便	7.9	0.9
通信	0.0	0.0
情報サービス	2.3	0.0
その他情報通信	21.8	0.4
電気・ガス	3.9	0.4
対事業所サービス	▲ 18.2	▲ 0.1
対個人サービス	▲ 13.2	▲ 0.1
宿泊・飲食サービス	▲ 5.9	0.0

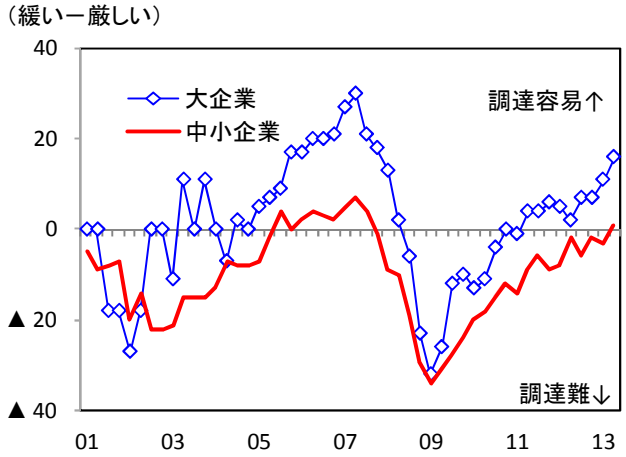
（資料）日銀短観

[2] 当社調査月報 2013 年 1 月号「国内景気変動が非製造業に及ぼす影響」における分析結果。

たような生産の回復局面入りを受けて投資を増やした可能性が高い。但し、中国景気の減速した状態が長引き、その他のアジア新興国では経常赤字国中心に経済情勢が厳しくなりつつあることを踏まえると、この先輸出が伸び悩んだ場合、鉱工業生産が頭打ちになることを通じて、これら業種の設備投資の下振れ要因となり得る。

不動産業の設備投資が高い伸び率になっている要因は、いわゆる「アベノミクス」効果であろう。日銀短観における不動産業の銀行貸出態度判断DI（緩い－厳しい）は、大企業で＋16 とかなり上昇し、中小企業でも＋1と 2007 年 9 月調査以来のプラスとなった（図表 22）。不動産企業の資金調達が企業規模を問わず容易になってきたことを示すもので、日銀の量的・質的金融緩和や貸出支援制度など、銀行貸出を押し上げる複数の要因が国内不動産部門への資金流入を促進しており、不動産業における設備投資大幅増の要因の一つになっている可能性が指摘できる。

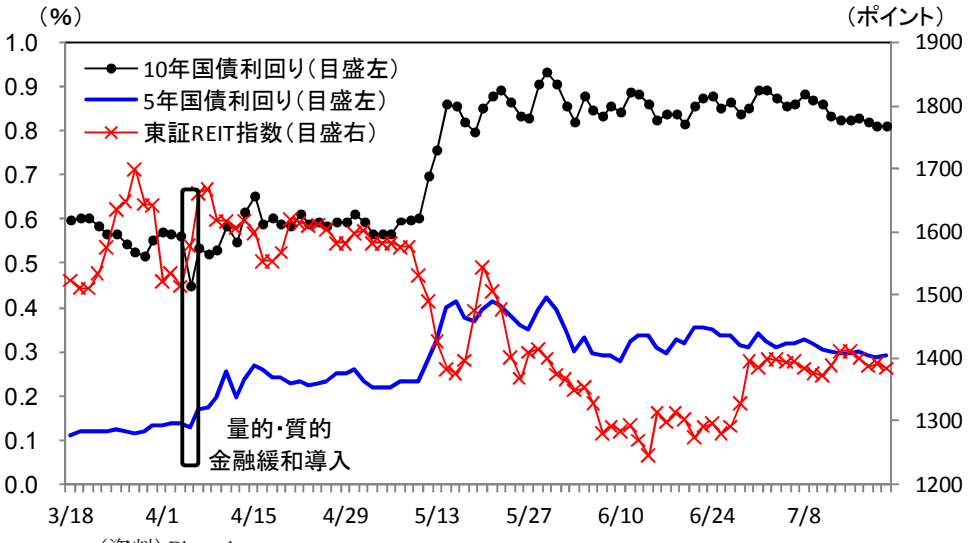
図表 22　不動産業の銀行貸出態度判断DI



（資料）日銀短観

しかしこの業種の勢いも、長期金利の動向に影響を受けやすい点には注意が必要だろう。6月下旬以降の長期金利は、若干の振れを残しながらも 0.8%台のレンジ内に収まるようになっており、この点では安定しつつあると言えるが、国債の流動性が回復したわけではないため、6月以降は前年比プラスに転じることが確実な消費者物価上昇率の動きに、米国長期金利が急激に上昇した場合には、国内長期金利が再び上昇することで、不動産部門のセンチメントに悪影響が及ぶ可能性は念頭に置くべきだろう（図表 23）。

図表 23　国内長期金利と東証 REIT 指数の推移（2013 年）



（資料）Bloomberg

以上総括すると、米国景気が堅調な推移を保つことは世界経済にはプラスである一方で、QE3の規模縮小観測による長期金利上昇と中国景気減速の長期化という組み合わせは、金融と経済双方において世界経済に新たなリスクをもたらしている。前者は、経常赤字の新興国を中心として通貨下落を通じた輸入インフレ圧力を強め、後者は資源価格下振れを通じて資源輸出国の景気の足を引っ張る。経常赤字であり資源輸出国でもあるインドネシアやブラジルは、他国と比べても厳しい状況に置かれると見られる。

アジア景気が減速に向かい、牽引役が米国に限られつつある現状は、輸出と生産の回復基調がようやく安定し始めた日本にとっても懸念材料である。部門別に見ると、米国向けの輸出依存度が高く円安の影響を受けやすい自動車製造業は大きなメリットが期待できる一方、中国向け輸出に支えられてきた化学・一般機械においては生産回復の持続性に不安が残る。また、米国金利上昇は、現在市況回復が著しい国内不動産部門のセンチメントを悪化させる要因にもなり得る。

このように、米国経済が堅調ゆえの米国金利上昇と、中国を中心とした新興国経済の減速という現状は、それぞれの国・セクターに異なった影響を及ぼす。これによる各国間とセクター間のパフォーマンス格差が新たな悪循環を生む恐れがないか、注意してみていく必要があるだろう。

図表 24　日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013			見通し総括
			4-6	7-9	10-12	
実質経済成長率	日本	前期比年率%	＋ 5.3	＋ 2.5	＋ 2.6	公共投資と消費税率引き上げ前の駆込み需要で高い成長率続くが、製造業の設備投資増加は年度後半から
	米国		＋ 1.9	＋ 2.3	＋ 2.6	企業の設備投資回復が明確になる秋以降、成長率は2%台後半に
	欧州		▲ 1.0	▲ 0.5	＋ 0.6	景気底打ちのきっかけは外需回復以外になく、マイナス成長脱するまでになお時間要する
	中国	前年同期比%	(実績)＋7.5	＋ 7.3	＋ 7.4	2013年の経済政策発動が緩やかなものに留まるため、成長率は7%台のままで推移
金融市場	日本10年債利回り	%	(実績)0.45～0.93	0.70～0.95	0.80～1.10	年後半は米国長期金利とともに若干上昇するが、日銀の施策に対する不確実性から振れの大きい展開
	米国10年債利回り		(実績)1.63～2.61	2.40～2.80	2.60～2.90	しばらく上昇ペース緩慢、製造業部門が減速した状態を脱する秋以降に3%が視野に
	円ドルレート	円/ドル	(実績)93.0～103.2	97.0～104.0	98.0～105.0	年後半の米国成長加速を背景に円安トレンド
	ユーロドルレート	ユーロ/ドル	(実績)1.28～1.34	1.25～1.32	1.23～1.30	振れの大きい展開ながら、年後半からの米国成長加速によりトレンドはドル高

（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。

ユーロ圏中核国に広がる経済悪化の影響

＜要旨＞

昨年 9 月以降、ユーロ圏の金融市場は落ち着いているが、周縁国のみならず中核国においても実体経済の悪化が長引くと、銀行の経営状況、ひいては金融システムの安定性を損なう恐れがある。なかでもオランダは、住宅価格下落、金融機関の貸出基準の厳格化、家計の所得環境悪化など複数のネガティブな動きが出ており、南欧諸国に似た経済と金融間の悪循環に陥りやすい。また、家計部門は比較的底堅い動きを続けるフランスでも、中堅中小企業の倒産件数が高止まりしているといった懸念材料がある。周縁国の財政問題から拡大した欧州債務問題は、中核国含めた実体経済の悪化が長引くことで、経済から金融への悪循環が生じやすい局面に移りつつある。

1．はじめに

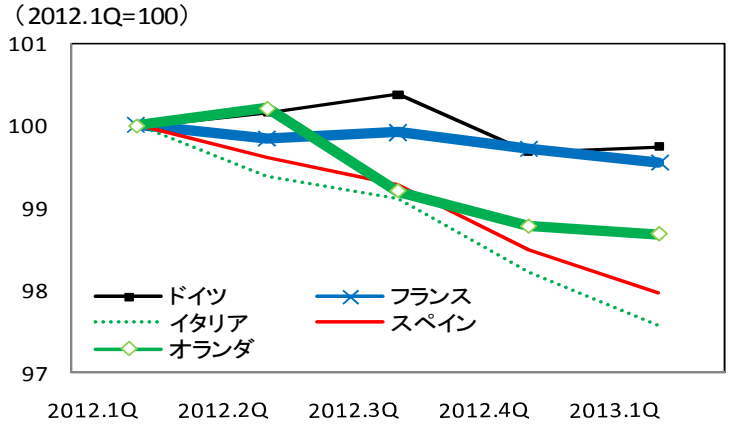
欧州債務問題への政策当局側の対応として現在進められているのが、金融部門から実体経済に対する負のフィードバックを断ち切る効果が期待される「銀行同盟」である。銀行同盟は、金融危機で経営状況が悪化した欧州銀行に対して国を超えて支援・監督することを可能とする。しかし現在は、経済悪化の長期化が金融システムに及ぼす影響を懸念すべき状況にある。経済と金融間の、双方向の流れが存在する以上、片方を止めるだけでは問題解決につながらない。かかる視点に立ち、経済悪化が金融部門に悪影響を及ぼすリスクを、周縁国のみならず中核国にも広げて見ていきたい。

2．周縁国・中核国含めた各国の動き

（1）経済成長率

ユーロ圏の実質経済成長率は、2013 年 1-3 月期時点で既に 6 期連続のマイナスに陥っている。なかでも周縁国に属するイタリア・スペインの落ち込みが厳しいが、中核国においてもオランダは3期連続のマイナス成長となっており、フランスは落ち込み方こそ緩やかであるものの2期連続のマイナス成長と、一般的な基準によれば景気後退局面に入っている。

図表1　周縁国と中核国の実質 GDP の推移

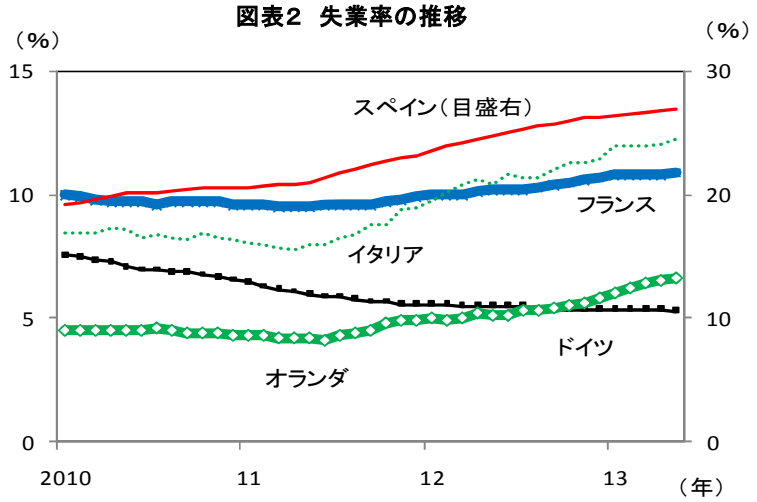


（資料）Eurostat

(2)雇用情勢

そして失業率は、スペインでは既に 25%を上回って突出して悪化しており、イタリアは欧州債務問題が顕著に深刻化した 2011 年後半から上昇ペースが加速。フランスは、ここ数年の上昇幅は小さいが、10%を超えてじりじりと上昇している。オランダは水準こそまだ低いが、2012 年後半にはドイツを上回り、2013 年に入ってからは、失業率の上昇ペースが速くなっていることが読み取れる(図表2)。

図表2　失業率の推移



(資料)Eurostat

かかる失業率悪化の背景を見るために、欧州債務問題が顕在化する前の 2008 年と直近の雇用者数変化を見たのが図表3である。これによると、フランスの雇用者数減少率は比較的小さい一方で、オランダについては、雇用者数の減少率がフランスよりも大きくイタリアに近い。加えて、雇用が減少している業種の範囲が独仏よりも明らかに多い。雇用改善を牽引する業種が存在しないという点では、オランダはイタリア・スペインと似た環境にある。

図表3　主な産業別雇用者数の変化(2008.3Q 以降)

(%)

	ドイツ	フランス	オランダ	イタリア	スペイン
全産業	1.9	-1.6	-3.9	-5.0	-18.3
製造業	-5.2	-14.4	-17.6	-11.9	-29.5
建設	0.6	-4.3	-21.3	-21.8	-56.6
卸小売	9.5	-3.6	1.0	-6.1	-12.9
運輸倉庫	6.8	-5.3	-17.1	-6.1	-19.3
宿泊飲食	6.3	1.7	-9.5	-5.6	-21.2
情報通信	-7.9	9.3	-19.3	-1.0	-14.6
金融	-4.7	2.9	7.7	-7.0	-15.2
医療福祉	8.6	7.4	-0.6	8.4	-1.8

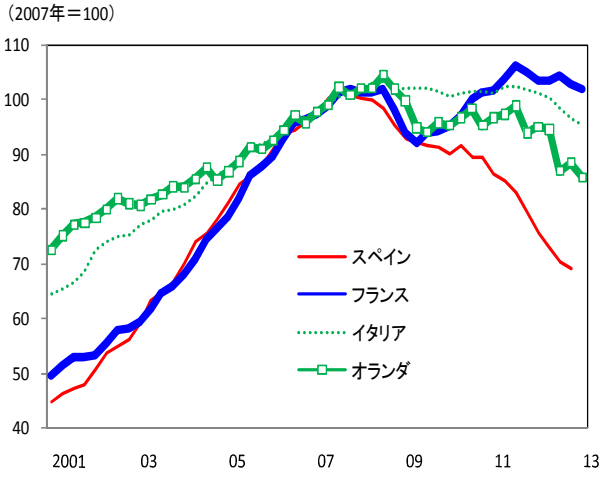
(資料)Eurostat

(3)住宅価格・家計債務規模

住宅価格の動きを見ると、フランスは直近では若干の下落傾向ながらほぼ横ばいの範囲内にあるのに対して、オランダはピークだった 2008 年からの下落率は約 2 割に達し、足許の下落ペース

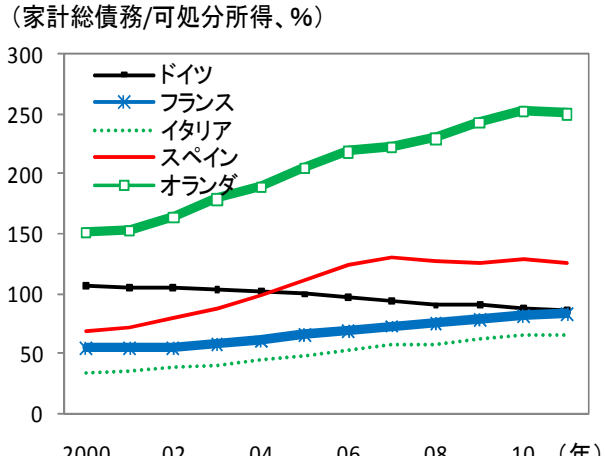
はイタリアをも上回っている(図表4)。過去十年以上に亘って住宅価格が上昇してきたのは他国と同じだが、住宅価格変化の背景にある家計債務比率の推移を見ると、オランダとスペインは家計債務が継続的に増大してきたという共通点がある。オランダでは、可処分所得に対する家計債務比率が欧州でも最高レベルにあるだけでなく、リーマンショックに見舞われた 2008 年以降も、家計債務は拡大し続けてきた[1]。このように家計債務が膨らんだ状態で、失業率の上昇加速に示されるように家計所得環境の悪化ペースが速まっていることは、この先のオランダにおける住宅価格調整の幅を拡大させるとともに、その期間も長期化することが容易に想像できる(図表5)。

図表4　住宅価格



(資料)ECB

図表5　家計部門の債務比率

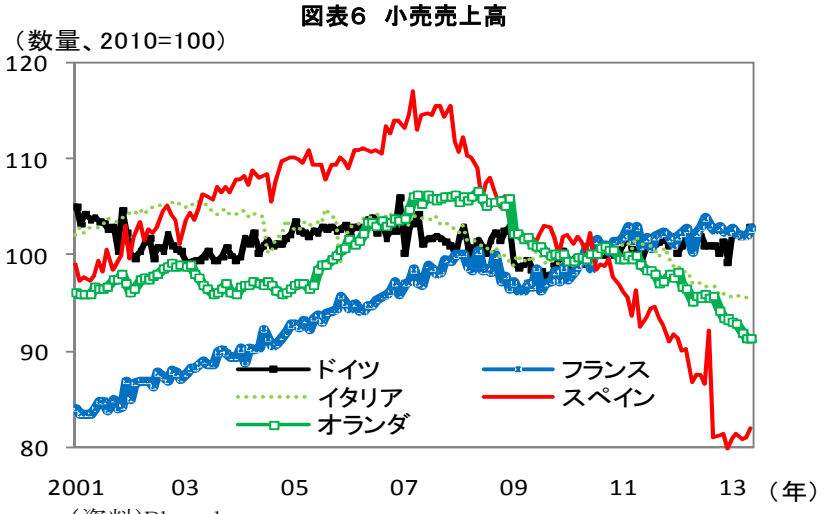


(資料)Eurostat

(4)個人消費

住宅価格が下落に転じると同時に、消費が減少基調に入った点は、イタリア・スペインと共通している(図表6)。債務残高が増えた中で住宅価格が下落したことによって、家計に対してバランスシート調整圧力が加わっている可能性が指摘できる。

図表6　小売売上高



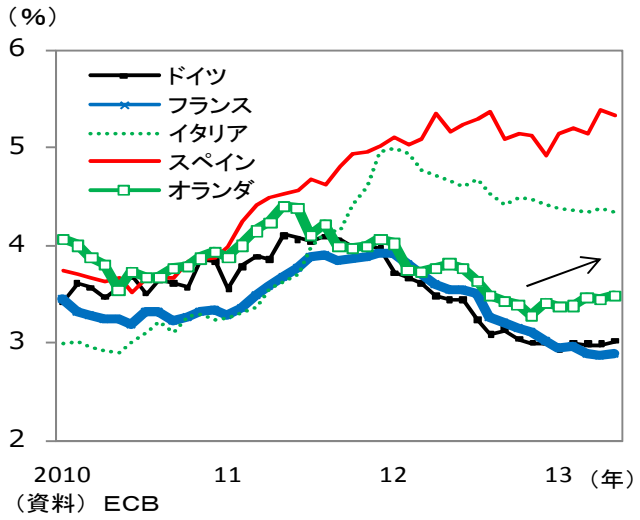
(資料)Bloomberg

[1] オランダでは、住宅購入を促す政策の一環として、2012 年まで住宅ローンの利子が全額税控除の対象とされてきた。このため、同国の住宅ローンは金利のみを支払う契約の割合が高いといった特徴がある。オランダの家計債務比率水準や上昇ペースを見る際には、この特殊性を念頭に置く必要がある。

(5)銀行貸出動向

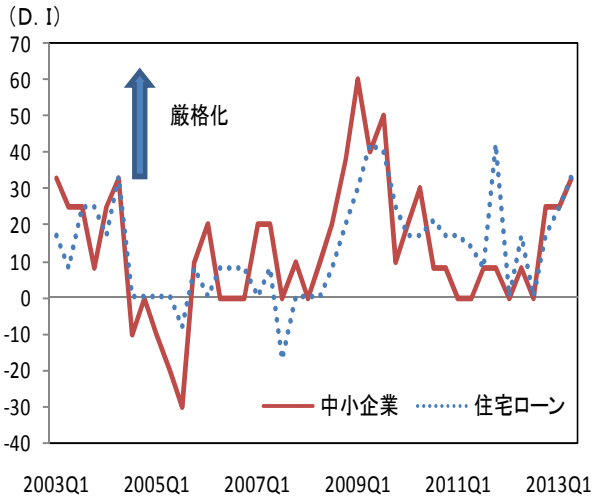
100 万ユーロ以下の新規貸出金利を見ると、スペインだけでなくオランダも 2012 年後半あたりから上昇傾向にある(図表7)。中小企業の資金調達環境が、金融緩和が行われる中でも厳しさを増している点でも、オランダは周縁国と似た状況にあると言えよう(図表7)。実際に、オランダの銀行貸出態度は、中小企業向けだけでなく住宅ローンにおいても厳格化している(図表8)。

図表7　新規貸出金利(100 万ユーロ以下)



(資料) ECB

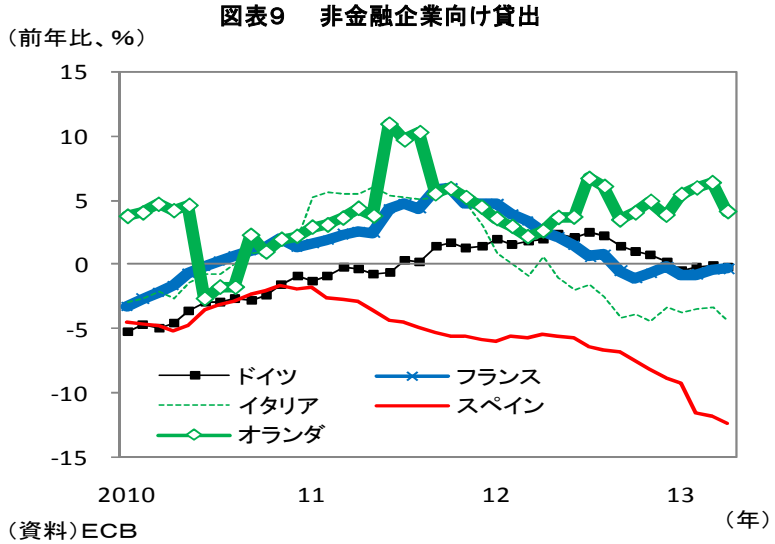
図表8　銀行貸出基準(オランダ)



(資料) ECB

スペインとイタリアでは、景気悪化と金融機関の不良債権が増加し続ける中、金融機関は自己資本比率を維持するために貸出を減らしている(図表9)。これに対してオランダは、銀行貸出がまだ前年比で増加している点で信用収縮は生じていないが、観察される貸出厳格化の動きを踏まえると、今後伸び率が低下し、マイナスに落ち込む可能性もあろう。

図表9　非金融企業向け貸出



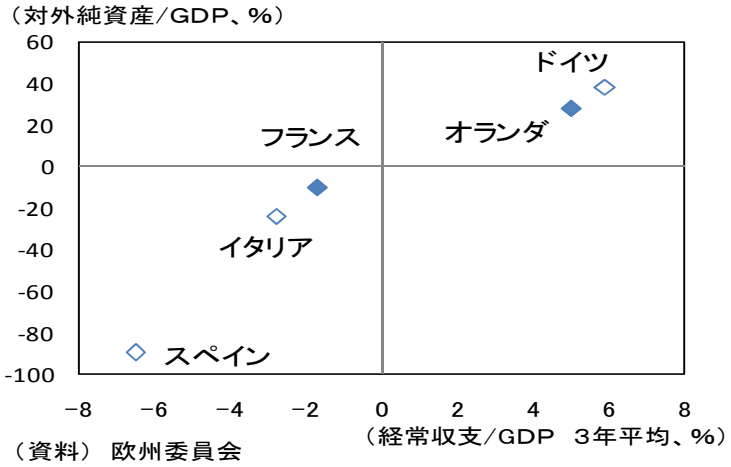
(資料)ECB

3. オランダ・フランスの先行き見通しが示唆するもの

以上の材料から得られる、オランダ・フランスの先行きに対する含意は、それぞれ以下のように整理できるだろう。

オランダでは、①家計が高水準の債務を負う中での住宅価格下落、②バランスシート調整圧力に直面した家計が消費を減らすことによる景気悪化と更なる所得の減少、そして③不良債権増加懸念を強めた金融機関の貸出削減－という3つの要素が相互作用する悪循環の兆しが出始めている。経常収支黒字かつ対外純資産国であるという点で南欧諸国とは大きく異なっており、かかる兆候が、直ちにオランダを深刻な危機に陥らせるというわけではないが、複数の要素が悪循環を引き起こすことで、景気低迷が長期化する可能性は否定できない（図表 10）。

図表 10　経常収支と対外資産

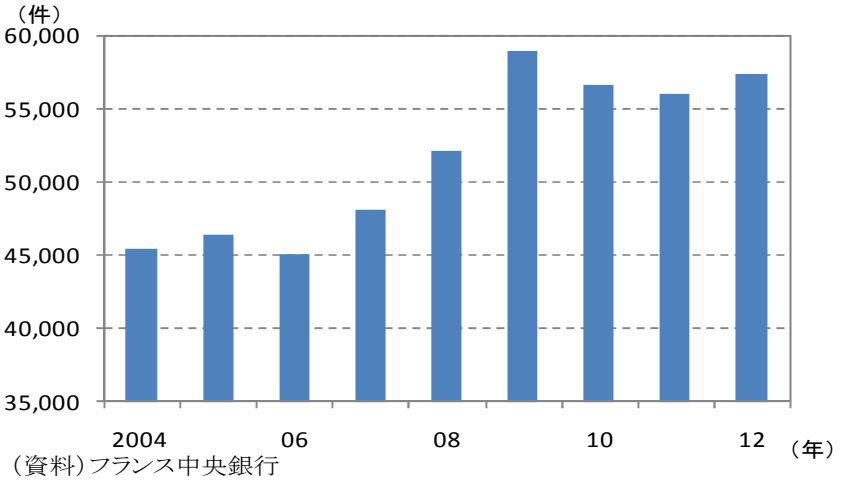


（資料）　欧州委員会

オランダ同様、景気後退に陥っているフランスについては、雇用者数の減少幅が他国と比べても小さく（前掲図表5）、個人消費も底堅く推移しており（前掲図表8）、銀行の貸出金利も低下しているなど、今のところは問題ないように見える。とは言え、失業率の水準そのものが高く上昇基調にあることは家計の信用状況悪化につながる上に、中小企業の倒産件数が高止まっていることなどは、銀行の資産内容劣化の懸念を想起させる要因である（図表 11）。

加えて、かねてから指摘されている輸出競争力の相対的な弱さや、経常赤字かつ対外純負債国であることは、実体経済の急激な悪化などの問題が発生した際には、国家財政だけでなく金融システムに対する懸念を高める要因となる。同国の金融システムを巡る環境についても注意が必要と言えるだろう。

図表 11　中堅中小企業の倒産件数（フランス）



（資料）フランス中央銀行

4．おわりに―　ユーロ圏中核国に広がる経済悪化の影響

周縁国を中心にユーロ圏の実体経済悪化が続く中でも、金融市場は昨年秋以来落ち着いており、問題が遠退いたかのような印象さえある。また、欧州債務問題への政策当局側の対応として現在進展しつつある「銀行同盟」は、金融危機で経営状況が悪化した欧州銀行に対して国を超えて支援・監督することを可能にし、金融部門から実体経済に対する負のフィードバックを断ち切る効果が期待されている。

しかし、現在は経済悪化の長期化が金融システムに悪影響を及ぼす局面にあり、実体経済の悪化による金融への悪循環は、周縁国だけでなく中核国たるオランダでもその兆しが観察される。周縁国の財政問題から拡大した欧州債務問題は、中核国の実体経済の悪化を通じて再び緊張化の局面を迎える可能性が出てきた点は、今後のユーロ圏経済情勢を見通す上で念頭に置く必要があろう。

（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。

通貨安により抑制されるインドネシア個人消費

＜要旨＞

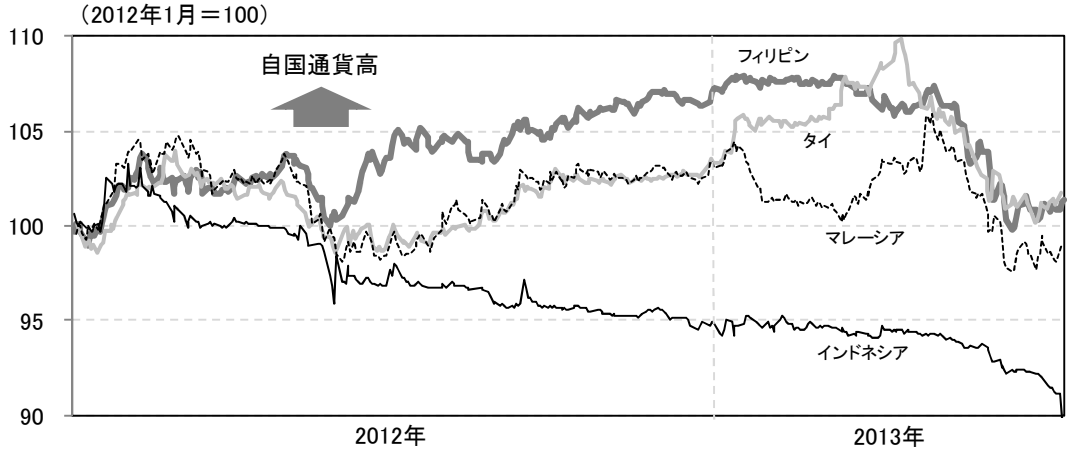
米国における QE3 規模縮小観測の高まりで、ASEAN 各国は通貨安に見舞われている。なかでも経常赤字を抱えるインドネシアは、他国で通貨安の流れが一服した 7 月以降も歯止めはかかっておらず、同国経済を支えてきた個人消費への悪影響が懸念される。

悪影響のルートとしては、まず通貨安による輸入インフレを通じて実質所得が目減りすることが考えられる。さらにインフレを抑えるための利上げは貸出金利を上昇させるため、家計の耐久消費財の購入減少や利払い費増加へと繋がる。これまで低金利を背景に拡大を続けてきた個人向け貸出の伸びが抑制されることで、インドネシア経済を支えてきた個人消費への下押し圧力がさらに強まる可能性がある。

1．通貨安に歯止めがかからないインドネシア

米国における債券購入措置（QE3）の規模縮小観測の高まりは、ASEAN 各国に急速な通貨安をもたらしている（図表1）。バーナンキ米連邦準備理事会(FRB)議長による「資産購入の縮小検討」の発言があった 5 月半ばから足元 7 月までの間に ASEAN 各国の通貨は対ドルで 4%から 5%下落、管理フロート制が採用されているベトナムも 6 月に自国通貨を 1%切り下げている。

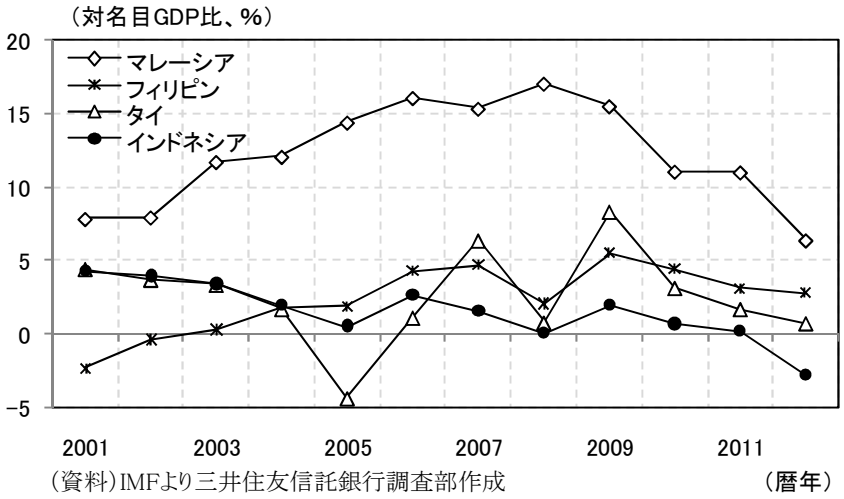
図表1　対ドル為替レート（ASEAN 各国）



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

7月に入ると米国長期金利の上昇そのものが止まるとともに、フィリピン・タイ・マレーシアの通貨安にも歯止めがかかったが、インドネシアは 7 月下旬になっても通貨下落は進み、足元ではむしろ勢いが加速している。この相違の要因は、同国が経常赤字に陥った 2012 年から一貫して通貨安が続いてきたことからみても、ASEAN 4 か国の中で同国のみが抱える経常赤字が材料視されていると考えられる（図表2）。

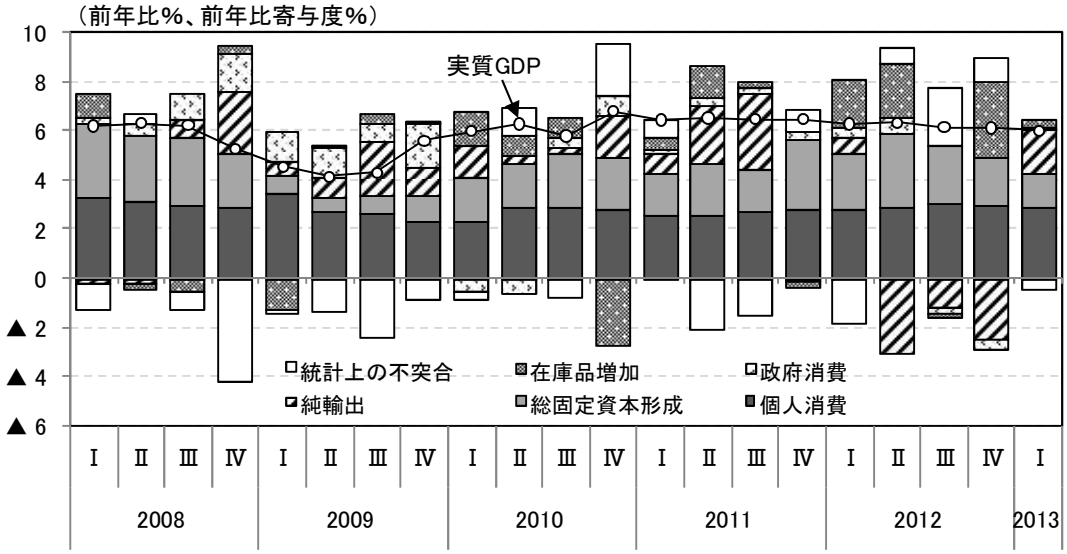
図表2 ASEAN 各国の経常収支



（資料）IMFより三井住友信託銀行調査部作成

本稿では米国 QE 3の規模縮小観測がインドネシアの通貨安を通じて同国の実体経済、とりわけGDP成長率に対する寄与が大きく、リーマン・ショック後の世界経済の急減速の中でも堅調を維持してきた個人消費に対してどのような影響を与えるのかについて考察する（図表3）。

図表3 インドネシアの実質 GDP 寄与度分解



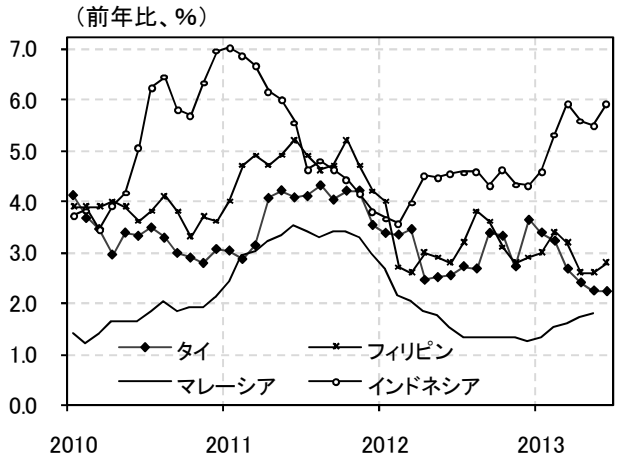
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2. 通貨安によるインフレ率上昇が個人消費に与える影響

通貨安が個人消費に悪影響を与える第一のルートは、輸入インフレを通じた実質所得の目減りである。インドネシアで通貨安傾向が顕著になった 2012 年以降のインフレ率の動きを見ると、他の ASEAN 各国のインフレ率が軒並み低下する中、インドネシアだけが上昇を続けてきたことが分かる（図表4）。これは 2012 年以降、ホームメイドインフレの指標となる GDP デフレーターが低下傾向を続けていることからも、インフレ率の上昇が輸入物価の上昇によってもたらされた部分が大きいことが示唆される（図表5）。

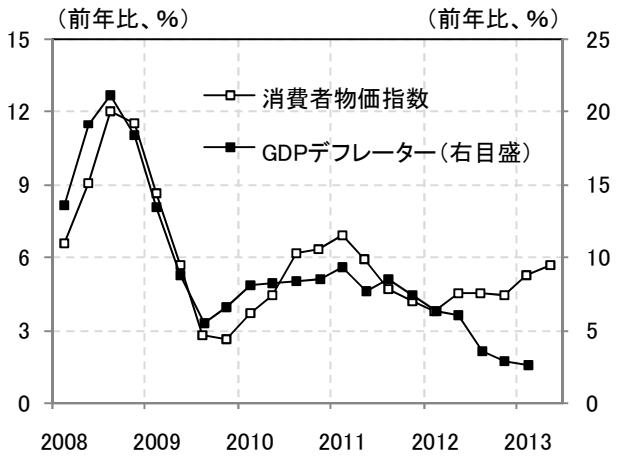
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表4　ASEANの消費者物価指数



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

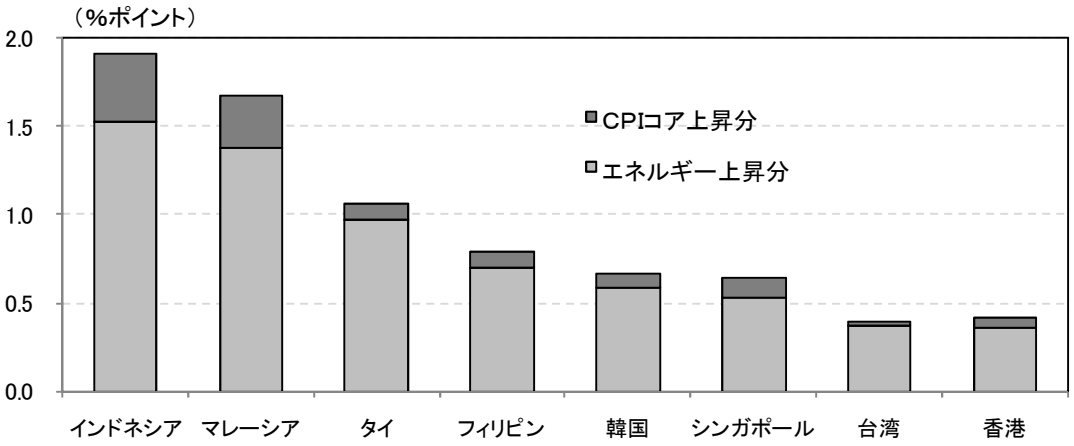
図表5　GDPデフレーター と 消費者物価指数（インドネシア）



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

さらにここにきて通貨安以外によるインフレ圧力も高まっている。今年 6 月、インドネシアでは燃料補助金の削減が実施されたことで、ガソリン価格が 44%値上がりした。国際通貨基金（IMF）の試算によるとインドネシアの消費者物価指数に占める燃料価格のウエイトはアジア新興国の中で最も高く、さらにその影響は公共交通機関の運賃引き上げなどを通じてエネルギー以外の品目に波及する度合いも、他国より大きくなっている（図表 6）。

図表 6　国内エネルギー価格が 10%上昇した場合のCPI上昇幅

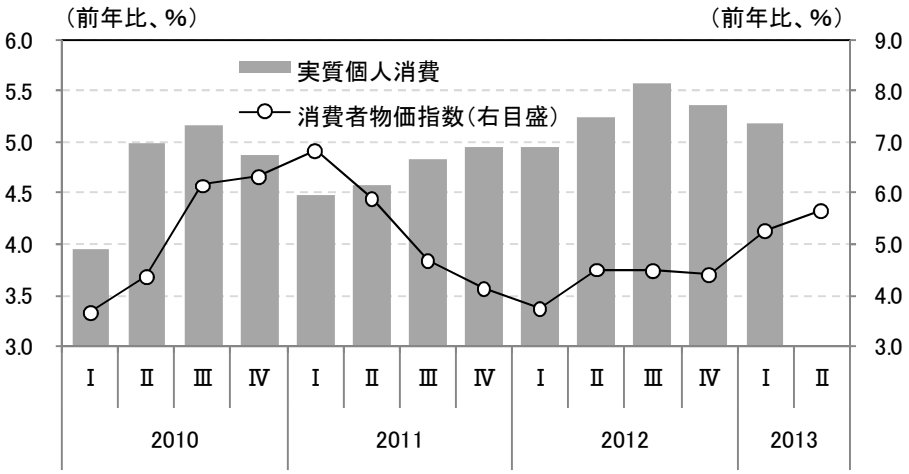


（資料）IMF「Regional Economic Outlook」より三井住友信託銀行調査部試算

今のところ製造業労働者の実質賃金は直近で前年比 1 割程度のプラスと高い伸び率になっているが、この先物価上昇ペースが加速すれば実質所得の伸び率が低下し、個人消費の拡大ペースを抑える要因となるだろう。2010 年以降のインフレ率が上昇する局面では実質個人消費の伸び率は低下しており、先日発表された直近 4-6 月期のインフレ率がさらに高まっていることから、足元でも実質個人消費に対する押し下げ要因になっていると見られる（図表 7）。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

図表 7　実質個人消費と消費者物価指数（インドネシア）



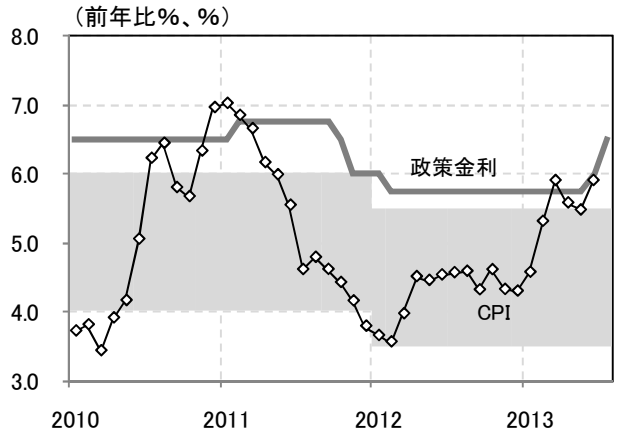
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3．利上げが個人消費に与える影響

個人消費に悪影響が及ぶ二つ目のルートが、インフレを抑えるための利上げである。

インドネシアのインフレ率は 6 月に前年比 5.9%とインフレ目標の上限を上回る水準にまで達しており、これを受けインドネシア中央銀行は 6 月に 0.25%、7 月は 0.50%と 2 ヵ月連続で利上げに踏み切っている（図表8）。

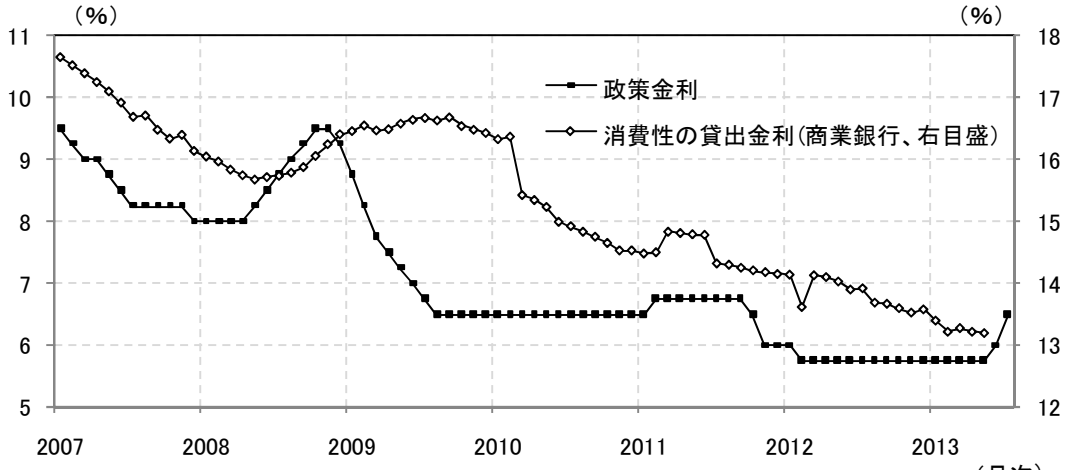
図表8　政策金利 と インフレ率（インドネシア）



（注）グレー部分は、インフレ目標の範囲を示す。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

インドネシアではここ数年政策金利が段階的に引き下げられてきた（図表9）。これに少し遅れる形で商業銀行の貸出金利（消費性向け）も引き下げられてきており、直近 5 月の貸出金利は 2000 年以降で最も低い数値まで低下している。2 ヵ月連続で合計 0.75%ポイントもの大幅な利上げが実施されたことで、2013 年後半には貸出金利も上昇に転じる可能性が高い。消費性向け貸出金利の上昇は家計のローンによる耐久消費財の購入減少に繋がり、負債を抱える家計にとっては利払い費負担の増加によって可処分所得が減少する恐れがある。

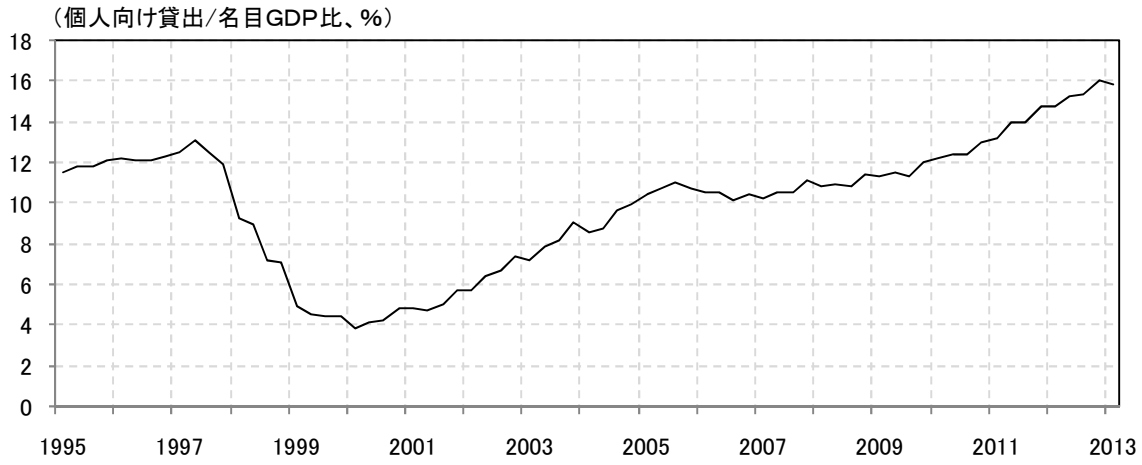
図表9 政策金利と貸出金利（インドネシア）



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

インドネシアでは貸出金利の低下を背景に個人向け貸出の拡大が続いてきた。個人向け貸出（対名目GDP比）はアジア通貨危機後に一旦大きく低下したものの、2000 年代に入り再び上昇に転じた（図表 10）。その後 2005 年からは一時横ばいとなったが、リーマン・ショック後の世界的な金融緩和による影響もあり、個人向け貸出は再び拡大を始め足元ではアジア通貨危機前を上回る水準にまで達している。今後はこうした個人向け貸出拡大の動きは、足元の利上げによって抑えられる可能性がある。

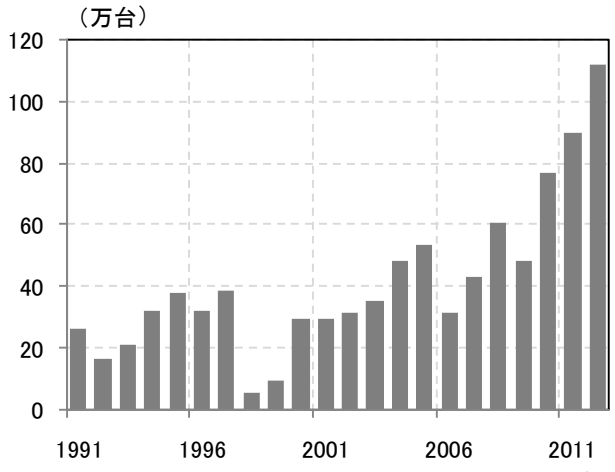
図表 10 個人向け貸出（対名目GDP比、インドネシア）



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

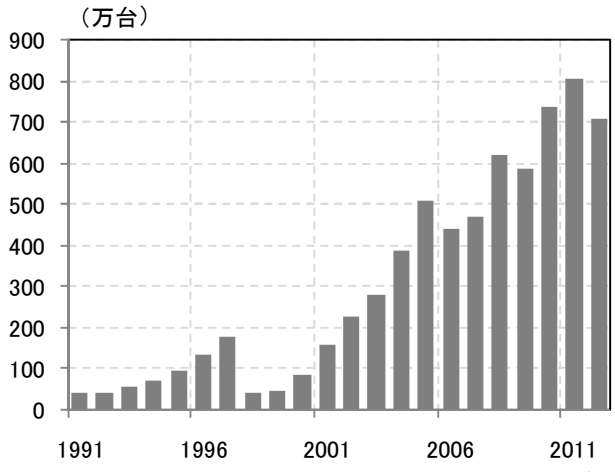
その影響を受ける代表的な品目として四輪車や二輪車なが挙げられる。これらの販売台数は 2000 年代に入り共に急増し、2005 年から一時期販売台数が伸び悩んだ後、リーマン・ショックを境に再び増加に転じている（図表 11, 12）。この動きは先述の個人向け貸出の動きと一致しており、このことからもオートローンの増加が個人向け貸出の増加に寄与してきたことが裏付けられる。

図表 11　四輪車販売台数（インドネシア）



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 12　二輪車販売台数（インドネシア）



（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

増加が続く個人向け貸出に対して警戒感を強める動きは従来からもあり、インドネシア当局は昨年 6 月に四輪車と二輪車向けの頭金規制を導入している。こうした個人向け貸出の上昇ペース抑制要因が残る中で、利上げにより貸出金利上昇が加われば、インドネシア経済を支えてきた個人消費の下押し圧力をさらに強める可能性もある。

インドネシアは ASEAN 各国の中で最大の経済規模を有することに加え、ASEAN 域内での貿易拡大が続いていることから、同国を起点とする景気悪化は貿易ルートを通じて他の ASEAN 各国経済に悪循環をもたらすことも懸念され、今後の帰趨には注意を要する。

（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。