米国金融緩和縮小の見送りと今後の展望

（月例グローバル経済金融レビュー）

＜要旨＞

世界経済の現状は、堅調な米国景気が他の経済圏に恩恵をもたらす構図は先月から変わっていない。ユーロ圏の景気悪化には歯止めがかかりつつある他、中国では外需環境の改善に加えて政策当局の投資前倒しもあって景気減速局面を脱却する兆しを見せている。日本では企業収益増を背景に設備投資がようやく増加に転じるなど、自律的回復局面に向けた動きが続いている。

かかるなか、米国連邦準備理事会は、金融市場の予想を覆す形で、9月の債券購入措置（QE3）規模縮小開始を見送った。このことは、一時的に金利上昇を抑制して資産価格上昇と新興国通貨安を一服させるプラス効果をもたらした反面、今後米国景気加速が見込まれる中で長期金利が急騰し、資産価格が調整するリスクを高めたというマイナス面も有する。この影響で日本の長期金利に対する上昇圧力や、アジア新興国の通貨への下落圧力が再び強まる可能性もあり、特に5月以降の通貨下落やこれに対応した利上げが実体経済に及ぼす悪影響がこれから顕在化する経常赤字新興国の状況には注意を要する。

1. 海外経済・金融情勢　～　米国景気回復の恩恵受ける姿に変化なし

（1）米国　～　債券購入措置減額開始見送りの背景と今後の含意

米国景気の堅調な推移を背景に、9月の連邦公開準備委員会（FOMC）において、連邦準備理事会（FRB）は債券購入措置（QE3）の規模縮小を開始するという予想が一般的であったが、実際には見送られた。FRBは2013年と2014年の経済成長率予想を6月時点から下方修正しており、5月以降1％ポイント程度進んだ長期金利上昇による実質的な金融環境の引き締まりが将来の景気と労働市場の改善の障害となるリスクを懸念したものと考えられる。従って、QE3の規模縮小が開始されるのは、2％を下回る低インフレの環境下において、景気回復の持続性がある程度の確度で見込めるようになった後と考えるのが妥当だろう（図表1，2）。

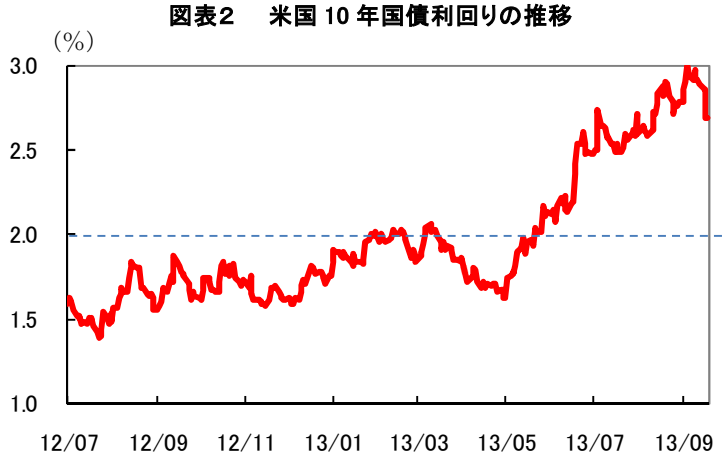
図表1　9月 FOMC メンバーの経済見通し

（%）

		2013	2014
経済成長率		2.0～2.3	2.9～3.1
	前回6月	2.3～2.6	3.0～3.5
失業率		7.1～7.3	6.4～6.8
	前回6月	7.2～7.3	6.5～6.8
コアインフレ率		1.2～1.3	1.5～1.7
	前回6月	1.2～1.3	1.5～1.8

（資料）米国連邦準備理事会公表資料より
三井住友信託銀行調査部作成

図表2　米国 10 年国債利回りの推移

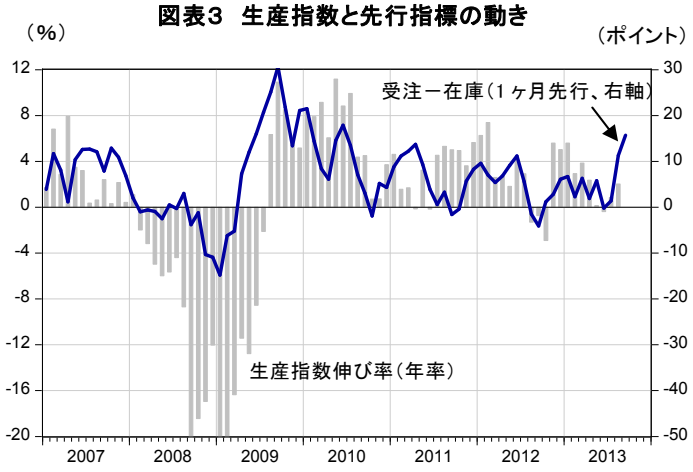


（資料）Bloomberg

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

この点について、各種経済指標の動きから先行きの環境を見通すと、景気の方向性を示す生産指数は、PMI 指数における受注と在庫のギャップがプラス方向に拡大していることから、2013 年下期にかけて増産に向かうと見込まれる(図表3)。そして住宅市場については、中古住宅販売が足許やや鈍化して在庫件数月販売戸数比が 4 ヶ月から 5 ヶ月に増えているものの、この程度の軽微な悪化で年間 10%前後のペースでの住宅価格上昇が急に止まるとは考えにくい(図表4)。企業・家計とも、民間部門の需要は今後も拡大が続く可能性が高いと判断できる。

図表3　生産指数と先行指標の動き



(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

図表4　住宅価格指数と先行指標の動き

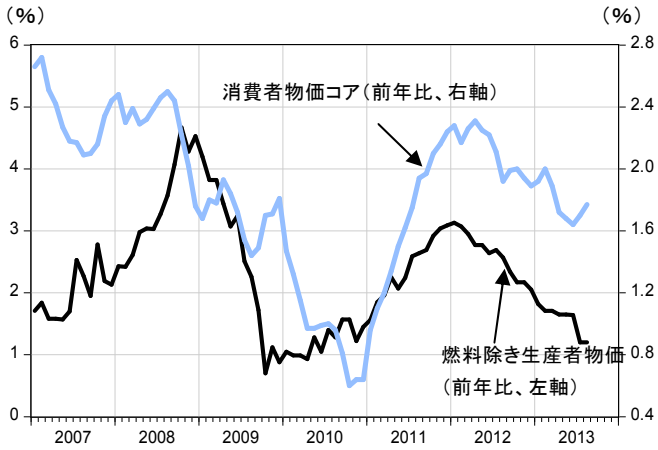
(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

一方インフレ環境については、生産者物価に半年先行する輸入物価上昇率が鈍化していることから、生産者物価に数ヶ月遅行する消費者物価コア上昇率も、暫くは前年比＋1.5%前後の低い水準で推移することが予想される(図表5,6)。かかる低インフレ環境下での金利上昇が経済活動を阻害することを避けたいというのが FRB の意図であるとすれば、次回 10 月の FOMC までに公表される1カ月分の経済指標からインフレ率が上昇に向かうという確証が得られる可能性は低いため、QE3の規模縮小開始は 12 月にずれ込むと見る。

図表5　生産者物価指数と先行指標の動き

(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

図表6　消費者物価指数と先行指標の動き



(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

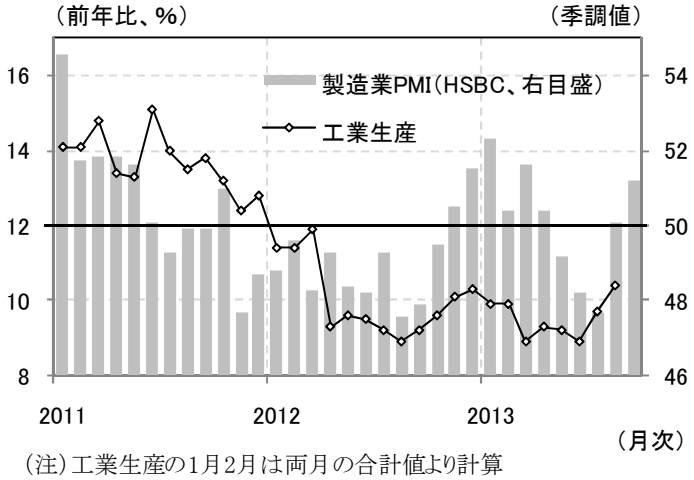
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

なお、今回の FRB の経済見通しにおける失業率の予測値は殆ど変わっておらず、FRB メンバーが予想する利上げ開始の時期にも大きな変化はない。従って、仮に 2014 年半ばまでに債券購入額をゼロにするならば、今後QE3の規模が縮小されていく過程において、一回あたりの減額規模は必然的に大きくなる。この結果、米国 10 年国債利回りの上昇ピッチも速まる可能性があるため、FRB がQE3の規模縮小を開始する際には、フォワードガイダンスの強化などによって長期金利急騰を避けようとする工夫が必要となろう。いずれにせよ、金融政策と市場期待のギャップによって長期金利は上方に振れやすい展開が予想される。

(2)アジア新興国　～ 中国景気は回復の兆しあるも持続性は不透明

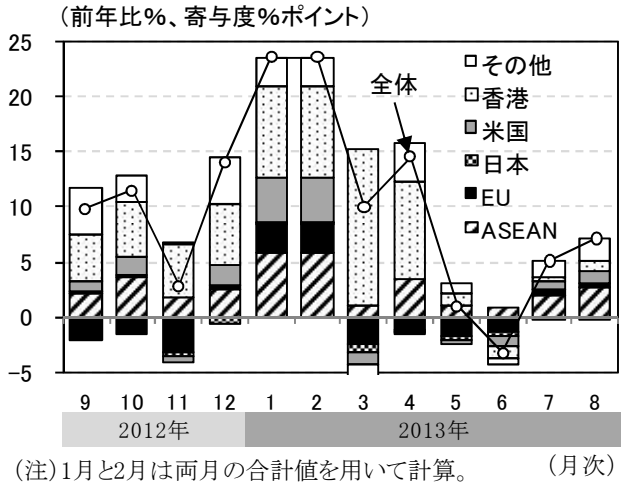
2013 年に入ってからこれまでの世界経済は、米国経済の堅調さと中国含む新興国の減速という差異が際立ってきたが、ここ2カ月の中国の経済指標は、回復基調を維持している。9月の製造業 PMI(HSBC)は 51.2 と2カ月連続で景況感の境目となる 50 を上回り、工業生産伸び率は前年比 10.4%増と 8 ヵ月ぶりに二桁の伸びを取り戻した(図表7)。背景には、鉄道関連投資の拡大など政府の対応によって固定資産投資伸び率(年間累計)が7月の前年比＋20.1%から8月に同＋20.3%に高まったことや、前月に続いて輸出金額がプラスを維持するなど外需環境改善が続いていることがあると見られる(図表8)。但し、固定資産投資の伸び回復は依然として公的需要頼みであり、輸出全体の伸びに対して通貨安で打撃を受けているインドネシア中心とする ASEAN 向け輸出の寄与が大きいなど、回復に向けた動きの持続性に対する懸念が完全に解消されたわけではない。

図表7　中国の PMI 指数と生産伸び率



(注)工業生産の1月2月は両月の合計値より計算
(資料)CEIC、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表8　中国輸出金額伸び率の内訳

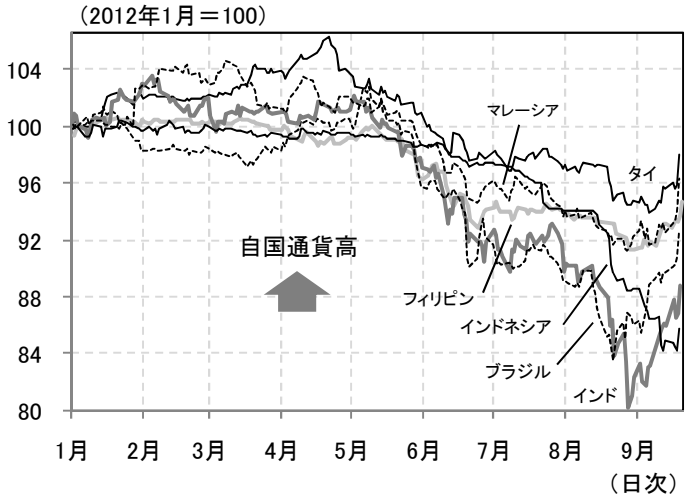


(注)1月と2月は両月の合計値を用いて計算。
(資料)CEI C より三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

他方、米国QE3の規模縮小観測が強まったことをきっかけに進んだ新興国通貨下落の動きについても、経常赤字国を中心に、相次ぐ利上げや為替介入、資本規制が実施されたことで、インドやブラジルの通貨下落も8月後半から歯止めがかかりつつある（図表9）。

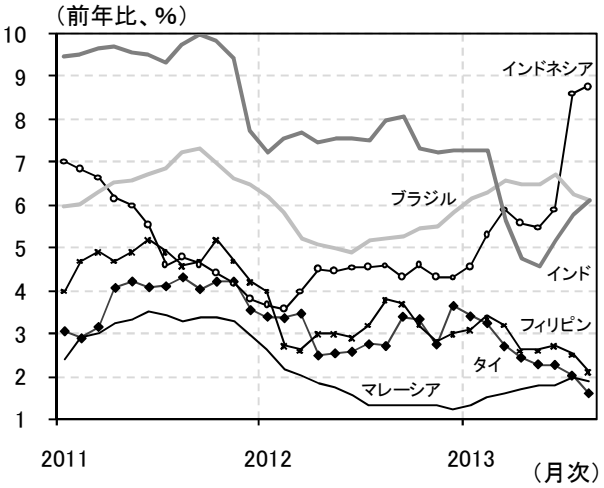
図表9　主要新興国の対ドル通貨レート



（資料）CEI C より三井住友信託銀行調査部作成

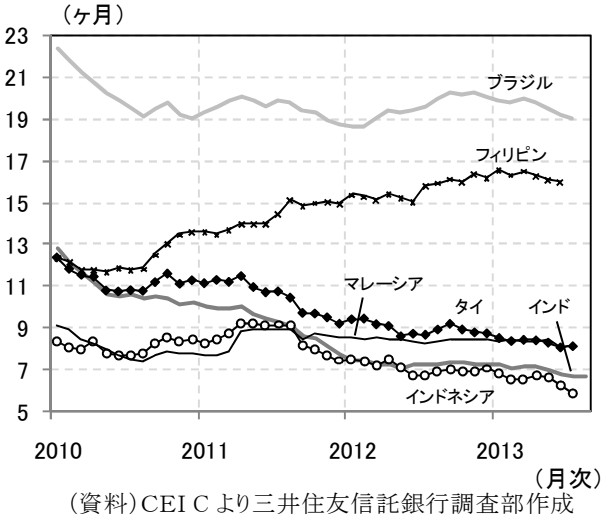
9月の FOMC においてQE3の規模縮小が見送られたことは、短期的には新興国通貨の下落に歯止めをかける要因になる。しかし、この先も米国の金融政策に対する市場予想のみならず、自国経済の脆弱性に応じて、通貨への下落圧力が再び強まって不安定な動きを見せる局面もあろう。とりわけ、これまでの通貨安に起因する輸入インフレ圧力の高まりや、通貨安に対抗するための利上げが実体経済を減速させる悪影響が明らかになるのはこれからであると考えられる（図表 10）。為替介入の原資となる外貨準備高が減少していることもあって、今後は米国金利上昇の影響ではなく新興国の実体経済悪化を材料とした通貨安圧力が生じる可能性がある。アジア新興国の経済金融情勢が悪化するリスクは、経常赤字の国を中心になお残っている（図表 11）。

図表 10　主要新興国の物価上昇率



（資料）CEI C より三井住友信託銀行調査部作成

図表 11　主要新興国の外貨準備高/輸入額比



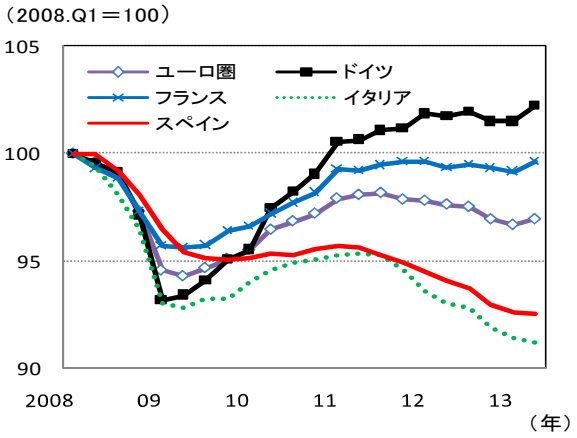
（資料）CEI C より三井住友信託銀行調査部作成

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

（3）欧州　～　景気は底ばい安定に向けた動きが続くが、まだ慎重な判断が必要

欧州経済に目を転じると、8月のユーロ圏製造業PMI指数は51.4と2カ月連続で50を上回った他、7-9月期 GDPは前期比年率+1.1%と7四半期ぶりにプラスになるなど、景気底割れから改善の兆しが見え始めている。経済成長率を国別に見ると、中核国であるドイツ（同＋2.9%）とフランス（同＋1.9%）がプラス成長になっただけでなく、周縁国でもポルトガルの成長率が同＋4.4%と3年ぶりにプラスを回復した他、イタリア（同▲1.2%）、スペイン（同▲0.4%）はまだマイナスながらも下げ止まりに向かっている（図表12）。かかる動きの背景には、昨年秋以降金融市場が落ち着いていること、米国中心とする外需環境の改善に加えて、緊縮一辺倒だった財政スタンスの転換によるマインド好転などがあると見られ、ユーロ圏景気のこれ以上の悪化には歯止めがかかりつつあるという見方が出始めている。9月のECBスタッフによる2013年経済成長率見通しも▲0.4%と、6月時点での▲0.6%から若干ながら上方修正された（図表13）。

図表12　ユーロ圏主要国のGDP推移



（資料）Eurostat

図表13　ECBスタッフの経済見通し

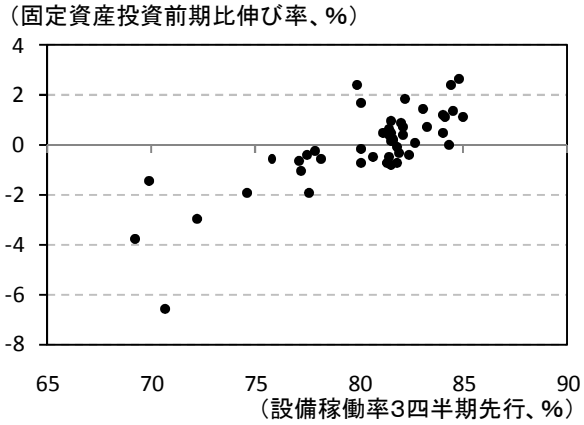
（%）

		経済成長率		
		範囲	中央値	前回比修正幅
経済成長率	2013	▲0.6～▲0.2	▲ 0.4	0.2
	2014	0.0～2.0	1.0	▲ 0.1
消費者物価上昇率	2013	1.4～1.6	1.5	0.1
	2014	0.7～1.9	1.3	0.0

（資料）ECB

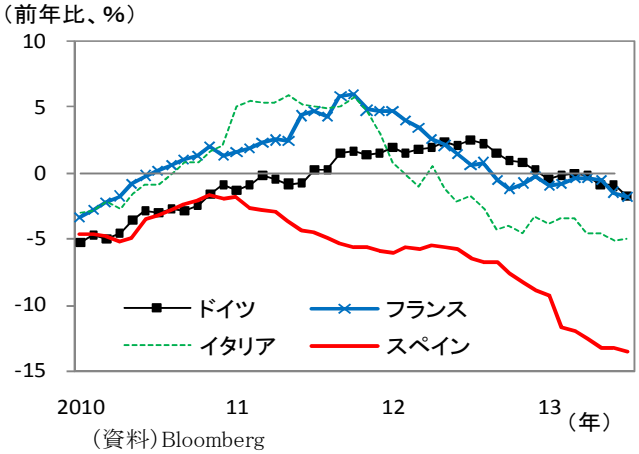
しかし、直近4-6月期の設備稼働率が77.5%と固定資産投資回復の境目である80%を下回っていることや、失業率は上昇に歯止めこそかかっているものの12.1%で高止まりしていること、そして独仏含め銀行貸出伸び率のマイナス幅拡大基調が続いているなど、安定的な景気回復局面入りにはまだ遠い（図表14,15）。この他、年内にもギリシャへの第3次支援が必要となることがほぼ確実とされる中で、9月22日に行われたドイツ総選挙の結果成立する政権が、ギリシャ支援を含む欧州債務問題に対してどのようなスタンスを取るかなど、政治面での不確定要素もある。経済金融情勢が再び悪化するリスクは低下しているものの、無視できる程に小さくなっているわけではない。

図表14　ユーロ圏設備稼働率と固定資産投資伸び率



（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

図表15　ユーロ圏主要国の非金融企業向け貸出



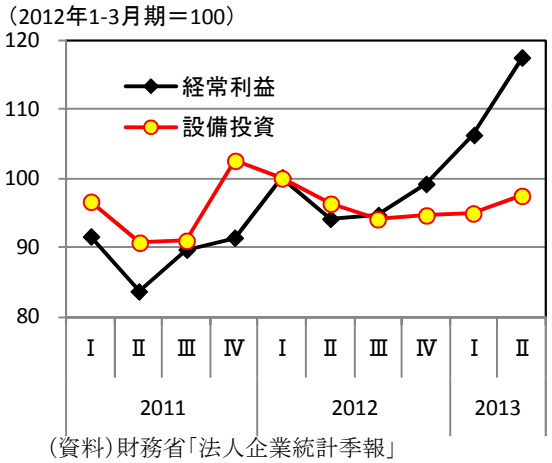
（資料）Bloomberg

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

2. 国内景気の現状 ～ 設備投資が増加に転じたのが大きな変化

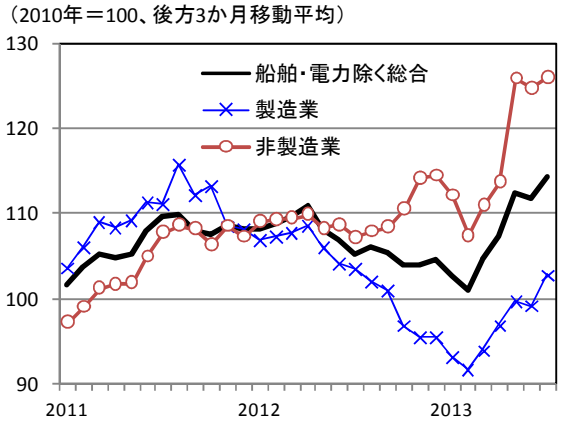
世界各地域の景気が、格差を残しながらも徐々に改善に向かう中、日本も自律的回復に向けた動きが徐々に進んでいるのが特徴である。そのように判断できる最も大きな材料は、設備投資が増加に転じたことである。4-6月期の法人企業統計季報では、製造業中心とする経常利益の回復がより鮮明になるとともに設備投資が増加に転じ（図表16）、これを反映した4-6月期GDPの設備投資も1次速報値の前期比年率▲0.1%から2次速報値で＋1.3%まで上方修正された。これは、企業部門において収益改善が設備投資増加につながるという「前向きの循環」に向けた動きが出始めたことを意味するもので、日本経済に関する重要な変化である。設備投資の先行指標とされる機械受注額は、多少の凹凸を伴いながらも足許まで増加基調にあることから、7-9月期以降も設備投資の増加が続くと見るのが妥当であろう（図表17）。

図表16　企業収益と設備投資



（資料）財務省「法人企業統計季報」

図表17　機械受注額の動き



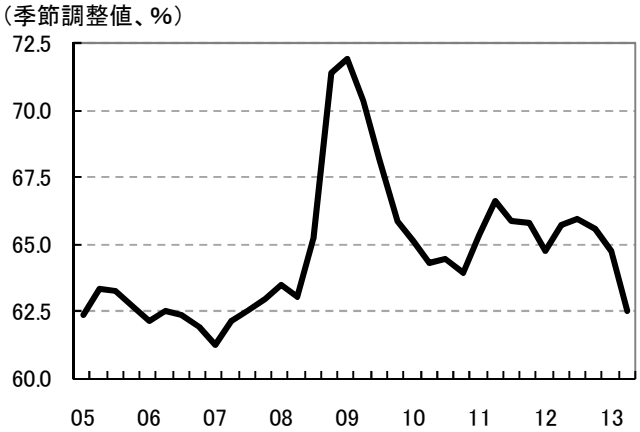
（資料）内閣府「機械受注統計」

しかし、家計部門での前向きの循環に向けた動きは一進一退の範囲を出ていない。7月の失業率が3.8%と前月から更に低下し、企業収益の回復によって労働分配率はリーマンショック前の水準まで低下している（図表18,19）。

図表18　日本の失業率の推移

（資料）総務省「労働力調査」

図表19　労働分配率の推移



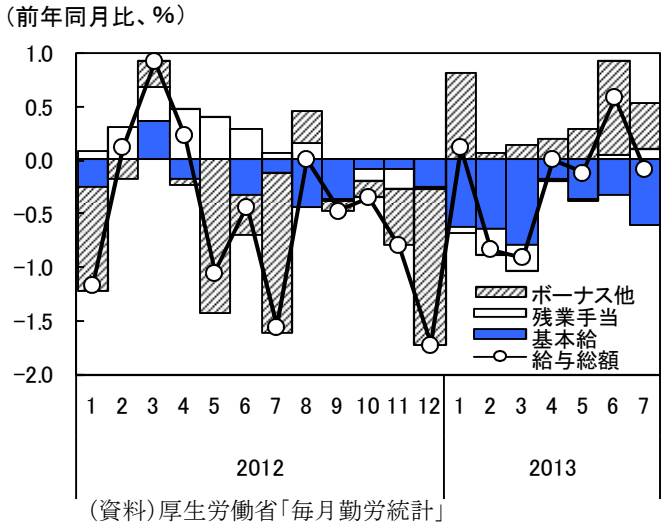
（資料）財務省「法人企業統計季報」
（注）労働分配率＝（人件費）÷
（人件費＋支払利息＋減価償却費＋経常利益）

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

今年の一人あたり夏季ボーナス平均額は、中小企業の従業員まで含めても前年比プラスとなっているのも、企業収益の回復と、相対的な人件費負担の軽減が背景にあると考えられる。しかし基本給は弱い動きを続け、7月の一人あたり賃金は前年比▲0.1%と減少していることは（図表20）、国内企業が人件費増加に対しての慎重な姿勢を変えていないことを示唆する結果と言える。

労働需給が徐々に逼迫しつつあり、しかも企業収益回復で人件費を増やす余地が拡大する中、この先基本給を中心とする賃金が実際に上向くのかどうか、言い換えれば設備投資を増やし始めた国内企業が人件費増加をも容認し、前向きな循環の動きが企業から家計にまで波及するかどうかが国内景気回復の安定性と持続性を見る上で重要なポイントとなるであろう。

図表20　一人当たり賃金伸び率の内訳

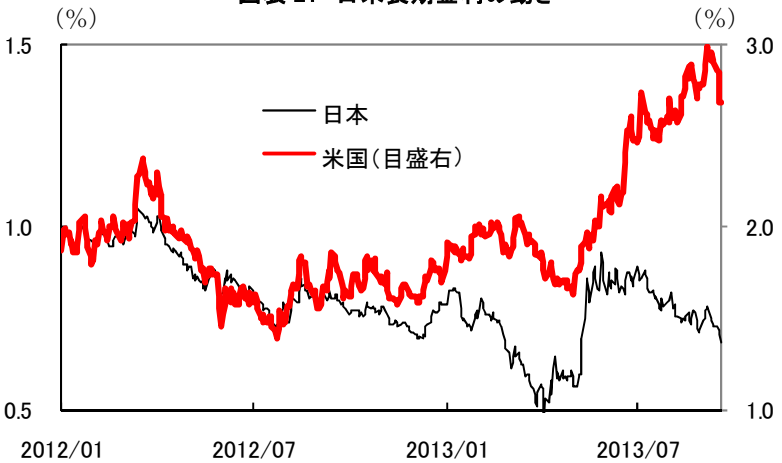


（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」

このように日本の実体経済が回復色を強めているにもかかわらず、長期金利は日銀の量的質的金融緩和による大量の国債買い入れが続く中、低下基調で推移している。先行きについても、賃金の回復ペースが高まらないという基本的な見方に沿えば、急激に上昇する可能性は低く、米国金利上昇の影響を受けても緩やかな上昇に留まるというのが長期金利のメインシナリオである。

但し、国債の流動性は依然として低いままであるため、今後も日米双方の景気回復が続けば、日銀の買い入れだけで長期金利を抑えきれない局面が来る可能性もある。その場合、従来連動性が高かった日米長期金利の乖離が最近拡大しているだけに、大幅に上昇する可能性が高くなっている点には留意しておく必要があろう（図表21）。

図表21　日米長期金利の動き



（資料）Bloomberg

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

以上、内外経済の現状とともに今年度下期にかけての世界経済を展望すると、米国では雇用者増加ペースに若干の振れもあるが、景気は依然として堅調な回復ペースを維持していると判断できる。この恩恵が欧州や中国景気の下支え要因として徐々に現れつつあり、日本では企業部門における前向きの循環、および自律的回復の芽が出てきている。世界経済は総じて上向きつつあり、米国を筆頭に下期も改善に向かうと見込まれる。

金融市場の予想を覆す形で、米国連邦準備理事会が債券購入措置（QE3）規模縮小開始を見送ったことは、一時的に金利上昇を抑制して資産価格上昇と新興国通貨安を一服させるプラス効果をもたらした反面、この先米国景気加速する中で長期金利が急騰し、資産価格が調整するリスクを高めたというマイナス面も有する。この影響で日本の長期金利が急騰したり、アジア新興国の通貨下落圧力が再び強まったりする可能性もある。なかでも、経常赤字の新興国では、5月以降の通貨下落に伴う輸入インフレ圧力上昇や利上げが実体経済に及ぼす悪影響がこれから顕在化する可能性が高いため、経済金融環境の推移にはこの先も注意を要するだろう。

図表 22　日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013		2014	見通し総括
			7-9	10-12	1-3	
実質経済成長率	日本	前期比年率%	＋ 2.1	＋ 3.2	＋ 4.1	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
	米国	前期比年率%	＋ 2.6	＋ 2.8	＋ 3.0	年後半以降、製造業部門でも雇用増加するなど景気再加速、2014年以降は3%成長に
	欧州	前期比年率%	＋ 0.4	＋ 0.8	＋ 0.8	景気は底を打ったものの、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%	＋ 7.5	＋ 7.7	＋ 7.8	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	%	0.65～0.89	0.65～0.85	0.70～1.00	量的質的金融緩和の効果が下方圧力となる一方、米国金利上昇などをきっかけに急騰の可能性が残る
	米国10年債利回り	%	2.47～3.00	2.60～3.00	2.75～3.10	FRBはフォワードガイダンス強化で金利抑制を図るも、一回のQE3減額幅が大きくなるため急騰リスクもあり
	円ドルレート	円/ドル	96.2～101.2	97.0～102.0	98.0～103.0	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	1.28～1.35	1.32～1.37	1.30～1.36	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。