

2013. 11 No.19

三井住友信託銀行

調査月報



時論

課題先進国日本が迎えるオリンピック..... 1

経済の動き

回復続く国内景気の現状と先行き懸念材料

(月例グローバル経済金融レビュー)..... 3

ドイツでは内需拡大の好循環が生じるか..... 11

新興国への資金流出入を選別する要因..... 17

時論

課題先進国日本が迎えるオリンピック

2020 年の夏季オリンピック・パラリンピックの東京開催決定を機に、巷では「経済効果は〇兆円」「アベノミクス第四の矢に」「東京大改造のためのインフラ投資を」「観光立国実現の契機に」と様々なオリンピック効果に期待する声が喧しい。

現在並びに 2020 年の日本経済の規模や発展段階、需要構造の多様化、更には厳しい財政事情を勘案すると、東京オリンピックを機に日本経済の成長に弾みがついたり、社会の有姿や人々の意識が劇的に変わることはあまりないと思うが、上記のような効果や変化は大なり小なりあるだろう。

また、東京オリンピックの開催如何に関わらず、日本は、世界からヒト・モノ・カネ・サービス・カルチャーなどをどんどん輸入し、逆に日本からもどんどん輸出するという国家像を目指すしかなく、それに伴い、社会構成員の属性・価値観・慣習も多様化していくだろう。そのような、日本有史以来、経験したことのない開放的な国家社会に変容していく中にあっても、日本は自らの核や芯たるものを維持し、適応させる精神的持久力と受容性を持ち得るかどうか、試されることになるだろう。東京オリンピックという一大イベントは、日本がそのような方向に向かう上で有力な先導役となり、格好のトレーニングの場ともなるだろう。こうした意味でも、東京オリンピック開催を上手く活かす方途についてはいろいろ議論されてしかるべきだろう。

同時に、この 2020 年大会を迎えるに当たっては、開会式で実況アナウンサーが「日本人の一人一人のすべての努力は、今日この日のために払われた感じがいたします」と叫んだ 1964 年東京大会のように、また近年の新興国がそうしているように、自国の経済力や国際的地位の向上を内外にお披露目すること、自国民に一体感を植え付けること、経済効果を開催意義として重きを置くことに傾斜しない、成熟・安定・老成したベテラン先進国に相応しい姿勢が求められよう。それには、次の二点は挙げられるのではないかと。

第一は、課題先進国としての姿勢である。

日本は、人口の少子高齢化と減少（2020 年まで日本の人口は 300 万人以上減少する）、国内市場の縮小、財政・年金・医療財政の悪化、原発の存廃を含むエネルギー供給問題、後発工業国の追い上げ、格差拡大など、先進国・新興国問わず、どの国もいずれは直面する課題を、どの国でも経験していないレベルで抱えている課題先進国である。こうした課題克服を目指し、「プライマリーバランスの黒字化」「ヘルスケア関連産業の市場規模を 10 兆円に拡大（現状 4 兆円）」「指導的地位に占める女性の割合を 30%以上に引き上げ」「外国企業の対内直接投資の倍増（35 兆円に）」といった多くの政策が掲げられているが、いずれも 2020 年が目標達成年となっている。

2020 年に向けてオリンピック開催準備ばかりに目を向け、すべてに優先されることなく、上記の課題克服の方策とモデルを世界に提示し、実行するという「課題解決先進国」としての成果を

積み上げていくことが、日本が世界に見せるべき姿勢であろう。国際公約となった福島第一原発の汚染水対策に万全を期すことは当然であり、建設資材・技能者がオリンピック特需に集中して東北復興を妨げるようなことはあってはならないだろう。

第二は、世界という共同体における“世話人”としての姿勢である。

世話人とは、誰かに頼まれなくとも、煩瑣な事務を引き受けて会合の円滑な運営を図ったり、人々の面倒をみたり、仕切ってくれる地域の長者のことである。日本は、国際機関への出資比率で見れば堂々たる存在だが、国際社会において世話人の如く主体的に振る舞い、何かしらの基準やコンセンサス作りをリードした場面は、英国やフランスと比べても少ないように思うし、国民意識においてもそのような自覚はまだ希薄なのではないか。

オリンピックは、近年の商業主義や国威発揚色は少々鼻につくものの、世界の人々に共通体験を提供し、国際社会の多様性を再認識させ、自国選手の活躍を見た各国国民に自信と夢を与えるという世界最大の「国際公共財」であることに変わりはない。そのような場を、自国のアピールを少々控え目にして、「日本にとって、日本のために」というソロバン勘定は内に秘め、粛々と国際社会に提供し、手堅く運営するというのが、1964 年とは全く異なる発展段階に達した、真の先進国であり成熟国家たる日本のオリンピック運営のあり方ではないか。

(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。

回復続く国内景気の現状と先行き懸念材料

(月例グローバル経済金融レビュー)

<要旨>

いわゆる「アベノミクス」がもたらした円安と株高は、企業業績の回復と資産効果による消費増をもたらししたが、ここに来て消費の伸びが頭打ちになっており、円安の副作用としての物価上昇が更なる消費下押し圧力になる可能性がある他、設備投資の増加ペースがなかなか高まらない中で輸出の伸びも安定しないという懸念材料も出てきている。

海外経済に目を向けると、欧米中とも実体経済は底打ちから回復への流れが続いているものの、米国の政府債務上限問題で金融政策と金利正常化の道筋がやや不透明となり、債券購入措置(QE3)の規模縮小が遅れることによる将来的な長期金利急騰リスクが生じている。この影響は米国に留まらず、日本でも実質長期金利がマイナスに陥る中、将来のいずれかの時点で低すぎる水準からの調整が起きる可能性もある他、アジア新興国では、全体的に経常収支が悪化基調にある中、QE3規模縮小が遅れた分、実際に縮小が開始された時の通貨安圧力が大きくなるリスクが出てきている。

1. 国内経済・金融情勢 ～ 回復続く一方で浮上する先行きの懸念材料

いわゆる「アベノミクス」がもたらした円安の進行を一因として、国内企業の業績改善がより鮮明になっている。2013 年 9 月に調査が行われた日銀短観の大企業業績判断DIは、製造業で+12と1年前の▲3から大きく改善しており、年度通じた売上高経常利益率は、1年前の4.11%(2012年9月における2012年度計画)から5.48%(2013年度計画)まで上昇している(図表1)。また、製造業のみならず非製造業でも業績判断DIは+8から+14まで改善しており、更に細かい業種の動きを見ると、建設と不動産の改善幅が大きくなっている。これはアベノミクス第二の矢「機動的

図表1 日銀短観に見る過去1年間の企業業績変化

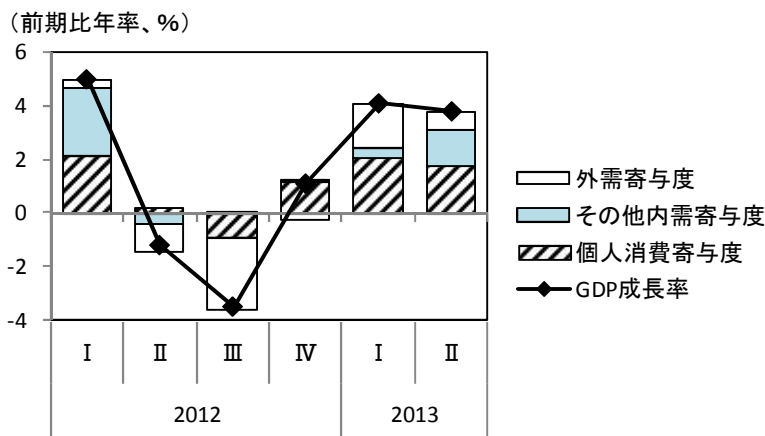
	業績判断DI(良い－悪い)			売上高経常利益率計画(%)		
	2012年9月	2013年9月	変化幅	2012/9時点 (2012年度)	2013/9時点 (2013年度)	変化幅
全産業	2	13	+ 11	3.83	4.56	+ 0.73
製造業	▲ 3	12	+ 15	4.11	5.48	+ 1.37
素材業種	▲ 7	12	+ 19	4.55	4.82	+ 0.27
加工業種	▲ 2	12	+ 14	3.89	5.81	+ 1.92
非製造業	8	14	+ 6	3.64	3.97	+ 0.33
建設	1	20	+ 19	3.03	3.55	+ 0.52
不動産	8	24	+ 16	11.51	11.60	+ 0.09
卸・小売	1	10	+ 9	2.18	2.18	+ 0.00
運輸・郵便	4	▲ 2	▲ 6	5.60	6.76	+ 1.16
情報通信	17	25	+ 8	11.98	12.75	+ 0.77
電気・ガス	▲ 5	▲ 18	▲ 13	▲ 5.14	▲ 3.81	+ 1.33
対事業所サービス	29	28	▲ 1	5.20	5.25	+ 0.05
対個人サービス	23	25	+ 2	5.10	4.92	▲ 0.18
宿泊・飲食サービス	6	5	▲ 1	3.75	3.93	+ 0.18

(資料) 日銀短観

な財政政策」に基づいて打ち出された 2012 年度補正予算をはじめとする大規模な財政支出に伴う公共投資の大幅増や、「大胆な金融緩和」が株価のみならず不動産市況の改善をもたらすという期待が高まっていることが背景にあると考えられ、アベノミクスは非製造業の業績も押し上げる効果を発揮したと言える。

更に円安と株価上昇は、企業部門の業績改善だけでなく、資産効果を背景にした 2013 年前半の消費の伸びをもたらした。2013 年に入ってから、日本の GDP 成長率は 1-3 月期が前期比年率 +4.1%、4-6 月期は同 +3.8% と非常に高い成長率になっており、そのうち個人消費の寄与度がそれぞれ +2.1% ポイント、+1.8% ポイントとおよそ半分を占める。消費増加分の全てが資産効果によるものではないとしても、大きく影響したことは確かであろう(図表2)。

図表2 GDP 成長率の需要項目別寄与度

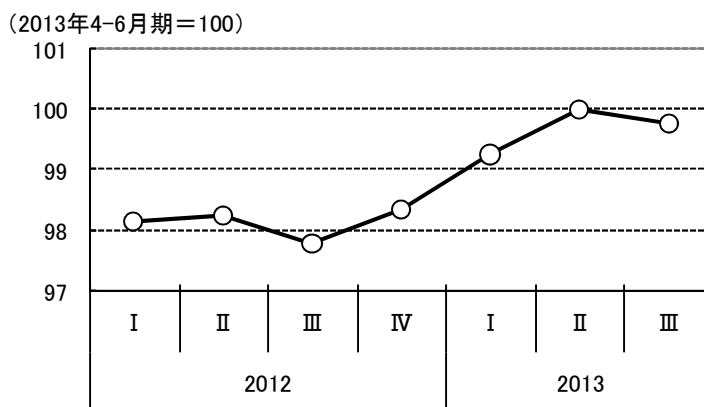


(資料)内閣府「国民経済計算速報」

しかし、景気の先行きを占う上で懸念すべき材料がいくつか出てきている。

一つは、年後半に入ってから個人消費の伸びが減速し始めていることである。内閣府が作成している個人消費総合指数の 7-8 月平均値は、4-6 月期を 0.2% 下回っており、アベノミクスがもたらした資産効果の息切れが明らかになりつつある(図表3)。2014 年 4 月の消費税率引き上げが決まったため、今年度後半から駆け込み需要の発生が個人消費を押し上げると見られるが、2014 年 4 月以降に見込まれる駆け込み需要の反動まで視野に入れた消費の阻害要因になり得る。この意味で、2013 年前半まで消費に支えられてきた国内景気の先行きにとっても懸念材料である。

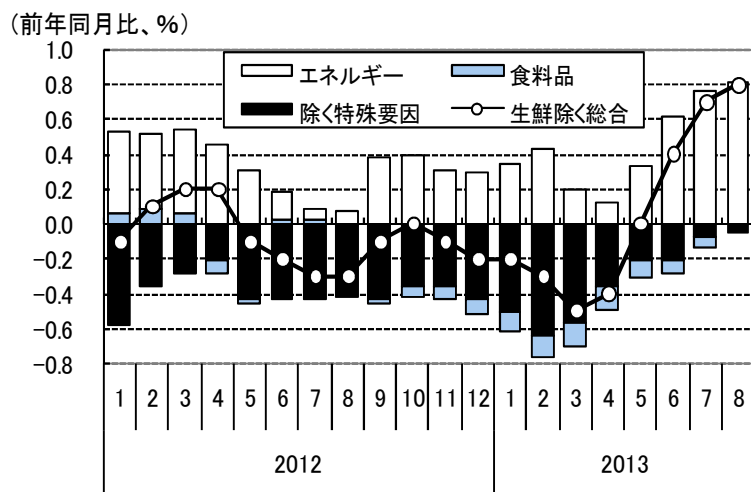
図表3 個人消費総合指数



(資料)内閣府「個人消費総合指数」

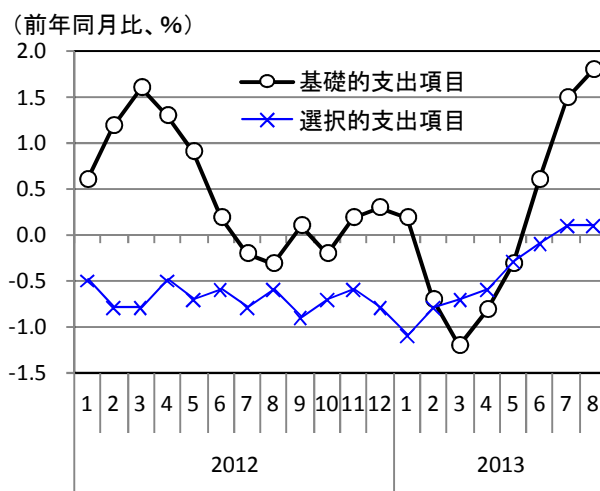
そして消費者物価が上昇していることも、先行きの消費を抑制する要因となる可能性がある(図表4)。2013年8月時点での消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)は前年同月比+0.8%と明らかなプラスで、押し上げているのは専らエネルギーである。また、基礎的支出と選択的支出それぞれの価格動向を見ると、前者の上昇率が明らかに高くなっている(図表5)。生活必需品は購入頻度が高いだけに、その価格上昇が消費者マインドに及ぼす悪影響も大きくなりやすく、これは円安の副作用とも言うべき動きである。

図表4 消費者物価上昇率の内訳(1)



(資料)総務省「消費者物価指数」

図表5 消費者物価上昇率の内訳(2)

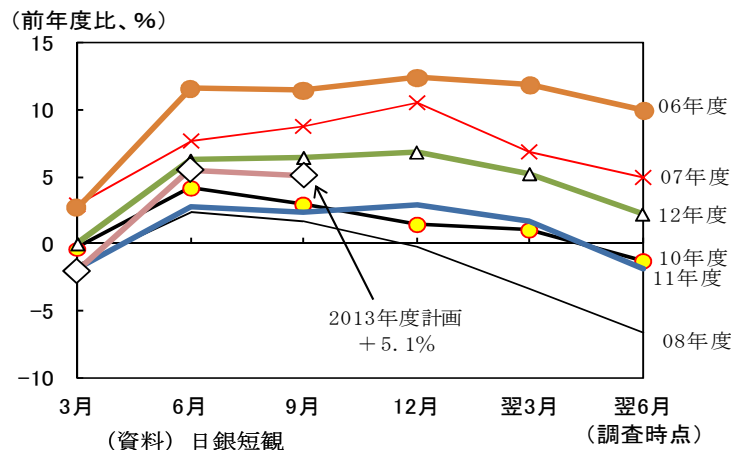


(資料)総務省「消費者物価指数」

日銀の金融緩和の効果という観点で見ると、足許の物価の動きは「円安による輸入価格上昇を販売価格に転嫁するケースが増えていることを示すもので、期待インフレ率上昇の第一歩であり、金融緩和の効果が着実に出ている」という見方もできなくはないが、基本給中心に賃金の弱い動きが続く今の環境では「賃金が伸びない中で物価上昇は実質所得の低下につながる要因」という解釈に傾きやすい。2013年の前半までは、円安は株高と資産効果を通じて消費を押し上げてきたが、この先は「物価上昇による実質購買力の低下」の側面が強まりかねないという脆さを抱えている。

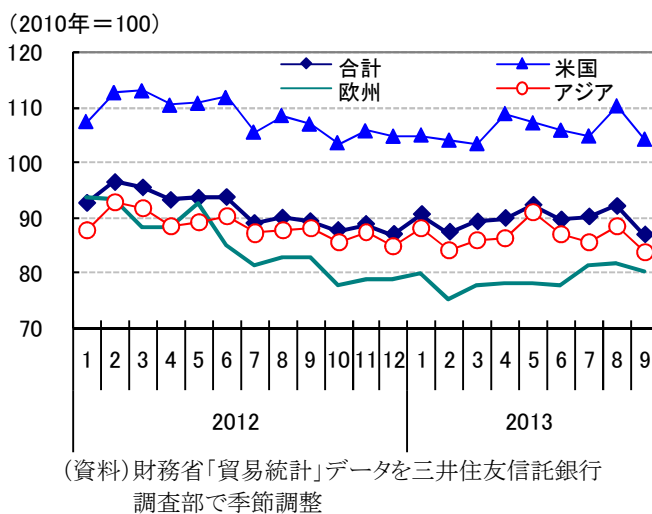
二つ目は、設備投資の増加ペースがなかなか高まらないことである。2013年9月の日銀短観における2013年度設備投資計画(大企業)は前年比5.1%とプラスになっており、設備投資が回復局面に入ったと見るのは妥当だが、今回の設備投資計画は前回調査比で▲0.3%下方修正されており、9月時点の計画値としては、最終的な実績が前年比+2.2%に留まった2012年度より低い(次頁図表6)。業況判断や利益計画は大幅に上向いているにもかかわらず設備投資を絞るという企業行動は、国内企業の投資に対する姿勢がなお慎重であることを示している。期待成長率を上向かせるべく打ち出された第三の矢「成長戦略」の効果が今のところ出ていない現状では、この先の日本経済に外需環境悪化などの変化が生じた場合、設備投資の増勢が止まってしまう可能性もある。

図表6 日銀短観の設備投資計画(大企業)



三つ目が、その外需の動きを示す輸出が弱いことである。2013 年 9 月の輸出金額は前年比 +11.5%と7カ月連続のプラスになっているが、輸出数量で見ると同▲1.9%と3カ月ぶりのマイナスに落ち込むなど、実質ベースでの回復基調は安定していない。輸出数量指数(季節調整値)の推移を見ると、9月はいずれの輸出先も減少しており、7-9 月期平均で見ても前期比▲1.0%の減少となる(図表7)。

図表7 輸出数量指数の動き



日本銀行が公表している実質輸出も7-9 月期は前期比▲1.1%と減少しており、実質輸入は+2.5%と増加していることから、7-9 月期 GDP における外需の寄与度はマイナスになるのがほぼ確実である。前掲図表3のように、7-9 月期は消費の伸び率も低下するため、GDP 全体の成長率も低下し、公的需要に依存した歪な姿になる可能性が高い。安倍政権の財政支出によって、公共投資が高い伸び率を維持する他、消費税率の引き上げが決まったことで2013 年度後半からは駆け込み需要も発生するため、10-12 月期以降の成長率は再び高まる可能性が高いが、プラス成長の質や、国内企業の設備投資の持続性を見る上では、外需はやはり重要な位置を占めている。

では、日本からの輸出を左右する海外経済金融情勢がどのように推移しているのか、以下ではこの点について見ていきたい。

2. 海外経済・金融情勢 ～ 米国財政に関する不確実性の及ぼす影響に要注意

(1) 米国 ～ 財政巡る不確実性は「先送り」

2014 年度の予算に関する民主共和党間の合意ができなかったために、10 月から始まった一部政府機関の閉鎖は、間もなく連邦政府債務が法定上限に達することによる米国債デフォルトの懸念にもつながっていた(図表8)。10 月半ばに漸く債務上限の期限延長と暫定予算組成についての合意がなされたことで、年内の景況感悪化と金融市場における極端なリスク回避行動の蔓延は、辛うじて防がれた。

しかしながら、12 月 13 日までに中期の財政削減計画に関する合意が成立しなければ、2014 年 1 月以降の強制歳出削減が発動される他、続く 2 月 7 日には債務上限問題が再燃することになる。この点からみれば、今回の合意は米国財政に関する不確実性を「先送り」するものに過ぎないという見方ができる(図表9)。

図表8 急上昇した政策不確実性指数



図表9 債務上限問題を巡る期限

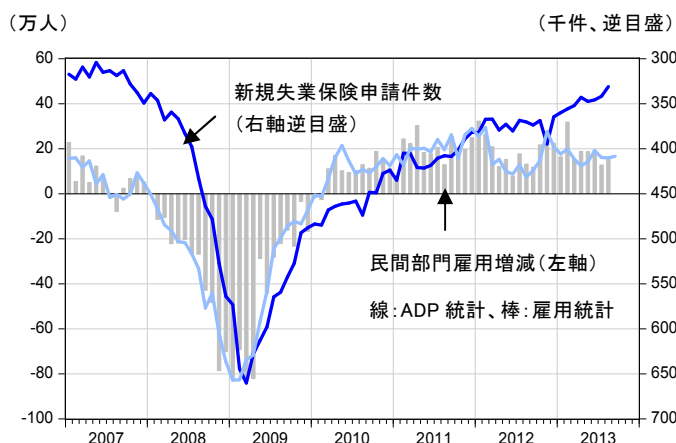
デッドライン		内容
2013年	12月13日	「中期財政赤字削減」の議会での合意期限
2014年	1月15日	暫定予算の失効期限
	2月3日	2015年度予算の大統領署名期限
	2月7日	債務上限延長期限
	4月15日	2015年度予算の議会承認期限

(資料) 各種報道より三井住友信託銀行調査部作成

米国の実体経済に目を転じると、政府機関閉鎖の影響で公表が遅れていた 9 月雇用統計では、失業率は 7.2%と前月から 0.1%ポイント低下したものの、民間非農雇用者数の前月差増加幅は 14.8 万人と、同 18 万人前後だった事前の予想を下回った。新規失業保険申請件数などから見る限り、労働市場の改善は続いているものの、やや力強さに欠ける内容であった(次頁図表 10)。企業の景況感は改善しており、今後米国企業が設備投資に前向きとなることが予想されるが(次頁図表 11)、2013 年内の成長ピッチは年率 2～2.5%成長と、3%には達しないと見込まれる。かかる状況を踏まえると、2013 年内に FRB が現在の債券購入措置(QE3)の規模縮小を開始する可能性は低下したと見るのが妥当であろう。

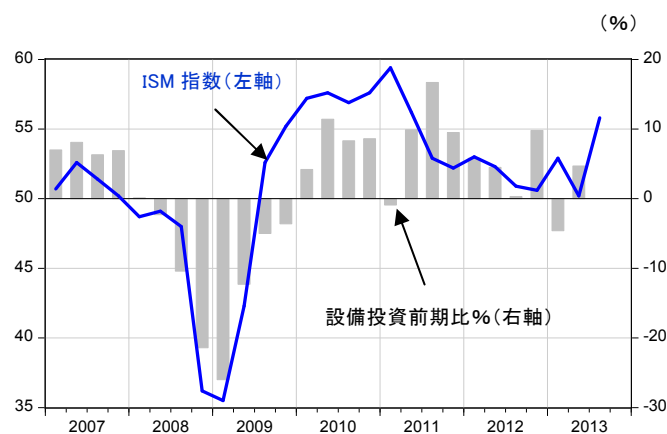
数カ月前までは 9 月にも開始されると見られていた QE3 規模縮小は見送られ、更に米国財政を巡る不確実性の高まりで、金利正常化に向けた動きが更に遅れることになる。このことは、短期的には金融市場にプラスであっても、将来的に金利正常化のペースが速くなることを通じて長期金利急騰リスクを高める要因となっている。

図表 10 米国雇用情勢の動き



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

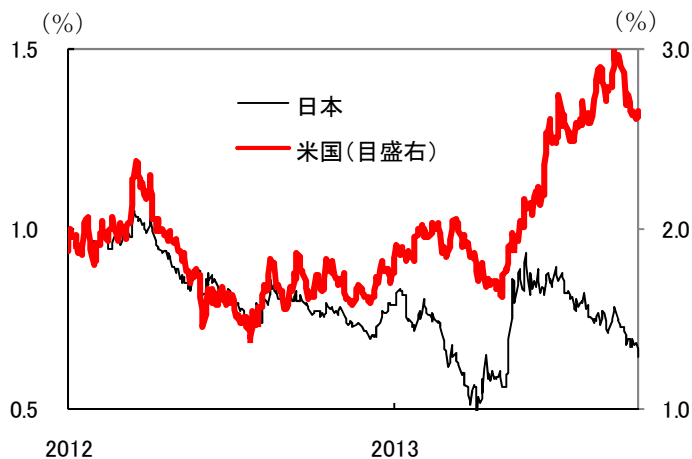
図表 11 米国企業景況感と設備投資



(資料) Bloomberg、米国商務省より三井住友信託銀行調査部作成

そしてこの影響は、米国内に留まらない。例えば、将来どこかの時点で日本の長金利急騰のきっかけになり得るのがその一つである。従来、日米長期金利は連動性が高かったが、ここ数カ月は乖離幅が拡大している(図表 12)。この乖離は、米国では量的緩和解除に向けた動きが出ているのに対して、日本では大規模な緩和が続き、一部では追加緩和の声も出ているという金融政策の方向性の差に起因しており、自然なものと言える。しかしこの状態で米国金利が急騰した場合、日本の見かけ上の実質金利が既にマイナス(10 月下旬の長期金利が 0.6%であるのに対して、CPI コア上昇率は+0.8%、前掲図表4)という低すぎる水準から急上昇する可能性もゼロではない。

図表 12 日米長期金利の動き



(資料) Bloomberg

(2) 欧州・アジア ～ アジア新興国はQE3縮小開始時の影響に注意

米国で財政問題を巡る不確実性が高まる中、欧州と中国の景気は緩やかな回復を続けている。ユーロ圏の失業率は、ギリシャをはじめとして悪化している国もあるが、ポルトガル・スペインなど周縁国でも低下に転じる国が出てきており、ユーロ圏全体では 8 月に 12.0%と 4-6 月の 12.1%から若干ながら低下し、少なくとも上昇に歯止めがかかっている(次頁図表 13)。また中国では、10 月製造業 PMI(HSBC) 指数が 50.9 と 3 カ月連続で 50 を上回った他、7-9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+7.8%と、4-6 月期の同+7.5%から 3 四半期ぶりに伸び率を高めた(次頁図表 14)。

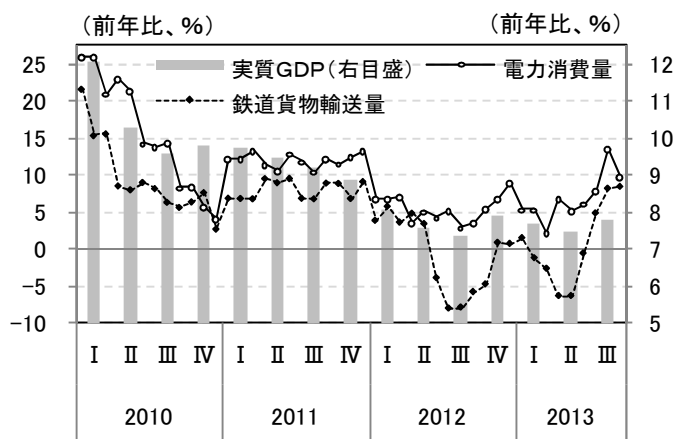
図表 13 ユーロ圏主要国失業率の推移

(%)

	4	5	6	7	8
ユーロ圏17カ国	12.1	12.1	12.1	12.0	12.0
ドイツ	5.3	5.3	5.3	5.2	5.2
フランス	10.8	10.8	10.9	11.0	11.0
オランダ	6.5	6.6	6.8	7.0	7.0
イタリア	12.0	12.2	12.1	12.1	12.2
スペイン	26.5	26.4	26.3	26.2	26.2
ポルトガル	17.3	17.0	16.7	16.6	16.5
ギリシャ	27.2	27.5	27.5	27.6	

(資料) Eurostat

図表 14 中国の経済成長率と代表的景気指標

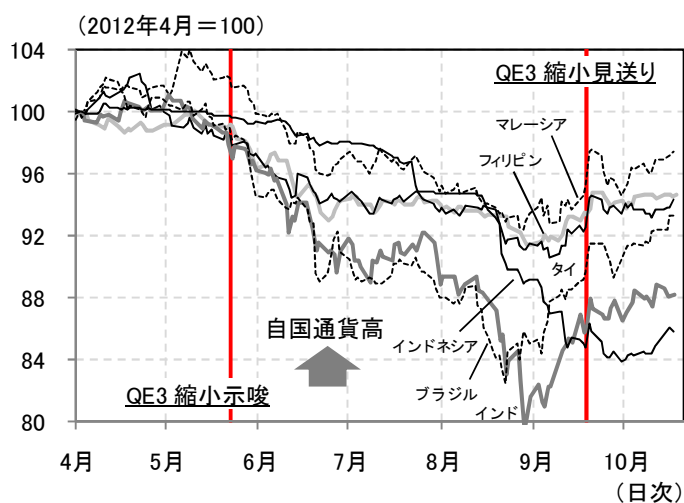


(注) 電力消費量の1月と2月は両月の合計値より計算。

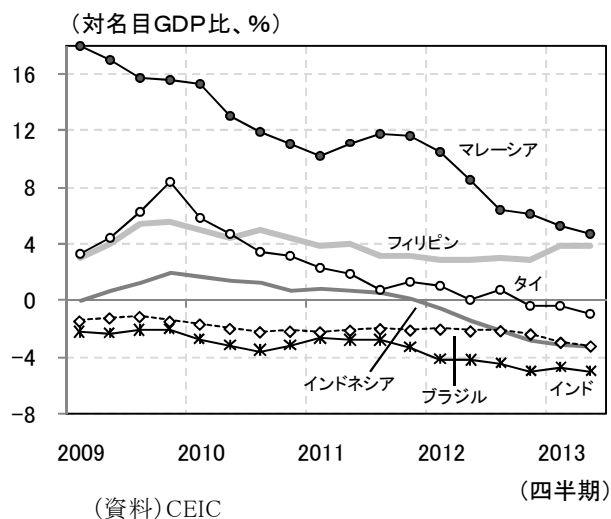
(資料) CEIC

中国以外のアジア新興国について、米国のQE3縮小開始が9月に見送られたことや、債務上限問題に起因するドル安圧力の為に新興国通貨への下落圧力は和らぎ、足許では総じて上昇している(図表 15)。上述の通り、来年2月に向けて米国で再び財政問題が浮上する懸念が残るため、それまでは新興国通貨への下落圧力が強まる可能性は低いと見られる。但し、過去数カ月の利上げの悪影響が、7-9月期以降の経済成長率を鈍化させる可能性ははみだ残る。更に、タイが新たに経常赤字に転じるなど、経常収支は全体的に悪化トレンドにあるため、米国のQE3規模縮小開始が遅れば遅れるほど、実際に規模縮小が開始された時の新興国通貨に対する下落圧力、および通貨防衛のための利上げを余儀なくされることで実体経済に及ぶ悪影響が大きくなる恐れがある(図表 16)。この点は、アジア新興国経済の将来的なリスク要因として念頭に置き続ける必要があろう。

図表 15 アジア新興国の対ドル為替レート



(資料) CEIC

図表 16 アジア新興国の経常収支
(過去4四半期平均)

(資料) CEIC

以上、現時点における国内外の経済金融情勢を総括すると、日本では 2013 年に入ってから高い伸びを続けてきた個人消費の伸びが、資産効果の息切れとともに鈍化している他、足許では輸出の伸び悩みが明らかになっている。公共投資の大幅な増加でプラスの成長率は続くと思われるものの、設備投資の伸びがなかなか高まらないこともあって、依然外需動向は重要な位置を占めている。

海外の実体経済は、欧米中ともに底打ちから回復への流れが続いているものの、米国での債務上限問題に起因する不確実性の高まりで、金融政策と金利正常化の道筋がやや不透明となってきた。かかる政策面での不確実性が、米国では緩和解除の遅れによる将来の長期金利の急騰、日本では見かけ上の実質金利がマイナスという低すぎる水準からの長期金利急上昇、そしてアジア新興国では、経常収支が悪化する国が増える中で、QE3規模の縮小が実際に開始された際の通貨安圧力再燃の可能性が挙げられよう。

図表 17 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 %	+ 1.3	+ 3.2	+ 4.1	7-9月期は一旦低下、その後公共投資と消費税率引き上げ前の駆け込み需要で高成長に
	米国		+ 2.0	+ 2.5	+ 2.8	持続的な企業業績改善を背景に設備投資が増加していくが、財政巡る不確実性が足かせになる可能性、年内の成長率は年率2%台に留まる
	欧州		+ 0.4	+ 0.8	+ 0.8	景気は安定しつつあるが、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 %	+ 7.8 (実績)	+ 7.8	+ 7.9	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	%	0.67～0.89 (実績)	0.50～0.70	0.55～0.80	7-9月期の成長率鈍化で目先低下し、その後は米国とともに小幅上昇トレンドを辿る
	米国 10年債利回り		2.47～2.99 (実績)	2.40～2.80	2.60～3.00	QE減額12月開始は見送られ3月まで遅延の可能性、長期金利は緩やかな上昇に留まる
	円ドル レート	円/ドル	96.2～ 101.2 (実績)	96.0～ 101.0	97.0～ 102.0	日米ファンダメンタルズと金融政策の方向性相違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 (実績)	1.34～1.39	1.33～1.40	日欧双方の財政に関する不確実性で振れの大きい展開になる可能性あり

(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。

ドイツでは内需拡大の好循環が生じるか

<要旨>

ドイツは、過去最低水準の失業率にあるなど良好な雇用環境から内需拡大が期待されている。しかし、失業率低下の背景には 2000 年代前半に行われた労働規制改革により、労働コストの低い非正規型雇用が増加し、そのため家計全体では所得が伸びにくいといった構造変化が見られる。また、企業の設備投資が低迷していることに加え、欧州債務問題が深刻化した 2011 年以降においては、輸出が伸びているにもかかわらず設備投資が減少しているなど、直ちに内需が拡大する状況にはないと言える。

外需主導から内需拡大への好循環が生じるには、ドイツ国内の賃金上昇が必要であるが、グローバルな競争にさらされているドイツ企業にとって賃金コストを上昇させることは難しく、また、欧州政府債務問題が残るなど先行き不透明感が払拭されないうちは、設備投資も控えられることから、かつてに比べて外需から内需への好循環は生じにくく、この先もドイツの景気は外需に左右されやすい状態が続くと考えられる。

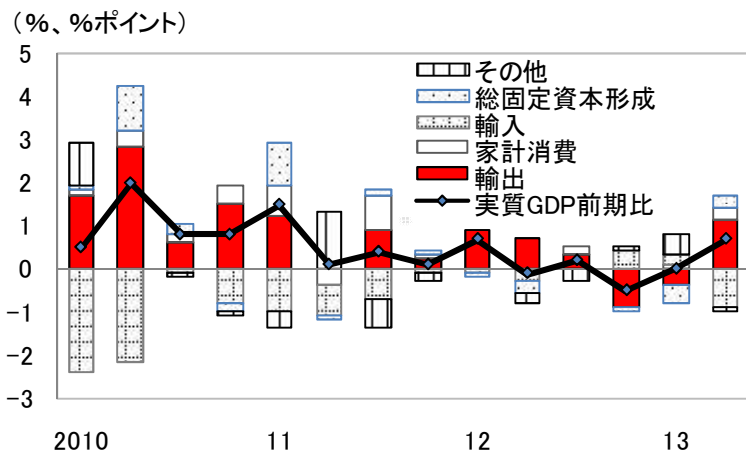
1. はじめに

ユーロ圏の実体経済は、金融市場が総じて落ち着いた状態を保っていることに加えて、米国の景気回復など外需環境の改善により、ドイツ・フランスなどを中心として 7 四半期ぶりに経済成長率が前期比プラスとなるなど、景気底打ちの可能性が出てきている。

ユーロ圏の中でも、ドイツは輸出競争力の強さを武器として、他のユーロ圏諸国よりも強い状態を維持してきた。その流れは今なお変わっておらず、ドイツの失業率は、リーマンショック後の一時的な上昇局面を除けば、2005 年以降改善しており、2013 年 8 月時点では 5.2% と過去最低水準となっている(図表 1、2)。

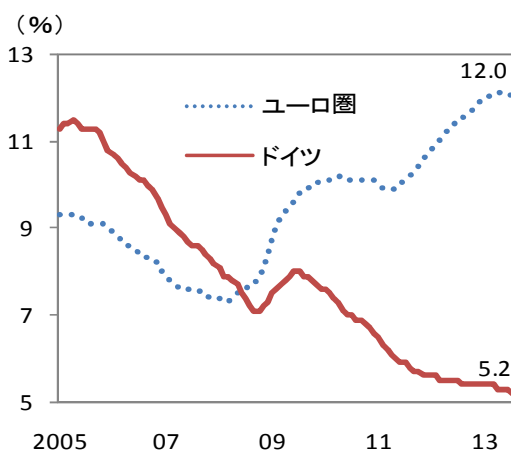
かかる環境下では、労働需給の逼迫によって賃金が上昇し、その結果、消費が拡大していくことが期待される。そこで本稿では、ドイツ実体経済において外需環境の改善が内需にも波及し、国内経済主体の所得と需要双方が伸びていく「内需の好循環」が生じるかどうかを検証する。

図表 1 実質 GDP 成長率の要因分解(ドイツ)



(資料) Bloomberg

図表 2 失業率

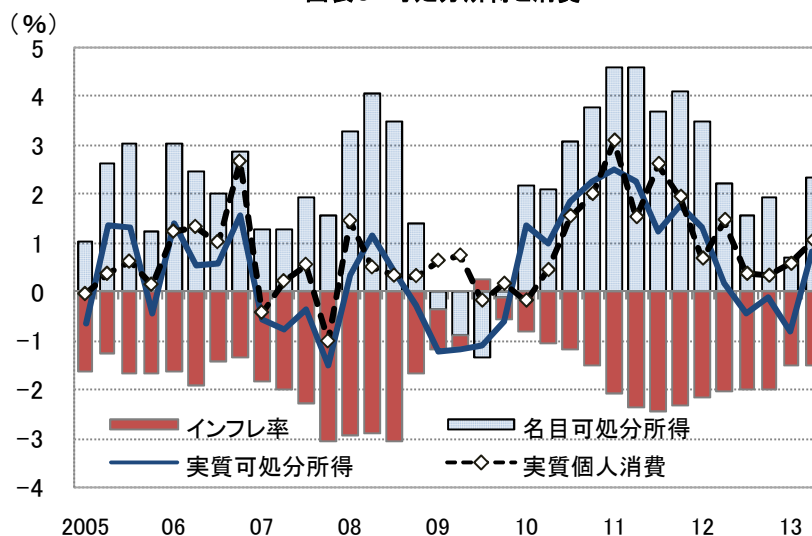


(資料) Eurostat

2. 失業率の改善と家計所得

最初に、国民経済計算のデータから家計部門の可処分所得をみると、失業率が低下し始めた2005年以降、名目可処分所得は年平均2.2%程度増加している。ただし、この間失業率は10%を超えた水準から5%台まで低下しているにもかかわらず、伸び率自体は趨勢的に高まっているわけではない。ここ数年間では、失業率低下が続いていたにもかかわらず、2011年に入る頃からは可処分所得の伸びはむしろ鈍化している。さらに、インフレ率を考慮した実質可処分所得でみれば、2005年から足許まで年平均0.5%程度の伸びしかなく、そのため、実質個人消費の伸びも安定的に拡大しているわけではない(図表3)。

図表3 可処分所得と消費



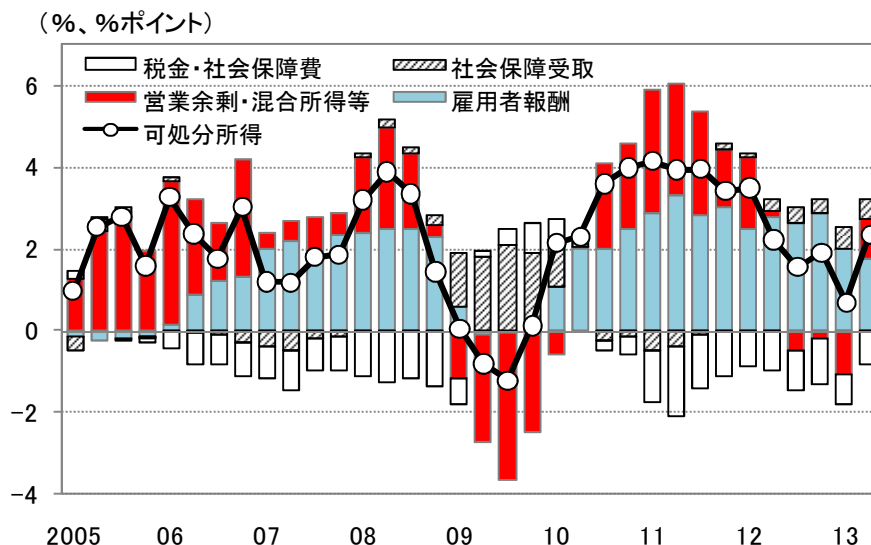
(注)いずれも前年比

(資料)ドイツ連邦銀行、Bloomberg

この理由を探るために、前掲図表3の名目可処分所得(前年比)を要因分解したのが次項図表4である。指摘できる家計所得の特徴は主に二つある。一つ目が、自営業・個人企業の所得や利子所得などを含む営業余剰・混合所得等の寄与度の振れが大きいことである。この項目の寄与度が落ち込んでいるのは、リーマンショック後の2009年前後と、中国はじめとする新興国の景気減速感が強まった2012年であることを踏まえると、ドイツの家計所得は外需環境に左右されやすい面があると言える。

そして二つ目が、失業率の低下が続く中でも雇用者報酬の伸びが高まっていないことである。リーマンショック後を除いて、寄与度は2%ポイント程度で大きな変化はなく、しかも足許1～2年は、失業率低下が進む中でも雇用者報酬の寄与度が縮小傾向にある。

図表4 可処分所得の要因分解

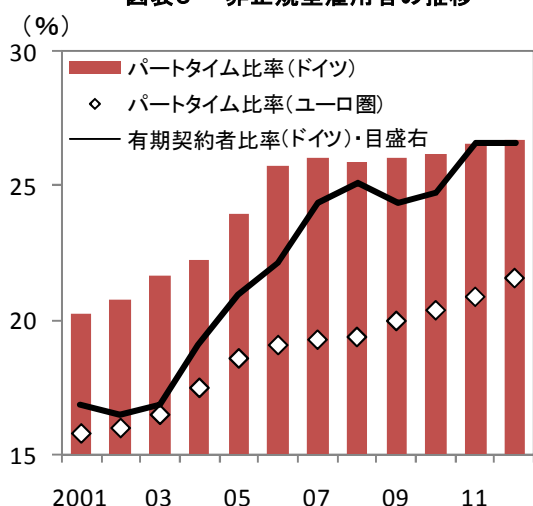


(注)営業余剰・混合所得等には、財産収入、移転収入を含む。

(資料)ドイツ連邦銀行

このように賃金の伸びが抑えられている要因のひとつとして、2000 年代前半に、シュレーダー政権下で行われた労働規制の改革が挙げられる。この改革は「ハルツ改革」と呼ばれ、就労促進を目的として、有期契約制限の緩和、派遣労働分野の拡大、ミニジョブ¹制度の導入等を行ったものである。この改革によって、いわゆる非正規型雇用が増加し、ドイツにおけるパートタイム労働者の割合は 2004～2007 年にかけて大きく上昇した。また、ドイツ労働市場・職業研究所 (IAB) によると、有期契約雇用者の割合も、ハルツ改革以降上昇し、2012 年では就業者の 7.6%が有期契約としており (図表5)。その結果、2000 年代初めまで 70%近くあった労働分配率は、リーマンショックの影響で利益が大幅に減少した 2009 年を除き、ここ数年では 60%台前半まで減少している (図表6)。

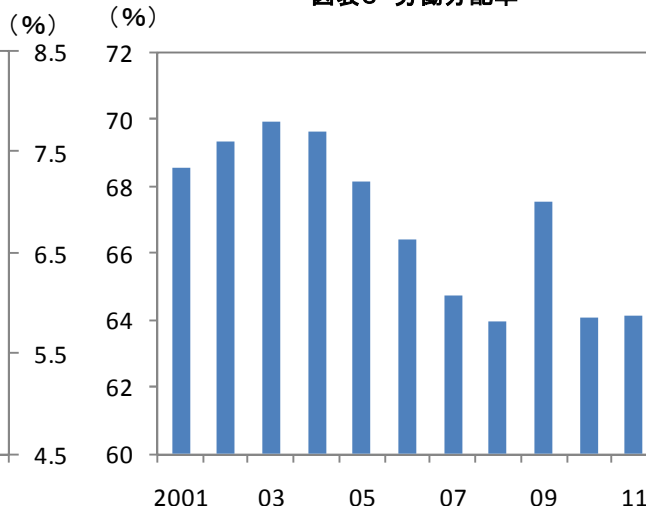
図表5 非正規型雇用者の推移



(注)労働分配率=人件費/(人件費+減価償却費+支払利息+経常利益)

(資料)Eurostat、ドイツ連邦銀行、IAB

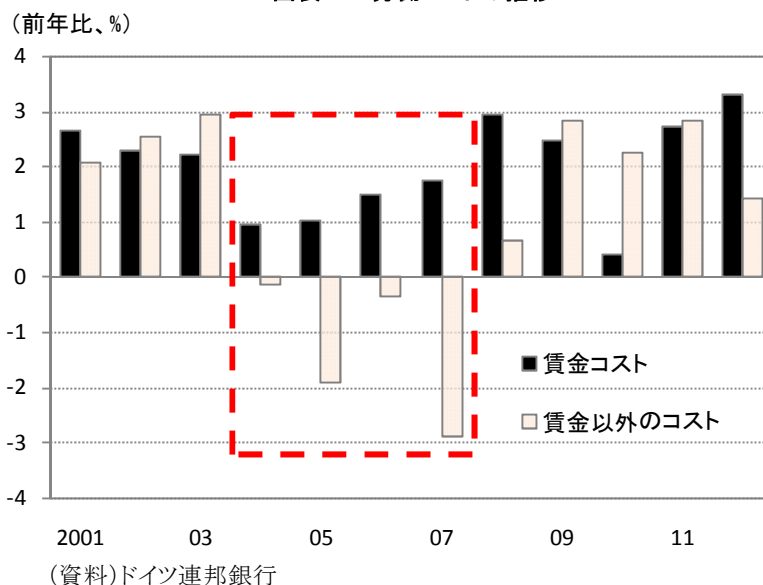
図表6 労働分配率



¹ ミニジョブとは、月額 400 ユーロ (2013 年より 450 ユーロ) 以下、あるいは最長 2ヶ月の労働形態で、所得税と社会保険料の労働者負担分が免除される制度。

労働コストを見ても、2004～2007 年にかけて賃金コストは緩やかな上昇にとどまり、社会保険料等の賃金以外のコストが減少していることから、企業は労働コストの安い非正規型雇用を増加させたことが分かる(図表7)。

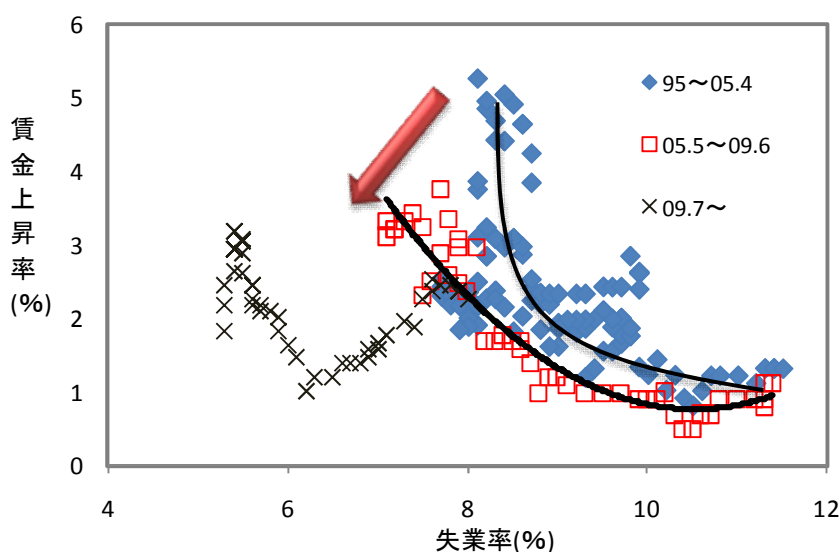
図表7 労働コストの推移



このような変化を、失業率と賃金上昇率の関係(フィリップスカーブ)から見たのが図表8である。横軸に失業率、縦軸に賃金上昇率を取った散布図では、右下がりの曲線が描け、失業率が低下すれば賃金が上昇するという関係が得られる。

ところが、失業率が回復し始めた 2005 年 5 月以降の賃金上昇率は、それ以前と比べて緩やかなものに留まっており、過去と同じ失業率でも賃金上昇率は低くなっている。また、リーマンショック後しばらく経った 2009 年半ば以降においては、失業率が低下しているにもかかわらず賃金上昇率は高まっていない。フィリップスカーブの下方シフトというマクロ的な構造変化をもたらした可能性が指摘できよう。

図表8 フィリップスカーブ



(注) 賃金は、ボーナスなど一時払いを除く基本給

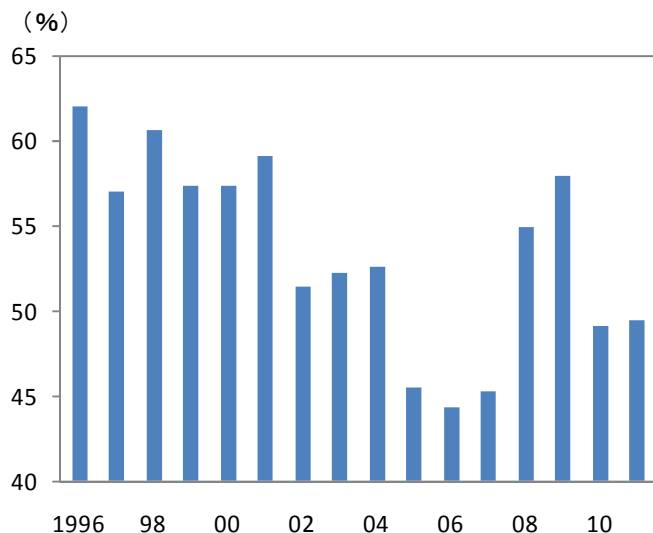
(資料) Eurostat、ドイツ連邦銀行

3. 企業のキャッシュフローと設備投資

では、内需のもう一つの柱である設備投資についてはどうだろうか。企業統計からキャッシュフローに占める設備投資の割合を見ると、1990 年代後半は 60%程度あったが、2000 年代前半に入ってから 45～50%程度まで年々低下している(図表9)。景気拡大局面である 2006 年以降においても、設備投資の割合は緩やかな増加にとどまっており、直近の水準は 2000 年前後よりなお低い。

更に、GDP 需要項目のうち、輸出と機械・輸送用機器の設備投資の推移をみると、リーマンショック以前の設備投資は輸出の動きに連動しているが、リーマンショック以降は輸出と設備投資の動きが乖離し、さらに欧州債務問題が深刻化した 2011 年以降においては、輸出が伸びているにもかかわらず、設備投資が減少している(図表 10)。自らの経営環境を巡る不確実性の高まりによって、企業が設備投資を絞っていることが窺えよう。かかる結果は、利益が出ても設備投資を増やしくなっていることを示し、この点においても内需の好循環は起きにくくなっていると判断される。

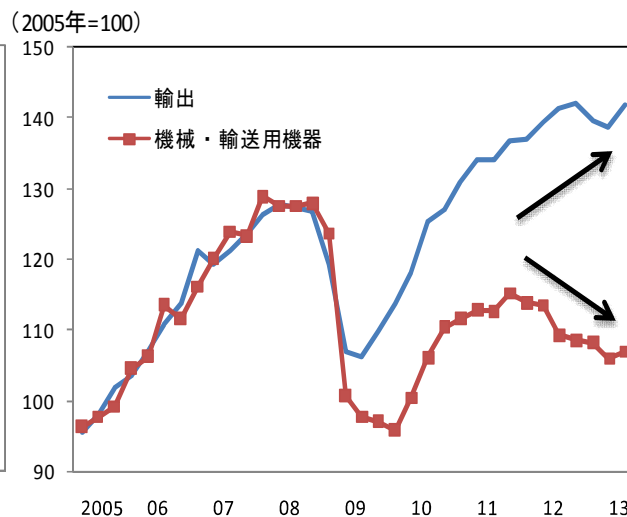
図表9 設備投資/キャッシュフロー



(注) 設備投資＝有形固定資産の増加額＋減価償却費

(資料) ドイツ連邦銀行

図表 10 輸出と設備投資



(資料) Bloomberg

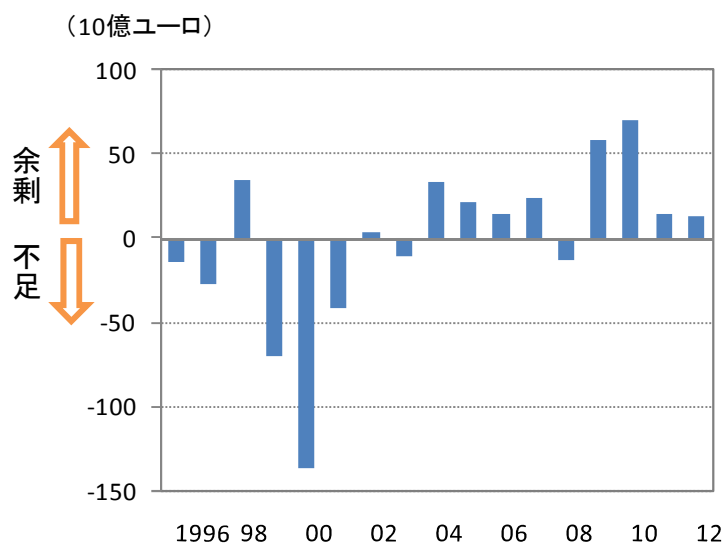
4. おわりに

以上見てきたように、ドイツでは過去最低水準の失業率という、一見、良好な家計所得環境にあるものの、その背景には、2003～2004 年を境として、非正規型雇用の増加などによって家計所得が伸びにくくなっているという構造変化が観察される。加えて、企業の設備投資に対する姿勢も慎重になっているという企業行動の変化が生じている。このように、企業が資金を人件費や投資に回すことなく「溜め込む」傾向を強めていることは、ちょうどこの時期に企業部門の貯蓄投資差額がマイナスからプラスに転じていることから裏付けられる(図表 11)。従って、外需環境が改善して輸出が増えても、それが家計所得と個人消費の増加にはつながりにくく、更には国内における設備投資も増えにくいことという日本と同じ状況にあり、内需における好循環が生じにくくなっていると

考えられる。

内需における好循環が生じるには、ドイツ国内の更なる賃金上昇が必要となるが、グローバルな輸出競争が激化する中で競争力を維持するために人件費を抑えてきたとすると、競争力維持の観点から企業が賃金を上げることには限界があると言える。また、欧州政府債務問題が残るなど先行き不透明感が払拭されないうちは設備投資も控えられるため、ドイツが内需の力強い拡大を伴う局面に入る可能性は低く、この先もドイツの景気は外需に左右されやすい状態が続くと考えられる。

図表11 企業の貯蓄投資バランス



(資料) ドイツ連邦銀行

(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。

新興国への資金流入を選別する要因

<要旨>

海外からの新興国向け対外与信残高は 2005 年以降、リーマンショック等による影響で一時減少に転じる局面はあったものの概ね右肩上がりで増加し資金流入が続いてきた。

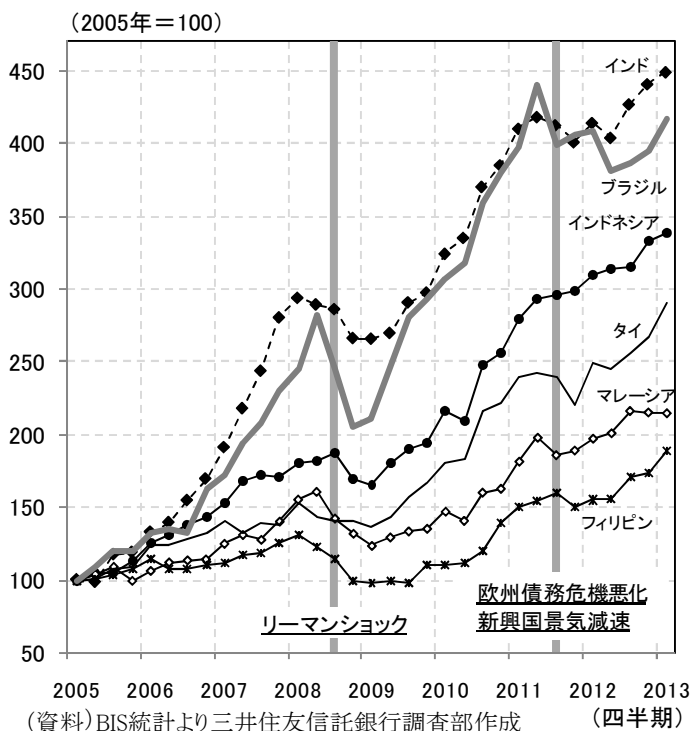
もっとも全体として流入超が続いた新興国向け海外資金も出し手別にみれば状況は異なり、特に欧州の銀行は債務危機が悪化した 2011 年 3Q 以降、多くの新興国から資金を引き揚げた。またインドやブラジルのように慢性的な経常赤字を抱える新興国では欧州からの資金流出がより進みやすく、逆に内需が堅調なフィリピンではこの間も資金流入が続くなど受け手側の経済状況にも左右されている。

このように新興国向けの海外資金流入の趨勢は主たる出し手がどこであるかという点と受け手の新興国自身の経済状況という双方の組み合わせで判断する必要がある。

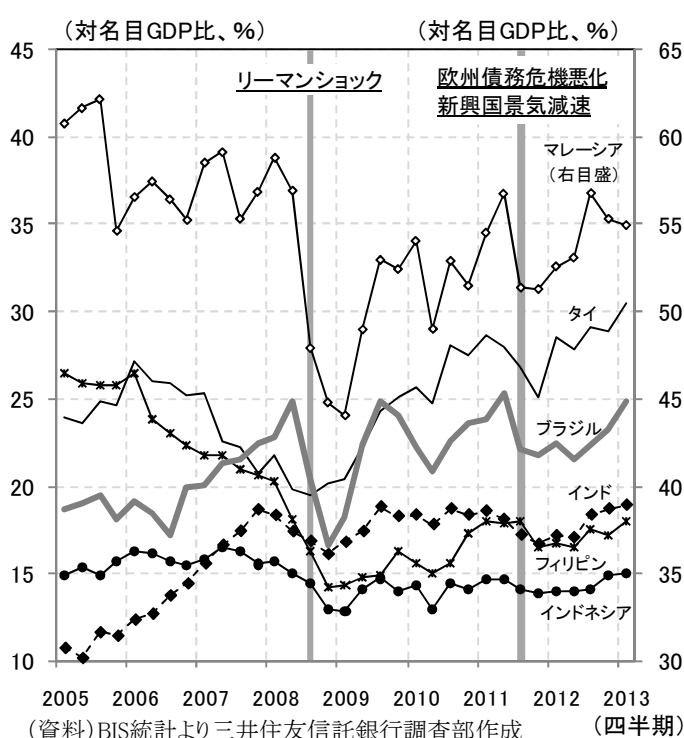
1. 新興国で続いてきた対外与信残高の増加

米国 QE3 規模縮小観測が高まった 今年 5 月以降、新興国は大幅な通貨安に見舞われてきた。背景には急速な資金流出に対する警戒感の強まりがあり、その後の相次ぐ利上げや為替介入、資本規制に加え、9 月半ばに規模縮小が見送られたことで通貨安に歯止めがかかった状態が続いている。しかし米国 QE3 規模縮小観測が高まる 5 月より以前は、足元の動きとは逆にこれら新興国への資金流入が長期間続いてきていた(図表 1)。

図表 1 対外与信残高（世界→新興国）



図表 2 対外与信残高（世界→新興国、対 GDP 比）



前掲図表 1 は BIS 国際与信統計からみた新興国向けの対外与信残高の推移である。これを見ると 2005 年以降、リーマンショックや欧州債務危機の悪化などで一時的に減少した時期を除けば、新興国に対する成長期待の高まりや世界的な金融緩和が後押しとなり新興国への対外与信残高は右肩上がりが増えてきたことが確認できる。特に慢性的な経常赤字を抱えるインドやブラジルでは同残高が大幅に増加している。またマレーシアやタイ、ブラジルといった新興国ではリーマンショック以降、対外与信残高の対 GDP 比が上昇し水準自体も高いことから、海外資金の動きにより左右されやすくなっている可能性が高い(前掲図表 2)。

本稿では ASEAN4(インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン)にインド、ブラジルを加えた新興国 6 カ国に対する 2005 年以降の対外与信残高の増加がどの国・地域からの資金によってもたらされたのかを主な出し手である日本や米国、欧州に分けて見てみる。

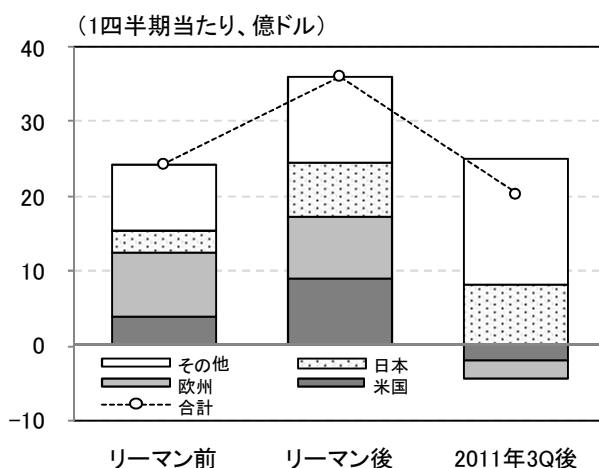
2. 新興国向け資金流入の国・地域別の動き

まずこれら新興国 6 カ国における 2005 年以降の対外与信残高の動きをみるために、リーマンショックが発生した 2008 年 7-9 月期と欧州債務危機が悪化し一部新興国で景気が減速し始めた 2011 年 7-9 月期を境に「リーマン前」、「リーマン後」、「2011 年 3Q 後」の 3 期間に分ける。その上でこれら新興国における 1 四半期当たりの資金流入(対外与信残高の差分)がどのように変化しているのかを確認していく。

(1) 海外資金の主たる出し手の特徴

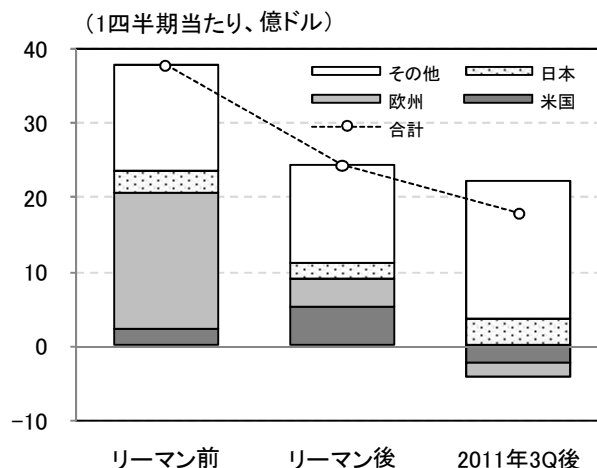
対象とする新興国 6 カ国のうち、インドネシアとマレーシア、インド、ブラジルの対外与信フロー全体の動きをみると、「リーマン前」と比べ「2011 年 3Q 後」の方が 1 四半期当たりの資金流入が減少していることが分かる(図表 3、4、5、6)。これは欧州からの海外資金が「2011 年 3Q 後」に流出超に転じたことによる影響が大きく、これによりブラジルは全体でも流出超となっている。

図表 3 対外与信フロー (世界→インドネシア)



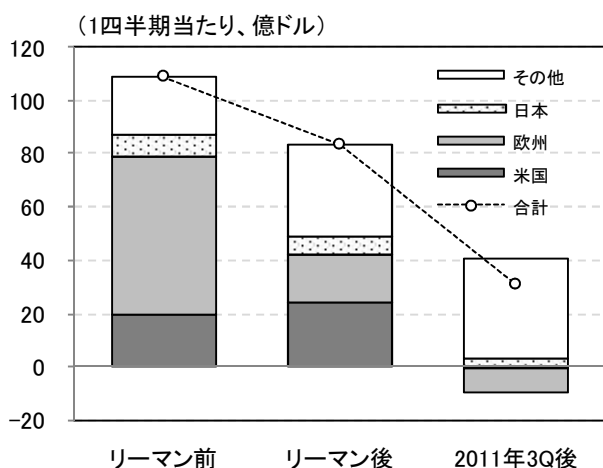
(資料) BIS 統計より三井住友信託銀行調査部作成

図表 4 対外与信フロー (世界→マレーシア)



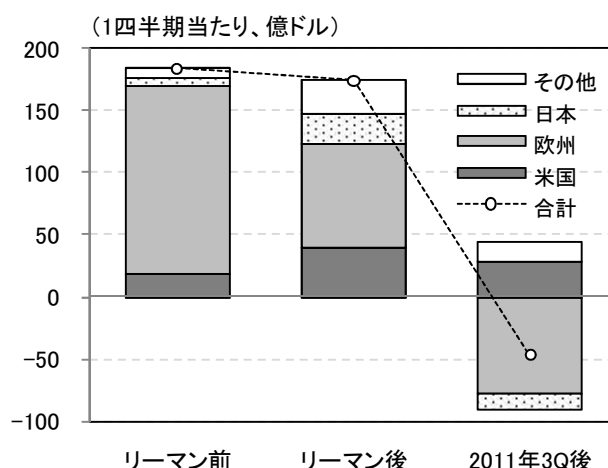
(資料) BIS 統計より三井住友信託銀行調査部作成

図表5 対外与信フロー（世界→インド）



(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

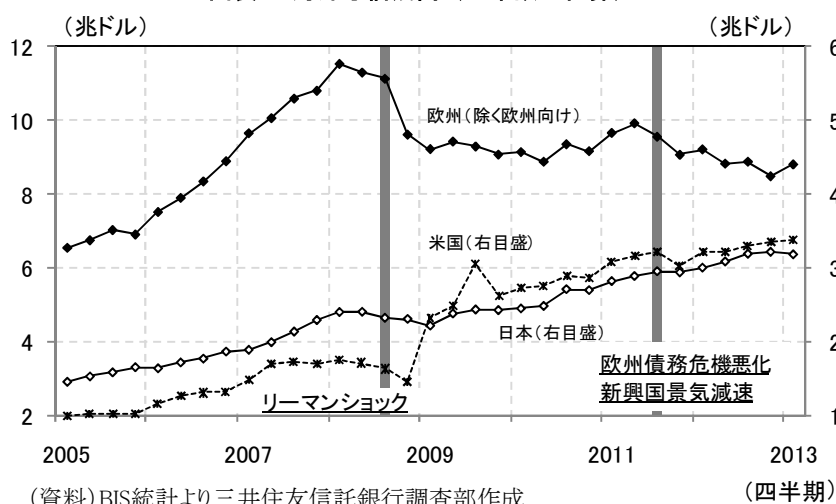
図表6 対外与信フロー（世界→ブラジル）



(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

欧州がこれら新興国から海外資金を引き揚げた理由としては、欧州債務危機による影響が大きいことが容易に想像できる。実際に日米欧による対外与信残高全体の動きをみても、リーマンショックや欧州債務危機の悪化後も対外与信残高を増やしている日本や米国とは対照的に、欧州の同残高は 2011 年後半から減少傾向にあった(図表7)。リーマンショック以降、欧州も日本や米国と同じく金融緩和を実施したにも拘らず、財政と金融と実体経済の悪循環の中で金融機関がデレバレッジを余儀なくされたことが主な要因であろう。

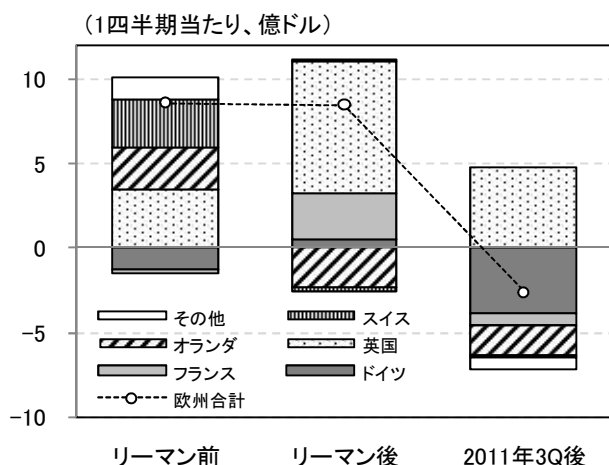
図表7 対外与信残高（日米欧→世界）



(2) 出し手と受け手双方の組み合わせによって変わる資金流出入

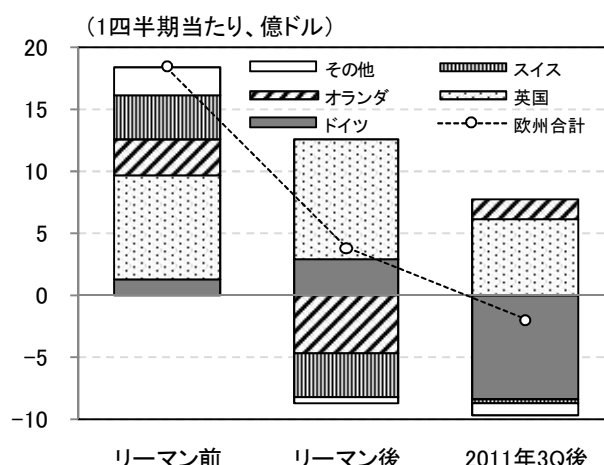
債務危機に揺れる欧州から資金が流出する動きは受け手側である新興国の間でも違いが見られる。新興国向けの海外資金の動きを欧州各国別に分けてより細かく見ると、先述の新興国4ヶ国のうちインドネシアとマレーシアでは「2011 年 3Q 後」も英国からの資金流入が継続していることが分かる(図表8、9)。

図表8 対外与信フロー（欧州→インドネシア）



(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

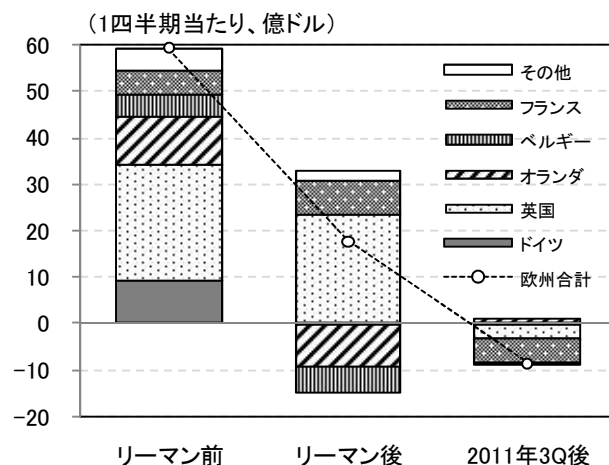
図表9 対外与信フロー（欧州→マレーシア）



(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

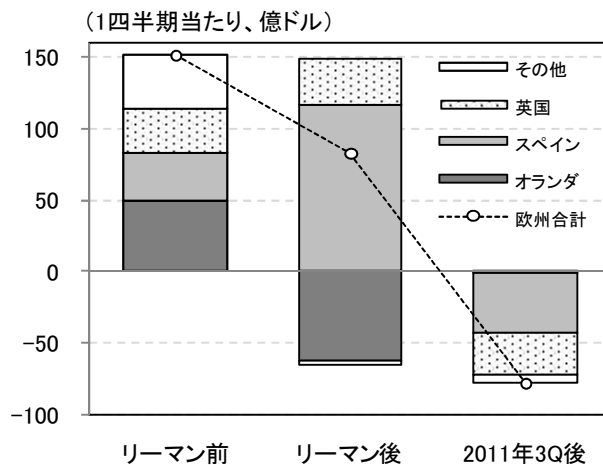
対してインドやブラジルでは「2011 年 3Q 後」に英国も含めたすべての欧州主要国が一斉に資金流出に転じており、この相違は両国が慢性的な経常赤字に陥っていることが出し手側から問題視され資金流出がより進んだとみられる(図表 10、11)。経常黒字国であるマレーシアや 2011 年まで経常黒字を続けていたインドネシアではユーロ圏に属さず欧州各国の中では相対的に欧州債務危機の影響が小さかった英国からの資金流入が続いてきたと考えられる。

図表10 対外与信フロー（欧州→インド）



(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

図表11 対外与信フロー（欧州→ブラジル）

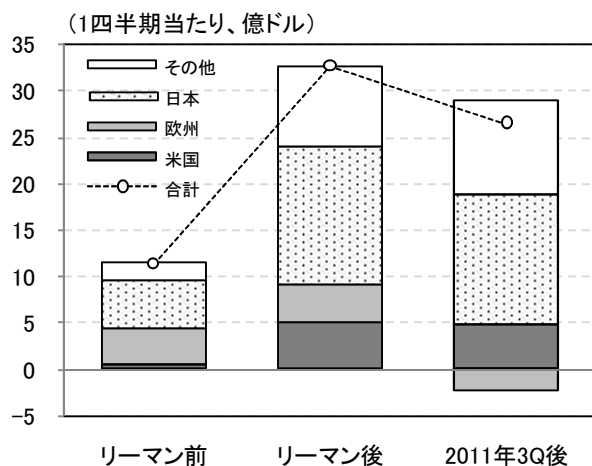


(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

またタイやフィリピンでは先述の新興国4カ国とは対照的に、「リーマン前」に比べて「2011 年 3Q 後」の方が1 四半期当たりの資金流入が増加している(図表 12、13)。

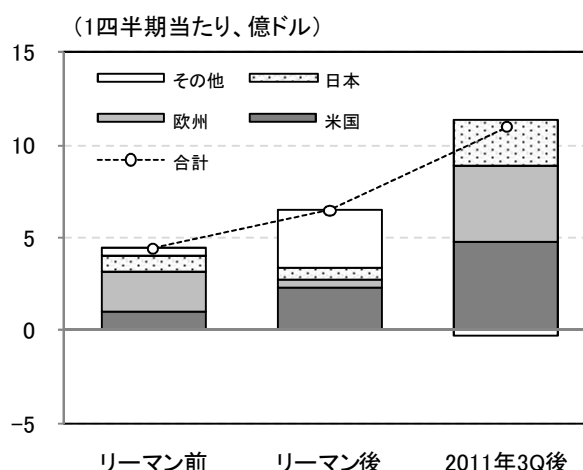
これはタイでは日本からの資金流入のウエイトが高く、他の新興国と同様に「2011 年 3Q 後」に欧州から資金が流出超に転じる中でも、日本からの資金が全体の資金流入を下支えしてきたためとみられる。またフィリピンでは堅調な内需を背景にリーマンショックによる景気への影響が限定的であったことに加え、足元でも高い成長率が続いていることが資金の出し手側から評価され資金流入に繋がっていると見られる。

図表 12 対外与信フロー（世界→タイ）



(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

図表 13 対外与信フロー（世界→フィリピン）



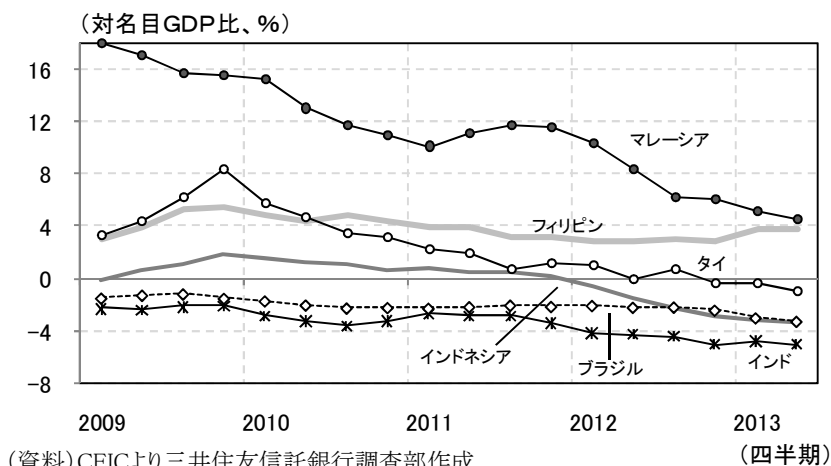
(資料) BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

3. まとめ－選別には出し手と受け手双方の経済状況が重要

以上見てきたように2005年以降続いてきた新興国への資金流入の動きを出し手別にみると、日本や米国からの資金流入が比較的安定しているのに対し債務危機に揺れる欧州が資金流出に転じるといった違いが見られた。とりわけインドやブラジルのように受け手側が経常赤字という問題を抱える新興国では、出し手のうち欧州のウエイトが高いことも重なって資金流出が拡大したことも確認できた。このように新興国向けの海外資金流出入の趨勢は、主たる出し手がどこであるかという点と受け手の新興国自身の経済状況という双方の組み合わせで判断する必要がある。

足元ではインドネシアに加えタイも経常赤字に陥りつつあるなど、受け手側の新興国の経済状況に変化が見られる(図表 14)。今後これら新興国が資金流出入という観点からどのように選別されるかを見る上では、かかる受け手の環境変化に加え、出し手側の経済状況にも目を配ることが重要となる。

図表 14 経常赤字（新興国、4 四半期移動平均）



(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。