

2013. 12 No.20

三井住友信託銀行

調査月報



時論

法人税・投資減税下の設備投資を見る視点..... 1

経済の動き

2013・2014年度の内外経済見通し

～自律的景気回復の動きは続くか～..... 3

海外資金に揺さぶられる新興国の銀行..... 15

時論

法人税・投資減税下の設備投資を見る視点

賃金引き上げとともに、内需の好循環ひいてはデフレ脱却のカギを握る設備投資によりやがて本格回復の胎動が見え始めた。GDP ベースでは7-9月期+0.2%（実質季調済前期比）とまだ増勢は鈍いが、先行指標である機械受注は昨年末頃をボトムに増加基調を辿っており、民間等からの建設工事受注額も、政策的にテコ入れされている公共機関からのものと、さほど遜色ない伸びを見せている。

政府は「日本再興戦略」で2015年度の民間設備投資額（名目GDPベース）を70兆円（2012年度は63兆円）とする目標を掲げているが、足元の設備投資回復の動きを後押しすべく、さらには消費増税のマイナスインパクトを打ち消す狙いもあり、法人税減税、復興特別法人税の廃止前倒し、種々の設備投資減税によって企業の設備投資を促そうとしている。

その効果については、タイムラグはあるものの一定の誘発効果があるとするもの、企業部門が大幅な余剰資金を抱えている中では期待できないとするもの等、様々な論があるが、注目すべきは金額規模だけではないだろう。それが構築物や機械設備の拡張であろうが、研究開発投資であろうが、M&Aであろうが、投資にどのような戦略性や明確な将来像が込められているか、グローバル化（ここでは企業活動のボーダレス化が進み、国際競争の圧力があらゆる業界、様々な価格体系に及んでいくことを指す）や少子高齢化・人口減少という大きな潮流に適ったものかどうか、という点も問われるべきだろう。

わが国の企業の設備投資を振り返ると、日本経済を新たな発展段階にジャンプさせたものもあれば、将来あるべき産業構造ビジョンを欠き、日本経済の真の底上げにつながったとは言い難いものもあった。

高度成長期は、鉄鋼の臨海一貫製鉄所、石油化学の大型エチレンプラントという大量生産設備の建設投資が日本経済を先進工業国へ押し上げた。石油危機後は省資源・省エネ投資に邁進し、日本経済のエネルギー生産性を飛躍的に高めたのみならず、コンピューター技術を核とした投資拡大により、VTR、ファミコン、高集積DRAM、ファクシミリといった技術集約的製品が次々と生まれ、「ハイテク国家ニッポン」を誕生させた。

80年代後半のバブル期にも設備投資は大幅な拡大を見たが、貿易黒字削減、対外摩擦緩和のための内需拡大が自己目的化し、工業製品大量生産の次の段階の日本経済像を見据えたものとは必ずしも言えず、IT技術のサービス化・ダウンサイジング化・モジュール化といったその後の潮流に乗り遅れた。海外不動産の買収や高額美術品の購入は戦略・目的が曖昧なものも多く、当時くすぶっていた日本脅威論を助長した。

こうした経験も踏まえると、今後、設備投資が増えるとしても、それが日本経済の持続的成長や国際競争力の向上につながるかどうかという観点からは、下記の点に注目したい。

第一は、国内に残存する過剰設備・過剰供給力を温存するものになっていないか、という点である。わが国では、依然としてプレーヤー数が多過ぎ、過剰設備が残存する業界が存在する。国内の消耗戦に終始するのではなく、国内の過剰なプレーヤーや設備が整理・削減され、海外市場において他国のグローバルメジャープレーヤーと競うに足る十分な規模の資金・技術・人材・リスク許容度を、日本企業が装備することにつながる投資であることが必要であろう。

第二は、新たな技術・製品・産業分野を創出し、単発ではない連鎖的・自律的な設備投資の起点になるかどうか、という点である。

中国がルイス転換点を迎え、労働コストを売り物にした成長段階から卒業しつつあるとは言え、ASEAN 諸国等新興国のキャッチアップは続いていく。かつて日本にキャッチアップされ、従来型産業を手放していった米国は、IT 技術の中核にインターネット、タブレット端末、SNS、スマホなど新たな産業・商品を創出した。さらにこの技術は製造業、情報サービス業、流通業、金融業など様々な産業に取り込まれ、新たな商品・サービスが生まれ、それを実現するための投資が増えるという「自律的な設備投資」が現出した。

今やキャッチアップされる側に回った日本の産業界は、コスト削減に磨きをかけるだけでなく、既存の単品製品・サービスの量産に偏重することなく、最先端技術を体化し、ハードとソフト、モノとサービスを融合した新奇性溢れる商品・サービスを生むという、イノベーティブな投資を実行できるかどうかポイントとなろう。

もっとも最大のカギを握るのは、こうした理屈だった基準、精緻な数値計算、経済合理性に基づく判断などではなく、法人税減税や投資減税が実施されようがされまいが、成長戦略や規制改革の進捗がどうであろうが、野心と闘争心を秘め、一見、非合理的で無謀な投資を敢然とやってのけるアニマルスピリットとも言えるべき企業家精神ではないかとも思う。

(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。

2013・2014 年度の内外経済見通し

～自律的景気回復の動きは続くか～

<要旨>

日本の 7-9 月期経済成長率は前期比年率+1.9%と 2013 年前半から大きく低下し、その中身を見ても個人消費・設備投資・輸出が頭打ちになる中で、公共投資がそれを補うといういびつな姿となった。但しこの先は、米国中心とする外需環境は改善していくために輸出が増えていくと見られる他、国内では労働需給のタイト化が進むことで家計所得環境の改善が進み、これまでの企業業績改善が徐々に設備投資を押し上げていくなど、国内における自律的回復の動きは続くと見込んでいる。かかる流れの中で迎える 2014 年 4 月の消費税率引き上げは一時的に需要の反動減をもたらすものの、外需や公共投資増加という支えもあって、景気回復に向けた動きを頓挫させるには至らないと予想している。国内の物価上昇率は、日銀が目指す+2%の達成は難しいが、2014 年度末までプラスを維持できるだろう。

以上の基本的な見通しから下振れるリスク要因として、海外では米国の財政金融政策を巡る不確実性がある。また国内では、円安によるエネルギーなどの価格上昇が消費者マインドを悪化させて消費の足を引っ張り、それを目の当たりにした企業が設備投資と人件費を絞り込む悪循環に陥る可能性が挙げられる。

1. 日本経済の現状 ～ 7-9 月期成長率は低下、内容もいびつなものに

2013 年 7-9 月期 GDP は前期比年率+1.9%となった。2013 年前半の年率 4%前後の成長率からは大きく低下したが、潜在成長率が 1%前後とされる日本にとってまだ高い成長率であるという点はこれまでと同じである(図表 1)。

図表 1 日本の GDP 成長率と需要項目別の寄与度

	2012年 7-9月期	10-12月期	2013年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
G D P	▲ 3.7	0.6	4.3	3.8	1.9	+ 1.9
個人消費	▲ 1.1	1.6	3.3	2.3	0.4	+ 0.2
民間住宅	4.3	13.3	9.4	1.6	11.3	+ 0.3
設備投資	▲ 12.4	▲ 4.7	0.2	4.4	0.7	+ 0.1
民間在庫(年率兆円)	▲ 2.6	▲ 3.4	▲ 3.5	▲ 4.0	▲ 2.3	+ 1.4
政府支出	1.7	2.5	0.1	3.0	1.1	+ 0.2
公共投資	4.9	13.9	10.6	20.6	28.7	+ 1.4
財・サービス輸出	▲ 14.5	▲ 11.4	16.7	12.2	▲ 2.4	▲ 0.4
財・サービス輸入	▲ 1.0	▲ 6.7	4.2	6.8	9.2	▲ 1.5

内需寄与度
+3.7%ポイント
うち民需+2.1P
公需+1.6P

外需寄与度
▲1.8%ポイント

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

しかしその内容は、前期から大きく変化している。すなわち、2013 年前半の成長率を大きく押し上げた消費の伸び率が 4-6 月期の前期比年率+2.3%から+0.4%まで低下してほぼ横ばいにな

り、設備投資も同+4.4%から同+0.7%と伸び率を低下させた。更に輸出伸び率は4-6月期の前期比年率+12.2%から▲2.4%と減少した結果、GDP全体の成長率に対する外需寄与度は+0.6%ポイントから▲1.8%ポイントとマイナスに転じた。7-9月期の消費伸び率鈍化は、株価上昇と消費マインド改善による資産効果が夏場以降減衰していること、そして設備投資の増勢鈍化は、国内企業が依然として投資に対して慎重な姿勢を崩していないことを示唆するものと考えられる。そして輸出の減少は、円安という価格効果よりも、輸出先の景気動向という所得要因の方が重要であり、その海外景気が全体として振るわないことを示す動きと言えるだろう。

これら主な需要項目の減少を補ったのが、前期比年率で+28.7%もの高い伸びとなった公共投資と、民間在庫削減ペースの縮小であり、両項目とも7-9月期GDPに対して+1.4%ポイントもの寄与となった。この2項目、単純合計で+2.8%ポイントの寄与がなければGDP成長率はマイナスになっていたことは、7-9月期のGDP成長率の姿が歪なものであったことを示している。

今後は、2012年度第二次補正予算に基づく公共投資が増勢を維持すると見られることと、2014年4月の消費税率引き上げを控えた駆け込み需要が出始めることで、10-12月期以降も成長率は高いまま推移すると見られる。しかしこれらの需要は自律的な景気回復とは関連の薄い一時的なものに過ぎない。今後の成長の質、そして2014年度以降も視野に入れた景気回復の持続性という観点からは、やはり消費・設備投資・輸出という主要項目の動きが重要になる。

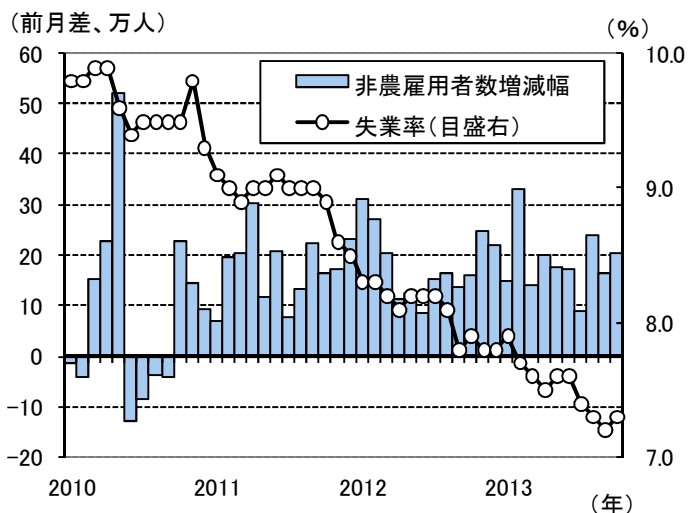
以下ではそれぞれの需要項目を巡る環境の現状と先行きについて、当部の見方を示す。

2. 2014年度までの輸出・個人消費・設備投資を巡る環境

(1) 海外経済・金融環境の現状と見通し

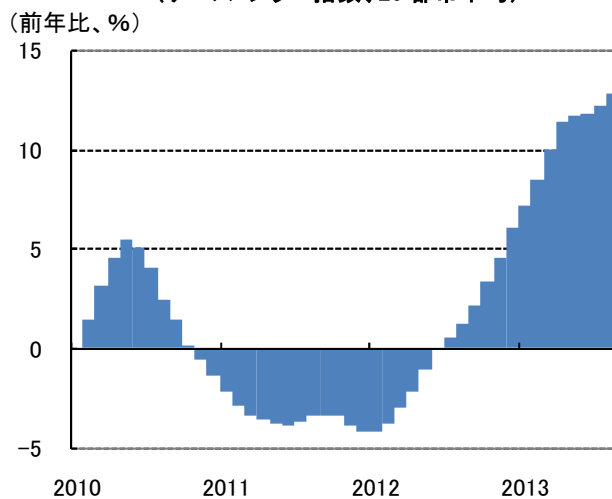
米国では、9月から10月下旬にかけて財政を巡る政治の停滞が起き、一部では債務上限問題から米国債デフォルトの懸念が生じるなど先行きに対する不確実性が高まる局面があったが、景気は堅調な回復基調を保っている。すなわち、10月の米国失業率は7.3%と毎月の凹凸はあるものの低下基調を続けており、非農雇用者数は前月差20.4万人増と、ここに来て増加ペースを高めている。これまで米国の景気回復を支えてきた住宅市場回復の流れも続いており、家計部門はフロー所得、資産価格などのストック双方の面で回復している(図表2, 3)。

図表2 米国雇用情勢の推移



(資料) 米国労働省「Monthly Labor Review」

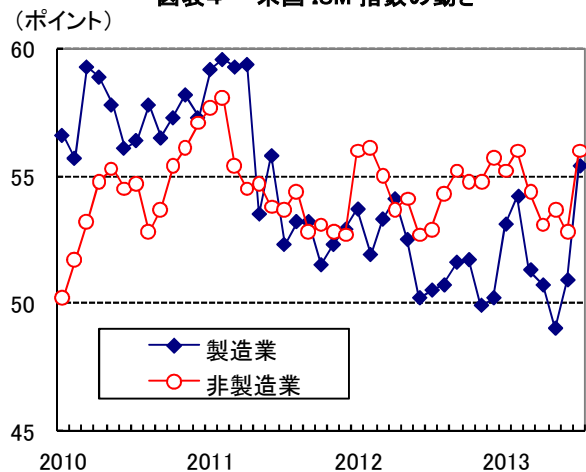
図表3 住宅価格上昇率
(ケース・シラー指数、20都市平均)



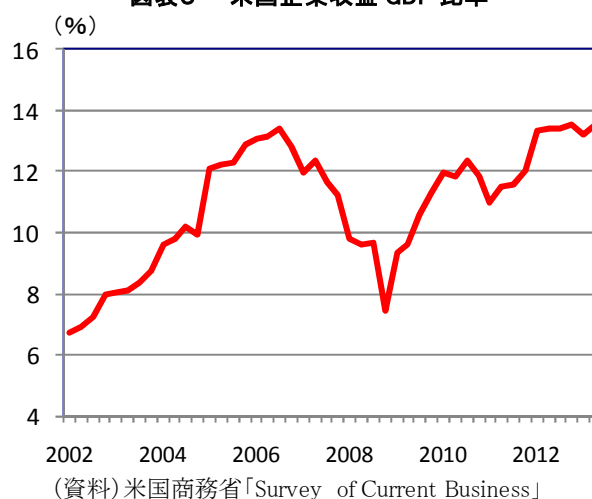
(資料) Bloomberg

企業部門も、ISM 指数は製造業・非製造業を問わず、業況判断良し悪しの分岐点である 50 を明確に上回ったまま推移している上に、名目 GDP との比率で見た企業収益は過去最高水準を維持している(図表4, 5)。家計・企業部門双方の改善の流れはこの先も変わらず、直近で前期比年率2%台の経済成長率は 2014 年にかけて 3% 台まで回復していくと予想する。そして景気回復の持続を受けて、現在連邦準備理事会(FRB)が続けている債券購入措置(QE3)は、遅くとも 2014 年度の春頃に規模縮小が開始されると想定している。

図表4 米国 ISM 指数の動き



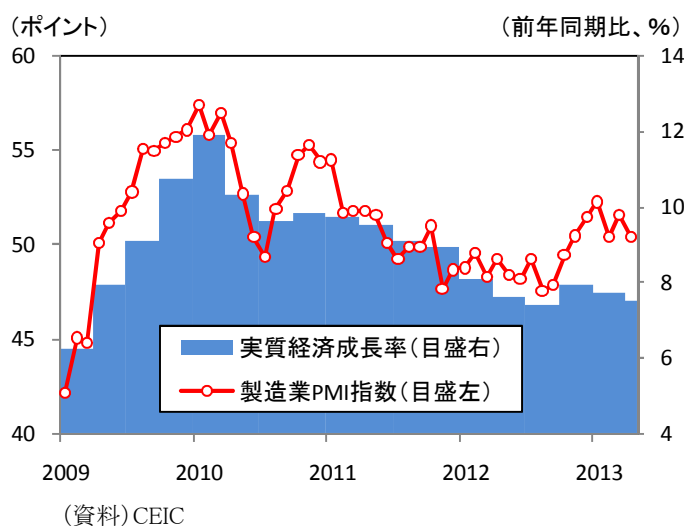
図表5 米国企業収益 GDP 比率



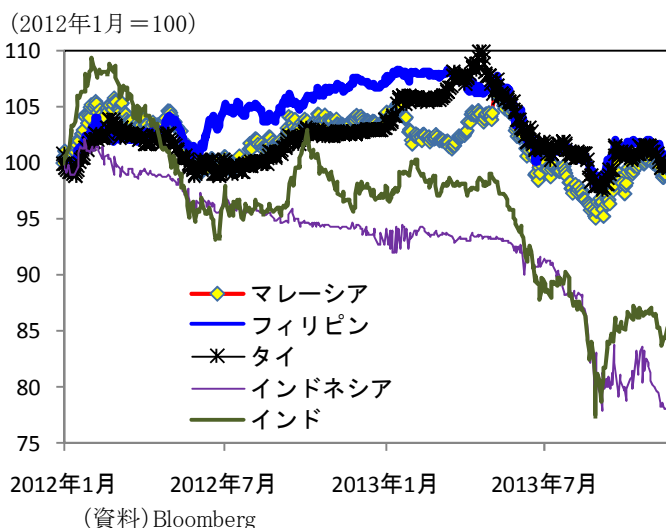
アジア経済に目を転じると、中国では7-9月期経済成長率が前年同期比+7.8%と4-6月期の同+7.5%から上昇するなど、同国景気は減速した状態から脱しつつある。一方で住宅価格の高騰が続き、生鮮食料品をはじめとしてインフレの兆しが見え始めるなど、金融政策は引き締め気味にしておく必要があるため、この先の景気回復ペースは、経済成長率で見て8%を大きく上回らない程度の緩やかなものに留まると予想する(図表6)。

中国以外の新興国では、一時的に落ち着いていた通貨安圧力が、経常赤字の国を中心に10月末から再び顕在化している。米国景気の回復持続は、アジア新興国にとっては米国向け輸出が増えるメリットになる一方、米国金利上昇の影響で通貨安圧力が強まる国では、輸入価格上昇によるインフレと、それに対するための利上げが景気の足を引っ張るというデメリットももたらすため、

図表6 中国経済成長率と製造業 PMI 指数



図表7 アジア新興国の対ドル通貨レート

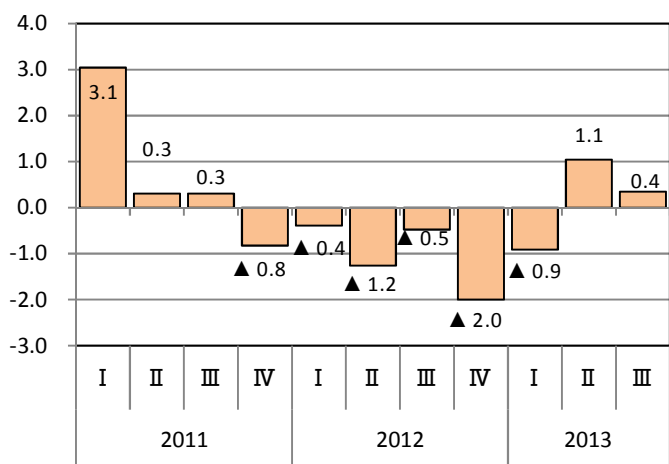


新興国全体としての 2014 年度末までの成長ペースは緩やかなものに留まるだろう。なお国別に見た場合、経常赤字国は通貨安圧力が強くなりやすく、米国景気回復と金利上昇のメリットよりもデメリットの方が大きくなる可能性が高いため、国家間の経済パフォーマンス格差が拡大していく展開が予想される(前頁図表7)。

ユーロ圏は、2013 年 7-9 月期の経済成長率が前期比年率 0.4%と 2 四半期連続でプラスになるなど景気の底入れを示す指標が出ている一方で、失業率は9月で 12.2%となお上昇が続くなど厳しい内容の指標も多く、景気が安定したと言える段階には至っていない(図表8, 9)。

図表8 ユーロ圏の経済成長率

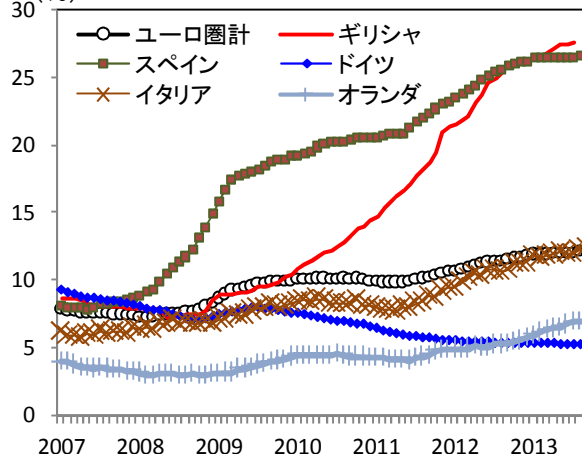
(前期比年率、%)



(資料) Eurostat

図表9 ユーロ圏主要国の失業率

(%)



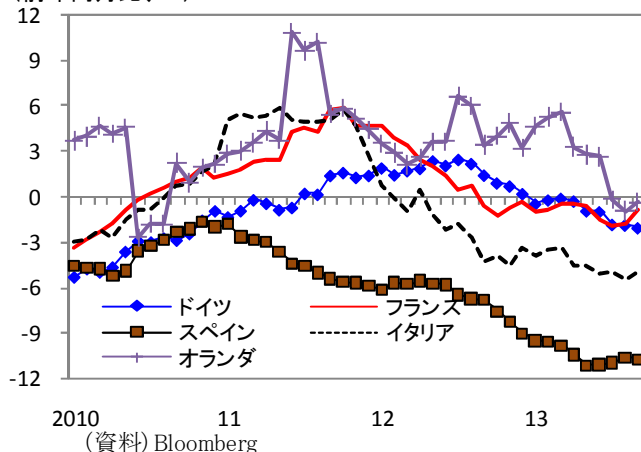
(資料) Eurostat

更に、スペイン・イタリアといった周縁国だけでなくドイツ・フランス・オランダといった中核国でも銀行貸出が前年比減少に転じるなど、金融部門が実体経済に悪影響を及ぼす状態が続いていると見られる(図表 10)。ユーロ圏内銀行の監督一元化をはじめとする銀行同盟の議論は進みつつあるものの、それが銀行への信認回復を通じて貸出増加につながるまでにはかなりの時間を要することは避けられない。米国景気の堅調な推移は外需押し上げを通じてユーロ圏景気を押し上げ要因となるだろうが、ユーロ圏全体の景気回復ペースは極めて緩やかなものに留まることを余儀なくされよう。

また、ユーロ圏の 10 月コアインフレ率(HICP コア)が前年同月比+0.8%と過去最低となったことで、デフレ懸念が浮上した(図表 11)。欧州中央銀行(ECB)は市場予想に先んじて政策金利を

図表 10 非金融企業向け銀行貸出残高

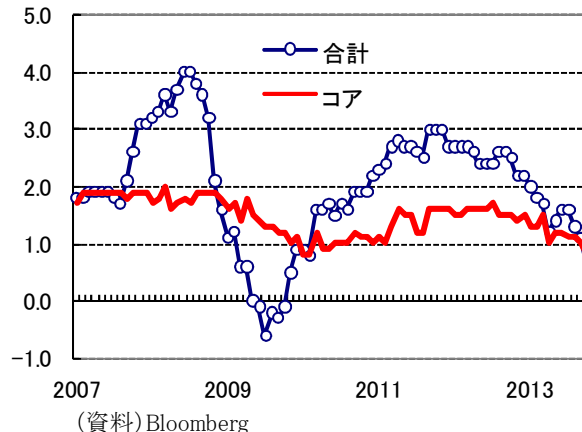
(前年同月比、%)



(資料) Bloomberg

図表 11 ユーロ圏消費者物価上昇率

(前年同月比、%)



(資料) Bloomberg

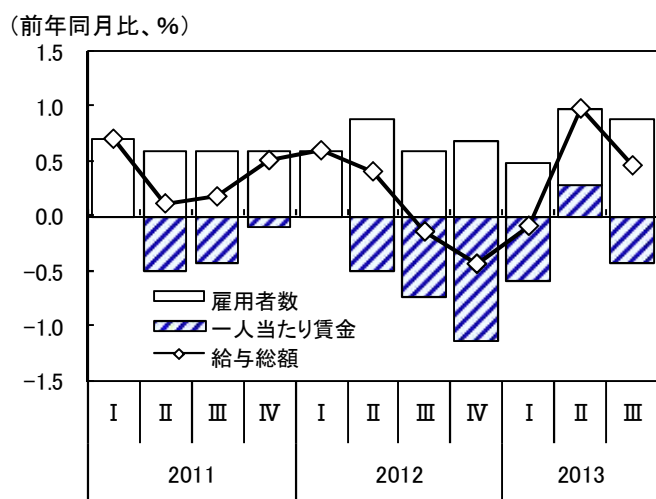
0.5%から0.25%に引き下げたが、銀行貸出が減少に転じる中では、追加緩和の効果も限られる。低インフレがデフレに進行すれば、政府および民間部門における債務者の実質債務負担増加を通じて財政・金融・経済という3者間の悪循環を加速させ、金融政策の効果もさらに低下することになる。この点で、ユーロ圏は将来への新たな懸念材料を抱えることになった。

この先の世界経済は、米国景気の堅調な回復持続の恩恵を受けることで回復していくというのが基本的な見通しである。しかし政府債務問題の悪影響が残る欧州や、米国の金利上昇は一部の新興国に対して通貨安に起因するインフレ圧力をもたらし景気の足を引っ張るため、地域・国家間の経済パフォーマンス格差が拡大するとともに、世界経済全体の回復ペースは緩やかなものとなる。かかる環境下で、日本の輸出は今後増加していくが、その伸び率は2013年度・2014年度まで4～5%前後と、2000年代前半から2007年度まで続いた10%前後と比べるとかなり低いものに留まるだろう。

(2) 個人消費を巡る環境の現状と見通し

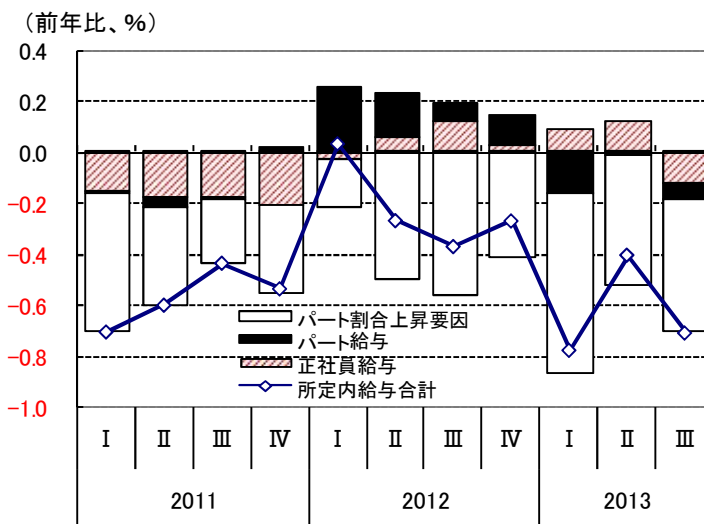
家計所得を巡る環境は、緩やかながらも改善している。すなわち、一人当たり賃金は基本給を中心に弱い動きが続いているものの、雇用者数が増えているために雇用者報酬総額では2013年度以降増加している(図表12)。一人当たり賃金の前年比マイナスが続いている主な理由についても、個々の労働者の賃金カットではなく、現在は正社員よりもパートタイム労働者の増加ペースが速くパート比率が高まっているために一人当たり平均賃金が引き下げられているという要因が大きい(図表13)。

図表12 雇用者報酬総額の動き



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

図表13 一人当たり所定内給与変動の要因分解



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

企業が労働力として正社員ではなくパートタイムを選択していることは、現時点における企業の人件費増加に対する慎重な姿勢を示すものであり、この点は設備投資の増加ペースが緩やかなものに留まっているところと共通している。しかしこの先は、失業率低下や日銀短観における雇用判断DIの改善に示されるような労働需給逼迫に向けた流れが続く中、個々の労働者の賃金に対

する上昇圧力が徐々に出てくるだろう。また、労働市場全体の需給タイト化が進むことで、パートタイム労働者だけで必要な労働力を集めることが難しくなり、パートタイム労働者割合上昇による平均賃金押し下げ圧力が弱まる可能性もあろう。企業収益回復を受けたボーナスの増加もあって、2014 年度までの雇用者所得は小幅でも増加を続けると見る。

かかる所得環境は、この先の個人消費を支える要因となる。実際の個人消費は、2014 年 4 月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって 2013 年度後半から大幅に増加し、2014 年度に入るとその反動で減少するという振れの大きい動きとなる。2014 年度に入ってから消費は、年度初めに反動減に見舞われた後、消費税率引き上げによる実質所得減少の影響を受けつつも、家計所得環境の改善が続く中で 7-9 月期以降は緩やかな増勢を維持すると見込んでいる。

(3) 設備投資の現状と見通し

7-9 月期の設備投資増加ペースが鈍化したことは、国内企業が投資に対する慎重な姿勢を崩していないことを示している。かかる企業の態度はこの先も大きく変化しないと見られ、安倍政権の成長戦略や、目指すとしている法人税率引き下げが直ちに国内企業の投資姿勢を上向かせることは考えにくい。しかし 1 年前と比較して製造業・非製造業ともに業況判断や利益率計画が明らかに上向いたことを踏まえると、設備投資の増勢自体は今後も続くと考えるのが自然である(図表 14)。この先、世界経済が緩やかながらも回復していく中で日本からの輸出増加が続き、消費税率引き上げを境に大きな増減があったとしても家計所得環境改善と個人消費の増勢が続く中、設備投資は 2014 年度まで増加基調を維持すると予想する。2013 年度・2014 年度の設備投資伸び率は、それぞれ +0.6%、+2.9%と、国内企業の投資に対する慎重が残ることを反映して 2004～2006 年度の 5%を下回る緩やかなペースにはなるが、2年連続での増加となるだろう。

図表 14 日銀短観の業況判断 DI と経常利益率計画（大企業）

	業況判断 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

(資料) 日銀短観

以上、7-9 月期の GDP は消費・設備投資・輸出の伸び鈍化を公共投資が補うといういびつな姿になったものの、この先は外需環境、家計所得環境ともに緩やかながら改善していくことが見込まれ、かかる環境下で企業も設備投資を徐々に増やしていくというのが基本的な見方である。公共投資増加という財政面の支えもあって、企業収益・家計所得・消費が相互に増えていくという自律的回復の動きが続くと見込んでいる。

2013 年度の実質経済成長率は、安倍政権の緊急経済対策による公共投資の大幅な増加と、消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって成長率が押し上げられて 2.5%まで上昇するだろう。2014 年度は、個人消費中心に駆け込み需要の反動減が起きることで 4-6 月期は大幅なマイナス

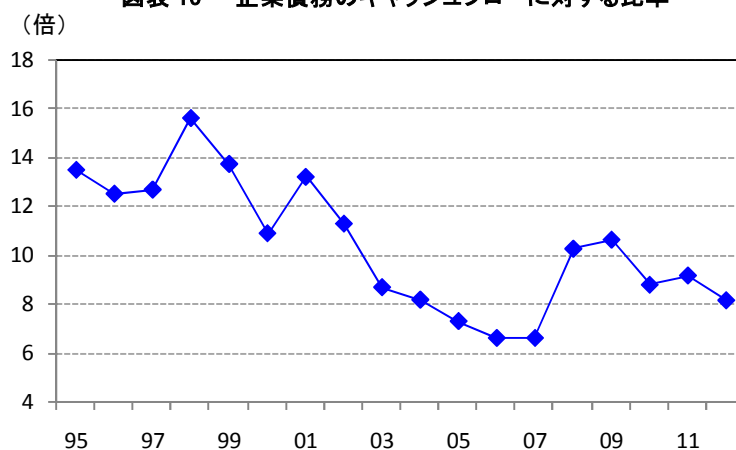
成長となるが、消費税率引き上げに伴う政府の経済対策による公共投資の押し上げもあって7-9月期以降はプラス成長を取り戻すと見る。2014 年度平均の成長率は+0.9%になると予想する。

なお当部は、消費税率引き上げが原因で国内景気が悪化局面に入る可能性は低いと考えている。その理由は主に二つあり、一つ目は駆け込み需要と反動減の規模そのものが大きくならないと見ていることである。過去数年の間にエコカー補助金や家電製品に対するエコポイントなど、駆け込み需要の主な対象となる耐久消費財の需要喚起策が複数回打ち出されているため、前回の消費税率引き上げ時よりも小さくなると見込んでいる。1997 年 4 月の税率引き上げ時には、直前 1-3 月期の個人消費増加率は前期比年率で+8.0%に達したが、今回 2014 年 1-3 月期は前期比年率5%前後に留まり、従って 2014 年度に生じる反動減もさほど大きくならないと予想する。

そしてもう一つは、これまで国内企業が投資や雇用に対して慎重な姿勢を続けてきたために、駆け込み需要の反動減や消費税率引き上げに伴う実質所得目減りと消費下方シフトが生じて、国内企業が設備投資や人件費削減を余儀なくされる可能性は低いと見ていることである。

1997 年の消費税率引き上げ後は急激な景気後退局面に陥ったが、これはアジア通貨危機や国内における金融システム危機が発生する中で、その後度々雇用・設備・債務における過剰、いわゆる「3つの過剰」という言葉が聞かれたように、バブル崩壊以降も残っていた負の遺産を一気に認識させられたために企業行動が一気に委縮したためである。当時と比較すると、ここ数年の企業行動は総じて慎重であり、債務残高をキャッシュフローとの比率で見ても大幅に低下している(図表 15)。こうしたことから、消費税率引き上げによる消費への低下圧力が、企業の人件費削減を通じた悪循環の起点になる可能性は低いと判断している。

図表 15 企業債務のキャッシュフローに対する比率



(資料)財務省「法人企業統計年報」

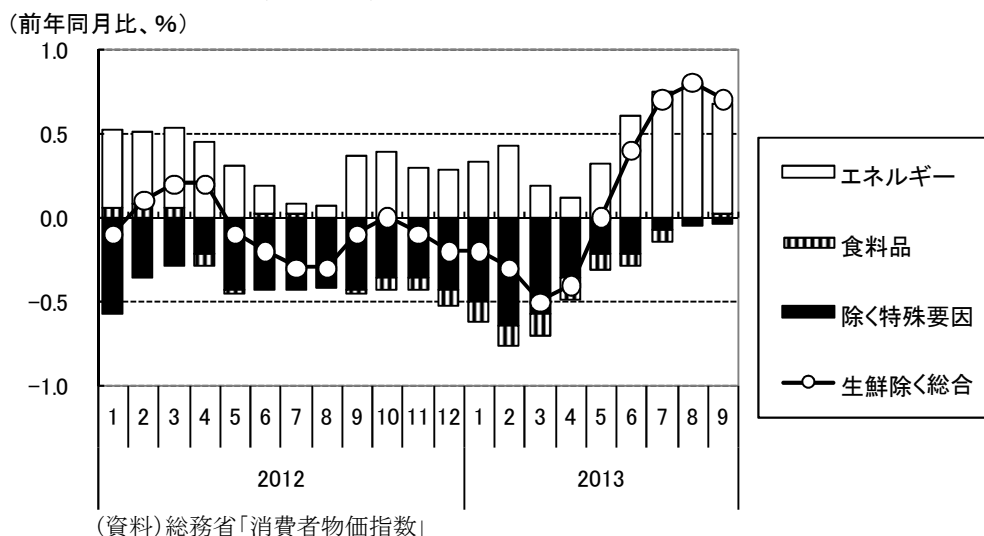
(注)有利子負債残高をキャッシュフローで除した値

3. 消費者物価の見通し

消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合)の上昇率は 2013 年9月で前年同月比+0.7%と、4 月連続でプラスが続いている(次頁図表 16)。専らエネルギー価格上昇による前年比プラスだが、エネルギーと食料品除くベースでも9月は前年同月比ゼロとマイナスを脱しており、10 月以降は傷害保険料の値上げの影響で押し上げられるため、プラスに転じることがほぼ確実である。円安によ

る輸入価格上昇の影響で生鮮除く食料品の価格上昇率も徐々にプラスに転じる品目が増えていくことから、2013 年度後半の CPI コア上昇率は前年比で+1%強まで高まると見込んでいる。

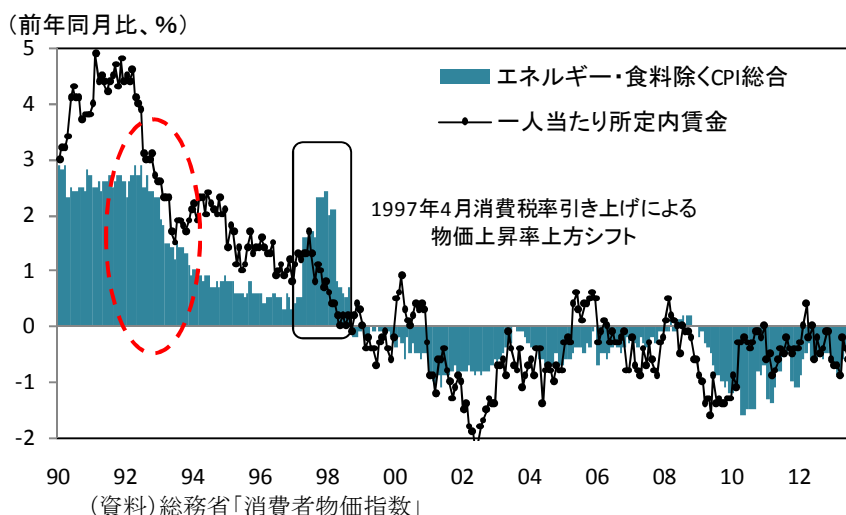
図表 16 消費者物価上昇率の内訳



2014 年度からは、消費税率の引き上げによって CPI コア上昇率が2%程度上乗せされる一方、前年比で見たエネルギー価格上昇寄与が徐々に縮小していくことと、傷害保険料値上げの影響が10月以降剥落するため、2014 年度初めから末にかけての CPI コア上昇率は2%台後半から前半に低下していくこととなろう。これら特殊要因を除いた趨勢としての消費者物価の動きがわかりにくい時期が続くが、内需・外需ともに増加基調を保つことと、労働需給が緩やかながらも逼迫して雇用者全体平均の賃金が下げ止まることを前提とすると、いわゆるデフレを脱却した状態は2014 年度を通じて維持されるだろう。消費税率引き上げや特定品目の値上げといった特殊要因除いた CPI 上昇率は2014 年度末で+0.5%程度になると見込む。

日銀が掲げる「2015 年春頃までの時期を念頭に消費者物価上昇率を+2%まで高める」という目標の達成は難しいと見る。この先賃金は下げ止まりに向かい物価に対してプラス要因になるものの、前年比+2%という物価上昇率は特殊要因を除けば20年ぶりの物価上昇率であり、この時期の物価、およびその背景としての賃金環境に、向こう1～2年程度の短い期間で戻るとは考えにくい（図表 17）。

図表 17 消費者物価と所定内賃金上昇率の長期推移



4. 金融市場の現状と見通し

(1) 長期金利

日銀が量的・質的金融緩和を導入した直後の4月から5月にかけて、10年国債利回り(長期金利)は水準が上昇するとともに動きが不安定になったが、7月以降は徐々に低下し、動きも安定している(図表 18)。日銀による大量国債買い入れによって市場の流動性が低下したために5月末頃まで長期金利は乱高下したが、その後は日銀による市場を落ち着かせるための努力が奏功したことや、投資家がこの環境に適応したことで、量的・質的金融緩和が意図する効果が出てきていると見て良いだろう。この先は、景気の堅調な推移が見込まれる米国で金利上昇基調が続き、国内でも消費者物価上昇率がプラスに転化する中で長期金利は上昇するが、消費者物価上昇率+2%が視野に入らない以上、日銀は量的・質的金融緩和を続けることになるため、上昇ペースは緩やかなものに留まると見る。2013年度内は1%未満、2014年度末によりやく1%前後まで上昇するに留まるだろう。

図表 18 10年国債利回りの推移(日本)



但し、米国の債券購入規模の縮小開始時など、米国金利環境の変化がきっかけとなって日本の長期金利上昇幅が大きくなる可能性は残る。11月下旬における日本の長期金利が0.6%強と、消費者物価上昇率の0.7%よりも低い実質マイナス金利の状態にあることも、日本における「低すぎる金利水準」からの調整が大幅なものになる可能性を高める要因である。

また日銀の金融政策に関する不確実性も、2014年度までの長期金利の不安定要因となり得ると考えている。今後いずれかの時点で、「2015年春頃までの期間を念頭に置いて消費者物価上昇率+2%を達成する」という日銀の物価目標達成が難しいことが明らかになっていくと見られ、日銀は何らかの対応を取る可能性がある。今のところはETF購入増額を中心とする追加緩和を見込む向きが多いが、追加緩和という選択は「CPI+2%達成のために必要な措置を取った」とする量的・質的金融緩和の失敗を認めることを意味する。これは各経済主体の「期待」への働きかけを主な金融政策効果の波及経路と位置付ける現体制のロジックには合わないため、全く異なる別の対応を取る可能性も否定できない。このような、日銀の対応を巡る市場予想の振れが、2014年度までの長期金利の変動幅を拡大させる要因になり得る。「トレンドとしては緩やかな上昇」がメインシナリオだが、国内外双方に振れを拡大させる要因が残っている。

(2) 為替レート

① 円ドルレート

円ドルレートは、10 月から始まった米国における政府機関閉鎖や、政府債務上限問題で米国債がデフォルトに陥る懸念が高まったことを受けて円高に振れる局面もあったが、ここ数カ月はほぼ 1 ドル＝95～100 円前後で推移している。米国財政に関する不確実性が 2 月頃までは残る見込みであるため、向こう 2～3 か月の円ドルレートは不安定な動きを続ける可能性があるものの、米国景気の回復基調が変わらない限り 2014 年春頃には QE3 規模縮小が始まる可能性が高いと見ている。一方で 2014 年度までの日本の金融政策は変わらないか、更に緩和強化が行われると見込まれるため、両国金融政策の方向性の差から、円ドルレートは円安基調で推移するだろう。2013 年度末には 1 ドル＝100 円前後、そして 2014 年度内はもう少し円安が進んで同 100～105 円前後での推移を予想する。

② 円ユーロレート

2012 年の秋に ECB が条件付きながらも無制限の国債買入策 (OMT) を導入してから足許に至るまで、欧州債務問題に起因する大きな問題が顕在化していない。この間、欧州の金融市場が総じて落ち着いた状態を維持する中、米国で財政に関する不確実性が高まったこともあって 2013 年 9 月からユーロレートが上昇し、10 月下旬には 1 ユーロ＝1.4 ドルに迫り、対円でも同 135 円を上回るほどのユーロ高が進んだ。ECB が 11 月初めの政策理事会で市場の予想に先んじる形で政策金利を引き下げたことで一旦下落に転じたが、その後再び上昇して 11 月下旬現在は 1 ユーロ＝135 円前後で推移している。

ユーロ圏景気は一時よりも状態を改善させているとはいえ、失業率の上昇に歯止めがかかっていないことや、インフレ率の低下が顕著になっていることもあって、2014 年度末まで ECB の利上げが現実味を帯びる可能性はほとんどなく、むしろこの先の金融政策は緩和方向となろう。この結果、金融政策の方向性は日本に近くなり、為替レートは現状と同じ 1 ユーロ＝130～135 円の範囲を中心とした推移を見込む。但し、欧州債務問題への対処については、銀行同盟の議論など一定の進捗は認められる一方で、今なお非常に厳しい周縁国の実体経済や、多くの国に残る政治的不安定性など、金融市場の緊張度を高めて円高にシフトさせる要因も多く残っていることから、振れ幅は大きい展開となる可能性が高い。

5. 2014 年度までのメインシナリオに対するリスク要因

以上の基本的な内外経済・金融市場のシナリオから外れるリスク要因として、最も重要なのは従来通り海外経済の下振れである。

米国は先に述べた通り基本的には景気回復持続を見込んでいるが、世界経済の下支え役となることが前提となっているだけに、景気回復が頓挫した場合には世界全体のシナリオに影響し、この点で米国経済の動向は重要なリスク要因である。同国の財政について、民主・共和両党間で中期財政削減計画について 12 月半ばまでに合意できなければ 2014 年 1 月から歳出の強制的な削減が始まる他、その後 2 月初めには 10 月に先延ばしした政府債務上限問題が再浮上するなど、

今後に火種を残している。1 月からの歳出削減発動で先行きの不確実性が高まれば、企業と家計の行動が慎重化して景気の足を引っ張ることになる。今後の協議は前回よりもスムーズに進み、従って実体経済への悪影響は限定的なものになるというのが当部シナリオの前提だが、次も一時的な先送りに終わるようであれば、財政に関する不確実性が常に残るとの見方が定着し、長期間に亘って企業や家計行動に悪影響を及ぼす恐れが出るだけに、米国財政問題の帰趨には注意を要する。

そして米国経済に関するもう一つの不確実性が、QE3の規模縮小開始のタイミングやそのペースである。QE3規模縮小は9月にも開始されると見られていたが、長期金利上昇の悪影響が懸念されたことを主な理由に見送られた。その後、政府機関が一時的に閉鎖されて経済指標の公表が遅れたこともあって未だに開始に至っていない。現在のバーナンキ FRB 議長、そして 2014 年1月に後任となるイエレン現副議長ともに、QE3規模縮小の開始時期は労働市場の改善次第としているため、米国景気の堅調な推移がこの先も続けば、2014 年3月までに始められる可能性が高まろう。バーナンキ議長、イエレン副議長ともにQE3縮小開始を利上げと切り離す考えを強調して長期金利上昇を避けようとしているが、市場がQE3規模縮小開始を利上げの前倒しと受け止めた場合には長期金利が急に上昇し、これまで米国景気回復の柱の一つであった住宅市場の回復を阻害するなど、実体経済に悪影響を及ぼす可能性がある。基本的には堅調な回復が期待できる米国景気だが、財政・金融双方の政策における不確実性が主なリスク要因である。

またアジアでは、経常赤字の新興国を中心に、米国金利上昇の影響で通貨安が進み、輸入インフレとそれに対応するための利上げが景気の下振れリスクとなる。経常赤字に陥っているインドネシア中心とする ASEAN 諸国は日本にとっても重要な輸出先の一つであり、その景気低迷長期化は、日本の輸出下振れリスクとして念頭に置く必要がある。そして欧州は、昨年秋以来金融市場は落ち着いた状態を維持しているものの、先に見たように実体経済はなお厳しい面を残している他、ECB が年内に開始し 2014 年 3 月までに結果を公表する予定の銀行資産査定において、金融機関に対する見方が厳しくなれば、再び金融市場の緊張化とデレバレッジの加速を通じて再び実体経済を不安定化させる恐れもある。このように、海外ではどの地域にも景気の下振れリスクが残っている。

そして国内のリスク要因としては、この 1 年間で円安が進んだことによるエネルギーや食料品の価格上昇が、家計消費マインドを悪化させる可能性が考えられる。いわゆるアベノミクスは、円安と株高を招いたことで消費者の歓迎するところとなったが、この先、今までと逆に円安のネガティブな面が強調されるようになると、2014 年 4 月からの消費税率引き上げと相俟って、マインド悪化で個人消費が大幅に落ち込む恐れが強まる。消費税率引き上げ後の消費が減少トレンドとなれば、それを目の当たりにした企業は設備投資を控え、賃金引き上げを躊躇するようになり、国内における自律的回復の芽が潰えることになる。なおこのリスクシナリオ実現のきっかけとしては、海外景気の低迷が続いて円安下でも輸出が伸びず、国民が円安のデメリットばかりを被るようになった場合が挙げられる。この点で、先に述べた海外のリスク要因と国内のリスク要因は結びついており、自律的回復への動きが始まった現在でも、米国を中心とする海外経済の持続的な回復が重要なのは従来から変わらない。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@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。

総括表 2013・2014年度の経済見通し (作成日：2013年11月22日)

	2013年度		2014年度		2013上	2013下	2014上	2014下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	532.6	2.5	537.3	0.9	1.7 1.9	1.4 3.1	-0.2 1.3	0.7 0.5
民間最終消費	315.9	2.0	314.6	-0.4	1.0 1.7	1.3 2.3	-1.3 0.0	0.5 -0.8
民間住宅投資	14.5	5.8	13.9	-4.4	2.9 8.0	0.8 3.7	-4.0 -3.2	-1.5 -5.5
民間設備投資	66.9	0.6	68.8	2.9	1.2 -1.5	1.3 2.6	1.4 2.7	1.6 3.0
民間在庫品増加(実額)	-2.6	寄与度 0.1	-0.9	寄与度 0.3	-3.2	-2.0	-1.0	-0.8
政府最終消費	103.0	1.6	104.0	1.0	0.9 1.8	0.6 1.5	0.5 1.1	0.3 0.8
公的固定資本形成	27.0	16.0	28.2	4.6	9.6 16.2	6.2 15.8	2.0 8.7	0.2 1.7
財貨・サービス輸出	84.3	3.7	88.4	4.8	4.6 1.5	1.3 5.9	2.6 4.0	3.0 5.6
財貨・サービス輸入	76.1	4.1	79.6	4.6	3.3 2.0	2.9 6.2	2.2 5.1	2.0 4.1
内需寄与度	2.6	民需 1.5	0.8	民需 0.3				
外需寄与度	-0.2	公需 1.1	0.1	公需 0.5				
<名目>								
国内総支出	485.8	2.4	493.2	1.5	1.6 1.5	1.5 3.2	0.5 1.9	0.7 1.2
GDPデフレーター	91.2	-0.1	91.8	0.6	-0.4	0.1	0.6	0.6
企業物価 * (10年=100)	102.2	1.6	103.2	1.0	1.4	1.8	0.7	1.3
輸出物価 * (10年=100)	106.7	8.9	109.0	2.2	12.4	5.5	0.6	3.8
輸入物価 * (10年=100)	123.7	12.3	128.4	3.8	15.0	9.8	2.4	5.3
消費者物価 * (10年=100)	100.3	0.7	103.0	2.7	0.4	1.1	2.9	2.4
鉱工業生産 * (10年=100)	98.9	3.2	105.2	6.4	-0.4	7.0	6.3	6.5
失業率 (%)	4.0	-0.3	3.7	-0.2	4.0	3.9	3.8	3.7
雇用者数 * (万人)	5,557	0.8	5,592	0.6	0.9	0.8	0.6	0.6
1人当雇用者報酬伸び率* (%)	0.0	—	0.2	—	-0.1	0.2	0.2	0.3
新設住宅着工戸数 (万戸)	94.7	6.0	83.1	-12.2	98.7	88.4	80.3	85.5
貿易収支 (10億円)	-10,762	—	-9,886	—	-4,666	-6,096	-4,376	-5,510
輸出 * (10億円)	68,190	10.7	73,924	8.4	9.2	12.2	7.8	9.0
輸入 * (10億円)	78,952	15.3	83,810	6.2	14.5	16.1	6.1	6.2
所得収支 (10億円)	17,063	—	17,927	—	8,995	8,068	9,193	8,734
経常収支 (10億円)	3,721	—	5,031	—	3,055	666	3,087	1,944
マネーサプライ * (M2、兆円)	851.7	3.6	876.2	2.9	3.6	3.5	3.1	2.7
円/ドルレート (円、期中平均)	98.9	—	101.5	—	98.8	99.0	100.7	102.3
輸入原油価格 (ドル/バレル)	106.6	—	111.3	—	107.2	106.1	110.5	112.0
米国実質GDP (10億ドル)	15734.4	1.7	16185.7	2.9	1.2	2.6	2.8	3.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	2013/4-6	7-9	10-12	2014/1-3	4-6	7-9	10-12	2015/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.73	0.77	0.67	0.66	0.71	0.79	0.89	0.98
円ドルレート	98.7	98.9	98.6	99.4	100.3	101.1	101.9	102.8

→予測

海外資金に揺さぶられる新興国の銀行

<要旨>

リーマンショック以降、海外からの新興国向け与信残高が増加してきた。中でも経常赤字国では海外金融機関を通じた与信の増加スピードが速く、部門別に見るとこの間特に存在感を増してきたのが銀行部門向け与信である。

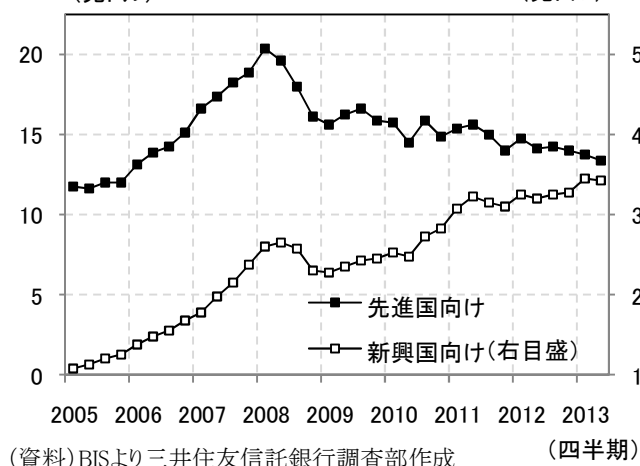
銀行部門への海外与信残高の増加は、その国の経済情勢が悪化して与信減少が始まった場合、国内における信用収縮を引き起こして実体経済への悪影響を増幅する可能性を高める。実際、経常赤字新興国では銀行向け海外与信残高と国内信用残高が連動して動いており、特にトルコやインドでは国内信用残高に占める銀行向け海外与信残高の割合が高く両者の関係性が強い。こうした国の多くで経済規模との比較で見た国内信用残高が増えている中、近く見込まれる米国QE3の規模縮小をきっかけに海外銀行の与信動向が急変した場合には、新興国の銀行部門を通じて信用収縮を引き起こさないかどうか注意を払う必要があろう。

1. 経常赤字新興国(BIIST)で増加する海外からの与信残高

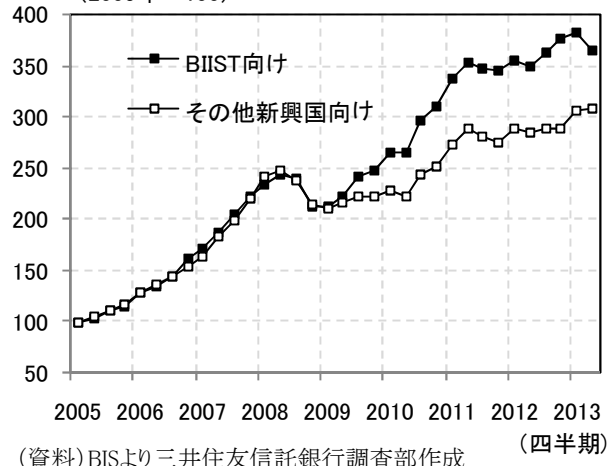
米国における債券購入措置(QE3)の規模縮小観測が高まる中、これまで新興国で増加していた海外からの与信残高に変化が生じるのではないかという見方が高まり、一部の新興国では通貨レート急変動などの動きが出ている。

国際決済銀行「国際与信統計(以下では「BIS統計」とする)」から、2005年以降の海外与信の動きがどうであったかを先進国向け・新興国向け別にみると、リーマンショックを境に双方の間に方向性の相違が出ていることが分かる(図表1)。リーマンショック前までは先進国・新興国双方ともに海外金融機関からの与信残高は増加基調にあったものの、リーマンショック以降になると先進国で減少に転じ今もその傾向が変わらないのに対し、新興国ではリーマンショック後も一貫して海外からの与信残高は増えている。この結果、直近2013年4-6月期までに新興国向けの海外与信残高はリーマンショック前ピーク時の1.5倍程度にまでに達し、過去最高水準にある。

図表1 海外与信残高(先進国・新興国)
(兆ドル) (兆ドル)



図表2 海外与信残高(BIIST・その他新興国)
(2005年=100)

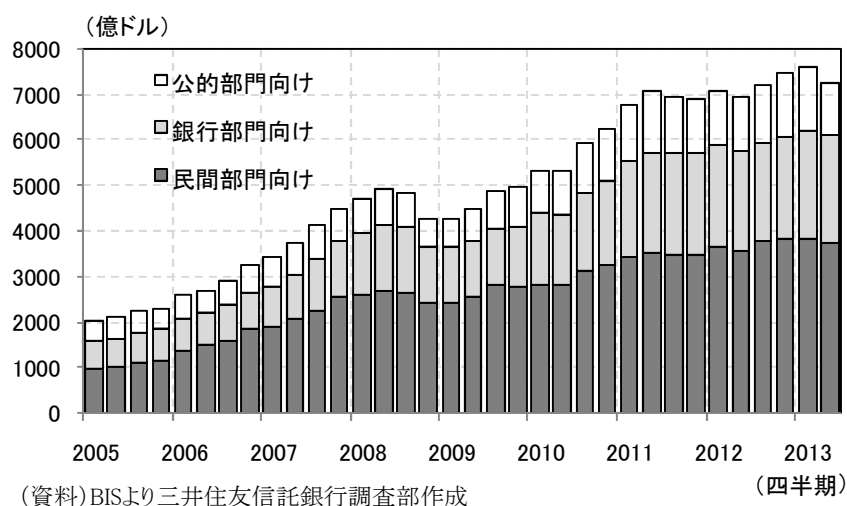


新興国の中でも、とりわけ残高増が著しかったのが「BIIST」と称される新興国5カ国である(図表2)。BIISTとはブラジル(B)、インド(I)、インドネシア(I)、南アフリカ(S)、トルコ(T)の頭文字をとったものであり、どの国も経常赤字を抱えているという共通点を持っている。経常赤字を抱えているからこそ海外与信に依存せざるを得ず、その他新興国と比べても海外金融機関を通じた与信残高の増加が進んできたとも考えられる。

ではこのように BIIST 向けで増加してきた海外からの与信残高は、これら国々のどの部門に向かったのだろうか。図表3は BIIST 向けの海外金融機関からの与信残高を民間部門向け、銀行部門向け、公的部門向けの3つに分けたものである。最も残高が多いのは民間部門向けで足元でも増加が続いている。他方、銀行部門向けも与信残高全体の3割近くを占める上、残高はリーマン前から約1.6倍と最も増加率を高めている。

本稿ではリーマンショック以降、BIIST 各国向けに増加してきた海外金融機関を通じた与信残高の動きの中で、とりわけ存在感を高めてきた銀行部門向け海外与信が当該国にどのような影響を与える可能性があるかについて見てみる。

図表3 BIIST 向けの海外与信残高(部門別)

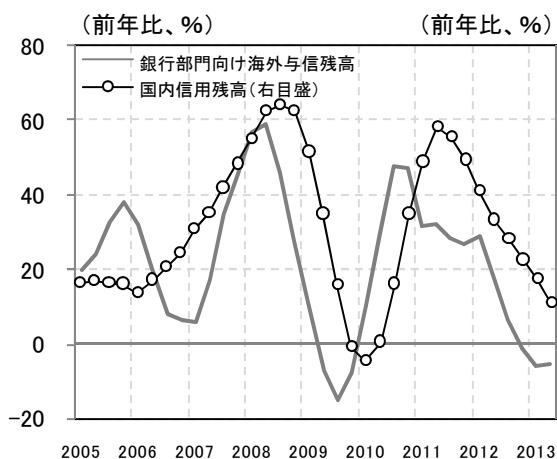


2. 銀行部門向け海外与信の動きが国内信用に与える影響

新興国の銀行部門において海外の金融機関からの与信が増え、それが国内銀行の与信行動に大きな影響を及ぼしているとすれば、仮に何らかのショックにより海外からの与信が引き揚げられた場合、金融システムの不安定化が信用収縮を招くことで实体经济に及ぶ悪影響が増幅されるリスクを高めることとなる。

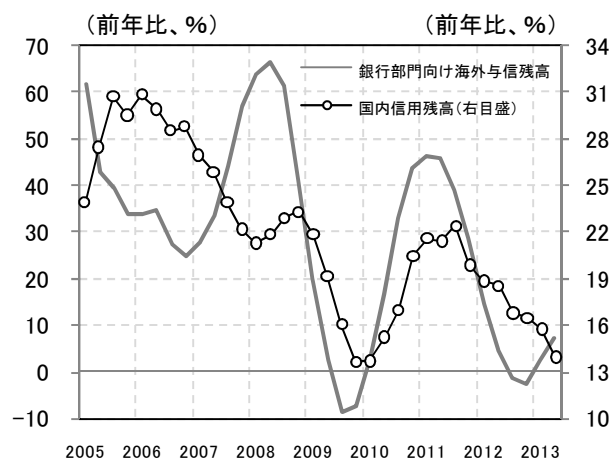
こうした観点からBIISTにおける「海外からの銀行部門向け与信残高(以下、銀行部門向け海外与信残高)」と「国内信用残高」の前年比(後方4四半期移動平均)の動きを比較してみたのが次頁の図表4から図表8である。

図表4 海外与信と国内信用（ブラジル）



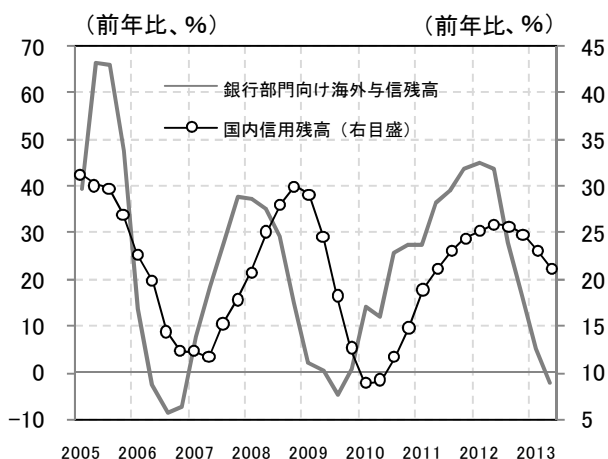
(資料)IMF、BISより三井住友信託銀行調査部作成(四半期)

図表5 海外与信と国内信用（インド）



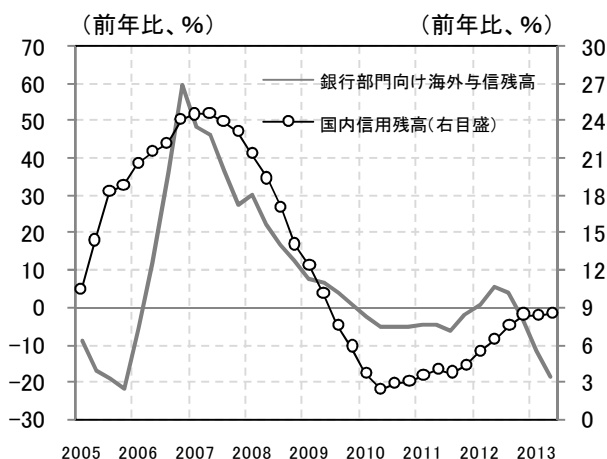
(資料)IMF、BISより三井住友信託銀行調査部作成(四半期)

図表6 海外与信と国内信用（インドネシア）



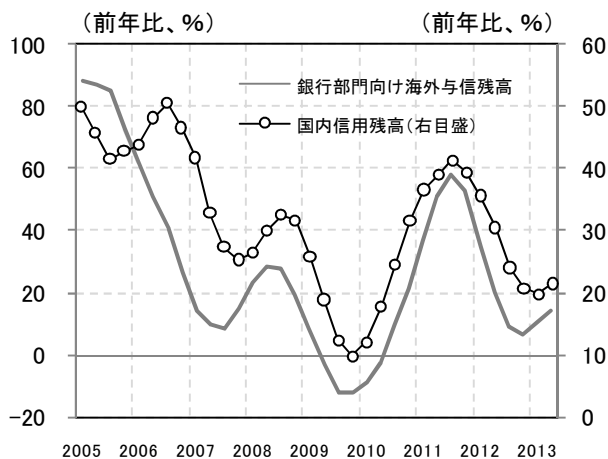
(資料)IMF、BISより三井住友信託銀行調査部作成(四半期)

図表7 海外与信と国内信用（南アフリカ）



(資料)IMF、BISより三井住友信託銀行調査部作成(四半期)

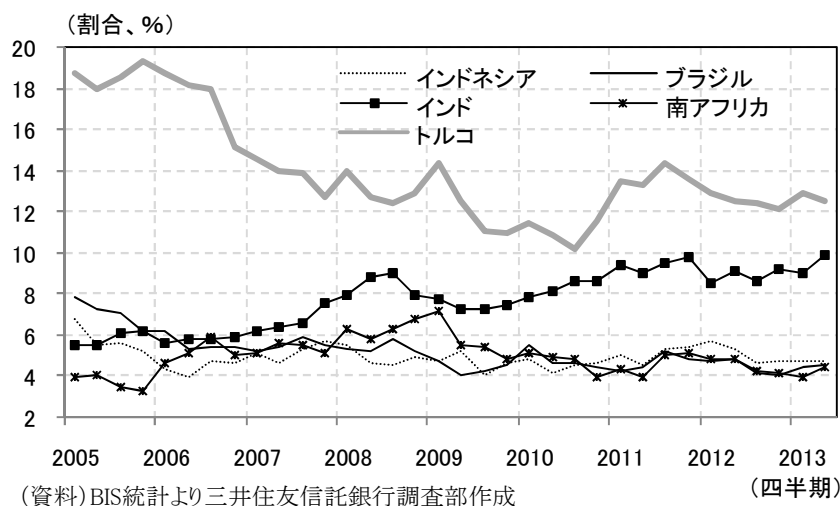
図表8 海外与信と国内信用（トルコ）



(資料)IMF、BISより三井住友信託銀行調査部作成(四半期)

これらの動きを見比べると概ねどの国も「銀行部門向け海外与信残高」と「国内信用残高」の増減が連動していることが分かる。そして両者の規模の比較をしてみると、トルコでは近年低下傾向にあるもののBIISTの国々の中では同比率が12%超と最も高く、銀行部門向け海外与信の動きが国内信用に影響を与えている可能性が高い(図表9)。またインドではここ数年同比率が2005年の5%台から10%前後へと上昇を続けており、銀行部門向け海外与信の影響が大きくなっている。

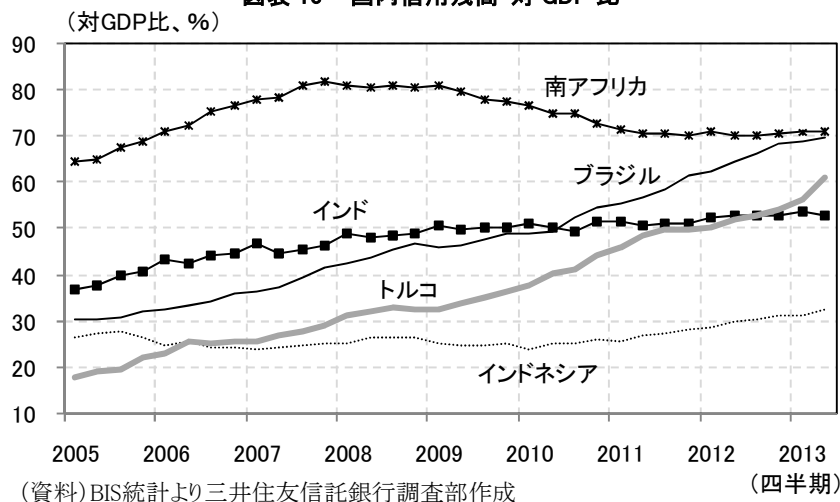
図表9 「国内信用残高」に対する「銀行部門向け海外与信残高」の割合



このことから BIIST 各国による銀行部門の国内向け与信活動が、海外からの与信残高の変動による影響を受け、それが国内信用残高の増減に表れている可能性が考えられる。足元の動きをみるとどの国も銀行部門向け海外与信残高の伸び率が低下傾向にあり、これに合わせる形で今後当分の間はこれら国々の国内信用残高の伸び率も徐々に低下していく可能性も考えられる。特に銀行部門向け海外与信残高の伸び率がマイナスとなり減少しているブラジルやインドネシア、南アフリカなどはより注意が必要かもしれない。

近年、BIIST 各国における国内信用残高の対 GDP 比がブラジルやトルコを中心に上昇しており、国内信用の増減が当該国の実体経済に与える影響も大きくなっていると想定される(図表10)。

図表10 国内信用残高 対 GDP 比



BIIST 各国は今年 5 月に QE3 規模縮小観測が高まったのを際に、経常赤字を抱えていることが材料視され急速な通貨安に見舞われた。通貨安は輸入インフレの要因となり、そのインフレ圧力に対抗するために中央銀行が利上げを余儀なくされることで实体经济への悪影響にまで波及していく。かかる中でソブリン格付けの引き下げや、本稿で見てきた銀行部門向け海外与信残高が仮に減少といった事態になれば、国内で信用収縮が起きることで経済への悪影響も増幅される可能性が高まる。早ければ来年 2014 年春にも米国 QE3 規模縮小が実施されると言われる中、通貨レートやインフレ率のみならず、海外与信の動きにも影響される新興国銀行の国内向け与信動向にも注意を払っておくことが必要であろう。

(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。