

不確実性低下で経済実態の差異が焦点に (月例グローバル経済金融レビュー)

＜要旨＞

米国連邦準備理事会(FRB)は、2013 年 12 月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、来年1月からの債券購入措置(QE)規模縮小開始を決定した。財政協議も含め先行き不確実性が低下するなか、雇用や経済の堅調さが確認できたことが背景にある。

欧州でも金融市場の落ち着いた状態が続き、銀行同盟の議論進捗などで先行きの不確実性が徐々に低下する中、イタリア・スペインの国債利回りが低下し、米国との差が縮小している。かかる世界全体の不確実性低下によって、今後は各国経済の成長持続性や財政状況といった基礎的条件に注目が集まり選別が進む可能性が高まろう。

国内では、経済情勢の好転により労働需給がタイト化する中で雇用者平均賃金の下落基調が続くという、一見矛盾した動きが続いている。これは、相対的に賃金水準の低いパート労働者の割合上昇が主因であり、それぞれの労働者の賃金下落を意味するわけではない。こうした賃金上昇率に関する差異は、米国金利上昇といった外部要因のみならず、国内のインフレ期待という面からも、長期金利に及ぼす影響を見る上で重要なポイントの一つになるだろう。

1. 世界経済・金融情勢 ～ 米国債券購入措置(QE)の規模縮小開始

(1) 米国 ～ 政策不確実性の低下と堅調な経済を背景に QE 縮小開始へ

米国連邦準備理事会(FRB)は、12 月の連邦公開市場委員会(FOMC)において、債券購入措置(QE)の規模縮小を来年1月から開始することを決定した。具体的には、月当たりの米国債購入額を 450 億ドルから 400 億ドルに、同モーゲージ担保証券(MBS)購入額を 400 億ドルから 350 億ドルに減らし、合計 850 億ドルから 750 億ドルに購入額を減額する内容であった。

今回の決定の背景には、最近の米国経済・金融市場における二つの変化があった。

第一に、債券購入措置減額の早期着手と利上げ前倒しは必ずしも連動させないという FRB の意図が金融市場期待に織り込まれ、債券購入規模の縮小を開始しても長期金利が急騰する懸念が小さくなったことである。このことは、11 月頃からFF先物や 2 年国債利回りといった期間の短い金利が低下する一方で、10 年国債利回りが緩やかに上昇し、長短金利差が拡大したという変化からも窺うことができる(次頁図表1)。実際に、18 日の規模縮小決定後の長期金利の上昇ピッチは緩やかであり、規模縮小期待により 10 年債のみならず 2 年債の利回りも急騰した 5～6 月と比べると、FRB による金融市場とのコミュニケーションが的確に行われるようになったと言えるだろう。

図表1 米国における長短金利差拡大

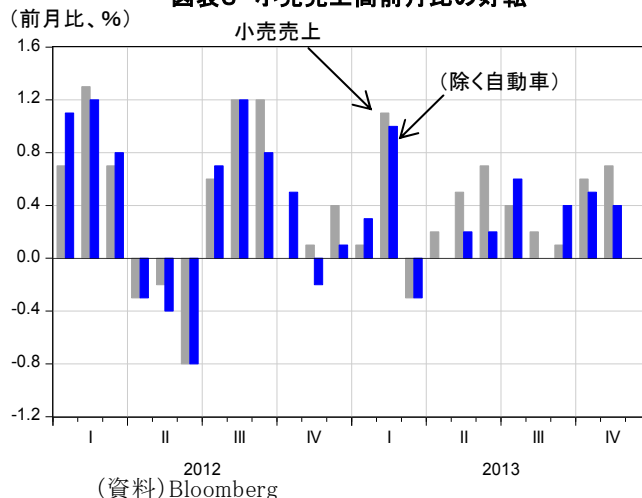


第二の環境変化は、実体経済において11月の小売売上や7-9月期企業収益、雇用統計がいずれも民間部門の堅調な推移を示すなか(図表2,3)、2014年度連邦政府予算についての合意が民主共和両党間で成立し、来年1月15日の暫定予算期限到来時に政府機関が閉鎖される懸念がなくなったことである。民間経済主体の活動を制約する政策に関する不確実性が低下し、先行き雇用や経済実体の堅調さが確認できたことが、QE規模縮小の大きな背景である。

図表2 増収続く企業収益



図表3 小売売上高前月比の好転



(2) ユーロ圏 ～ 景気底入れの兆しもあるも、デスインフレ長期化の可能性浮上

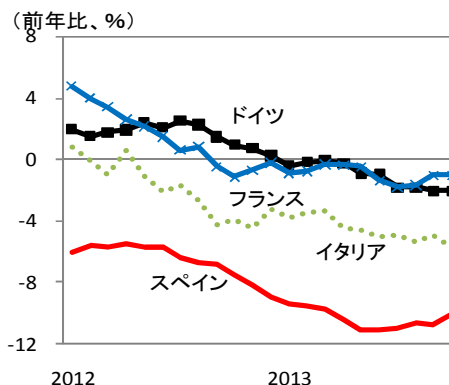
7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率改定値は速報値と同じ前期比+0.1%であった。2期連続のプラス成長であり、ユーロ圏全体としては景気底入れの兆しが出ているとも言えるが、国別・需要項目別に見ると、フランス・イタリアはマイナス成長となり固定資産投資が弱く、フランスでは輸出もマイナスとなっている。更にオランダも失業率が7.0%で高止まりする中で消費が目立って弱いなど、国によって、あるいは部門によって随所に弱いところが残る(次頁図表4)。来年からECBの銀行資産査定が始まる中、銀行貸出が大幅に減っているイタリア・スペインを中心に、銀行貸出態度の厳格化により中小企業などに足許の金融緩和が伝わらない局面が国によっては続くことも予想される(次頁図表5)。

図表4 ユーロ圏 7-9 月期 GDP 内訳

	実質GDP (前期比、%)				
	個人消費	政府支出	固定資本形成	輸出	
ユーロ圏	0.1	0.1	0.2	0.4	0.2
ドイツ	0.3	0.1	0.5	1.6	0.1
フランス	▲ 0.1	0.2	0.2	▲ 0.6	▲ 1.5
イタリア	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.6	0.7
スペイン	0.1	0.4	0.1	0.2	2.2
オランダ	0.1	▲ 0.5	▲ 0.2	1.9	▲ 0.0

(資料)Eurostat

図表5 主要国の銀行貸出伸び率



(資料)欧州中央銀行

12月5日のECB理事会では、政策金利据え置きをはじめとして目立った変化はなかったが、同時に発表された景気見通しでは、最近のユーロ高の影響もあって物価上昇率見通しが下方修正された(図表6)。このことは、デフレーションが継続するなか追加緩和の可能性を示唆している。

図表6 欧州中央銀行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	▲0.5～▲0.2	▲ 0.4	-
	2014	0.4～1.8	1.1	0.1
	2015	0.4～2.6	1.5	-
消費者物価上昇率	2013	1.4	1.4	▲0.1
	2014	0.6～1.6	1.1	▲0.2
	2015	0.5～2.1	1.3	-

(資料)欧州中央銀行

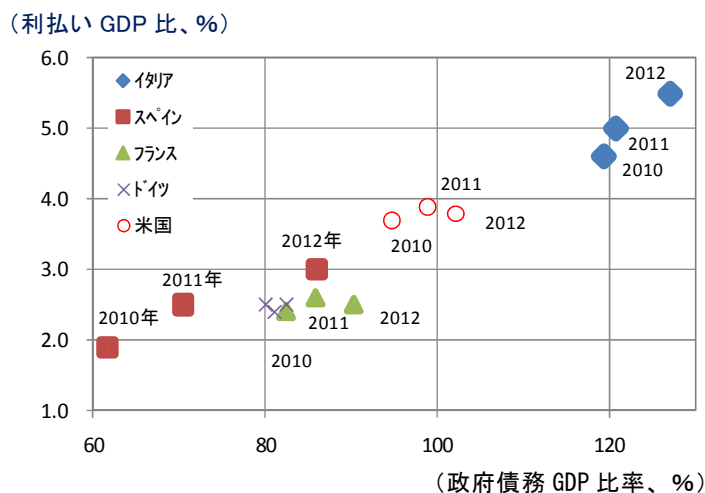
かかるなかで、2010年以降の欧米10年債利回りの推移を見ると、両経済圏の間での金利差拡大から縮小という大きな流れが確認できる。具体的には、2012年半ばまでは欧州債務問題を背景にスペインとイタリアの国債利回りが上昇し、米国とドイツが低下するという格差の拡大局面が続いていた(図表7)。結果として、この間の政府債務と利払い負担は、その金利推移に応じてスペイン、イタリアでは顕著に増加し、債務持続性に懸念をもたらすことになった(図表8)。

図表7 ユーロ圏主要国と米国の10年国債利回り



(資料)Bloomberg

図表8 ユーロ圏主要国と米国の10年国債利回り



(資料)IMF、Bloomberg

その後、2012年半ばにECBによる国債買い入れ策(OMT)が金融市場の安定をもたらし、銀行同盟の議論が開始されるなど問題への対応が徐々に進むなかで、スペインとイタリアの国債利回りが低下、欧米間の金利差の縮小が続いている。ただし、かかる金利低下の背景には、貸出減に直面した欧州銀行が自国国債の購入を進めていることもあり、ひとたび財政や成長の持続性、および銀行の健全性に懸念が生じると、悪循環に陥るリスクはなお残っている。

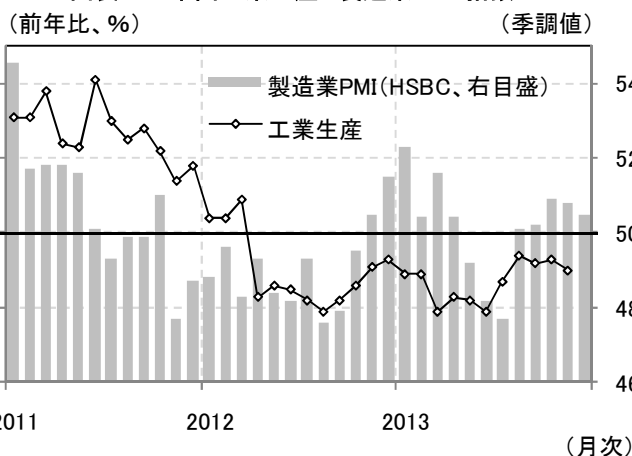
欧州・米国ともにこれまでの不確実性が低下するなかで進んだ国債金利格差縮小は、各国のソブリンリスク判断と国を選別する基準が、政府債務の規模と実体経済のパフォーマンスという基本的な事項に移っていくことを意味しよう。S&P社が11月にフランスの格付をAA+からAAに引き下げたのに続き、11月末にはオランダのソブリン格付けを最上位からAA+に引き下げたことで、ユーロ圏中核国の間で格差が広がったことも、かかる「市場による選別」の一環である可能性が指摘できる。

(3) アジア ～ アジア新興国はQE縮小開始後の実体経済への影響に注意

中国では、11月輸出金額は前年比+12.7%と二桁の伸びを記録するなど、米国中心とする世界経済底入れを受けた動きが出てきている他、12月の中国製造業PMI(HSBC)は50.5と5カ月連続で景況感の境目となる50を上回るなど、緩やかながらも景気の回復が続いていることを示している(図表9,10)。

2014年の経済政策運営が議論される場であり、来年の中国経済動向を占う上で重要な位置を占める中央経済工作会议では「安定成長下における構造改革推進」を目指す方針が決定された。「安定成長」というフレーズからも、政府が企図する来年の景気拡大ペースは引き続き緩やかなものになると見られる。

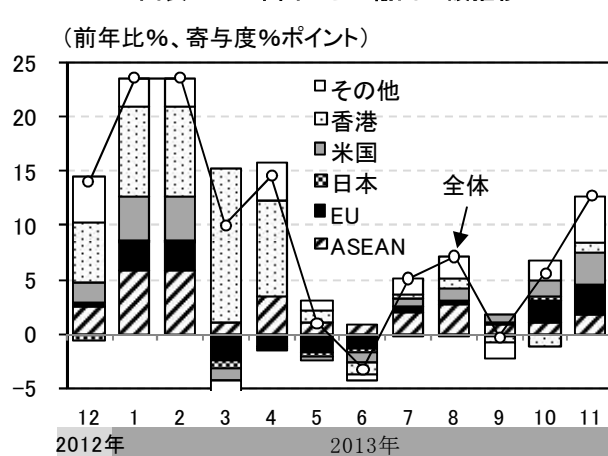
図表9 中国工業生産と製造業PMI指数



(注) 工業生産の1月2月は両月の合計値より計算

(資料) CEIC

図表10 中国からの輸出金額推移



(注) 1月と2月は両月の合計値を用いて計算。

(月次)

(資料) CEIC

中国以外の新興国では、米国が世界景気を牽引する中で経常赤字新興国を中心とした通貨安の動きは依然として続いており、実体経済面でも、7-9月期GDP成長率は4-6月期から鈍化している国が散見されるようになっている(次頁図表11)。とりわけ、12月にルピアが対ドルで5年ぶり

の安値まで下落したインドネシアでは、通貨安によるインフレ圧力への対応で余儀なくされた利上げが、实体经济に悪影響を及ぼした可能性が指摘できる。インフレ率が低く景気拡大のため利下げに踏み切ったタイも、最近高まった政情不安から先行き不透明感が強まっている。こうした中、内外マネーフローに着目すると、インドでは7-9月期の資本収支(対GDP比)が赤字に転落している(図表12)。この先、欧州のみならず新興国でも、経済成長や対外インバランスの持続可能性によって、市場から選別され易い局面が続くことになるだろう。

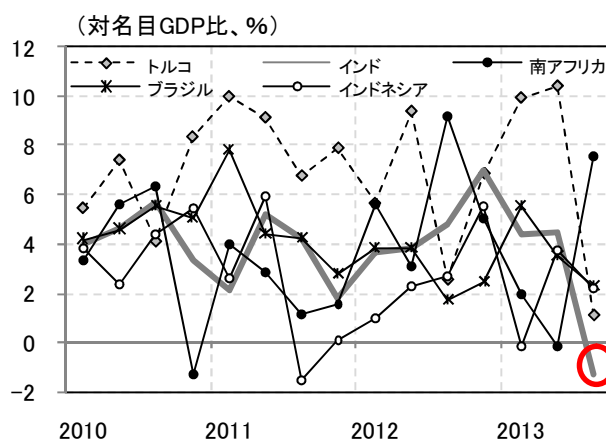
図表11 主要新興国の経済成長率

	2011年	2012年	2013年 (前年比、%)		
			I	II	III
インドネシア	6.5	6.2	6.1	5.8	5.6
タイ	0.1	6.5	5.4	2.9	2.7
マレーシア	5.1	5.6	4.1	4.4	5.0
フィリピン	3.6	6.8	7.7	7.6	7.0
ブラジル	2.7	0.9	1.8	3.3	2.2
インド	7.7	3.8	3.0	2.4	5.6
南アフリカ	3.6	2.5	1.6	2.3	1.8
トルコ	8.8	2.2	3.0	4.5	4.4

(注) インドのGDPは支出側を使用。

(資料) CEIC

図表12 主要新興国の資本収支



(注) 名目GDPは後方4四半期移動平均を使用。(四半期)

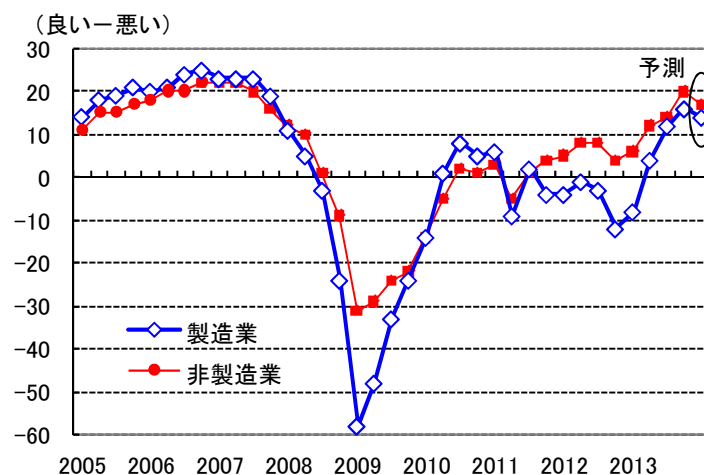
(資料) CEIC

2. 日本経済の現状と注目点 ～ 労働需給タイト化の中で下落基調続く賃金の先行き

(1) 企業部門の業績改善が顕著

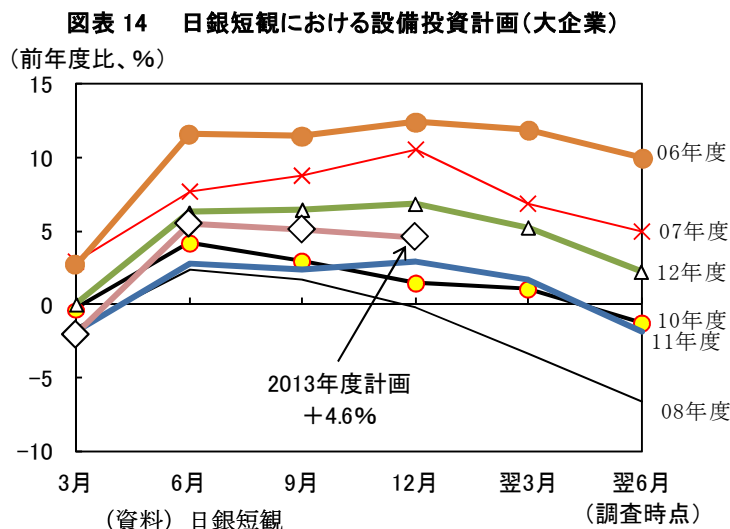
かかる世界経済の好転もあって、日本では景気回復と企業業績の改善が続いている。日銀短観(2013年12月調査)では、大企業製造業の業況判断DIが前回+12から+16と2007年末以来の水準まで回復し、非製造業は+20と、2000年以降の最高値(+22)に迫っている(図表13)。2013年の大企業経常利益計画は製造業で前年比+34.7%、非製造業では+14.9%といずれも大幅増であり、しかも前回9月調査時点での計画からそれぞれ+8.6%、+8.1%上方修正された。円安の効果もあって、国内企業の収益回復は更に明確になった。

図表13 日銀短観における業況判断DI(大企業)



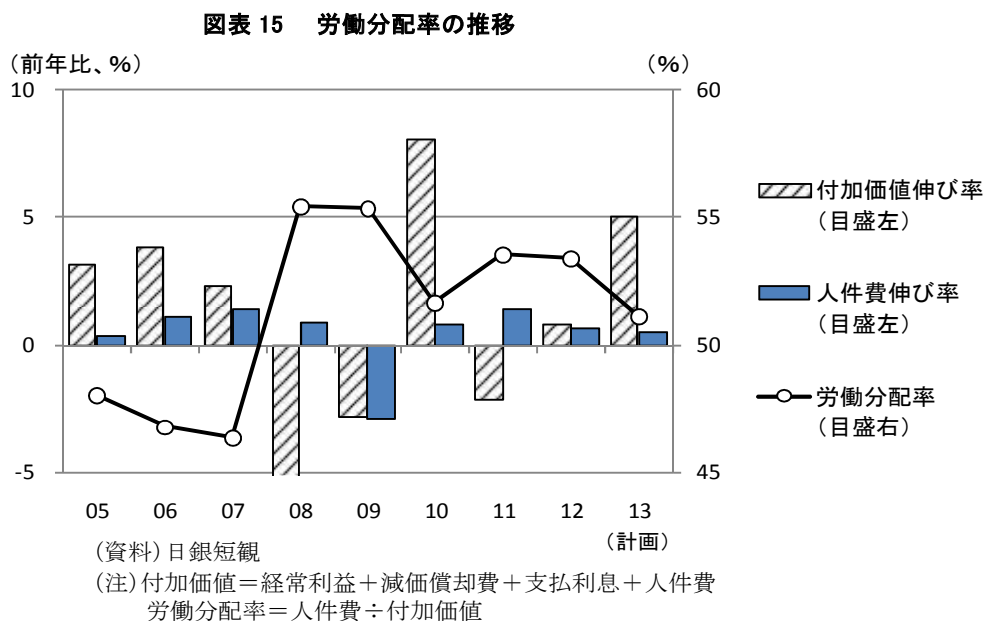
(資料) 日銀短観

しかし、2013年度の大企業設備投資計画は製造業中心に前回調査比▲0.5%と僅かながら下方修正された。計画値の前年比は+4.6%とプラスではあるものの、12月時点の計画伸び率が、最終実績が+2.2%と低い伸びに留まった2012年度よりも低いことは、今年度大企業の設備投資が前年よりも更に低い伸びに留まる可能性を示唆している。国内企業が、業況判断のみならず収益の大幅改善まで見えている現状で、今なお投資に対しては慎重な姿勢を崩していないことがわかる(図表14)。



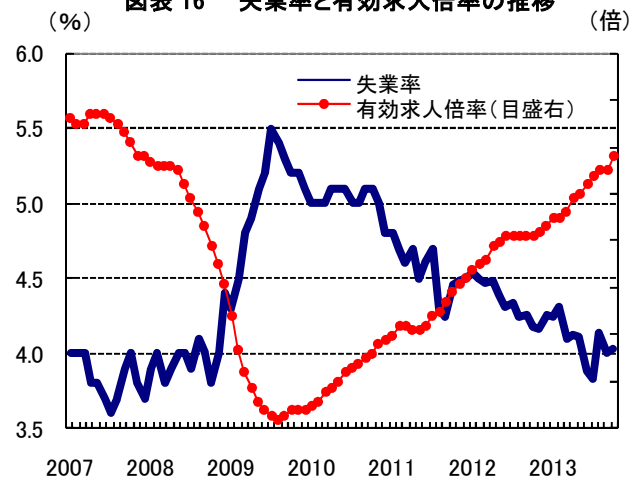
(2) 労働需給タイト化の下で弱い賃金の現状と先行き

設備投資に対する慎重な姿勢は、人件費増加に対する慎重な態度にも通じる可能性が高い。日銀短観の2013年度人件費計画(大企業)を見ると、前年比+0.5%とプラスではあるものの、付加価値の伸び率計画+5.0%と比べると明らかに小さい。この結果、2013年度の労働分配率は51.1%、前年差▲2.3%ポイントと顕著に低下する計画となっている(図表15)。50%強という労働分配率の水準は、2005～2007年度に比べるとまだ高いため、更なる絞り込みの余地があることを示唆する。この場合、人件費が減少に向かうことはないとしても、その増加ペースが抑えられる期間が長引くこととなる。



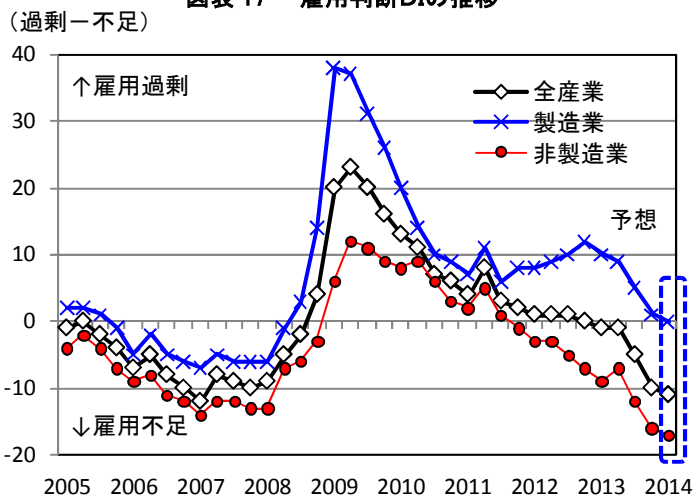
一方、労働需給はかなりタイト化している。失業率は直近 2013 年 10 月で 4.0%と 3%台に、有効求人倍率は 0.98 倍と 1 倍に迫っており、いずれも 2000 年以降雇用関連指標が最も良好だった 2006～2007 年前後の水準に近いところまで改善している。日銀短観で雇用判断DI(過剰－不足)の推移を見ても、2013 年 12 月で製造業では+1まで過剰幅が縮小しており、非製造業では▲16 と、雇用不足感はリーマン・ショック以前で最も強かった時期を上回った(図表 16,17)。

図表 16 失業率と有効求人倍率の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

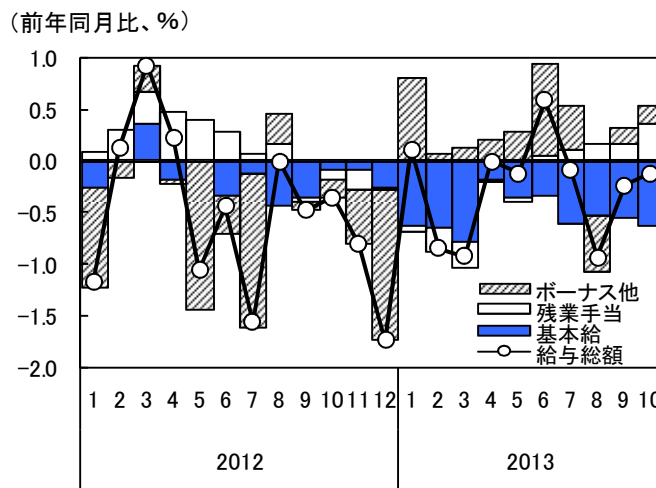
図表 17 雇用判断DIの推移



(資料)日銀短観

賃金に対する上昇・下落要因双方が存在する中で、足許の一人当たり賃金は弱い動きを続けている。残業代やボーナスの増減で、単月では前年比プラスになる月もあるが、給与の中核たる基本給は前年比マイナスが続き、しかもそのマイナス幅は拡大傾向にある(図表 18)。

図表 18 一人当たり賃金伸び率の内訳

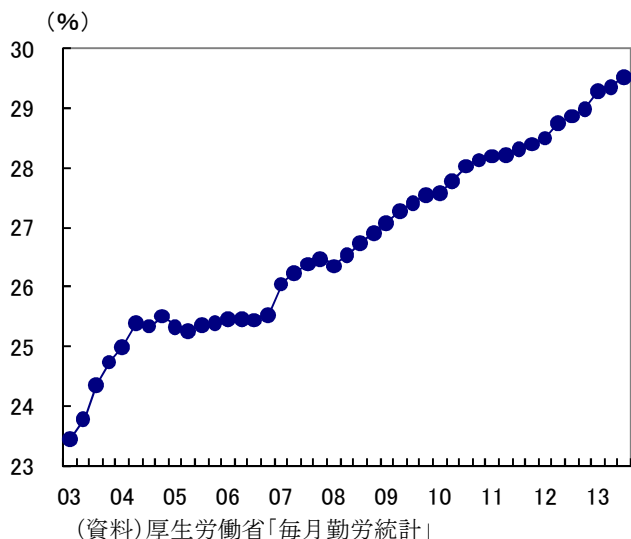


(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

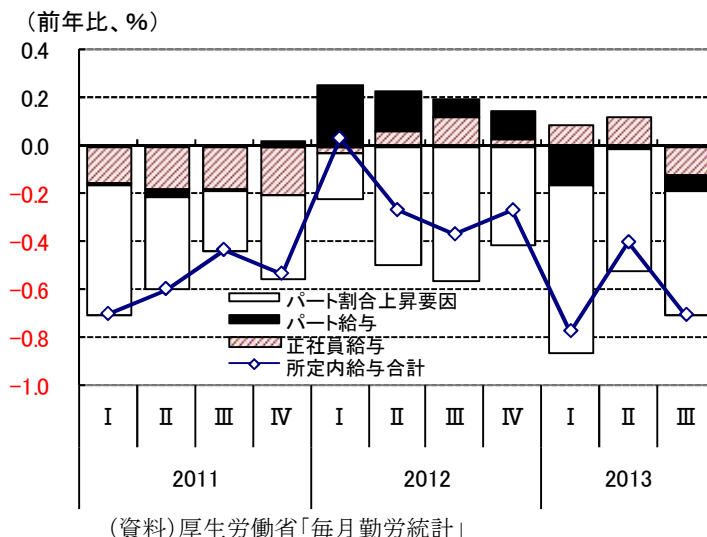
労働需給がタイト化する中で賃金の弱い動きが続くという一見矛盾した動きは、企業の慎重な姿勢に加えて、雇用者構成変化の影響が大きい。すなわち、相対的に賃金の低いパート労働者割合の上昇が、一人あたりの平均基本給を押し下げているということであり、一人当たり基本給の前年同月比を、正社員・パートそれぞれの賃金変動要因とパート労働者割合上昇による要因に分

けて見ると、ここ1年半は、一人当たり基本給減少の大半が、パートタイム労働者割合上昇要因で説明できることがわかる(図表19,20)。

図表19 パートタイム労働者割合

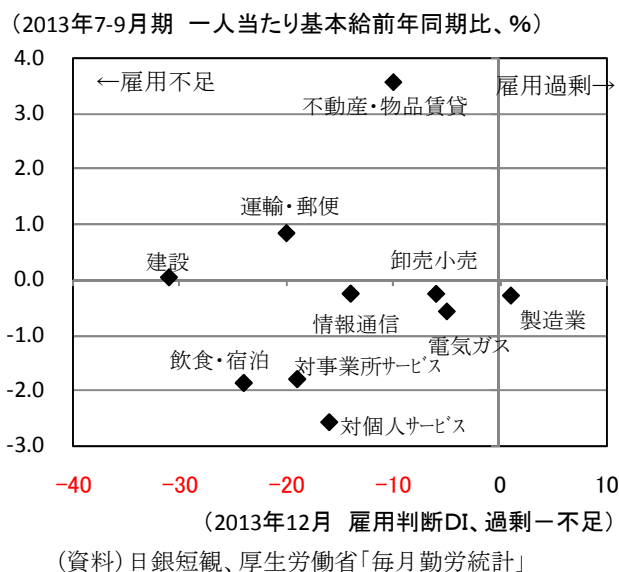


図表20 雇用者一人当たり基本給増減率の内訳

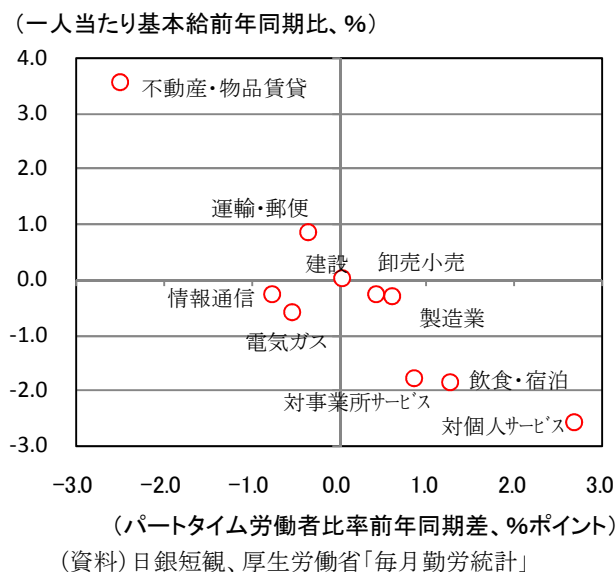


同じことは、業種別の一人当たり基本給の動きからも見出すことができる。各業種の雇用不足感と一人当たり基本給伸び率の関係を見ても、一般的に想定される「労働需給タイト化によって賃金が上昇する」という相関関係は全く見出すことはできず、雇用不足に陥っている多くの業種において平均基本給が下落している(図表21)。そこで、各業種のパートタイム労働者割合変化幅と一人当たり基本給変動率の関係を見ると、かなり明確な右下がりの関係、すなわち「パート労働者割合が上昇している業種では一人当たり基本給が下落する」という関係が見て取れる(図表22)。

図表21 業種別の雇用過不足感と一人当たり基本給



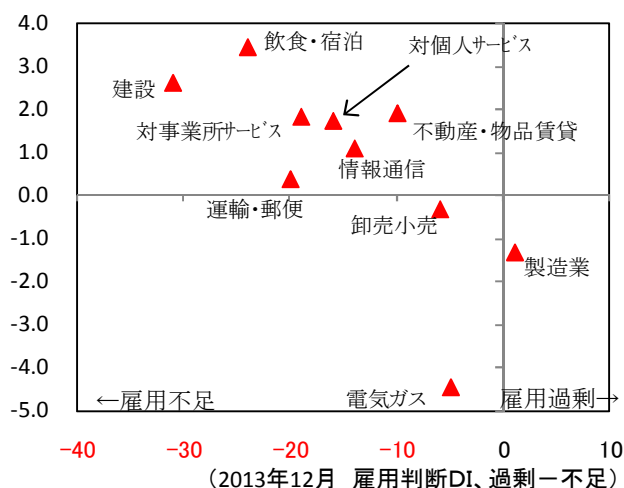
図表22 業種別のパートタイム労働者割合と一人当たり基本給 (2013年7-9月期)



この背景をもう少し詳しく見ると、雇用不足感が強い業種では雇用者増加率が高いという自然な姿になっているが、飲食・宿泊業をはじめとして、パートタイム労働者割合が高い業種で雇用不足感が強いために、これら業種での雇用者増加がパート労働者割合を押し上げ、平均賃金を下げる要因となっている(図表 23,24)。

図表 23 業種別の雇用過不足感と雇用者数増減

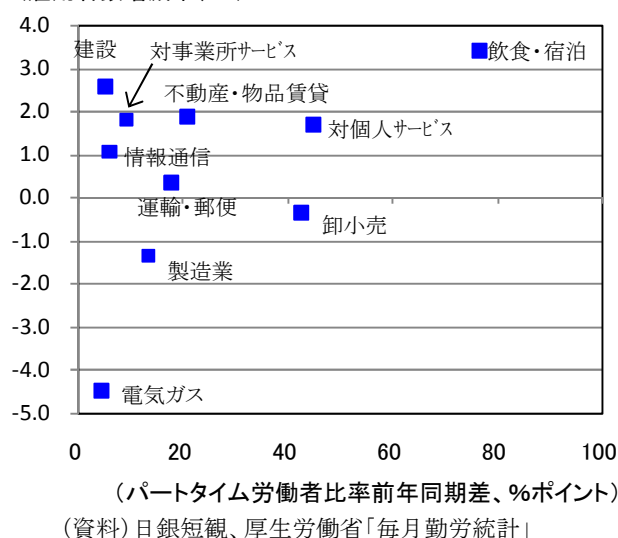
(2013年7-9月期 雇用者数前年同期比、%)



(資料) 日銀短観、厚生労働省「毎月勤労統計」

図表 24 パートタイム労働者割合変動と基本給増減
(2013年7-9月期)

(雇用者数増減率、%)



(資料) 日銀短観、厚生労働省「毎月勤労統計」

今回の景気回復局面は、安倍政権の政策スタンスを受けた公共投資増加に加えて、円安・株高を背景にした資産効果による消費増加を牽引役とする、内需主導の回復となっている。これを反映して、内需関連でかつパート労働者が中心の業種で雇用者が増え始めたことが、労働需給がタイトする中で一人当たり基本給下落幅が拡大するという、一見矛盾した動きの背景にあると整理できるだろう。

前掲図表 20 で示した一人当たり平均基本給がこの先上向きシナリオとしては、

- (1) 労働需給が更に逼迫し、パート労働者ではなく正社員でなければ雇えなくなる
- (2) 国内企業が先行きの経済成長に対する期待を強め、パートから正社員の雇用に傾く
- (3) パート労働者割合上昇による平均賃金押し下げ効果を超える賃金上昇圧力が生じる

ーなどが考えられるが、①過去数年で労働需給が最もタイトだった2006～2007年前後でもパートタイム労働者割合の上昇が起こっていたこと(前掲図表 19)、②設備投資に示された企業の姿勢を見る限り、期待成長率上昇シフトが短期間内に起きるとは考えにくいこと、そして③パート労働者割合の上昇効果を上回る賃金上昇圧力が生じるには、春闘の舞台になる大企業だけではなく中堅中小企業でも大幅な賃上げが必要であり、これが短期間で実現するとは考えにくいことから、来年の春闘において一部大企業でベアが行われても、雇用者全体の一人当たり賃金はマイナス基調から脱する可能性は低いだろう。

但し見方を変えれば、この先経済統計で確認できる一人当たり平均賃金の下落基調が続いても、それは必ずしも個々の雇用者の賃金減少を意味するものではない。パート労働者割合上昇によって平均賃金は下がっていても、雇用者それぞれの賃金が下げ止まる、あるいはごく緩やかにでも上がっていけば、消費者が抱く先行きの期待インフレ率上昇の要因となることも考えられる。言い換えれば、統計上示される平均賃金と消費者の期待インフレ率の方向性が必ずしも一致しない可能性が出てくるということである。この点は、世界経済が米国を牽引役として回復し続けると見込まれる中、米国金利上昇といった外部要因のみならず、国内のインフレ期待という面からも長期金利に及ぼす影響を見る上で重要なポイントの一つになるだろう。

図表 25 日米欧中の経済・金利見通し総括

		単位	2013	2014		見通し総括
			10-12	1-3	4-6	
実質経済成長率	日本	前期比年率 %	+ 3.3	+ 3.6	▲ 3.0	目先駆け込み需要で高成長、2014年度入り直後に反動減が出るが、景気後退局面入りは回避
	米国		+ 1.6	+ 2.6	+ 3.5	高水準の企業収益と財政巡る不確実性低下を背景に、2014年末にかけて成長率3%に回帰
	欧州		+ 0.6	+ 0.8	+ 0.8	景気は底入れしつつあるが、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	+ 7.7	+ 7.7	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	%	0.59～0.70	0.60～0.80	0.70～0.90	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		2.50～2.90	2.85～3.15	3.00～3.50	QE減額開始も、利上げには慎重なスタンス維持するため、長期金利は緩やかな上昇
	円ドル レート	円/ドル	96.7～ 105.0	101.0～ 106.0	102.0～ 107.0	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	1.34～1.38	1.32～1.38	1.30～1.37	欧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ドル高ユーロ安トレンド

(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。