三井住友信託銀行

調查月報



時論
NISAの導入と「貯蓄から投資へ」の行方······1
経済の動き
<u>2014年度までの内外経済見通し</u>
~定着する自律的景気回復と内外の下振れリスクをどう見るか~・・・・・・・・3
新興国情勢悪化がユーロ圏に与える影響・・・・・・・・・・・・・・・・15
欧州銀行の与信が新興国に及ぼす影響・・・・・・・・・2

購論

NISA の導入と「貯蓄から投資へ」の行方

NISA(少額投資非課税制度)がスタートしてから約2カ月が経過し、専用口座の開設数は500万件に迫りつつある。関連業界はNISAの特徴を生かした投信販売に注力しており、2015年からは口座を設ける金融機関の変更も可能となる模様であり、個人マネーと資本市場の橋渡し役として期待が高まっている。

しかし巷間聞かれるように、NISAが「貯蓄から投資へ」を加速させる起爆剤となるとか、リスクマネーの供給ルートになるといったところまで期待するのは、NISAに酷というものだろう。

1999年に ISA (Individual Savings Account:個人貯蓄口座)を導入した英国の経験を見ると、英国家計が保有する株式・投信残高に占める ISA 口座の比率は、導入直後の約13%から現在は約27%へと上昇しているが、株式・投信残高自体は7500~8000億ポンド前後で推移し、特段の増勢は見られない。英国の家計金融資産残高に占める株式・投信比率も、導入前の22%から足元では18%へと低下している。

もともと日本に比べて株式・投信が家計ポートフォリオへ浸透していたという事情を勘案して も、ISA 導入が「貯蓄から投資へ」を加速させたとは言い難い。

わが国固有の事情を鑑みても、「貯蓄から投資へ」がなかなか加速しないのは、NISA のような "投資版マル優制度"が欠落し、小口マネーを投資に誘導しなかったことよりも、マクロ環境に より家計のリスク許容度が高まらなかったこと、あるいは低下したことが主因と見るのが自然で あろう。

すなわち、90 年代のバブル崩壊の後遺症、グローバルな競争環境の激化、生産性の伸びの停滞等によって、日本経済の成長力が低下、ディスインフレからデフレに陥ることにより、企業には追加的な雇用・賃金圧縮圧力がかかった。税・社会保障負担も増加し、家計の所得・消費・貯蓄はいずれも低迷ないし減少した。税収が減少して財政赤字が拡大し、雇用不安と相俟って家計の将来不安を高め、家計マネーは相変わらず銀行預金に集まった。期待成長率が低下した企業の資金需要は低迷し、貸出が伸ばせない銀行は大量の国債保有に傾斜し、これが財政危機発生を食い止めつつも、家計マネーが間接的に国債を買い支える形となり、成長分野に回らなかった。

こうして見ると、家計は消費支出・金融資産運用両面において、上記のような「低成長とデフレと将来不安のスパイラル」に巻き込まれたのみならず、その一翼を担う形となった。

その結果、2000年代を通じて年収はどの年齢層においても減少、50歳代の賃金カーブの下方屈 折は以前より格段に大きくなってきており、かつてほど金融資産を蓄積できずに60代を迎える高齢者が増加した。このため、個人金融資産の6割前後を保有する60代以上の世帯の平均貯蓄残高は、2000年から2010年にかけて283万円減少し(2636万円→2353万円)、貯蓄率のマイナス幅も10.2%ポイントもの大幅な拡大を見た(\blacktriangle 6.0%→ \blacktriangle 16.2%) 1 。

_

¹ 総務省「家計調査(家計収支編)」

働き盛り世代である 20 代~50 代も、有配偶者男性の就業率の低下(1995 年:97.3%→2010 年:92.9%)、非正規雇用の増加に直面し、運用スタンスは安全志向を強めた。個人年金保険の新 規販売においては、60 代が減少する一方、投信代替ではなく生活保障として購入する30 代が増 加している。

金融資産ゼロの世帯割合も2000年:12.4%→2013年:31.0%と大幅に上昇した2。

このように、家計の金融資産運用におけるリスク許容度は高まるどころではなかった。過去20 年超の間、株価が長期低落傾向を辿ったという運用環境の悪さも、もちろん逆風となった。銀行 の投信窓販の開始や、金融機関の情宣活動による家計の投資リテラシーの向上という好材料があ ったとは言え、「貯蓄から投資へ」がなかなか進まなかったのはやむを得なかったと言えよう。

このように考えると、「貯蓄から投資へ」が加速するかどうかは、「低成長とデフレと将来不安 のスパイラル」に歯止めが掛かるかどうかがポイントであり、そうなれば家計のリスク許容度は 自ずから上向き、株価も上昇し、家計マネーは株式・投信へシフトしていくだろう。換言すれば、 アベノミクスと財政再建(税と社会保障の一体改革も含む)の成否次第ということであり、事は そう簡単でもなければ、相応に時間がかかるということでもあり、NISA導入が決定打となるもの ではない。

とは言え、今回の NISA 導入の意義は小さくない。

英国では、ISA 導入を機に「貯蓄から投資へ」は加速しなかったものの、若年層・低所得者・ 投資初心者といったリスク資産投資とは縁遠いと考えられていた人々が ISA を開設し、投資家の 裾野が拡大した。わが国でも、デフレ脱却を目指すアベノミクスが 2 年目に入り、内需の好循環 のきっかけをつかみつつあるタイミングで NISA が導入されたことで、英国同様、投資家層の拡 大が期待できよう。

政府は2020年にNISA口座の残高25兆円という目標を掲げているが、これをクリアするため には、成長戦略と財政再建を着実に実行して「成長力の底上げ、緩やかなインフレ、将来不安の 払拭」を図ることが肝要であろう。その先には、リスク許容度を高め、裾野も広がった家計投資 家層が、NISA を活用して長期的視点に立った資産運用を行い、これが成長マネーの原資となって 企業が資本力と収益力を高め、その果実を家計に還元するーという好循環が実現することを期待 したい。

(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。

² 金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」

2014 年度までの内外経済見通し

~ 定着する自律的景気回復と内外の下振れリスクをどう見るか~

く要旨>

日本の 10-12 月期経済成長率は前期比年率+1.0%と、外需のマイナス寄与によって 低成長となったが、家計所得や設備投資が安定して増加し始めていることから、国内で の好循環、言い換えれば自律的回復の動きが定着しつつあると見て良い。公共投資の 増加や、今はまだ伸び悩んでいる輸出が米国向け中心に上向いていくと見られる。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、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。国内の消費者物価上昇率は、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シナリオとして、海外では経常赤字の新興国中心とする状況悪化が拡大していくことが挙げられる。また国内では、円安によるエネルギーをはじめとする物価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ことによって、国内景気の自律的回復が損なわれる可能性が挙げられる。とりわけ、足許で日本の経常収支赤字が続いているために、かかるマイナス材料が顕在化する可能性が以前よりも高くなっている点に注意を要する。

1. 2013 年 10-12 月期 GDP 結果~外需マイナス寄与で低成長に

2013年10-12月期GDPは前期比年率+1.0%となった。5四半期連続のプラス成長であったものの、事前の平均的な予測であった同 $+2.0\sim2.5\%$ を大きく下回った(図表1)。

図表1 日本の GDP 成長率と需要項目別の寄与度

(前期比年率、%)

				(111179170 1 -	T \ /0/
	2013年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
GDP	4.8	3.9	1.1	1.0	+ 1.0
個人消費	4.2	2.6	0.9	2.0	+ 1.2
民間住宅	7.2	3.6	13.9	17.8	+ 0.5
設備投資	▲ 3.5	4.4	0.8	5.3	+ 0.7
民間在庫(年率兆円)	▲ 2.6	▲ 3.4	▲ 2.8	▲ 3.0	▲ 0.1
政府支出	2.8	2.6	0.9	2.0	+ 0.4
公共投資	13.3	30.3	31.9	9.3	+ 0.5
財・サービス輸出	17.8	12.3	▲ 2.7	1.7	+ 0.2
財・サービス輸入	4.5	7.2	10.1	14.9	▲ 2.4

内需寄与度 +3.2%ポイント うち民需+2.3P 公需+0.9P

外需寄与度 ▲2.2%ポイント

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

需要項目別の動きを見ると、最初に個人消費は前期比年率+2.0%であった。2013年前半の株価上昇による資産効果を背景にした高い伸びから7-9月期には一旦増加ペースが鈍化したものの、10-12月期には再び伸び率を高めた。4月からの消費税率引き上げ前の駆け込み需要によ

る部分もあると見られ、今回で5四半期連続の増加となった。

今回の GDP 結果で、景気の先行きを見る上で最も明るい材料は、設備投資が前期比年率+5.3%と再び伸び率を高めた点であろう。これまで、企業は先行きに対する慎重な姿勢を崩さず設備投資をなかなか増やさなかったが、業績改善の流れが続いていることもあってようやく増加局面に入り、今回で3四半期連続の増加となっている。公共投資の増加ペースこそ前期比年率+31.9%から同+9.3%まで鈍化したものの、個人消費と設備投資双方の増加によって内需の寄与度は+3.2%ポイントに達している。

一方、外需の弱さは今後の懸念材料であった。財・サービス輸出は前期比年率+1.7%とプラスにはなったものの 7-9 月期の同▲2.7%を取り戻すにも及ばず伸び悩んでいる。その一方で輸入が同+14.9%と大幅に増加したために外需の寄与度は▲2.2%ポイントと大幅なマイナス寄与となり、これが GDP 成長率を押し下げる要因となった。

官民ともに好調な内需と、低調な外需というコントラストが鮮明に表れたのが今回の GDP であったと言える。

2. 2014 年度までの日本経済見通し

(1)国内需要環境

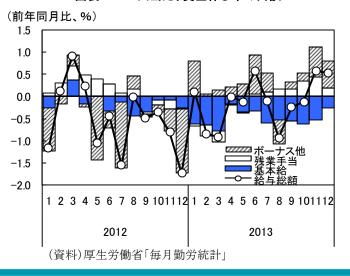
2014年までの国内需要環境は、基本的に良好な状態が続くと見ている。

個人消費の先行きについて、その背景となる家計所得環境を見ると、失業率は直近 2013 年 12 月に 3.7%まで低下し、有効求人倍率は 1.03 倍と、前者は 3%台、後者は 1 倍超と、サブプライムローン問題顕在化前の水準まで回復している(図表2)。雇用者一人当たりの平均賃金は、パートタイム労働者割合の上昇による平均賃金押し下げ効果によって基本給の前年比マイナスが続いているが、循環的な景気回復を受けてボーナスと残業代が増加していることで一人当たり賃金全体では前年比プラスであり、しかも雇用者数が増えているために、雇用者が受け取る報酬の合計額は 2013 年 10-12 月期で前年同期比+1.7%と明確に増加している(図表3)。

4月の消費税率引き上げ後は、駆込み需要の反動減と、税率引き上げ分の実質所得目減りによって消費が抑制されることになるが、これまで企業が雇用に対して慎重な姿勢を取り続けてきたことを踏まえ、4月を境に急激な人件費削減を余儀なくされるケースは少ないと考えている。この

図表2 国内雇用情勢の推移 (倍) (%) 6.0 1.2 失業率 1.1 有効求人倍率(目盛右) 5.5 1.0 0.9 5.0 8.0 4.5 0.7 0.6 4.0 0.5 0.4 3.5 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 (資料)総務省、厚生労働省

図表3 一人当たり賃金伸び率の内訳



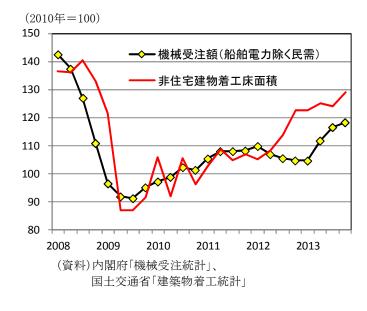
ため、2014年度まで労働需給改善の流れは続き、家計所得の増勢は続くだろう。個人消費は4-6月期に駆込み需要の反動減で前期比マイナスになるものの、7-9月期からはプラスに戻ると見る。

設備投資も、2014年度内は増勢が維持されるだろう。2012年末からの業績改善の流れが続く中、先行きに対して徐々に明るい見方が定着していくためである。製造業では、米国での景気回復に伴いドル安円高に振れる懸念が小さくなっていくことも、設備投資を後押ししよう。また小売業をはじめとする非製造業にとっては、雇用環境改善と家計所得増加が消費税率引き上げ後の業績不透明感を和らげ、結果として設備投資を促す要因になると見込む。

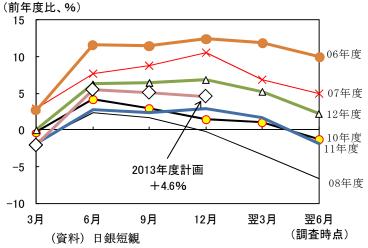
設備投資の先行指標も、この先増加基調を辿るという見方を支持している(図表4)。但し直近2013年12月の日銀短観では、2013年度の大企業設備投資計画が前年比+4.6%と前年12月計画の伸び率(同+6.1%)よりも低くなっていることは、国内企業の投資姿勢になお慎重な部分が残っていることを示す材料である(図表5)。かかる材料も踏まえ、2014年度通期の設備投資は+3.7%とリーマンショック前の+5%前後には及ばないものの、明確なプラスとなろう。

かかる動きを踏まえて、国内民間部門においては既に自律的回復の動きが定着しつつあると見て良く、この流れは消費税率引き上げを挟んでも 2014 年度まで損なわれないと予想している。

図表4 設備投資の先行指標



図表5 日銀短観における設備投資計画(大企業)



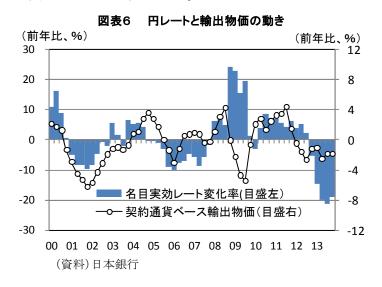
(2)海外需要環境

2013年10-12月期の輸出がほとんど横ばいに留まったように、1年前から大幅な円安が進んだにもかかわらず輸出数量が伸び悩んでいる背景には、大きく3つの要因がある。

第一に、海外経済要因、すなわち世界経済の拡大ペースが鈍いことである。特に日本の輸出シェアが大きいアジア新興国の景気が減速していることが、数量の伸びを抑えていると考えられる。

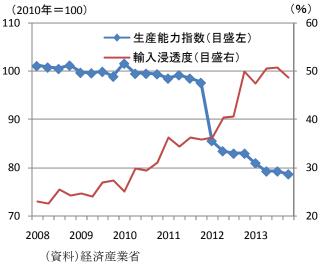
第二に、円安が進む中でも輸出価格を引き下げていないという国内輸出企業の価格決定行動である。円の実効レートと輸出物価(契約通貨ベース)の前年比を比較すると、足許の円レート下落率が過去と比べても圧倒的に大きいにもかかわらず、輸出物価の下落率は、過去の下落局面と殆ど変わらず小さいものに留まっている(次頁図表6)。この動きからは、ここ1年の円安局面にお

いて、輸出企業が収益の源泉を数量よりも名目売上額の方に求めてきたことが窺える。数量を追い求めない輸出企業の姿勢は、今回の景気回復局面において国内製造業の設備投資がなかなか増えなかったことと関連していると考えられる。

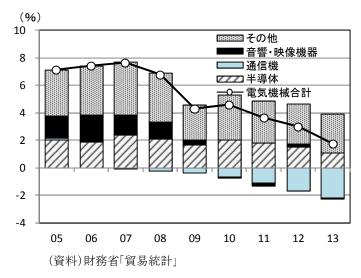


第三に、特定セクターにおける貿易赤字の拡大がある。その筆頭が電気機械部門であり、とりわけ情報通信機械の国内生産能力は東日本大震災後大幅に削減され、結果として輸入浸透度がかなり上昇している(図表7)。結果として電気機械全体の貿易収支は2005年の7.1兆円から2013年には1.7兆円まで縮小し、内訳としての通信機の貿易収支はこの期間にほぼゼロから2兆円の赤字にまで変化している(図表8)。貿易黒字縮小から赤字への転換といった大きな変化を示す品目は一部だが、輸出全体に与える影響は無視できない。

図表7 情報通信機械の国内生産能力と輸入浸透度



図表8 電気機械類の貿易収支

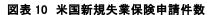


では、今後の輸出がどう推移するか。輸出を左右する要因として最も重要な海外経済動向については、米国中心に世界経済全体が回復に向かうと見る。

米国の経済指標の中には、2014年1月の製造業 PMI 指数低下や、2013年12月から米国雇用者数の前月差増加ペースがそれまでの月20万人前後から10万人前後に低下するなど、弱い指標も出ている。しかし、新規失業保険申請件数が、多少の振れを伴いながらも30万件台前半の

範囲を保っていることを考えても、ここで雇用増加トレンドが腰折れたと考えるほどの悪材料が揃っているわけではない(図表9,10)。直近における米国経済指標の弱さは天候要因によるところが大きいと考えられる。





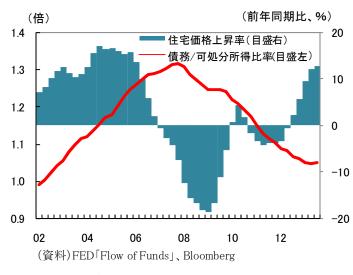


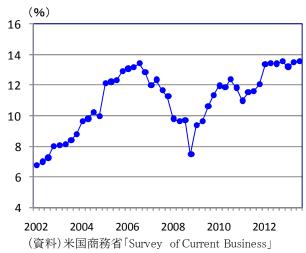


高水準の企業収益を背景に雇用増加の余地がまだあることに加えて、家計部門における債務 負担軽減と住宅価格上昇というバランスシート改善という流れを背景とした米国内需要の増加は 続くだろう(図表 11,12)。そして連邦準備理事会(FRB)による債券購入措置(QE)は、今後連邦 公開市場委員会(FOMC)が開催される度に、毎月の購入額が100億ドルずつ削減され、結果として2014年内には終了すると予想している。

図表 11 米国家計債務と住宅価格

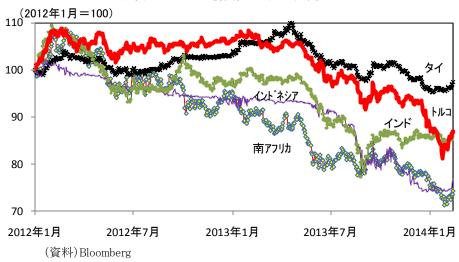
図表 12 米国企業収益 GDP 比率





アジア新興国では、2014年に入ってからアルゼンチンの通貨急落をきっかけとして、主に経常赤字新興国の通貨が大幅に下落した。特に問題視されているのが、ある程度の経済規模を持つブラジル・インドネシア・インド・南アフリカ、トルコの5カ国である(図表 13)。経常赤字国にとって急激な通貨安は、更なる赤字幅拡大という悪循環に陥る可能性をもたらす他、輸入インフレ圧力の高まりが実体経済への打撃となる。1月末に、通貨安に歯止めをかけるためにトルコ中央銀行が主要政策金利である一週間物レポレートを4.5%から10%に引き上げた。その後通貨レートが反転し

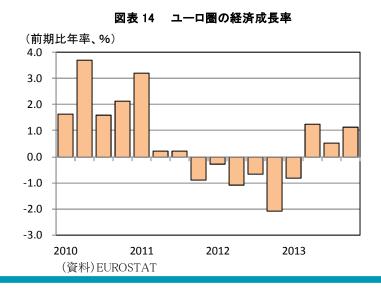
たため、新興国の対応は一定の効果を出したと見ることもできるが、大幅な利上げは時間をおいて 実体経済に対するダメージとして顕在化する可能性が高いため、経常赤字の新興国はしばらく厳 しい状況に置かれることとなろう。

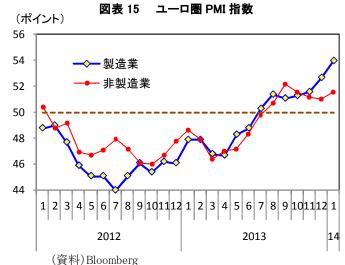


図表 13 アジア新興国の対ドル通貨レート

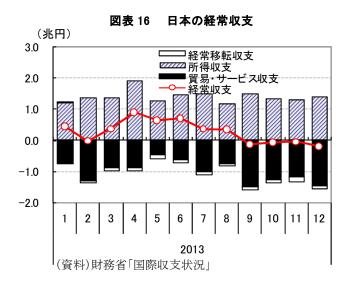
但し、米国景気の回復自体は、米国向けの輸出増加というメリットをもたらす材料であることも間違いない。一部の経常赤字新興国にとっては、米国景気回復が米金利上昇を通じてデメリットになるものの、国際収支などに特段の弱点がない国は輸出増加という恩恵を受けることができる。国際収支の状態や、政治の安定度合いなどを材料とした金融市場の選別によって国家間の経済パフォーマンス格差が拡大するものの、新興国経済全体としては米国経済回復の恩恵を受けて徐々に上向いていくと見ている。

ユーロ圏は、2013 年 10-12 月期の経済成長率が前期比年率+1.1%と3四半期連続でプラスになった他、PMI 指数が 2014 年 1 月時点で製造業、非製造業ともに 50 を超えるなど、景気底入れを示唆する経済指標の動きが続いている(図表 14,15)。失業率は 2013 年 12 月で 12.0%となお過去最高水準にあることや、ここ数か月目立っているディスインフレが実質金利を押し上げて経済活動を抑制する可能性など、景気のマイナス要因も複数残っているため、向こう 1 年で明らかに上向くことは期待し難いが、金融市場の安定が急に崩れるといったことがない限り、急速な悪化も避けられると見る。日本の外需環境にとってはプラス材料にもマイナス材料にもならない期間が続くと予想する。





以上の海外経済シナリオと、先に挙げた足許の輸出数量を抑えている3つの要因(①海外景気、②輸出企業の価格決定行動、③一部セクターでの国内生産能力削減)を踏まえて2014年度までの輸出動向を見通すと、②企業の輸出価格決定行動と③一部セクターでの生産能力削減は大きく変化しないものの、①の海外経済要因が、米国中心とする世界景気回復を通じて輸出を押し上げることが見込めよう。新興国景気が減速した状態が続くこともあって、2002年から2007年まで続いた年10%前後もの増加ペースには及ばないだろうが、2014年度は+4.8%と緩やかながら増加しよう。月次で見た日本の経常収支は4カ月連続で赤字となっているが、2014年度にかけて輸出数量回復とともに貿易赤字が縮小し、経常収支はプラスに戻ると予想する(図表16)。



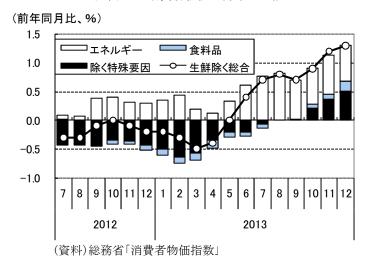
2014年度までの日本経済見通しをまとめると、国内では企業収益と設備投資、家計所得と個人消費がともに増加するという自律的回復の動きが始まっており、安倍政権の経済対策による政府支出と公共投資が支えにもなって、この流れは2014年度まで続くと見る。外需も米国向けの輸出中心に回復基調となるため、国内景気回復の動きを妨げることはないだろう。

年度平均で見た経済成長率は、2013年度が消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあって+2.2%まで高まると見る。2014年度は、駆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、内外需回復の流れが続くため7-9月期以降はプラス成長を取り戻し、年度平均の成長率は+0.9%とプラス成長を確保できると予想する。

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12月で前年同月比+1.3%と、3か月連続で1%を上回った。品目別の動きを見ても、500強ある品目のうち半数以上が前年比プラスとなっている(次頁図表17.18)。

図表 17 消費者物価上昇率の内訳



図表 18 CPI コア構成品目のうち 前年同月比上昇した品目の割合



足許の消費者物価の動きは円安による輸入価格上昇によるところが大きく、言い換えれば外的要因によるコストプッシュ的な面が強い。2014年度末にかけてさらに大幅な円安が進まない限り、前年同月比で見る消費者物価上昇率は、円安効果の剥落で鈍化していくだろう。既に、輸入物価の前年同月比上昇率は、円安効果が一巡した2014年1月に大きく低下している(図表19)。この影響が、2014年半ば頃から、消費者物価指数各品目の前年比上昇率縮小となって現れよう。

(前年同月比、%) 15 10 5 O 契約通貨ベース 輸入物価円建て前年比 -10 9 10 11 12 1 3 4 6 | 7 | 8 9 10 11 12 2012 2013 14 (資料)日本銀行「企業物価指数」

図表 19 輸入物価上昇率の内訳

この先は、景気回復持続とともに雇用者所得も増加するため、消費者物価上昇率が消費税率 引き上げの影響を除いたベースでマイナスにまで落ち込むことはない。デフレを脱却した状態は 2014年度を通じて維持され、消費税率引き上げといった特殊要因除いた CPI コア上昇率は 2014 年度末で+0.5~+1.0%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。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、物価の背景にある賃金は一人当たり平均で+2~3%の伸びを維持していた。 内外需双方の回復と、家計所得増加で消費者がある程度値上げを受け入れやすい環境になるの は間違いないが、20 年前の物価・賃金環境に向こう1年程度の期間で戻るとは考えにくい。

4. 金融市場の現状と見通し

(1)長期金利

10年国債利回りは、2013年末にかけて米国金利上昇の影響で 0.7%を超える水準まで上昇したが、2014年以降は新興国の状況悪化に対する懸念の高まりから、再び低下して 2月下旬は 0.6%前後で推移している(図表 20)。



2014年末までの長期金利は、景気の堅調な推移が見込まれる米国でQE縮小と金利上昇が続き、国内でも消費者物価上昇率がプラスに転化する中で上昇していくと見込む。但し消費者物価上昇率+2%が視野に入らないために、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。2013年度内は1%未満、2014年度末にようやく1%前後まで上昇するに留まろう。

このように長期金利については「緩やかな上昇トレンド」がメインシナリオだが、日銀の金融政策を巡って振れが拡大する可能性がある。2014年度末までのいずれかのタイミングで「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り、日銀が何らかの追加緩和的な措置を取れば、長期金利の低下要因となる可能性がある。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となり得よう。

(2)為替レート

①円ドルレート

円ドルレートは、昨年 10 月に起こ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昨年後半には1ドル=100 円よりも円高水準にあったが、11 月半ばからは政府機関閉鎖の間も経済指標の堅調な推移が続いたことや、FRBのQE 規模縮小決定後、同100~105 円の範囲内で推移している。この先も米国景気の回復が続き、QE は2014 年内に終了するだろう。2014 年末までに政策金利が引き上げられるまでには至らないと見るが、事実上ゼロ政策金利の残り期間が短くなっていくことは、ドルレートを押し上げる要因となる。2014 年度末にかけて、対ドルで105 円前後までの円安進行を予想する。

②円ユーロレート

ここ数カ月のユーロレートは、欧州金融市場が落ち着いた状態を維持する中、米国で一時的に市場予想を下回る経済指標が公表されたことなどもあって上昇基調となり、一時は対ドルで1ユーロ=1.37~1.38ドル、対円では同140円を上回った。

今後のユーロレートについては、ユーロ圏景気が底入れしつつあるとはいえ物価上昇率の下落を受けてディスインフレが長期化する可能性が出てきたというファンダメンタルズを前提とすると、この先は度々ECBによる追加緩和観測が出ると考えられる。かかる環境下でのユーロレートは、下落する可能性が高いと見るのが妥当だろう。2014年度末までのユーロレートは対ドルで緩やかな下落基調、対円ではほぼ横ばいの135~145円での推移を見込む。

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。

中でも筆頭に挙げられるのが、経常赤字の新興国情勢悪化の影響を受ける国が増える可能である。現在、特に懸念されている経常赤字 5 カ国 (ブラジル・インドネシア・インド・南アフリカ・トルコ)と日本の貿易規模はさほど大きくないため、これらの国の情勢悪化による直接的な影響を受ける懸念は小さい。しかしタイやマレーシアなどはインドネシアへの輸出依存度が高く、インドネシア経済情勢の悪化が長引けば、経常黒字新興国もその悪影響から逃れられなくなり、日本はアジア新興国向けの輸出減という形で経常赤字国状況悪化の影響を間接的に受けることになる(図表21)。また過去の経緯を踏まえると、新興国の先行きに対する世界的な懸念が高まれば円高圧力が強まると見られ、この場合は過去1年と逆に円高が株安とマインド悪化要因となる懸念が残る。

(名目GDP比 鹼出 依存度 先進国 新興国向け合計 合計 経常赤字 向け 経常赤字5国+ 新興国 向け アルセンチン向け 合計 日本 0.7 1.6 6.0 7.4 13.4 中国 1.9 4.2 7.5 17.5 24.9 インド 1.2 2.9 7.6 15.7 8.1 33.5 台湾 2.8 4.9 29.9 63.4 韓国 3.9 8.0 27.0 21.5 48.5 0.9 フィリピン 5.2 20.8 0.6 15.5 マレーシア 30.4 7.1 11.0 44.2 74.6 インドネシア 12.7 2.0 3.0 9.0 21.6 6.5 11.7 30.1 32.6 62.7

図表 21 日本・アジア各国の輸出依存度(2012年)

(資料)UNCTAD、IMFより三井住友信託銀行調査部作成

(注)「経常赤字5国」とは、ブラジル・インドネシア・インド・南アフリカ・トルコを指す。

ユーロ圏も、景気が底入れしつつあるとは言え依然厳しい状態にあることは変わっておらず、欧州中央銀行が銀行に対して行う資産査定とストレステストの結果が厳しいものとなって、銀行貸出

の削減ペースが加速し、実体経済に負のフィードバックをもたらす恐れは残っている。そして、欧州銀行からはユーロ圏内外に対して多額の国際与信残高が残っており、例えばスペインからブラジルに対してはスペイン GDP の 1 割を超える国際与信が行われている。このように、金融ルートを通じたユーロ圏経済への悪影響は、圏外からも及んでくる可能性がある。

米国は財政に関する不確実性もほぼ解消された現在、景気の下振れ懸念は小さいが、景気回復とともに進む金利上昇が住宅市場に悪影響を及ぼすのがリスクシナリオの一つである。米国経済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位置を占める。

国内の動きに起因するリスク要因として最も重要なものは、この1年間で円安が進んだことによるコストプッシュ型の物価上昇が、家計と企業のマインドを悪化させる可能性であると考えている。いわゆるアベノミクスをきっかけとした円安は、株高を招いたというプラス面が消費者のマインドを改善させ、実際の消費を押し上げたが、この先今までと逆にマイナス面に焦点が当たるようになると、消費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。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。これが時期的に消費税率引き上げと重なれば個人消費は減少トレンドに入り、それを目の当たりにした企業は設備投資と賃金引き上げを躊躇するようになることで、国内における自律的回復の芽が潰えることになる。

注意しておきたいのは、円安のデメリットの方に注目が集まりやすくなっていると見受けられることである。日本の経常収支(季節調整済)が既に4カ月連続で赤字になっている他(前掲図表 16)、日本の貿易赤字は向こう数年という期間でも解消しないと考えるエコノミストが増えている」など、国際収支環境悪化の兆しが出始めている。日本の経常収支が黒字を維持していたことは、日本の政府債務残高がGDPの2倍を超える水準まで拡大しても財政危機を回避できた主な理由の一つであったが、経常収支が将来的に赤字に陥るという風に金融市場の見方が変わると、我が国財政の持続可能性に対する懸念が高まる。この場合でも財政破綻といった極端な事態に至ることはないとしても、日本のソブリン格下げの要因となる可能性がある他、金融市場のセンチメント悪化による株価下落などを通じて、国内家計・企業のマインド悪化を引き起こす恐れが強まろう。

新興国中心とする海外経済情勢悪化がきっかけとなって円高が進むリスクシナリオが考え得るとともに、円安が国内家計と企業のマインド悪化を通じてマイナスに働くシナリオもある。後者の実現可能性は低いとはいえ、財政の持続可能性への懸念に直結しかねない点で、このリスクシナリオが実現した場合は、景気に及ぶ悪影響が大きくなる可能性がある。

(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。

1 日本経済研究センターが民間エコノミストを対象に先行きの経済成長率予想などを調査・集計する「ESP フォーキャスト調査」において、「日本の貿易赤字はこの数年内に黒字に転換するか」との問いに対して「転換しない」と回答したエコノミストの数が、2013 年 12 月の 40 人中 13 人から 2014 年 1 月には 22 人と半数を超え、2 月には 28 人まで増加した。

2013 - 2014年度の経済見通し (作成日: 2014年2月24日) 総括表

	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%	2013	2013 [*	20141	2014 [
<実質·2000年基準>								
国内総支出	528. 9	2. 2	533. 5	0. 9	1.7	0.8	0. 1	0.8
					1.7	2. 7	1. 0	0.8
民間最終消費	315. 2	2. 2	314. 3	-0. 3	1. 3	1. 2	-1. 1	0. 6
					2. 0	2. 4	0. 1	-0. 6
民間住宅投資	14. 8	8. 6	14. 5	-2. 2	3. 4	5. 3	-4. 0	-1. 5
					7. 8	9. 3	1. 1	-5. 2
民間設備投資	69. 2	1.0	71. 7	3. 7	0. 7	2. 2	1. 6	1. 6
					-1.7	3. 5	3. 7	3. 6
民間在庫品増加(実額)	-3. 2	寄与度 -0.3	-2. 2	寄与度 0.2	-3. 1	-3. 3	-2. 1	-2. 2
政府最終消費	102. 8	2. 2	103. 9	1. 1	1. 1	0.8	0. 5	0. 3
					2. 4	2. 0	1. 3	1.0
公的固定資本形成	23. 8	17. 2	24. 9	4. 5	12. 4	6. 6	2. 0	0. 0
					14. 0	19. 5	8. 6	1. 8
財貨・サービス輸出	84. 1	3. 4	87. 8	4. 5	4. 7	0. 5	2. 6	3. 2
					1. 6	5. 2	3. 1	5. 9
財貨・サービス輸入	77. 2	5.8	81.4	5. 5	3. 6	5. 6	1. 6	1. 9
		_		_	2. 0	9. 7	7. 2	3. 8
内需寄与度	2. 7	民需 1.5	1. 0	民需 0.5				
外需寄与度	-0. 5	公需 1.2	-0. 1	公需 0.5				
<名 目>								
国内総支出	481. 7	1.9	493. 1	2. 4		0. 9	1. 4	1. 0
					1. 3	2. 6	2. 2	2. 5
GDPデフレーター	91. 1	-0.3	92. 4	1. 5		-0. 1	1. 2	1. 7
企業物価 *(10年=100)	102. 3	1. 7	102. 9	0. 6		2. 0	0. 8	0. 5
輸出物価 *(10年=100)	108. 3	10. 5	112. 8	4. 1	12. 4	8. 8	4. 2	4. 1
輸入物価 *(10年=100)	125. 3	13. 9	132. 8	6. 0		12. 8	6. 6	5. 3
消費者物価 *(10年=100)	100. 4	0.8	103. 2	2. 8		1. 2	3. 0	2. 5
鉱工業生産 *(10年=100)	98. 6	2. 9	105. 0	6. 4	-0. 4	6. 4	6. 4	6. 5
失 業 率 (%)	3. 9	-0.3	3. 7	-0. 2		3. 8	3. 8	3. 7
雇 用 者 数 *(万人)	5, 566	1.0	5, 606	0. 7		1. 1	0. 7	0. 7
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0. 2	_	0. 2	_	0.0	0. 3	0. 2	0. 3
新設住宅着工戸数(万戸)	98. 0	9. 7	85. 8	-12. 4		95. 5	80. 1	91. 0
貿易収支 (10億円)	-12, 276	_	-14, 169	_	-4, 708	-7, 569	-6, 914	-7, 255
輸 出 *(10億円)	68, 511	11. 2	74, 548	8. 8	9. 3	13. 3	7. 6	10. 0
輸 入 *(10億円)	80, 787	18. 0	88, 717	9. 8		21. 2	12. 4	7. 4
所得収支 (10億円)	17, 005	_	18, 957	_	9, 018	7, 987	9, 743	9, 214
経 常 収 支 (10億円)	1, 753	_	2, 653		3, 081	-1, 328	1, 743	910
マネーサフ° ライ *(M2、兆円)	854. 5	3. 9	884. 7	3. 5		4. 1	3. 7	3. 3
円/ドルレート (円、期中平均)	100. 3	_	103. 7	_	98. 8	101. 7	103. 1	104. 3
輸入原油価格(ドル/バレル)	108. 9	_	111.3	_	107. 2	110. 6	110. 5	112. 0
米国実質GDP (10億ドル)					3. 2			

⁽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。半期の住宅着エ戸数は季調済年率。

米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

(期間平均値)

	10: 1 12/07/0					1177		
	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. 64	0. 63	0. 64	0. 70	0. 75	0.80
円ドルレート	98. 7	98. 9	100. 5	103. 0	103. 0	103. 3	103. 9	104. 6
				→予測				

新興国情勢悪化がユーロ圏に与える影響

く要旨>

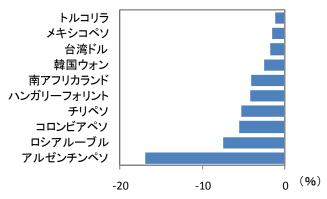
ユーロ圏景気がようやく底入れの動きを見せ始めた中で、複数の新興国通貨が急落するなどの動きが出ており、ユーロ圏経済への影響も懸念されている。今のところ、貿易構造からみて新興国経済の悪化が、輸出などの実体経済ルートを通じて直ちにユーロ圏経済へ大きな影響を及ぼす可能性は低い。ただし金融ルートでは、銀行与信の面で、スペインからブラジルなど南米地域向けに、ユーロ圏各国からは中東欧諸国向けに多額の与信が行われている点には注意を要する。中東欧の新興国は、外貨建ての借入割合が高いために、通貨下落が国内家計・企業の債務負担を増やすといった脆さも抱えている。金融ルートを通じた悪影響は、波及するスピードが速いだけに、この先の新興国経済金融情勢とその影響の広がりを、ユーロ圏経済の下振れ要因として留意しておきたい。

1. 加速する新興国の通貨安

ユーロ圏の 2013 年 10-12 期GDPは、外需環境の改善などを受け、前期比 0.3%と3期連続のプラスとなった。ドイツ(同 0.4%)・フランス(同 0.3%)・イタリア(同 0.1%)・スペイン(同 0.3%)と主要国いずれもプラスとなり、ユーロ圏経済もようやく底入れしつつある。但し、多くの国で失業率は高く、なお緊縮財政が続くなか、景気回復は今後も外需頼みとならざるを得ない。

かかる状況下で、新興国経済の先行きに対する懸念が高まってきた。米国での債券購入措置 (QE)の縮小観測が強まった 2013 年 5 月以降、特に問題視されているのがブラジル、インド、インドネシア、南アフリカ、トルコの経常赤字5カ国であり、これらの国の通貨レートが大幅に下落する局面が度々見られた。そして 2014 年に入ると、1 月にアルゼンチン中銀が為替介入を停止する方針を示したことなどが影響してアルゼンチンペソが大幅に下落したことをきっかけに、ユーロ圏と経済的関わりの深い中東欧諸国のハンガリーやその他の新興国通貨も下落したことから、今後の新興国の動向が懸念される状況にある(図表1)。

そこで本稿では、新興国の経済金融情勢悪化が、ようやく景気底入れへの動きを示し始めたユーロ圏経済にどのような影響を及ぼすのかについて、中東欧新興国も視野に入れて考察したい。



図表1 新興国通貨の年初来騰落率 (対ドル、新興国市場ワースト 10)

(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

2. 実体経済チャネルと金融チャネルを通じた影響

新興国経済金融情勢の悪化が、実体経済のルートを通じてユーロ圏に悪影響を及ぼす可能性としては、①ユーロ圏から新興国向けの輸出が減少すること、および②新興国景気減速が長期化した場合、資源価格低迷を通じてユーロ圏の期待インフレ率を低下させ、現在のディスインフレ傾向を強めることーが考えられる。

最初に①の貿易ルート通じた悪影響について、ユーロ圏主要国の輸出依存度を輸出 GDP 比率で見ると、現在問題となっている経常赤字 5 カ国とアルゼンチン向けの輸出依存度は GDP 比2%程度と小さい(図表2)。中東欧の新興国向けの輸出依存度もドイツ・オランダなどで4%前後とさほど高くない上に、中東欧向けの輸出は生産拠点向けのものとしての性格が強く、最終財の割合が4割程度¹と低いことも踏まえると、貿易ルート通じた新興国からの悪影響が深刻なものになる可能性は低いという整理ができよう。

図表2 新興国向け輸出依存度

(輸出元GDP比、%)

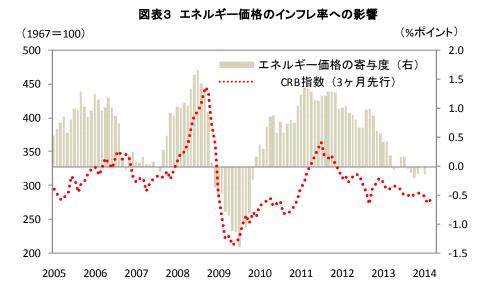
			先進国 向け					
			経常赤字新興国向け					
		経常赤字5カ国 +アルセンチン	経常赤字 中東欧				合計	
		向け	向け					
ユ		1.7	2.8	5.4	9.0	27.6	36.6	
	ドイツ	2.1	4.1	6.9	12.0	29.3	41.3	
	フランス	0.9	1.0	2.9	5.3	16.0	21.3	
	ギリシャ	1.7	2.6	4.5	6.5	7.6	14.1	
	イタリア	1.5	2.2	4.5	7.3	17.6	24.9	
	ポルトガル	0.9	0.9	2.9	6.4	21.1	27.5	
	スペイン	1.1	1.1	3.7	5.4	16.2	21.6	
	オランダ	2.2	4.1	8.2	13.2	71.9	85.1	
	オーストリア	1.2	3.9	5.9	9.7	30.5	40.2	

(注)新興国はIMFの分類による

(資料) UNCTAD、Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

もう一つのルート、すなわち新興国の景気減速による資源価格下落がユーロ圏のディスインフレを長期化させる可能性を検討する。国際商品指数であるCRB指数と、ユーロ圏の消費者物価上昇率におけるエネルギー価格の寄与をみたのが次頁図表3である。これによると、直近のエネルギー寄与は一0.1%ポイント程度と、今のところ新興国の景気減速がユーロ圏のディスインフレに拍車をかけているというわけではない。ただし、新興国の景気低迷が長引けば、商品価格の下落に伴ってエネルギー価格のマイナス寄与が拡大することになる。ディスインフレの長期化は、ECBも懸念する「期待インフレ率の低下」をもたらすために、かかるデフレ懸念に及ぼすリスクについては念頭に置く必要があろう。

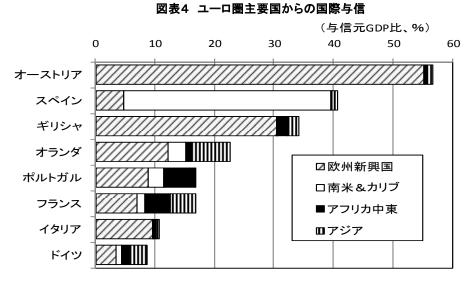
¹ 経済産業研究所「RIETI-TID2012」のデータによる。



(資料) Bloomberg、Eurostat より三井住友信託銀行調査部作成

次に、金融部門を通じた影響について考える。BIS「国際与信統計」のデータによって、ユーロ 圏主要国からの対外与信規模を与信元GDP比で見ると、スペインからは南米&カリブ地域への与 信が多い。この中でもブラジル向けの与信が多く、その規模はスペインGDPの1割を超えているた め、スペインは現在懸念の対象となっている経常赤字新興国の情勢悪化の影響を直接的に受け やすい国であることがわかる。

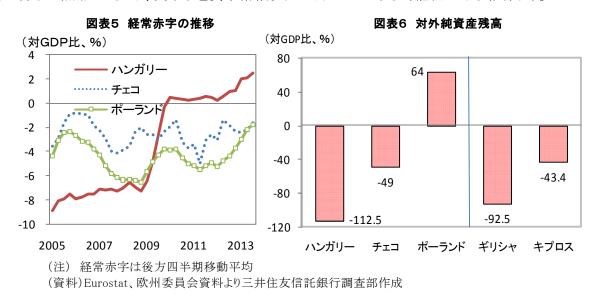
もう一つ指摘できるのは、中東欧の新興国に対して、オーストリア・ギリシャを筆頭にユーロ圏の主要国からGDP比で1割程度以上の与信が行われていることである。これら与信先地域の景気悪化によって中東欧向け与信の損失が拡大すれば、ユーロ圏金融機関の財務悪化リスクにつながる恐れがある。



(資料)BIS、Eurostatより三井住友信託銀行調査部作成

3. 中東欧新興国の現状

ところで、前掲図表1にも示したように、為替レートを見る限り、新興国情勢悪化の中で、中東欧諸国もハンガリーを筆頭に今後、金融市場の懸念の対象となる可能性がある。ハンガリーは経常黒字であり、ブラジル等の経常赤字新興国と異なり、フロー面で国外からの資金流入に依存しているわけではない(図表5)。ただし同国は、リーマンショック前まで他の東欧新興国を超える経常赤字が続いてきた。その結果、GDP比で約113%の対外純負債が残っており、この割合は実質的なデフォルトを起こしたギリシャを超えている。フロー面の対外収支は改善したが、ストック面ではなお国外資金に依存しているという金融面の弱みを残している。従って通貨安が行き過ぎると、金融面の弱みに焦点が当たり、更なる通貨下落幅拡大のトリガーになる可能性がある(図表6)。

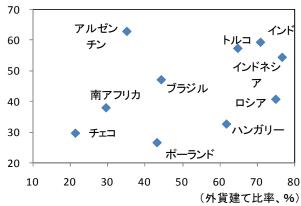


また、海外からの国際与信の特徴をみると、中東欧諸国は1年以内の短期資金の割合が低く長期資金の割合が高い点で他の多くの新興国より安定していると言えるが、ハンガリーは、外貨建て

別責金の割合が高い点で他の多くの利興国より女足していると言えるが、ハンカリーは、外員建ての割合が高いために、通貨安によって実質的な債務額が増えてしまうという脆さをもつ(図表7)²。

図表7 海外からの国際与信の短期・外貨建て比率
(短期比率、%)

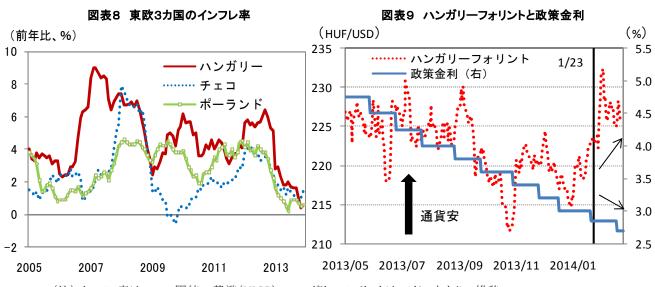
70



(注) 所在地ベース。短期比率は、国際与信全体に占める1年以内の割合。 (資料)BIS 統計より三井住友信託銀行調査部作成

²ハンガリーでは、住宅ローンに占める外貨建ての割合が約6割と多く、昨年11月にも、2011年から施行されている外貨建て住宅ローン利用者の救済法案の適用条件緩和などが行われている。

ハンガリーを含む東欧諸国のインフレ率はいずれも2%を下回る水準にあり、通貨安が輸入インフレ圧力の高まりを招いて利上げを余儀なくされ、それが実体経済に打撃を与えて更に通貨安が進むという悪循環に陥る可能性は今のところ小さい(図表8)。実際にハンガリー中銀は、2012年8月以降、19回連続で利下げを行い、政策金利は過去最低の2.7%となっている。この点で、利上げを余儀なくされたトルコ、インド、南アフリカなどの経常赤字国ほど深刻な状況に陥っているわけではない。但し、通貨レートの下落にこの先も歯止めがかからず、輸入インフレ圧力や、国内家計・企業の外貨建て債務の返済負担が増えてしまえば、将来的に利上げを余儀なくされることになる(図表9)



(注)インフレ率はユーロ圏統一基準(HICP)。ハンガリーフォリントは、1ドルあたりの推移 (資料)Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめー新興国情勢悪化がユーロ圏に与える影響

新興国の経済金融情勢悪化がユーロ圏に及ぼす影響は、輸出依存度から見て大きくないと見られるほか、資源価格の下落がユーロ圏のディスインフレを長期化させる動きも、今のところは顕在化していない。

このように実体経済チャネルを通じた影響が拡大する懸念は目下のところ小さいが、金融チャネルに着目すると、スペインから経常赤字5カ国のブラジルに対して多額の与信が行われている他、オーストリアをはじめとする複数の国が中東欧の新興国に対して多額の与信残高を抱えているなど、相応の波及・伝播構造を有している。現在の中東欧新興国は、通貨下落が輸入インフレを招き、利上げを余儀なくされることで更に経済悪化と通貨下落につながるという悪循環に陥る懸念は小さいが、この先も通貨下落に歯止めがかからなければ、将来的にインフレ圧力の高まりや外貨建て借入の負担増を避けるための利上げに踏み切らざるを得なくなる可能性がある。

また、中東欧諸国においては、それぞれの経済規模は小さいとはいえ、一部の国への対外与信に損失が出る懸念が高まれば、損失を受ける側の状況悪化懸念が高まり、それが複数の国に連鎖していくという欧州債務問題の際に注目された構造はなお残っている(図表10)。 スペイン、イタリアともに国内経済悪化による不良債権増加が問題とされているなか、金融機関の資産を劣化させる要因は海外にも存在するということになる。金融チャネルを通じた悪影響は、波及するスピードが速いだけに、経常赤字新興国の経済金融情勢とその悪影響の広がりの可能性は、ユーロ圏景気の下振れ要因としてしばらく留意しておきたい。

上段:与信残高 与信先 (百万US\$) 下段:与信元国GDP比率 オーストリア向け 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 (%) 97,857 1,354 9,544 20,949 1,484 イタリア (4.9)(0.1)(0.5)(0.1)(1.0)280 4,381 108 3,619 20,665 ポルトガル (0.1)(0.1)(1.7)(2.1)(9.7)70,322 5,031 5,078 28,818 645 スペイン (0.4)(0.0)(0.4)(2.2)(5.3)信 10,310 1,276 12,155 3,916 50,056 オランダ 元 (0.2)(1.6) (4.4)(1.3)(0.5)(6.5)77,795 10.088 70.798 126,773 22,398 124,073 ドイツ (0.3)(2.1)(0.7)(2.3)(3.7)(3.6)15,992 2,119 39,044 351,111 15,327 106,818 フランス (0.6)(0.1)(1.5)(13.4)(0.6)(4.1)

図表 10 ユーロ圏主要国間の国際与信構造

(資料)BIS、IMFより三井住友信託銀行調査部作成

(経済調査チーム 黨 貞明: To_Sadaaki@smtb.jp)

⁽注)最終リスクベース

[※]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。

欧州銀行の与信が新興国に及ぼす影響

く要旨>

リーマンショック以降、対外与信の大幅な圧縮を続けている欧州銀行の新興国へ及ぼす影響を整理してみた。対外与信の圧縮が続く全体の動きと異なり、欧州銀行の新興国向け与信はおおむね横ばいを保っている。欧州銀行の新興国向け与信に絞ると与信規模が大きいのは中東欧(欧州新興国)と中南米である。とりわけ中南米はスペインからの与信依存度が半分近くを占め、同国からの与信の影響は相応に大きい。見方を変えれば、スペインの与信が中南米に及ぼす影響が大きい半面、中南米の経済環境悪化はスペインに伝播しやすい構造にある。一方、アジア新興国は欧州銀行からの与信は全体で見ても横ばいである上、邦銀や英銀を介した対外与信が増えており、英銀を除く欧州銀行の与信圧縮の影響は大きくない。

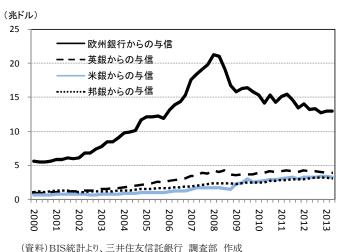
1. 対外与信圧縮の中横ばいを保つ欧州銀行の新興国向け与信

リーマンショック以降、欧州銀行(英国を除く大陸欧州の銀行を対象とする)は、全体として対外 与信の大幅な圧縮を続けてきた。これは、均せば対外与信拡大トレンドを維持する米銀や英銀、 さらには邦銀とは異なる動きとなっている。

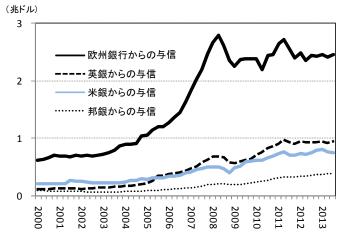
BIS統計のデータで、世界各国(地域)の銀行からの対外与信残高の推移を見ると、リーマンショック以降は、米銀や英銀、邦銀が対外与信を徐々に拡大させてきた一方で、欧州銀行の対外与信残高は21兆ドル超をピークに13兆ドル規模まで大幅に減少した(図表1)。

しかし、新興国市場への与信に限定してみると、欧州銀行からの新興国向け与信はリーマンショック以降の落ち込みを除けば、規模こそ全体に比肩しえないものの、概ね横ばいの 2~3 兆ドルの水準を維持しており、米銀や英銀、さらには邦銀からの与信との比較においてもその規模は依然として大きい(図表2)。

図表1 各国(地域)銀行からの対外与信残高の推移



図表2 各国(地域)銀行からの新興国向け与信残高の推移



(資料)BIS統計より、三井住友信託銀行 調査部 作成

未だ経済金融環境が振るわない欧州に基盤を置く欧州銀行の与信動向が新興国に及ぼす影響は少なからずあるとみられる。そこで、本稿では、欧州銀行の対外与信とりわけ新興国向け与信の特徴を整理したうえで、新興国の中でどういった地域が欧州銀行の対外与信の変化の影響を受け易いのかを考察してみたい。

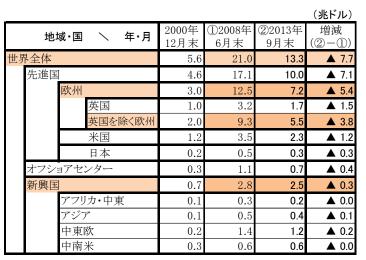
2. 欧州銀行の新興国向け与信の特徴 — 新興国では中東欧のほか中南米向けが大きい

新興国向け与信を見る前に、欧州銀行における対外与信全体の推移を整理しておくと、大きな特徴は欧州域内向けの与信のウエイトが著しく高いことにある。図表3で足元2013年9月末の対外与信残高が示すように、全体の与信残高の13.3兆ドルの半分以上の7.2兆ドルを欧州向けの与信が占め、英国を除く欧州域内へも5.5兆ドルの残高がある。また、リーマンショック前の2008年6月末の与信残高と比較した足元までの与信の増減額について見ると、欧州銀行の世界全体に対する与信残高がこの間21兆ドルから13.3兆ドルへと7.7兆ドル減少しているが、その内訳を見ると欧州域内向け(英国を除く)与信の落ち込みが▲3.8兆ドルと突出しており、欧州銀行の対外与信は欧州域内向け与信を中心に残高を圧縮させてきた(図表4)。

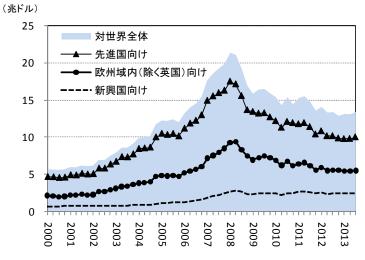
更に、この欧州銀行の域内与信動向についてより詳しく見て行くと(次頁図表5)、ドイツやフランス等の、いわゆる中核国向けの与信は総じて底堅く推移している一方で、周縁国(ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインの5カ国を対象とする)向けの与信の落ち込みが著しかったことが分かる。

図表3 欧州銀行の世界各国(地域)への与信残高

図表4 欧州銀行の地域別与信残高の推移

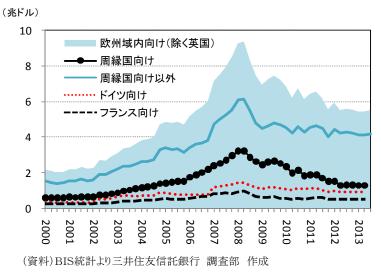


(資料)BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成



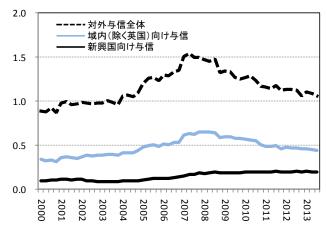
(資料)BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

図表5 欧州銀行の域内向け与信残高の推移



図表6 欧州銀行の対外与信残高対名目GDP比率の推移

(倍、ユーロ圏名目GDP比)

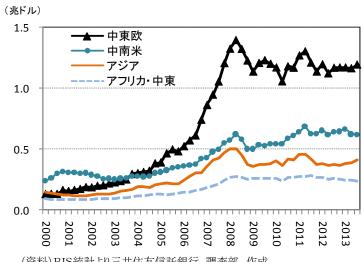


(資料)BIS統計、Bloombergより三井住友信託銀行 調査部 作成

欧州銀行の足元の対外与信動向について考えると、周縁国への与信が、2012年以降相次い だ様々なセーフティネットの構築やそれらを受けた国債価格の持ち直し等により、足元では下げ止 まりの兆しを見せていること、また欧州銀行の対外与信をユーロ圏の名目GDPとの対比で見ると、 その比率は対外与信全体、域内向けともに、すでにリーマンショック前を下回る水準にまで低下し てきていることなどから(図表6)、欧州銀行の対外与信圧縮は少なくとも最悪期は脱しつつあるよ うに見受けられる。

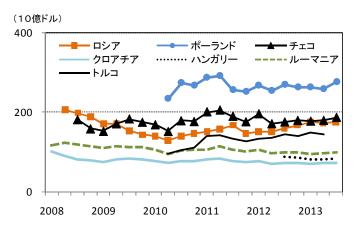
以上の欧州銀行の対外与信全体の推移に対して、欧州銀行の新興国向け与信に絞ると、中東 欧向け与信と中南米向け与信が大きく、アジア新興国向けやアフリカ・中東向けは相対的に少な いという特徴がある(図表7)。これらを国別に細かく見て行くと、ブラジルやメキシコといった中南米 諸国への与信もポーランドやチェコといった中東欧諸国に匹敵する規模の大きなウエイトを占めて いることが分かる(次頁図表8,9)。

図表7 欧州銀行の新興国向け与信残高の推移



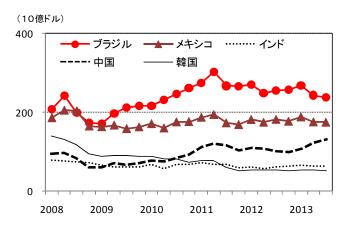
(資料)BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

図表8 欧州銀行の中東欧向け与信残高の推移



(注1)直近の与信残高が500億ドル以上の国を対象とする。 (注2)データには一部、数値が公表されていない期間が存在する。 (資料)BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

図表9 欧州銀行のアジア、中南米向け与信残高の推移



(注)直近の与信残高が500億ドル以上の国を対象とする。 (資料)BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

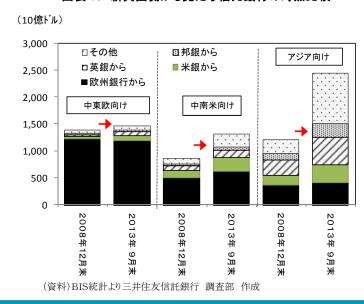
3. 新興国からみた欧州銀行の対外与信の特徴 — 新興国により欧州銀行の影響は異なる

以上は、与信を行う欧州銀行から見た新興国向けの与信動向であるが、逆に与信を受ける新 興国側を起点として、いかなる国(地域)の銀行からどの程度の与信が行われているか、その推移 を見ることで、欧州銀行の与信が新興国に与える影響度やその特徴が更に浮かび上がる。

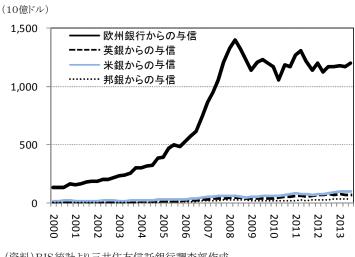
図表10は、リーマンショック後に欧州銀行の対外与信が大きく落ち込んだ2008年12月末と足 元2013年9月末の新興国から見た与信元銀行の残高構成を比較したものであるが、この図表10 と図表11~図表13までを併せ見ると、以下3つの特徴が読み取れる。

① 中東欧向けの与信は、リーマンショック直後も足元もそのほとんどが欧州銀行によって行わ れている(図表 10,11)。

図表 10 新興国側から見た与信元銀行の時点比較



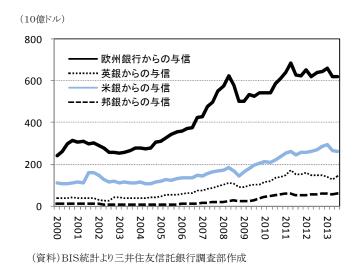
図表 11 中東欧から見た与信元銀行別残高推移



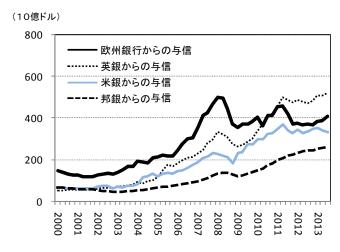
(資料)BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

- ② 中南米向け与信は、欧州銀行からの与信がそのシェアの約半分を占めている。リーマンショック以降、地理的に近い米銀を中心に各国が同地域向け与信を拡大させたが、残高規模では欧州銀行の与信が圧倒的に大きい(前頁図表 10,12)。
- ③ アジア向け与信については、欧州銀行からの与信はリーマンショック後から足元までほぼ横ばいで推移しているが、この間、米銀、英銀に加え邦銀からの同地域への与信が増加しており、欧州銀行のアジア地域への影響は相対的に低下している(前項図表 10,13)。

図表 12 中南米から見た与信元銀行別残高推移



図表 13 アジア新興国から見た与信元銀行別残高推移



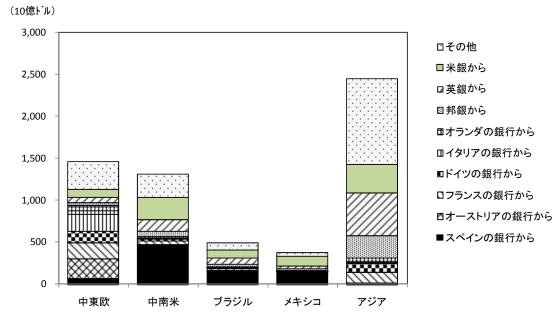
(資料)BIS統計より三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめ ― 欧州銀行の与信が新興国に及ぼす影響

以上みてきたように、リーマンショック以降、対外与信の大幅な圧縮を続けている欧州銀行の新興国へ及ぼす影響をBISが公表している国際与信統計の対外与信残高データに基づき整理してみた。

対外与信の圧縮が続く全体の動きと異なり、欧州銀行の新興国向け与信はおおむね横ばいを保っている。欧州銀行の新興国向け与信に絞ると与信規模が大きいのは中東欧(欧州新興国)と中南米であることがわかった。

このうち、中東欧向け与信についてはそのほとんどが欧州銀行からの与信によって占められているが、次頁図表14に示すように同地域向けの与信は欧州銀行内で相応に分散化されており、欧州の特定国のみの影響によって与信が細る構造にはなっていない。リーマンショック以降の金融市場の混乱期においても、欧州の各国銀行が協調して同地域への与信を維持・継続させた(いわゆる、ウイーン・イニシアティブ)経緯もさることながら、欧州全体として景気が改善方向に向かっていることは、中東欧向け与信の改善にはプラスに働こう。



図表 14 新興国向け与信の国別構成

(資料)BIS統計より三井住友信託銀行 調査部 作成

対して中南米向けの与信については、図表14に示すように同地域への欧州銀行からの与信の 大半がスペインの銀行からの与信によって占められており、同国からの与信の影響は相応に大き い。見方を変えれば、スペインの与信が中南米に及ぼす影響が大きい面と中南米の経済環境悪 化は逆にスペインの銀行の同国向け信用の劣化を通じて伝播しやすい構造にある点は注意を要 しよう。

なお、アジア新興国は欧州銀行からの与信は全体では横ばいである上、邦銀や英銀を介した 対外与信が増えており、英銀を除く欧州銀行の与信圧縮の影響は大きくない。アジアでは邦銀の プレゼンスが高まり欧米の与信変動を補完できるという意味で、アジア地域は米国における債券 購入措置(QE)削減による影響や欧州銀行の与信圧縮の影響を受け易いとの印象とは異なり、新 興国のなかでは、最も欧米外銀による与信圧縮の影響を受けにくい地域と言えるかかもしれない。

(経済調査チーム 佐藤 秀彦: Sato_Hidehiko@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。