

2014. 8 No.28

三井住友信託銀行

調査月報



時論

女性の活躍推進と成長戦略..... 1

経済の動き

欧米長期金利水準の収斂の背景と展望..... 3

アベノミクス後のジャパンマネーの規模と特徴..... 8

消費余力と家計消費増加の持続性..... 14

時 論

女性の活躍推進と成長戦略

6月24日、アベノミクス第三の矢である成長戦略が閣議決定され、その柱の一つとして「女性の活躍推進」が掲げられている。各国の政治・経済・教育・保健分野における男女格差の度合いを測る「ジェンダー・ギャップ指数 2013(世界経済フォーラム)」を見ると、日本は136カ国中105位。3年連続してランクダウンした。健康分野(34位)では上位につけたものの、政治参画(118位)や経済参画(104位)の遅れが響き、超低位に沈んだ。

男女間で基礎的な素養に差があるわけではなく、日本では教育機会ほぼ男女平等であると思われる(それでも同指数では91位だが)、筆者の周辺にいる女性社員の業務遂行能力は男性社員と全く引けを取らない。しかしながら、社内外の会合・会議では男性がほとんどという光景を見ると、「いまだ活用されていない資源の最たるものは女性の力」という安倍首相の言葉にも頷けるものがある。

よく指摘されるように、こうした女性活用に関する諸問題は、同時に男性問題でもある。男性の家事や育児への参加度合いが低いこと(筆者もだが)は、家事・育児と就業の両立を図る女性の社会進出や就業継続を阻害していることと表裏一体である。

男性問題は、働き方問題でもある。男性中心の職場では長時間労働が常態化しやすく、休暇取得率も低くなり、取引先との接待なども少なからずあるため、男性が家事や育児に割ける時間は大きな制約を受ける。また長時間労働そのものが、家事・育児負担が少ない女性であっても体力面から参入障壁となっている面があるだろう。

働き方問題は、「メンバーシップ型」と言われる日本的雇用慣行の問題でもある。日本企業では、一般に社員の採用は新卒者を中心に行い、その後長期に渡って雇用し続けることを前提とし、昇進・登用は主として内部労働市場から行われる。このため「就職」は事実上「就社」となり、社員の意識が内向きになり、職務の範囲や空間は曖昧かつ無限定となり、これが前述のように会社に拘束される時間を徒に長くする素地となっている。

日本的雇用慣行問題は、労働市場問題及び社会保障問題でもある。日本では労働市場の柔軟性が不十分であり、いったん退職すると新たな就業先を見つけるまで多大な時間とエネルギーを要する。失業期間中における再就職支援制度や生活保障も十分とは言えず、老後生活を支える年金・退職金も長期継続雇用者のほうが有利な設計となっている。このため、働き手側も「メンバーシップ型」長期雇用を求めることとなり、専門的技術を持ち、企業や公的機関等を転職しながらスキルアップを図るという「ジョブ型」キャリア形成が選択しにくくなっている。

成長戦略でも、こうした問題の相互作用関係はちゃんと認識されているようで、「日本再興戦略」においては、育児・家事支援環境の拡充、企業等における女性登用促進といった「女性の活躍推進」とともに、長時間労働の防止、時間ではなく成果で評価される制度改革等の「働き方改革」、職業訓練のベストミックス等による「外部労働市場の活性化による失業なき労働移動の実現」が掲げられている。

後は実行あるのみではあるが、上記の取組課題は、国家制度、労働政策、企業における組織運営や職場風土、人々の意識など、広い分野において相当の変革が求められ、時間もかかるものである。また、成長戦略には盛り込まれていないが、社会保障と税の一体改革に沿った厚生行政の流れとして、在宅医療・介護を推進する方針が打ち出されている。女性の社会進出を促した後、家庭の家事・育児・看護・介護の担い手は、夫をはじめとする家族の負担シェアや外部サービスの活用でちゃんとカバーできるのかという重大な点については、やや予定調和的な嫌いもある。

こうしたことを勘案すると、女性の活躍推進は、その周辺領域に係る改革や施策を、少々時間をかけてでも同時並行的かつ一体として実行することが重要なポイントとなる。それが叶わず、「2020 年までに指導的地位を占める女性の割合を 30%以上に引き上げ」という数値目標が独り歩きすると、女性にますます負荷をかけ、彼女らを疲弊させ、少子化にも拍車がかかりかねない。

かくのごとく成長戦略の成否については、個々の施策の実行力はもちろんであるが、「できることから始める」という、一見、全うな進め方によって生じかねない「政策効果の矛盾」「しわ寄せ」「既得権益の残存」をミニマイズするためにも、「全てのメニューをパッケージとして同時に進める」ことができるかどうか、換言すれば、単なるメニューの集合体ではなく、個々のメニューの目的並びに他のメニューとの関係性を明確化し、それを担うスーパーバイザーや司令塔を存在せしめるという意味において、真に戦略的に進められるかどうかにかかっているのではないか。

こうした観点で見ると、成長戦略と銘打ちながら、「規制改革実施計画」「経済財政運営と改革の基本方針 2014(骨太の方針)」「日本再興戦略」という三本立てで公表され、その 3 つの関係性や役割分担について明確な説明はなく、メニューにも重複が見られるといった縦割り行政的な出し方は戦略的とはいえず、今後の進め方に一抹の不安を感じなくもない。

しかし、労働力や供給力不足が明らかになってきた今日、これを打開し、潜在成長率を引き上げるためにも成長戦略の重要性は一層高まっている。是非とも、成長戦略を戦略的に実行し、日本経済を持続的な成長軌道に乗せてほしい。

(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。

欧米長期金利水準の収斂の背景と展望

<要旨>

欧米の国債金利は、各国の経済成長率や財政状況が異なるにもかかわらず、金利水準の収斂が進んできた。この背景には成長率の趨勢的低下もあるが、グローバルで見た国債市場構造の変化も大きい。事実、2012年後半からの欧州金利低下の背景には自国の銀行による国債市場シェア拡大といった構造変化が見られた。言い換えれば、中央銀行の金融緩和を通じた銀行の国債購入が各国の信用格差を覆い隠してきたともいえる。

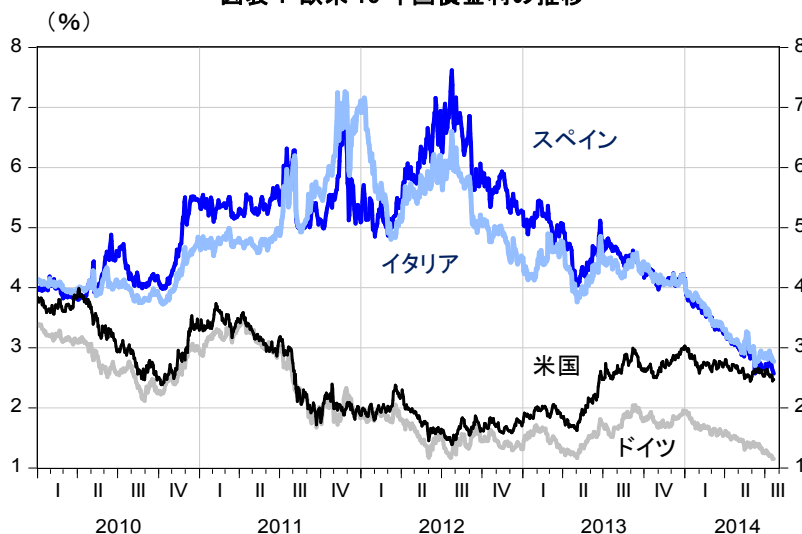
しかしながら、かかる不安定な状況（金融緩和による信用格差の封じ込め）は、地政学リスク等のイベント発生時には、常に「質への逃避」をもたらす。この結果、相対的に安全で流動性の高い資産（例えば米国債）は、ファンダメンタルズと比べ価格が上昇（金利は低下）しやすい地合いが続き、そうでない資産との格差が再び拡大する可能性があるだろう。

1. 欧米の長期金利水準の収斂

欧州ソブリン危機後、欧米長期金利の各国間格差は大きく拡大したが、2012年後半より金利格差が縮小し、表面的には金利水準の収斂が進んできた（図表1）。しかしながら、各国経済情勢や財政状況といったファンダメンタルズの点からみれば、必ずしも同質化が進んだわけではない。

確かに、各国の成長推移のみに着目すれば、2010年から2013年にかけての世界全体の景気減速に伴い、各国成長率は低下し、欧米各国の実質経済成長率はゼロ成長から2%の間へと収斂した。ただし、成長率のみならず政府債務規模の推移と組み合わせてみれば、印象は随分異なったものになる。金利格差の拡大と縮小が著しかった2010年から2013年の間、各国の成長率を縦軸に政府債務GDP比を横軸にとって年ベースの推移をプロットしてみると、イタリアやスペインといった南欧諸国と米国やドイツとの間には、今なお大きな乖離がみられる（次頁図表2）。

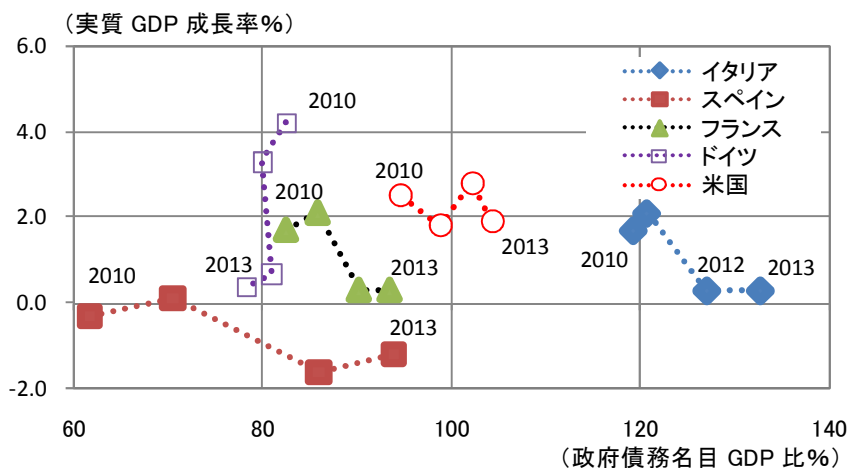
図表1 欧米10年国債金利の推移



（資料）Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

例えば、米国は成長率が2%前後で安定し、ドイツでは政府債務規模が名目GDP比8割を割るまで改善している。対して、債務規模が名目GDP比130%を超えるイタリアや債務の増加が著しいスペインでは、成長率の低下と政府債務の悪化が同時に進行している(図表2)。これを見ると、欧米各国の金利水準の収斂は、必ずしも成長率や債務規模といったファンダメンタルズのみを背景としたものではなく、むしろ収斂をもたらした別の大きな要因が働いている可能性が考えられる。

図表2 各国成長率(縦軸)と政府債務規模(横軸)の推移

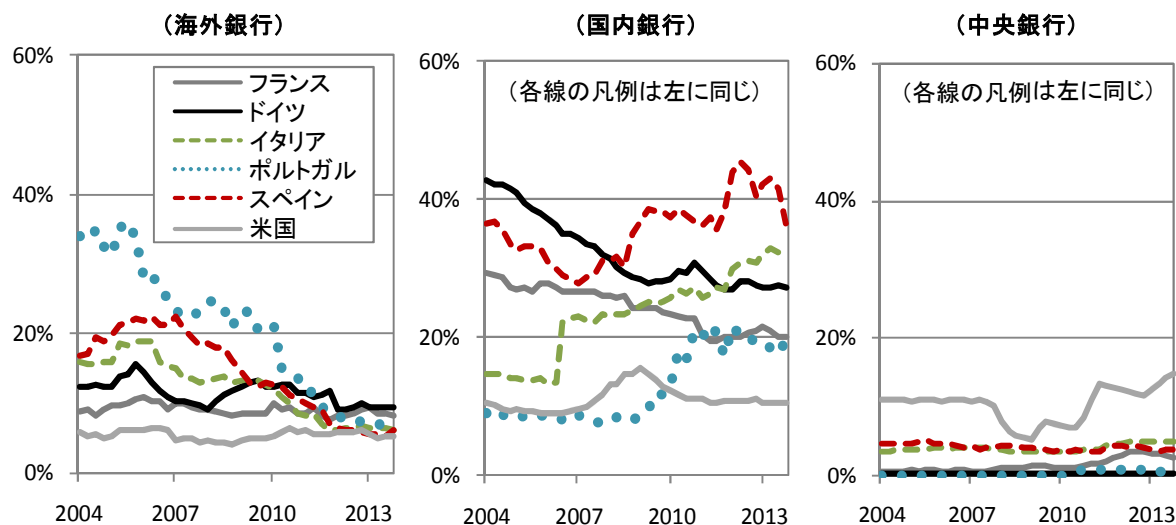


(資料)ECB、イタリア中銀データより三井住友信託銀行調査部作成

2. 先進国に共通する国内銀行の国債保有シェア拡大

金利収斂をもたらした共通要因の候補のひとつが、各国中央銀行による金融緩和とグローバルで見た国債市場構造の変化であろう。より具体的には、国内銀行の国債市場におけるシェア拡大といった構造変化にある。2004年から2013年末にかけて、スペインやイタリアでは海外銀行の国債保有割合が2割超から1割まで低下したのと対照的に、国内銀行による保有割合は2割から4割にまで上昇した(図表3)。

図表3 各国国債市場の金融機関による保有シェアの推移

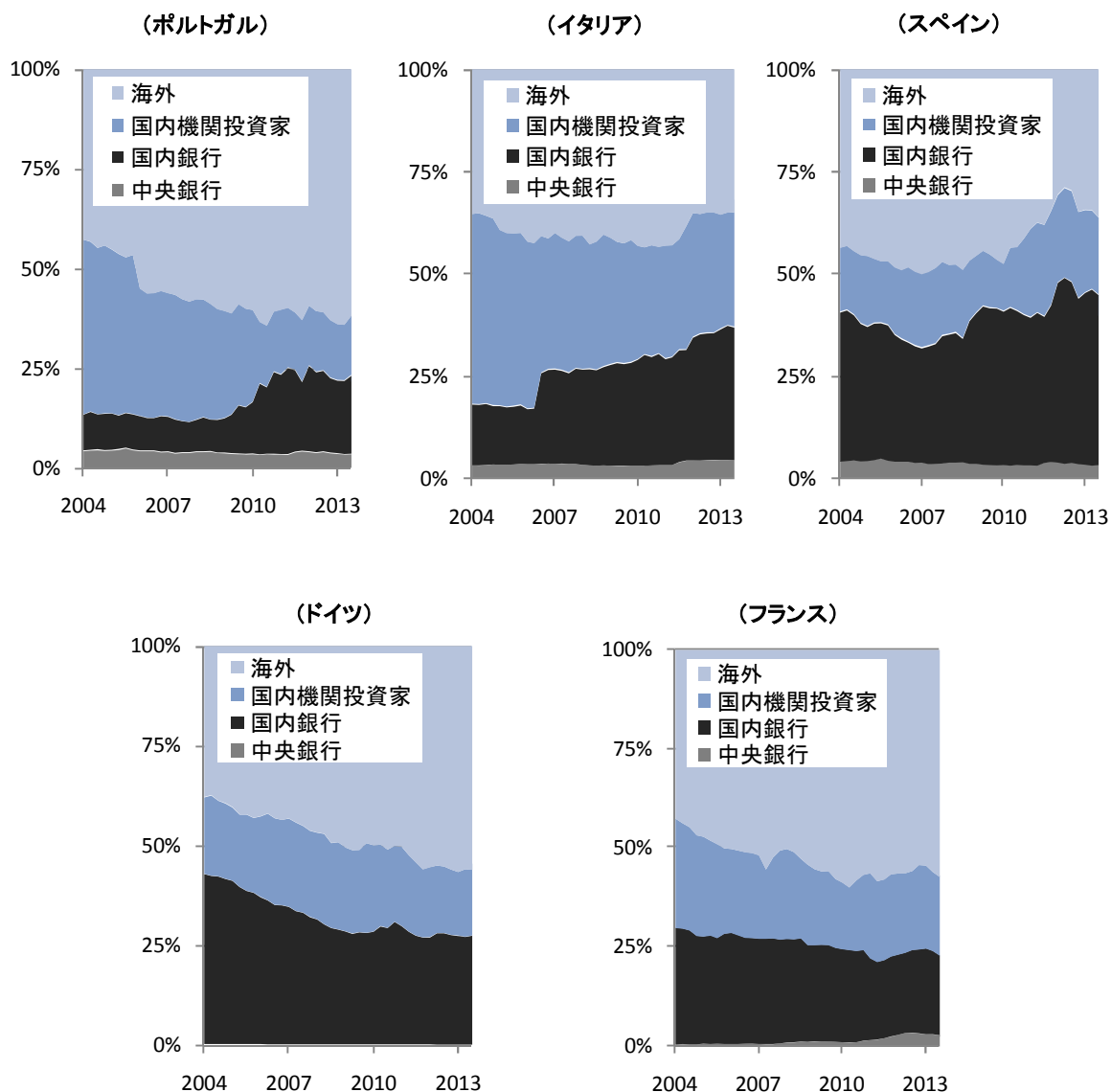


(資料)IMF データより三井住友信託銀行調査部作成

イタリアやスペインで自国銀行による国債保有シェアが上昇した背景には、ソブリン危機後の2011年末から2012年にかけて欧州中央銀行(ECB)によって導入された、民間銀行向けの低利の長期資金供給オペ(LTRO)がある。民間銀行は、このECBから調達した低金利の長期資金を用いて金利が高い自国国債の購入を進めた。見方を変えれば、民間銀行はECBの代わりに自国国債を購入し、かかる間接的な債券購入措置により長期金利の低下が図られたことになる。

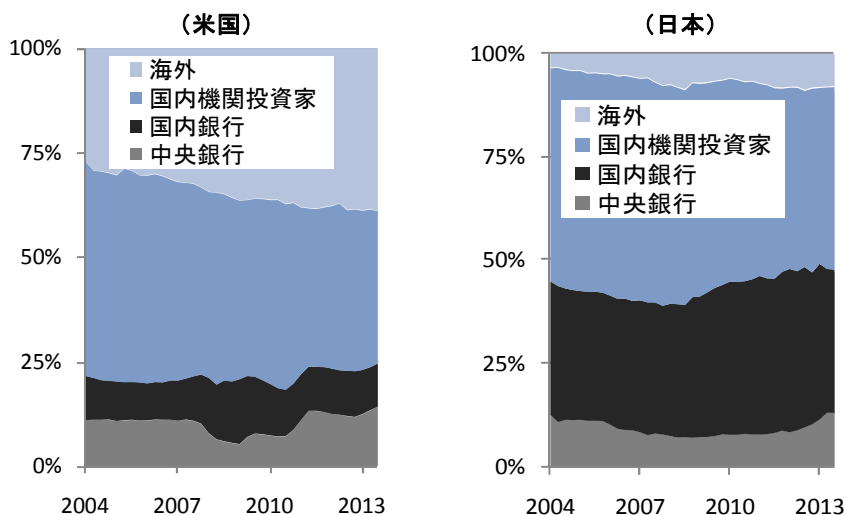
こうした金融緩和の結果、各国の国債市場構造はここ10年の間に大きく変わることになった。やや乱暴にまとめると、欧米の国債市場構造は以下3つのグループに分かれよう。第一のグループは、国内銀行による市場シェアが拡大した南欧諸国。第二は、対照的に海外投資家のシェアが拡大したドイツやフランスといったグループ。第三は、中央銀行である連邦準備制度(FED)による債券購入措置(QE)のなかで、海外勢と中央銀行のシェア上昇がみられた米国である(図表4)。

図表4 各国国債市場の保有主体シェアの推移



(資料)IMF データより三井住友信託銀行調査部作成

図表4(続き) 各国国債市場の保有主体シェアの推移



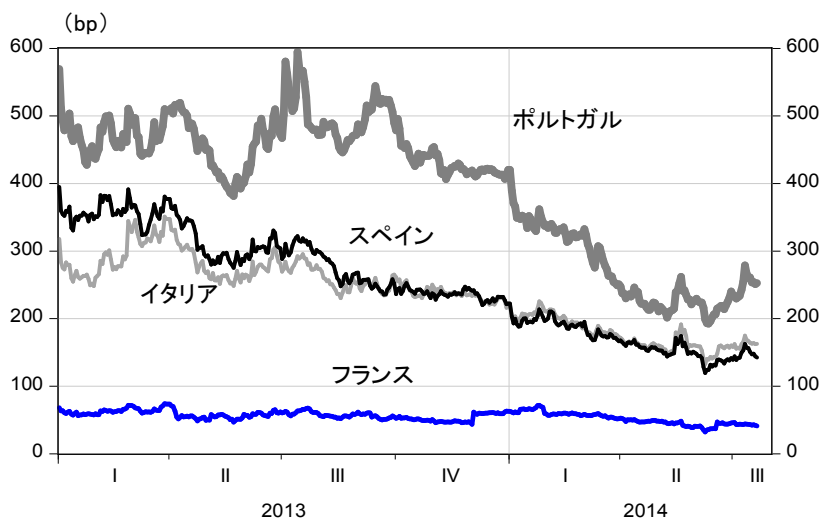
(資料)IMF データより三井住友信託銀行調査部作成

ところで日本はどうだろうか。米国や欧州との比較でみれば中央銀行も国内銀行も国債保有割合が高まっているという特徴がみられる。こうしてみると、中央銀行による金融緩和と銀行による国債購入が、ファンダメンタルズからすれば拡大し易い各国金利格差を覆い隠してきたともいえる。

3. 金利収斂の背後にある悪循環のリスク

しかしながら、金利収斂の背後にある不安定な状況(金融緩和による信用格差の封じ込め)は、地政学リスクを含んだイベント発生時には、たちまち格差の拡大をもたらす可能性がある。事実、ポルトガルの大手行バンコ・エスピリト・サント(BES)の財務健全性懸念から南欧諸国の株価が下落し、安全資産である米独の国債に資金が逃避した結果、ドイツ国債との金利差が一時拡大する事象も見られた(図表5)。このことは、欧州において政府と銀行部門の信用リスクが相互に悪化していく悪循環の構造が残っていることを改めて浮き彫りにしたといえるだろう。

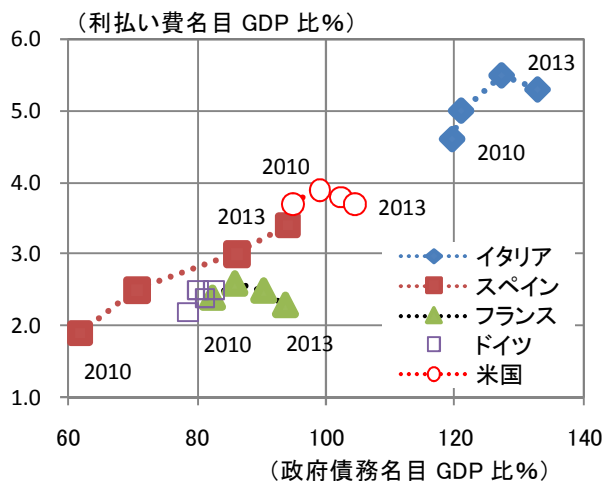
図表5 欧州各国 10 年債のドイツ 10 年国債との金利差



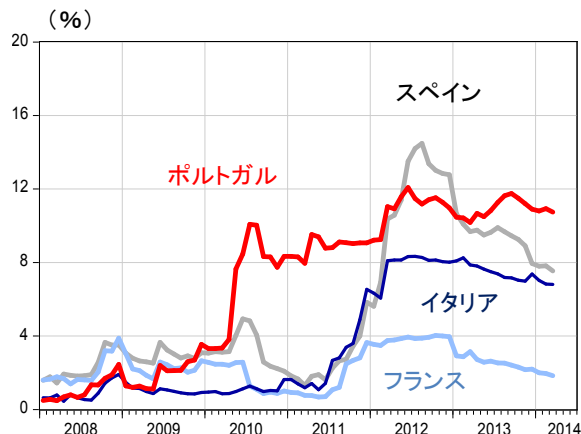
(資料)Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成、100bp は 1%ポイントを示す。

というのも、南欧諸国では債務増大に伴い GDP 比の利払い費も増えているのみならず(図表6)、銀行部門全体で見れば、ECB からの資金調達割合が 10%前後と平時に比べ高く、ピークからは改善してきたとはいえ信用状況に直結する資金調達基盤はなお脆弱である(図表7)。

図表6 各国政府債務規模と利払い費



図表7 各国銀行の ECB 調達依存度



(資料)図表6、7共に ECB、各国中銀データから三井住友信託銀行調査部作成

こうしてみると、ECB により今年 9 月と 12 月に導入が予定されている、貸出増を企図した銀行向け長期の低利資金供給オペ(TLTRO)は、従前の LTRO よりも更に低利(0.25%)での調達が可能であり、一時的には国債購入を妨げないことから、銀行の調達環境改善と国債金利の低下を通じて、ソブリンリスクが銀行部門に波及するのを防ぐ副次的な狙いもあろう。ただし、これとても、民間銀行を通じた間接的な国債購入による金利低下は、銀行とソブリンの間の悪循環を根本的に断ち切ることはならない。TLTRO は経済が改善し貸出が増えるまでの時間稼ぎに過ぎず、ECB による国債直接購入に追い込まれる可能性もあるだろう。

4. まとめと今後の展望

以上見てきたように、欧米の国債金利水準はここ数年、金利差拡大から一転して収斂が進んできた。この背景には各国成長率の趨勢的低下もあるが、中央銀行による金融緩和と銀行による国債購入が各国間の信用状況やファンダメンタルズ格差を覆い隠してきたともいえる。

しかしながら、各国に共通する不安定な状況(金融緩和による信用状況格差と危機再燃の封じ込め)が続いている限り、地政学リスクを含むイベント発生時には必ず「質への逃避」をもたらすことになる。この結果、相対的に安全で流動性高い資産(例えば米国債やドイツ国債)は、ファンダメンタルズと比べ価格が上昇(金利は低下)しやすい地合いが残り、そうでない資産(例えば南欧諸国の国債)との金利格差が再び拡大する可能性を念頭に置く必要があるだろう。

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@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。

アベノミクス後のジャパンマネーの規模と特徴

＜要旨＞

日銀の異次元緩和と景気回復の影響で、日本全体の金融取引額は2012年10-12月期以降、1四半期あたり平均56.6兆円ペースで増え、リーマン・ショック後の回復期のほぼ2倍に拡大している。一方、このうちジャパンマネーとして海外に向かった金額に限れば1四半期あたり8.7兆円増と、その規模はリーマン・ショック前後とさほど変わらない。

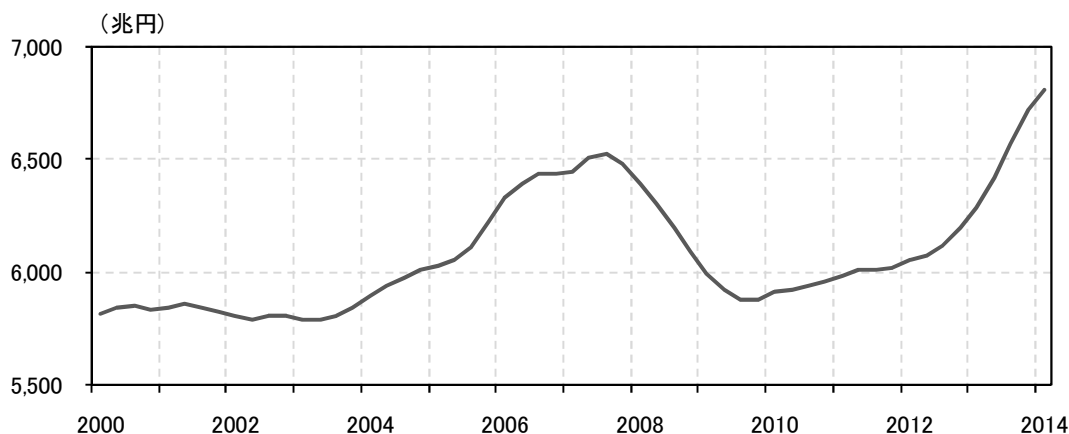
ただしジャパンマネーの内訳を見ると、国内金融機関を中心に貸出や対外直接投資が増えた一方で、対外証券投資が減少するという変化が生じている。アベノミクス後のジャパンマネーの特徴は、少なくとも今のところは証券投資売買目的よりは国内銀行の対外貸出の増加や、日本企業の海外事業展開の拡大といった流れに対応した、いわば実需に基づく資金の割合が高まったものであるという整理ができよう。

1. 日本全体における金融取引規模の推移

今年1月から米国は量的緩和(QE)の縮小に着手する一方で、日本では2013年4月から日銀による大規模な金融緩和が続けられている。こうした中、日本の金融緩和を背景に国内資金がどれだけ増え海外へと向かっているのか、過去との比較を通じて検証したい。

まず日本全体における金融資産残高(中央銀行である日銀を含む)の動きを見ると、2000年代前半までは概ね5,800兆円前後で安定的に推移してきた(図表1)。その後、リーマン・ショック前後の増減を経て2010年頃から資産残高は再び増加を始め、安倍政権が発足した2012年末頃から増加ピッチは急速に高まり、足元ではリーマン・ショック前の最高額であった6,500兆円を上回るまでに拡大している。

図表1 日本全体における金融資産残高

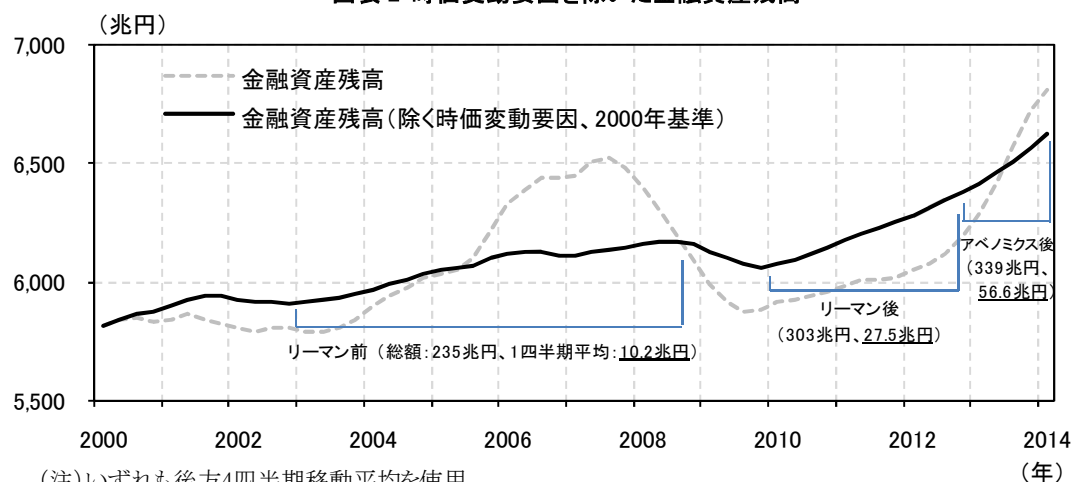


(注) 後方4四半期移動平均を使用。

(資料) 日本銀行「資金循環統計」より三井住友信託銀行調査部作成

もっともこれら日本全体における金融資産残高の増減は、実際の金融取引によるものだけではなく、株価など時価の変動による影響も受けている。そこで図表 1 の金融資産残高から、2000 年以降の「時価変動要因」を取り除き、「金融取引額」の動きのみに着目したのが図表 2 の実線である。金融取引額が増加した局面を、①リーマン前(2003 年 1-3 月期から 2008 年 7-9 月期)、②リーマン後(2010 年 1-3 月期から 2012 年 7-9 月期)、③アベノミクス後(2012 年 10-12 月期から 2014 年 1-3 月期)の 3 つの期間に分けた上で、1 四半期あたりの平均値に直して比較すると、アベノミクス後の増加額は 56.6 兆円とリーマン後の 2 倍以上まで拡大していることが分かる。

図表 2 時価変動要因を除いた金融資産残高



(注)いずれも後方4四半期移動平均を使用。

(資料) 日本銀行「資金循環統計」より三井住友信託銀行調査部作成

ではアベノミクス後の金融取引増加を牽引しているのはどこだろうか。そこで先の 3 つの期間における金融取引額の 1 四半期あたり増減額を部門で分けたのが図表 3 である。

これをみるとリーマン前は国内銀行や非金融法人企業、家計、海外部門の金融取引額が主に増加していた。しかしリーマン後は金融緩和を実施した中央銀行と、その影響を最も受けた国内銀行の増加額が大きくなった。アベノミクス後は日銀の異次元緩和が実施されたことで、中央銀行の取引額が急増した反面、国内銀行の増加ペースはやや鈍化した。そして非金融部門では国内景気が回復したこともあって非金融法人企業や家計、そして海外から日本向けの投資増加を受けて海外部門もリーマン前後の倍近くまで膨らんでいる。

図表 3 金融取引増減額（部門別）

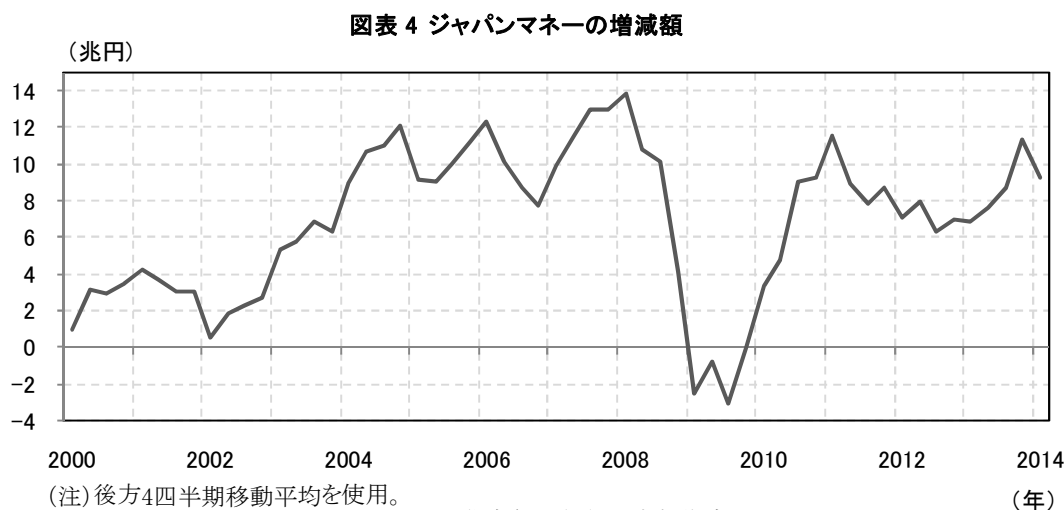
				(1四半期平均、兆円)			
	リーマン前	リーマン後	アベノミクス後		リーマン前	リーマン後	アベノミクス後
金融機関	▲ 4.6	11.3	28.1	国内非金融部門	9.6	10.8	20.0
中央銀行	▲ 0.6	2.6	14.8	非金融法人企業	4.9	4.7	13.3
預金取扱機関	0.4	9.0	10.8	一般政府	1.8	2.4	▲ 0.1
国内銀行	3.0	6.8	5.0	家計	2.8	3.5	6.3
保険・年金基金	1.1	2.2	0.8	対家計民間非営利団体	0.1	0.2	0.4
その他金融仲介機関	▲ 5.1	▲ 2.2	1.7	海外	5.2	5.4	8.5
証券投資信託	1.8	0.8	2.1				
非仲介型金融機関	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.0	合計	10.2	27.5	56.6

(資料) 日本銀行「資金循環統計」より三井住友信託銀行調査部作成

2. 海外に向かった「ジャパンマネー」の動きとその特徴

このようにアベノミクス後、日銀による異次元緩和の下で金融取引額が大きく増加する中、どれくらいの規模の金額が海外へと向かったのだろうか。

この観点から、金融取引額増減のうち海外に向かった分(以下、「ジャパンマネー」とする)を取り出すと、アベノミクス後に拡大はしているものの(図表4)、リーマン前やリーマン後も10兆円を超える増加額を記録した時期があり、過去と比べると特別大きいとは言えない。



ただし、このジャパンマネーの増加額の内訳をみるとアベノミクス後に変化した点も見られる。

図表5はジャパンマネーの増減額を金融商品別に分けたものであるが、これをみるとアベノミクス後、貸出と対外直接投資、その他対外債権債務の増加が顕著であるのに対し、対外証券投資は大幅に減少していることが分かる。

図表5 ジャパンマネーの増減額（金融商品別）

(1四半期平均、兆円)

	リーマン前	リーマン後	アベノミクス後
現金・預金	0.5	▲ 0.2	▲ 0.3
貸出	1.0	1.5	2.9
民間金融機関	0.4	1.1	2.3
公的金融機関	▲ 0.1	0.0	0.4

	リーマン前	リーマン後	アベノミクス後
対外直接投資	1.0	1.4	2.4
対外証券投資	6.1	5.6	▲ 1.0
その他対外債権債務	0.9	▲ 0.5	4.2
その他	0.5	0.6	0.5
合計	10.0	8.4	8.7

(資料) 日本銀行「資金循環統計」より三井住友信託銀行調査部作成

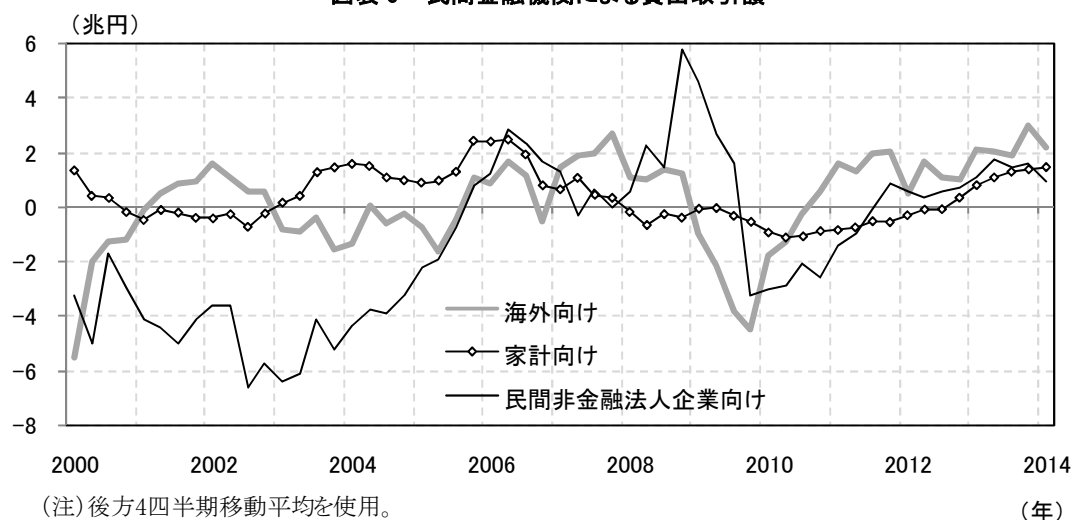
以下では、これら金融商品毎の動きの特徴を見ていくこととする。

(1) 貸出

海外向け貸出のうち増加額が大きい民間金融機関の動きを、家計向けと企業向けの貸出と比較したのが図表6である。これをみるとリーマン前の海外向け貸出は企業向けや家計向けと同程度の増加額であったのに対し、リーマン後の回復局面では海外向け貸出が最も早く増加に転じた

上、増加額は家計向けや企業向けを上回っており、そしてアベノミクス後も増加ペースは高まっている。このように民間金融機関による海外向け貸出の増加額が拡大している背景には、アジア向けを中心とした貸出が積極的に行われていることがあるとみられ、日本国内では資金需要が見込みにくく利鞘も縮小していることから、この流れは今後も続く可能性が高い。¹

図表 6 民間金融機関による貸出取引額



(2) 対外直接投資

次に対外直接投資について見る。まず部門別に確認するとアベノミクス後、特に増加額が拡大しているのは国内銀行や農林水産金融機関といった金融機関であり、リーマン前後に 0.1 兆円程度であった 1 四半期あたりの増加額はアベノミクス後 0.9 兆円まで拡大している(図表 7)。その一方で非金融法人企業の動きをみると、増加額自体はアベノミクス後もリーマン後と比べてほとんど変化は見られないが、そのボリュームは金融機関よりも大きく、日本からの対外直接投資の主役であることに変わりはない。

図表 7 対外直接投資の増減額(部門別)

(1四半期平均、兆円)

	リーマン前	リーマン後	アベノミクス後
金融機関	0.2	0.1	0.9
預金取扱機関	0.2	0.1	0.9
国内銀行	0.1	0.2	0.4
農林水産金融機関	0.1	▲ 0.1	0.5
中小企業金融機関等	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0
国内非金融部門	0.7	1.4	1.5
非金融法人企業	0.7	1.4	1.5
合計	1.0	1.4	2.4

(資料) 日本銀行「資金循環統計」より三井住友信託銀行調査部作成

¹ 日本銀行「金融システムレポート(2014年4月)」によると、大手行による2010年度上期から2013年度上期にかけての海外向け貸出増加率はアジア向けが年率約20%と最も高く、次いで北米向けが約15%、西欧と南米向けが10%弱となっている。

これら対外直接投資²がどの国・地域に向かっているかを見ると、アベノミクス後に対外直接投資増加額が拡大しているのは米国、EU、英国といった先進国に加え、ASEAN 向けも増加しており、図表 7 で見たような非金融法人企業や金融機関の海外事業展開が、これらの地域で主に進んだことが窺える(図表 8)。

図表 8 対外直接投資の増減額(投資先別)

(1四半期平均、兆円)

	リーマン前	リーマン後	アベノミクス後
アジア	0.39	0.59	0.65
中国+香港	0.19	0.25	0.22
台湾	0.02	0.00	0.01
韓国	0.04	0.05	0.06
ASEAN	0.14	0.24	0.32
インド	0.02	0.05	0.05
オーストラリア	0.05	0.21	0.12
米国	0.35	0.32	0.83
EU(除く英国)	0.26	0.28	0.36
英国	0.11	0.17	0.25
その他	0.24	0.23	0.30

(資料) 日本銀行「国際収支統計」より三井住友信託銀行調査部作成

(3) 対外証券投資

対外証券投資はリーマン前、リーマン後にそれぞれ1四半期あたり6.1兆円、5.6兆円と大幅な増加額を記録していたものの、アベノミクス後は一転1.0兆円の減少となり、貸出や対外直接投資が増加ピッチを強める中、ジャパンマネー全体の増加を押し下げる主な要因となっている。

部門別にみるとアベノミクス後、特に減少額が大きいのが国内銀行である(図表 9)。この点については日銀のレポート³の中で、国内銀行が2013年4-6月期における日本の長期金利上昇による日本国債の評価損を海外中長期債の売却益で補ったことが影響しているとの解説がなされており、日本の金融政策変更の影響を受けて大きく振れたものと解釈できる。この減少は一時的なものに留まる可能性がある反面、英米で金融緩和の出口が近付いていることを踏まえると、この先再び内外金融政策変更の影響を受けて振れが大きくなる可能性もあろう。

図表 9 対外証券投資の増減額(部門別)

(1四半期平均、兆円)

	リーマン前	リーマン後	アベノミクス後
金融機関	3.1	2.6	▲ 1.6
中央銀行	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1
預金取扱機関	0.8	1.7	▲ 1.0
国内銀行	0.6	1.3	▲ 3.0
保険・年金基金	0.4	0.6	▲ 0.9
その他金融仲介機関	1.8	0.4	0.4
証券投資信託	1.8	0.4	0.4
国内非金融部門	3.1	2.9	0.6
非金融法人企業	0.3	1.2	0.6
一般政府	2.6	1.5	0.1
家計	0.2	0.3	▲ 0.1
合計	6.1	5.6	▲ 1.0

(資料) 日本銀行「資金循環統計」より三井住友信託銀行調査部作成

² ここで使用している国際収支統計に基づく対外証券投資には株主資本と再投資収益、その他資本が含まれるのに対し、資金循環統計の対外証券投資には株主資本のみが含まれるため金額は一致しない。

³ 日本銀行レポート「日本銀行の国債買い入れに伴うポートフォリオ・リバランス(2014年6月)」を参照。

なお、対外証券投資の減少がどの国や地域からのネットでみた資金の引き揚げを反映したものであるかを確認したのが図表 10 である。これをみるとアベノミクス後、米国や英国といった国際金融市場を中心に対外証券投資が純減になったことが分かる。

図表 10 対外証券投資の増減額（投資先別）

(1四半期平均、兆円)

	リーマン前	リーマン後	アベノミクス後
アジア	0.12	0.12	▲ 0.02
中国＋香港	0.04	▲ 0.00	▲ 0.07
台湾	0.01	0.00	0.00
韓国	0.03	0.07	0.02
ASEAN	0.03	0.04	0.03
インド	0.01	0.00	▲ 0.00
オーストラリア	0.19	0.29	▲ 0.26
米国	1.23	1.65	▲ 1.36
EU(除く英国)	1.00	0.22	0.94
英国	0.38	0.20	▲ 0.25
国際機関	0.15	0.10	▲ 0.40
その他	1.14	1.26	0.34

(資料) 日本銀行「国際収支統計」より三井住友信託銀行調査部作成

3. アベノミクス後のジャパンマネーの動き

以上見てきたように、日銀による異次元緩和や景気回復の影響を受けて、日本の金融取引額はリーマン・ショック前後と比べて大幅に拡大したが、このうちジャパンマネーとして海外に向かった金額のみに焦点を当てると、その規模が拡大しているとは言えない。

しかしかかるジャパンマネーの内訳を見るとアベノミクス後、貸出や対外直接投資が増える一方で、対外証券投資が減少するなど過去とは異なる点も見受けられる。このような変化は主に国内金融機関の投資行動の変化によってもたらされており、貸出や対外直接投資の増加は国内貸出市場の縮小に加え長年続いてきた金融緩和による利鞘縮小で需要の大きい海外向けの貸出ウエイトを高めたという銀行行動や、日本企業の海外事業展開といった流れに対応しているといえる。したがって、ジャパンマネーの特徴は少なくとも今のところは証券投資売買目的よりは上述のような実需に基づく資金の割合が高まったという整理ができるだろう。

(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。

消費余力と家計消費増加の持続性

<要旨>

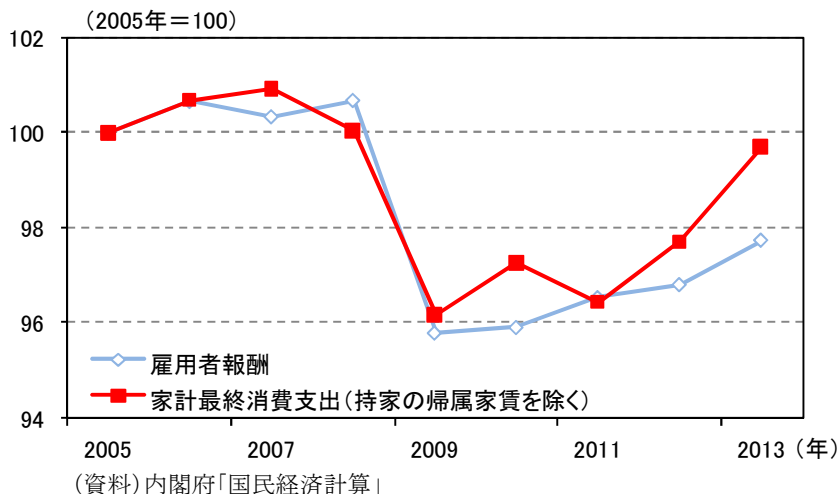
2012年末からの国内景気回復では、家計所得の伸びは緩やかな中で、個人消費の増加が大きな役割を果たした。この背景としては、時価上昇分を含む家計の金融資産の増加による、消費余力の拡大があったと見られる。

2014年に入ってから、金融資産の時価上昇トレンドにも歯止めがかかり、資産効果はこの先減衰していくと見られる。しかし、家計の金融資産の中で時価上昇要因を除いた貯蓄積み増し部分、すなわち将来消費の原資となりうる資産が増加していることや、企業収益増に伴い、この先の所得環境改善が所得とマインド双方の面から消費を支える要因になると見られることから、短期的には消費が腰折れする懸念は小さいだろう。

1. 消費を支える金融資産の増加

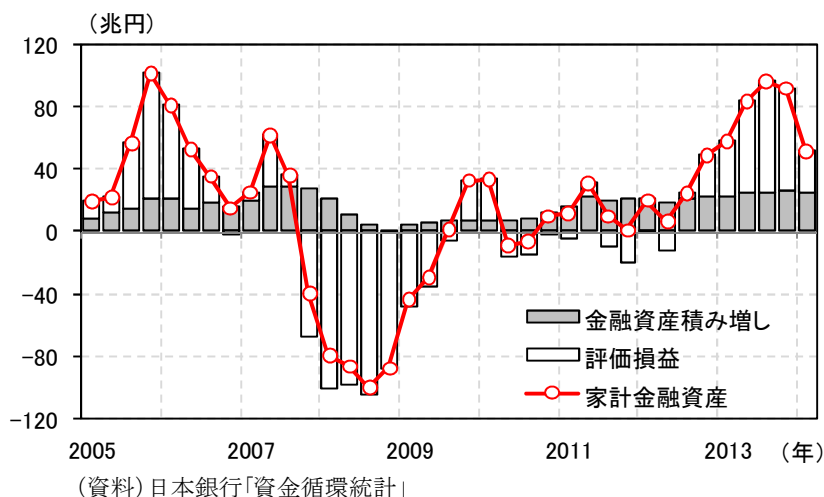
2012年末からの国内景気回復局面では、個人消費の増加が大きな役割を果たした。2013年の実質経済成長率+1.8%に対して、個人消費は+1.9%ポイントの寄与となっている。しかし、この間の所得増加の勢いは弱く、所得と消費の伸び率の差は広がっている(図表1)。

図表1 家計最終消費支出と現金給与総額の推移



所得が伸びない中での消費増加は持続が難しいと思われるが、消費に影響を与える要因は所得のみではない。例えば所得が増えなくても、有価証券の時価上昇等によって家計が所有する金融資産が増加すれば、消費を行うための原資は増えることになる。また、現在所有する金融資産に変化がないとしても、雇用環境の改善等によって消費者マインドが上向けば消費は増えるだろう。そこで、本稿では将来の消費の原資となる金融資産から見た消費余力や予想される将来の所得環境を反映する消費者マインドに焦点を当てて、今般の消費増加の持続性を考察してみたい。

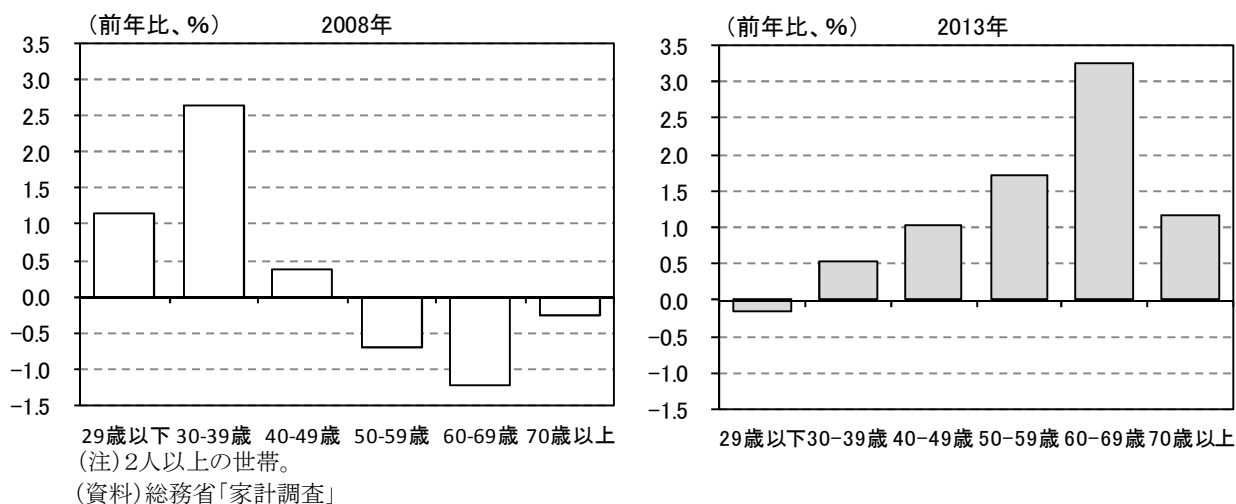
図表2 家計の金融資産の推移(前年差)



家計の金融資産の推移を見ると、2013年は評価益の拡大によって大きく増加している(図表2)。ここから、前頁図表1で確認した2013年の消費支出増は金融資産を取り崩した無理なものではなく、将来消費を行うための原資は残っていると判断できる。

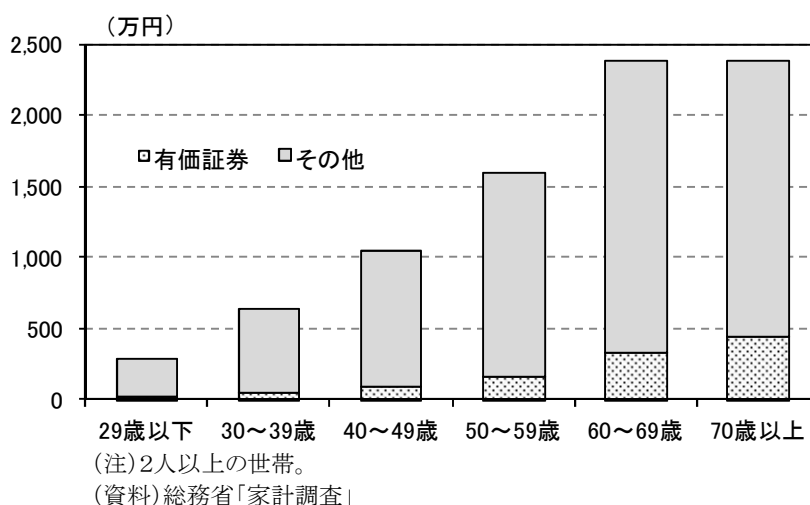
なお、有価証券等のキャピタルゲインにあたる評価損益は金融資産積み増しに比べ変動が大きく持続性は限られる。2008年以降の消費減速局面では、雇用者報酬の低下もあって金融資産の積み増しペースが減衰したことも、消費の減少に影響したと考えられる。当時と比較し、現在は所得を主な原資とする金融資産積み増しペースも増加しており、足許でも25兆円程度の増加が続いているため、今後評価益が伸びなくなったとしても消費を下支えする要因になりうるだろう。

図表3 年齢別消費支出増減率(2008年、2013年)



持続性は限られるとは言え、評価損益の変動も消費に影響を与える。2013年の消費の前年比増減率を世帯主の年齢別に見ると、20代から60代までは世代が上がるにつれて増加率が高まっている(図表3)。対照的に2008年の消費は、40代以下は増加している一方で、50代以上の世帯は減少している。世帯主の年齢別の金融資産残高を見ると、高齢者世帯は有価証券を含む金融資産を多く所有しているため(次頁図表4)、評価損益の変化による金融資産の増減が消費増減に大きく影響を与えていたと考えられる。

図表4 年齢別金融資産残高(2013年)

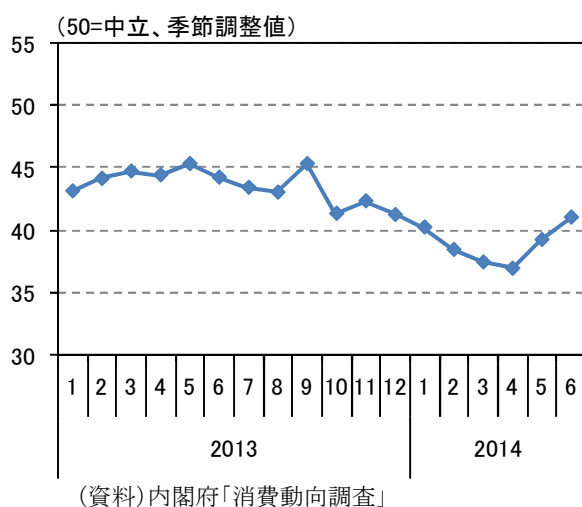


2. 消費者マインドの改善

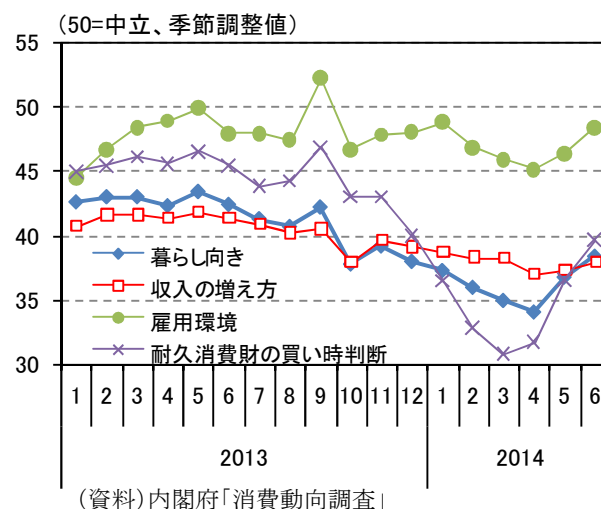
もともと、金融資産から見て家計に消費余力があるとしても、2014年に入ってから株価上昇に歯止めがかかっているため、資産効果はこの先減衰していく可能性が高い。かかる状況下では、最近の物価上昇や消費税率引き上げによって、消費者マインドが悪化して消費を押し下げる可能性が懸念される。この観点から足許の消費者態度指数を見ると、2カ月連続で改善が続いており(図表5)、消費者マインドは消費税の引き上げによる悪化から回復してきていると判断できる。

かかる消費マインドの動きをより詳細に把握するために、消費者態度指数を構成する消費者意識指標を見ると、耐久消費財の買い時判断が3カ月連続で改善した他、雇用環境や収入の増え方が改善し始めている(図表6)。雇用環境については2013年から比較的強い指数となっており、昨年の消費者マインドを引き上げた主因と見られる。なお、暮らし向きは消費者態度指数と類似しているため全体感を示すと考えられる。

図表5 消費者態度指数

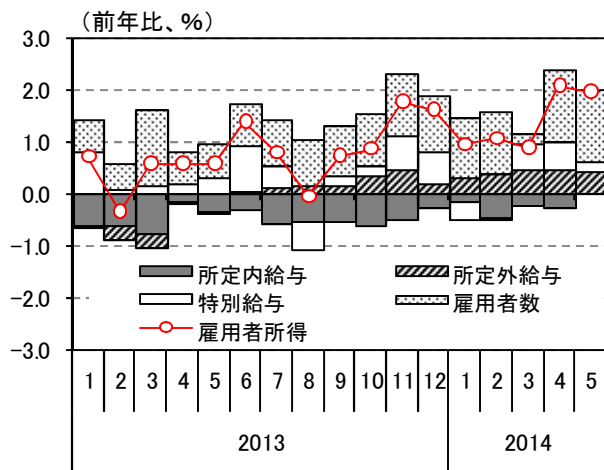


図表6 消費者意識指標



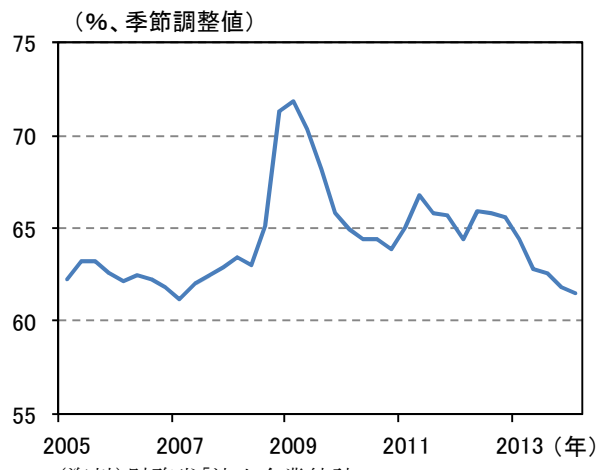
消費者意識指標で収入の増え方の見通しが改善した背景には、所定外給与や特別給与が増加していることに加えて、所定内給与の下落が止まったことがある(図表7)。また、昨年からの労働市場の改善による雇用者数の増加も、雇用者所得の上昇に大きく寄与している。さらに、企業収益の改善に伴い労働分配率は2007年来の水準まで低下しており(図表8)、この先も企業が雇用者数や賃金を増やす余力や持続性は十分あると判断できる。

図表7 雇用者所得の内訳



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

図表8 労働分配率の推移

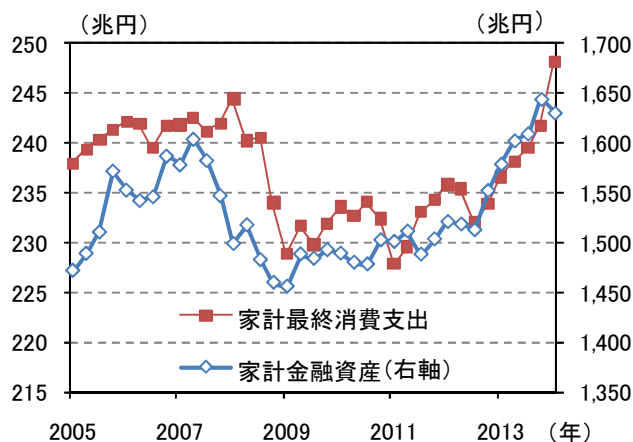


(資料)財務省「法人企業統計」

3. 金融資産と消費マインドが消費に与える影響

以上のまとめとして、家計の金融資産や消費者マインドが時系列で見た消費推移に及ぼす影響について分析する。まず、金融資産と消費両者の振る舞いを見ると、金融資産は消費と連動しており、金融資産の動きが先行している(図表9)。また、消費者態度指数と消費も概ね連動しており、消費者態度指数の先行性も観察される(図表10)。従って、今年の4月まで悪化していた消費者態度指数が5月からは改善していることは、この先の消費にも明るい材料と言えるだろう。

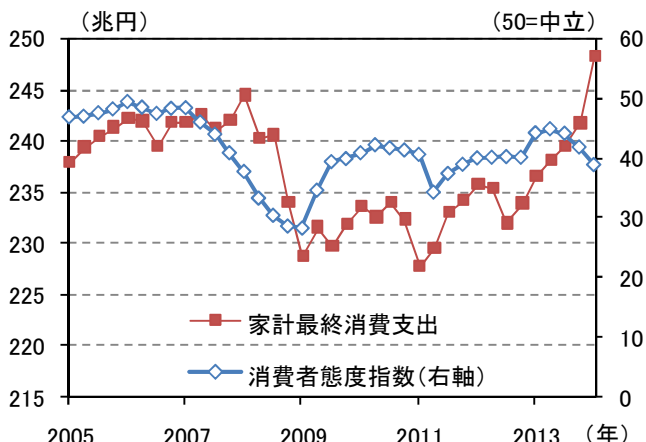
図表9 金融資産と消費支出



(注)2014年第1四半期まで。

(資料)内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

図表10 消費者態度指数と消費支出



(注)2014年第1四半期まで。

(資料)内閣府「国民経済計算」、「消費動向調査」

家計の金融資産や消費者マインドが消費に及ぼす影響を定量的に捉えるために、回帰分析を用いて家計金融資産と消費者態度指数を説明要因とした消費関数を推計してみた。先にみたように消費者態度指数には資産の増え方に対する判断は含まれていない(前掲図表6)。消費関数の結果によれば、金融資産と消費者態度指数が消費に与える影響はいずれも有意にプラスであった(図表11)。細かい結果は省くが、消費について説明力が高かったのは24半期前の金融資産と消費者態度指数であることから、金融資産と消費者態度指数は消費に先行する傾向がある。

さらに、金融資産、消費者マインド、消費を変数とする多変量(VAR)モデルを用いて時系列で見た消費反応パターンも確認してみた。図表12は金融資産の増加が消費に与える影響を示している。グラフの縦軸は影響の度合い、横軸は四半期数を表す。実線で示される平均的に見た消費が押し上げられる効果は、5四半期程度続き、その後は収束している。この結果を素直に解釈すれば、2013年末までの家計の金融資産の増加は、2015年序盤までは消費を下支えする要因になると考えられる。

図表11 家計最終消費支出を被説明変数にした推計結果

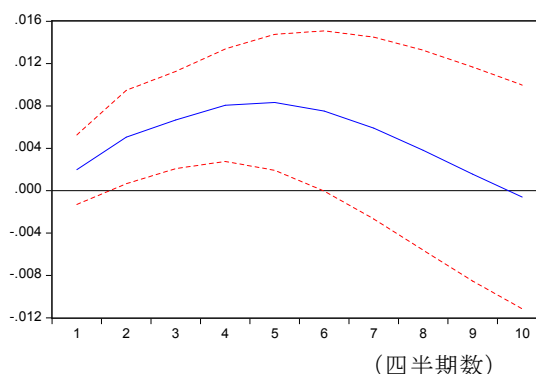
	定数項	説明変数	
		金融資産	消費者態度指数
係数	6.64	0.33	0.07
P値	0.00	0.00	0.00

(注1) 推計期間は2005年第1四半期から2014年第1四半期。

(注2) 各変数は対数値。説明変数は2期前の値。決定係数は0.62。

(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」

図表12 金融資産増加が消費に与える影響



(注) 上下の点線は95%信頼区間に対応。

4. まとめ～消費の先行き

2014年5月時点の所得の伸びは名目値では前年比+2.0%になるが、物価上昇を加味した実質所得は同▲2.4%¹となり、持続的な消費の増加には一層の所得増加が求められる。また、2014年に入ってから金融資産の時価上昇トレンドにも歯止めがかかり、資産効果はこの先減衰していくと見られる。しかし、家計の金融資産は時価上昇要因を除いた貯蓄積み増し部分、すなわち将来消費の原資となる資産が増加していることや、企業収益増に伴いこの先の所得環境改善が、所得とマインド双方の面から消費を支える要因になると見られることから、少なくとも短期的には消費が腰折れする懸念は小さいだろう。

(経済調査チーム 登地 孝行: Toji_Takayuki@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 実質所得は、毎月勤労統計に倣い名目所得を消費者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)で除して算出した。