

2014. 12 No.32

三井住友信託銀行

調査月報



時論

「高ボラティリティ」と「緩やか」が併存する世界経済.....1

経済の動き

2014・2015年度の内外経済見通し

～2四半期連続のマイナス成長からプラス成長へ～.....3

アジアで複雑化する製造業のコスト構造.....11

時 論

「高ボラティリティ」と「緩やか」が併存する世界経済

世界経済の先行きに不透明感が強まってきた。IMF「World Economic Outlook」における世界経済の2014年実質成長率見通しを見ると、4月予測から7月予測にかけて0.3%ポイント、7月予測から10月予測にかけて0.1%ポイントいずれも下方修正され、2013年(3.4%)をやや下回る3.3%まで引き下げられた。2015年は3.8%と上向く姿を見込んでいるが、それでも10月予測では0.2%ポイントの下方修正である。また、原油をはじめとする国際商品市況の下落傾向も続いている。素原材料の需要先たる先進国には慈雨ではあるが、資源国には成長率はもちろん財政事情や経常収支に少なからぬマイナス要因として作用している。

世界経済の牽引役は、新興国や資源国ではなくなってきたことは周知であるが、先進国とも言い難い状況となってきた。頼みの米国も、中間選挙では共和党が勝利し、オバマ政権の求心力低下がささやかれ、財政支出の圧縮を求められる可能性がある。これらに加えて、G20でも欧米とロシアとの対立が鮮明となったウクライナ情勢、対応を巡り国際社会が一枚岩になり切れない「イスラム国」問題、終息が見えないエボラ出血熱といった地政学リスクも世界経済の重石となっている。

かくして世界経済は回復どころか下手をすれば景気後退局面に陥る蓋然性は一頃より高まったことは確かであろうが、世界経済には下記のような前向きの循環のメカニズム、あるいは景気悪化に歯止めをかける岩盤需要が存在しており、また個々のリスク要因が世界経済に与えるマグニチュードにも一定の限界があると見られる。

まず、米国経済では雇用拡大を起点とした内需の好循環がしっかりと起動している。米国の労働市場は、非正規雇用者の増加など構造的問題は抱えているものの、2012年と2014年7-9月期を比較すると、失業率(8.1%→6.1%)、非農業民間部門の雇用者増加数(月間:19万1千人→22万8千人)、失業者の失業期間(中央値:19.2週→13.3週)のいずれにおいても明らかな改善を見ている。この動きは、米国の個人消費拡大を通じた米国経済、ひいては貿易チャネルを通じた世界経済の有力な下支え要因となるだろう。

新興国に目を転じると、そのほとんどが「中所得国の罠」に陥る中でも中間層・準富裕層は順調に増え続け、彼らが生み出す岩盤需要は趨勢的拡大を見ている。変調が伝えられる中国の住宅市場においても、投機目的のバブル需要は収縮と処理の段階を迎えつつあるが、中間層の一次取得向けは依然として「作れば売れる」であろうし、買い替えによって居住環境を高めたい準富裕層向けには「顧客満足度で売れる」といった健全な実需も存在する。

こうした岩盤需要の拡大は、リーマン・ショック後もアジア新興国向けは減少しなかった直接投資とともに、新興国の経済成長を後押し、国際商品市況の下限も形成するだろう。

原油について言えば、アジアにおける急速なモータリゼーションは、よほど非ガソリン自動車の台頭・普及がない限り、ガソリン需要の大幅拡大を通じて原油の需要・市況を下支えるのではないかと。

ウクライナ情勢の悪化はロシアと欧州双方に痛みを強いているが、ドイツ・フランス・イタリアが被る実質GDP押し下げ効果は0.1～0.3%ポイント程度。成長率が2%に満たない経済にとっては小さくないが、景気動向を決定的に左右するほどでもない。エボラ出血熱は感染の中心はまだ西アフリカに止まっており、ニューヨークやロンドンなど国際金融の中核や、中国・ASEANといったグローバルな生産拠点には及んでいない。その震源地が米国であった9.11同時多発テロやリーマン・ショック時の影響と比較考量しても、ヒト・モノ・カネの流通が世界規模で停滞する事態はまだ想定し難い。

以上のように考えると、IMF 見通し(近年、この精度は余り良くないのだが)が描くように、世界経済は、①足元の停滞は「踊り場」として切り抜け、②2015年にかけて緩やかな景気回復軌道を辿り、③先進国を覆うデフレ懸念はやや後退し(ただしユーロ圏は遅れ気味)、④米国は来年半以降、利上げが実施され、長期金利も緩やかに上昇し、⑤これを映じて為替市場では緩やかなドル高基調となる—という展開を一応、メインシナリオとして据えていいのではないかと。

ただ留意すべきことは、上述のメインシナリオにおいて随所に出てくる「緩やか」は、語感から受けるような「安定した緩やか」ではないということである。メインシナリオと言っても、それに対する確信・信頼は格段に高いものではなく、金融市場では先行き悲観論・楽観論が交錯し(特に米国FRBの利上げ前後における新興国からのグローバルマネー流出懸念)、為替・株価・市場金利は騰落を繰り返すという「ボラティリティが高い中で、トレンド線を引けば“緩やか”なものとなる」という姿であろう。

これを演出するのは、「超緩和」から脱しても「緩和」が続く先進国の金融政策と、これを背景としたグローバルマネーの存在であろう。すなわち、金融緩和を続けるがゆえに、金融市場のボラティリティが高まり、これが企業や家計の先行き見通しを慎重化させ、成長率の底上げやデフレ脱却は不十分なものとなり、それゆえ緩和的な金融政策が継続される—というフィードバックループが出来上がっており、これは当分崩れそうにない。

世界経済が通常の景気循環を突き抜けて大崩れする可能性は小さいとしても、金融市場では「高ボラティリティ」と「緩やか」が併存する姿をノーマルなものと認識し、これがもたらす様々なリスクに目配りしていくことが欠かせない。

(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。

2014・2015 年度の内外経済見通し

～2四半期連続のマイナス成長からプラス成長へ～

<要旨>

日本の 2014 年 7-9 月期経済成長率は前期比年率▲1.6%と、2四半期連続のマイナス成長となったが、家計所得環境の改善が続き、設備投資もこの先増加が見込まれるなど、国内における「前向きの循環」は損なわれていない。今回の 7-9 月期マイナス成長は、反動減からの回復が遅れていることを示すものであって、所得と支出双方の減少を伴う景気後退局面に入ったことを意味するものではないと判断している。原油価格の下落により、日銀の金融緩和拡大に伴って生じた円安のデメリットが軽減されることもあって、2015 年度までの国内景気は回復基調を辿ると見込む。

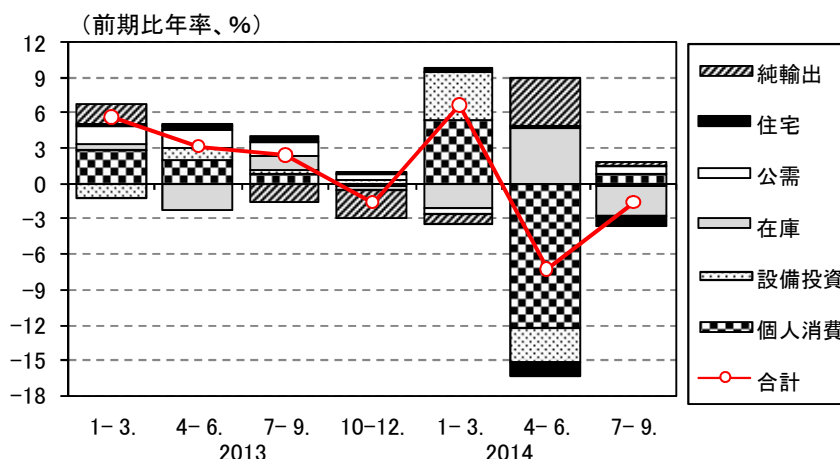
物価については、緩和拡大後も日銀が目指す消費者物価+2%は視野に入らない。従って国内金利の低水準が続き、円ドルレートは利上げが視野に入る米国との金利格差によって円安基調になると予想する。

1. 7-9 月期実質 GDP 成長率 ～ 2四半期連続のマイナス成長

2014 年 7-9 月期の GDP 成長率は前期比年率▲1.6%と、2四半期連続のマイナスとなった(図表1)。4-6 月期から民間在庫の減少ペースが加速したことによる成長率押し下げた寄与(▲2.6%ポイント)が大きかったものの、それを除いても+1.0%と弱い数字である。生産回復の遅れなどで設備投資が前期比▲0.2%と2四半期連続でマイナスとなった上に、実質賃金の減少に加えて夏場の天候不順の影響もあり個人消費は同+0.4%と回復が低調であった。外需は、輸出がスマートフォン向け電子部品などの増加によって同+1.3%と増加した一方、4-6 月期に落ち込んだ輸入は同+0.8%と持ち直したことで、外需の寄与は+0.3%ポイントに留まった。

成長率に対してマイナス寄与となった民間在庫減少や輸入増加は、国内需要の持ち直しを反映したものでもあるため、今回の結果はマイナス成長という数字に示されるほど悪くないものの、設備投資と個人消費の弱さは、反動減後の需要回復の遅れを改めて示すものであったと言える。

図表1 実質 GDP 成長率



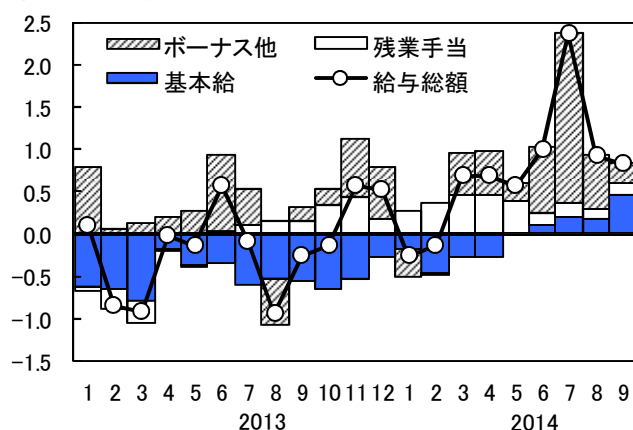
2. 主な GDP 需要項目の見通し ～ 個人消費と設備投資は増加局面へ

(1) 個人消費

最初に、今後の個人消費の背景となる家計所得環境を見ると、厚生労働省「毎月勤労統計」による一人当たり賃金伸び率は上下に振れているものの2014年9月時点で7カ月連続前年比プラスを維持し、給与の中核たる基本給が4カ月連続で増加するなど、その内容も改善している(図表2)。更に雇用者数の増加によって雇用者報酬の総額も順調に増加している上に、足許の物価上昇率鈍化もあって、実質ベースでも7-9月期は前期比+0.7%と上向いている(図表3)。

図表2 一人あたり名目賃金伸び率内訳

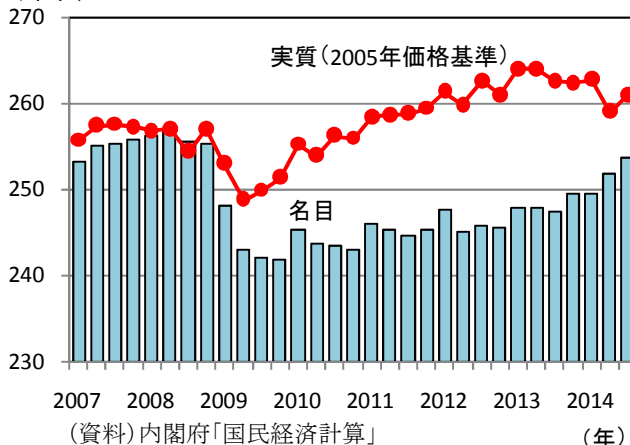
(前年同月比、%)



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

図表3 雇用者報酬総額

(年率、兆円)



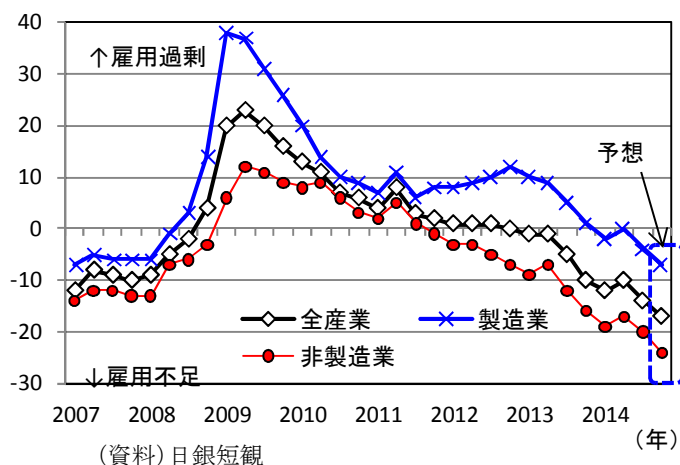
(資料)内閣府「国民経済計算」

(年)

先行きについても、日銀短観の雇用判断DIが製造業・非製造業ともに人手不足の度合いを強めるという予想になっていることに鑑みれば、家計所得の増加はなお続くだろう。かかる所得環境の下、今後の個人消費は上向いていくと考えられる(図表4)。

図表4 雇用判断DIの推移

(過剰－不足)



(資料)日銀短観

(年)

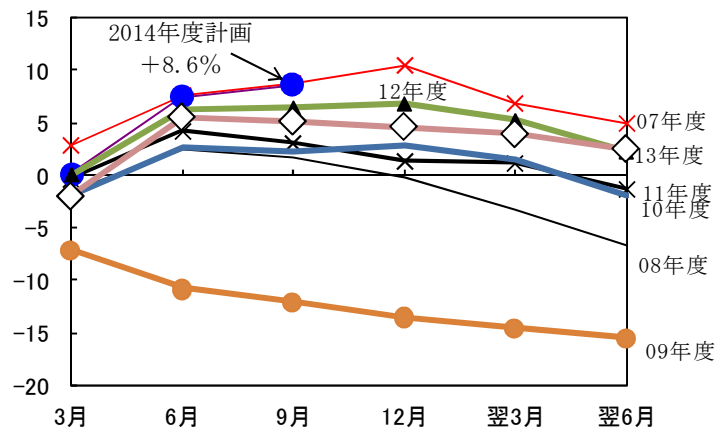
(2) 設備投資

設備投資については、7-9月期に前期比▲0.2%と2四半期連続のマイナスであったが、円安進展もあって企業収益が高水準で推移する中、日銀短観における今年度設備投資計画(大企

業)はここ数年で最も高い伸び率にまで上方修正されている(図表5)。また、設備投資の先行指標である機械受注が増加していることから、この先設備投資は増加すると見込まれる(図表6)。

図表5 設備投資計画(大企業)

(前年度比、%)

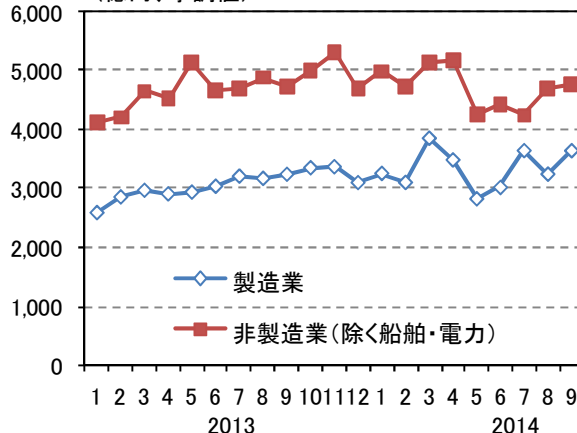


(資料) 日銀短観

(調査時点)

図表6 機械受注額の推移

(億円、季調値)



(資料) 内閣府「機械受注統計」

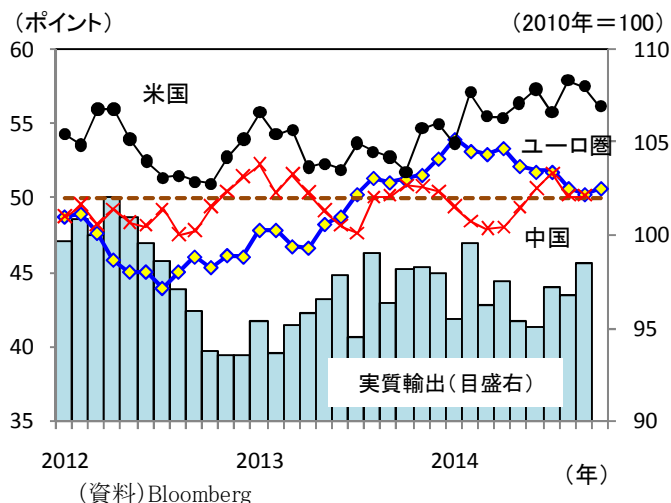
これらの材料を踏まえると、日本経済における家計・企業の所得と、それぞれの支出・投資が相互に増加する「前向きの循環」はなお続いていると見ることができよう。7-9 月期 GDP の弱さは、消費税率引き上げ後の反動減からの回復が遅いことを示すものであって、日本経済が所得と支出・投資の減少を伴う景気悪化局面に入ったことを示すものではないと判断している。

公共投資に関しては、12 月に行われる選挙後に、経済対策としての補正予算が組まれても、消費税率引き上げを見送った以上さほど大規模なものにはならず、安倍政権発足直後に打ち出された大規模な公共投資が徐々に減少していくことで 2015 年度は前年比▲1.3%とマイナスになると想定しているが、消費と設備投資双方の増加が続く中では、景気回復をほとんど抑えさせるほどのマイナスインパクトは生じないと見る。

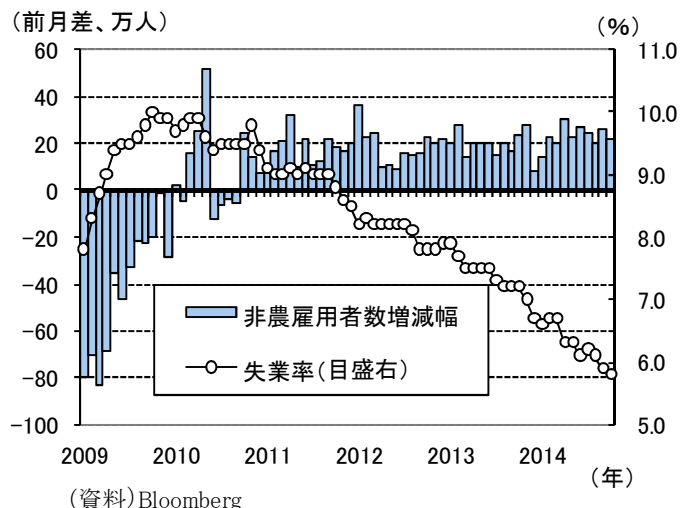
(3) 外需環境

かかる好循環は、何らかの大きな負のショックがない限り維持されよう。過去の経験則からは、日本の負のショックとして代表的なものは海外景気悪化による輸出減少であった。この観点から、主な経済圏の製造業 PMI 指数を見ると、中国とユーロ圏が 50 前後に留まっている一方で米国が突出した強さを維持しているという姿がここ数カ月続いている(次頁図表7)。雇用情勢の順調な回復が続くなど米国景気が盤石な状態を維持していることは、世界経済を下支える要因になる(次頁図表8)。この先も米国景気回復が続く中で、その恩恵がアジア新興国を中心とする他経済圏に徐々に及び、その地域向けに日本からの輸出が増えるという間接的な効果もある程度は期待できよう。足許における大幅な原油価格の下落も、アジア新興国の多くにとっては景気に対するプラス材料となることから、輸出はこの先も緩やかな増加を続けよう。但し日本の内需も回復していくことを受けて輸入も増加するため、GDP 成長率に対する外需寄与度は小さくなる。2014 年度は駆け込み需要の反動減とともに年度初めの輸入が大幅に減ったため外需寄与度は+0.5%ポイントとなるが、2015 年度は+0.1%ポイントに留まると予想する。

図表7 主要経済圏製造業 PMI 指数と日本実質輸出



図表8 米国雇用情勢の推移



2015年度までの日本経済は、外需の寄与がさほど期待できない中ではあるものの、内需主導の回復を続けよう。2014年度平均の成長率は、反動減による落ち込みと7-9月期の回復の遅れのために▲0.7%とマイナスになった後、2015年度は+1.5%まで回復すると予想する。

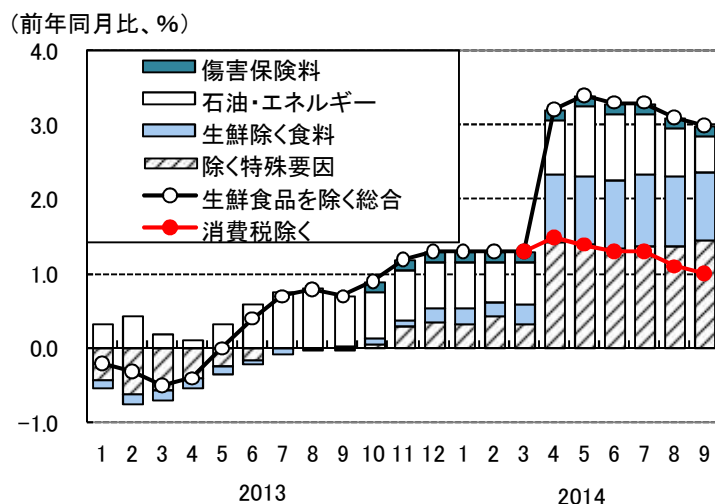
3. 量的・質的金融緩和拡大の効果 ～ 景気にはプラスだが物価は+2%に及ばず

(1) 国内景気への影響

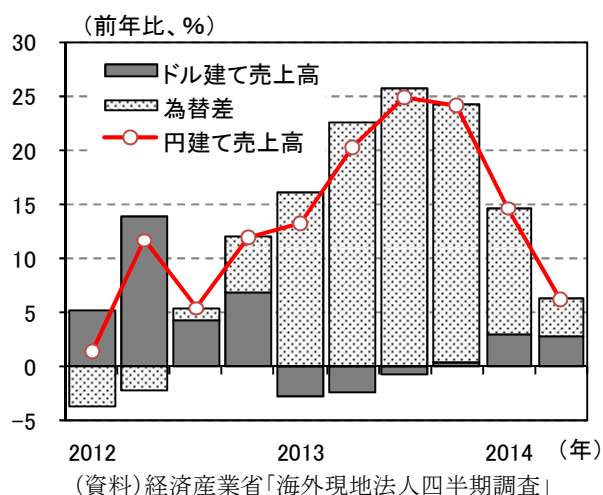
円安による国内物価押し上げ効果の剥落によって、消費者物価(生鮮食品と消費税率引き上げの影響除くベース)の前年同月比上昇率が4月の+1.5%から9月に+1.0%まで鈍化している(図表9)。かかる中で日銀は10月末に、消費税率引き上げ後の需要の弱さや原油価格下落による期待インフレ率低下のリスクに対応するためとして、量的・質的金融緩和の拡大に踏み切った。2013年4月の緩和策導入時に掲げた「2年で消費者物価上昇率+2%」を目指し続ける姿勢を改めて示したもので、この結果、11月下旬で1ドル=115円を超える水準まで円安が進んでいる。

円安は、為替差益の増加によって大企業製造業中心とする企業収益を拡大させることで、株高による資産効果を通じて個人消費の押し上げに寄与しよう(図表10)。

図表9 日本の消費者物価上昇率



図表10 海外現地法人の売上高



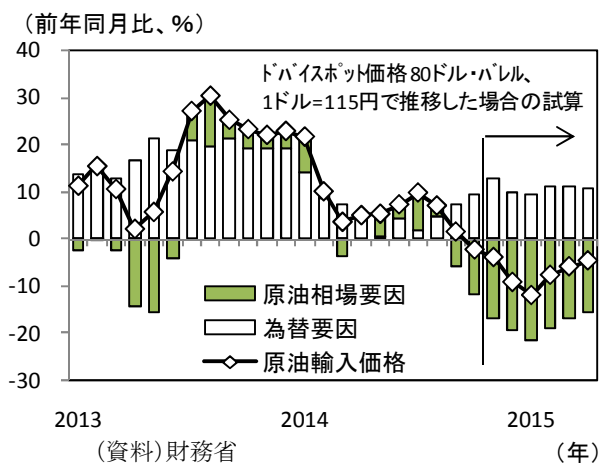
その一方で、輸入価格上昇を通じて所得の流出を招き、家計や中小企業にとってはエネルギー負担の増加を招くというデメリットももたらすが、今回の場合は、円安の進行幅以上に原油価格が下落しているため、この先の原油輸入価格は前年比マイナスになる可能性が高い(図表 11)。結果として今回の円安は日本経済全体にとってプラス要因となり、この先の景気回復を後押する要因になると見る。

(2) 緩和拡大後の消費者物価上昇率見通し

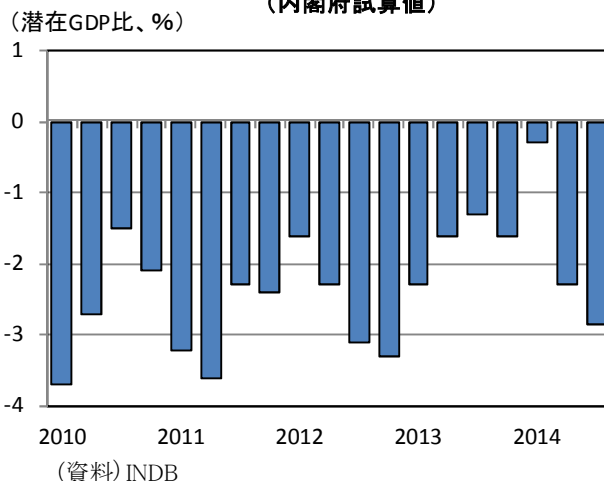
原油価格下落の恩恵で負担が高まらないということは、この先の物価上昇率が高まらず、日銀目標に達しない可能性が高いことを意味する。

日銀は緩和拡大の効果も踏まえて、2015 年度平均の CPI コア上昇率見通しを+1.7%とし、年度後半にも+2%に達するという見方を示している。その背景として想定しているのが「マクロ的な需給バランスの改善」と「実際の物価上昇を目の当たりにした消費者の期待インフレ率上昇」という二つの動きだが、足許まで需要の回復が遅れて需要不足幅が拡大している現状に鑑みれば、この先プラス成長に戻るとしても、需給バランス改善による顕著な物価上昇は望み難い(図表 12)。また、期待インフレ率についても、原油価格下落によって円安による物価上昇圧力がかなり弱まることを踏まえると、消費者の期待インフレ率が大幅に上昇することもないだろう。結果として、CPI コア上昇率は 2014 年度後半に+1%を下回り、2015 年度に入ってから労働需給改善による賃金上昇などを背景に再び高まっていくものの、2015 年度末でも+1～1.5%に留まるだろう。量的・質的金融緩和を拡大してもなお、日銀が目指す「消費者物価上昇率+2%」が安定的に実現する可能性は極めて低いと見ている。

図表 11 原油輸入価格の試算



図表 12 日本の需給バランス
(内閣府試算値)

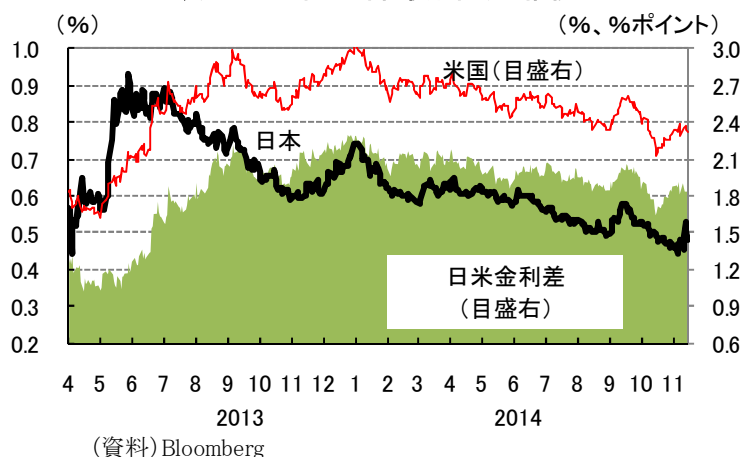


4. 金融市場の見通し ～ 低金利続く中、対ドルでは円安基調

(1) 長期金利

先に述べたように、2015 年度までの消費者物価上昇率が+2%に達しない中、日銀が+2%を目指す姿勢を崩さない限り、更なる緩和拡大の可能性も十分にある。この間、日本の長期金利は米国金利上昇の影響を受けるものの、日銀が大量の国債買い入れを続ける中で上昇ペースは抑えられ続け、2014 年度末で 0.5～0.6%、2015 年度末でも 1%未満に留まるだろう(次頁図表 13)。

図表 13 日米 10 年国債利回りの推移

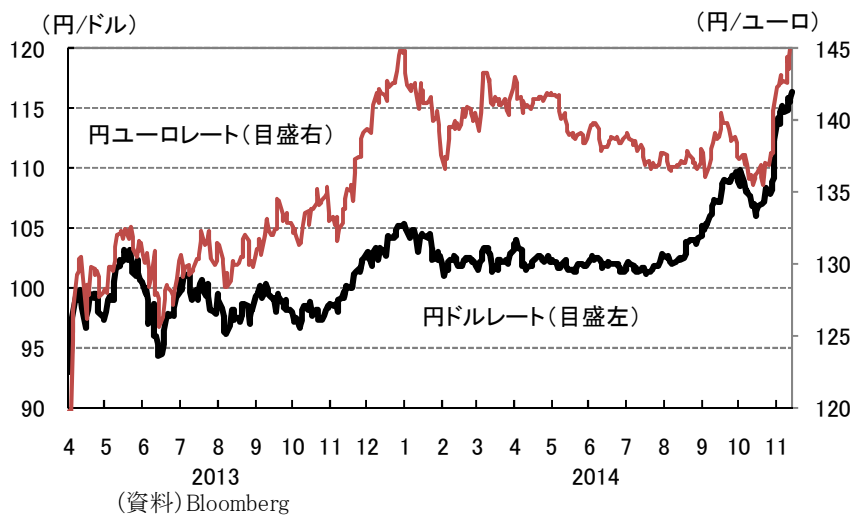


(2) 為替レート

① 円ドルレート

円ドルレートは、米国連邦準備理事会 (FRB) による量的緩和策 (QE) の規模縮小が始まった 2014 年以降しばらく 1ドル＝102～104 円前後で安定していたが、8 月に入ってから QE 終了が近づいたとの観測が強まったことで 100 円台後半まで円安に振れ、更に 10 月末の日銀による緩和拡大で 115 円を超えた (図表 14)。この先、10 月末以降の動きが急でただけに円高方向に調整される局面もあろうが、2015 年半ばにも利上げが見込まれる FRB と、あくまで消費者物価上昇率＋2%を目指して更なる緩和も辞さない日銀という対照的なスタンスを踏まえると、この先も円安基調が続くと考えるのが自然である。具体的水準としては 2014 年度後半が 1ドル＝110～120 円前後、2015 年度は同 115～125 円を見込む。

図表 14 円ドルレート・円ユーロレートの推移



② 円ユーロレート

ユーロ圏の消費者物価上昇率が 10 月でも前年同月比＋0.4%とデフレーション基調が続く中、欧州中央銀行による 6 月と 9 月の金融緩和強化に続いて、更にこの先国債購入を伴う大規模な量的緩和に踏み込むという観測が残ることもあって、ユーロレートは対ドルで下落基調にあり、10 月下旬では 1ユーロ＝1.25ドル前後と、同 1.3ドル前後だった夏場から下落している。

この先も、ウクライナ・ロシア情勢の実体経済に対する悪影響が残ると見られ、ECB による緩和

強化の観測が残る、あるいは実際に強化される可能性が高いことから、FRB との金融政策のスタンスの差が対ドルでのユーロ下落要因となろう。同じく緩和強化の可能性が残る円に対しては横ばいで、2015 年度まで1ユーロ=140～150 円前後で推移すると予想する。

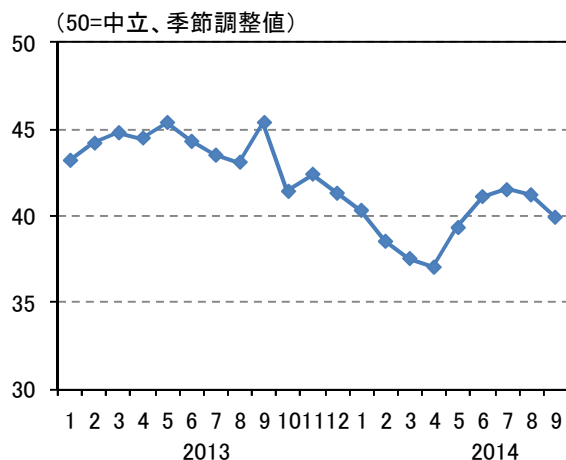
5. 基本的見通しからの下振れリスク要因

以上の基本的な見通しから実際の経済動向が下振れるリスク要因は、国内外双方にある。

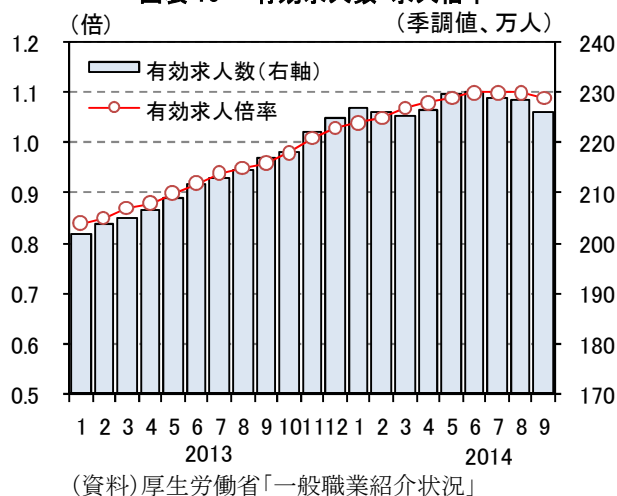
海外では、ウクライナ・ロシア情勢が長期化するなどでユーロ圏景気が更に悪化すれば、その程度によっては米国景気にも下押し圧力となって世界経済の支え役が失われる可能性が高まる。また、住宅市場の調整ペースが速まりつつある中国も、そのスピード如何では中国景気低迷長期化を通じてアジア新興国を中心とする他の地域に悪影響を及ぼす可能性はあろう。

海外情勢の悪化は円高圧力を強め、国内輸出企業の収益・設備投資を押し下げる他、円高に伴う株価下落は国内家計と企業のマインド悪化要因となる。既往円安による物価上昇と消費税率引き上げによる負担増が主因と見られるマインド悪化が加速したり、頭打ちの兆しを見せる有効求人数が明確な減少に転じたりすることで、国内経済における前向きな循環が途絶える可能性が高くなる(図表 15、16)。この他、地政学リスクが現状よりも更に強まって原油価格が急激に上昇した場合は、金融市場でリスクオフの動きが強まる他、エネルギー輸入国の景気悪化を通じて日本の外需環境を下振れさせる要因となる。

図表 15 消費者態度指数



図表 16 有効求人数・求人倍率



国内では、政治の不安定化を起因として、主に企業のマインドが悪化する可能性を意識している。既に見たように、原油価格の大幅な下落で、輸入物価上昇によるマインド悪化の恐れは低くなっているものの、12 月半ばに行われる衆議院総選挙の結果を受けて、あるいはそれまでの過程において、法人減税をはじめとするこれまでの経済政策が停滞、もしくは大幅な方針変更の見方が強まった場合、その内容によっては雇用や投資に対する企業行動に悪影響を及ぼす可能性はあろう。

経済調査チーム 花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
登地 孝行：Toji_Takayuki@smtb.jp

総括表 2014・2015年度の内外経済見通し (作成日：2014年11月21日)

	2014年度		2015年度		2014上	2014下	2015上	2015下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	525.7	-0.7	533.6	1.5	-1.3 -0.7	0.7 -0.6	0.7 1.5	0.6 1.5
民間最終消費	307.8	-2.7	312.0	1.4	-3.8 -2.6	1.0 -2.7	0.6 1.6	0.5 1.2
民間住宅投資	13.3	-10.9	13.3	0.1	-12.0 -7.5	-2.6 -14.1	1.0 -1.7	0.6 1.9
民間設備投資	70.9	1.0	72.3	1.9	-1.4 3.2	0.6 -1.0	1.1 1.5	1.0 2.2
民間在庫品増加(実額)	-2.0	寄与度 0.4	-2.5	寄与度 -0.1	-1.5	-2.6	-2.5	-2.5
政府最終消費	102.7	0.3	103.6	0.9	0.0 0.1	0.5 0.6	0.4 1.0	0.4 0.8
公的固定資本形成	24.0	2.6	23.7	-1.3	0.4 3.9	1.3 1.7	-1.2 0.1	-1.2 -2.3
財貨・サービス輸出	90.0	5.7	92.5	2.7	3.3 6.4	1.6 5.0	1.3 2.8	1.3 2.7
財貨・サービス輸入	79.7	2.1	81.1	1.9	-2.2 5.5	1.2 -0.9	0.9 2.0	0.8 1.7
内需寄与度	-1.2	民需 -1.4	1.4	民需 1.1				
外需寄与度	0.5	公需 0.2	0.1	公需 0.3				
<名目>								
国内総支出	488.4	1.4	496.0	1.6	0.3 1.3	1.3 1.6	0.3 1.5	1.3 1.6
GDPデフレーター	92.9	2.2	93.0	0.1	2.1	2.2	0.0	0.1
企業物価*(10年=100)	105.6	3.2	105.4	-0.2	4.2	2.1	-1.3	0.9
輸出物価*(10年=100)	111.6	3.2	116.5	4.4	1.7	4.6	6.0	2.8
輸入物価*(10年=100)	129.3	3.4	135.4	4.7	3.2	3.7	5.3	4.1
消費者物価*(10年=100)	103.4	3.0	104.5	1.0	3.3	2.8	1.0	1.1
鉱工業生産*(10年=100)	98.0	-1.0	103.2	5.3	0.8	-2.7	3.8	6.8
失業率(%)	3.6	-0.3	3.4	-0.2	3.6	3.5	3.5	3.3
雇用者数*(万人)	5,599	0.6	5,612	0.2	0.8	0.5	0.2	0.2
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	1.1	—	0.4	—	1.3	1.0	0.3	0.5
新設住宅着工戸数(万戸)	89.5	-9.3	92.4	3.3	87.1	89.4	91.1	93.3
貿易収支(10億円)	-9,030	—	-9,423	—	-4,397	-4,633	-4,060	-5,363
輸出*(10億円)	74,466	6.7	79,303	6.5	5.5	7.8	8.7	4.4
輸入*(10億円)	83,496	3.4	88,726	6.3	6.7	0.5	6.9	5.6
第一次所得収支(10億円)	17,262	—	18,605	—	9,149	8,113	9,843	8,762
経常収支(10億円)	2,875	—	3,542	—	2,024	851	2,806	736
マネーサプライ*(M2、兆円)	879.5	2.9	905.0	2.9	3.1	2.8	2.8	3.1
円/ドルレート(円、期中平均)	109.5	—	119.1	—	103.0	115.9	117.8	120.4
輸入原油価格(ドル/バレル)	95.9	—	86.6	—	109.0	82.8	84.5	88.8
米国実質GDP(10億ドル)	16,063	2.2	16,561	3.1	0.9	3.6	3.0	2.9

(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)

	2014/4-6	7-9	10-12	2015/1-3	4-6	7-9	10-12	2016/1-3
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	0.60	0.53	0.52	0.53	0.58	0.63	0.69	0.76
円ドルレート	102.1	103.9	115.0	116.8	117.3	118.3	119.8	121.0

→予測



アジアで複雑化する製造業のコスト構造

<要旨>

アジア新興国に進出する日系製造業にとって、労働コストが依然として関心の高いテーマであることに違いはない。こうした中、リーマン・ショック後のアジア新興国における労働コストを為替変動の影響や基本給以外のコストを考慮した上で比較すると、①インフレ率の低さ、②豊富な若年労働力の存在、③賞与支給月数の少なさ、④雇用者の社会保障負担率の低さ、といった点でフィリピンの優位性が見えてくる。

しかし、労働コスト以外の工業用地代や電気代・水道代を見れば、フィリピンにおけるコスト負担が他のアジア新興国に比べて大きいことも分かる。アジア新興国に進出する日系製造業はコストに見合った高付加価値品の生産割合を高めていくなど、複雑化するコスト構造を総合的に判断した上での事業展開がより求められることになろう。

1. 日系製造業におけるアジア新興国への進出目的

グローバル化が進む中、日系製造業は中国やASEANといったアジア新興国を中心に現地生産を拡大させてきた。この流れは日本からの輸出に有利となる足元の円安下においても大きな変化はみられていない。そうした中、日系製造業のアジア新興国への進出目的に目を向けると、所得水準の上昇と合わせて拡大する消費市場に注目が集まりつつあること分かる(図表1)。しかしその一方で10年前と比べて「安価な労働力」を有望理由として挙げる企業数の割合は低下したとはいえ依然多くの国で上位にランクインしていることも事実である。

図表1 中期的有望事業展開先国の有望理由(上位5項目)

<インドネシア>		<タイ>		<ベトナム>	
2003年	2013年	2003年	2013年	2003年	2013年
① 安価な労働力(68)	現地マーケットの今後の成長性(84)	① 安価な労働力(57)	現地マーケットの今後の成長性(60)	① 安価な労働力(74)	現地マーケットの今後の成長性(66)
② 現地マーケットの今後の成長性(57)	安価な労働力(38)	② 現地マーケットの今後の成長性(51)	現地マーケットの現状規模(35)	② 現地マーケットの今後の成長性(41)	安価な労働力(58)
③ 第三国輸出拠点として(27)	現地マーケットの現状規模(31)	③ 組み立てメーカーへの供給拠点として(34)	安価な労働力(32)	③ 優秀な人材(35)	優秀な人材(25)
④ 組み立てメーカーへの供給拠点として(25)	組み立てメーカーへの供給拠点として(25)	④ 政治・社会情勢が安定(34)	組み立てメーカーへの供給拠点として(32)	④ 他国のリスク分散の受け皿として(32)	他国のリスク分散の受け皿として(19)
⑤ 対日輸出拠点として(15)	産業集積がある(15)	⑤ 第三国輸出拠点として(30)	産業集積がある(31)	⑤ 対日輸出拠点として(25)	現地マーケットの現状規模(12)

<中国>		<インド>	
2003年	2013年	2003年	2013年
① 現地マーケットの今後の成長性(82)	現地マーケットの今後の成長性(68)	① 現地マーケットの今後の成長性(77)	現地マーケットの今後の成長性(87)
② 安価な労働力(75)	現地マーケットの現状規模(61)	② 安価な労働力(59)	安価な労働力(34)
③ 安価な部材・原材料(34)	組み立てメーカーへの供給拠点として(27)	③ 優秀な人材(30)	現地マーケットの現状規模(26)
④ 組み立てメーカーへの供給拠点として(29)	産業集積がある(25)	④ 組み立てメーカーへの供給拠点として(25)	組み立てメーカーへの供給拠点として(23)
⑤ 優秀な人材(24)	第三国輸出拠点として(18)	⑤ 現地マーケットの現状規模(19)	第三国輸出拠点として(14)

(注)1. カッコ内の数値は当該国を有望国と選んだ企業に占める有望理由と回答した企業数の割合(複数回答可)。

2. 2003年のインドネシアとタイにおける有望理由の第3位と第4位はいずれも同順位。

3. 2013年のベトナムにおける第5位は同順位で「政治・社会情勢の安定」がある。

4. 有望理由の文言については2003年と2013年で統一した。

(資料)JBIC「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告」より三井住友信託銀行調査部作成

また中国で「安価な労働力」が有望理由の上位5項目にも入っていないことは、人件費の上昇によるチャイナ・プラス・ワンの流れを反映しているためとみられ、こうした動きが逆にASEANを中心に「安価な労働力」が有望理由の上位にランクインされることに繋がっているのかもしれない。

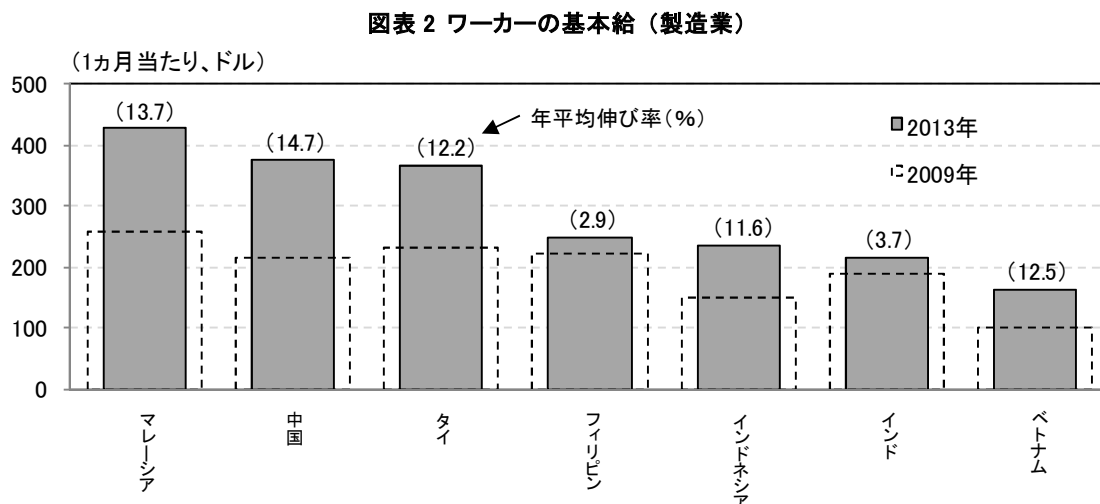
さらにJETROの「在アジア・オセアニア日系企業実態調査」によれば、アジア新興国などに進出する日系製造業が抱える経営上の問題点として「従業員の賃金上昇」がここ数年最も注目されている。こうしたことから労働コストは、「安価な労働力」という有望理由と「製造コストの上昇」という経営上の問題点の双方から依然として日系製造業の高い関心を集めているといえる。

そこで本稿ではこのアジア新興国に進出する日系製造業の労働コストについて、リーマン・ショック後から足元の数年間でどのように変化してきたのか、またその変化をもたらした要因が何であるのか、さらに労働コスト以外のコスト負担はどうなっているのか、といった点をアジアの主要新興国5カ国の比較を通じて明らかにしていく。

2. アジア新興国における労働コスト比較

(1) ワーカーの基本給

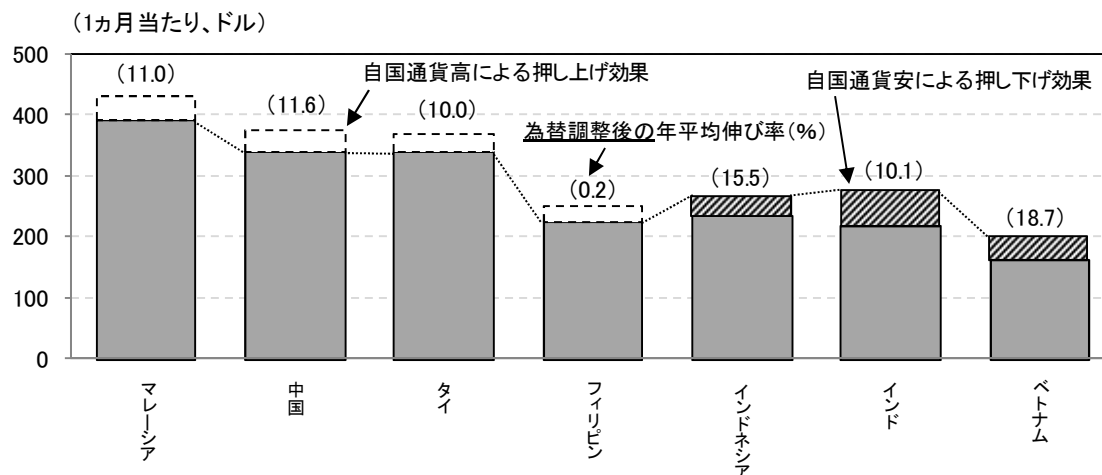
図表2はアジア新興国に進出する日系製造業が現地でワーカー（一般工職）を一人雇うのに支払う基本給（1ヵ月当たり、ドル建て）について2009年から2013年の動きを国別に比較したものである。どの新興国においてもこの間ワーカーの基本給は上昇しているものの、マレーシアや中国など年平均二桁の伸びを記録している国がある一方で、フィリピンとインドの2カ国は3%前後と比較的緩やかな伸びとなっていることが分かる。



（資料）JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査」より三井住友信託銀行調査部作成

しかし、このように労働コストをドル建てでみると為替変動による影響が含まれてしまうため、この間アジア新興国で実際にどの程度労働コストが伸びてきているのかが見えにくくなっている可能性がある。そこで図表3では2009年時点のアジア新興国各国の対ドル為替レートを用いて、2013年のワーカーのドル建て基本給を計算し直すことで為替変動の影響を取り除き比較してみた。

図表3 ワーカーの基本給（製造業、2013年、為替調整後）



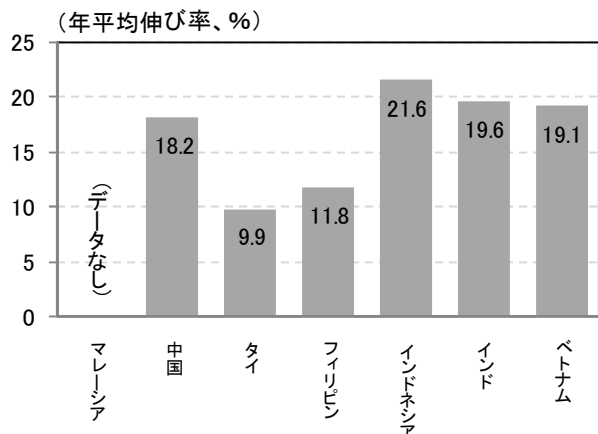
(資料)JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査」より三井住友信託銀行調査部作成

これをみるとマレーシアや中国、タイといった基本給の高い国では、リーマン・ショック以降に自国通貨高が進んだことから、ドル建て基本給が押し上げられてきたことが分かる。このため為替変動の影響を除けば年平均の伸び率はいずれも低下することとなる。その一方で、ベトナムやインド、インドネシアといった基本給の低い国では逆にリーマン・ショック後自国通貨が下落しているため、為替変動の影響を除いた2013年のドル建て基本給は押し上げられることになる。特にインドでは年平均伸び率が3.2%から10.1%と大きく上昇することとなり、自国通貨安によるドル建て基本給の押し下げ効果が大きかったことがうかがえる。

こうした中で特徴的なのがフィリピンである。フィリピンは為替変動の影響を除く前もドル建て基本給の伸び率は2.9%と低く、さらにリーマン・ショック後に対ドルで自国通貨高となってきたため、為替変動の影響を除くと基本給の年平均伸び率は0.2%まで低下することとなる。

ではなぜフィリピンの基本給の伸びだけがこのように低く抑えられてきたのだろうか。この点を明らかにするために、ワーカーの基本給に影響を与えると見られる法定最低賃金の伸びについて見たのが図表4である。

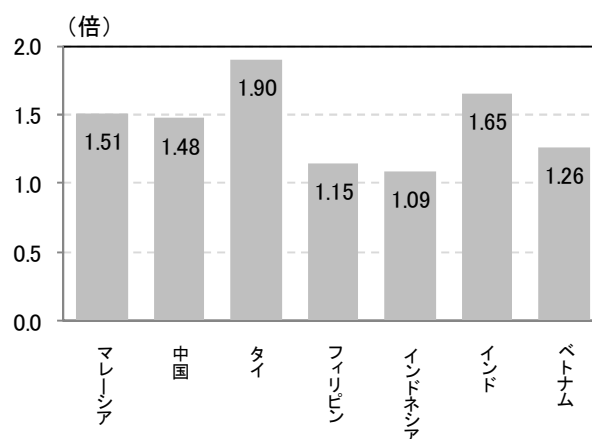
図表4 法定最低賃金（2009年→2013年、為替調整後）



(注) 1. 各国とも首都における法定最低賃金を使用。
2. マレーシアは2009年の数値がないため算出不可。

(資料)JETRO「アジア・オセアニア主要都市・地域の投資関連コスト比較」より三井住友信託銀行調査部作成

図表5 基本給・法定最低賃金比率（2013年、為替調整後）



(注) 各国とも首都における法定最低賃金を使用。

これをみると中国やインドネシア、インド、ベトナムといった新興国4カ国では為替調整後の基本給の伸びを上回る勢いで法定最低賃金が伸びてきたことが分かる。他方、タイとフィリピンの2カ国では法定最低賃金の伸びが相対的に低く、こうしたことが基本給の伸び率を抑えることに繋がっている可能性がある。

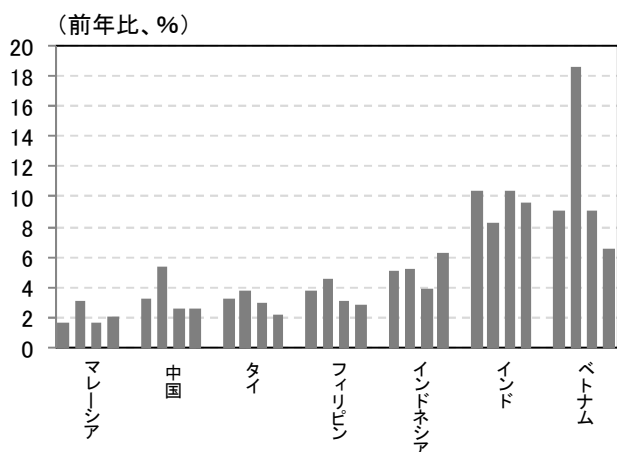
さらに図表5は各新興国における基本給が法定最低賃金の何倍になっているかを見たものである。タイは法定最低賃金の伸び率こそ低いものの、基本給・法定最低賃金比率は1.90倍と比較対象国の中で最も高く、法定最低賃金をはるかに上回る金額を支払わなければワーカーを雇うことが難しい環境下にあることが分かる。一方でフィリピンの同比率は1.15倍とインドネシアに次いで低くなっていることから、最低法定賃金に近い金額でワーカーを雇うことができるとみられ、先の法定最低賃金の伸び率の低さと合わせて、フィリピンのワーカー基本給の伸びが抑えられる要因になっていると見られる。

そしてこうしたフィリピンにおける最低法定賃金の伸び率の低さや、基本給・法定最低賃金の倍率の低さは以下のような理由によってもたらされていると考えられる。

第一にインフレ率が低位安定していることである。インドネシアやインド、ベトナムといった新興国ではリーマン・ショック後も5%を超える消費者物価指数の伸びを記録しているのに対し、フィリピンなどの国では伸びが3%前後と相対的に低水準で安定しており、ワーカーの法定最低賃金の伸びを抑える効果があると見られる(図表6)。

第二に豊富な若年労働力の存在がある。フィリピンにおける15歳以上65歳未満の生産年齢人口をみると足元の2010年代も前の10年と比べ25%超の高い伸び率を記録しており、こうした豊富な若年労働力の存在が法定最低賃金に近い金額でのワーカーを雇えることに繋がっていると考えられる(図表7)。さらに多くのアジア新興国で2050年頃までに生産年齢人口が減少に転じるのに対し、フィリピンでは2090年代まで増加が続くと予測されていることから、この先も豊富な若年労働者の供給力が賃金の上昇圧力を緩和させることも期待できる。

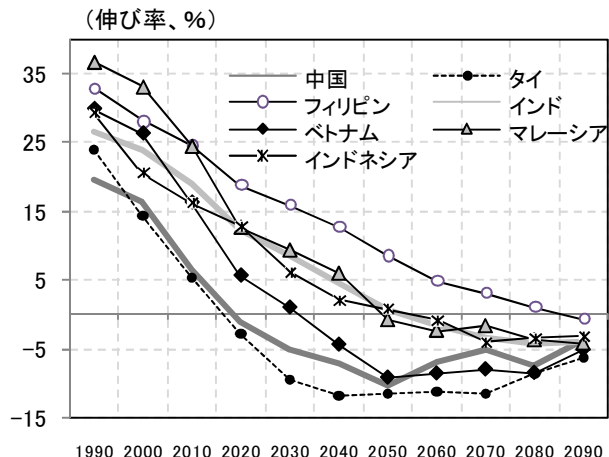
図表6 インフレ率(2009年→2013年)



(注) インドのみ年度。

(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表7 生産年齢人口の推移



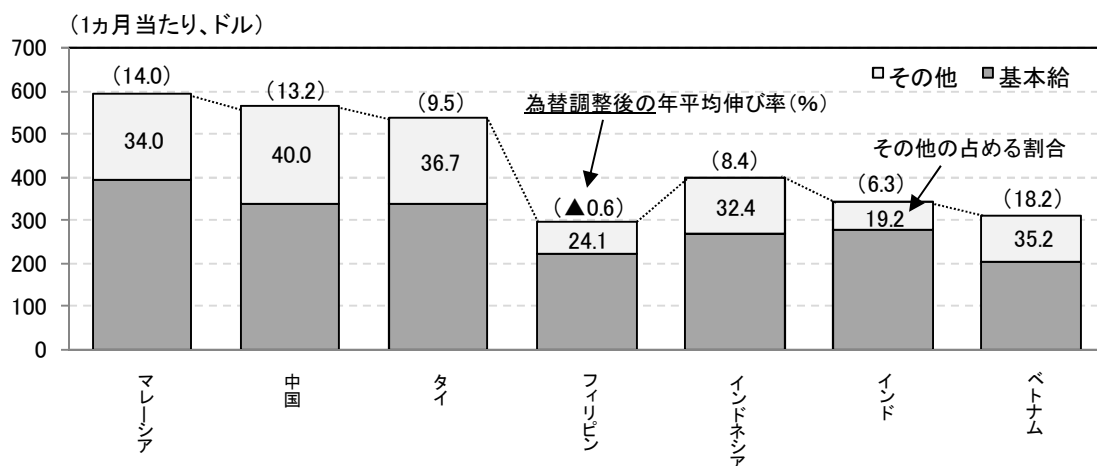
1990 2000 2010 2020 2030 2040 2050 2060 2070 2080 2090

(資料) 国連より三井住友信託銀行調査部作成 (年代)

(2) その他コストを含めた年間負担総額

ここまでワーカーのドル建て基本給に注目してきたが、アジア新興国に進出する日系製造業はこの基本給以外にもワーカーを一人雇用するために社会保障費などのコストを負担する必要がある。そこで図表8は基本給にその他のコストを加えた年間負担総額(為替調整後)を見たものである。これをみると中国やタイなどではその他の年間負担総額に占める割合が40%程度と高いのに対し、インドやフィリピンは20%前後と低く、国によって差が大きい。このため年間負担総額全体でみると、リーマン・ショック後のフィリピンの労働コストの年平均伸び率はマイナスとなり、アジア新興国に進出する日系製造業にとってコスト面でのフィリピンの魅力がより高まって見える。

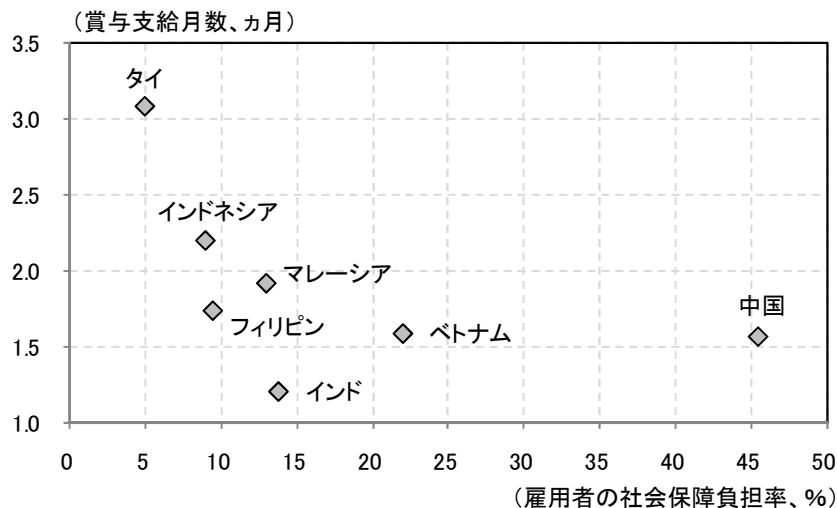
図表8 ワーカーの年間負担総額（製造業、2013年、為替調整後）



(資料)JETRO「在アジア・オセアニア日系企業活動実態調査」より三井住友信託銀行調査部作成

こうしたその他の労働コストの大きさの違いは以下のような点が反映されているとみられる。図表9はアジア新興国各国の2013年における雇用者の社会保障負担率と賞与支給月数を比較したものである。中国では雇用者の社会保障負担率が、タイでは賞与支給月数がそれぞれ高く、その他の労働コストが大きくなる要因に繋がっているとみられる一方、フィリピンやインドでは両者がともに低く、結果としてその他の労働コストも低く抑えられているとみられる。

図表9 雇用者の社会保障負担率と賞与支給月数（2013年）



(注) 各国とも首都における数値を使用。

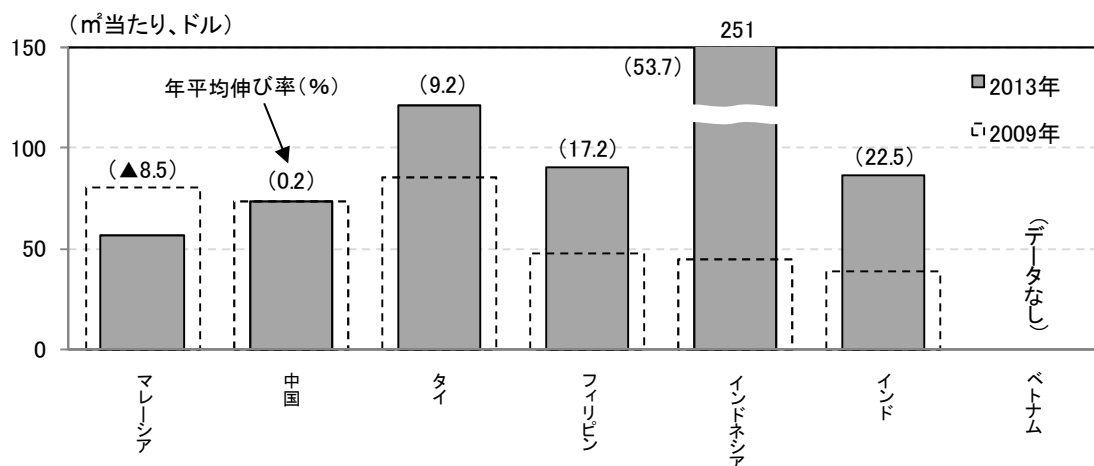
(資料)JETRO「アジア・オセアニア主要都市・地域の投資関連コスト比較」

3. 労働コスト以外のコスト負担

このように日系製造業は労働コストとして基本給に加え、基本給以外のその他のコストも負担する必要がある。しかしアジア新興国に進出する日系製造業が負担するコストはこれら労働コスト以外も存在する。

その代表例として挙げられるのが現地に工場を建設するにあたって必要となる工業団地取得費用や借料といった不動産コストがある。図表 10 はアジア新興国における工業団地(土地)の購入価格(為替調整後)を比較したものである。立地条件等の違いもあり一概には言えないものの、最も購入価格の高いインドネシアがリーマン・ショック後の 2009 年から 2013 年にかけて年平均伸び率が 50% 超と驚異的な伸びを示している他、労働コストでは優位性を示していたフィリピンも 10% 台後半の高い伸びを示している。

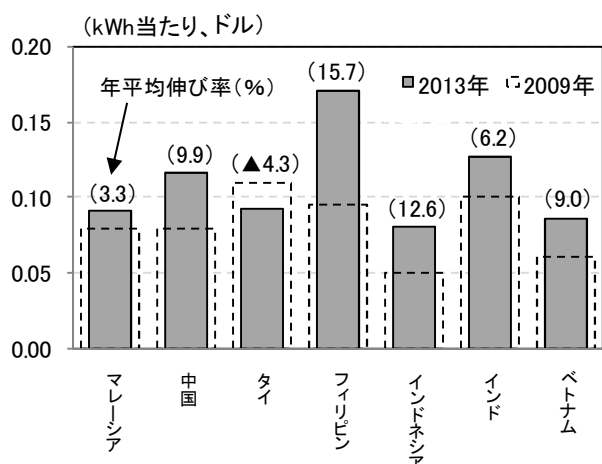
図表 10 工業団地(土地)購入価格(為替調整後)



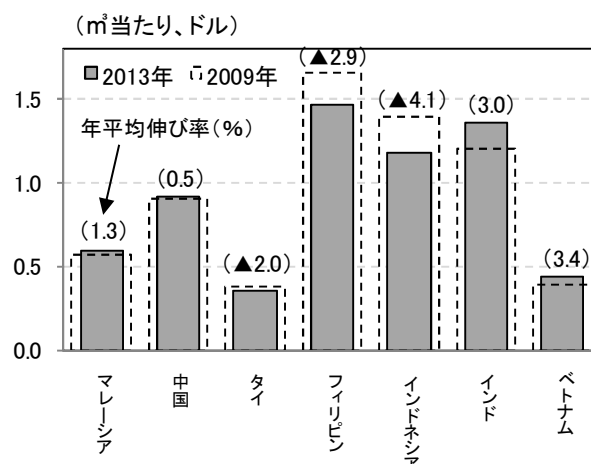
(資料)JETRO「アジア・オセアニア主要都市・地域の投資関連コスト比較」より三井住友信託銀行調査部作成

さらに電気料金や水道料金についても同様に比較したのが図表 11 と図表 12 である。不動産コストと同様に料金体系の違いなどもあり単純に比較はできないが、労働コストで優位性を示していたフィリピンが電気料金と水道料金の双方において比較対象新興国の中でもっともコスト高になっていることが見てとれる。

図表 11 業務用電気料金(為替調整後)



図表 12 業務用水道料金(為替調整後)



(注)月額基本料は含んでいない。

(資料)JETRO「アジア・オセアニア主要都市・地域の投資関連コスト比較」より三井住友信託銀行調査部作成

4. 業種やコスト構造によって変わるアジア新興国での優位性

以上見てきたように、アジア新興国に進出する日系製造業にとって依然として関心度の高い労働コストは、リーマン・ショック後の為替変動の影響や基本給以外のコストを考慮した上で比較すると、①インフレ率の低さ、②豊富な若年労働力の存在、③賞与支給月数の少なさ、④雇用者の社会保障負担率の低さ、といった点からフィリピンの優位性が見えてくる。

しかし、労働コスト以外の工業用地代や電気代・水道代を見れば、逆にフィリピンにおけるコスト負担が他のアジア新興国に比べ相対的に大きくなっていることが分かる。このため労働集約的な業種にとってはフィリピンのような労働コストの低い新興国が優位ではあるものの、広大な工業用地や電力・水を大量に消費する業種にとっては必ずしも優位とはいえない。こうしたことから、アジア新興国に進出するすべての日系製造業にとってコスト面から見て絶対的な優位性を持ち合わせた国はなく、業種やコスト構造によって優位性を持つ国も変わってくる。

足元では中国における労働コストの急上昇に伴い、チャイナ・プラス・ワンの動きは日系製造業のみならず欧米や韓国・台湾などの製造業にまで広がりを見せている。このためアジア新興国への進出競争はより厳しさを増すとみられ、コスト上昇圧力もこれまで以上に高まることが予想される。こうした中、アジア新興国に進出する日系製造業はコストに見合った高付加価値品の生産割合を高めていくなど、複雑化するコスト構造を総合的に判断した上での事業展開がより求められることになる。

(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。