

三井住友信託銀行

# 調査月報



## 時論

格差問題への処方箋としての成長追求…………… 1

## 経済の動き

2015年度までの内外経済見通し～日本経済の回復ペースは加速に転じる～…………… 3

雇用者増加が支える米国家計所得環境…………… 12

ECBの量的緩和は貸出増加に繋がるか…………… 18

## 時論

### 格差問題への処方箋としての成長追求

トマ・ピケティ仏パリ経済学校教授による『21世紀の資本』が世に出て以降、巷間、格差論議ブームである。同書は経済学書としては異例の売れ行きであり、経済雑誌では軒並みピケティ特集を組んでいる。膨大な税務データに基づき、超富裕層への富の集中に係るファクトファインディングを丹念に積み上げていく手法は経済調査の範と言えるものであり、それに費やした労力には敬意を表したい。

同時に、日本の実態はどうなのだろうかという強い興味・関心が湧く。日本には「資金循環勘定(日本銀行)」「家計調査/貯蓄・負債編/家計収支編(総務省)」など家計の所得・貯蓄・資産の状況を把握する上で良質のデータが揃っている。ピケティ教授の向こうを張るつもりなど毛頭ないが、「富の偏在(ここでは不動産は含まず、金融資産蓄積の格差とする)」という切り口から諸データ眺めると、次のようなことは言えそうだ。

それは、『21世紀の資本』の中核的主張点である「長期的に資本収益率( $r$ )が経済成長率( $g$ )を上回る」ことが正しいとし、これを「金融資産の運用から得られる収益率は、所得の伸びよりも高い」と解することが許されるならば、わが国では $r > g$ によるメリットを享受し得る階層がより限られてきたのではないかと、いうことである。このことは、国民総貧困化の表れと取れなくもないが、一部の階層への富の偏在が強まっていく素地ができつつあるとも見えるものであり、株価がアベノミクスへの期待先行の形で上昇し続け、 $r > g$ の局面だった2012年末以降は、実際にそうになっていたであろうということである。

ここでは、 $r > g$ のメリットを享受し得る階層とは、金融資産の一定割合を株式・投信等のリスク性資産に回せるリスク許容度のある階層であり、具体的には、豊富な金融資産を持つ富裕高齢層と、現時点の金融資産は乏しいものの長期運用というリスクが取れる若年～中堅層(20歳代半ば～30歳代)と考える。

まず、60歳以上世帯の金融資産残高を見ると、2000年では2636万円だったのが2010年では2353万円、直近では2200万円弱(推計)と減少し続けている。これを映じて、高齢者の貯蓄率も急速な低下を見ており、1995年には0.8%と辛うじてプラスを保っていたが、2005年には▲14.5%、2013年には▲17.8%となった。

さらに、25～39歳の階層では非正規雇用比率が上昇、男性で見ると2002年の9.0%から2012年には14.7%弱まで高まっている。20～30歳代世帯における貯蓄ゼロの比率も高まり、20歳代単身世帯では、2007年の30%から2014年には47.4%にも達している。

こうしたデータは平均値であって分布を示すものではないにせよ、富裕な高齢者も、相応の賃金収入と長期雇用が見通せるがゆえに長期運用に参画できる若年～中堅層もともに減少しつつあること、すなわち $r > g$ のメリットを享受し得るのが限られた階層に絞られてきたことを想起させるものである。

こうした事象を引き起こした主因は、90年代以降、日本経済の成長力が低下し、デフレに陥ったマクロ環境に求められよう。企業には追加的なリストラ圧力がかかり、いずれの年代でも賃金は減少し、非正規社員の比率が高まり、若年層の雇用機会は狭まり、家計の所得や金融資産は減少あるいは伸び悩むこととなった。このことは内需を一層低迷させ、低成長とデフレを長期化させるという悪循環に陥った。この

間、預金金利や株価が下がり続けたことも金融資産の増加を阻害する要因となった。

このように見ると、わが国における富の偏在、格差拡大に係る議論において、「景気低迷がその原因」「日本経済の底上げとデフレ脱却が格差是正のための有力な方策」との主張はあながち的外れとも牽強付会とも言えない。

ただしそれは、日本経済がデフレと低成長から脱する中で、物価上昇をカバーするに足る家計所得の上昇を伴い(かつその所得は米国のような極端な格差を伴わず)、より多くの勤労者が現役時代に十分な金融資産蓄積ができるようになり、若年～中堅層に良質な雇用機会がより多く提供されることが前提条件であり、あくまで $r > g$ のメリットを享受できる階層が広がるという意味においてである。

これだけでは、経済成長の追求を政策対応として割り当てれば、富の偏在は緩和されるとの論拠にはなりえず、昨今の国民の懸念事項である「格差の固定化」に対して処方箋を提供するものでもない。

ピケティ教授によると、世界の有力大学の資産運用パフォーマンスのデータを示しつつ、資産規模が大きくなればなるほど収益率も高まるという。わが国においては、成長率の高まりとデフレ脱却により、株価下落が続いた90年代以降よりも、本来の姿(?)である $r > g$ の状況が強まっていくとすれば、 $r > g$ のメリットを享受できる階層が広がったとしても、その階層の中での格差、メリットを享受できない階層との格差は広がり、富の偏在は加速するかもしれない。

今国会でも「格差」が経済政策を巡る与野党の論点となっているが、「アベノミクスは格差拡大を助長するかどうか」という単純な図式ではなく、経済成長が低迷しても高まっても富の偏在は異なった要因とルートで引き起こされるという見方に立った建設的な議論を期待したい。

金融機関に期待される役割としては、 $r > g$ のメリットを享受できる階層を小口～中口貯蓄者に広げるような商品開発、グローバルな視野からの運用対象の選別による $r$ の向上が挙げられよう。すなわち各機関が「貯蓄から投資へ」の取組に注力することは、企業の成長マネーの供給を通じた $g$ の引き上げとともに、富の偏在を緩和する役割を担うことでもある。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

# 2015年度までの内外経済見通し

## ～日本経済の回復ペースは加速に転じる～

### <要旨>

2014年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率+2.2%と三四半期ぶりのプラス成長となり、緩やかながら景気が回復に向かっていることが確認された。

2015年度は、賃金の増加や物価の下落に伴う、家計の購買力改善により個人消費が回復し、原油安や円安の追い風を受けて設備投資も増加すると考えられる。また、足元で好調な外需についても、原油の純輸入国になるアジア新興国の経済持ち直しによって、輸出の更なる増加が期待できる。

現在のように、先進国各国が大規模な量的金融緩和を行う環境下では、金融市場急変のリスクがあるものの、原油安の恩恵を受けた内外需の拡大によって、2014年10-12月期にみられた緩やかな景気回復の動きは、この先加速に転じるだろう。

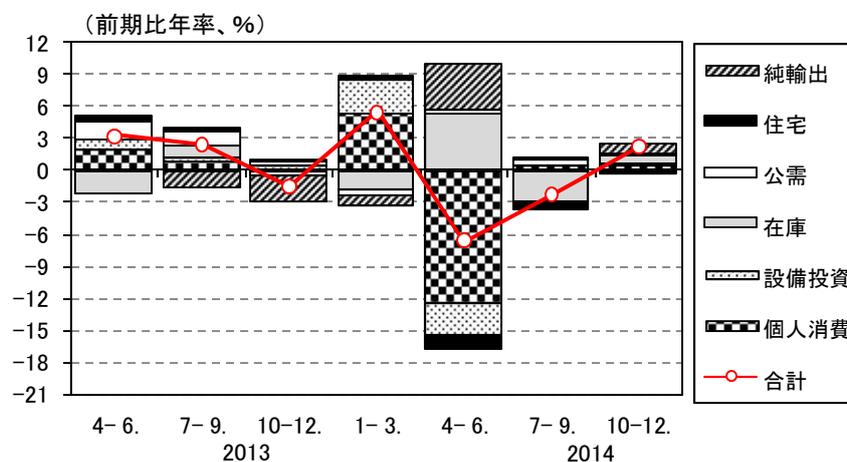
### 1. 2014年10-12月期実質GDP成長率

2014年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率+2.2%と三四半期ぶりのプラス成長となり、景気が回復に向かっていることが確認された(図表1)。もっとも、成長ペースは市場予想の同3.8%を下回るやや物足りない結果である上に、在庫の増加がプラス寄与しており内容も今一つである。

成長ペースが緩慢な理由の1つは、個人消費が前期比+0.3%、住宅投資が同▲1.2%と家計部門に消費税引き上げの影響が残っていることである。また、円安や原油安による企業収益回復に伴う押し上げが期待された設備投資が同+0.1%とほぼ横ばいにとどまった。

内需の回復ペースが緩慢な一方で、外需は輸出が同+2.7%と伸びを高めたため、外需寄与度は三四半期連続でプラスとなった。

図表1 実質GDP成長率

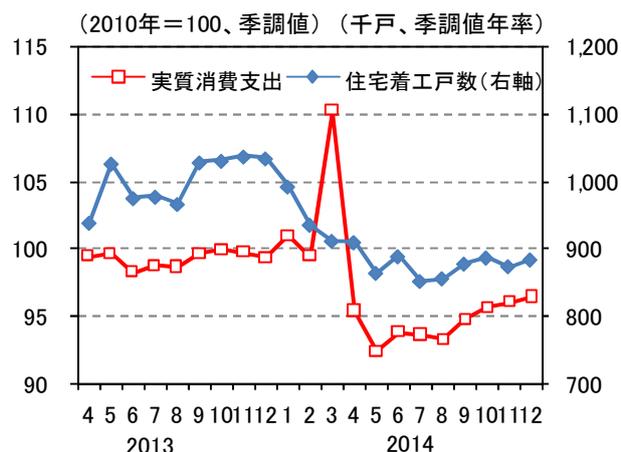


## 2. 主な GDP 項目の見通し

### (1) 家計部門

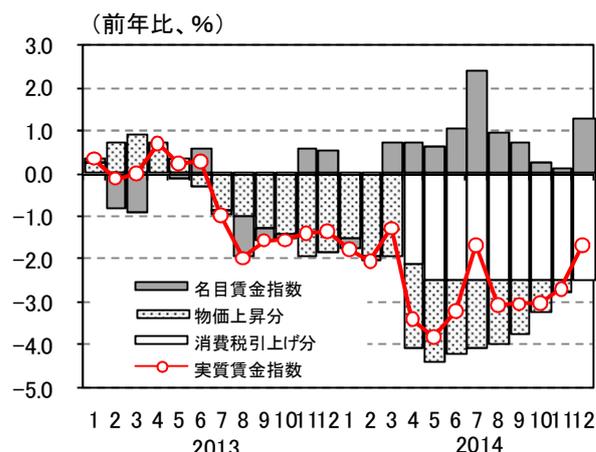
10-12月期の個人消費は前期比+0.3%にとどまったが、家計調査によると、実質消費支出は緩やかながら増加が続いている(図表2)。2014年後半以降の消費増加の要因としては、名目賃金の増加や、原油安を主因とした物価の下落による購買力の回復が考えられよう(図表3)。

図表2 実質消費支出と住宅着工戸数



(資料)総務省「家計調査」、国土交通省「建築着工統計」

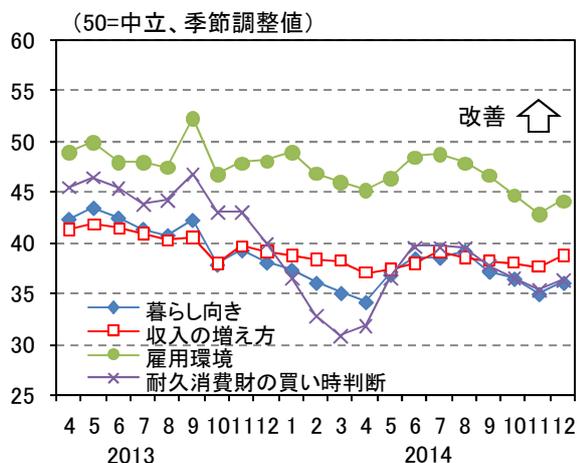
図表3 実質賃金内訳



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

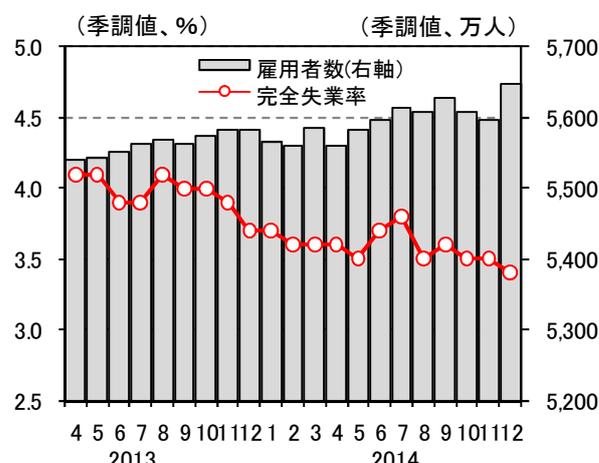
2014年夏場以降に実質賃金の減少幅が縮小する一方で、消費者マインドは悪化し続けていたが、12月は改善に転じた(図表4)。改善ペースに停滞感があつた雇用環境は12月の指標をみると踊り場を抜け出したと思われ(図表5)、この先雇用の改善とそれに伴う賃金の増加によって、消費者マインドの改善が進み、消費は回復に向かうと考えられる。

図表4 消費者態度指数の意識指標



(資料)内閣府「消費動向調査」

図表5 失業率と雇用者数

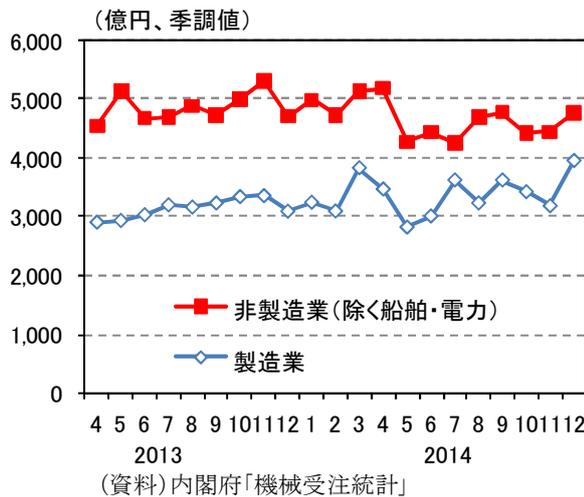


(資料)総務省「労働力調査」

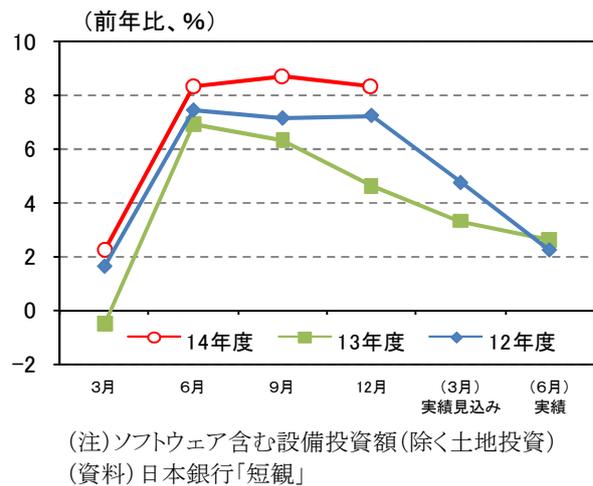
## (2) 企業部門

設備投資の先行指標である機械受注は、2014年10-12月期で均してみると、7-9月期と比較して横ばい圏内にとどまっている(図表6)。日銀短観の設備投資計画と比べて、これまでの設備投資額や機械受注は弱い結果となっており(図表7)、消費税率引き上げによる個人消費の落ち込みによって設備投資をためらった可能性が考えられる。

図表6 機械受注



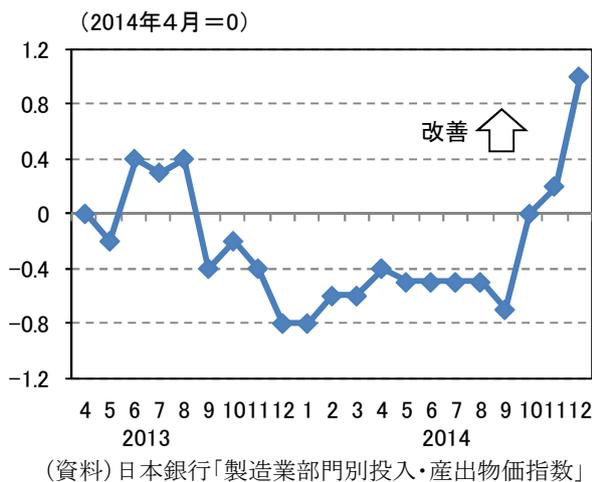
図表7 設備投資計画



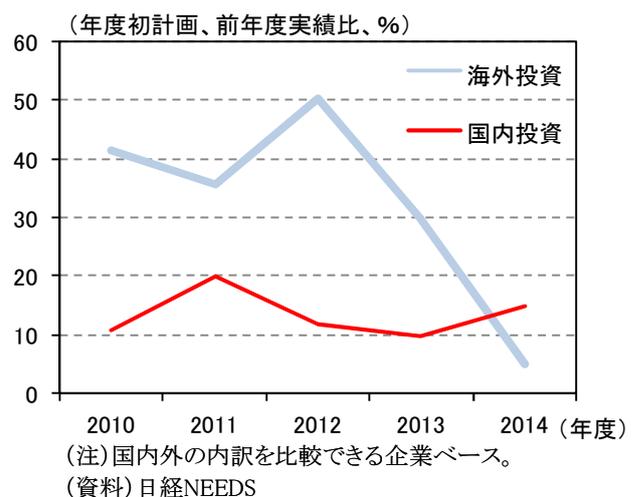
もともと、家計部門の回復に加えて、原油安や円安を受けて、この先設備投資は増加しよう。

2014年後半から急速に進んだ原油安は、原料等の価格低下を通じてマクロでみた企業収益を押し上げる(図表8)。また、2012年後半に為替が円安に動き始めて2年が経過したが、ここに来て生産拠点の国内回帰の動きが出始めていることも、設備投資にポジティブな材料である(図表9)。

図表8 製造業交易条件(産出物価-投入物価)の変化



図表9 設備投資計画

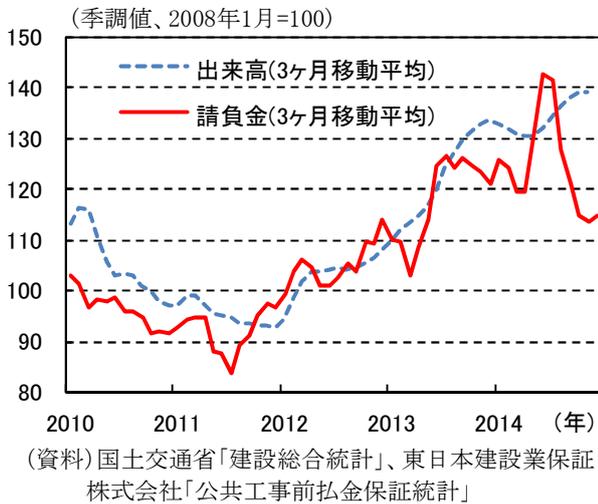


## (3) 政府部門

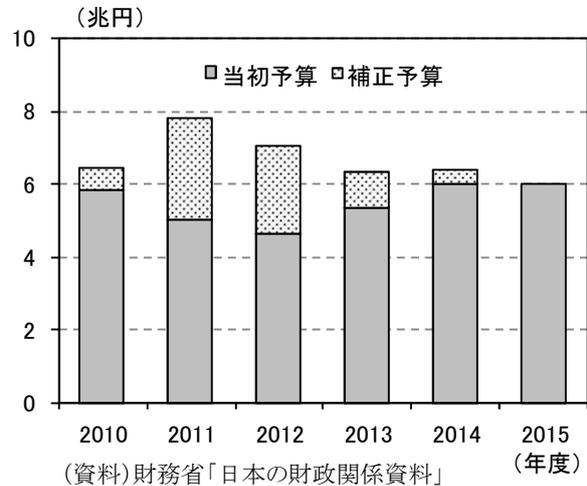
景気が減速した2014年4月以降に成長率を下支えした公共投資は、今後減少する見通しである。まず、公共投資の先行指標である工事請負金額は急減しており、目先減少に向かうと判断で

きる(図表 10)。また、2015年度の公共工事関係費をみると、当初予算額は前年と同額であるが、2014年末に成立し、2015年以降にGDPに貢献する補正予算額は減少しているため、公共投資によるこれまで景気を下支えしていた力は減衰しよう(図表 11)。

図表 10 公共工事請負金額と出来高



図表 11 公共事業関係費



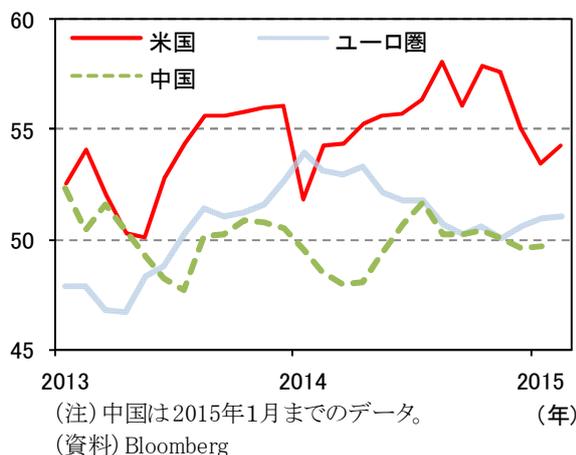
#### (4) 海外経済と外需環境

2014年の海外経済を振り返ってみると、ユーロ圏や中国が低調な中で、米国経済一人勝ちの状況であった(図表 12)。

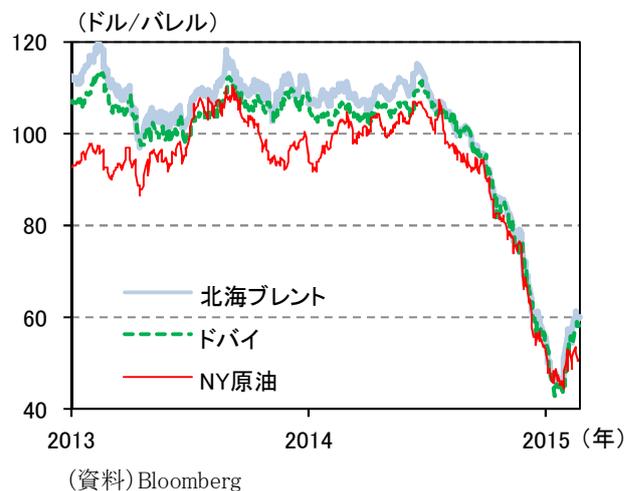
ただし、2014年後半から進んだ原油価格の急落が、この先ユーロ圏、アジア圏の原油純輸入国に対して、輸入物価の下落による家計の購買力増加を通して、経済成長を後押ししよう。一方、米国に対しては、家計の購買力増加の効果は期待できるものの、エネルギー関連の設備投資を抑える動きが、プラスの効果を一部相殺しよう。

原油価格は、2月に入り持ち直しの動きがみられる(図表 13)。この先の原油価格は、米国のリグ(掘削設備)稼働数の減少等による供給量の低下と、価格下落や世界経済の持ち直しによる需要の増加によって、上昇基調で推移すると考えられる。もっとも、原油輸出国機構(OPEC)が減産を見送る姿勢を取り続ける限り上値は抑えられ、下落前の水準までは戻りにくいだろう。

図表 12 製造業購買担当者景気指数



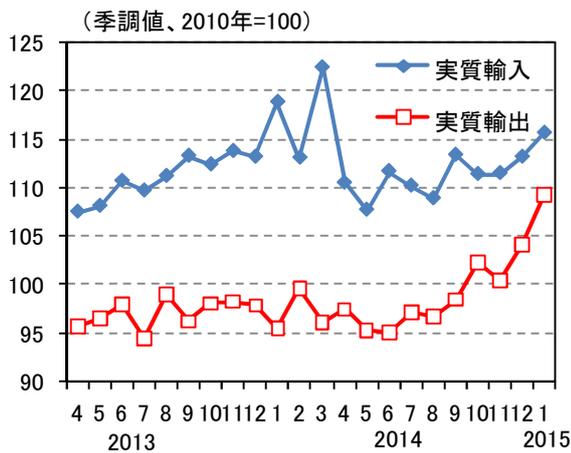
図表 13 原油価格



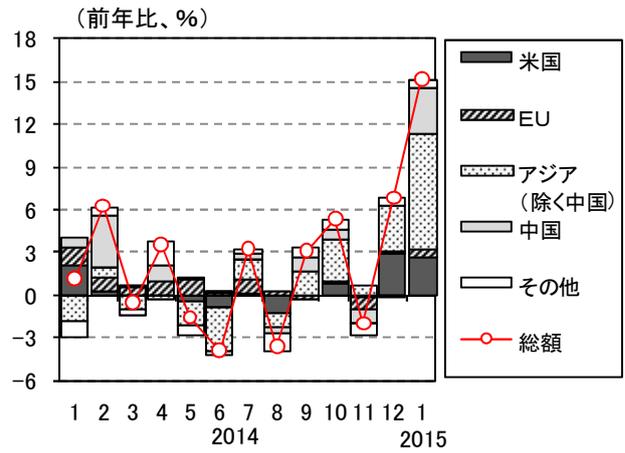
日本の実質輸出は、2014年夏頃まで横ばいで推移していたが、2014年後半から大きく増加し始めた(図表14)。一方実質輸入は、駆け込み需要の影響で急増した前年と比べると低い水準であるものの、内需の持ち直しを背景に緩やかに増加している。

足元の実質輸出の地域別寄与度をみると、景気が堅調な米国向けもさることながら、アジア向けのプラス寄与度が最も大きい(図表15)。

図表14 実質輸出入

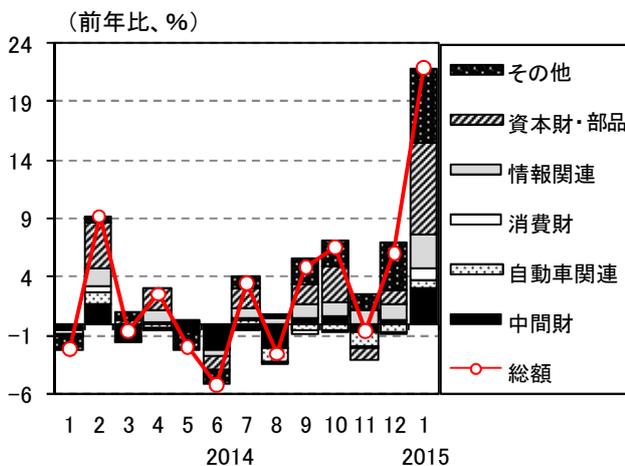


図表15 実質輸出の地域別寄与度



アジア向け実質輸出を財別にみると、資本財・部品や情報関連のプラス寄与が大きい(図表16)。米国経済回復による間接的な輸出誘発効果や、新型スマートフォン発売による影響が考えられる。新型スマートフォン発売の影響は一時的なものになるが、アジア新興国は、主に原油の純輸入国になるため、原油安がアジア新興国の経済成長に繋がり、日本からの輸出増が継続することが期待できる(図表17)。

図表16 アジア向け実質輸出の財別寄与度



図表17 アジア新興国の石油輸出入金額

	(億ドル)		
	輸出	輸入	収支
中国	321	2,977	-2,656
インド	691	1,574	-883
シンガポール	822	1,173	-351
タイ	140	433	-293
インドネシア	148	434	-286
フィリピン	19	119	-100
ベトナム	129	145	-16
マレーシア	303	297	6

(注) 石油製品を含む。

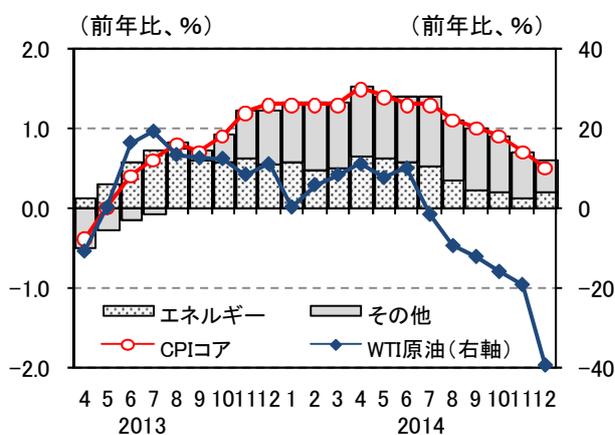
(資料) UNCTAD

### 3. 消費者物価の見通し

足元で、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、CPIコア)の上昇率は縮小傾向で推移している(図表18)。2014年末から円安と原油価格の下落が進んだが、物価に与える影響は変動幅がより大きかった原油価格の下落が勝り、CPIコアは2015年度前半に伸び率がゼロ近傍まで低下するだろう。

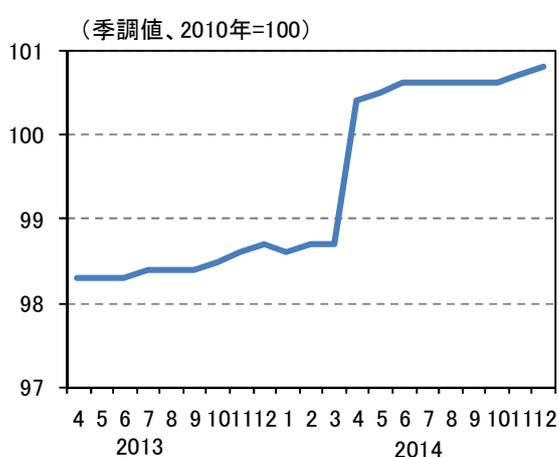
ただし、為替や原油価格の影響を受けにくい「食料及びエネルギーを除く総合」の季節調整済指数の水準をみると、需給ギャップの改善を背景に横ばいないしは緩やかな上昇基調で推移している(図表19)。そのため、原油安による影響が一巡する2015年度後半からは、CPIコアは上昇に転じると考えられる。

図表18 消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)と原油価格



(注)消費税率引上げの影響除く。  
(資料)総務省「消費者物価指数」

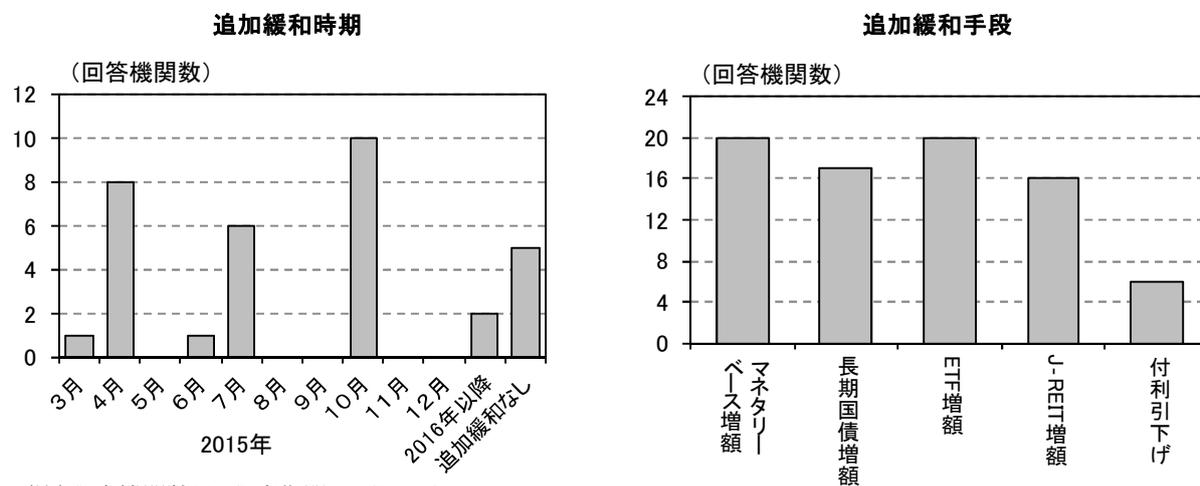
図表19 消費者物価指数(食料及びエネルギーを除く総合)



(資料)総務省「消費者物価指数」

もともと、「物価目標達成が遠のいても日銀は動かない」と市場が受け止めれば、予想インフレ率の低下のみならず、大幅な株安・円高を招きかねないため、CPIコアの上昇率がゼロ近傍まで低下するとみられる2015年度前半から中盤に、日銀は追加緩和の決定を迫られよう(図表20)。追加緩和の手段としては、通貨供給量(マネタリーベース)の増額に加えて、購入国債の年限長期化やリスク資産の増額等が考えられる。

図表20 追加緩和に関するエコノミスト予想



(注)調査機関数33。調査期間は1/9~1/14。  
(資料)Bloomberg

(注)複数回答可。

## 4. 金融市場の見通し

### (1) 長期金利

日本の10年債利回りは、原油価格の急落やギリシャの政局不安を背景にしたリスクオフ姿勢の高まりから1月20日に0.195%まで低下した後、足元では0.4%程度まで上昇している(図表21)。

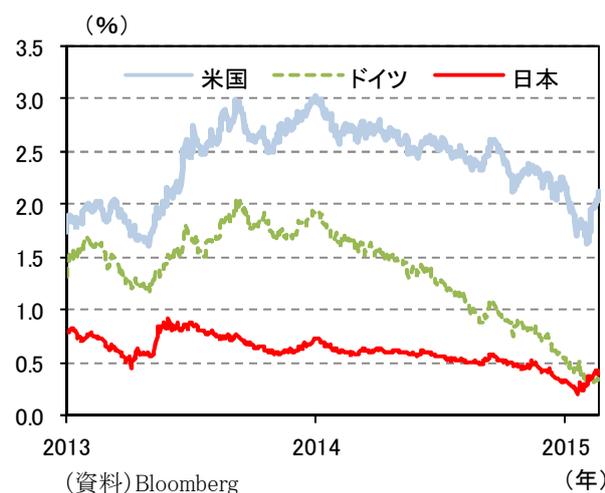
海外の長期金利をみると、1月23日の欧州中央銀行(ECB)の量的緩和(QE)決定によって、ドイツの10年国債は日本の10年国債を下回る水準まで低下したが、グローバルに高格付国債の需給が逼迫することにより、中長期的には日本や米国の長期金利に対しても低下圧力がかかろう。

### (2) 為替レート

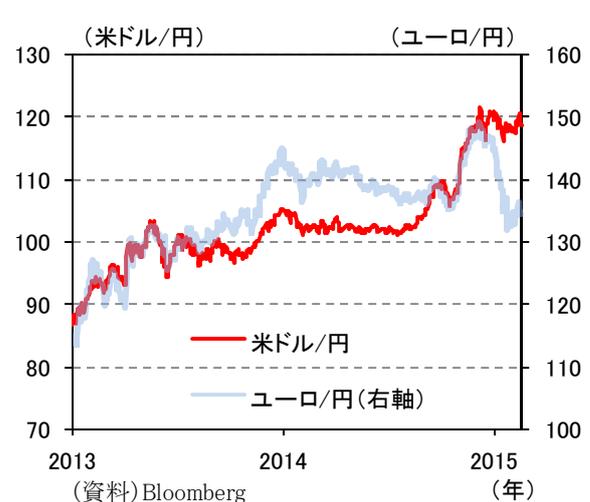
ドル/円レートは、2014年12月に120円まで円安に進んだが、このところ118円～120円程度で推移している(図表22)。足元の水準は、米連邦準備理事会(FRB)の利上げや日銀の追加緩和期待を一部織り込んでいると考えられ、FRBの利上げが2015年後半に後ずれした場合や、日銀の追加緩和が実施されない場合は、一時的に円高方向に動くことも想定される。もっとも、やや長い目でみると、米国は利上げに向かう一方で、日本は物価上昇率の鈍化による金融緩和長期化と、日米で金融政策の方向性の違いは明確であり、ドル/円レートは円安基調で推移するだろう。

ユーロ/円レートは、ECBのQE決定以降大きくユーロ安に転じた(図表22)。日欧の金融政策は緩和方向で一致しているため、日銀の追加緩和が行われるまでは、横ばい圏内で推移すると考えられよう。

図表21 日米独10年国債利回り



図表22 米ドル/円、ユーロ/円レート



### (3) 金融市場の急変リスク

本稿の為替の見通しは、CPIコアの下落に伴う日銀の追加緩和を前提に置いているが、先にも述べたように、日銀が追加緩和に動かない場合には、大幅に円高が進むリスクがある。逆に、2014年10月末の決定のように、追加緩和の規模が市場の予想を大きく上回ると、急速に円安が進み、

株価上昇等のプラスの影響のみならず、中小企業や家計の負担増といったマイナスの影響が意識されることになる。

また、2014年後半からの原油価格の下落は内外需の拡大に寄与すると予想されるが、OPECの生産方針変更等で、この先価格が急騰し景気が下押しされるリスクも考えられよう。

一般的な経済見通しは、為替・原油価格共に緩やかな推移で置いていることが多いが、現在のようなグローバルに大規模な量的金融緩和が行われる環境下では、市場が予想しないような主要国の政策変更等によって相場が上下に急変するリスクは想定すべきだろう。

## 5. まとめ～2015年度の見通し

2015年度の日本経済は、賃金の増加や物価の下落により個人消費が回復し、円安や原油安の追い風を受けて設備投資も増加すると考えられる。また、足元で好調な外需についても、原油の純輸入国になるアジア新興国の経済持ち直しによって、輸出の更なる増加が期待できる。

現在のように、先進国各国が大規模な量的金融緩和を行う環境下では、金融市場急変のリスクがあるものの、原油安の恩恵を受けた内外需の拡大によって、2014年10-12月期にみられた緩やかな日本経済回復の動きは、この先加速に転じるだろう。

(経済調査チーム 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：2015年2月24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	526.5	-0.8	535.9	1.8	-1.3	0.6	1.1	0.7
民間最終消費	307.6	-3.0	312.8	1.7	-3.9	0.7	1.0	0.7
民間住宅投資	13.1	-12.1	13.1	-0.5	-12.4	-4.4	1.2	0.9
民間設備投資	71.5	0.0	73.2	2.3	-2.2	0.5	1.5	1.0
民間在庫品増加(実額)	-1.2	寄与度 0.5	-2.5	寄与度 -0.3	2.1	-1.9	2.0	2.5
政府最終消費	102.5	0.3	102.9	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2
公的固定資本形成	22.9	2.4	22.3	-2.5	0.1	0.5	0.5	0.3
財貨・サービス輸出	91.6	7.6	97.4	6.4	0.7	1.2	-2.4	-0.8
財貨・サービス輸入	80.1	3.0	83.1	3.7	3.0	2.0	-1.7	-3.1
内需寄与度	-1.4	民需 -1.6	1.4	民需 1.5	6.4	8.8	7.7	5.2
外需寄与度	0.7	公需 0.2	0.4	公需 -0.1	-1.9	2.4	1.9	1.1
<名目>								
国内総支出	490.7	1.6	503.9	2.7	0.3	1.5	1.3	1.0
GDPデフレーター	93.2	2.3	94.0	0.9	1.2	1.9	2.9	2.5
企業物価 *(10年=100)	105.6	3.1	105.8	0.3	2.0	2.6	1.1	0.7
輸出物価 *(10年=100)	111.9	3.4	118.5	5.9	4.2	2.1	-1.0	1.5
輸入物価 *(10年=100)	127.4	1.9	127.9	0.4	1.7	5.1	6.9	5.0
消費者物価 *(10年=100)	103.2	2.9	103.6	0.3	3.2	0.6	0.0	0.7
鉱工業生産 *(10年=100)	98.8	-0.1	102.4	3.6	3.3	2.4	0.1	0.6
失業率 (%)	3.5	-0.4	3.4	-0.2	0.8	3.5	3.4	3.3
雇用者数 *(万人)	5,602	0.7	5,621	0.3	0.8	0.6	0.4	0.3
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	1.3	-	1.1	-	1.3	1.3	1.1	1.1
新設住宅着工戸数 (万戸)	89.4	-9.4	92.4	3.3	87.1	89.0	91.1	93.1
貿易収支 (10億円)	-6,535	-	-633	-	-4,397	-2,137	-161	-471
輸出 *(10億円)	75,824	8.7	83,759	10.5	5.5	11.7	11.4	9.7
輸入 *(10億円)	82,358	2.0	84,392	2.5	6.7	-2.2	-0.3	5.2
第一次所得収支 (10億円)	18,481	-	18,311	-	9,149	9,332	9,565	8,746
経常収支 (10億円)	7,601	-	15,089	-	2,024	5,577	7,884	7,205
マネーサプライ *(M2,兆円)	882.1	3.3	912.5	3.5	3.1	3.4	3.4	3.5
ドル/円レート (円、期中平均)	110.0	-	125.4	-	103.0	117.0	122.7	128.0
輸入原油価格 (ドル/バレル)	89.9	-	68.3	-	109.0	70.7	65.5	71.1
米国実質GDP(10億ドル)	16,090	2.4	16,623	3.3	0.9	4.3	3.1	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	0.45	0.37	0.42	0.41	0.39	0.40
ドル/円レート	102.1	103.9	114.6	119.5	120.7	124.7	127.7	128.3

→予測



# 雇用者増加が支える米国家計所得環境

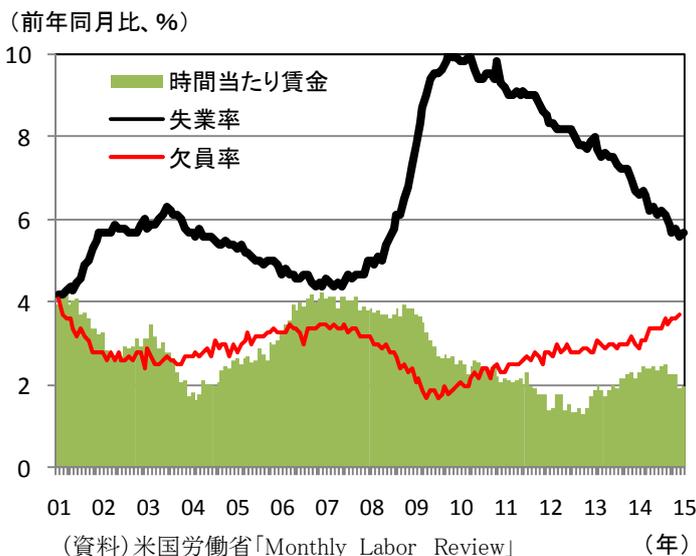
## <要旨>

米国の景気は堅調なペースで回復し雇用情勢も改善が続いているが、時間当たり賃金は伸び悩んでいる。業種別に見ても広い範囲で伸び率が鈍化しており、一部業種では景気悪化時に賃金伸び率を引き下げなかったために、逆に景気回復期に賃金が伸びない「ペントアップ賃金デフレ」の影響が指摘できる。尤も、賃金が伸び悩んでも労働時間や雇用者数が速いペースで増えているため家計所得環境は良好で、さらに原油価格下落の恩恵や、やや長い目で見れば労働分配率上昇による所得増加の余地もある。米国の個人消費はこの先の景気全体を支えるとともに、需給バランス改善を通じてある程度物価を押し上げる可能性が高いと見る。

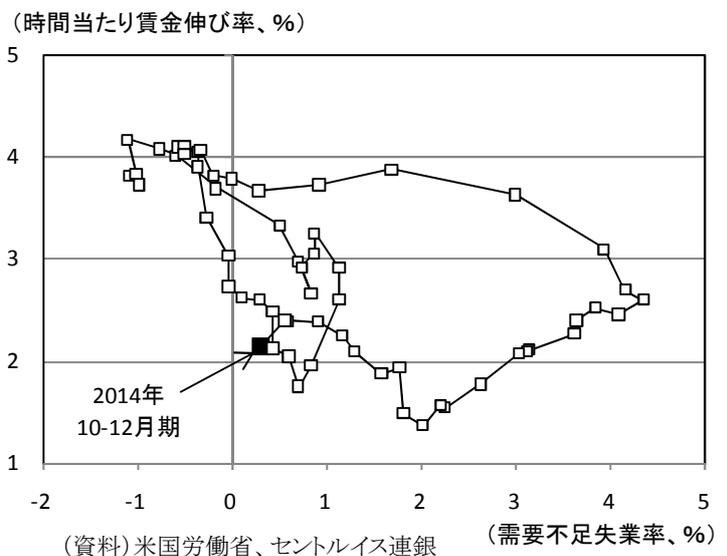
## 1. 景気回復下で伸び悩む米国賃金

リーマン・ショック直後に一時10%を超えた米国の失業率は、景気回復が続く間に順調に低下し、2015年1月には5.7%と6%を下回った。また、雇用者数に占める欠員の割合を示す欠員率も2000年代前半のピークを過ぎてなお上昇するなど、これらの数値から見る限り労働需給は方向性・水準ともに改善している。その一方で時間当たり賃金の伸びは、2012年頃に一度底を打ったものの2014年に入ってから再び鈍化し始め、直近では前年比+2%前後と過去と比べても低く伸び悩みの状態が続いている(図表1)。また、失業全体のうち、労使側の条件不一致による失業や退職後次の職に就くまでに生じる失業を差し引いた部分、言い換えれば労働需要の不足に起因する「需要不足失業率」と時間当たり賃金伸び率との関係を見ても同じで、需要不足失業率がほぼ解消しているにもかかわらず時間当たり賃金伸び率は低く、2000年以降の両者の関係から見た賃金伸び率はほぼ下限にある(図表2)。

図表1 失業率・欠員率・時間当たり賃金伸び率の推移



図表2 需要不足失業率と時間当たり賃金伸び率の関係



米国の賃金は、GDP の7割を占める個人消費動向に留まらず、物価や米国金融政策にとっても非常に重要なポイントになる。この先も米国景気の回復が続き、労働需給が更にタイト化していけば、過去に比べると低くとも徐々に高まっていくというのが通常の見方であるが、それを妨げるような変化が生じ、この先も米国賃金伸び率が高まらないというようなことが有り得るだろうか。

## 2. 賃金伸び悩みの背景

日本における賃金伸び悩みの要因としては、パートタイム労働者の割合上昇や、相対的に賃金が低い部門での雇用者増加による平均賃金の押し下げが大きいですが、米国ではどうか。

パートタイム労働者比率については、図表1に示したデータを集計する事業所調査に明確なデータがないために別の家計調査からの流用となるが、就業者に占めるパートタイム労働者(普段の労働時間が週 35 時間未満)の比率を見ると、リーマン・ショックを境に水準は切りあがっているものの、ここ数年は緩やかに低下している(図表3)。従って、パートタイム労働者割合の上昇が賃金の前年比伸びを抑える主な要因の一つになっている可能性は低いと見られる。

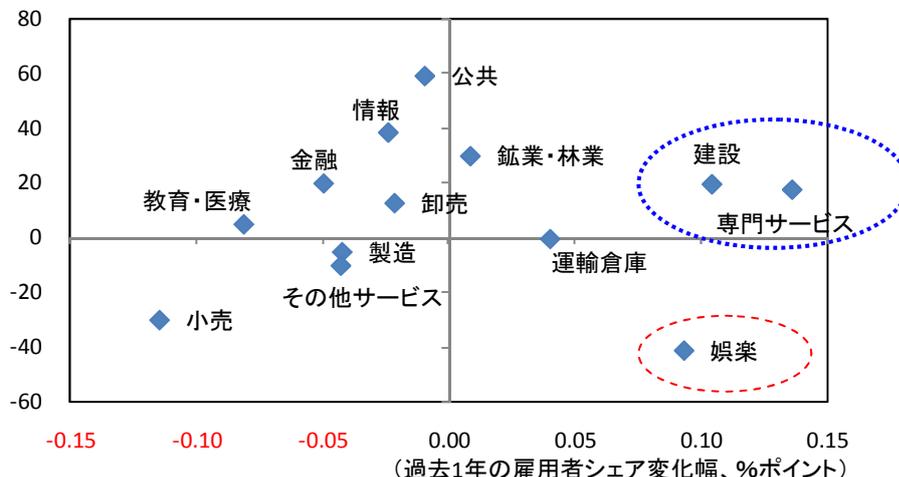
図表3 パートタイム労働者(労働時間 35 時間未満)比率



そして業種別の雇用者シェアが平均賃金を押し下げる効果に関して、各業種の「時間当たり賃金の全体平均との乖離率(過去 1 年平均)」と、過去 1 年の雇用者シェア変化率の関係を見たのが図表4である。この中で娯楽業は、時間当たり賃金が全産業平均よりも 4 割以上低く、かつ雇用

図表4 業種別の賃金水準と雇用者シェアの変化

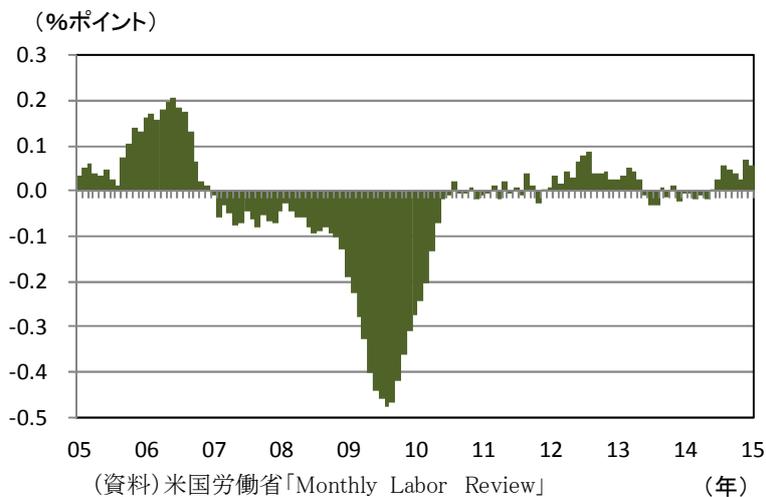
(時間当たり賃金の全産業平均比、%)



者シェアが前年と比べて上昇しており、これ単独では平均賃金を押し下げる要因となっている。但し専門サービスや建設のように、賃金が全産業平均よりも高く雇用者シェアが上昇し、平均賃金を押し上げる要因になっている業種もあり、業種別のプラスマイナスが入り混じっている。

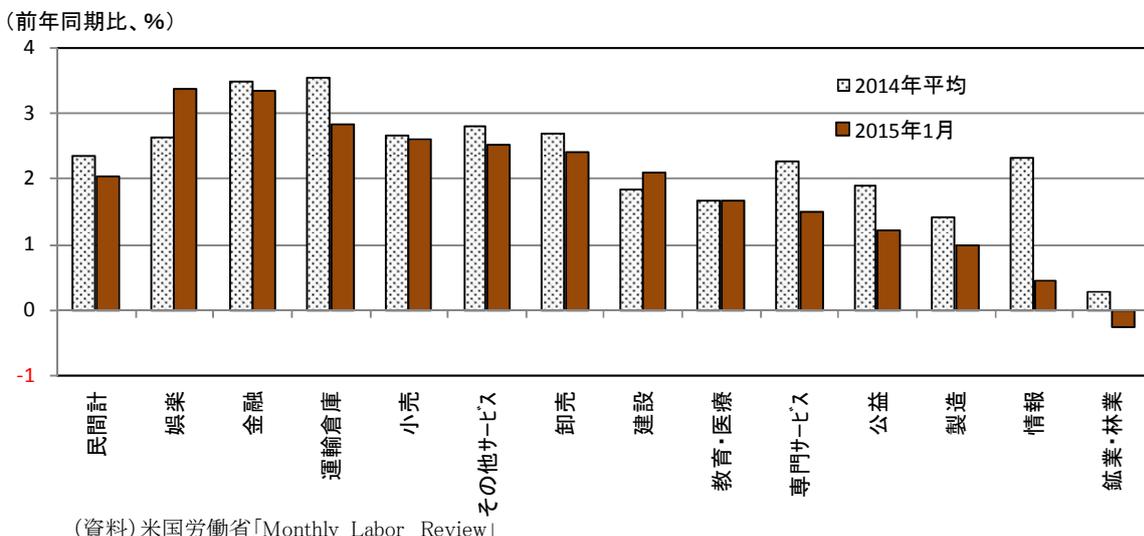
そこで各業種の時間当たり賃金を、直近の雇用者シェアで加重平均した全産業平均の時間当たり賃金と、1年前の雇用者シェアで加重平均したものを比べ、その相違を「業種別雇用者シェア変化が平均賃金に与えた影響」として推移を見たのが図表5である。リーマン・ショック後に、時間当たり賃金が高い建設業や専門サービスの雇用者シェアが低下したことで0.5%ポイント程度の下押し要因となったが、足許では殆ど平均賃金を動かす要因になっていない。現時点では、米国雇用のシェア変化が賃金伸び率を抑えているわけではないことが窺える。

図表5 業種別雇用者シェア変化による平均賃金への影響



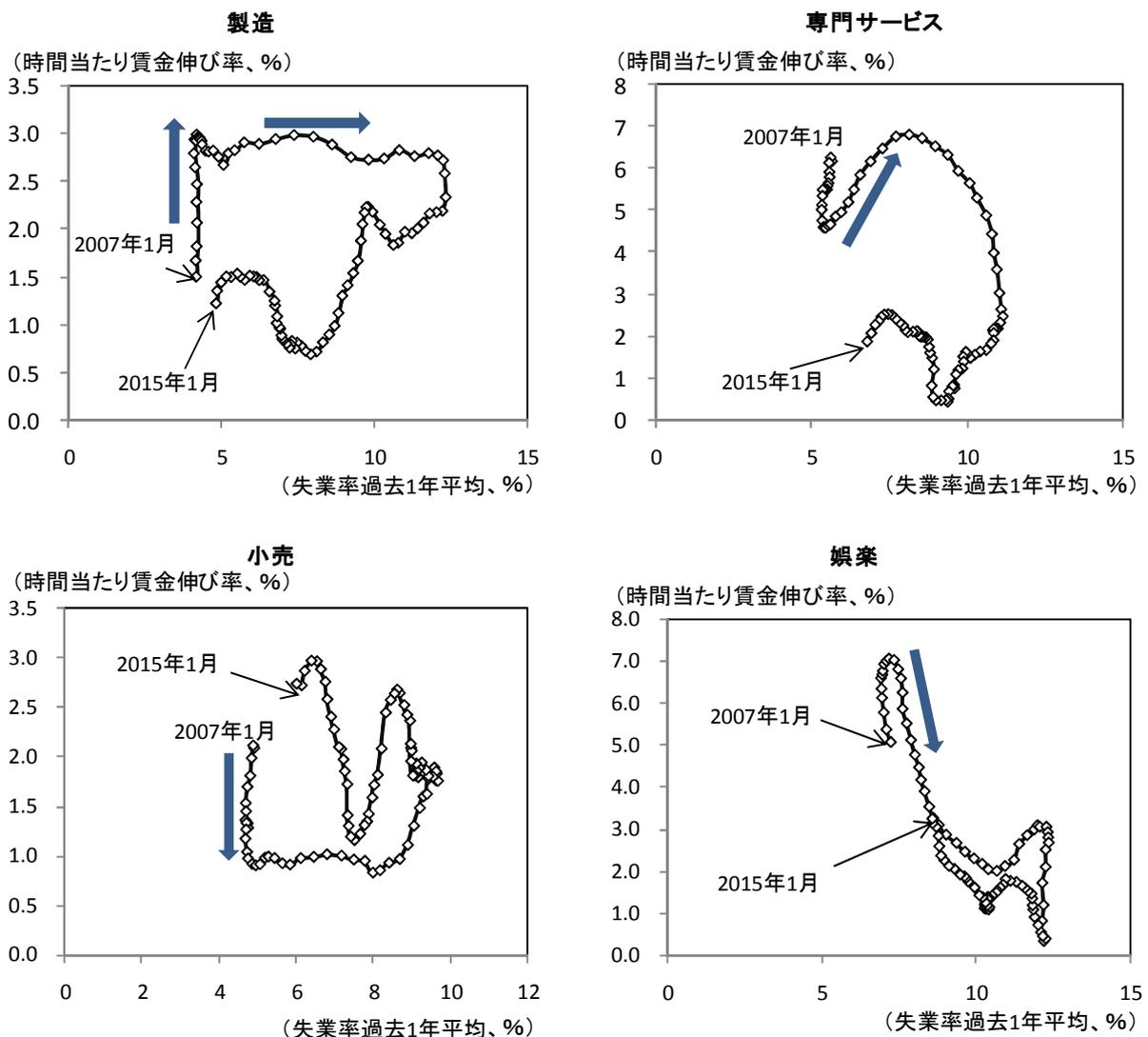
以上より、労働市場の構成変化よりも、労働市場における需給関係など他の要因で平均賃金が伸び悩んでいることが示唆される。そこで直近の業種別一人あたり賃金伸び率を2014年平均と比較すると、建設業の他、娯楽業では伸びが高まっているものの、製造、専門サービス、情報、教育医療など幅広い業種で伸び率が鈍化している(図表6)。

図表6 業種別の時間当たり賃金伸び率変化



米国の景気が悪化し始めた2007年以降の時間当たり賃金と失業率の関係を業種別に見ると、製造・専門サービスでは、景気が悪化し始めて失業率が上昇していく時期に賃金伸び率が下がらない、あるいは一旦下がっても再び上昇するという動きを見せている(図表7)。これに対して、小売業と娯楽業では失業率上昇とともにすぐに賃金伸び率が下がる、あるいは低い伸び率で抑えられている。そして、製造業・専門サービス業では足許で失業率が低下しても賃金が伸び悩み、小売・娯楽では順調に伸び率が高まっている。こういった動きを踏まえると、製造・専門サービスでは労働需給悪化期に賃下げしなかったために、需給回復期の賃金回復が遅れているという「ペントアップ賃金デフレーション」の可能性が指摘できよう。この見方が正しいとすると、一部ではまだしばらく賃金の伸び悩みが続くことで、雇用者全体の平均時給の伸びが抑えられるとともに、前回の景気後退期に賃金伸び率が下がらなかった部門(製造・専門サービス)と、下がった部門(小売・娯楽)の間で、時間当たり賃金伸び率の格差が拡大する可能性がある。

図表7 業種別の失業率と時間当たり賃金の推移(2007年～)

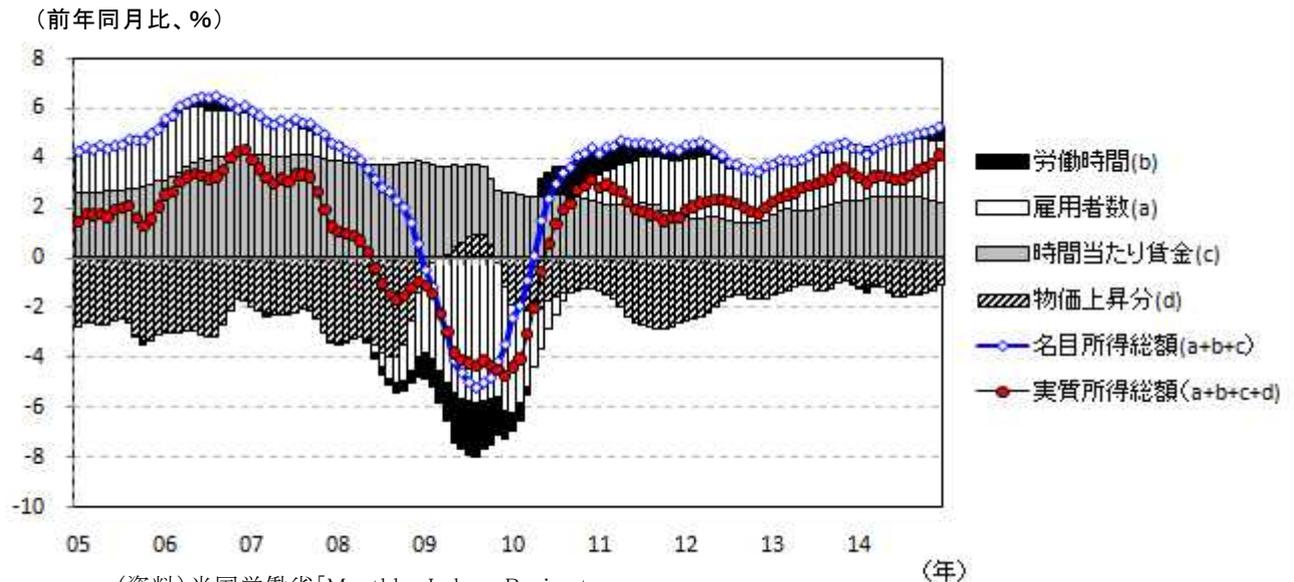


(資料)米国労働省「Monthly Labor Review」

### 3. 賃金伸び悩みでも顕著に改善する家計所得環境

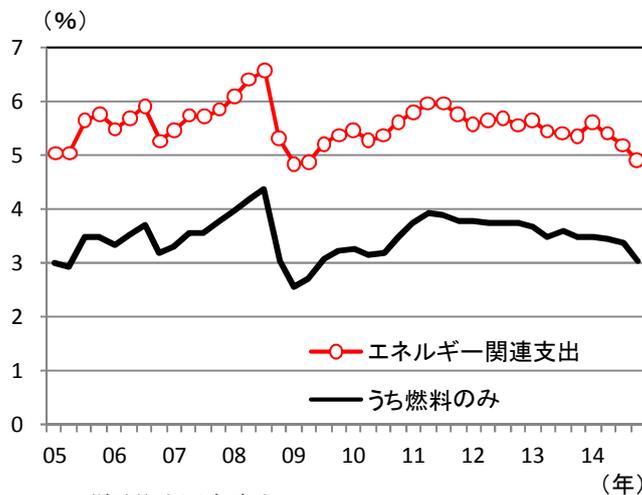
但し、賃金全体が伸び悩む中でも、労働時間および雇用者数の伸び率が拡大することで、家計所得全体の回復ペースが高まっている。特に雇用者数伸び率の寄与が大きく、名目所得全体の伸び率は、2006年前後の過去数年におけるピークに近いところまで高まっている。名目ベースで見た家計所得環境は、かなり順調に改善していると言える(図表8)。

図表8 雇用者報酬総額伸び率の内訳



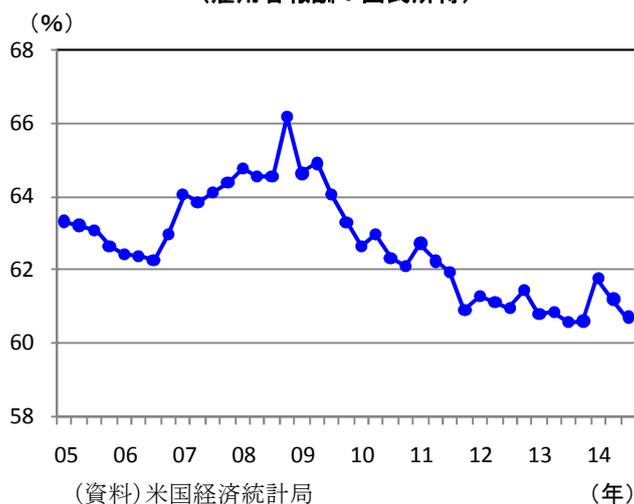
名目所得総額の増加に加えて、最近の原油価格下落によって米国内のガソリン価格は昨年前半の1ガロン=3ドル台後半から足許2ドル前後まで低下していることも、米国の消費環境を下支える。米国家計の支出に占めるエネルギー関連の割合はガソリン含む燃料だけで3%あるため、単純計算で米国家計にとって1%程度の負担軽減(実質所得増加)になる(図表9)。こうした効果は、図表8に示した、足許における実質所得伸び率の急激な拡大にも既に表れている。

図表9 米国家計支出に占めるエネルギー関連支出



かかるエネルギー負担軽減に伴う追加的な消費押し上げは早晩剥落する性質のものだが、企業収益のうち雇用者に分配される割合が上昇すれば、長い目で見て家計所得を押し上げる要因となる。この観点から労働分配率の推移を見ると、足許では2000年代後半以降で最も低い水準で推移している(図表10)。これは、現時点では企業の人件費増加に対する姿勢が慎重であることを示唆する一方、この先労働需給が徐々に逼迫して企業が人件費増加を受け入れるようになれば、労働分配率が上昇して経済全体の拡大以上のペースで家計所得が伸びていく余地が生まれることも示している。

図表10 労働分配率の推移  
(雇用者報酬÷国民所得)



以上のような材料を考慮すると、この先も賃金伸び悩みが続いても、個人消費は順調に伸びていく可能性が高い。この間の物価については、賃金の伸び悩みで期待インフレ率はさほど上がらなくても、消費増加による経済全体の需給バランス改善によってある程度は押し上げられると見込む。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada\_Hiroshi2@smtb.jp)

# ECBの量的緩和は貸出増加に繋がるか

## <要旨>

ユーロ圏の銀行貸出残高は全体で見れば減少トレンドを脱していない。ただし、銀行の預貸率(預金に占める貸出残高の割合)は、貸出減に伴いピークの120%から100%へとデレバレッジが進行し、貸出態度も緩和傾向であることから、資金供給面では貸出増加に転じ得る環境に移りつつある。こうしたなかで導入されたECBによる量的緩和の効果について考察すると、銀行の国債保有比率が高く、ECBによる量的緩和によって国債から貸出へのシフトが期待しやすいイタリアやスペインでは、資金需要や貸出態度が改善途上にあり貸出増への制約となっている。またドイツやフランスでは、かかる制約はないものの銀行の国債保有割合が相対的に低く、国債から貸出へのシフトは期待できない。このように、量的緩和の効果は各国状況に応じて異なり限界もあるため、ユーロ圏全体の貸出増にはやはり、各国景気そのものの改善が必要であろう。

## 1. ユーロ圏も量的緩和へ

今年1月のユーロ圏全体の消費者物価指数(HICP)が前年同月比▲0.6%に下落する中、欧州中央銀行(ECB)は1月22日、ユーロ圏各国の国債購入にまで踏み込んだ量的緩和(追加的資産購入プログラム)の導入を決定した。ECBのドラギ総裁の会見によれば、「2%以下だがそれに近い」目標インフレ率実現への経路として、『ポートフォリオ・リバランス効果』と『インフレ期待への働きかけ』の2つをあげた。このうち、ポートフォリオ・リバランス効果とは、中央銀行が銀行などから国債を購入することで、銀行の資産構成を国債から貸出へとシフトを促し、家計や企業など民間向けの貸出増を通じて実体経済にプラスの影響をもたらそうと企図したものである。

ユーロ圏に先んじてデフレに直面した日本の量的緩和についての経験では、銀行は日銀が長期国債購入を増やすと、国債保有を減らし貸出を増加させる傾向がみられた一方で、貸出行動は銀行の直面する資金需要やバランスシートの状況にも左右されることが知られている。

企業金融において、ユーロ圏は日本以上に間接金融優位である。日銀の「資金循環の日米欧比較」によれば、民間非金融法人企業の負債に占める借入比率は日本の25%に対してユーロ圏は32%と高く、銀行貸出動向が実体経済に及ぼす影響は日本よりも大きい。そこで本稿では、ユーロ圏全体及び名目GDP上位4ヶ国(ドイツ、フランス、イタリア、スペイン)を対象として、各国銀行のバランスシート状況や金融環境からみて、今般のECBによる量的緩和が実際の貸出増加にどの程度効果があるのかを考察してみたい。

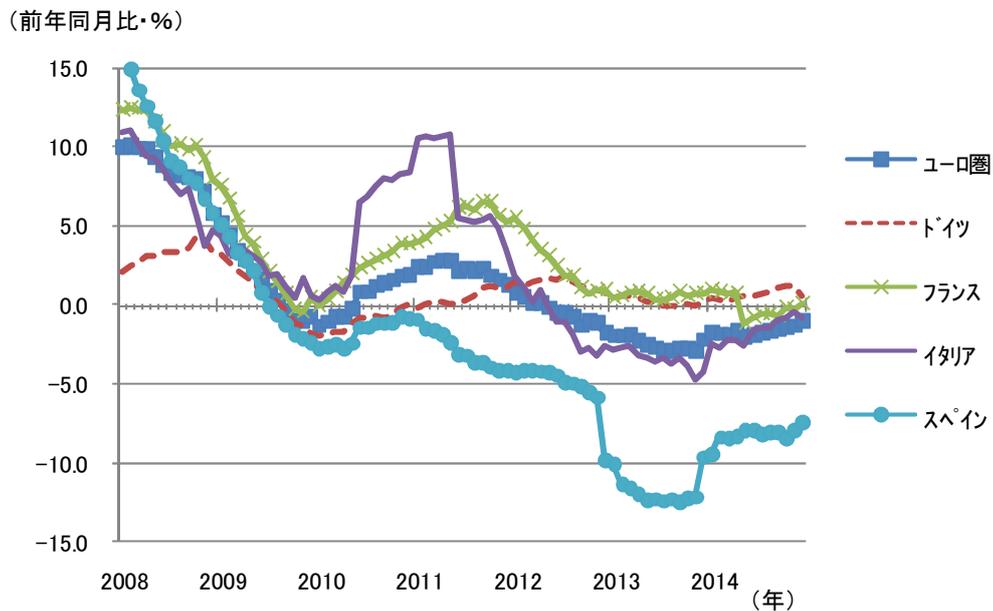
## 2. 各国銀行で異なるバランスシートや資金需要の状況

ユーロ圏全体の銀行貸出残高は減少トレンドを脱しておらず、約2年半減少トレンドが継続している。ただし、14年12月末の民間(非金融)向け貸出残高の前年同月比変化率は▲1%で減少ペースは緩やかになってきた。国別にみると、ドイツは13年末以来増加トレンドを維持、フランスは

14年12月末に増加に転じ、イタリアでも減少ペースは緩やかになっている。これに対して、スペインは未だ減少ペースが前年同月比▲7～8%である(図表1)。

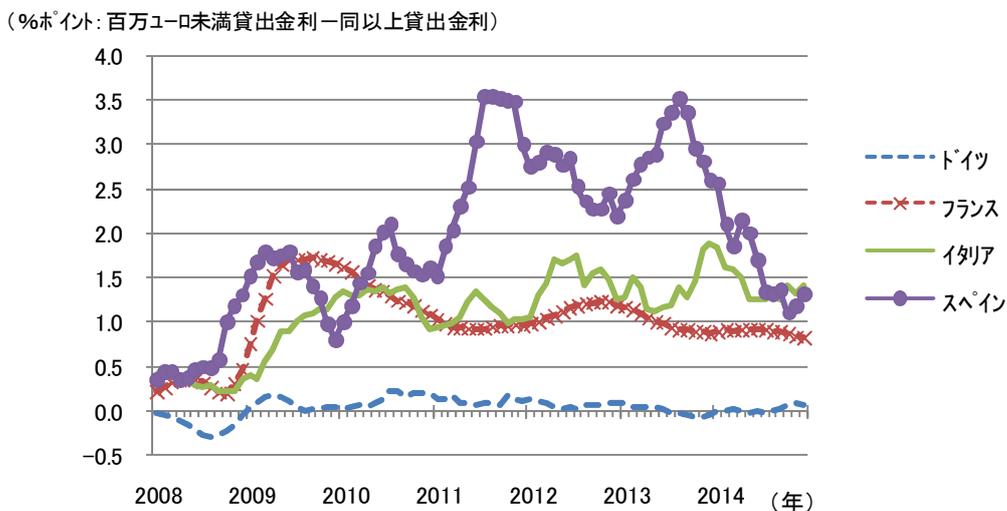
かかる各国により異なる貸出減の加速と緩和には、各国銀行側の貸出態度やバランスシートの変化が大きい。例えば、規模に応じた貸出態度の相違の目安として小規模貸出への大口貸出対比の上乗せ金利を見ると、11年から13年にかけてスペインの小規模貸出の上乗せ金利は他国と比較して顕著に拡大し、新規貸出に慎重となった様子が窺える(図表2)。これに伴ってスペインでは貸出伸び率も前年比5～10%超という大きなマイナスを記録した。その後、直近の上乗せ金利はフランス・イタリアの水準に収斂してきているものの、貸出残高変化のペースが他国の水準に収斂するには至っていない。

図表1 民間(非金融)向け貸出残高変化率



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表2 小規模貸出の上乗せ金利

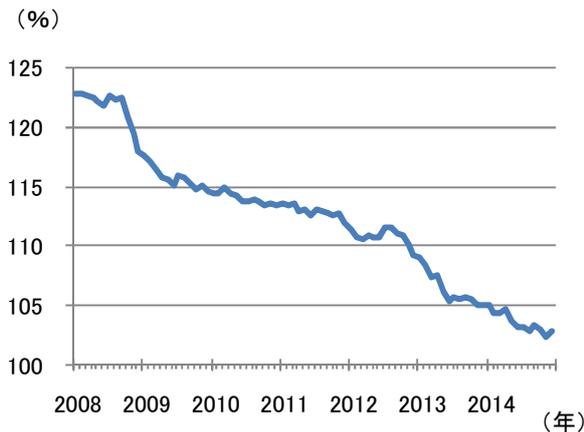


(注)6か月移動平均

(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

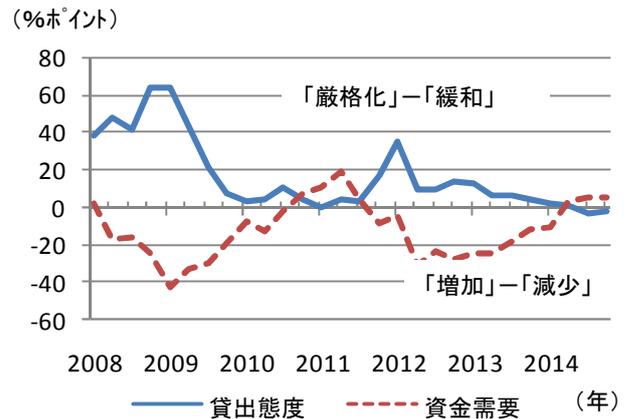
こうした銀行側の貸出行動の変化に伴い、預金に占める貸出残高の割合、すなわち銀行の預貸率はピークの120%超から100%にまで貸出規模の圧縮が進行した(図表3)。これはユーロ圏全体のオーバーローン状態は解消されつつあることを示しており、貸出態度の緩和傾向(図表4)を合わせ見れば、資金供給面では貸出増加に転じる環境は整いつつある。しかし、国別ではイタリア・スペインの両国は、不良債権比率高止まりや、底打ちしない不動産市場が、貸出増加の足枷となる懸念も残るなど、状況は各国により異なっている(図表5、6)。

図表3 ユーロ圏銀行預貸率推移



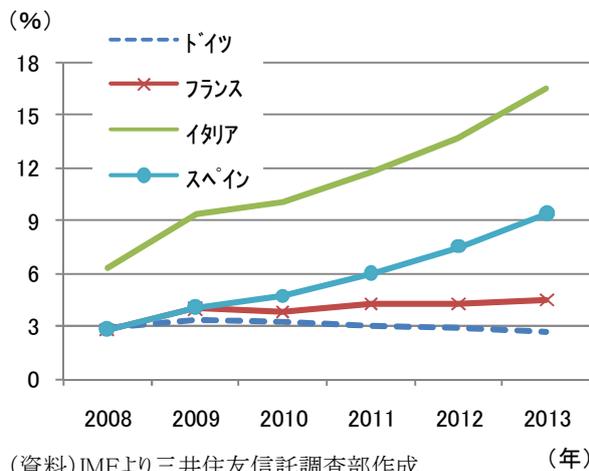
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表4 ユーロ圏企業向貸出態度・資金需要



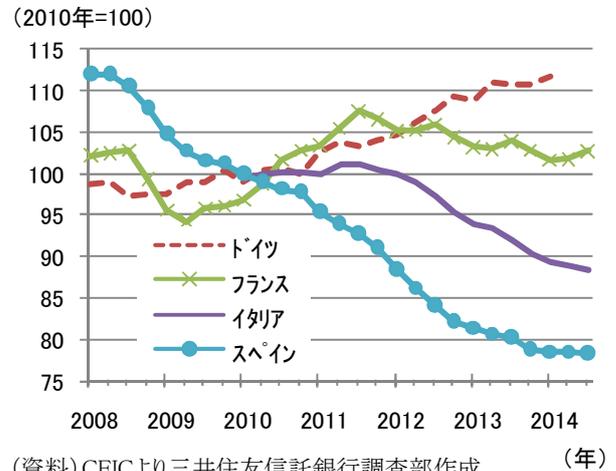
(資料)ECBより三井住友信託銀行調査部作成

図表5 不良債権比率推移



(資料)IMFより三井住友信託調査部作成

図表6 住宅価格指数



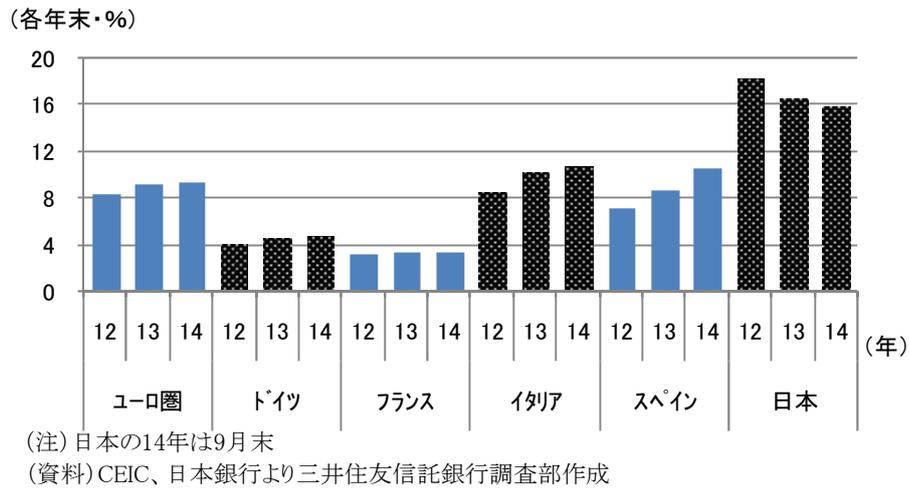
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

かかるなか導入されたECBによる量的緩和の期待する効果という点で、銀行資産に占める国債比率を確認してみたい。ドラギ総裁が言う『ポートフォリオ・リバランス効果』は、国債から貸出へのシフトを企図したものである。各国銀行の国債保有割合を比較した次頁図表7によれば、ユーロ圏銀行資産に占める国債比率は14年末時点で9%である。ちなみに、量的・質的緩和開始以前(12年末)の日本の同比率は18%でユーロ圏の約2倍であった。国別では、ドイツ・フランスは5%未満、イタリア・スペインは10%超である。過去3年の国債比率推移では、ドイツ・フランスがほぼ横這いに対して、イタリア・スペインは国債比率が増加した点が読み取れる。

かかる推移や相違には、先に見てきたようにユーロ債務危機時に銀行の貸出態度が国によって

著しく厳格化し、企業の資金需要も落ち込み、不良債権比率が上昇するなかで貸出償還資金が国債に再投資されたことが背景にある。とりわけスペインやイタリアでは国債比率が高まったことに見られるように、その程度はバランスシート調整の度合いによって各国で異なったことを示唆している。こうした銀行部門における国債比率の高まりも、ECBの量的緩和導入の背景にあると考えられる。その国債保有の大きさからいえば、ECBによる量的緩和はスペインやイタリアを念頭に置いているといえなくもない。

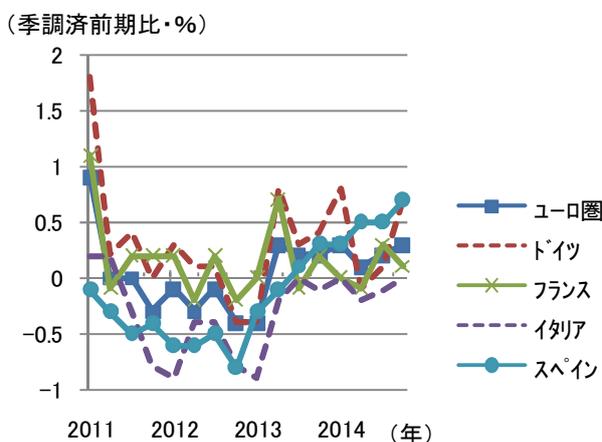
図表7 銀行資産に対する国債保有比率



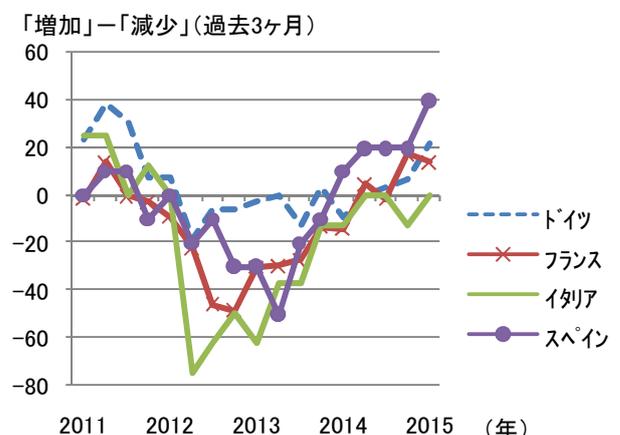
もともと、投資喚起の追加施策なしに金融政策(量的緩和)だけで貸出増加に繋げ得るか疑問もある。そこで、各国の資金需要そのものについて簡単にみてみたい。

ユーロ圏の景気は回復基調にあり総じてみれば景気回復に伴う貸出増加が期待できる環境にはある(図表8)。欧州委員会の冬季経済予測でも、15年、16年の成長率は共に0.2ポイント上方修正され+1.3%、+1.9%であり、先行きの成長ペースも速まる姿が想定されている。しかし、回復は地域一様ではなく、南欧ではスペインの14年成長率が2%のプラスに転じたのに対し、イタリアは3年連続のマイナス成長にとどまるなど特に顕著な格差が見られる。先にみたようにECBの聞き取り調査によれば、ユーロ圏全体の貸出態度や資金需要は改善しているものの(前掲図表4)、国別ではスペインでの資金需要が目立つ一方でイタリアの資金需要は低調である(図表9)。

図表8 実質GDP成長率推移



図表9 各国企業の資金需要調査結果



### 3. まとめ—ECBによる量的緩和を通じた貸出増加の蓋然性

以上みてきた資金供給面、需要面双方の状況を重ね合わせると、ユーロ圏全体でみた貸出動向に対するやや楽観的ながら標準的な見方としては以下のような姿が想像できるだろう。すなわち、15年中にもユーロ圏全体では貸出増加に転じ、国別ではユーロ中核国(ドイツ・フランス)がこの動きを牽引する。一方で南欧諸国(イタリア・スペイン)は、イタリアは景気停滞が懸念される状況であり、資金需要も強いとはいえない。スペインの景気回復ペースは順調であり強い資金需要もあるものの、直近の貸出残高減少率がいまだ高水準であることから増加に転じるには相当の時間を要する—という見方である。

しかしながら、ECBと各国中銀の国債購入によるポートフォリオ・リバランス効果という点に引きつけてまとめると、国債から貸出へという銀行の資産構成のシフトの効果は各国により異なることが想像しうる。例えば、国債比率が高く潜在的リバランス効果が高いと期待されるイタリア・スペインでは資金需要や貸出態度のいずれかの点で改善途上にあり貸出増への制約となっている。なかでもスペインについては、資金需要そのものは高まりつつあるため、不動産価格の底打ちが確認できれば、量的緩和により貸出が加速しやすい環境にあるといえなくもない。対して、かかる制約が少ないドイツやフランスではそもそも国債比率が低く潜在的リバランス効果も限定的とみられる。加えて、ECBによる国債購入が進むと、貸出利ざやが圧縮され、貸出収益そのものを圧迫するという副作用もある。

こうしてみると、ユーロ圏全体で貸出が増加しやすい環境に近づきつつあることは間違いないものの、全体の貸出増には景気回復それ自体の改善が必要であり、量的緩和そのもののポートフォリオ・リバランス効果は国の状況に応じて限定的であり、貸出増加を顕著に加速するには至らないだろう。むしろ、ECBによる国債購入によって長期金利の低下が進み、国債のマイナス金利の年限が拡大していくと貸出利ざやは圧縮され、銀行が過度な高リスク貸出に乗り出すという将来の副作用には注意すべきだろう。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi\_Taku@smtb.jp)