

2015. 4 No.36

三井住友信託銀行

調査月報



時論

ピケティブームの底流に存在するもの..... 1

経済の動き

異次元緩和で増加した中小企業向け貸出..... 3

米国経常収支変化と他経済圏への影響..... 8

「双発エンジン」を持つスペインの強みと弱み..... 14

時 論

ピケティブームの底流に存在するもの

今月も、フランスの生んだロックスター経済学者、トマ・ピケティから考えを巡らせたい。その著書「21 世紀の資本」の中核的主張点である「 r (資本収益率) $>$ g (経済成長率)」についてではなく、この 700 ページ超にも及ぶ学術書が、なぜかとも学者から一般市民に至るまで、世界的に大きな関心と議論を巻き起こしたのか、その背景や底流についてである。

先進国・新興国問わず、格差が拡大していることや政策の無策に対する不満が世界的に広がっていることが下地にあったことは疑いない。だが事はそうしたことに止まらず、今や少々の政策対応では如何ともしがたいくらいに、富める者や持てる者はますます富むという「格差の自己増殖過程」に入ってしまったのではないか、生まれながらにして「勝ち組」「負け組」が宿命づけられる 19 世紀的世襲型資本主義に先祖返りしてしまうのではないか、グローバル化・ボーダレス化・IT 化の進展はこうした流れを加速させるのみならず、自分たちのセーフティネットたる 20 世紀的国民国家の存在を脅かしつつあるのではないか—こうした資本主義や市場経済の将来に対するより深刻な不安・閉塞感・問題意識が、中身と程度に差異はあれ、世界の人々(政治家、企業家、一般市民問わず)の間に広がっていたことが根底にあったのではなからうか。

近年を振り返ると、上記と同様の「資本主義・市場経済への疑念」という筋合いから、それまではあまり馴染みがなかったり、歴史に埋もれがちだった学者・学説が、ピケティほどのブームにはならなかったものの、注目を集めたり再評価されるケースが散見される。

リーマン・ショックを機に注目された一人が、「金融不安定性理論」を唱えた米国経済学者ハイマン・ミンスキー(1919~1996)である。

同理論は、経済主体の金融行動を債務のタイプから、①所得によって元利金返済が可能な範囲に債務を抑えるヘッジ金融(語感ではハイリスク選好を想起させるが、むしろ堅実な金融行動を意味する)、②所得によって利払いが可能だが、元本が容易に減らない程度まで債務を抱える投機的金融、③所得が元本はおろか利払いも賄えず、債務を返済するための債務が増え続けるポンツィ金融—の 3 つに分けた上で、景気循環と関連づける。

すなわち、景気拡大と先行きの楽観的見通しの強まりによって、レバレッジを強める経済主体とそれに応じる資金の貸し手が増加し、投機的金融さらにはポンツィ金融の割合が上昇しバブルが生成される。しかし、その後の金利上昇や何らかのイベントをきっかけに将来見通しが変化することによって、経済主体が過剰に積み上がった債務削減と資産売却に走り、バブルが崩壊し、金融危機的状況が現出する。かくして、バブル生成と崩壊がもたらす金融危機は、突発的・例外的なものではなく、資本主義経済に構造的・内生的にビルトインされたものであって、資本主義経済自体も本来、不安定なものであると指摘した。

経済は市場メカニズムによって均衡点に落ち着き、市場は常に効率的であるとする主流派経済学へのアンチテーゼとも言えるミンスキー理論が注目されてきたのは、この説がアジア通貨危機、ロシア危機、リーマン・ショック等の金融危機とその頻発のメカニズムをうまく説明できるとともに、世界を駆け巡るグロ

ーバル・マネーの膨張、産業資本主義から金融資本主義の変質といった事象に人々が不安を感じ、その効果や意義を信じて推し進めてきた金融自由化に疑問を持ち始めたためではないか。

2012 年のダボス会議(世界経済フォーラム)では、市場経済の限界とその破滅的帰結を予言した経済文明論者カール・ポランニー(1886～1964)が話題に上り、「グローバル・エリートの集う会場にポランニーの亡霊が現れた」と報じられた。

ポランニーによると、市場経済は労働・土地・貨幣といった社会の基本的な構成要素を市場メカニズムが働く領域に押し込めようとする性格(ポランニーはこれを「自己調整的作用」と称している)を本源的に有している。だが、それは賃金の変動、土地の収奪、物価の騰落等によって社会の安定性を揺るがす副作用を不可避免的に伴うので、市場経済そのものを不安定化させるという自己矛盾を内包していると指摘する。

また、社会の側からは、市場の自己調整的作用が誘発する様々な危険や副作用から自らを守ろうとする反発動態(ポランニーはこれを「社会の自己防衛」と称している)として、労働規制、福祉政策、中央銀行による監督等が生み出され、これによって市場の効率性は低下する。市場の側からはこれを克服せんとして労働・土地・貨幣への市場化圧力が一層強まり、これが新たな「社会の自己防衛」を惹起し、市場経済はやがて機能不全に陥り、ファシズムや社会主義の台頭や世界戦争の勃発につながるという。

世界の資本主義経済をリードする政財界人が集う会議で、こうした歴史観に目が向けられたこと自体驚きである。その背景には、TPP 等彼らが主導するグローバル規模の自己調整的市場の拡張に対して、反グローバリズム、リージョナリズム、ナショナリズム等「社会の自己防衛」がこれまたグローバル規模で広がっていることへの恐れや戸惑いがあるのではないか。さらには、格差・貧困・環境問題といった地球規模の諸課題に対して、資本主義や市場経済が有効な処方箋たり得るか、自信が揺らいでいるのだろうか。

将来への不安は企業や家計の投資・支出性向を低下させると言うが、今日の将来不安は「現在の財政赤字から将来の増税を想起し、財布のヒモを固くする」というレベルではなく、社会主義経済の崩壊によってそれしか選択肢がなくなった資本主義・市場経済自体に向けられた面が強いとすれば事は重大である。経済成長の足かせになるに止まらず、ファシズムや世界戦争とまで行かなくとも、国家の求心力の低下、社会の分裂や対立、暴力の温床になりかねないためである。

経済学という範疇に止まらない学際的な研究や碩学による導きが待たれる。

(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。

異次元緩和で増加した中小企業向け貸出

<要旨>

日銀による量的・質的金融緩和(QQE)以降、銀行の大企業向け貸出が伸び悩む一方で中小企業向け貸出が増加に転じたが、その背景には成長基盤強化支援基金等を利用した銀行の貸出姿勢の積極化があった。

さらに、中小企業と大企業の違いに注目すると、①キャッシュフローが少ないため資金需要が出易い、②主な資金調達手段が貸出に限られる、③輸出や対外直接投資を行っている企業の割合が低いため国内経済の動向に左右されやすい、という中小企業の特徴が内需主導の景気回復局面において貸出好転に繋がったと考えられる。

日本経済は消費税率引き上げ後の失速から持ち直しつつあることから、この先も中小企業向け貸出の伸びが期待できる。ただし、日本経済が完全に回復する前にQQEが縮小に向かう場合には、中小企業向け貸出は大企業向け貸出に比べて、銀行の貸出姿勢の慎重化と国内景気の失速によるマイナスの影響をより強く受けやすいことには注意を要しよう。

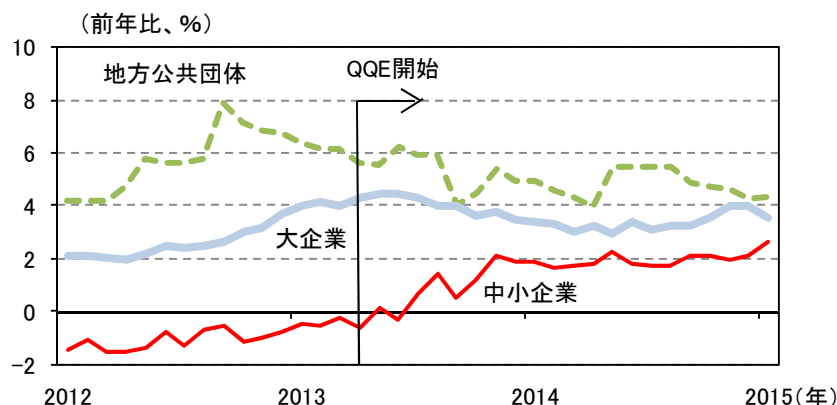
1. 中小企業向け貸出の増加

日銀の量的・質的金融緩和(QQE)以降、中小企業向けの貸出残高が前年比マイナスからプラスに転じた(図表1)。一方、大企業や地方公共団体向けの貸出はQQE以前から増加が続いていたが、足元では伸びが横ばいないし鈍化している。

一般に、QQEは円安を進展させることで、為替差益が生じやすい大企業と、輸入原材料価格の上昇によって収益が圧迫されやすい中小企業の格差を拡大させたと認識されているが、貸出の動向を見ると、大企業よりむしろ中小企業の経営環境が上向いているように見える。

本稿では、QQE以降の金融環境の変化や、中小企業の経営環境を概観し、中小企業向け貸出がなぜ増加し、また今後どのように推移するか考察する。

図表1 全国銀行の貸出残高



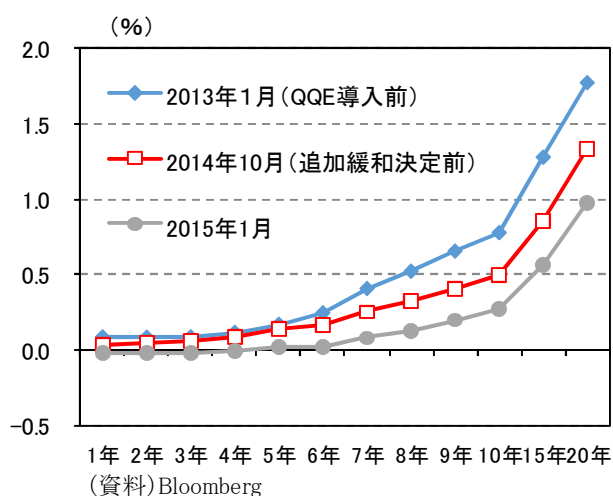
(注) 中小企業は資本金3億円以下(卸売業は1億円、小売業、飲食店、各種サービスは50千円)、または従業員300人以下(卸売業、各種サービスは50人、小売業、飲食店は30人)の企業。
(資料) 日本銀行「貸出・預金動向」

2. 量的・質的金融緩和による貸出姿勢の積極化

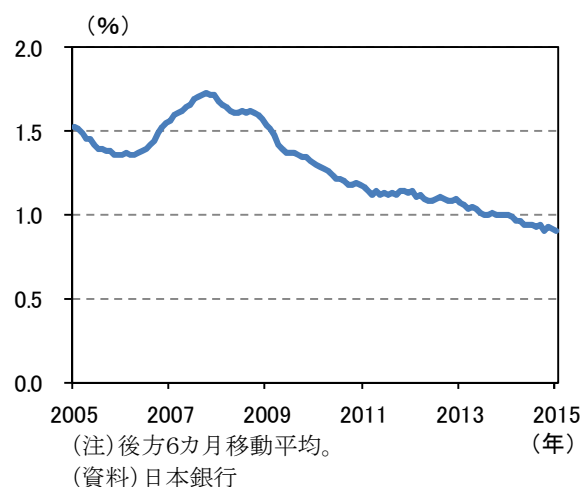
QQE以降に金融環境は急変したが、最も大きな変化の一つは金利の低下である。日銀は2013年4月に年間約50兆円の国債購入を決定、さらに2014年10月には30兆円(合計80兆円)の追加と保有する国債の平均償還年限長期化を決定し、特に長期金利には低下圧力がかかった(図表2)。

金利の低下に伴い、銀行の貸出金利は低下し続けている(図表3)。貸出金利の低下によって、企業にとって借入がしやすい環境になっている。しかし、大企業向け貸出の伸びが頭打ちの中で、なぜ中小企業向け貸出のみが増加に転じたのであろうか。

図表2 日本国債のイールドカーブ



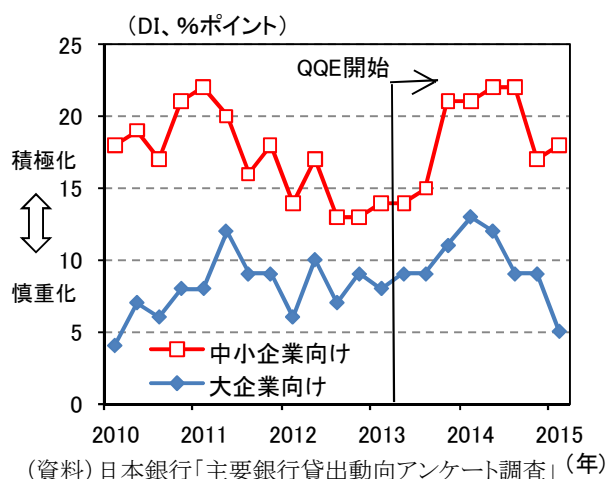
図表3 新規貸出約定金利



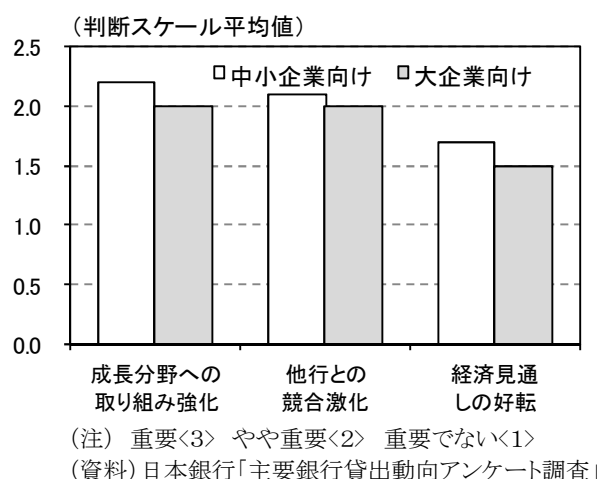
QQE以降に銀行の貸出運営スタンスは、大企業向け、中小企業向け共に積極化した(図表4)。しかし、最近では大企業向けは積極化姿勢が和らいでいる一方で、中小企業向けは積極的な姿勢を維持している。

銀行が貸出運営スタンスを積極化させた理由をみると、成長分野への取り組み強化と他行との競争激化が重要な理由となっており、大企業向けに比べて中小企業向けでより重要と見なされている(図表5)。

図表4 主要銀行の貸出運営スタンス

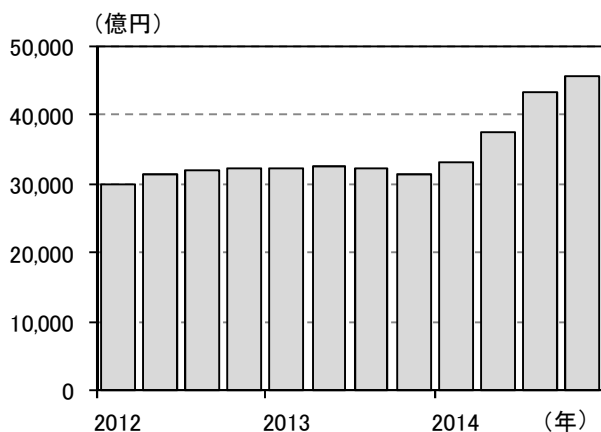


図表5 貸出運営スタンスを積極化させた理由



銀行の成長分野への取り組み強化については、制度的な後押しが大きいだろう。実際に、日銀による成長基盤強化支援資金の貸付残高は、2014 年2月に総枠の拡充や貸付期間の延長が決定されてから急増している(図表6、7)。

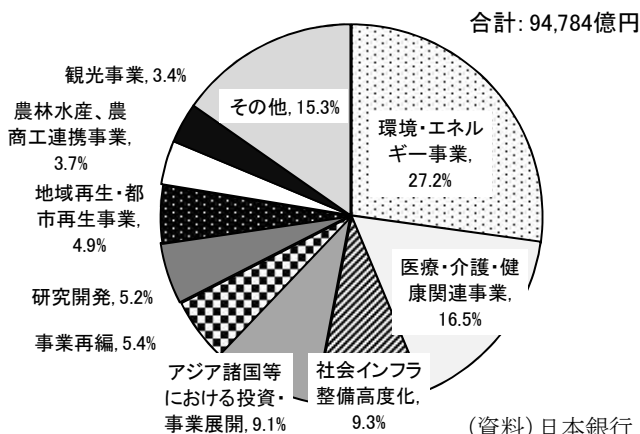
図表6 貸出基盤強化支援資金の貸付残高



(注) 本則のみの残高。

(資料) 日本銀行

図表7 成長基盤強化支援資金供給の内訳



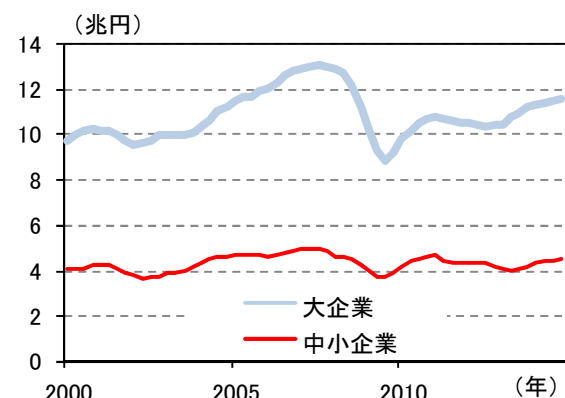
(資料) 日本銀行

3. 中小企業と大企業の違い

ここからは資金の需要サイドである中小企業と大企業の経営環境の違いに注目して、中小企業向け貸出が増加した理由を考察する。

まず、中小企業は大企業に比べると手元資金になるキャッシュフローが少ない(図表8)。大企業はリーマンショック後からキャッシュフローが増えているため借入需要は大きくないが、キャッシュフローが増えていない中小企業には借入需要が存在しており、QQE によって金利が下がったことや銀行の貸出姿勢が積極化したことで、中小企業の借入に火が付いたと考えられる(図表9)。

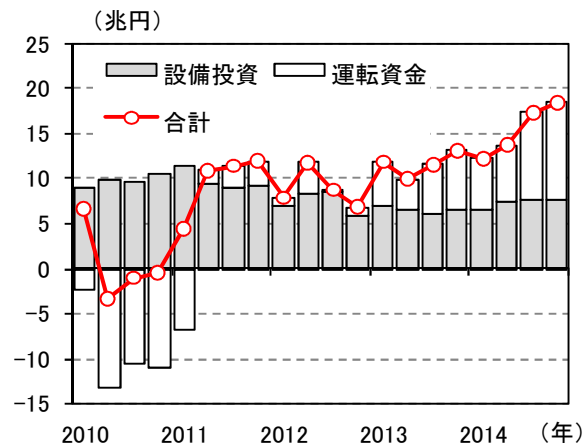
図表8 キャッシュフロー



(注) キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費。中小企業は資本金1億円未満の企業。後方4四半期移動平均。

(資料) 財務省「法人企業統計」

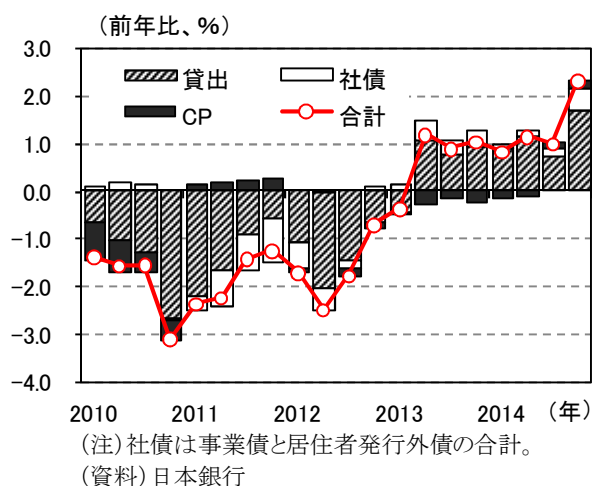
図表9 中小企業の資金需要内訳



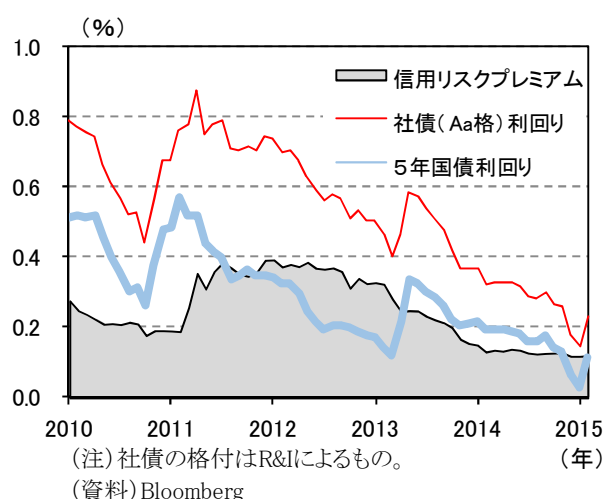
(資料) 財務省「法人企業統計」

また、中小企業と大企業では資金調達手段の多様性に違いがある。企業全体の資金調達動向をみると、2013 年の QQE 以降に貸出だけでなく社債による資金調達も増加に転じている(図表 10)。QQE では、日銀が直接社債を購入することはないが、国債利回り及び信用リスクプレミアムの低下によって、社債の利回りも低下しているため、大企業は社債による資金調達を増加させたと予想される(図表 11)。一方、中小企業の資金調達手段は主に銀行貸出になるため、中小企業で資金需要が高まった場合は貸出が増えやすいと考えられる。

図表 10 非金融法人企業の資金調達残高



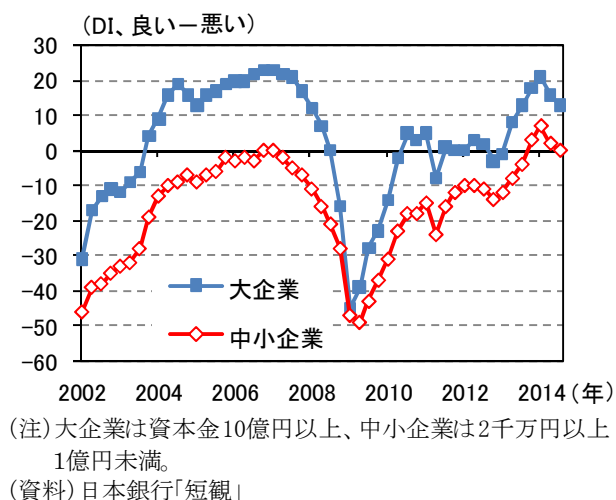
図表 11 社債利回りと国債利回り



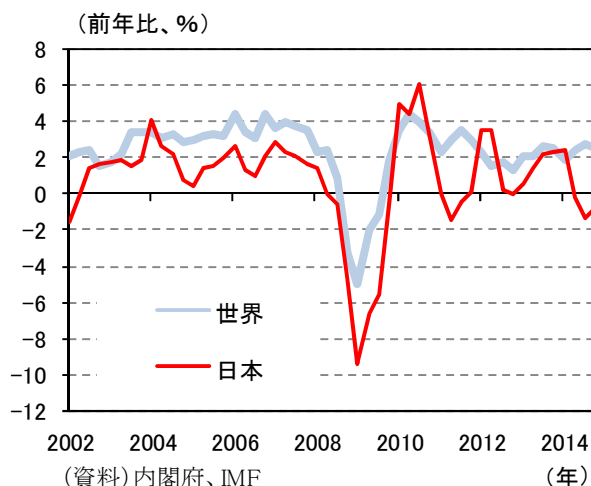
QQE 以降に中小企業の景況感が持ち直していることも、貸出増加の一因であろう。業況判断 DI をみると、中小企業の水準は大企業と比べて低いものの、一時はリーマンショック前の水準を超えて 22 年ぶりのプラスとなった(図表 12)。他方、大企業の業況判断 DI はリーマンショック前の水準は越えていない。

中小企業の景況感のみリーマンショック前の水準を超えるまで回復したことは、輸出や海外直接投資を行っている企業の割合によって説明できよう(図表 13、次頁図表 14)。中小企業は輸出や海外直接投資を行っている企業の割合が低いため、業績や景況感が国内経済の動向に左右されやすい。したがって、2013 年度に、QQE に加えて消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって日本の成長率が高まった影響を中小企業の方が大きく受けたと考えられる。また、2014 年度に入って駆け込み需要の反動減によって、景気が減速した影響も大きく受けた可能性が高い。

図表 12 業況判断 DI



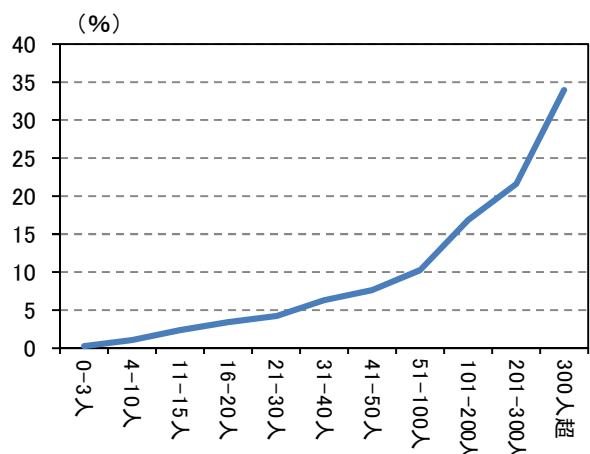
図表 13 実質 GDP 成長率



経常利益をみても、中小企業の経常利益の伸びは消費税引き上げ前の2014年1-3月期に高まった後、駆け込み需要の反動減が起こった4-6月期、7-9月期は鈍化しており、日本の内需と強くリンクしていることが窺える(図表15)。

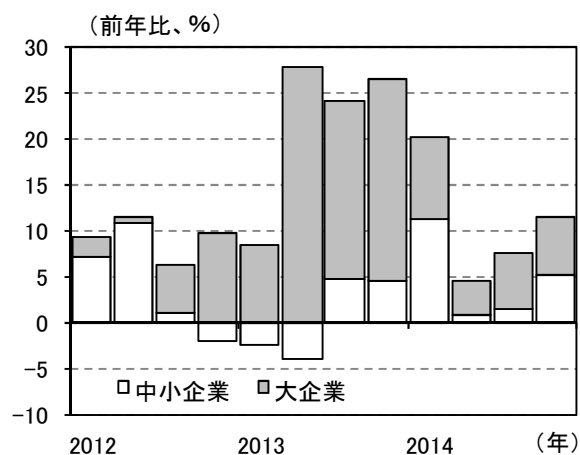
したがって、この先海外経済が資源国経済の悪化や欧州の債務問題等の影響で緩慢な状態が続き、国内経済が順調に回復した場合には、中小企業向け貸出は大企業向け貸出より伸びやすい状況が続くと言えよう。

図表 14 従業員規模と輸出企業割合



(資料)経済産業省「平成24年経済センサス 活動調査」

図表 15 経常利益



(資料)財務省「法人企業統計」

4. まとめ～この先の見通しとリスク

以上みてきたように、QQE 以降に中小企業向けの貸出が増加したのは、成長基盤強化支援基金等を利用した銀行の貸出姿勢の積極化が一因である。

さらに、中小企業と大企業の違いに注目すると、①手元資金になるキャッシュフローが少ないため資金需要が出易い、②主な資金調達手段が貸出に限られる、③輸出や対外直接投資を行っている企業の割合が低いため国内経済の動向に左右されやすい、という中小企業の特徴が QQE 以降の内需主導の景気回復局面において貸出の好転に繋がったと考えられる。

日本経済は消費税率引き上げ後の失速から持ち直しつつあることから、この先も中小企業向け貸出の伸びが期待できる。ただし、日本経済が完全に回復する前に QQE が縮小に向かう場合には、中小企業向け貸出は大企業向け貸出に比べて、銀行の貸出姿勢の慎重化と国内景気の失速によるマイナスの影響をより強く受けやすいことには注意を要しよう。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@smtb.jp)

米国経常収支変化と他経済圏への影響

<要旨>

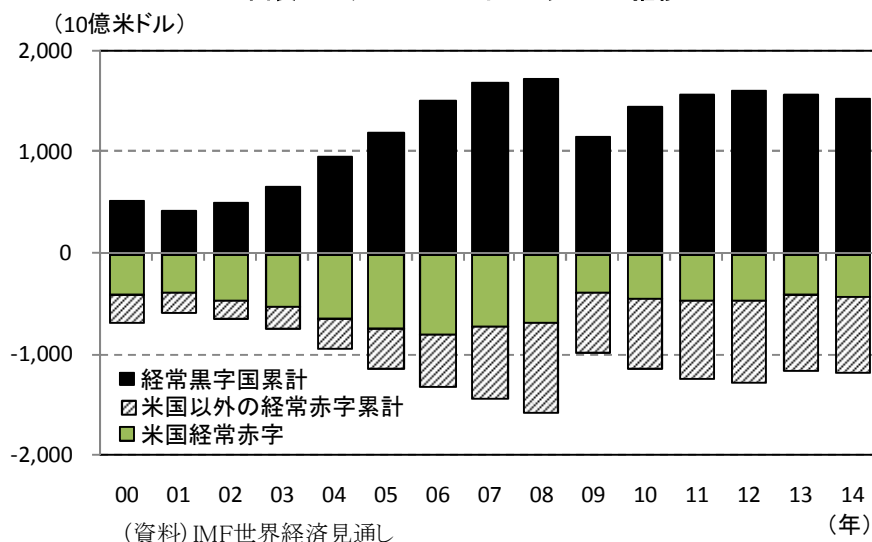
リーマン・ショック前の景気拡大期にあった米国は、旺盛な需要で輸入と経常赤字を拡大させ、他経済圏の景気を牽引していた。現在の米国も景気回復が続いているが、経常赤字はリーマン・ショック前の半分程度に留まっている。この要因として大きいのは米国が新興国・資源国の高成長の果実を海外との取引において得たことであり、輸入を減らしたことはない。米国中心とする貿易などの取引規模は拡大しており、最近の米国景気回復は、過去同様に輸入増加を通じて他経済圏に恩恵をもたらしていると考えられる。但し、地域別に見た取引規模の増減には明確な濃淡があり、中でも日本は他国に比べて米国経由する取引への関わりが薄くなっている。

1. リーマン・ショック前と比べて縮小したままの米国経常赤字

2007 年のサブプライムローン問題が浮上する前、「グローバル・インバランス」という言葉を耳にする機会が多くあった。これは米国を中心とする一部先進国の景気が強くなって輸入を大幅に増やし、貿易収支と経常収支の赤字幅が拡大し続けた一方、それらの国に輸出を増やした日本やドイツ、中国といった国の経常黒字幅が拡大し、両者の差が広がったことを意味する言葉である。この現象は、一部先進国の旺盛な需要が、他国の景気に恩恵を与えるものでもあったが、同時に需要が増える側の債務が積み上がることで、その持続性に対する懸念も高まっていた。その懸念は、サブプライムローン問題からリーマン・ショックという形で現実のものとなり、世界中の景気が悪化することで、経常黒字と赤字の格差は一気に縮小した(図表1)。

その後 5 年以上が経過し、米国景気は安定度合いを増しながら回復を続けているが、米国の経常収支赤字幅は拡大しておらず、GDP 比で見ると赤字幅のピークであった 2006 年の▲5.8%から、2014 年は▲2.4%まで縮小している。サブプライムローン問題顕在化以前の構造を前提とすると、今回の米国景気回復が他の経済圏に及ぼす恩恵は以前よりもかなり小さいということになる。

図表1 グローバル・インバランスの推移



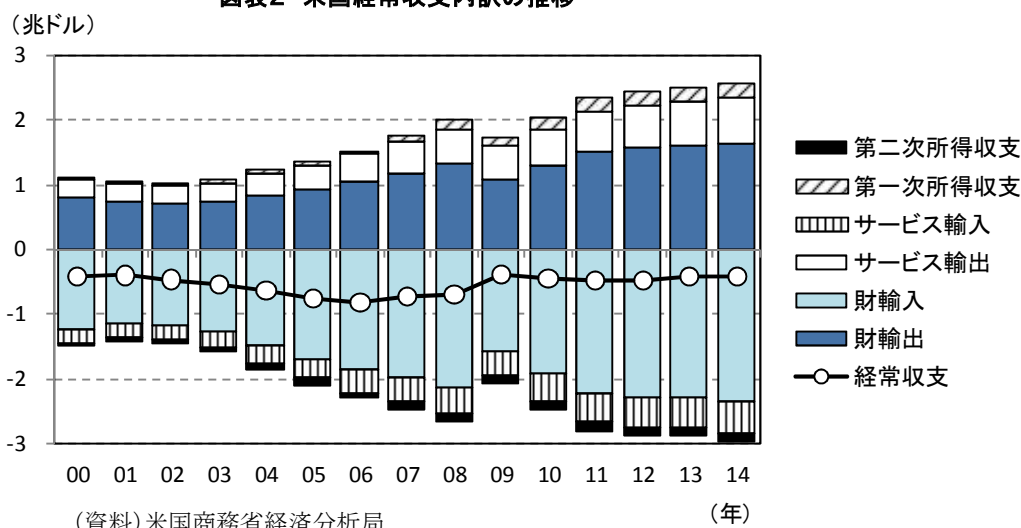
そして、2015 年 1 月の IMF 世界経済見通しにおいて、世界全体の 2015 年成長率予想値が昨年 10 月の 3.8% から 3.5% に下方修正されるなど世界景気が振るわないのは、貿易ルート通じた米国景気回復の恩恵波及が弱まっているため、とも考えられるが、その見方で正しいのか。本稿はこの問題意識に立って、米国の経常収支変化と他経済圏への影響について考えたい。

2. 米国経常赤字縮小の背景

かつてよりも縮小している米国経常赤字の内訳推移を見たのが図表 2、3 である。これによると、2014 年の財輸入金額は経常赤字 GDP 比率のピークだった 2006 年から 2014 年までに 4,927 億ドル増加して過去最高になっている(図表 2、図表 3①)。他の項目、すなわち財の輸出、サービスの輸出輸入、そして直接投資や証券投資の収益が含まれる第一次所得の受取・支払のいずれも拡大している。米国を起点としたあらゆる取引の規模は、リーマン・ショック前よりも拡大しているということである。

そしてこの間に経常赤字が縮小した要因は、輸入の減少ではなく、財だけでなくサービス部門でも輸出が輸入以上に増えたことや(図表 3③)、海外投資からの収益が拡大して第一次所得収支のプラス幅が拡大しているためであった(図表 3③)。

図表 2 米国経常収支内訳の推移



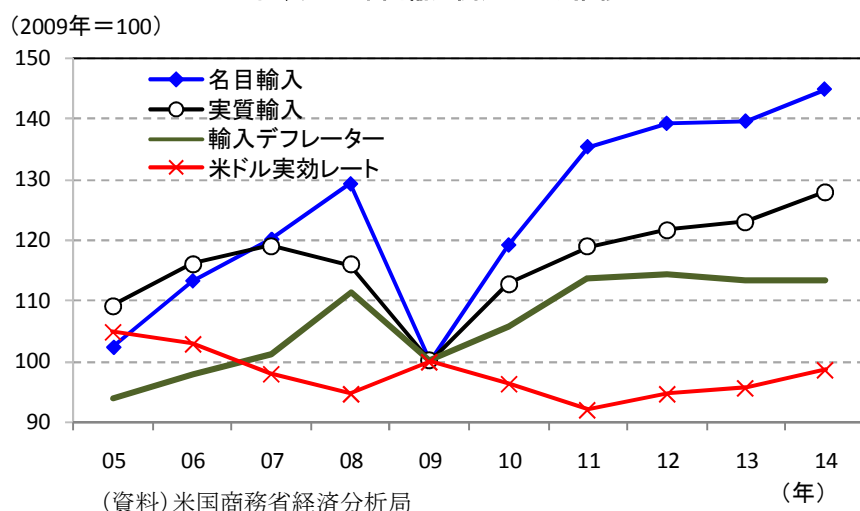
図表 3 米国経常収支額 2006 年と 2014 年の内訳比較

	2006	2014	変化幅
経常収支	▲ 8,067	▲ 4,106	② + 3,961
貿易・サービス収支	▲ 7,617	▲ 5,047	+ 2,570
貿易収支	▲ 8,373	▲ 7,358	+ 1,015
財輸出	10,409	16,351	+ 5,942
財輸入	18,782	23,709	① + 4,927
サービス収支	756	2,311	③ + 1,555
サービス輸出	4,167	7,094	+ 2,927
サービス輸入	3,412	4,783	+ 1,372
第一次所得収支	433	2,179	③ + 1,746
所得受取	6,931	8,197	+ 1,266
所得支払	6,498	6,018	▲ 480
第二次所得収支	▲ 883	▲ 1,238	▲ 355

(資料) 米国商務省経済分析局

財輸入額増加(+4,927 億ドル)の要因としては、ドルレート下落などによる輸入価格押し上げも一部あるが、実質ベースでも 2014 年は 2006 年より 10.2%多くなっており、名目のみならず実質ベースでも過去最高を更新している(図表4)。前掲図表3で見たように輸出は輸入以上に増えているため、純輸出ベースでは 2006 年よりも小さくなっているが、米国の輸入、すなわち他国から見た米国向け輸出の増加は、輸出元の国における生産や雇用拡大につながる。この点から見て、貿易ルートを通じた米国景気回復の恩恵は、サブプライムローン問題前と同様に、既に他国に波及し始めていると考えられる。

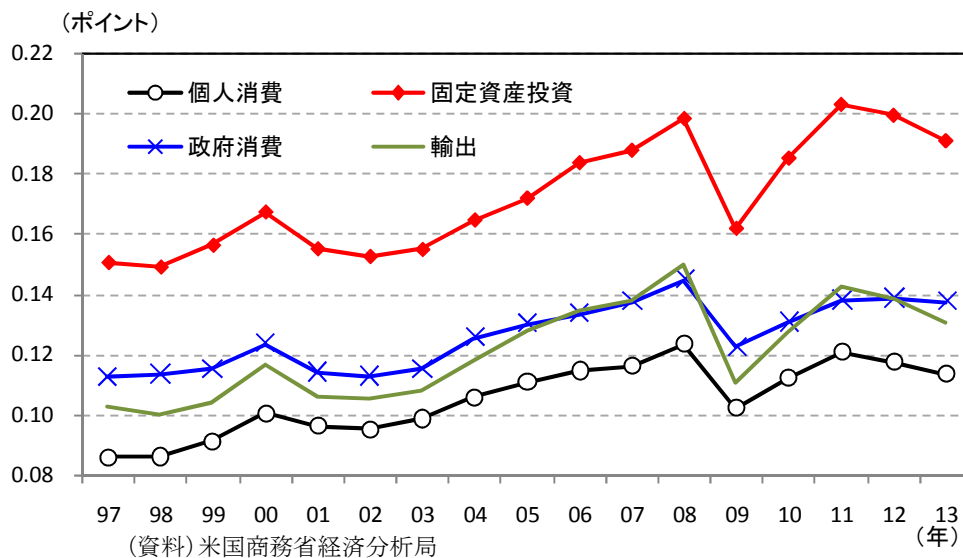
図表4 米国輸入関連データ推移



3. 米国の最終需要と輸入の関係

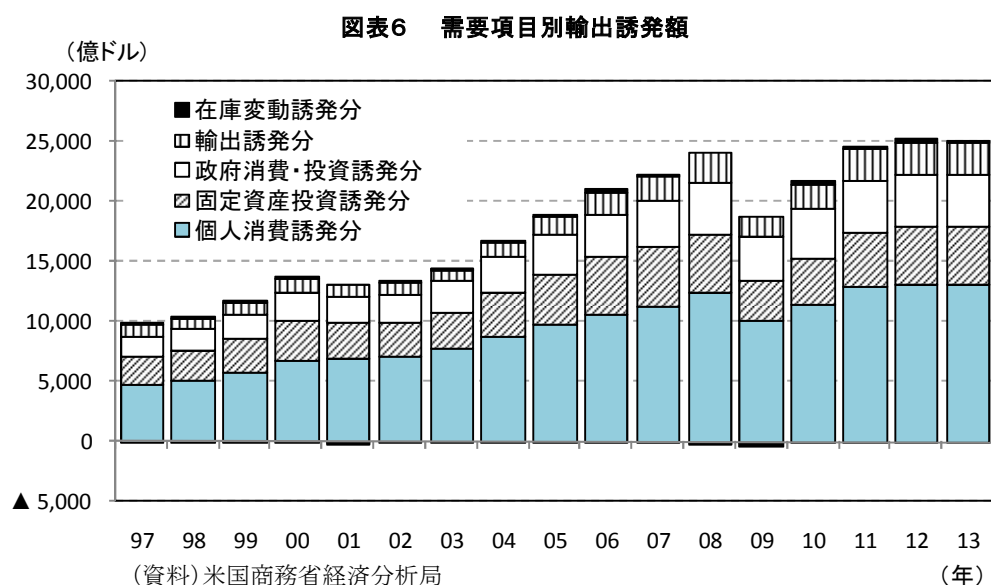
米国で生じた最終需要が輸入を誘発する効果は、リーマン・ショック前と比べて変化しているだろうか。この観点から、米国商務省の産業・商品別生産活動と中間投入データ(U表とV表)を用いて、主な需要項目の輸入誘発係数を算出し、その推移を見たのが図表5である。輸入誘発係数とは、一定額の需要が発生した際にどの程度輸入が増えるかを示すもので、これが上昇していれば輸入が増えやすい経済構造になっていることを意味する。

図表5 米国の最終需要項目別輸出誘発係数



この結果からは、2000 年代前半に続いたような誘発係数の上昇トレンドはリーマン・ショック以降止まっていること、そして係数はリーマン・ショックを挟んで上下に振れたが、2013 年の水準はリーマン・ショック前の 2006 年前後とほぼ同じになっていること、そしてこの動きは全ての需要項目に共通していることがわかる。足元2年は低下基調になっていることについて、現時点では 2013 年までの産出・投入データしか利用できないが、既に公表されている GDP では、2014 年の名目成長率が+3.9%、輸入額伸び率は+3.8%とほぼ同じである。このため誘発係数はほぼ横ばいで推移していると見られ、ここ数年の米国経済が輸入しにくい構造に変化しているとは考えにくい。

このように、米国の最終需要が輸入を誘発する規模は、リーマン・ショックを挟んで振れはしたものの、直近ではリーマン・ショック前と比較して特段輸入が増えやすくなっているわけでも、増えにくくなっているわけでもなく、需要項目別に見ても大きな変化はないと見られる。このことは、それぞれの需要項目が誘発した輸入額の推移を見た時に、その内訳に大きな変化が無いことから窺うことができる(図表6)。かかる観点から見ても、需要が拡大すれば輸入も増える構造は維持されており、ここ数年の米国景気回復は、リーマン・ショック前と同様に、輸入増加を通じて他経済圏に恩恵をもたらしていると見ることができるだろう。



以上の材料から判断すると、最近の世界景気が振るわないのは、貿易ルート通じた米国景気回復の恩恵波及が弱まっているというよりは、リーマン・ショック以降長期間にわたって続いた大規模な金融緩和の副作用や資源価格の下落、そして地政学的リスクに起因する新興国の成長鈍化など、他の要因によるところが大きいと考えるのが妥当であると思われる。

4. 地域別の取引規模格差拡大

尤も、米国の景気回復が過去と同様に他経済圏に恩恵を与えているといっても、その度合いが地域別に見て以前と同じとは限らない。そこで国際連合貿易開発会議(UNCTAD)の国家間貿易データを用いて、米国輸入額の国・品目別シェアが 2006 年から 2013 年にかけてどの程度変化したかを見ると、全体のシェアは一次産品から工業製品に小幅シフトしており、一次産品だけで見れ

ばアフリカ諸国やベネズエラといった国から中東にシフトしている(図表7)。そして工業製品においては、日本・カナダから中国・メキシコへのシフトが明確であり、高水準の技術で生産される品目のシェアシフト幅は特に大きくなっている。メキシコからの輸入シェア上昇は、関税で優遇措置が利用できるなどのメリットがある自由貿易協定(FTA)を利用したものに見られ、シェア低下が著しい日本などもメキシコを通じて米国輸入増加の恩恵を間接的に得ている面はあろうが、少なくとも直接的な恩恵に関してはその受けやすさが大きく変化し、日本から米国向けの輸出は増えにくくなっていることが窺える。

図表7 米国輸入のシェア変化幅(2006年から2013年)

(%ポイント)

			合計	一次産品	工業製品	労働・資源 集約製品	低技術 製品	中技術 製品	高技術 製品
合計				▲ 0.47	0.52	▲ 1.34	▲ 0.40	1.00	1.26
シェア 上昇	1	中国	3.81	0.01	3.79	0.33	▲ 0.02	1.22	2.26
	2	メキシコ	1.76	0.19	1.58	▲ 0.09	▲ 0.00	1.30	0.36
	3	インド	0.66	0.43	0.23	0.01	▲ 0.00	0.04	0.19
	4	ベトナム	0.63	0.03	0.60	0.38	0.03	0.06	0.12
	5	サウジアラビア	0.55	0.54	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01
	6	スイス	0.37	0.04	0.33	▲ 0.00	0.01	0.00	0.32
シェア 低下	6	ベネズエラ	▲ 0.60	▲ 0.56	▲ 0.05	▲ 0.01	▲ 0.02	▲ 0.01	▲ 0.01
	5	アルジェリア	▲ 0.63	▲ 0.63	▲ 0.00	0.00	▲ 0.00	▲ 0.00	▲ 0.00
	4	マレーシア	▲ 0.75	0.00	▲ 0.75	▲ 0.03	▲ 0.01	0.03	▲ 0.74
	3	ナイジェリア	▲ 0.99	▲ 0.99	0.00	▲ 0.00	0.00	▲ 0.00	0.00
	2	カナダ	▲ 1.33	0.84	▲ 2.17	▲ 0.65	▲ 0.17	▲ 1.12	▲ 0.23
	1	日本	▲ 1.74	▲ 0.01	▲ 1.73	▲ 0.02	▲ 0.12	▲ 0.98	▲ 0.61

(資料)UNCTAD

前掲図表3で見た、2006年から2014年までの経常赤字縮小幅内訳を地域別に分けて見ると、図表8のようになる。日本以外のアジア諸国からの米国財輸入が大幅に増えているのに対して日本からの分が減少しているのは、図表7の結果と整合的である。

図表8 米国経常収支内訳 2006年から2014年までの変化額(地域別)

(億ドル)

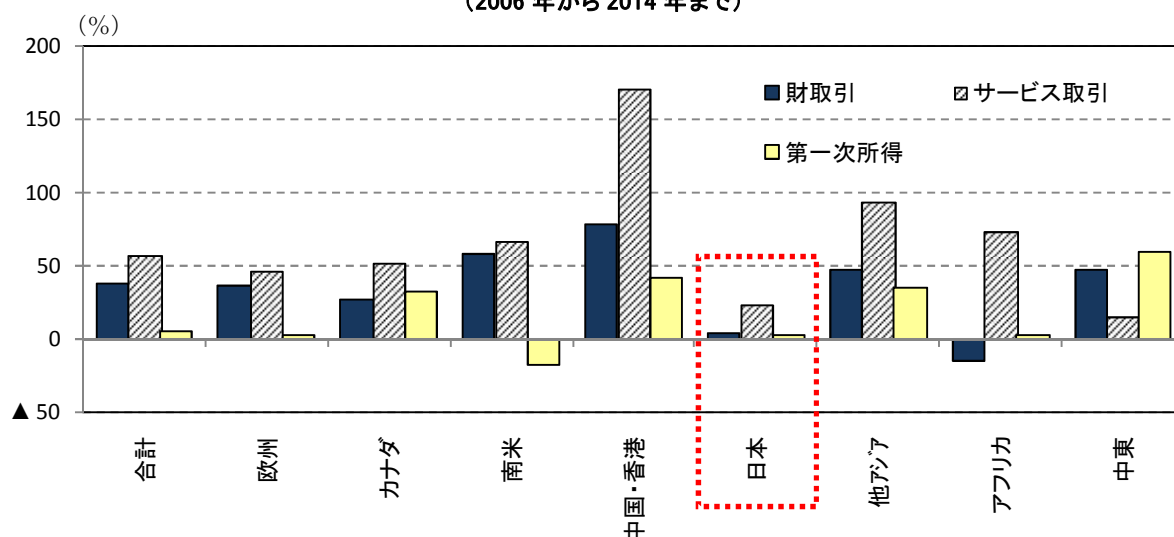
		合計	欧州	カナダ	南米	アジア	中国・香港	日本	他アジア	アフリカ	中東	その他
経常収支		3,961	1,202	545	1,675	▲ 201	▲ 563	252	111	604	223	▲ 87
貿易・サービス収支		2,570	310	538	1,104	▲ 194	▲ 521	239	88	669	154	▲ 11
貿易収支		1,015	▲ 171	354	873	▲ 743	▲ 826	231	▲ 148	644	68	▲ 10
財輸出		5,942	902	818	2,029	1,659	938	89	633	187	357	▲ 10
財輸入		4,927	1,073	464	1,156	2,402	1,764	▲ 143	781	▲ 457	289	▲ 0
サービス収支		1,555	482	184	230	549	306	7	236	25	85	▲ 1
サービス輸出		2,927	989	251	564	986	366	78	542	62	71	5
サービス輸入		1,372	507	67	333	437	60	71	306	36	▲ 15	6
第一次所得収支		1,746	838	27	451	185	▲ 23	29	179	20	69	155
第一次所得受取		1,266	498	127	▲ 21	348	71	25	252	12	95	207
第一次所得支払		▲ 480	▲ 339	100	▲ 472	163	94	▲ 4	73	▲ 8	26	52
第二次所得収支		▲ 355	54	▲ 21	121	▲ 192	▲ 20	▲ 16	▲ 157	▲ 85	0	▲ 231

(資料)米国商務省経済分析局

日本と新興国の取引規模増減における格差は、サービス貿易でも生じている。2006 年から 2014 年にかけて、米国から中国・香港向けのサービス輸出は 366 億ドル、その他アジア諸国向けは 542 億ドル増えており、南米向けも 564 億ドル増加したのに対して、日本向けは 78 億ドルの増加に過ぎない。リーマン・ショック以降の新興国・資源国の高成長の果実を米国がサービス輸出という形で得ており、これが足許における米国経常赤字縮小の主な要因の一つになったことが窺える。またそれと同時に、米国が幅広い地域とサービスの貿易を拡大させる中で、日本の存在感が相対的に弱くなっていることが示唆される。

米国の財・サービス・第一次所得それぞれにおける受取と支払額の合計を「取引規模」として、2006 年から 2014 年にかけての変化率を見ると、中国を筆頭に取引規模が大きく拡大している地域が多いのに対して、日本は財・サービス・第一次所得のいずれをとっても取引規模がほとんど拡大していない(図表9)。

図表9 米国を経由する財・サービス・第一次所得取引規模の変化率
(2006 年から 2014 年まで)



(注) 各地域との財輸出・輸入合計、サービス輸出・輸入合計、第一次所得の受取・支払合計の変化率を示したもの。
(資料) 米国商務省経済分析局

既に見たように、米国の経常赤字がリーマン・ショック前と比べて縮小したのは、米国の輸入が減ったためではなく、米国を経由する財やサービスなどの取引の流れが拡大する中で、米国自身が新興国・資源国の高成長の果実を獲得したことである。この間、米国は輸入を増やしており、過去と同様に景気回復の恩恵を他経済圏に波及させてもいる。しかし地域別に見ると、取引の増減には濃淡があり、この中で日本はあらゆる点で、他国に比べて関わりが薄くなっている可能性が指摘できよう。

(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。

「双発エンジン」を持つスペインの強みと弱み

＜要旨＞

政府債務危機を経て、ユーロ圏の中で高い成長期待が際立つスペイン経済の今後は、経済規模は小さいながらも低成長にあえぐユーロ圏経済の行く末を少なからず左右する。スペイン経済の強みは、外需主導の回復から内需主導の成長軌道に転換し、サービス業と製造業の「双発エンジン」を有する点にある。サービス業では観光産業が産業構造の 24%を占める重要な「稼ぐ力」であり、スペインの旅行収支は GDP 比 3%前後の黒字を 10 年以上続けている。製造業は構造改革を経た競争力改善により外需が先行、内需が支える形に移行した。また欧州経済の景気回復・ユーロ安・原油安も実体経済の追い風となる。しかし、構造改革の副作用で 2014 年末の失業率は 24%、若年層では 52%と突出し、「成長を実感出来ない失業者」を土台とした反緊縮勢力の台頭、財政再建路線の揺らぎ、周辺国への混乱の伝播を防ぐ点からも雇用回復の動向が注目される。

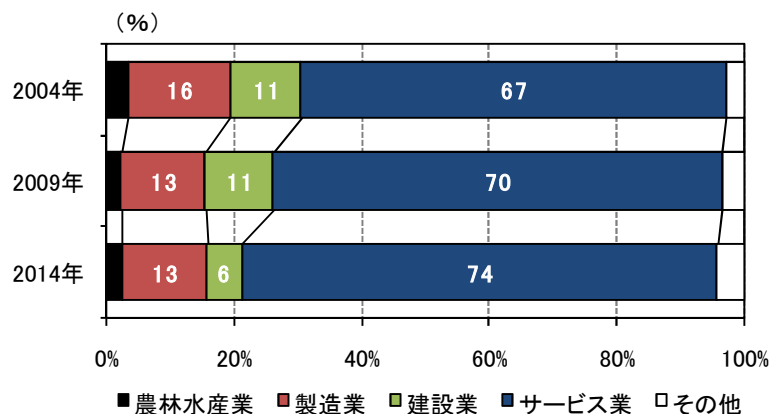
欧州委員会による2月公表の最新経済予測では、スペインの 2015 年成長率予測は、ドイツの +1.5%を 0.8 ポイント上回る+2.3%となり、ユーロ圏の GDP でみた経済規模上位 5ヶ国(ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダ)中最高となった。政府債務危機を経て高い成長期待が際立つスペイン経済の強みと、成長期待の裏側に残る弱みについて考えてみた。

1. サービス経済化が進んだ産業構造

はじめに、同じ南欧であるイタリアとスペインの産業構造を比較してみたい。イタリアとスペインは両国とも欧州債務危機時には「GIIPS」と称されたが、イタリアの 2015 年成長率予測が+0.6%であるのに対してスペインは前述したように高成長が見込まれており明暗が分かれたためである。

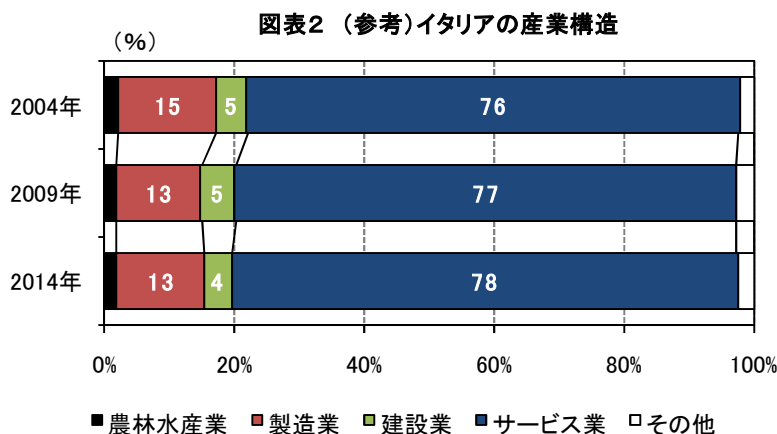
スペインの産業構造は、サービス業が 74%で製造業が 13%である。過去 10 年の主な産業構造推移を見ると、建設業が 11%から6%へとシェアを半減させたのに代わってサービス業のシェアが伸びるという形で産業構造の変化が進んだ(図表1)。サービス業の中では、観光関連産業である商業・運輸業・ホテル業が最大であり、産業構造全体の 24%に相当する。

図表1 スペインの産業構造



(資料)CEIC

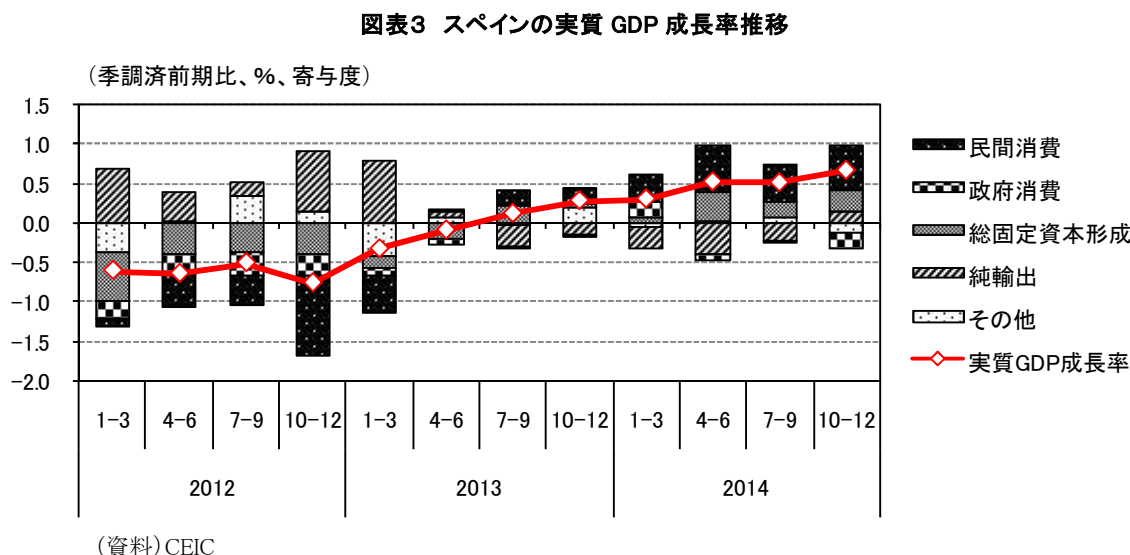
これに対し、イタリアの産業構造をみてみると、過去 10 年で製造業、建設業、サービス業のシェアにはスペイン程の変化はない(図表2)。この大括りのデータだけから断定的な比較は出来ないものの、スペインの方が、建設・不動産ブームの盛り上がりとその反動が大きかった分、イタリアよりも産業構造変化が進んだとも考えられる。



(資料)CEIC

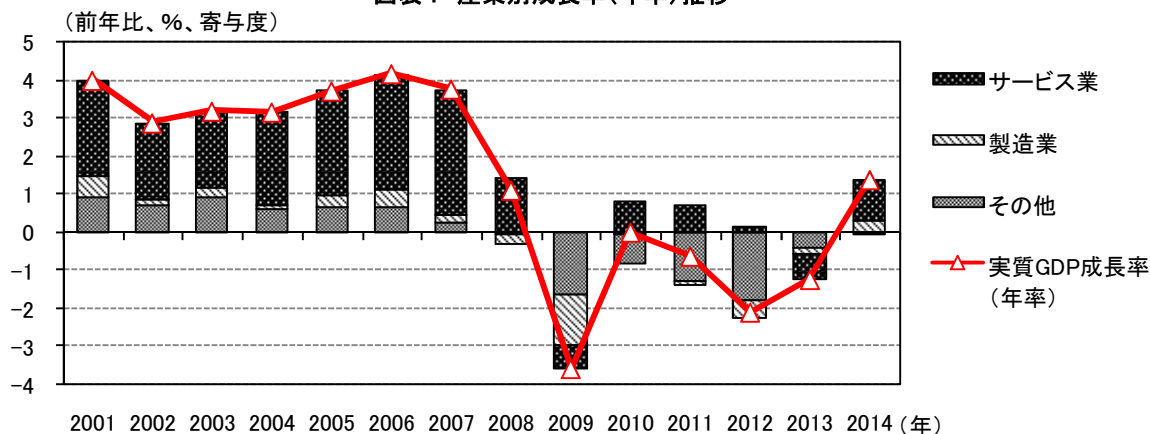
2. 外需主導から内需主導の成長軌道へ転換

次に、スペインの実質 GDP 成長率と需要項目別の寄与度を見ると、2012 年頃は「マイナス成長だが外需(純輸出)はプラス」という状況であったが、13 年半ば以降は「内需(民間消費、総固定資本形成)が牽引して全体プラス、内需堅調に伴う輸入の伸びが輸出の伸びを上回り外需はマイナス」という傾向に転じている(図表3)。



産業別により長い期間で見ると、サービス業は製造業と比較してマイナス成長の年が少ないのに対し、製造業はリーマン危機、ユーロ債務危機時の落ち込みが激しくマイナス期間も長いことから外部環境にも影響されやすいことがわかる。サービス業、製造業とも 2013 年はマイナス成長であったが、その後は成長軌道に乗り 14 年はプラス成長を回復、特にサービス業の寄与が大きい(次頁図表4)。

図表4 産業別成長率(年率)推移

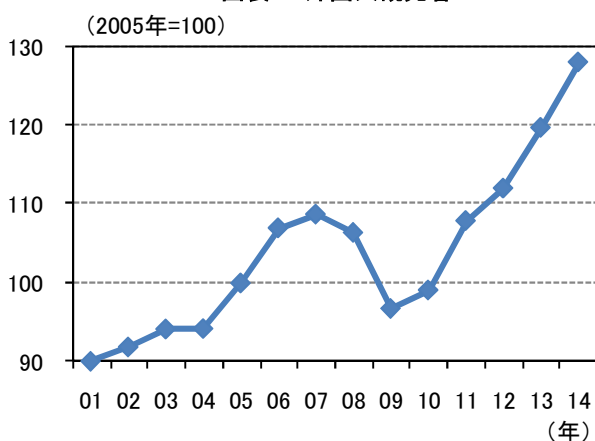


(資料) CEIC

サービス業を牽引しているのが商業・運輸業・ホテル業等の観光関連産業である。その背景となる外国人観光客の数は、リーマン危機後の2008、9年は前年割れとなったが、その後はユーロ債務危機のさなかでも増加を続け、ここ3年は過去最高を更新し続けており2014年は5600万人と人口4600万人の1.2倍となった(図表5)。英国、ドイツからの観光客が全体の4割弱であるが、両国の景気は拡大を続け旅行需要も堅調を維持すると見込まれているうえ、ちょうど今頃が夏場の多客期の予約時期であるが、原油安による航空運賃値下げや、ユーロ安効果で欧州以外からの訪問客も伸びることが期待出来ることから2015年も外国人観光客は過去最高を更新しよう。

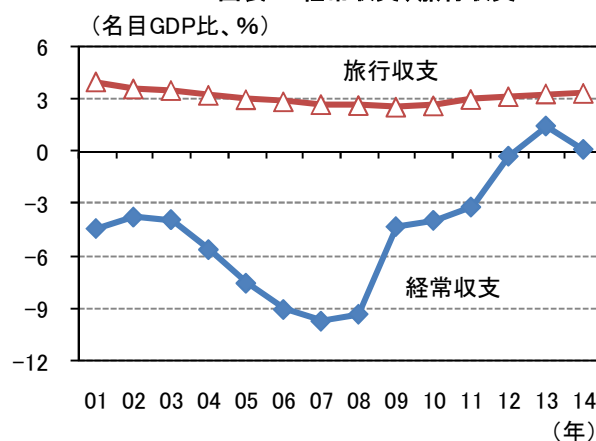
国際収支の状況を見ると、経常収支は2013年に27年振りの黒字(GDP比+1.4%)となり、14年は収支がほぼ均衡(GDP比+0.1%)した。経常収支の構成要素である旅行収支はリーマン危機時やユーロ債務危機時も含め一貫してGDP比3%前後の黒字を記録しており、観光関連産業がスペインにとって安定的な「稼ぐ力」であることが見て取れる(図表6)。なお、ここでの旅行収支とは商用含む外国人旅行者が自国で使用した金額と、自国民旅行者が海外で使用した金額の差額である。

図表5 外国人観光客



(資料) CEIC

図表6 経常収支、旅行収支

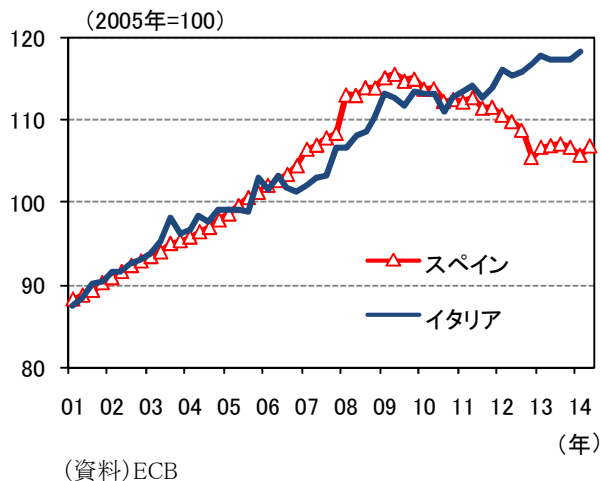


(資料) CEIC

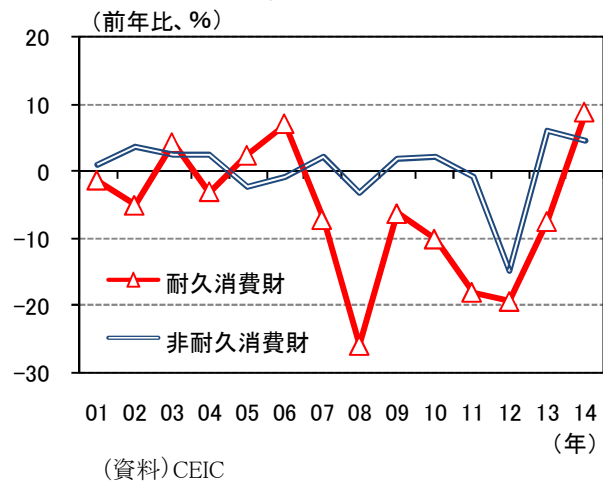
一方、製造業の回復は、まず労働コスト削減による競争力向上もあり外需が寄与し、その後を堅調な内需(民間消費)が支えた。産業構造と同じくイタリアの労働コストと比較すると、2009年頃迄

は両国共ほぼ同じペースで上昇したが、イタリアがその後も上昇を続けたのに対し、スペインは構造改革を経てコスト削減を実現した(図表7)。この差は両国の競争力・成長力格差にも繋がっていると考えられる。スペインの最近の状況については、2014年の耐久消費財生産が2006年以来8年振りに前年比プラスに転じたが、スペインの耐久消費財輸出は輸出全体の1%台であるので内需の寄与が高まったと考えられる(図表8)。また、ユーロ圏の景気回復とユーロ安が続けば内需に加えて機械・輸送機器等のユーロ圏内・圏外(米国・アジア等)への外需の伸びも期待出来よう。

図表7 単位労働コスト



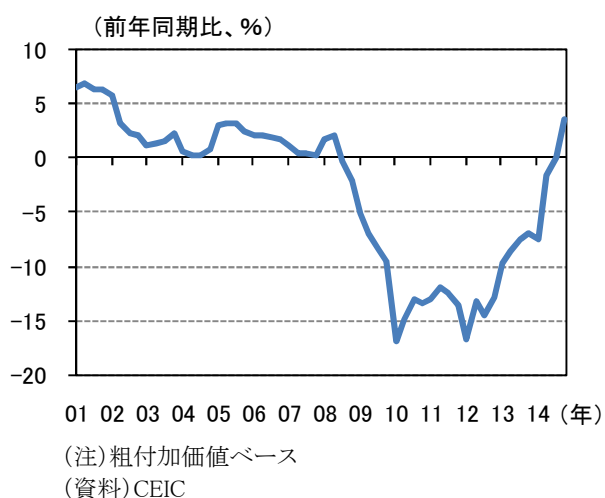
図表8 生産の状況



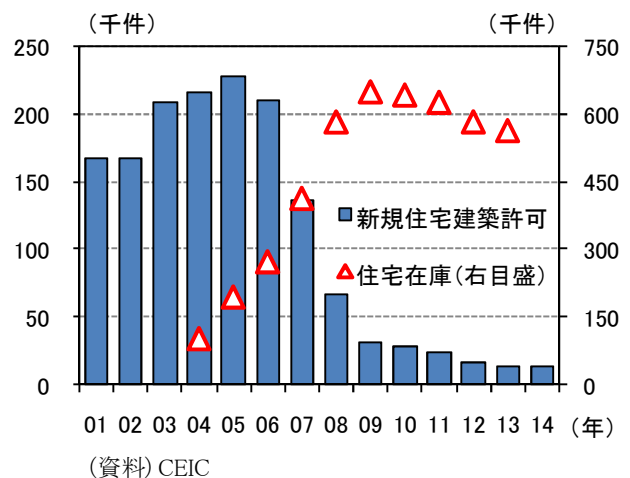
3. 住宅市場の回復は緩慢、未だ高い不良債権比率、失業率

ここで建設・不動産ブームとその反動を経た建設業と住宅市場の現状を見てみる。建設業は2014年第3四半期にリーマン危機後初の前年比プラス成長となり第4四半期には+3.5%を記録した。新規住宅建築許可件数は2014年にほぼ下げ止まりを見せ、住宅価格は15年中にも前年比プラスに転じるとみられるなど持ち直しの動きが続いている。しかし、住宅在庫は減少傾向とはいえず未だ高水準にあり、今後の住宅市場の回復ペースは緩慢なものとならざるを得ない(図表9、10)。

図表9 建設業成長率



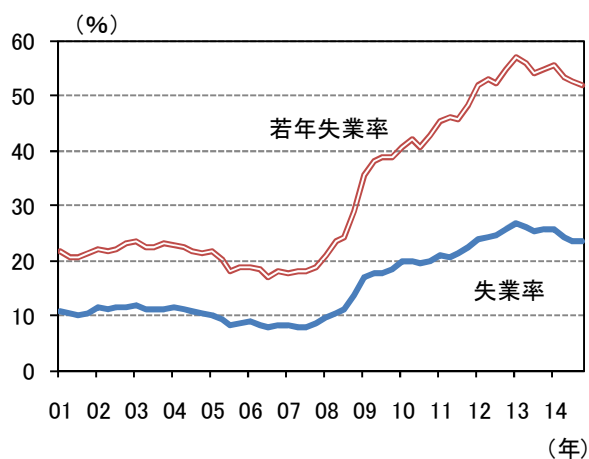
図表10 新規住宅建築と在庫



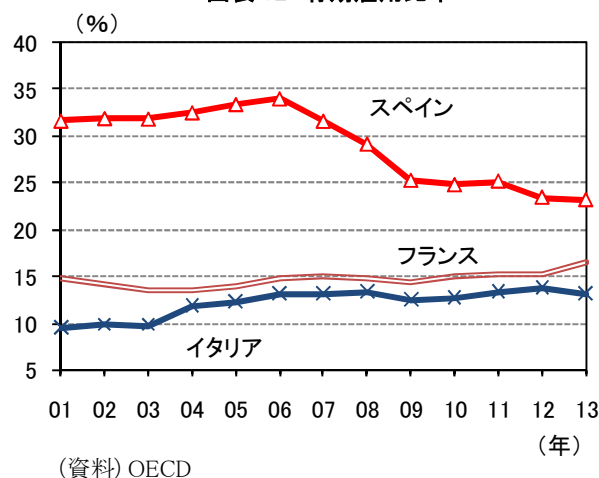
加えて金融面の調整がやや遅れており、スペイン中銀によれば、不良債権比率は 2013 年をピークに 14 年は減少に転じたものの未だ 12% 台にあり、部門別では住宅ローンの不良債権比率が 5.8%、製造業が 14.3% であるのに対して建設・不動産業は 37% と、貸出増加による回復支援は期待しにくい状況である。銀行の貸出態度はユーロ債務危機時程厳格ではないものの緩和的とも言えない。欧州中銀 (ECB) の量的緩和により資金繰り不安のような事態は抑えられるであろうが、不良債権比率高止まりも重ね合わせると、成長軌道を今暫く確認した後でなければ銀行貸出は増加し難いと思われる。逆に、量的緩和による資金利ざや縮小を受け実体経済の拡大ペースを上回って貸出が伸びる場合は不良債権の再増加などへの注意が必要である。

また、建設業の縮小をはじめとする産業構造変化の過程で失業率が上昇、高止まりしているのは構造改革の「痛み」の側面である。スペインの失業率は 2014 年末時点で 24%、若年層 (15 才～24 才) に限ると 52% である (図表 11)。同国では正規雇用労働者の解雇規制が厳しく、新規雇用の際に有期雇用契約を採用する企業が多かったことから、有期雇用比率は他国と比較して突出して高かった。そして、リーマン危機、欧州債務危機により実体経済が縮小する中、労働市場の調整は主に有期雇用労働者の削減にて行われ、これが単位労働コスト削減を通じた企業の競争力回復にも繋がったと考えられるが、今後は成長軌道が確かなものになるに連れて、その成果を雇用の回復にも繋げることが政治的にも重要な課題となろう (図表 12)。

図表 11 失業率



図表 12 有期雇用比率



4. サービス業と製造業の「双発エンジン」での巡航続く

年内に総選挙を控えるスペインの実体経済の今後は、経済規模は上位国に劣るものの低成長にあえぐユーロ圏経済の行く末を少なからず左右する。以上みてきたスペイン経済の強みと弱みをまとめると次のように整理できよう。

スペイン経済の強みは、観光関連産業をはじめとするサービス業と製造業の「双発エンジン」を有する点にある。原油安に加え、欧州中銀 (ECB) の量的緩和 (国債購入) による低金利とユーロ安も当面の追い風となるだろう。

弱みは、不良債権比率高止まりに見られるバランスシート調整の遅れと、失業率高止まりに示さ

れる労働市場調整・雇用回復の遅れである。このうち前者の金融面の脆弱性については、ECB の量的緩和(国債購入)による即効的な貸出刺激効果(ポートフォリオ・リバランス効果)は期待出来ないものの、資金繰り不安抑制効果は期待出来ることから金融不安再燃リスクは低いと考えてよからう。これに対して後者の労働市場の改善の遅れについては、年内に総選挙を控え「成長を実感出来ない失業者」を土台に反緊縮を唱える勢力が台頭し、財政再建路線が揺らぎ、周辺国へ混乱が伝播する事態を未然防止するためにも高失業率への対処、雇用回復への目配りがより求められる局面を迎えつつあり 2015 年の注目点と言えよう。

なお、「双発エンジン」を有する強みゆえに将来的に意識すべきリスクとしては、仮にユーロ安と原油安に調整が働いた場合の影響にある。現在の原油安・ユーロ安が「双発エンジン」のサービス業と製造業双方に追い風であることの裏返しで、原油高・ユーロ高局面となれば双方に逆風となる。当面の追い風を受け 2015 年の成長軌道は予想を上振れする可能性もあるが、それは「追い風参考」と捉えるべきかも知れず、実体経済の実力を過大評価することのないよう注意したい。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@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。