

2015. 9 No.41

三井住友信託銀行

調査月報



時論

中国経済の明と暗、楽観と悲観.....1

経済の動き

2015・2016年度の内外経済見通し

～日本の景気回復を左右する為替動向～.....3

異例の超金融緩和脱却を模索する英国.....10

時 論

中国経済の明と暗、楽観と悲観

中国経済の失速懸念、人民元の基準値切り下げを機に、世界経済と金融市場が揺れている。株式市場は世界同時株安となり、新興国通貨が下落し、原油をはじめとする資源価格も一段と切り下がっている。グローバルマネーの“リスクオフ”や“巻き戻し”が実体経済や市場の不安定性を増幅させる懸念も拭いきれない。

私見では、短期的には中国経済の大幅な失速、すなわち(統計の信頼性はさておき)実質成長率が政府目標を大幅に下回る 4～5%程度まで落ち込むことは回避されると見ている。中国では余剰労働力が相当程度解消してきたとは言え、4～5%程度まで成長率が落ち込めば、雇用不安、社会不安ひいては現政権への非難を惹起しかねないであろうし、政府も、地方政府の投資積み増しという従来型の嫌いはあるものの、断続的な景気対策を取り始めているためである。

中国の主要都市の住宅価格は上昇に転じる都市が増えており、小売売上高にも底打ちの兆しが見え始めた。人民元の基準値切り下げは、ドル連れ高となった人民元をスポット価格に合わせた調整で収まりそうであり、各国を通貨切り下げ競争や保護主義に走らせる近隣窮乏化政策というほどのものではない。米国の景気回復は堅調であり、ユーロ圏も緩やかなプラス成長を持続している。中国の輸出は一気に息を吹き返すことはないにせよ、一定の景気下支えにはなるであろう。中国の内需が上向けば、中国のアジア市場向け輸出ドライブ圧力は幾ばくかは軽減するであろうし、アジア諸国の中国向け資本・中間・消費財輸出が増えるという効果も見込める。

このように短期的には、中国経済の急速かつ極端な悪化は一応、避けられるとしても、中長期的な時間軸で見ると、マクロ経済面の懸念は小さくない。それは、中国経済は将来的には 3 つの罠—「相互補完性の罠」「中所得国の罠」「高所得国の罠」—に陥る可能性があると考えられるためである。

「相互補完性の罠」とは、一国の経済社会システムを形成する様々なサブシステム—中国で言えば、「共産党一党支配」「財政・金融機能の国家支配」「主要産業における国有企業の独占・優遇」「投資依存の成長戦略」「税源乏しい投資主体としての地方政府」等—が相互に依存し合い、強め合って存在し、一つのサブシステムが単独・先行して変わることを他のサブシステムが阻止し、経済社会システム全体が容易には変わらない(変えられない)現象であり、中国が抱える多くの諸問題はこの「罠」で説明できる(この点は従前、拙稿(2013年9月号)でも取り上げた)。

中国政府は「新常态」を掲げ、投資偏重の景気対策の抑制、国有企業の統合・整理や国有比率の引き下げ、金利規制の緩和、地方政府の借換債発行枠拡大などに取り組み、技術力とブランド力強化を目指した製造業ビジョン「中国製造 2025」を策定し、過大な供給力の調整・解消を海外に求めるべく、「一帯一路」構想や AIIB 設立に注力している。

一見、サブシステムの改革を目指した理に適った諸施策に見えるが、習近平政権が権力基盤強化になりふり構わず邁進したことと相まって、「共産党一党支配」は微動だにせず、このため「相互補完性の罠」の力が作用し、他のサブシステムも全体システムも本質的には変わっていないと言え難い。

「ルイス転換点」に到達した今日の中国経済の真の課題は、先進国の技術模倣とその大量生産に頼ら

ず、独自の技術革新力・製品開発力・グローバル競争力を高めることにある。そのためには、経済運営において非効率と利権の癒着を生みがちな国有企業のウェイトを下げ、価格や市況をシグナルとして投資・生産・製品開発を行い、市場・消費者・パラダイムの変化に柔軟に対応できる民間企業を数多く生み出すことが必要であるが、「相互補完性の罠」はその実現を妨げるであろう。「中国製造 2025」「一带一路」「AIIB」も国家資本主義的性格が強いようでは、過剰設備・過剰投資・国進民退を温存することになりかねないのではないかな。

このことは、中国経済においてイノベーションによる生産性の上昇が不十分なものとなり、経済成長率や一人当たり所得の伸びが下方屈折して高所得国入りができない「中所得国の罠」に陥っていくことと同義となる。

さらに、中国は 2012 年に生産年齢人口が減少に転じ、2020 年代半ば以降は総人口も減少し始めるなど、少子高齢化が急速に進行していく。こうした人口動態は、財政事情の悪化、潜在成長率や全要素生産性の低下、経済の長期停滞、デフレ傾向の強まりといった先進国が等しく経験しつつある「高所得国の罠」に、中国が高所得国入りすることなく陥っていくことにもつながっていく。

一方、こうしたマクロパフォーマンスとセミマクロ、ミクロとでは異なった光景が見えてくる。

すなわち中国の富裕層・準富裕層・中間層はいずれも増え続け、その絶対数は世界市場の中で突出したものであることに変わりはない。耐久消費財のみならず多種多様なサービス需要も急速に拡大し、中国経済の成長率がたとえ 4～5%程度まで落ち込もうとも、グローバル規模で展開する企業にとっては魅力的かつ最重視する市場であり続け、生産・販売の拠点やネットワークを構築にしのぎを削るだろう。

また、足元(2015 年 4～6 月期)の地域毎の成長率(前年同期比)を見ると、重慶市は 11%、北京市・上海市は 7%、山西省は 3%弱という具合に大きなバラツキがある。今後も国有企業や素材・資源関連業種への依存度が高い地域と、家計向けサービス産業を中心とする地域との間では大きな成長力格差が出てくるだろう。

このように中国経済は、マクロで語れば「短期は小康、中期は警戒、長期は悲観」であるが、「マクロは警戒、ミクロ市場は楽観」「第 1 次・2 次産業は悲観、第 3 次産業は楽観」「沿岸大都市部は楽観、内陸企業城下町は悲観」とも表現できる。

中国経済を平均値や一括りの言葉で表現することの意味がますます薄れてくると考えられ、中国経済の何を、どこを、どのくらいの期間を対象にするのか明確して論じていく必要があるだろう。

(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。

2015・2016 年度の内外経済見通し ～日本の景気回復を左右する為替動向～

<要旨>

日本の 4-6 月期実質 GDP は、個人消費や輸出の下振れによってマイナス成長となったが、この先は円安を追い風にした堅調な企業収益を背景に、賃上げや設備投資が進むとみられ、緩やかに景気回復に向かうと予想される。

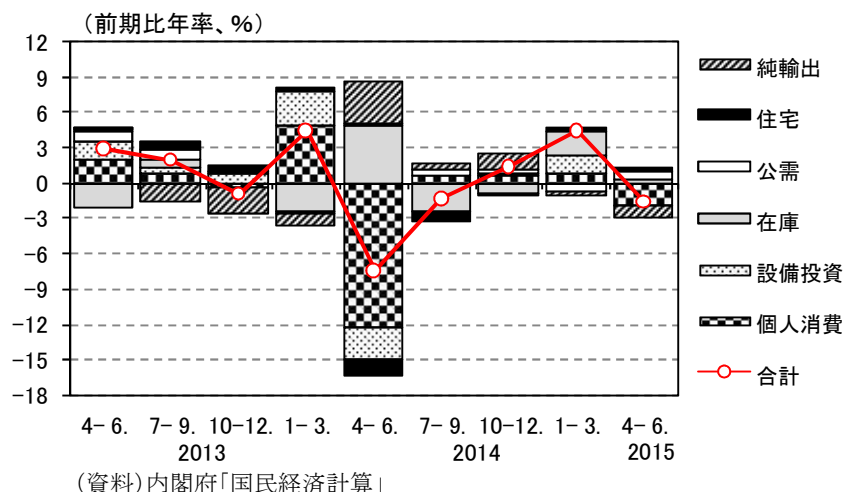
景気の悪化が懸念される中国経済は、立て続けの景気刺激策によって内需に底入れの兆しがみられ、日本含むアジア諸国にとって外需環境の一段の悪化は避けられよう。

為替については、日米金融政策の方向感の違いから、目先は円安が進展し、日本の企業業績を下支えするとみられる。ただし、米利上げ開始後の円安材料出尽くしや、日本の成長率やインフレ率が弱含む中で、10 月以降の金融政策決定会合において日銀が追加緩和を見送った場合の市場の緩和期待後退をきっかけとして、為替が大きく円高に転じた場合に、企業収益を起点とした景気の好循環が途絶えるリスクには留意したい。

1. 日本の 4-6 月期実質 GDP は前期比マイナス

日本の 4-6 月期実質 GDP 成長率(1次速報値)は、前期比年率▲1.6%と三四半期ぶりのマイナス成長となった(図表1)。今年5月に公表した前回の経済見通し『2015・2016 年度の内外経済見通し～長期化する主要国の緩和的金融環境～』では、「2015 年度の成長率は緩やかなものになる」とみて、市場予想と比べてやや慎重な予想を置いたが、実際の 4-6 月期成長率は消費や輸出の下振れによって予想を更に下回る結果となった。4-6 月期のマイナス成長は一時的であり、7-9 月期からは持ち直すとの見方が一般的であるが、足元の景況感は冴えなく、この先も景気の下振れリスクが懸念される。そこで本稿では、日本の内需環境と、中国を中心とした外需環境を改めて点検し、この先の経済・金融環境の見通しを考察する。

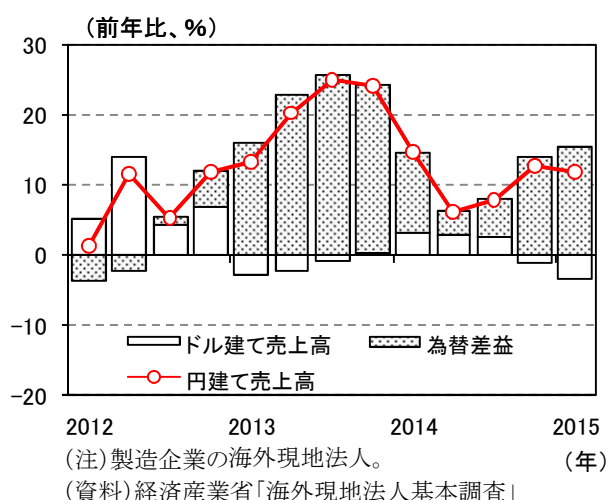
図表1 日本実質 GDP



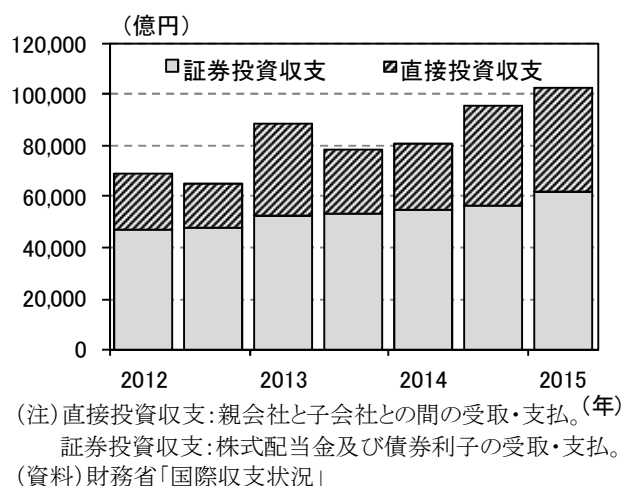
2. 日本経済～堅調な企業収益を背景に先行きは緩やかに回復

4-6 月期の経済成長率はマイナスに転じた一方で、上場企業の経常利益は過去最高を更新している。企業収益が好調な要因には、2012 年後半から続く円安の進展があろう。日銀による量的質的金融緩和を背景に円安が進んだことで、海外事業で発生した為替差益によって親会社が受け取る配当が増加し、海外との配当金や利子の受取・支払による第 1 次所得収支の黒字額は過去最高を更新した(図表 2、3)。

図表 2 海外現地法人売上高

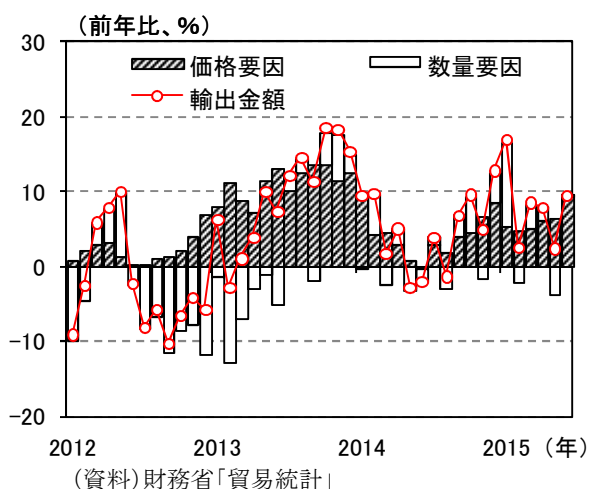


図表 3 第 1 次所得収支内訳

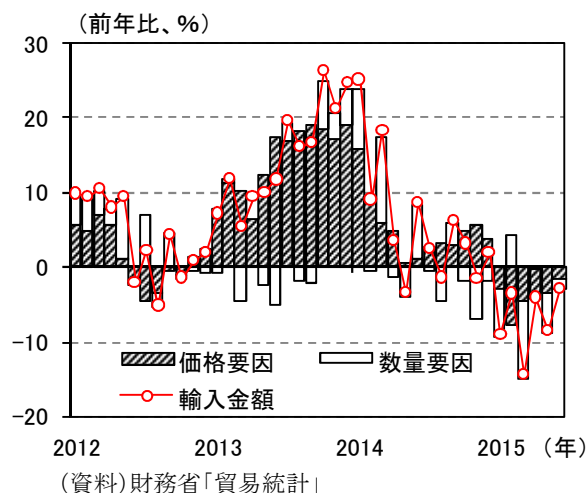


また、円安によって海外での売上のみならず日本からの輸出に対しても為替差益が発生した(図表 4)。円安の進展は輸出金額だけでなく、輸入金額も増加させたが、2014 年後半以降は原油価格の下落によって価格要因が前年比マイナスとなり、輸入金額が減少している。原油価格の下落は、輸入コストの減少を通して企業収益を下支えするのみならず、電気代やガソリン代の下落を通して家計の負担を軽減させると考えられる(図表 5)。

図表 4 輸出内訳

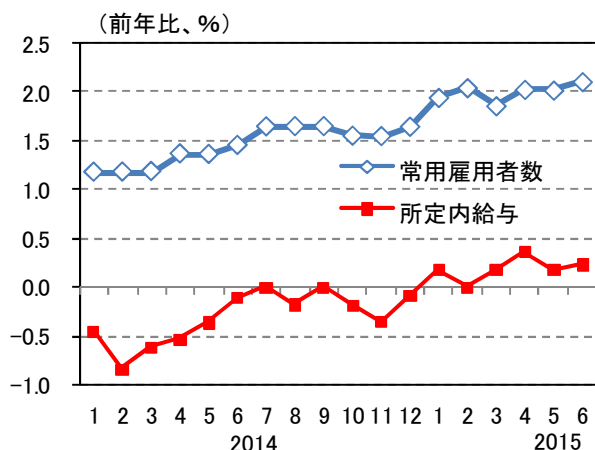


図表 5 輸入内訳



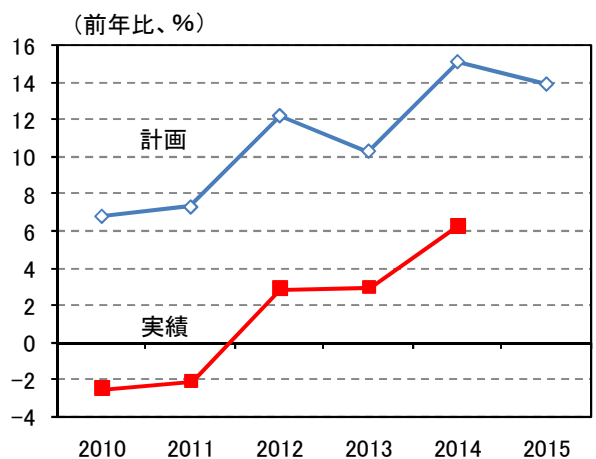
堅調な企業業績を背景に、雇用者数は増加が続いており、さらに 2015 年に入ってから所定内給与が前年比プラスに転じており、この先消費は持ち直すと予想される(図表6)。また、設備投資計画は高水準を維持しており(図表7)、足元の機械受注の動向からも設備投資は底堅く推移するとみられる。以上のように、4-6 月期に下振れた消費や設備投資を取り巻く環境には改善がみられるため、日本の内需は緩やかに回復に向かおう。

図表6 雇用者数と所定内給与



(資料)厚生労働省「毎月勤労統計」

図表7 設備投資計画と実績



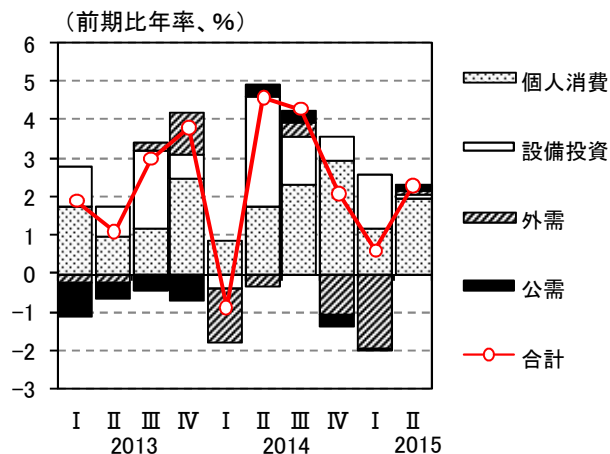
(資料)日本政策投資銀行「設備投資計画調査」(年度)

2. 海外経済

(1) 先進国経済～米国・英国は成長率が改善し利上げ時期が接近

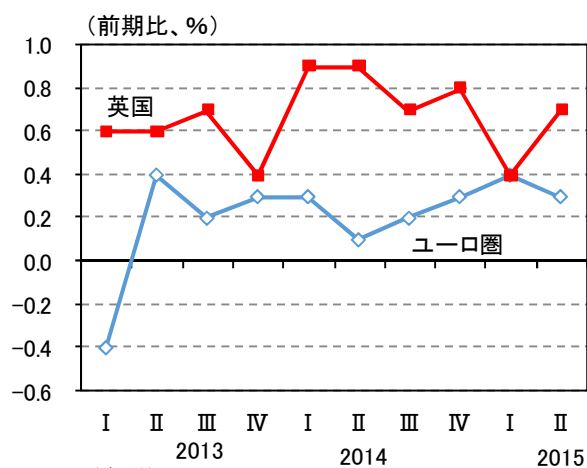
米国の 4-6 月期実質 GDP 成長率は個人消費の伸びを主因に前期比年率+2.3%に回復し(図表8)、7月の米連邦公開市場委員会(FOMC)公表文では、「利上げに必要な労働市場の改善はあと幾分」と利上げ時期の接近が示唆された。主要国の中で米国に次いで利上げに向かうであろう、英国の成長率は前期比+0.7%に持ち直し、英中央銀行のカーニー総裁は、「利上げの時期が近づいている」と語った(図表9)。ユーロ圏の成長率は前期比+0.3%と緩やかな景気回復が続いている。

図表8 米国実質 GDP



(資料)米商務省

図表9 英国・ユーロ圏実質 GDP



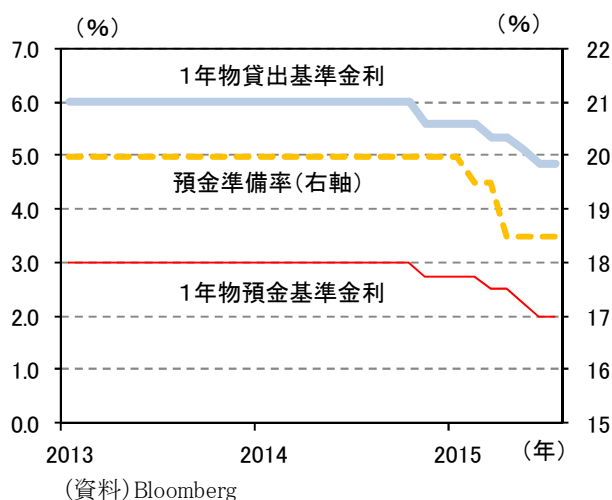
(資料)Bloomberg

(2) 中国経済～立て続けの景気刺激策により一段の悪化は避けられる見込み

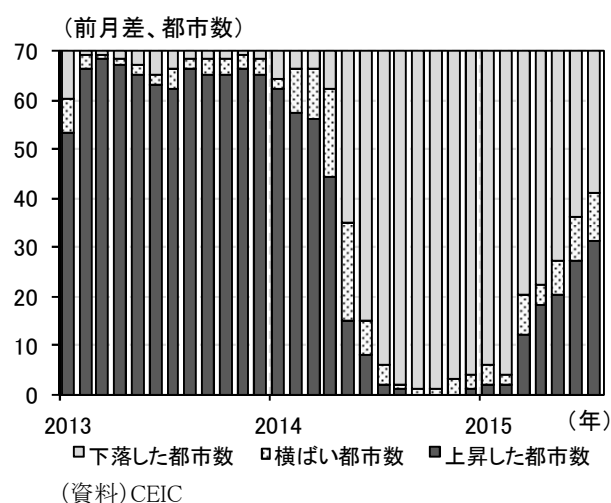
今年6月以降の上海株の急落もあり、中国の景気減速が海外経済に波及する懸念が広がっている。ここでは、世界第2位の経済大国であり、特に日本含むアジア諸国に影響を与える中国経済の先行きを考察する。

固定資産投資の鈍化が顕著な中国は、基準金利の引下げに加えて、預金準備率を引き下げて景気のコク入れを図った(図表 10)。さらに中国人民銀行による住宅ローンの規制緩和もあり、2015 年に入ってから沿岸部を中心に住宅価格が上昇する都市が増えている(図表 11)。

図表 10 貸出・預金基準金利と預金準備率

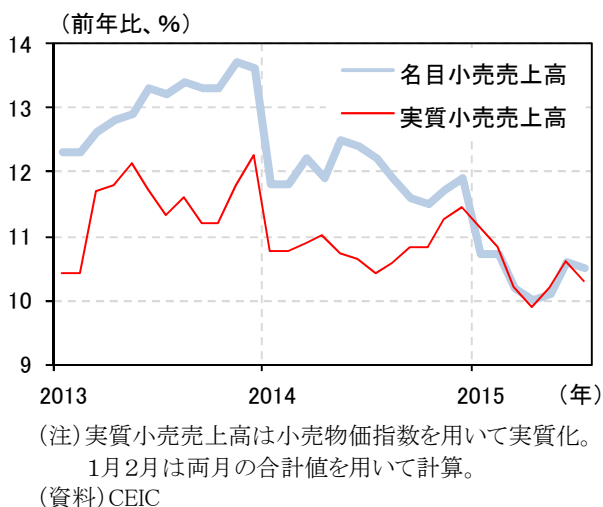


図表 11 中国住宅価格

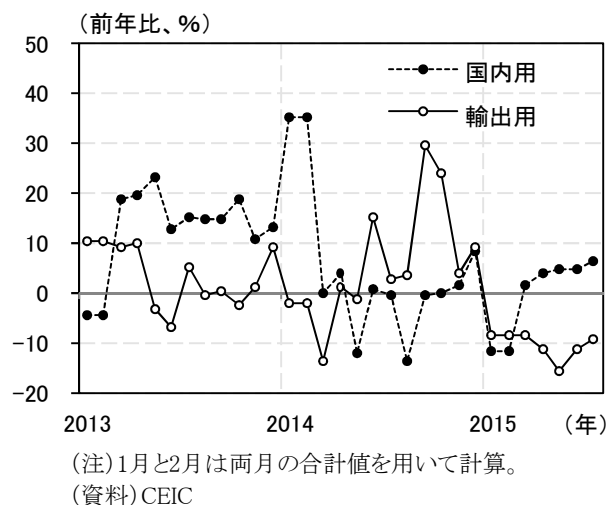


また、個人消費も緩やかに減速していたが、小売売上高の伸びは4月に底を打ったようにみえる(図表 12)。中国の内需持ち直しを背景に、中国の輸入減少を通じた海外経済に対するマイナスの影響は今後落ち着いていくと予想される(図表 13)。

図表 12 中国小売売上高

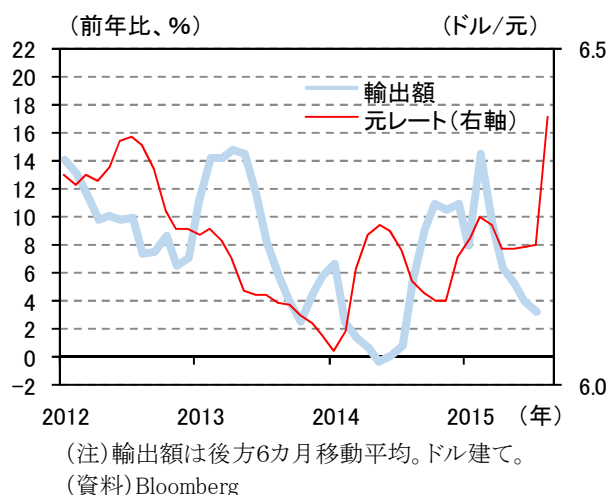


図表 13 中国輸入金額

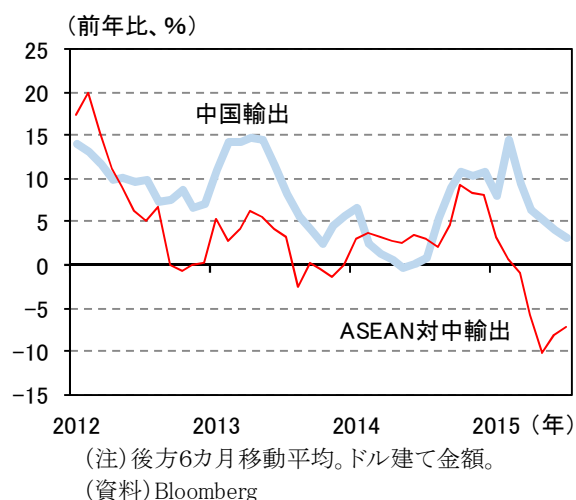


中国では、内需の減速のみならず、元高による輸出の伸び鈍化も景気悪化に拍車をかけていた。そこで、他国通貨と比較して人民元が増価したことで低下していた輸出競争力を高めるために、中国政府は人民元レートの基準値を約 4.6% 切り下げた。これにより、一層の輸出鈍化は避けられとみられる(図表 14)。日本含む他国にとっては、中国の輸出競争力が増すことで、輸出シェアが奪われるというマイナスの影響が懸念されるが、中国の輸出が増加した場合は、アジア圏を中心に中国向け中間財輸出が底上げされるプラスの影響も一部生じよう(図 15)。

図表 14 元レートと中国輸出



図表 15 中国輸出とASEANの中国向け輸出



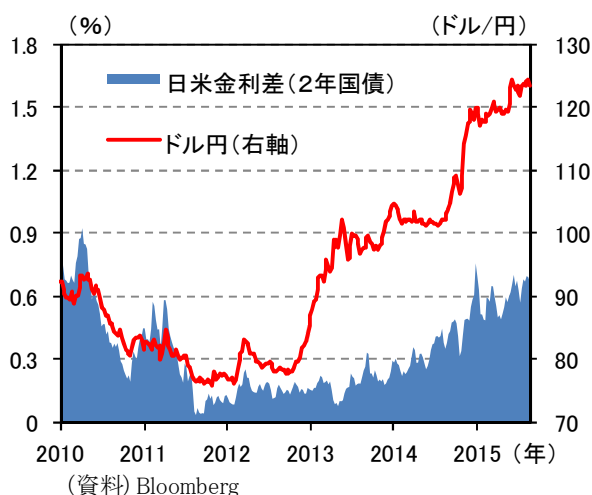
3. 為替～円安がメインシナリオも日米金融政策の転換点で円高リスクに注意

ドル円レートは、このところ 120～125 円の水準で推移している。この先、米国は政策金利の引き上げが始まる一方で、日本はインフレ率の低下による金融緩和の長期化と、日米で金融政策の方向性の違いは明確であることから、ドル円レートは円安方向に推移することがメインシナリオになる。

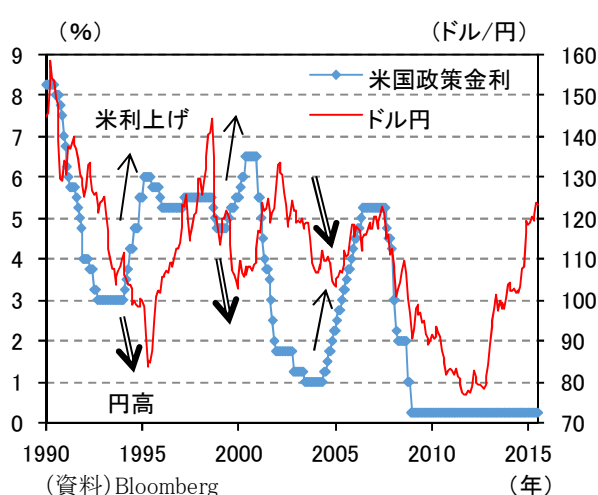
ただし、この先の米国の利上げについては、既に市場に織り込まれていると考えられるため、利上げが開始されたとしても円安が進まないこともあろう(次頁図表 16)。実際に過去3回の米国利上げ局面をみても、利上げ後には円高が進んでいる(次頁図表 17)。この先中国リスク以外で特に円高に振れるリスクが意識される時期は、短期的には①米利上げ開始(もしくは利上げペースの明確化)による材料出尽くし後、②CPI コアが伸びない中で 10 月以降の金融政策決定会合において日銀が追加緩和を決定しない場合が考えられる。さらに長期的な目でみると、③インフレ率が 2%に達せず日銀の異次元緩和が行き詰まった場合、または④インフレ率が 2%に近づき緩和が縮小される局面では、金融政策の方向が変わるため、為替が円高に転じる可能性が高まる。

これまで円安による為替差益が企業業績を押し上げたことで、設備投資を増やす動きが出始めたり、企業の雇用者数増加や賃上げが消費の下支えとなったと考えられるが、この先持続的な円高トレンドに転じるとなると、好調な企業業績を背景とした景気の好循環シナリオが途切れる可能性が高まろう。

図表 16 日米金利差とドル円レート



図表 17 米国政策金利とドル円レート



4. まとめ～この先の経済・金融環境の見通し

この先の日本経済は、堅調な企業収益を背景に、賃上げや設備投資が進むとみられ、景気は緩やかに回復に向かうと予想される。中国経済の減速が続くことで輸出の減少が続くリスクが懸念されるが、立て続けの景気刺激策によって中国経済は底入れの兆しがみられ、日本含むアジア諸国にとって外需環境の一段の悪化は避けられよう。

為替については、日米金融政策の方向感の違いから、目先は円安が進展し、日本の企業収益を下支えするとみられる。ただし、米利上げ開始後の材料出尽くしや、日本の成長率やインフレ率が弱含む中で、10月以降の金融政策決定会合において日銀が追加緩和を見送ったことによる市場の緩和期待後退をきっかけとして、為替が大きく円高に転じた場合に、企業収益を起点とした景気の好循環が途絶えるリスクには留意したい。

(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。

総括表 2015・2016年度の内外経済見通し
(作成日：2015年8月24日)

	2015年度		2016年度		2015上	2015下	2016上	2016下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2000年基準>								
国内総支出	531.1	1.0	540.6	1.8	0.3 1.0	0.7 1.0	0.9 1.5	1.1 2.0
民間最終消費	307.8	0.1	312.2	1.4	-0.4 0.1	0.6 0.2	0.6 1.1	1.2 1.8
民間住宅投資	13.5	2.3	14.4	6.7	3.2 0.2	1.2 4.5	3.6 4.9	4.6 8.5
民間設備投資	74.6	3.8	77.5	3.9	1.9 3.4	2.1 4.1	1.7 3.7	2.3 4.2
民間在庫品増加(実額)	-1.4	寄与度 -0.0	-2.1	寄与度 -0.1	-0.9	-2.0	-2.0	-2.3
政府最終消費	103.7	1.1	104.7	1.0	0.7 1.2	0.3 1.0	0.5 0.8	0.6 1.1
公的固定資本形成	23.1	1.4	22.9	-1.0	2.0 2.5	-1.2 0.6	-0.3 -1.5	-0.3 -0.7
財貨・サービス輸出	91.9	0.1	96.3	4.8	-3.2 1.0	2.3 -0.8	2.4 4.6	2.3 5.0
財貨・サービス輸入	81.4	1.1	85.3	4.7	-1.1 0.9	2.1 1.2	1.9 3.8	3.5 5.6
内需寄与度	1.2	民需 0.9	1.8	民需 1.7				
外需寄与度	-0.2	公需 0.3	-0.1	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	502.0	2.3	513.6	2.3	1.2 2.7	0.7 1.9	1.3 1.9	1.4 2.7
GDPデフレーター	94.5	1.3	95.0	0.5	1.7	0.9	0.4	0.6
企業物価 *(10年=100)	103.9	-1.3	105.1	1.2	-2.4	-0.1	-0.1	3.2
輸出物価 *(10年=100)	116.8	5.0	120.2	2.9	4.9	5.1	5.1	-7.4
輸入物価 *(10年=100)	118.8	-5.1	121.2	2.0	-8.5	-1.7	-1.7	0.4
消費者物価 *(10年=100)	103.4	0.2	104.6	1.2	0.0	0.4	1.1	1.2
鉱工業生産 *(10年=100)	99.7	1.3	104.2	4.5	0.8	1.8	4.0	5.0
失業率 (%)	3.3	-0.2	3.2	-0.1	3.4	3.3	3.2	3.2
雇用者数 *(万人)	5,636	0.5	5,662	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.5	—	0.7	—	0.4	0.6	0.6	0.7
新設住宅着工戸数 (万戸)	94.4	7.2	98.9	4.8	93.7	92.6	100.8	96.6
貿易収支 (10億円)	-1,114	—	-2,088	—	-248	-866	-448	-1,640
輸出 *(10億円)	78,342	3.6	84,150	7.4	3.1	4.0	10.2	4.9
輸入 *(10億円)	79,456	-3.3	86,238	8.5	-7.6	0.8	10.7	6.6
第一次所得収支 (10億円)	19,865	—	19,103	—	10,417	9,448	4,811	4,741
経常収支 (10億円)	14,392	—	12,827	—	7,931	6,461	6,954	5,873
マネーサプライ *(M2、兆円)	915.0	3.7	949.8	3.8	3.7	3.7	3.8	3.8
ドル/円レート (円、期中平均)	124.8	—	128.7	—	122.6	127.0	128.5	128.9
輸入原油価格 (ドル/バレル)	51.4	—	57.0	—	51.8	51.0	55.0	59.0
米国実質GDP(10億ドル)	16,327	2.3	16,757	2.6	1.4	2.6	2.7	2.5

(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)

	4-6	7-9	10-12	2016/1-3	4-6	7-9	10-12	2017/1-3
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	0.40	0.43	0.40	0.41	0.44	0.45	0.46	0.49
ドル/円レート	121.4	123.8	126.3	127.8	128.3	128.8	129.0	128.8

→予測

異例の超金融緩和脱却を模索する英国

＜要旨＞

英国ではサービス業中心に内需主導の底堅い景気回復が続いている。足下のインフレは財価格下落がサービス価格上昇を相殺しており、英中銀のインフレ目標+2%に対して2015年7月の消費者物価上昇率は前年比+0.1%にとどまった。

しかし、国内の賃金・雇用の状況は労働市場の緩み(スラック)縮小・雇用のミスマッチ発生を示唆しており、今後は賃金や労働コストの上昇からインフレ圧力が徐々に高まっていくと見込まれことから、英中銀は米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ後、2016年前半にも利上げを実施しよう。但し、それは異例の超金融緩和状態からの脱却であり、その後の政策金利推移は早期かつ大幅な利上げとはならず、利下げの可能性も含めた小刻みなものとなる。

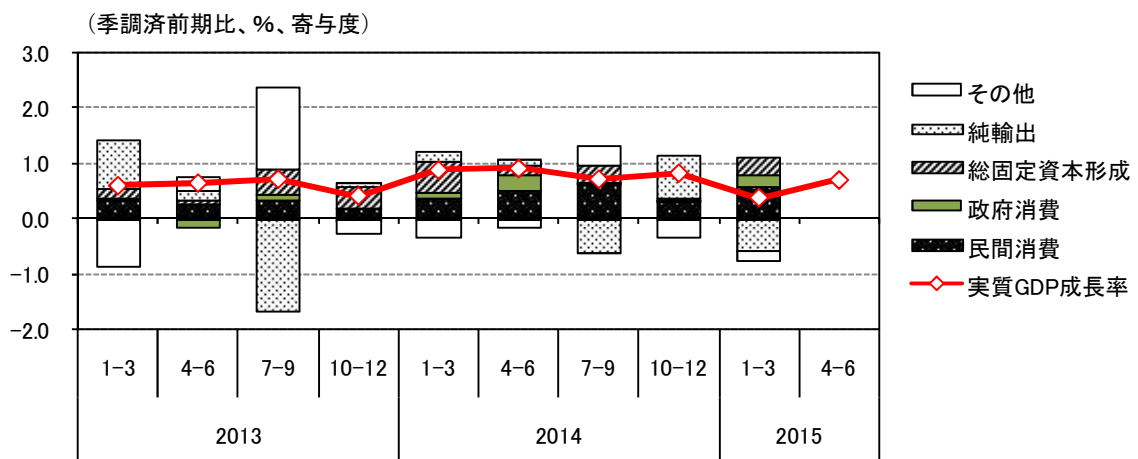
世界経済減速、原油価格下落、英ポンド高による輸入物価下落等の外部リスクもあるが、国内環境に応じた適時の利上げ実施、異例の超金融緩和状態脱却により、利上げ・利下げ双方向の金融政策手段を確保しておくことが金融政策への信認向上ともなると考えられる。

1. 内需主導の景気回復が続く英国

英国では底堅い民間消費を中心とした内需主導の景気回復が続いており、2015年第2四半期の実質GDP成長率は年率換算で+2.8%(季調済前期比+0.7%)となった。(図表1)。原油価格や輸入物価下落による家計の実質所得増加もこれをサポートしているとみられる。

本稿では、主要先進国の中で、米国の次に利上げが見込まれる英国の動向をみていくこととしたい。

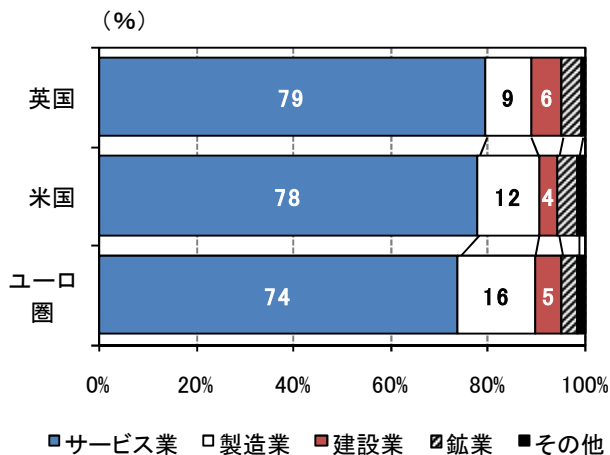
図表1 英国の実質GDP成長率



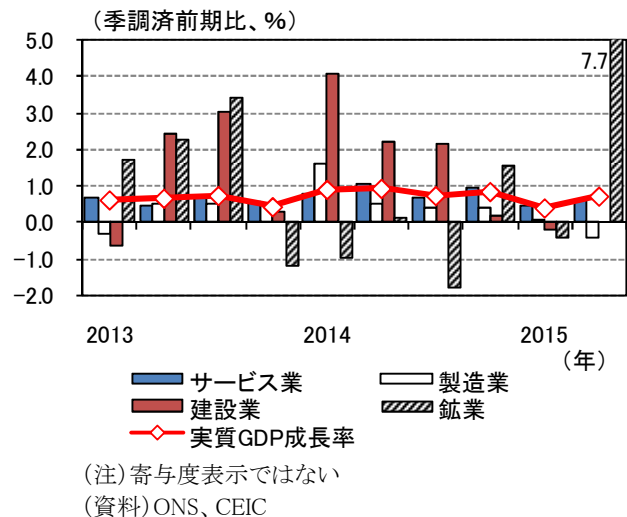
(資料) 英国家統計局(ONS)、CEIC

米国やユーロ圏と比較した英国の産業構造の特徴はサービス経済化の進展で、英国ではサービス業の比率が約8割に達している一方製造業の比率は1割にも満たない。産業別の成長率は、サービス業で底堅いのに対し、製造業・建設業・鉱業では好不調の振幅がやや大きい。経済全体の成長率は8割を占めるサービス業の成長率に沿った動きをしており、世界経済とりわけ外需の影響は受けにくく、経済変動の振幅は大きくないことがわかる(図表2・3)。

図表2 産業構造の各国比較



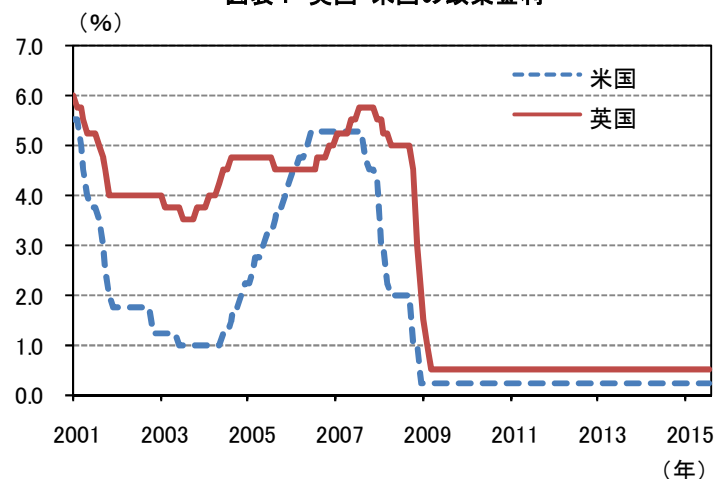
図表3 産業別の成長率



2. インフレ・雇用の動向

リーマン危機後、英国では異例の超金融緩和状態が6年以上続いている。危機以前には長期間の引き締め・緩和サイクルを繰り返す米国の金融政策と比較して、英国ではより小刻みな金融政策運営がとられてきたことがみてとれる(図表4)。

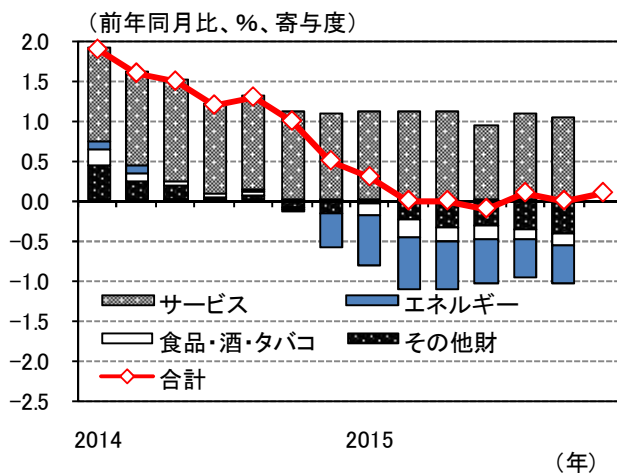
図表4 英国・米国の政策金利



英中銀は成長と雇用の状況にも目配りしつつ物価安定を目指しており、インフレ目標は消費者物価上昇率前年比+2%であるが、2015年7月の同上昇率は前年比+0.1%と足下のインフレ動向は落ち着いている。財価格下落がサービス価格上昇を相殺した(次頁図表5)。

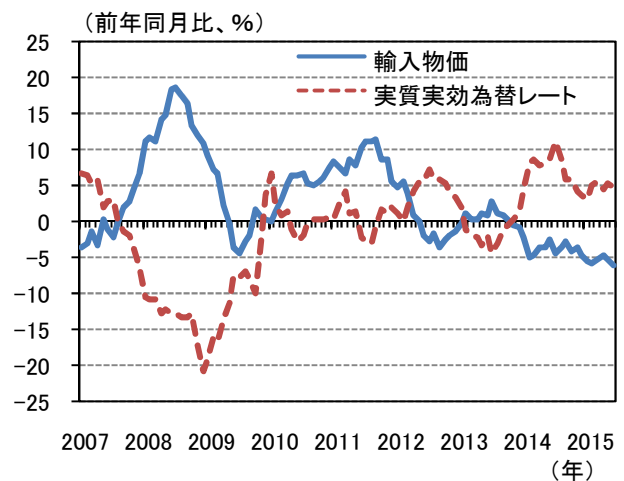
財価格下落は原油価格等のエネルギー価格と、英ポンド高による輸入物価全般の下落の影響が大きい(図表6)。この内、原油価格下落の影響を前年比でみると、1バレル 50 ドル割れの状況が続くと仮定すると 2016 年 1 月に一旦物価を押し上げるとみられるものの、2016 年前半はインフレ押し下げ要因となる。また、図表6のとおり、英国の輸入物価と英ポンドの実質実効為替レートには概ね逆相関の関係があり、英中銀としては利上げにより英ポンドがさらに強くなることは避けたいと推定される。これら外部要因に対して、国内要因であるサービス価格の上昇が加速するか否かは、国内の賃金の上昇がサービス価格上昇に繋がっていくかにかかっている。なお、世界的に価格水準が収斂しやすい財価格と比較すると、サービス価格は各国・地域間の代替性が相対的に低いことから、英国の内需の強さと賃金・雇用動向に左右されやすいと考えられる。

図表5 英国の消費者物価



(資料)ONS、Eurostat、CEIC

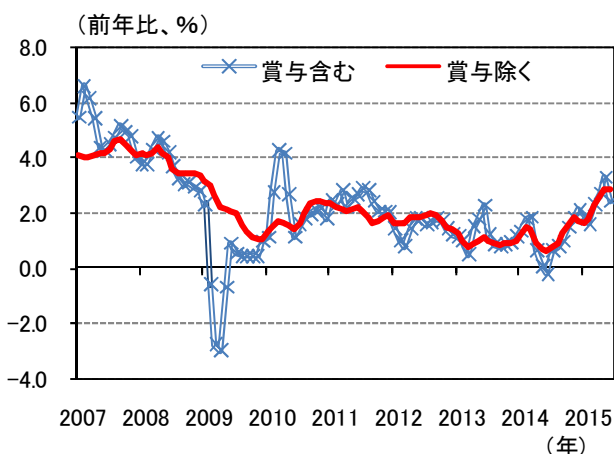
図表6 英国の輸入物価と為替レート



(資料)ONS、BIS、CEIC

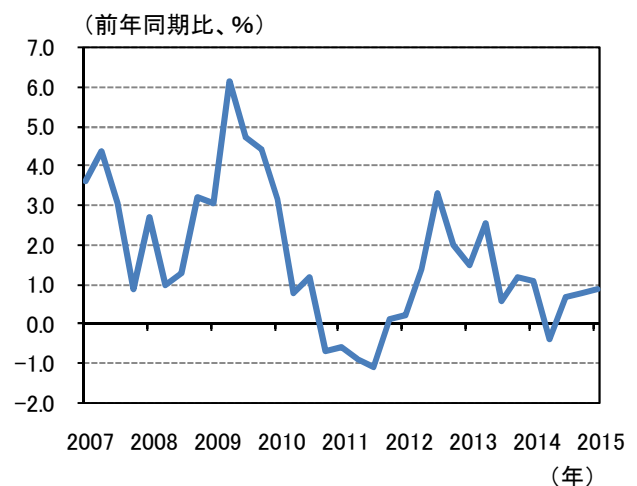
次に週平均賃金と、生産性を加味した単位労働コストの推移をみると、週平均賃金の伸びでは2014 年央から上昇トレンドが認められるのに対して、単位労働コストの伸びは賃金の伸び程トレンドが明確ではない(図表7・8)。2015 年6月の賃金上昇率(3ヶ月移動平均)は変動の少ない賞与除きで前年比+2.8%であるが、2015 年第一四半期の単位労働コスト上昇率は+0.9%である。

図表7 賃金の推移



(注)3ヶ月移動平均
(資料)ONS、CEIC

図表8 単位労働コストの推移

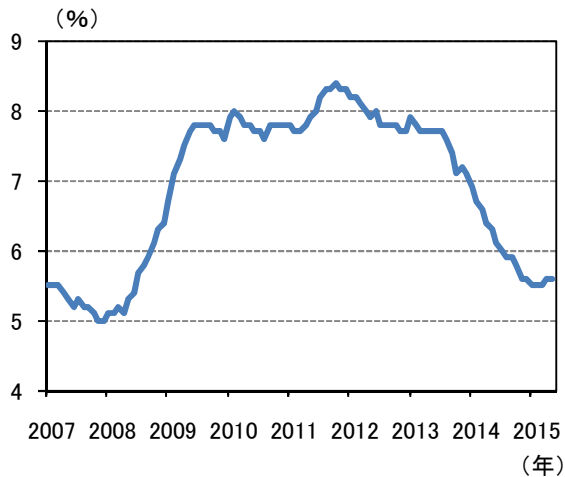


(資料)ONS、CEIC

雇用状況の指標も強弱まちまちである。失業率は 2011 年ピーク時の 8.4% から 2015 年 5 月には 5.6% まで低下したが、産業別雇用者数の伸びは、産業構造の 8 割を占めるサービス業で伸び率が鈍化しており、2014 年 6 月の前年比 +4.2% から 2015 年 3 月は +2.0% となった(図表 9、10)。

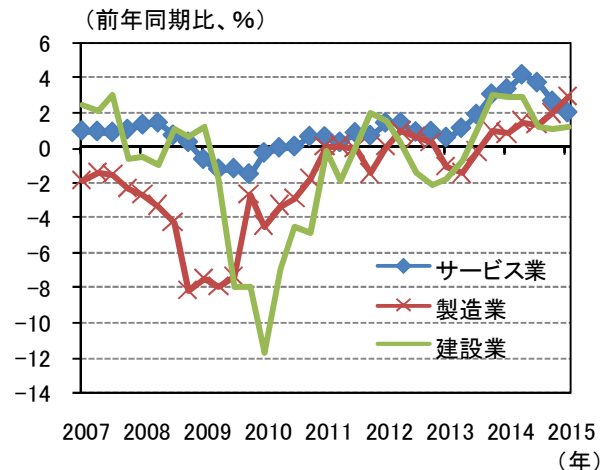
また、英中銀の企業サーベイでは、企業の採用意欲は高まっており、採用難を感じる度合いもリーマン危機以前の水準を超えてきている(図表 11、12)。

図表 9 失業率の推移



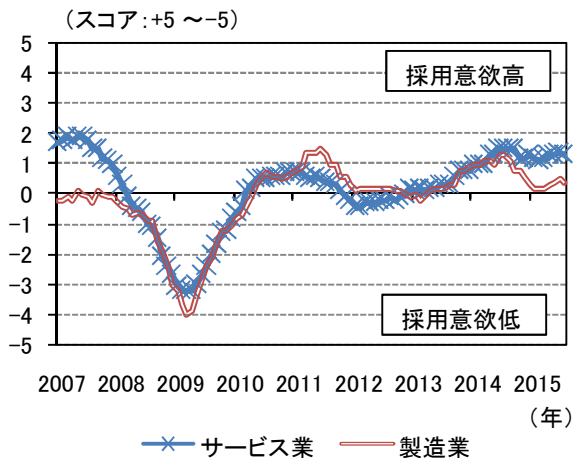
(資料) Eurostat、CEIC

図表 10 産業別雇用者数の推移



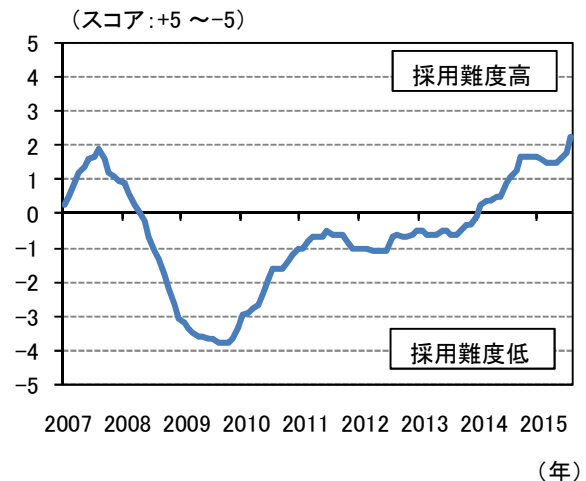
(資料) ONS、CEIC

図表 11 企業の採用意欲



(資料) 英中銀

図表 12 採用の難易度



(資料) 英中銀

これら賃金と雇用の状況を重ね合わせると、2 つのストーリーを描くことが出来るだろう。①雇用者数の伸び率鈍化は労働市場に未だ緩み(スラック)が存在することを示唆し、賃金の伸びは加速せず、インフレ圧力も当面高まらない、②企業の採用意欲や採用難を感じる度合いの高まり・失業率の低下と並行しての雇用者数の伸び率鈍化は、むしろ労働市場の緩み縮小、雇用のミスマッチ発生を示唆し、いずれ賃金や労働コストの上昇が加速し、サービス価格へのインフレ圧力も高まる一の 2 つである。

足下のインフレ動向の落ちつきもあり、英中銀は 2016 年初めにかけて労働市場の逼迫がサービス価格上昇に繋がっていくのか見極めていくことになるだろうが、②の雇用のミスマッチによる賃金・

労働コストの上昇加速が具現するのではないか。

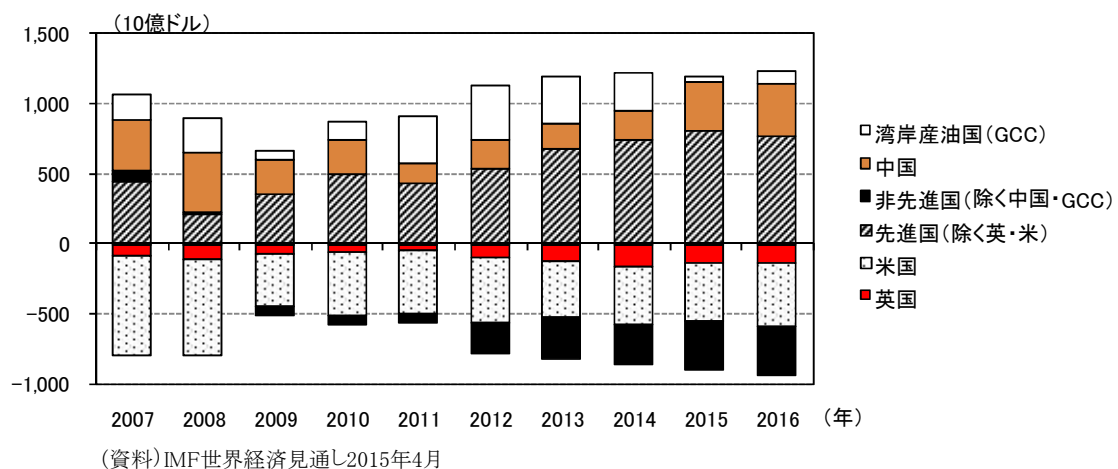
このように、底堅い景気回復に加え、雇用状況の回復とそれに伴う賃金・労働コスト上昇からインフレ圧力が高まると考えるならば、英中銀は米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げに踏み切った後、2016 年前半に約 9 年ぶりに政策金利 (= 準備預金金利) を引き上げるだろう。

3. グローバルマネーのハブ機能を果たす英国

ところで、英国が内需主導で着実に景気回復を続けると見込まれるのに対し、海外には世界経済減速、原油価格のさらなる下落、英ポンド高による輸入物価下落等のダウンサイドリスクもあり、これら外部リスクが英中銀の利上げの足枷となる可能性は否定できない。しかしながら見方を変え、国内環境に応じた適時の利上げ実施により、外部リスクの予想以上の深刻化の際に利上げ・利下げ双方向の金融政策手段を確保しておくことが望ましいとの整理の仕方もあろう。

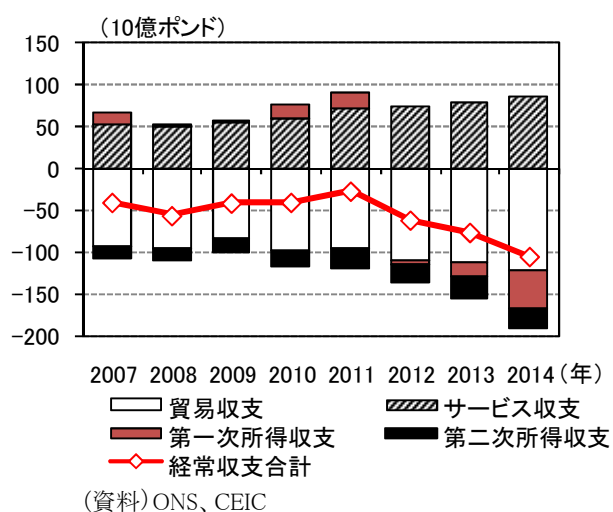
ここで、IMF のデータから世界の経常収支インバランスの構造をみると、米国と英国は一貫して経常収支赤字 (グローバルマネーの借り手) であり、ペルシャ湾岸産油国・中国・米英以外の先進国が経常収支黒字 (グローバルマネーの貸し手) である (図表 13)。主要先進国の中で、マネーの借り手である米国・英国では利上げが近づき、マネーの貸し手である日本・ユーロ圏では異例の超金融緩和が当面続くとも言える。

図表 13 世界の経常収支インバランスの概観

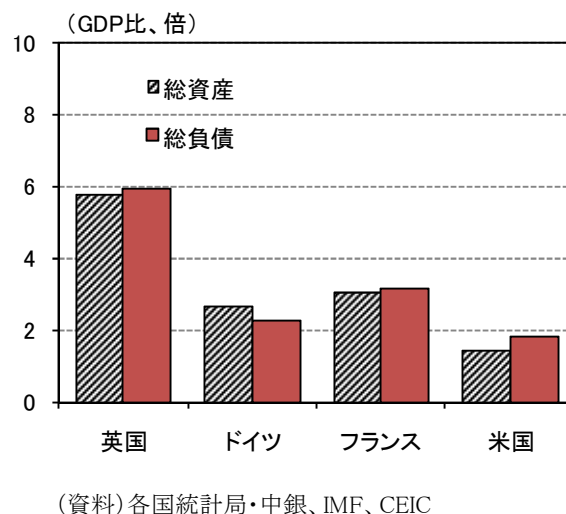


英国の経常収支赤字の内訳をみると、貿易収支赤字をサービス収支黒字で一部補っているが、サービス収支黒字の約 7 割は金融・保険業による。経常収支赤字はここ数年拡大しており 2014 年は GDP 比 ▲5.9% に達した (次頁図表 14)。経常収支赤字累積の結果、英国は対外純債務国であるが、グロスの対外資産・負債残高の GDP 比は各々 6 倍弱に達し、ドイツ・フランス・米国と比較しても英国の対外資産・負債の経済規模 (GDP) に対する大きさは際立っている (次頁図表 15)。

図表 14 英国の経常収支



図表 15 対外資産負債 GDP 比の各国比較



以上みてきたように、英中銀は底堅い景気回復に加え、雇用状況の回復とそれに伴う賃金・労働コスト上昇からインフレ圧力が高まると考えるならば、米連邦準備制度理事会 (FRB) が利上げに踏み切った後、2016 年前半にも約9年ぶりに政策金利 (= 準備預金金利) を引き上げるだろう。但し、それは異例の超金融緩和状態からの脱却であり、その後の政策金利推移は早期かつ大幅な利上げとはならず、利下げの可能性も含めた小刻みなものとなるのではないかと。

英国の強みを維持しつつ、過度なグローバルマネー依存による副作用を回避する観点でも内外環境に応じた小刻みな金融政策運営が望ましい。グローバルなマネーフローからみた英国の強みとは、対外資産・負債残高を両建てで高水準に保つことで、グローバルマネーが双方向に行き来するハブ機能を果たし、金融・保険業中心に収益をあげることにある。加えて、ハブ機能の存在故に所得水準の高い人が集まり、法務・会計等の周辺専門職の需要も喚起することで、商業・不動産・各種専門サービス等に波及効果を及ぼし、サービス業全体での底堅い成長に繋げている点にもある。係る経済構造を持つ英国では、柔軟な金融政策への高い信任がグローバルマネーに対する適度な求心力の1つとしても重要と考えられる。

(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。