

2016. 2 No.46

三井住友信託銀行

調査月報



時論

経済の好循環に必要な成長期待.....1

経済の動き

米国景気堅調な中で高まる不確実性

～グローバル経済金融レビュー 2016年冬～.....3

増勢鈍化が懸念される国内銀行貸出.....8

成長減速が債務リスクを高める世界経済.....13

時論

経済の好循環に必要な成長期待

2016 年は、上海市場を主たる震源地とする世界的な株価下落、歯止めがかからない原油価格の下落、テロの続発やサウジアラビアとイランの国交断絶など地政学リスクへの懸念の高まり、1ドル＝116 円台まで進んだ円高など、波乱の幕開けとなった。

しかし日本経済の先行きについては、足元はややもたつき気味ではあるものの、景気回復の動きは途絶えず、2016 年度の実質成長率は潜在成長率をやや上回る 1% 台前半～半ば程度になるとの見方が大勢である。その最大(あるいは唯一?)の根拠は、企業収益の底固さへの信頼である。

確かに経常利益は過去最高を更新しており、製造業大企業の売上高営業利益率も過去最高の 7% 台まで高まっている。企業収益の拡大を起点に、設備投資・雇用・賃金の増加が促され、経済の好循環サイクルが起動することを期待するのは当然である。

だが、企業収益や企業行動の中身を少し掘り下げてみると、企業収益の基盤は堅固であるとはいえない脆弱性や、経済の好循環サイクルの目詰まりが指摘できる。

第一は、数量的な伸びを伴っていないこと。

典型的なのは輸出数量である。今回の景気回復局面における輸出数量の年率増加率は 3.3% に止まっており、輸出金額の伸びの多くは価格すなわち為替差益(円安ドル高による円建て手取り金額の増加)によるものである。これは、同じ円安局面にあったリーマン・ショック前の景気回復局面において、数量(年率 9.6% 増加)・価格両面から輸出金額が増加していたのとは明らかに異なる姿である。

数量面の伸び悩みは他の指標でも同様であり、鉱工業生産指数は 1.6% (リーマン・ショック前: 3.9%)、実質 GDP は 0.8% (同: 1.9%) に止まっている。

第二は、資源価格の大幅な下落に支えられている面が強いこと。

この傾向は、為替円安が頭打ちとなる一方、原油・鉄鉱石等資源価格が急落した 2015 年以降、とりわけ顕著である。すなわち、全産業ベースの営業利益の増減要因を売上高、原材料費、販売管理費の 3 要因に分けて見ると、売上高は伸び悩んで減益要因として作用する中、原材料費が減少して増益要因としての寄与を高め、営業増益が持続している。

この姿も、資源価格高騰と円安により原材料費が専ら減益要因となる一方、数量・価格両面から売上高が増加して増益要因となったリーマン・ショック前とは対照的なものである。

このように、一見、好調に見える現下の企業収益は、数量拡大の追い風が弱い中、輸出(及び海外事業の連結利益や配当収入)においては円安による為替差益、全産業ベースでは資源価格の下落による原材料費の減少に支えられている面が強い。換言すれば、為替が円高ドル安方向に、資源価格が上向きに転じれば下振れしやすいという脆弱性を内包している。

円ドルレートは、日米の金融政策の方向性の違いから円安ドル高基調と見るのが一般的であり、今すぐ円高基調に転じることを懸念する必要はないだろう。しかし円高観測あるいは円高ストーリーが台頭し

やすい材料が増えていることも確かである。

実質実効レートを見ると、円は過去 30 年間で最低水準となる一方、ドルは 2002 年半ば以来の高水準にある。新興国経済の減速と地政学リスクへの警戒によるリスクオフの高まりは、安全資産と見なされがちな円買いの動きを強めよう。さらに、年 4 回と言われる米国 FRB の利上げピッチが、米国景気の実態から見て遅れるとの見方が強まれば、日米金利差による円安要因は弱化する。

資源価格の反転上昇シナリオは描きにくい、論拠はやや曖昧ではあるものの「ドルと資源価格の逆相関関係」が確立されていれば、ドル高一服による多少の値戻りはあり得るだろう。

ちなみに産業連関表を用いてラフに試算すると、製造業の営業利益は円ドルレートが 10 円円高に振れると 9%減少、これに原油価格 10ドル/バレルの上昇が加わると 16%減少する。2015 年度下期の製造業大企業の想定円ドルレートは 118 円であり(日銀「短観」)、為替バッファはほぼなくなっている。

企業自身、上記のような収益基盤の脆弱性、為替円高に転じかねない海外環境を認識しているがゆえに、真の自信回復や利益成長の確信に至らず、これが慎重な賃上げや設備投資に反映され、好循環の目詰まりをもたらしているのではないかと。

国内投資と海外投資の関係性やその性格・中身が変質してきたことも、好循環の目詰まりの一因かもしれない。

従来は、海外投資を増やしている企業は国内投資も増やすという「補完関係」が観察され、国内と海外の機能すみ分けと国際分業構築を企図した「生産設備投資」が国内外で実施され、日本から海外拠点向け部品・資本財輸出を誘発した。しかし近年は、国内市場に見切りをつけ、国内に残存した機能・役割・事業を海外に移管する「代替関係」が強まり、成長市場における「地調(現地調達)・地産・地消」や連結利益上乗せを手っ取り早く実現できる「エクイティ投資(M&A)」に傾斜しているように見える。

こうした「補完」から「代替」、「生産設備」から「エクイティ」といった企業投資の変質は、従来に比して国内企業部門への輸出並びに生産誘発効果は弱いであろうし、雇用・賃金増を通じた家計部門への果実分配も細るであろう。

このように考えると、日本企業は新興国を中心とした海外需要の取り込みに一層注力すべきことは間違いないものの、同時に、人口減少が不可避である国内市場においても、ある程度の数量的拡大が実現できる市場を発掘すること、実際に収益を確保すること、国内市場においても成長への期待と確信を日本企業が持てるようになることが必要であろう。それによって日本企業の収益基盤は為替や資源価格変動に対する耐性を強め、より堅固なものとなり、経済の好循環の起点になるのではないかと。

今日の日本企業に必要なのはインフレ期待よりも成長期待であり、これを後押しする政策対応が求められよう。

(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。

米国景気堅調な中で高まる不確実性

～グローバル経済金融レビュー 2016 年冬～

<要旨>

2016 年に入ってから急速に国際金融市場の緊張が高まり、昨年 8～9 月に生じたいわゆるチャイナ・ショックに似た様相を呈している。マクロ経済情勢を当時と比べると、雇用統計を中心に米国景気の堅調さが確認されたにもかかわらず、先行きへの懸念が高まっている背景には、米国の利上げによる悪影響への懸念に加えて、資源価格下落や中国景気減速、国際政治面での不安定化といった複数の要因が、相互作用的に先行きの不確実性を高めていることがある。米国景気の堅調さは世界経済を支えるプラス要因であると同時に、米国利上げが新興国・資源国の景気とクレジットを悪化させるというマイナス面もある。この先の世界経済を見る上では、両者のどちらが強くなるかが重要だが、後者の方が強くなるリスクが徐々に高まりつつあるのが現状であろう。

1. 再び高まり始めた国際金融市場の緊張

[3か月前に公表した前回のレポート](#)では、米国の非農民間雇用者数増加幅が強弱の目安である前月差 20 万人を 2 か月連続で下回ったことを取り上げた。その背景として製造業の雇用者数が減少に転じていることに触れ、グローバル規模で貿易量が伸び悩んでいることが米国の製造業雇用に影響し、製造業と関連が深い運輸業や卸売業の雇用者増加ペースが鈍化していることを指摘したが、ここ 3 か月の非農民間雇用者数増加ペースは前月差 20 万人を大きく上回った。業種別の内訳を見ても、製造業で増加が続き、運輸・卸売とも増加している(図表1)。こういった堅調な景気の推移を背景に、米国連邦準備理事会(FRB)は 2015 年 12 月に政策金利を引き上げた。

図表1 業種別の米国非農雇用者数

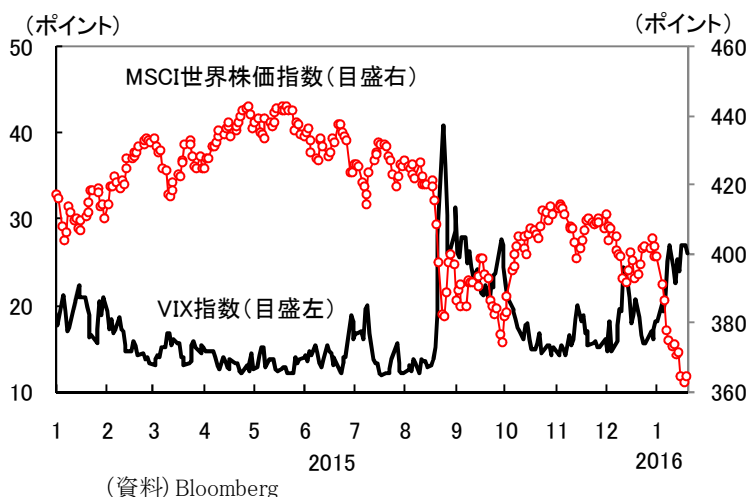
(前月差、万人)

	2015					
	7	8	9	10	11	12
非農雇用者計	22.3	15.3	14.5	30.7	25.2	29.2
民間計	19.5	12.5	16.5	31.2	24.0	27.5
建設	0.5	0.8	1.9	3.5	4.8	4.5
製造業	1.1	▲ 1.9	▲ 0.8	0.3	0.2	0.8
非製造業	18.8	14.6	16.9	27.8	20.1	23.0
専門サービス	4.0	3.5	3.2	9.4	2.1	7.3
空運・陸運・海運	0.1	0.0	▲ 0.5	▲ 0.4	0.4	0.5
卸売	0.3	0.5	▲ 0.1	1.1	0.9	0.2
政府部門	2.8	2.8	▲ 2.0	▲ 0.5	1.2	1.7

(資料) 米国労働省

しかし、2015 年末頃から国際金融市場の緊張が再び高まってきている。このことは、金融市場の緊張度合いを示すとされ、「恐怖指数」とも言われる VIX 指数が上昇し、株価が下落しているところに表れている。中国元の切り下げが行われたことがきっかけで生じたいわゆる「チャイナ・ショック」のあった 2015 年 8～9 月と似た様相を呈しており、VIX 指数の水準は昨年夏を下回っているものの、世界株価指数は当時を下回る水準まで下落している(図表2)。

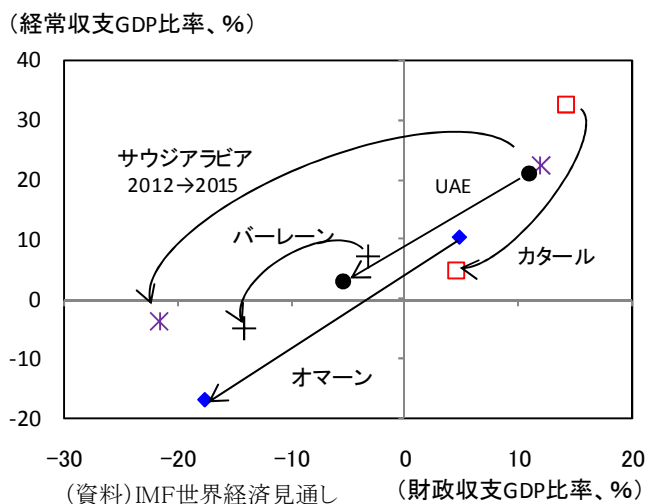
図表2 VIX 指数と株価の動き



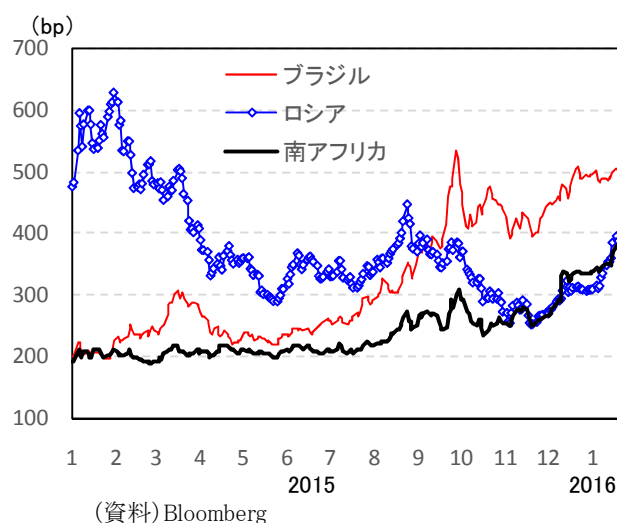
2. 金融市場の緊張を招いた複数の要因

金融市場の緊張を招いた要因は一つではなく、複数指摘できる。最初に挙げられるのは、資源価格下落が資源輸出国経済に及ぼす悪影響への懸念が高まっているところに、政治面の不安定性や地政学的リスクがそれを強めていることが挙げられる(図表3、4)。資源価格の下落は世界経済全体にとってはプラス材料になるのが本来の姿だが、想定以上に下落した上に政治面でリスクが加わることで不確実性の源泉となり、足許ではマイナス要因になっている。

図表3 産油国の財政・経常収支変化(2012 年→2015 年)

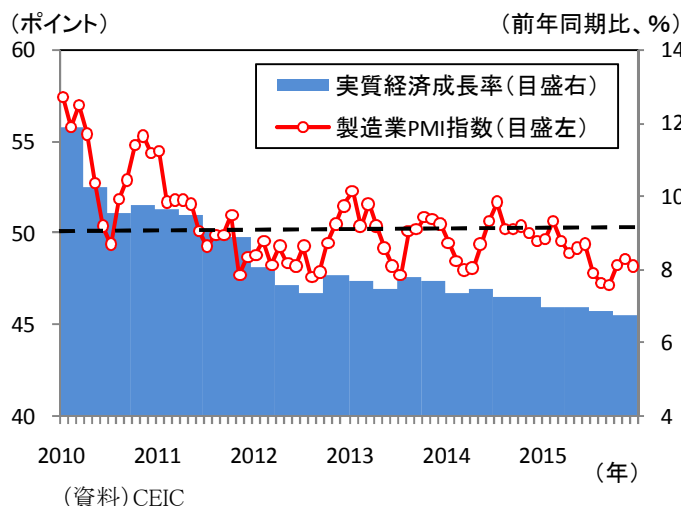


図表4 主要資源輸出国の CDS プレミアム(5年)

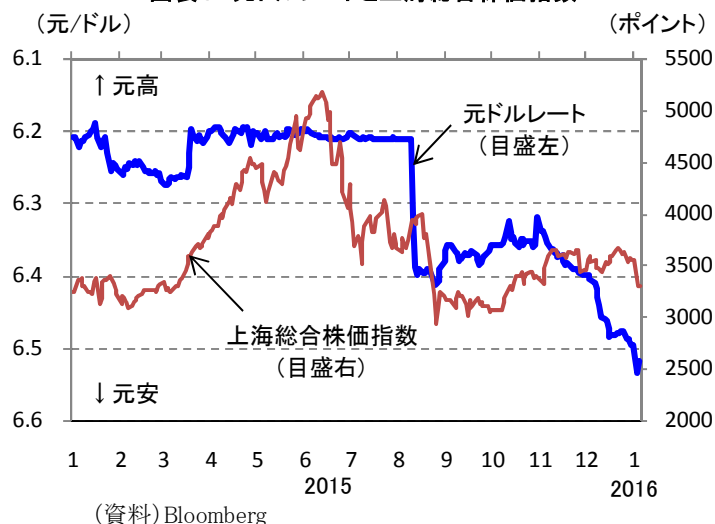


次に挙げられるのが、中国景気減速の影響に対する懸念である。製造業 PMI 指数も 50 を下回って推移する中で、10-12 月期の経済成長率は前年比 +6.8% まで低下した(図表5)。更に元ドルレートは 2016 年に入ってから 1ドル=6.5 元を超え、2015 年 8 月のチャイナ・ショックのきっかけになった 2015 年 8 月の元切り下げ時を大きく下回って推移しており、周辺の新興国に対する悪影響も懸念される状況にある(図表6)。

図表5 中国製造業 PMI 指数と実質経済成長率



図表6 元ドルレートと上海総合株価指数

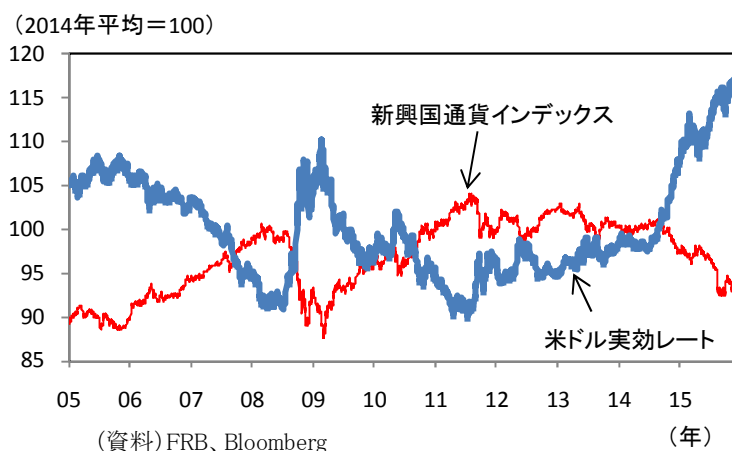


3. 米国利上げが開始された中での新興国通貨・金融政策の動き

そして米国景気の堅調さ故に行われた利上げが、新興国からの資金流出と実体経済悪化の懸念につながっていることもある。

新興国に対する懸念を示す動きの中で典型的なものの一つが、通貨レートの下落である。米国景気が他国と比べて堅調な推移を維持し、利上げに至るまでの間に、米ドルの実効レートは過去 10 年間の最高値を更新し続けており、その裏で新興国通貨レートの下落が続いている(図表7)。

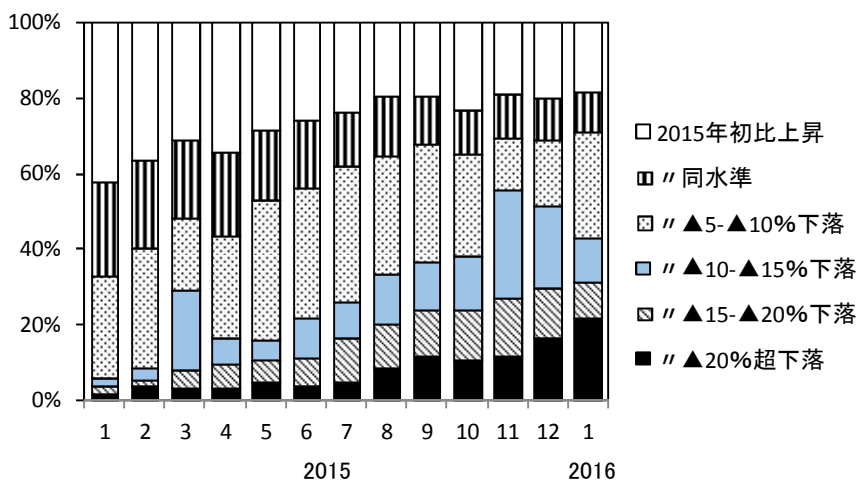
図表7 米ドルと新興国通貨の動き



米国以外の国の通貨の動きをもう少し詳しく見るために、2015 年初めからの対ドルレート変化率を通貨別に見ると、2016 年に入ってから▲10-▲15%下落している通貨が減り、下落率が小さい▲

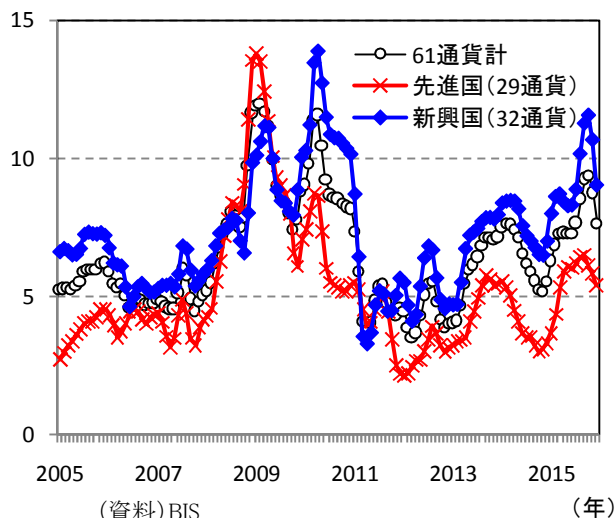
5-▲10%下落の通貨が増えており、一部の通貨は対ドルで値を戻していることが分かる。その一方で、▲15%以上下落している通貨の割合は継続的に上昇し、2015 年 12 月以降は▲20%以上下落する通貨が目立って増加している(図表8)。BIS が集計している名目実効レート前年比伸び率の分散が新興国中心に高まっていることも踏まえると、新興国通貨の動きも一様ではなく、格差が生じていることが示唆される(図表9)。

図表8 対ドル変化率で分けた通貨の割合(156 通貨中)



(資料) Bloomberg

図表9 各通貨名目実効レート変化率の分散推移 (ポイント)



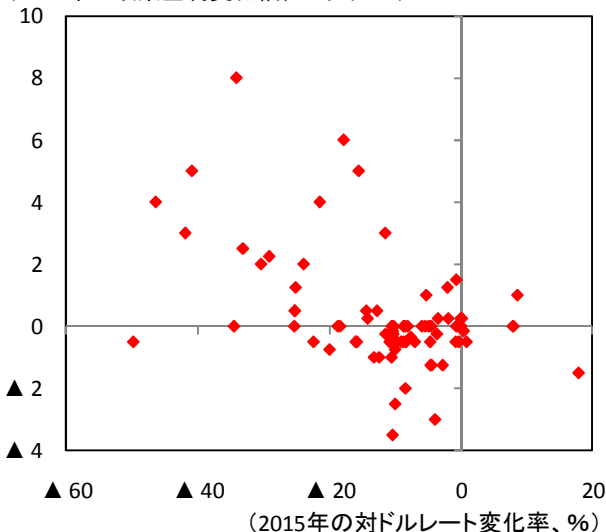
(資料) BIS

(年)

こういった新興国通貨レート下落によって、利上げを余儀なくされているケースが増えている。2015 年 12 月に FRB が利上げを決定した直後に、対ドルで通貨レートを固定している複数の中東産油国や香港が、米国に追随する形で利上げを決定したことが典型的な例である。変動相場制を採用している国でも、通貨レート下落が輸入価格上昇を通じて国内インフレを招く事態を防ぐために利上げに踏み切るケースが増加している。このことは、2015 年一年間の対ドルレート下落率と政策金利変更幅の関係が、概ね対ドルレート下落幅が大きいほど政策金利引き上げ幅が大きくなっていることから窺える(図表 10)。結果として、2015 年後半から資源価格が低下する中でも利上げをする国の数は増え、10-12 月期は利下げを行った国の数を大きく上回った(図表 11)。

図表 10 2015 年の対ドルレート変化率と政策金利変更幅の関係

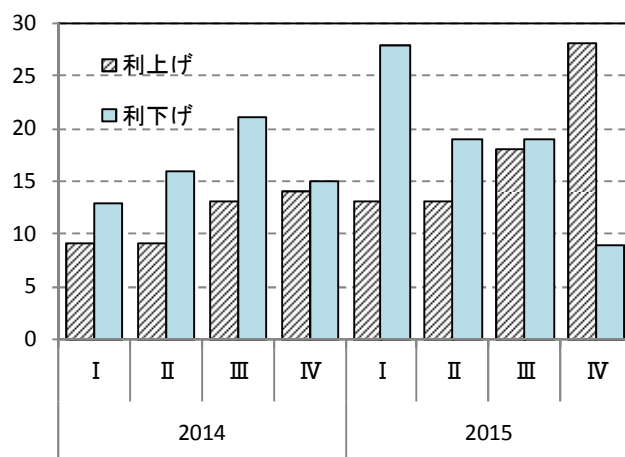
(2015年の政策金利変化幅、%ポイント)



(資料) Bloomberg

図表 11 利上げ国と利下げ国の推移

(国)

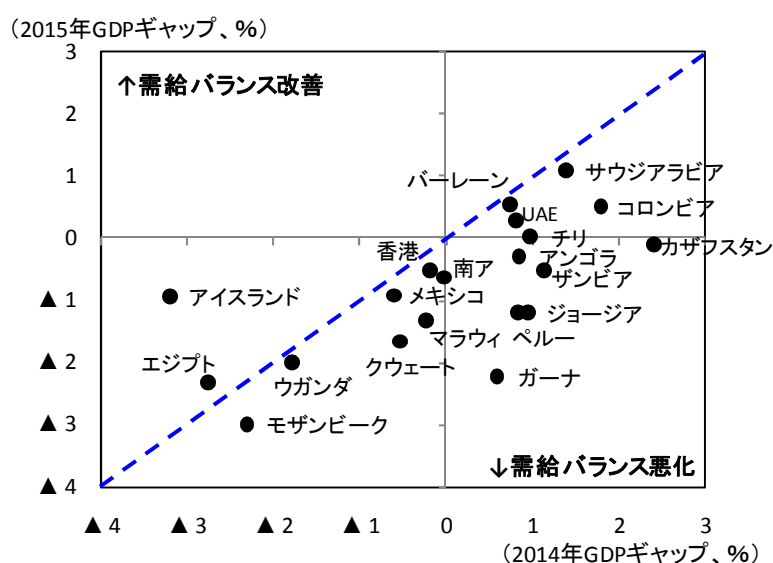


(注) 同じ四半期に2回利上げした国は2カ国としてカウントしている。

(資料) Bloomberg

利上げに踏み切った国の景気が順調であれば問題はないが、2015年10月以降から年末までに利上げた国のGDPギャップを試算すると、ほぼ全ての国で2015年のGDPギャップはマイナスか、プラスであっても2014年から2015年にかけて需給バランスが悪化方向に向かっている。このことから、多くの新興国がやむなく利上げに踏み切っていることが窺える(図表12)。多くは経済規模が小さい国であるために世界経済や国際金融市場に与える影響は限定的との見方もできるが、中にはメキシコや南アフリカなど、ある程度の経済規模を持つ国も含まれており、この先世界経済及び金融市場に無視できないインパクトを与える可能性がある。このように通貨下落やインフレ防止の利上げがこの先新興国実体経済に悪影響を及ぼす懸念が高まっていることも、新興国通貨の下落に拍車をかけていると見られる。

図表12 2015年10-12月期に利上げた国のGDPギャップ
(2014年・2015年、米国除く)



(注) GDPギャップはIMFの世界経済見通しにおける各国GDPデータから、HPフィルターを利用して機械的に試算したもの
(資料) IMF世界経済見通し

以上で見てきたような複数の要因が相互的に作用し、先行き懸念の高まりに拍車をかけているのが現状であろう。米国景気の堅調さは世界経済を支える面がある一方で、新興国通貨レートの下落をはじめとして、先行きの不確実性を拡大させている面もある。この先はどちらが強くなるのか、言い換れば「米国が堅調な推移を維持して世界経済を支え、足許高まった不確実性が払拭されていく」のか、逆に「米国利上げの影響と新興国側の悪材料が重なって世界経済の不確実性が拡大し、金融市場における緊張度合いの高まりが米国を含む世界経済を減速させる」のか、後者のリスクが徐々に意識されつつあるように思われる。

(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。

増勢鈍化が懸念される国内銀行貸出

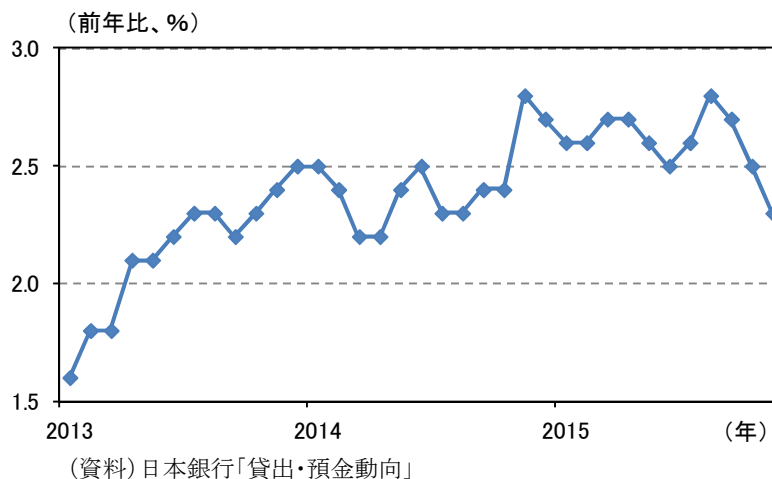
<要旨>

2013 年の日銀による異次元緩和以降、銀行貸出の伸びは上昇基調にあったが、足元では伸びが低下している。銀行貸出の動向を主体別にみると中小企業向けは制度要因による下支えもあり増勢を維持しているが、大企業向けや住宅ローン需要が減少した個人向けで伸びが鈍化している。この先、予定通りに 2017 年 4 月に消費税率の引き上げがあるとすれば、駆けこみ需要によって住宅ローン需要は一時的に増加するとみられるが、消費税率引き上げ後は反動減によって再び需要は減少する。足元では企業向け貸出スタンスの積極度合いの縮小や、地方での貸出の増勢鈍化といった兆しがあり、さらに直近の相場の変調が企業の景況感を下押しするリスクもあるため、この先国内銀行貸出の増勢は基調として衰える懸念がある。

1. 増勢に変化がみられる国内銀行貸出

2013 年の日銀による異次元緩和以降、銀行貸出の伸びは上昇基調にあった(図表1)。足元では伸びが低下しているが、円安ペース鈍化による円建て貸出残高縮小の影響があると考えられる。もっとも、国内景気は踊り場の状態にあり、為替の要因以外でも貸出の増勢が鈍化している可能性がある。そこで本稿では、足元の貸出の動向を分析し、その変動の背景を考察する。

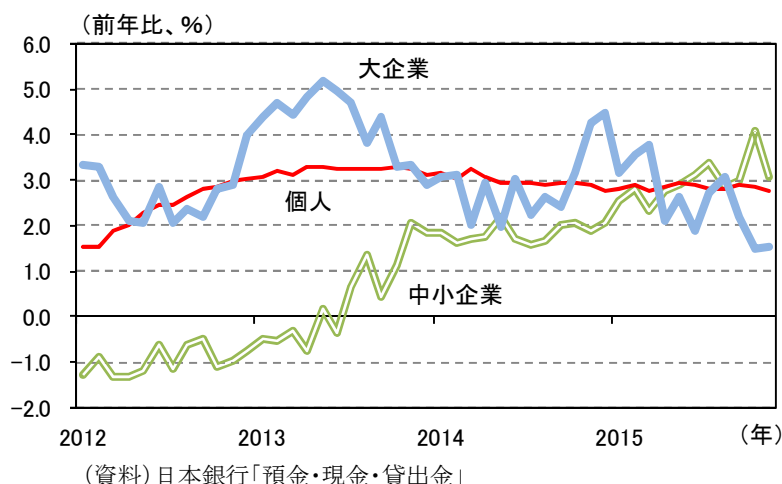
図表1 総貸出平残(銀行計)



2. 大企業、個人向けで貸出の増勢が鈍化

貸出先別の貸出残高の動向をみると、2013 年から増加に転じた中小企業向け貸出は 2015 年に入っても伸びが高まっている一方で、大企業向け貸出は増加しているものの、伸びがやや低下してきている(次頁図表2)。住宅ローンが中心となる個人向け貸出残高は比較的安定的に増加しているが、足元ではやや伸びが鈍化しているようにみえる。

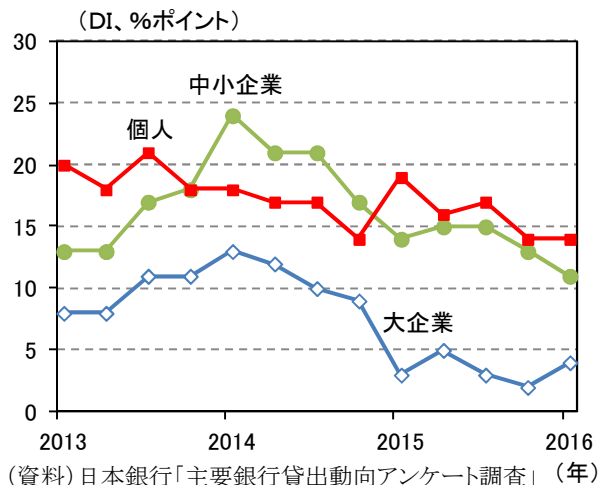
図表2 貸出先別残高



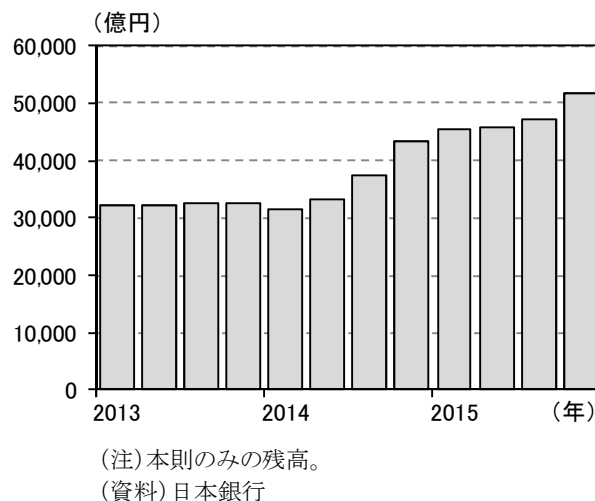
(1) 供給側要因

伸びが低下している大企業向け貸出については、2014 年から貸出運営スタンス DI が低下し、中小企業向けや個人向け貸出と比べて低い水準となっている(図表3)。中小企業向けの貸出運営スタンス DI は 2014 年から低下し続けながらも、大企業向けと比べて水準が高くなっているが、大企業と比べて貸出利鞘が高いことや、日銀の成長基盤強化支援制度によって下支えされていると考えられるよう(図表4)。

図表3 主要銀行貸出運営スタンス DI



図表4 成長基盤融資残高

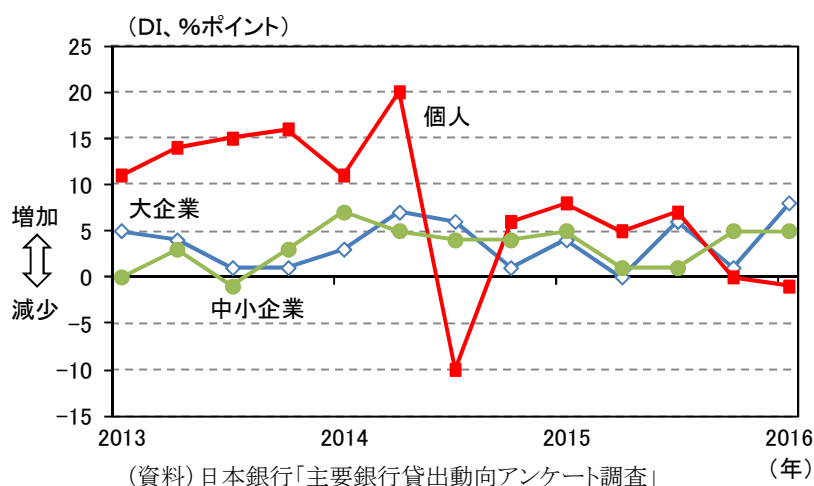


(2) 需要側要因

次に貸出需要の動向をみると、個人向け貸出にも変化がみられる。主体別の資金需要判断 DI をみると、2014 度に消費税率引き上げの反動減によって低下した個人向けの需要判断 DI は 2013 年と比べて低い水準で推移し、直近の結果では需要減少となっている(次頁図表5)。

なお、2014 年以降に貸出運営スタンス DI が低下基調であった企業向けの需要判断 DI は、0～10 のプラス圏で安定的に推移している。

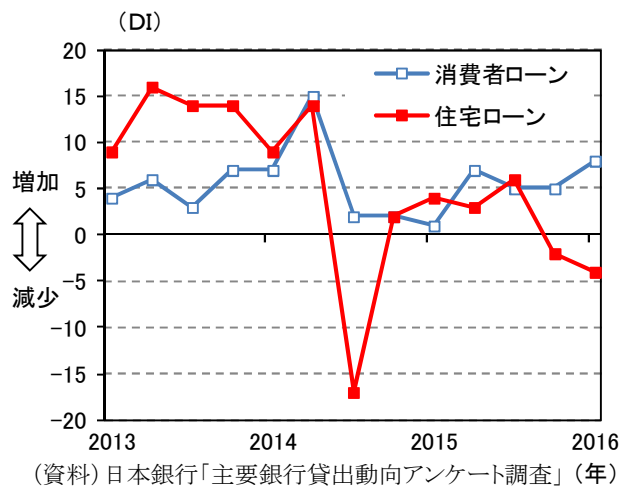
図表5 主体別資金需要判断DI



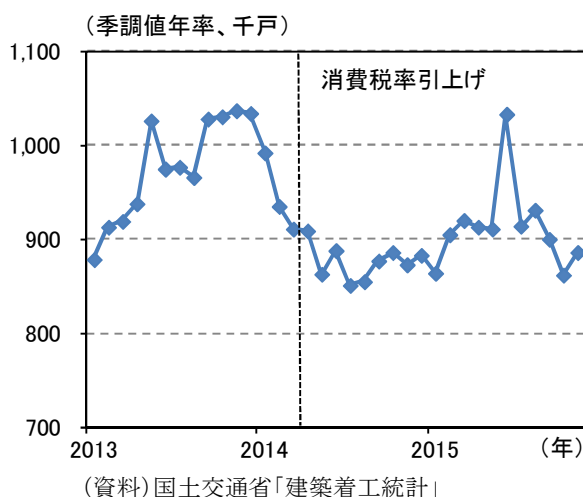
さらに個人向け資金需要判断DIを住宅ローンと消費者ローンに分けてみると、消費者ローンはプラスで推移する一方で、住宅ローンは直近2四半期がマイナスとなった(図表6)。

住宅投資の動向をみると、消費税率引き上げ後の反動減から一時持ち直したようにみえたが、2015年夏以降に再び減少している(図表7)。もっとも、この先は2017年4月に予定される消費税引き上げ前の駆け込み需要によって、アパートローンを含めて銀行貸出全体の3割以上を占める個人向け貸出は一時的に増勢に転じると予想される。

図表6 個人向け資金需要判断DI



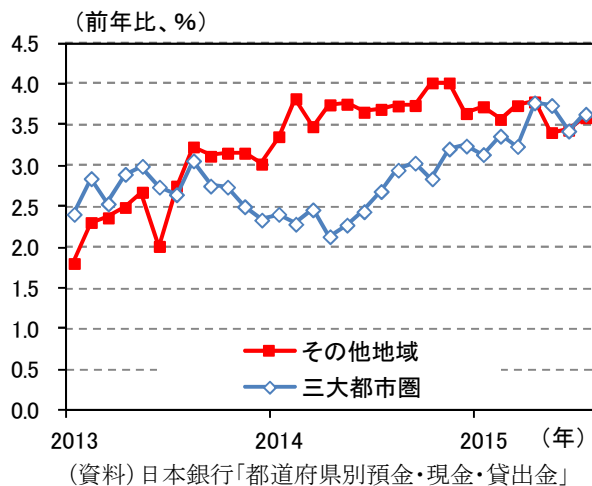
図表7 新設住宅着工戸数



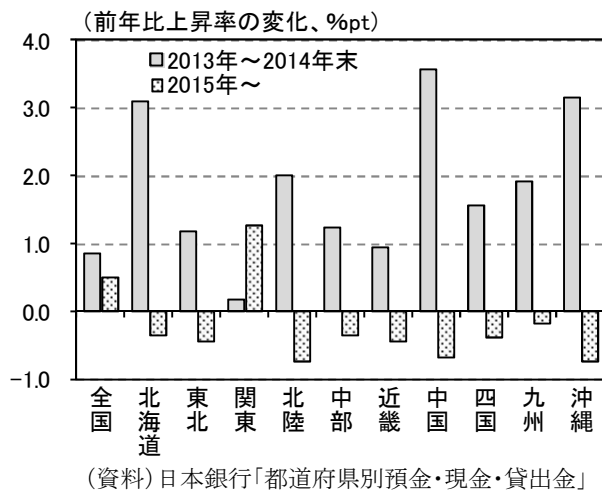
3. 地方の貸出増勢も頭打ちの兆し

国内銀行の貸出の動向は地域別にみても変調が伺える。元々、2013年以降に残高の伸びが先に拡大し始めたのは地方であり、2014年までの銀行貸出残高は地方を中心に増加しており、中国、沖縄、北海道では伸び率が3%pt以上高まった(次頁図表8、9)。しかし、2015年以降では動向が大きく変わり、増加率が高まったのは首都圏を含む関東のみで、関東以外の地域では貸出は減少、もしくは増勢が鈍化している。

図表8 銀行貸出残高



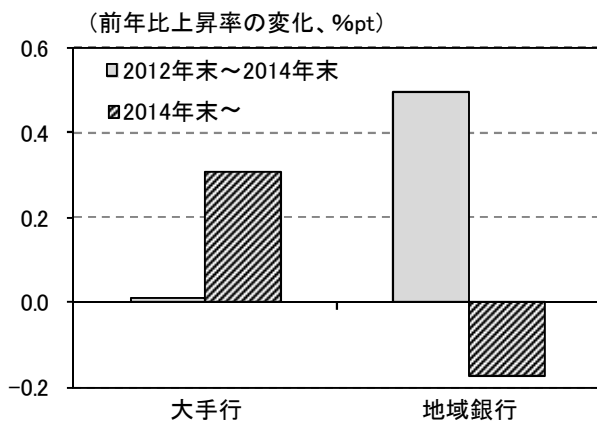
図表9 地域ブロック別貸出残高増加率の変化



2014年まで、地方での貸出は住宅含む不動産向けを中心に高い伸びをみせていたが、足元では住宅・アパートローン需要の減少を背景に貸出の増勢が衰えたと考えられる(図表10)。アパートは、2015年1月に引上げられた相続税の節税対策として、これまでは需要が増えていた。

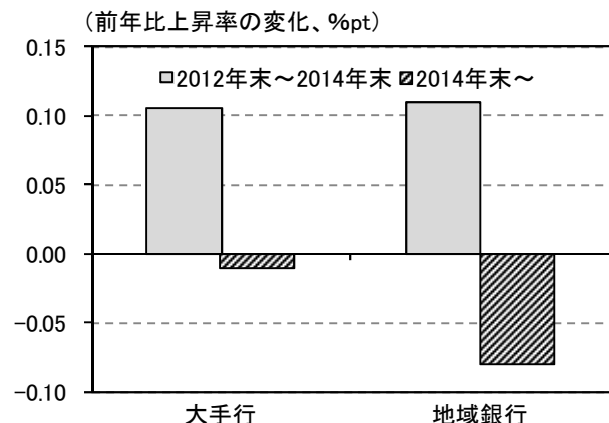
なお、これまで企業向け貸出を牽引していた医療福祉業向けの貸出についても、地域銀行を中心に増勢が弱まっている(図表11)。3年毎に見直される介護報酬が2015年に▲2.27%と大幅に引き下げられたことで、人手不足に悩む介護業界の経営環境が悪化したことが背景にあると思われる。

図表10 個人による貸家業向け貸出残高



(注) 2015年6月末までのデータ。
(資料) 日本銀行

図表11 医療福祉向け貸出残高



(注) 2015年6月末までのデータ。
(資料) 日本銀行

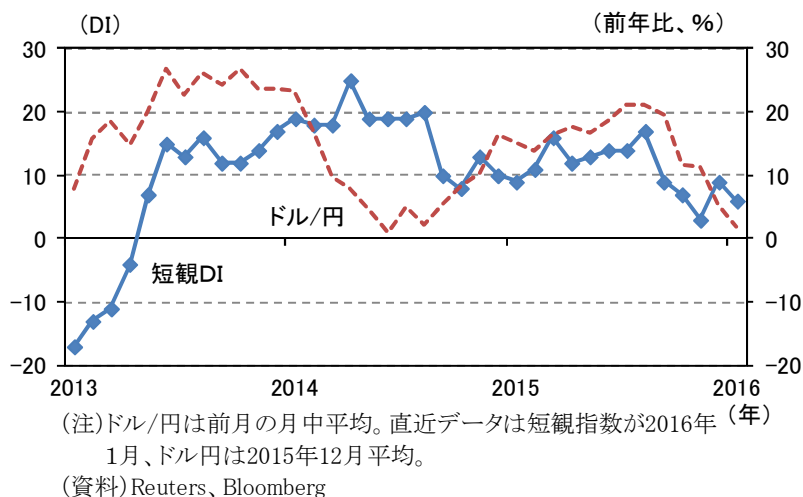
4. まとめとこの先の展望

以上みてきたように、中小企業向け貸出は制度要因による下支えもあり増勢を維持しているが、大企業向けや住宅・アパートローン需要が減少した個人向けで伸びが鈍化している。

この先、予定通りに2017年4月に消費税率の引き上げがあるとすれば、駆け込み需要によって住宅・アパートローン需要は一時的に増加するとみられるが、消費税率引き上げ後は反動減によ

って再び需要は減少する可能性が高い。足元では企業向け貸出スタンスの積極度合いの縮小や、地方での貸出の増勢鈍化といった兆しがあり、さらに直近の為替や株価の変調が企業の景況感を下押しするリスクもあるため、この先国内銀行貸出の増勢は基調として衰える懸念がある(図表 12)。

図表 12 ロイター短観DI(製造業)とドル/円レート



(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。

成長減速が債務リスクを高める世界経済

<要旨>

世界同時株安は 2008 年の金融危機後の景気後退を想起させ、投資家心理を大きく冷やしている。世界全体の債務規模と貿易推移を当時と比べると、信用リスクと債務増加は新興国と非金融セクターに集中し、貿易量の縮小も新興国に顕著である。2008 年当時は、先進国の金融セクターと非金融セクターいずれにも過剰債務があり、金融危機を契機とした先進国の景気後退で、世界全体の経済活動が大幅に縮小していった。

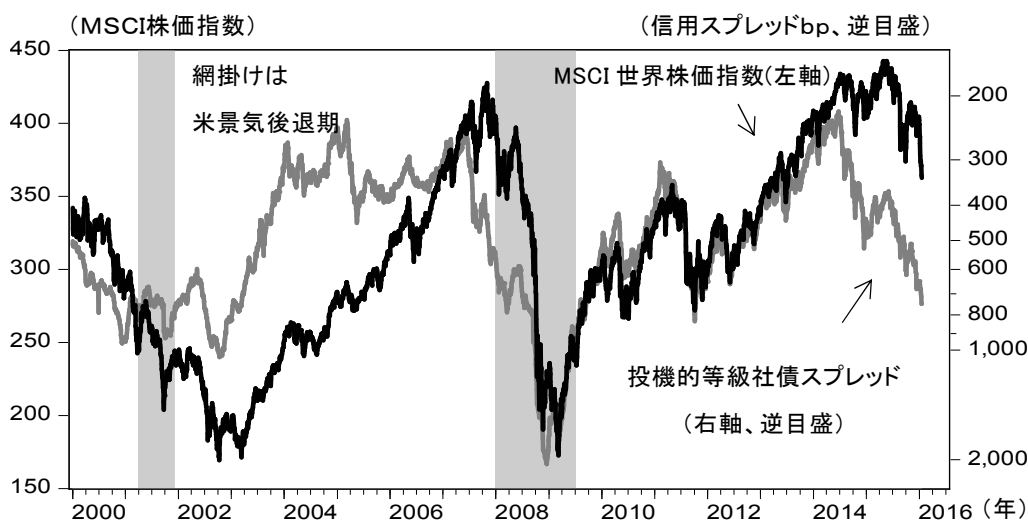
現在は、先進国全てに過剰債務があるわけではなく、先進国の輸入量も増えている点から、世界経済が直ちに景気後退局面入りするとの見方は早計だろう。しかし、信用リスクの所在は、今回は実体経済と関連が深い非金融セクターにあるという意味で、世界全体の成長減速そのものが、債務リスクを高める構造にある。

1. 企業信用リスクの上昇と世界株価の下落

年初来の株安・原油安・ドル高という大きな市況変化に見舞われる前に、市場が発し続けた警戒信号のひとつは、米国の社債市場における信用スプレッドの拡大であった。米国社債市場で観察される投機的等級社債利回りを米 10 年債利回りで差し引いた信用スプレッドは、1 月 20 日時点で 7.5%ポイント(750bp)にまで拡大し、2008 年のリセッション前水準に到達した(図表1)。

かかる信用スプレッド拡大は、投機的等級の社債市場で 2 割近い割合を占める資源関連セクターの企業破綻リスクが大きく反映されたものでもある。しかし、グローバルで展開する米国企業の信用リスクの指標としてみると、過去においても信用スプレッドの拡大(図では逆目盛であることに注意されたい)が世界株価に先んじて変化してきた。従って、その推移と背景にある世界全体の債務状況の変化は、世界経済の景気後退リスクを判断する上でも重要な視点を提供しよう。

図表1 企業信用スプレッドと世界株価指数の推移



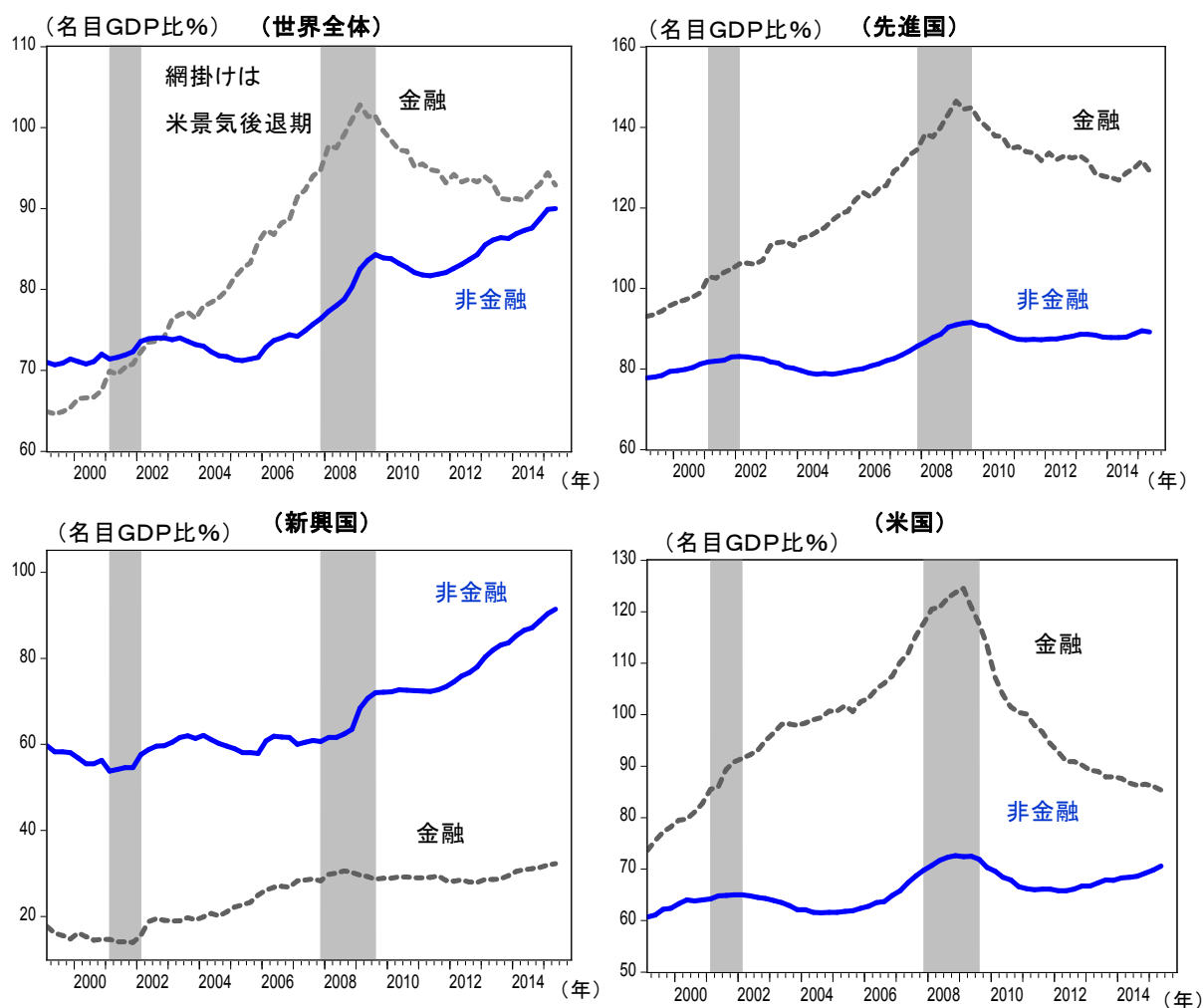
(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

昨年後半より、2016年の世界経済の3つのリスクとして、中国含む世界経済の減速、エネルギー価格の下落、米国の早すぎる利上げが指摘されてきた。米国の利上げは、ドル高と新興国の通貨安を通じて世界経済の回復に水を差す恐れがあり、世界経済の減速は更なる原油安をもたらし、資源国や資源関連セクター企業の財務状況を悪化させるという意味で、相互に関連するリスク要因である。世界的な株価下落の連鎖も、企業破綻とこれに続く景気後退を不安視する投資家心理が増幅されたものと言えるだろう。そこで、現局面が金融危機後の景気後退局面と比べてどのような特徴があるのか、世界の債務状況(金融面)と貿易動向(実体経済面)から点検してみたい。

2. 信用リスクの所在は新興国の非金融セクター

世界全体で見た債務状況についての第一の特徴は、民間の債務規模が金融セクターではなく非金融セクターで拡大していることにある。名目GDP比でみた債務水準を、金融セクターと非金融セクターに分けると、ここ数年は金融セクターの債務規模が縮小する一方、非金融セクターの債務規模が増えている(図表2)。これは、金融と非金融いずれのセクターでも債務規模が拡大していた2008年当時の景気後退局面とは異なる特徴である。とりわけ、ここ数年の非金融セクターの債務増加トレンドは、先進国よりも新興国で顕著となっている。

図表2 名目GDP比でみた民間部門の債務規模の推移



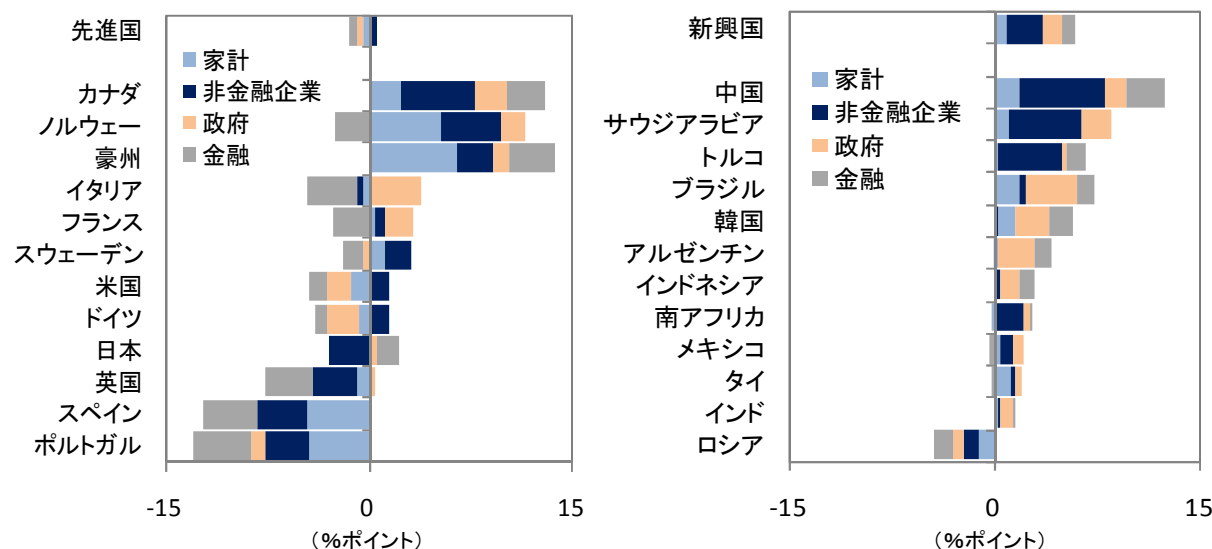
(資料) BIS、IMF統計から三井住友信託銀行調査部作成

第二の特徴は、こうした非金融セクターの債務増加が、家計ではなく非金融企業で生じている点にある。直近半年間の名目GDP比で見た債務増減を、各国ごと、部門ごとに細かくみると、先進国ではすべての国で債務規模が拡大しているわけではない。増えているのはカナダ、ノルウェー、豪州といった資源国に集中している(図表3上段)。日本や欧州など家計や企業を問わず非金融セクターの債務規模が縮小している地域もあり、先進国全体でみれば債務は増えていない。対して、新興国ではロシアを除き多くの国で債務が増え、非金融企業にとりわけ顕著である。

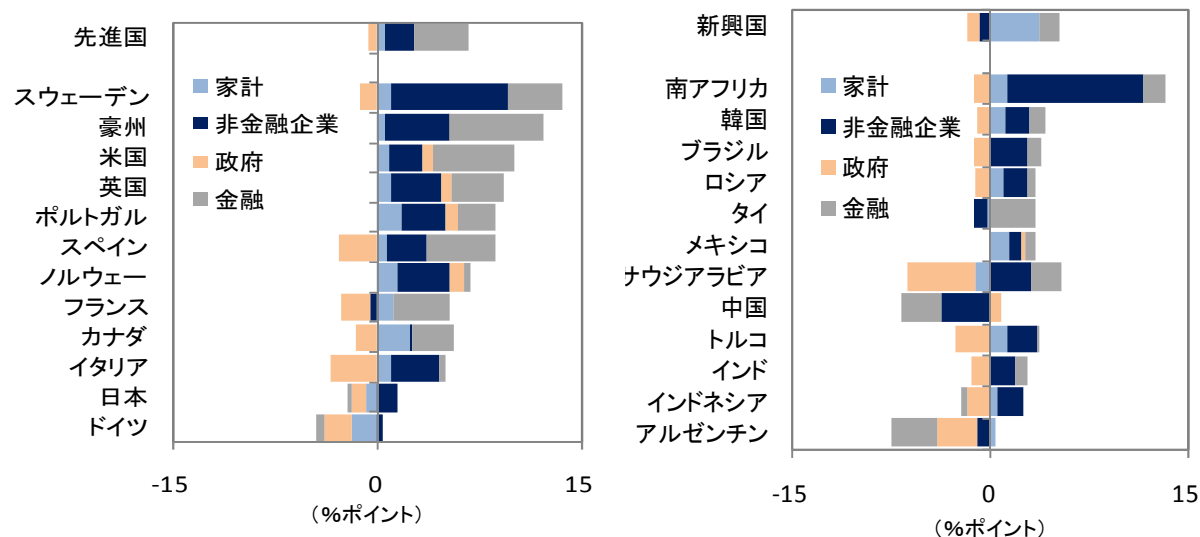
債務増加が新興国と非金融企業に集中する特徴は、2008年の景気後退前と対照的である。2007年央から2007年末までの危機前半年間をみると、先進国ではほぼ全ての地域で非金融企業ばかりか金融セクターの債務が大幅に増えていたのに対し、新興国債務は増えている地域もあれば減っている地域もあり、まだら模様であった(図表3下段)。つまり、信用リスクの所在と危機の契機は、2008年当時が金融発であったのに対し、今回は実体経済と関連が深い非金融セクターにあるという意味で、世界全体の成長減速に起因したものであると言えるだろう。成長率の低下は、GDP比でみた債務規模を拡大させるばかりでなく、返済原資である収益を押し下げるからである。

図表3 先進国と新興国のセクター別にみた名目GDP比債務規模の変化

(2014年12月末～2015年9月末)



(2007年6月末～2007年12月末)



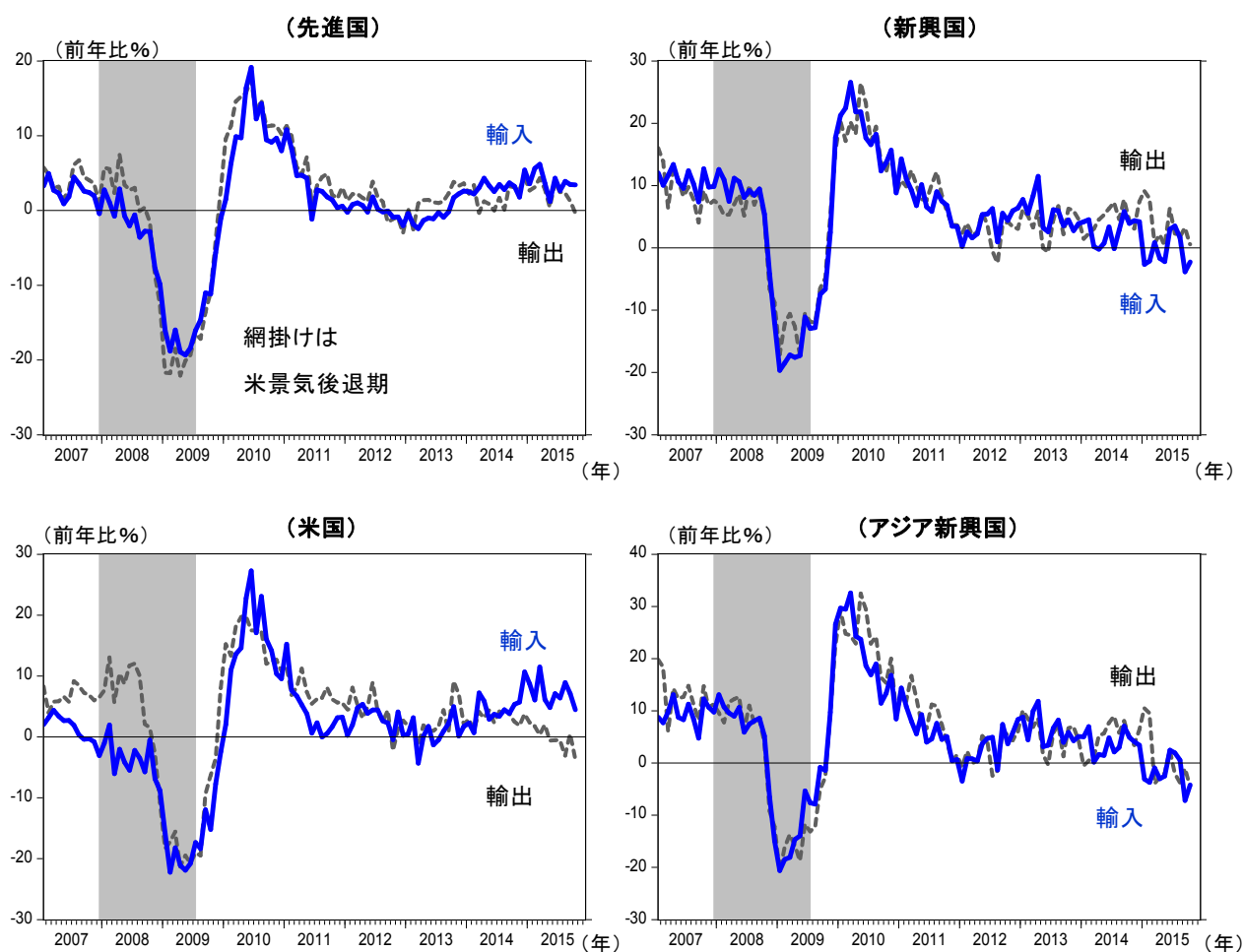
(資料) BIS、IMF統計より三井住友信託銀行調査部作成

3. 先進国の輸入増が下支える世界貿易推移

世界全体の成長ピッチを如実に表す世界貿易動向には、当時と比較しどのような変化が生じているだろうか。第三の特徴は、新興国では景気後退の様相が強まっているのに対し、先進国では輸入が増え、世界全体の貿易縮小と景気後退を回避し踏みとどまっていることにある。

輸出入数量を先進国と新興国、さらに、その内訳として米国とアジア新興国の4地域に分けてみると、2015 年後半以降の新興国の輸出入は、いずれも前年比を下回っている。対して、先進国では輸出(点線)はマイナスであるものの、輸入(実線)は前年比プラスを維持している(図表4)。

図表4 地域別の輸出入数量指数の推移

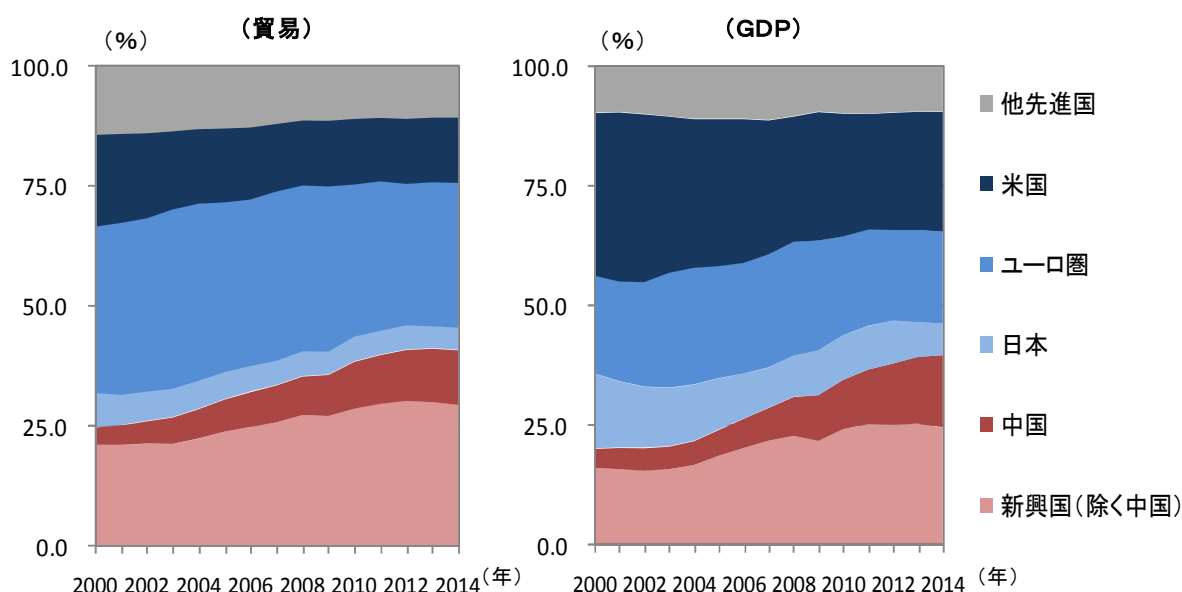


(資料)オランダ経済分析局「World Trade Monitor」より三井住友信託銀行調査部作成

金融危機に端を発する2008年の景気後退局面では、最初に先進国の景気後退により輸入が減り、続いてこれが新興国の輸出入減に波及し世界全体で前年比2割を超える貿易量の縮小をもたらした。世界経済や貿易に占める先進国のシェアは未だ5割を占めていることから、先進国経済の安定は世界景気のアンカーとして働いている(次頁図表5)。

もともと、新興国経済の規模も当時に比べて格段に高まっていることも図表5から読み取れ、新興国経済の減速は先進国の輸出や企業収益の鈍化を通じて、先進国経済そのものの成長に下押し圧力をかけ続ける恐れがある。かかる実体経済の波及も投資家の不安心理の背景にある。

図表5 世界全体の貿易と経済規模の地域別シェアの推移

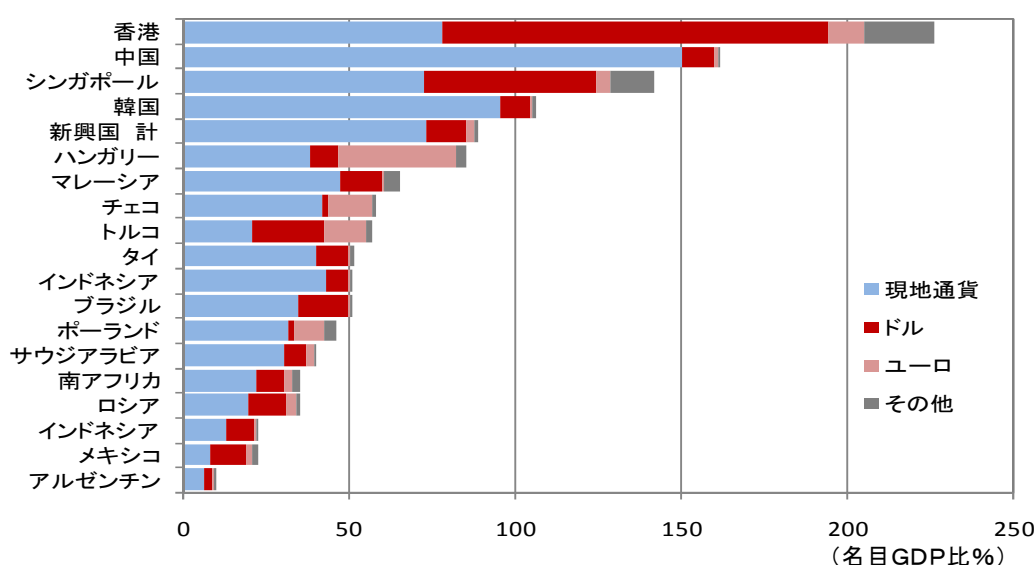


(資料)IMF統計他より三井住友信託銀行調査部作成

先進国の輸入の増加は、新興国からみれば、輸出を通じた外貨獲得という意味で非金融企業の外貨建て債務リスクにも影響を及ぼす。新興国の非金融企業の債務は、大半が自国通貨建てではあるが、外貨建て債務規模が大きい国もみられる(図表6)。非金融企業の名目GDP比でみた債務規模を比較すると、香港やシンガポール、トルコなどでは、ドルが中心の外貨建て債務規模は5割を超え、GDP比でみた規模も大きい。

新興国にとっては、ドル高・新興国通貨安により価格面からドル建て債務が増える経路ばかりでなく、ドル高により米国経済が減速し、先進国全体の輸入と新興国の輸出が減少して外貨獲得が減るという実体経済の量の面からも債務返済リスクが高まることになる。

図表6 新興国の非金融セクター債務規模の通貨建て要因分解(2015年3月末)



(資料)BIS、IMF統計から三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめと今後の展望

ドル高と原油安が進む中で、年初来の世界同時的な株安が続いている背景には、米国社債市場における信用スプレッド拡大が映す企業信用リスクの上昇と金融市場の逼迫から、世界全体が景気後退局面入りするのではないかと不安心理が大きく働いている。

世界全体の債務状況(金融面)と貿易動向(実体経済面)から、現局面を 2008 年の金融危機後の景気後退局面と比べると、企業信用リスクと債務規模の拡大は新興国と非金融セクターに集中しており、貿易量の縮小も、新興国に顕著という特徴がある。対して、2008 年当時は、先進国の金融セクターと非金融セクターの過剰債務があり、金融危機を契機に先進国経済が景気後退入りし、世界全体の貿易や経済活動の大幅な縮小へと波及していった。先進国全てに過剰債務があるわけではなく、先進国の輸入量も増えている点から、現時点で世界全体が直ちに景気後退局面入りするとの見方はやや早計だろう。

ただし、信用リスクの所在とリスク拡大の契機は、2008 年当時が金融発であったのに対し、今回は実体経済と関連が深い非金融セクターにあるという意味で、世界全体の成長減速そのものが、債務リスクを高める構造にある。成長減速は、名目 GDP 比でみた債務規模を拡大させるばかりでなく返済の原資である企業収益を押し下げるからである。世界全体の成長期待の低下そのものがリスクとすれば、先進国における金融緩和による景気刺激策の有効性は低い。

かかる構造を踏まえると、今後の市況反転の契機となりうるのは、自明過ぎるくらいはあるが、世界経済のアンカーとなっている米国をはじめとする先進国経済の経済指標、とりわけ内需関連指標や輸入金額が大きく腰折れず、緩慢ながらも相応に堅調さを維持することが確認されることに尽きるのではなかろうか。

(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。