

三井住友信託銀行

調査月報



時論
マイナス金利導入に見るリアリズムの欠如.....1

経済の動き
2017年度までの内外経済見通し
～減少が続く家計の可処分所得～.....3

米国金融市場逼迫の影響をどう見るか.....11

時論

マイナス金利導入に見るリアリズムの欠如

日本銀行は1月の金融政策決定会合にて、マイナス金利の導入を決定した。景気、物価の回復基調がやや弱まり、ECBが追加緩和措置を示唆し、為替が円高に振れつつあった中では、何らかの追加緩和措置はあると予想していたが、近い将来、国債大量購入の限界が見えてくる時期まで温存するであろうと見ていたマイナス金利を、このタイミングで実施するとは思わなかった。

その後の市場の反応は必ずしも政策意図通りにはなっておらず、この政策の適否についても様々な議論が戦わされている。

筆者は金融機関のインハウスのリサーチ並びに信用リスク管理の一端を担う部署にあって、わが国金融システムにおける信用創造の中核たる銀行貸出市場の動向から、金融政策の効果や作用・反作用を観察・考察できるポジションにいる。そうした立ち位置から見ると、今回のマイナス金利の基底にある政策思想や現状認識、学者・エコノミスト間の論議を見るにつけ、下記のような、日本経済の実情や金融仲介の場で現実には起こっていることとの乖離、語られることの手触り感の無さという意味合いの「リアリズムの欠如」を感じざるを得ない。

第一は、銀行貸出市場の現状理解について。

マイナス金利による銀行への悪影響が懸念されているが、それは①利ザヤの一層の縮小による収益圧迫、②収益悪化による貸出態度の厳格化・慎重化、③受信活動の委縮による金融仲介機能の低下等を引き起こすとの見立てからのようである。その可能性は確かに存在するが、今回の措置では日銀当座預金の3階層構造設計に見られるように、銀行収益には一定の配慮がなされていることもあり、こうした懸念が直ちに顕在化し、銀行経営の根幹を揺るがすとは考えにくい(ただしジワジワと影響は出てくる)。

それよりも、貸出市場の現状を鑑みれば、貸し手の投融资規律(=借り手の財務規律)の弛緩—それが積極的な意図としてではなく、止むにやまれず、いつの間にか、注意しつつも進行する性質のものを、まず懸念すべきではないか。

貸出市場は従前から、各行は信用リスクに過度に敏感となって貸出の積み上げに慎重となるどころではなく、過当競争、過熱とも言える状況である。すなわち、預貸金利ザヤの長期低落に歯止めがかからず、その幅も極めて薄くなる中、貸出量拡大によって何とか収益の維持を図らんとし、各行は追い込まれる形で徐々に深く、より大きなリスクを取りつつあり、リスクに見合ったリターンを確保できない資産が積み上がりやすくなっており、資金調達サイドの一部ではやや過度な債務増大も散見される。

将来、金利上昇、実態経済の悪化、地政学リスクの台頭等をきっかけに金融システムが動揺する際のマグニチュードが膨らみつつあると言える。

マイナス金利は、長期国債の大量購入の継続と相まって、イールドカーブ全体を更に押し下げることが企図しているが、これは上記の懸念を一層強めることになる。ここまで来ると(既にそうなっているとも言えるが)、貸出金利や利ザヤが価格機能を全く発揮できないという意味での「市場の機能不全」であり、も

はや「量的緩和・金融緩和」ではなく「超信用緩和」であり、貸し手・借り手双方における「的確なリスク判断力の喪失」「リスク感覚のマヒ」を招く政策運営と言える。

そもそもイールドカーブを押し下げることが、リスクプレミアムを圧縮することによる信用緩和を狙っていると言えるが、市場流動性が枯渇し、信用収縮が差し迫っている金融危機時であればともかく、事態がそこまで切迫していない現在において、貸出市場がすでに過熱状態にある中で、イールドカーブの更なる押し下げ—これを2%物価上昇目標が達成されるまで続けるのであろうか—を投資需要喚起策として用いることの副作用には、もっと目を向けるべきではないか。「金融政策決定会合における主な意見」や「総裁記者会見要旨」を見ても、こうした点が十分、認識・考慮されているとは思えない。

第二は、実質金利(名目金利－(期待)インフレ率)の効果について。

今回の措置は、上記のような貸出市場における副作用に目をつぶってでも、実質金利を引き下げて投資需要を喚起することを狙っている。名目金利を引き下げても、(期待)インフレ率がそれ以上に下がれば実質金利は下がらず、投資需要を抑制するというのは教科書的にはそうであろう。

だが貸出市場の現場の感覚、顧客とのやり取りからの推察するに、今日の日本企業にとって実質金利の水準を更に引き下げることが、投資の意思決定に有意な影響を持つのか、少なからぬ疑問を感じる。仮に、投資需要や資金需要の増加が幾ばくか見られるとしても、それは需要の先食いには過ぎないのではないか(特に住宅投資)。

そもそも貸出市場では名目金利たる銀行貸出約定金利は異次元緩和策実施後も一貫して、かつ(期待)インフレ率以上に低下しており(すなわち実質金利も低下)、実質金利の水準も過去最低水準にあるのが現実であろう。それにも関わらず、企業収益が拡大する中であっても設備投資が盛り上がらないのは、もはや実質金利の下げ渋りが主因ではなく、国内市場の中長期的縮小観測、世界経済への先行き懸念、グローバル競争の激化、円安・原油安頼みで数量増加を伴わない企業収益、異次元緩和実施3年間で年率1%にも満たない経済成長率、これらを背景とした期待成長率の低迷—といった多様な要因に求められると見るのが自然であろう。

異次元金融緩和策の政策効果は「民間主体のインフレ期待、その他の期待の形成に働きかけること」に依拠している。この戦略の適否、是非については議論が分かれているところであるが、少なくとも言えることは、期待に影響を及ぼそうとするのであれば、「2%の物価目標達成のためには必要な措置は何でもやる」との覚悟を繰り返し表明するのみならず、日本経済の現状、わが国金融システムの特質、世界経済など外部環境といった現実にとりし込んだ場合、その施策にはどのような効果、作用・反作用、リスクが想定されるのか、幅広くかつ客観的な考察も交えた、十分なリアリティを持った説明が必要であろう。

そのことが、世界経済の先行き見通しが怪しくなる中であって、無用な市場の変動を抑え、インフレ・経済成長両面にわたる将来期待を高めるといふ、異次元金融緩和策の目的達成にもつながっていくと思われる。

(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。

2017年度までの内外経済見通し

～減少が続く家計の可処分所得～

<要旨>

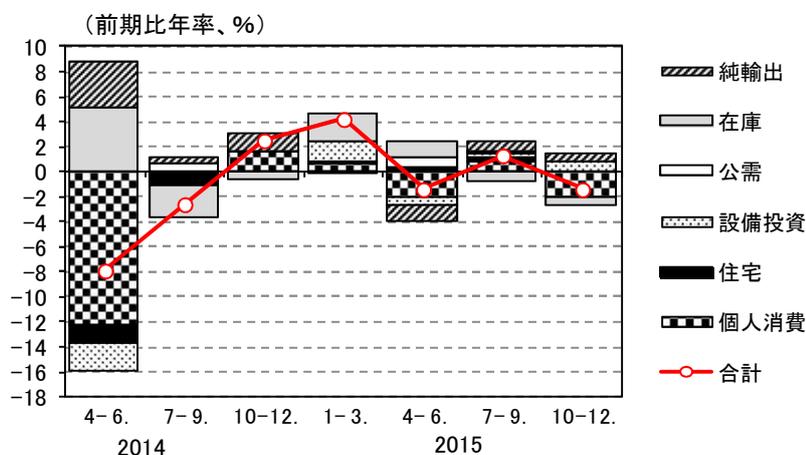
2015年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は、消費の減少を主因に前期比年率▲1.4%とマイナス成長になった。ここ数年で、2014年4月に上げられた消費税の影響を含めて物価が上昇基調にあった中で、勤労者・年金生活者共に可処分所得が減少しており、家計の購買力が大きく低下している。この先も、非消費支出(直接税・社会保険料)の増加やマクロ経済スライド制度による年金額の抑制によって、家計の可処分所得は高まりにくい状況が続くとみられる。

日本の成長率は、2016年度については、物価下落による購買力の上昇や消費税率引上げ前の駆け込み需要によって内需は下支えされ、プラス成長は維持されよう。2017年度になると、消費税率引上げ分を含む物価の上昇に所得の増加が追いつかず、消費は一層落ち込み、成長率はマイナスに転じると予想する。さらに、米国経済の景気後退リスクが顕在化した場合は、外需の減少や円高に進展によって、日本経済に対する下押し圧力がさらに高まる。

1. 10-12月期実質GDPはマイナス成長

2015年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比▲0.4%(年率▲1.4%)となり、2四半期ぶりのマイナスとなった(図表1)。日本経済は、2014年度の消費税率引上げ以降に落ち込んで以来、2015年度になっても明確な回復に至っていない。マイナスの主因は、前期比▲0.8%となった個人消費の低迷である。消費は、2014年度に駆け込み需要の反動減によって大きく減少した後、2015年度に入ってもマイナス基調で推移している。

図表1 実質GDP成長率



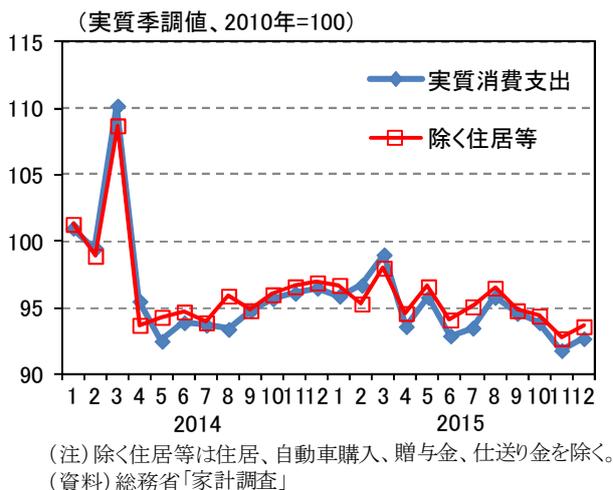
(資料)内閣府「国民経済計算」

2. 内需の見通し～減少が続く家計の可処分所得～

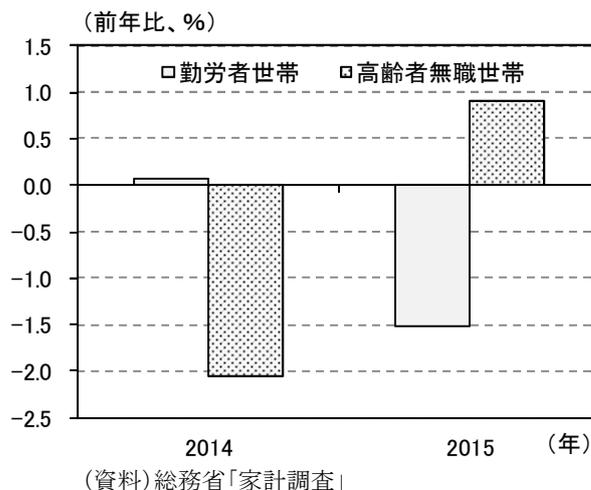
2014年4月以降、消費の停滞が続いているが、家計調査で消費主体別にみると2014年と2015年で要因は異なっている(図表2、3)。

2014年は、過去のデフレ期に年金額の物価スライドを行わずに据え置いた特例水準が解消され、年金額が大幅に減少したことで、高齢者の消費が大きく減少した(図表4)。一方2015年は、年金が増加に転じたことで高齢者の消費は持ち直したものの、勤労者の所得の伸びは持続せず、勤労者世帯の消費が落ち込んだ。

図表2 実質消費支出

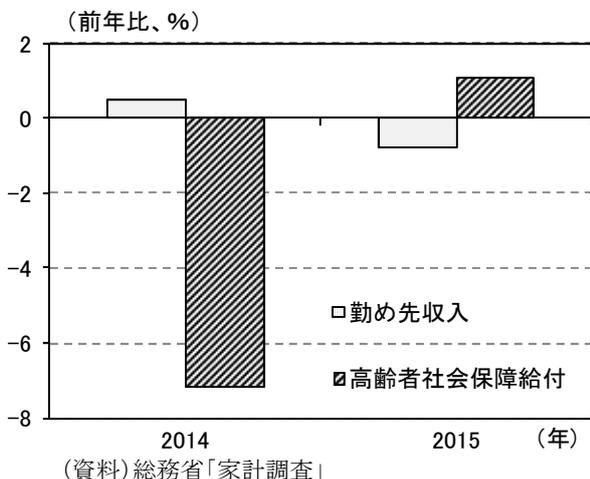


図表3 消費支出(名目)

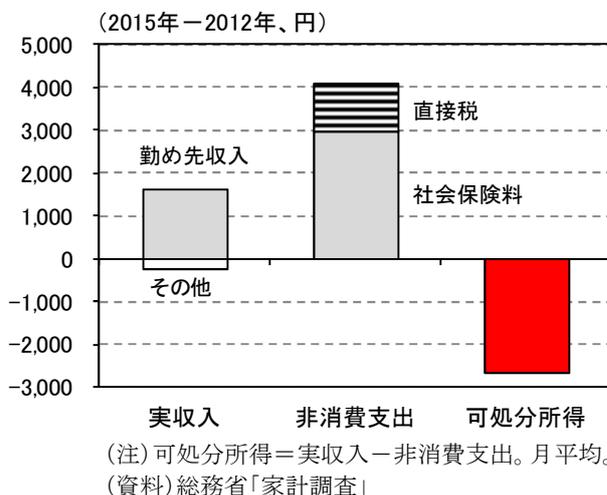


勤労者世帯については、公的年金保険料や健康保険料といった社会保険料や、所得税や住民税といった直接税による負担が、所得の伸び以上に増加しており、ここ3年間で可処分所得は減少している(図表5)。さらに、消費者物価指数(帰属家賃を除く総合)は同じ期間で4.4%上昇していることが負担となり、勤労者世帯の実質可処分所得は約5%の減少となった。勤労者世帯の消費低迷は、所得が増えたにもかかわらず将来に対する不安から財布の紐を締めるというような消費マインドの問題ではなく、物価が上昇する中での可処分所得の減少によって、消費を減らさざるをえない状況にあったためだと考えられよう。

図表4 勤労者世帯、高齢者無職世帯収入



図表5 過去3年間の勤労者世帯可処分所得の変化



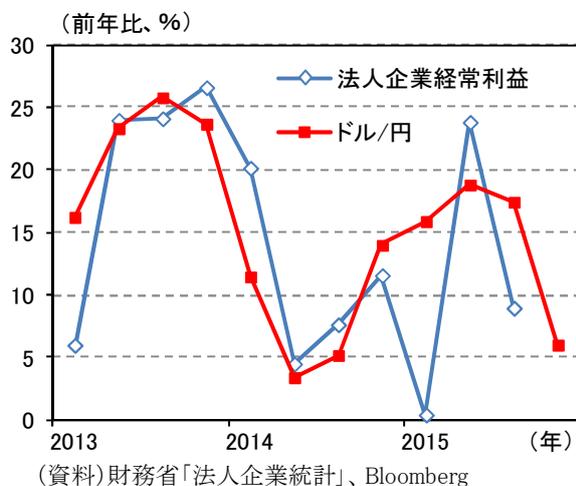
この先の勤労者世帯の勤め先収入を考えると、2016年度のベースアップ率は各アンケート調査によると2015年度から鈍化する見込みであり、為替差益の剥落による企業の増益率の低下からボーナスについても増加は期待できない。一方で、平成29年度まで毎年引き上げられる予定の厚生年金保険料といった社会保険料負担は今後も増加する見込みであり、勤労者世帯の可処分所得は減少が続く可能性が高い。

高齢者の所得については、2016年度の年金額は2015年度から、据え置きとなった。2015年度はマクロ経済スライドの実施によって、年金の改訂上昇率が抑制されたが、2016年度は年金額の減少を避けるためにマクロ経済スライドが実施されなかった。なお、2016年の物価は前年比マイナスになることが予想され、物価が低下した場合は2017年度の年金(既裁定年金)は減少する。

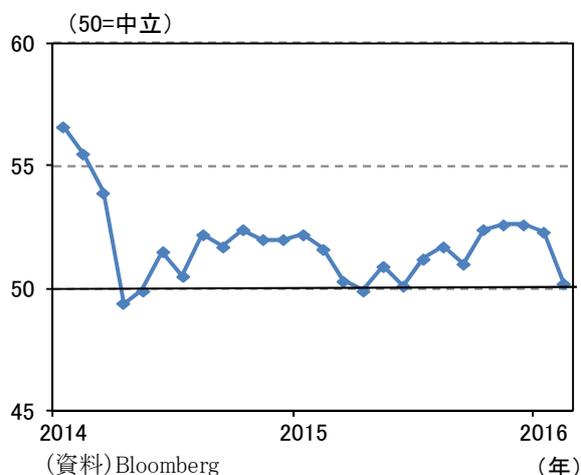
上記のように、勤労者世帯・高齢者世帯共に可処分所得は増加が困難な状況にあり、2017年4月の消費増税後には、家計の購買力は一層低下し、消費は再び落ち込む可能性が高い。

消費の停滞が続く一方で、10-12月期の設備投資は前期比+1.4%と伸びを高めており、設備投資の先行指標となる機械受注も底堅く推移している。ただし、為替の円安トレンドが止まったことで、為替差益による企業の増益効果は剥落してきており、2016年に入ってから不安定な金融市場が企業の投資マインドを冷やす懸念があるため、設備投資の増加ペースが加速することは期待し難い(図表6、7)。

図表6 法人企業経常利益とドル/円レート



図表7 製造業購買担当者指数(PMI)

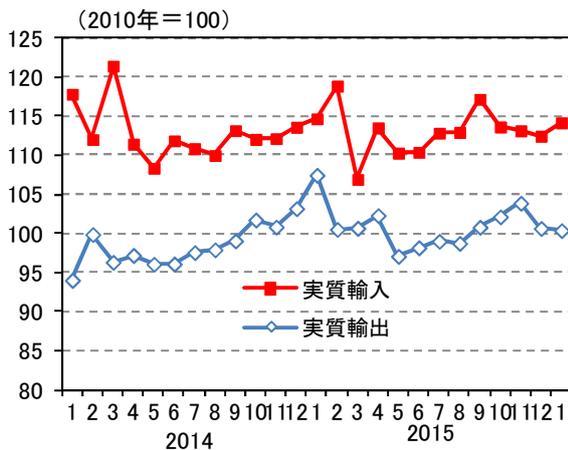


3. 外需の見通し

(1)輸出は自動車メーカーの国内回帰が当面下支え

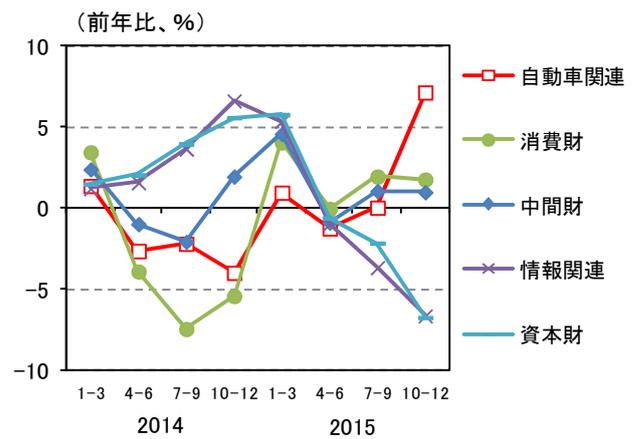
2015年10-12月期の輸出は前期比減少となったが、2015年後半以降海外経済の減速懸念が続く中で、横ばい圏内を維持している(次頁図表8)。2015年後半の実質輸出を財別にみると、中国経済の減速や米国製造業の景況感悪化を背景に資本財や情報関連輸出が減少する一方で、自動車関連輸出が増加に転じている(次頁図表9)。

図表8 実質輸出入



(資料) 日本銀行

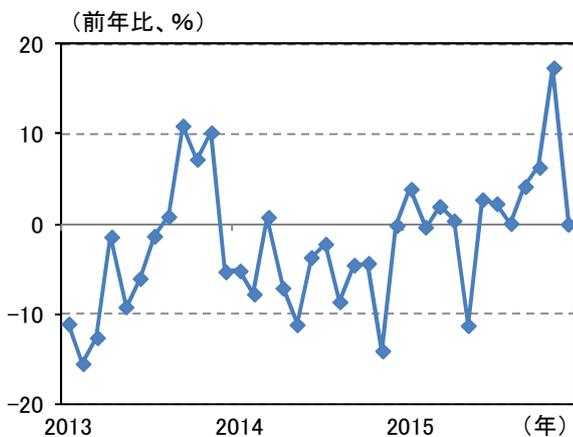
図表9 財別実質輸出入



(資料) 財務省「貿易統計」、日本銀行「企業物価指数」

2016年に入って為替は円高に振れたものの、これまで円安が続いた中で自動車メーカーが国内回帰を始めたことで、自動車輸出台数が増加している(図表10、11)。この先も自動車メーカーは国内生産を増やす計画をしており、円高が急速に進展しなければ、海外経済の減速で下振れが懸念される輸出環境を当面は下支えするとみられる。

図表10 自動車輸出台数



(資料) 日本自動車工業会

図表11 自動車メーカーの国内回帰状況

時期	内容
2015年6月	ホンダ: 欧州向け「フィット」の生産を国内に切替
2015年9月	ホンダ: 北米向け「フィット」の生産を国内に切替
2015年	日産: SUV「ローグ」の生産の一部を九州工場に移管
2016年	スズキ: 欧州向け「スイフト」の生産を相良工場に移管
2017年	トヨタ: 主力セダン「カムリ」の北米輸出を再開

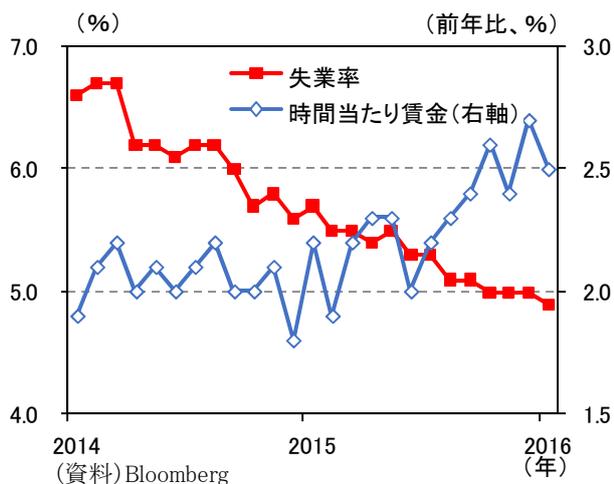
(資料) 各種報道より作成

(2) 中国経済が減速を続ける中、雇用・所得環境の改善を背景に米国は利上げに向かう公算

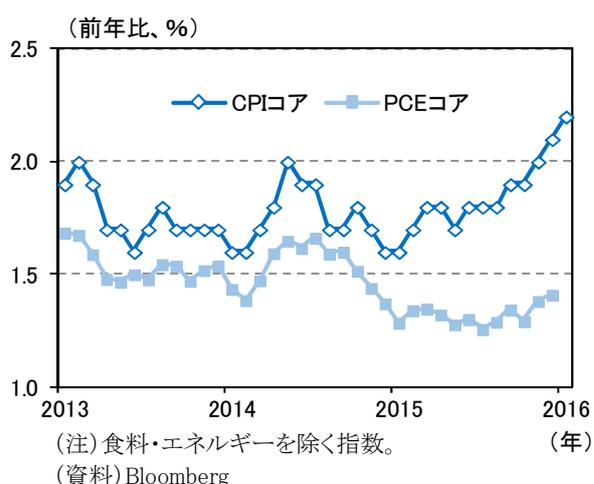
これまで世界経済を牽引していた米国では、2015年12月に政策金利の引上げを始めたが、設備投資や輸出の減少により、10-12月期の実質GDP成長率が前期比年率+0.7%(7-9月期: 同+2.0%)に減速し、足元では製造業だけでなく非製造業の景況感指数も低下しつつある。

ただし、直近1月の小売売上高は高めの伸びをみせており、1-3月期はGDP成長率が再び高まることが期待される。また、失業率も連邦公開市場委員会(FOMC)参加者が想定する中期均衡水準(4.9%)に達し、賃金上昇率が高まってきている。さらに、雇用・所得環境の改善を背景に、コアインフレ率が底打ち・上昇していることもあり、FOMCの想定通りのペースは難しいとしても政策金利は引き上げられる可能性が高いだろう(次頁図表12、13)。

図表 12 米国失業率と時間当たり賃金

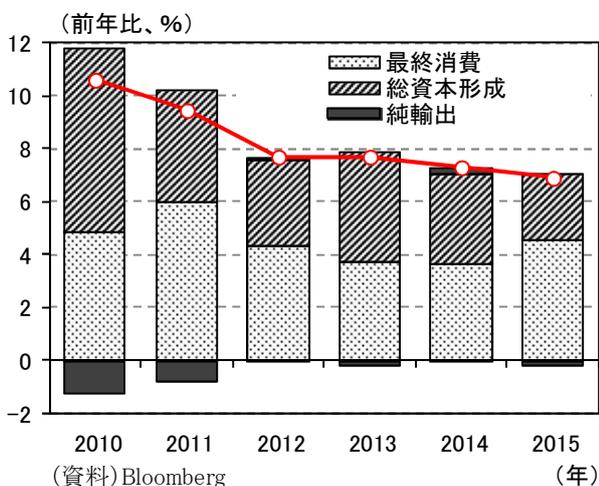


図表 13 米国コアインフレ率

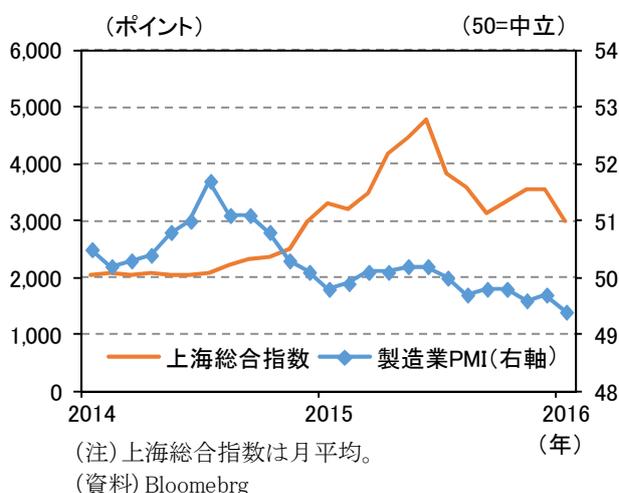


中国経済は、2015年の成長率が前年比+6.9%と減速し、内容としては、個人消費は崩れていないものの、固定資産投資の成長寄与が年々縮小している(図表 14)。リーマンショック後の過剰投資からの調整圧力は依然として残っており、日本からの資本財・中間財輸出には今後も減少圧力がかかるとみられる。中国は政策金利の引き下げや自動車減税といった景気刺激策を実施しているが、景況感指数は引き続き悪化傾向にあり、不安を払拭させるには至っていない(図表 15)。

図表 14 中国実質 GDP 成長率



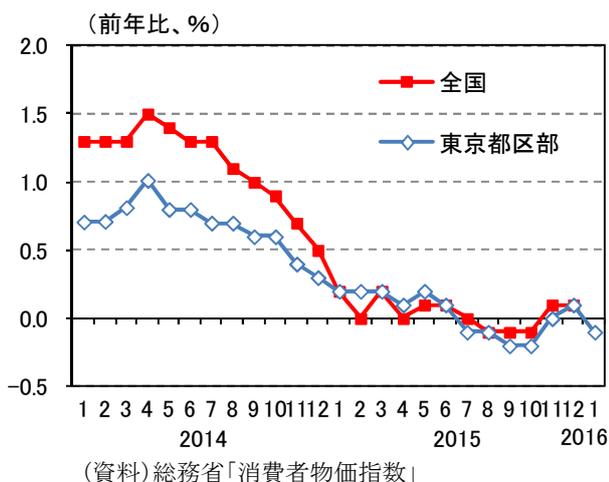
図表 15 中国製造業 PMI(財新)と上海総合指数



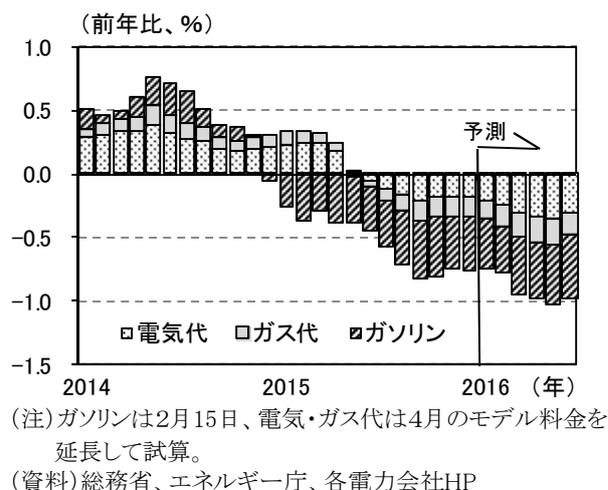
4. 物価と為替の見通し

2015年12月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、CPIコア)は前年比+0.1%と前月から横ばいとなったが、2016年1月の東京都区部CPIコア速報値は前年比▲0.1%と再び低下しており、全国CPIコアもエネルギー価格の下落によって、2016年前半は前年比マイナスとなる可能性が高い(次頁図表16、17)。日銀は、見通しを3回後ずれさせて2017年度前半頃に2%の物価目標を達成すると予想しているが、エネルギー価格の下押し効果が剥落しても、需要が物価押し上げる力は弱く、見通し期間の2017年度までに物価目標を達成するのは困難であろう。

図表 16 CPIコア



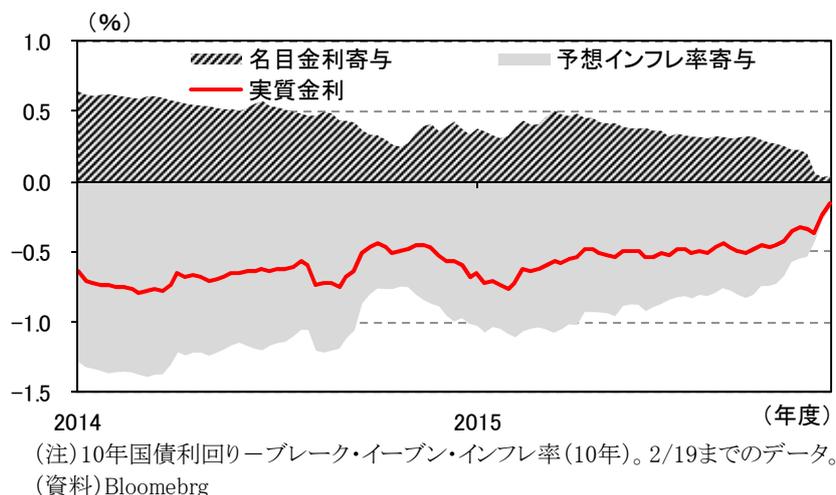
図表 17 エネルギー価格のCPIコア寄与度



日銀は1月末の政策決定会合で、日銀当座預金の政策金利残高に対する付利を▲0.1%へ引き下げることを選定した。ただし、マイナス金利の導入決定後も、予想インフレ率の低下によって、日銀が引下げを意図する実質金利は上昇しており、実質金利でみた金融環境は2014～2015年と比べて緩和的になっていない(図表 18)。

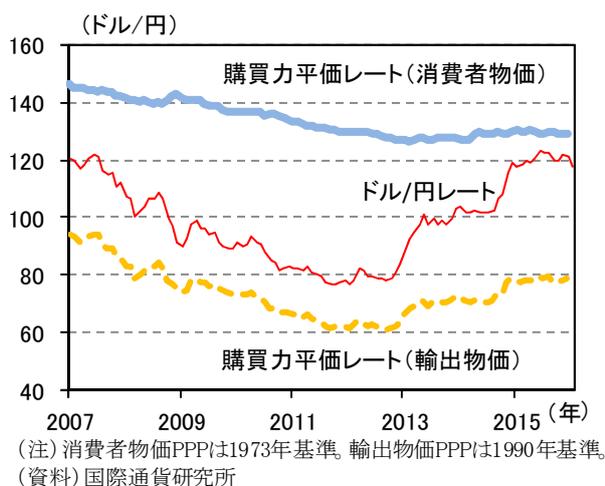
2014年6月からマイナス金利を導入したユーロ圏では、銀行貸出は増加基調にあるもののインフレ率を高めるには至っておらず、立て続けにマイナス幅を拡大させている。日本では、マイナス金利が導入されたばかりであるが、複数の政策委員が「マイナス幅の拡大は可能」と述べていることから、この先インフレ率が高まらない状況で、マイナス幅の拡大が検討されることになろう。

図表 18 実質金利(10年)

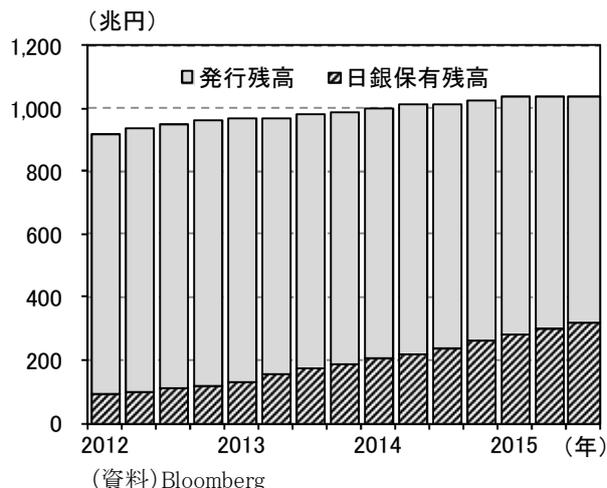


ドル/円レートは2012年後半からの円安トレンドが変調し、2016年に入ると一時110円まで円高に進んだ。ただし当面は、米国は利上げに向かう一方で、日本は追加緩和に向かう可能性が高いため、円高の進展は抑制されよう。中長期的にみると、日米の基調的なインフレ率の違いや、日銀の追加緩和手段が限られてきていることが、再び円高トレンドが生じる要因となり得る(次頁図表19、20)。また、米国経済の景気後退リスクが顕在化した場合は、米国が利上げではなく利下げに向かうことで円高が進む。

図表 19 ドル/円レートと購買力平価レート



図表 20 国債の発行残高と日銀保有残高



5. 2017年度までの経済見通し

以上みてきたように、日本経済は消費の停滞を主因として景気後退懸念が高まっている。ただし、2016年度については、物価下落による購買力の上昇や消費税率引上げ前の駆け込み需要によって内需は下支えされ、プラス成長は維持されよう。2017年度になると、消費税率引上げによる物価の上昇に所得の増加が追いつかず、消費は一層落ち込む可能性が高いことから、成長率はマイナスに転じると予想する。

さらに、リスクは下方に大きいとみている。米国経済は当面は底堅く推移すると考えられるが、原油価格の下落が続き、エネルギーセクターの業績悪化が金融セクターへ波及すると、米国経済全体が下押しされる懸念がある。米国経済の景気後退が顕在化した場合は、外需の減少と円高の進展による国内企業収益の減少によって、日本経済に対する下押し圧力がさらに高まる。

(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 2015～2017年度の内外経済見通し
(作成日：2016年2月24日)

	2015年度		2016年度		2017年度	
	実額	前年度比%	実額	前年度比%	実額	前年度比%
<実質・2005年基準>						
国内総支出	528.6	0.7	533.5	0.9	532.6	-0.2
民間最終消費	306.0	-0.4	308.4	0.8	305.4	-1.0
民間住宅投資	13.5	2.7	14.1	4.3	13.2	-6.0
民間設備投資	72.2	2.1	73.5	1.8	73.9	0.5
民間在庫品増加(実額)	1.4	寄与度 0.2	-0.3	寄与度 -0.3	0.5	寄与度 0.2
政府最終消費	103.6	1.3	104.9	1.2	105.6	0.7
公的固定資本形成	21.4	-1.9	21.0	-1.8	21.0	0.1
財貨・サービス輸出	92.1	0.4	94.5	2.6	97.4	3.1
財貨・サービス輸入	80.3	0.0	82.4	2.6	84.4	2.4
内需寄与度	0.7	民需 0.5	1.0	民需 0.8	-0.3	民需 -0.4
外需寄与度	0.1	公需 0.2	0.0	公需 0.2	0.1	公需 0.2
<名目>						
国内総支出	500.0	2.1	506.1	1.2	511.0	1.0
GDPデフレーター	94.6	1.4	94.9	0.3	95.9	1.1
企業物価 *(10年=100)	101.2	-3.8	98.8	-2.4	100.8	2.1
輸出物価 *(10年=100)	109.9	-1.1	107.4	-2.2	108.1	0.6
輸入物価 *(10年=100)	106.2	-15.2	95.7	-9.9	100.1	4.6
消費者物価 *(10年=100)	103.2	0.0	103.3	0.1	104.9	1.6
鉱工業生産 *(10年=100)	98.0	-0.5	100.6	2.6	99.9	-0.7
失業率 (%)	3.3	-0.2	3.2	-0.1	3.1	-0.1
雇用者数 *(万人)	5,649	0.7	5,685	0.6	5,708	0.4
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.6	—	0.2	—	0.1	—
新設住宅着工戸数(万戸)	92.9	5.5	96.9	4.4	84.2	-13.1
貿易収支(10億円)	330	—	1,276	—	42	—
輸出 *(10億円)	73,367	-3.0	73,474	0.1	76,769	4.5
輸入 *(10億円)	73,038	-11.1	72,198	-1.1	76,727	6.3
第一次所得収支(10億円)	21,387	—	22,515	—	23,400	—
経常収支(10億円)	18,416	—	21,212	—	21,784	—
マネーサプライ *(M2、兆円)	915.0	3.7	947.9	3.6	983.9	3.8
ドル/円レート(円、期中平均)	120.5	—	116.1	—	116.9	—
輸入原油価格(ドル/バレル)	49.2	—	37.8	—	40.0	—
米国実質GDP(10億ドル)	16,342	2.4	16,696	2.2	17,087	2.3

(注) GDP項目の実額の単位は兆円。米国は暦年ベース。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。

	10-12	2016/1-3	4-6	7-9	10-12	2017/1-3	4-6	7-9	10-12	2018/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.07	-0.02	-0.10	-0.15	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
10年国債利回り	0.31	0.17	0.08	0.05	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
ドル/円レート (期間平均値)	121.4	114.1	114.0	115.5	117.3	117.5	117.3	117.0	116.8	116.5

→ 予測

米国金融市場逼迫の影響をどう見るか

<要旨>

株価下落や社債スプレッド拡大にみられる米国金融市場の悪化が实体经济や金融政策に及ぼす影響の関心が高まっている。過去においても、金融市場の逼迫は融資態度の厳格化と貸出減を通じて、民間部門の投資減退をもたらし、失業率の上昇が観察されてきた。試算によると、昨年末以降の社債スプレッド拡大と融資態度の厳格化は、遅れて0.2～0.3%ポイントの失業率上昇をもたらす規模の金融引き締めに対応する。

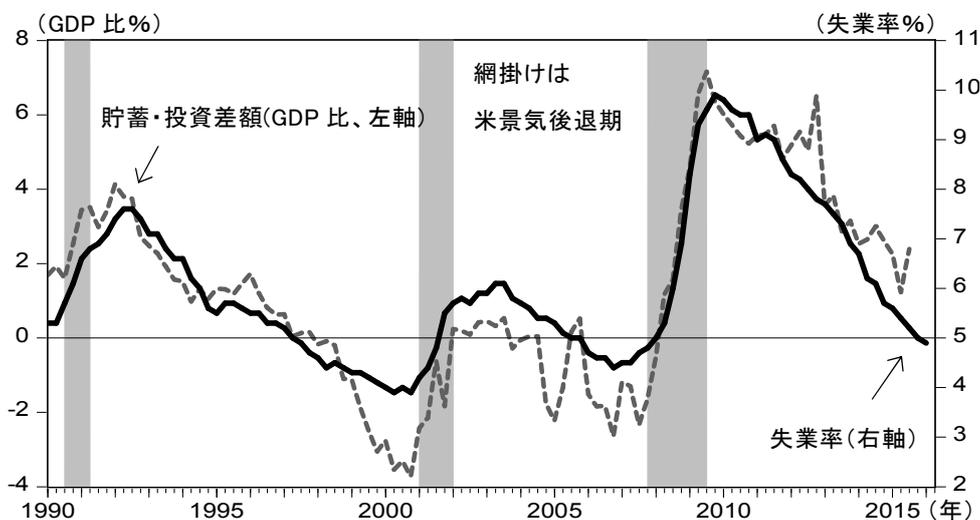
今のところ、米銀による商工業向け貸出は年率10%前後のペースで増えており、金融仲介の目詰まりや雇用環境への悪影響はみられないが、かかる失業率の上昇リスクを潜在的な引き締め効果と見るなら、その分の利上げは既に行なったことを意味しよう。

1. 民間部門の資金循環からみた失業率の推移

株価下落を伴う金融市場の悪化は、長期化する様相を呈していることから、实体经济への影響が懸念されている。金融政策当局が重視する失業率などの経済指標が変動する際には、必ず経済全体で見た資金循環の変化を伴う。たとえば、民間部門が将来に慎重になり貯蓄を積み増し、投資を控えれば、貯蓄・投資差額でみた民間部門の資金余剰は拡大していく。

経済活動を資金の流れから考察していく見方は、金融環境が大幅に悪化する局面においてはとりわけ重要な視点を提供する。金融市場が逼迫し目詰まりが生じると、支出や投資が阻害され、資金余剰の急激な増加とともに遅れて失業率が上昇していくためである。過去の米国民間部門の資金余剰と失業率の推移をみると、資金余剰が急激に増えていく局面では、失業率も上昇に転じ、米国経済も景気後退に陥っていった(図表1)。そこで、本レポートでは、今般の金融市場の悪化が、米国民間部門の資金余剰に及ぼす経路と失業率上昇の可能性について考察してみたい。

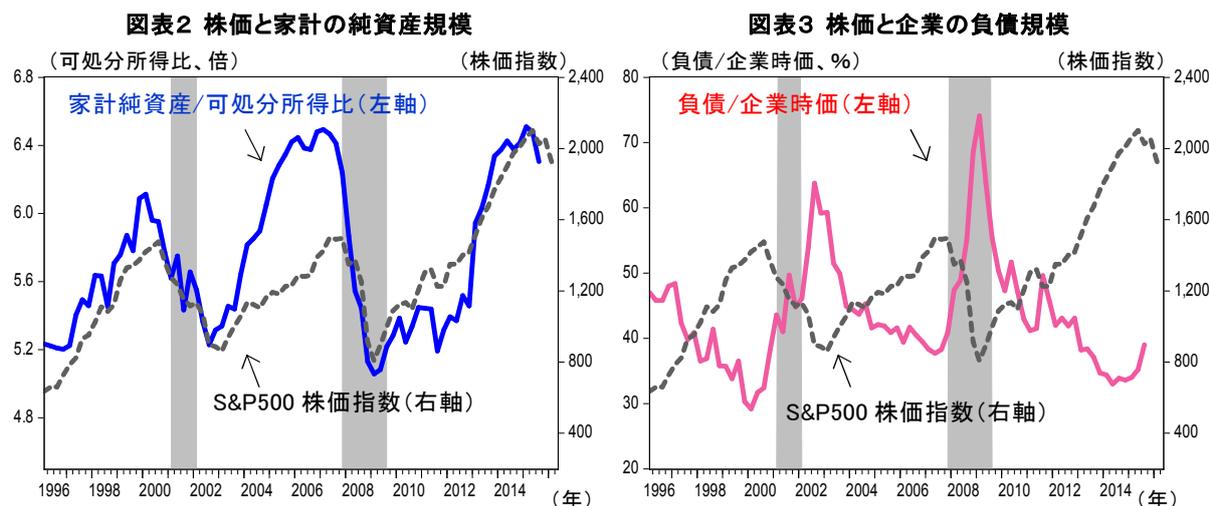
図表1 米国民間部門の資金余剰(貯蓄・投資差額)と失業率の推移



(資料)FRB「Financial Accounts of the United States」他より三井住友信託銀行調査部作成

2. 株価下落による家計と企業のバランスシート悪化

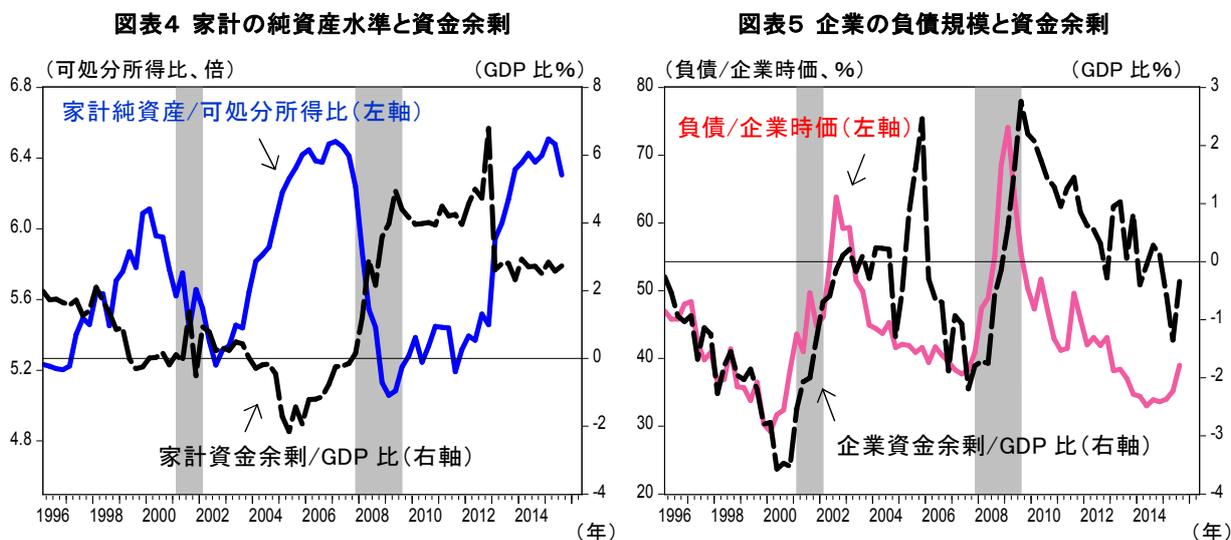
金融市場の悪化が経済活動に及ぼすひとつの経路は、株価など資産価格の下落が、家計や企業のバランスシートの悪化を通じて、投資や支出の鈍化をもたらす影響がある。S&P500 指数でみた米国株価水準と可処分所得比でみた家計の純資産水準を比べると、株価の上昇・下落に伴って、純資産規模の改善・悪化が観察される(図表2)。企業負債についても、社債と借入を合算した負債の企業時価比でみた規模は、株価下落に伴い急激に増加していく(図表3)。



(資料) 図表 2・3とも FRB「Financial Accounts of the United States」他より三井住友信託銀行調査部作成

このように、バランスシートが大幅に悪化する局面においては、家計と企業それぞれの貯蓄投資差額でみた資金余剰も急激に増える傾向にある。たとえば、資産価格下落により、家計の純資産水準が可処分所得に匹敵する規模で低下するケースや、企業時価比でみた企業負債規模が20%ポイントを超えて増加していく局面などである(図表4～5)。先の金融危機でなくとも、2001年の景気後退局面では、家計の純資産は可処分所得比6.1倍から5.2倍に低下していた。

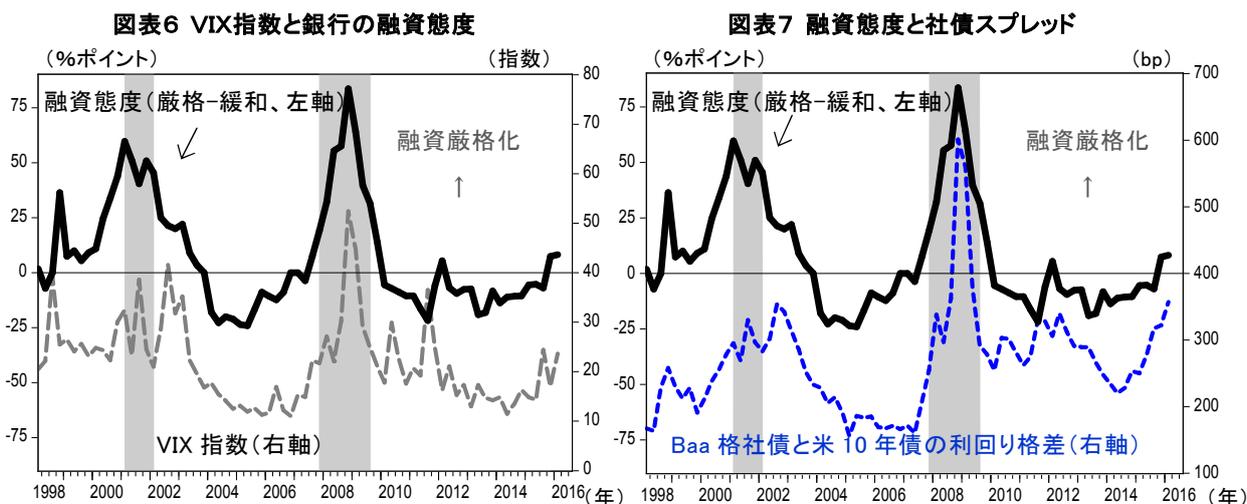
こうしたケースに比べれば、年初来の株安に伴うバランスシートの悪化はまだ軽微であり、家計と企業いずれもが直ちに投資や支出を大幅に手控え、資金余剰が拡大していく状況ではなからう。



(資料) 図表 4・5とも FRB「Financial Accounts of the United States」他より三井住友信託銀行調査部作成

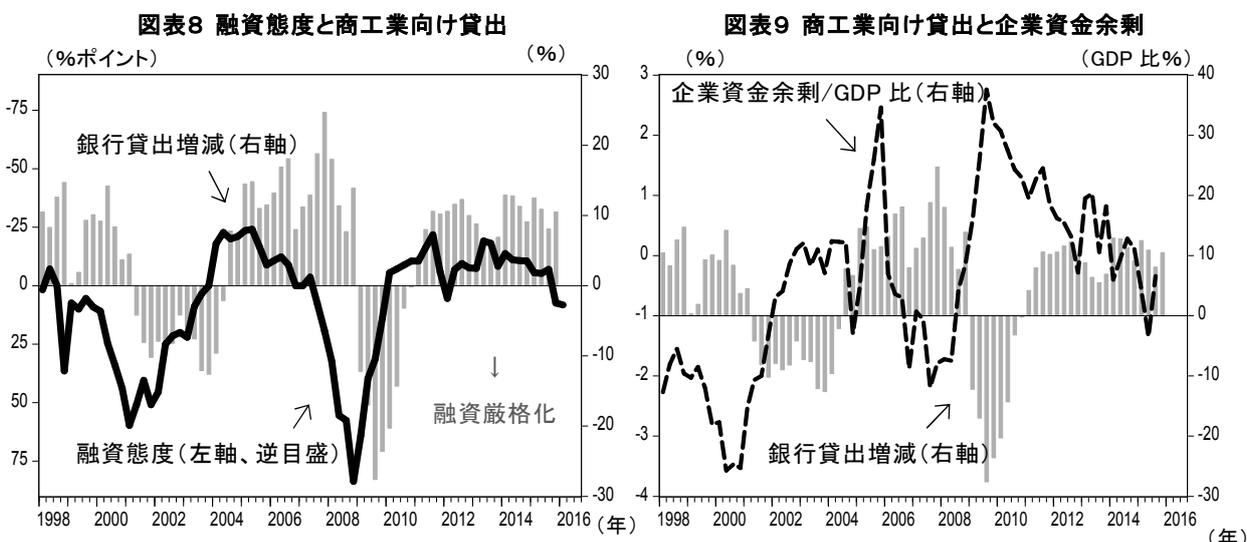
3. 銀行の融資態度の厳格化が貸出や投資行動に及ぼす影響

金融市場の逼迫が民間部門の経済活動に及ぼすより直接的な経路には、銀行の融資態度の厳格化や社債市場での企業の資金調達コストの上昇が挙げられる。米連邦準備理事会(FRB)が四半期毎に実施している銀行への最新の聞き取り調査(2016年1月)によれば、大企業への商工業向け融資基準を厳格化したと回答した銀行割合が緩和した割合を8%ポイント上回り、VIX指数急騰にみられる株式市場の不確実性上昇は、融資態度の悪化にも波及している(図表6)。また、投資適格であるBaa格社債と米10年債の利回り格差も、景気後退入り前に観察される350bpを超えて拡大しており、企業の資金調達環境は間接・直接問わずに悪化している(図表7)。



(資料) 図表 6・7 ともFRB「Senior Loan Officer Survey」、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

幸いなことに、かかる金融市場の逼迫も銀行貸出の減少までには至っていない。米銀全体でみた商工業向け融資は、昨年10～12月期には前期比年率10.5%増えており、今年1月の数字でも前月比年率ベースで6.8%、前年比ベースでは10.7%と増勢を維持している(図表8)。過去において企業が投資を控え資金余剰が大幅に拡大していた局面では、銀行貸出も同時に減少していたことを見れば、現状はそこまで米国金融市場が逼迫しているとは言えない(図表9)。



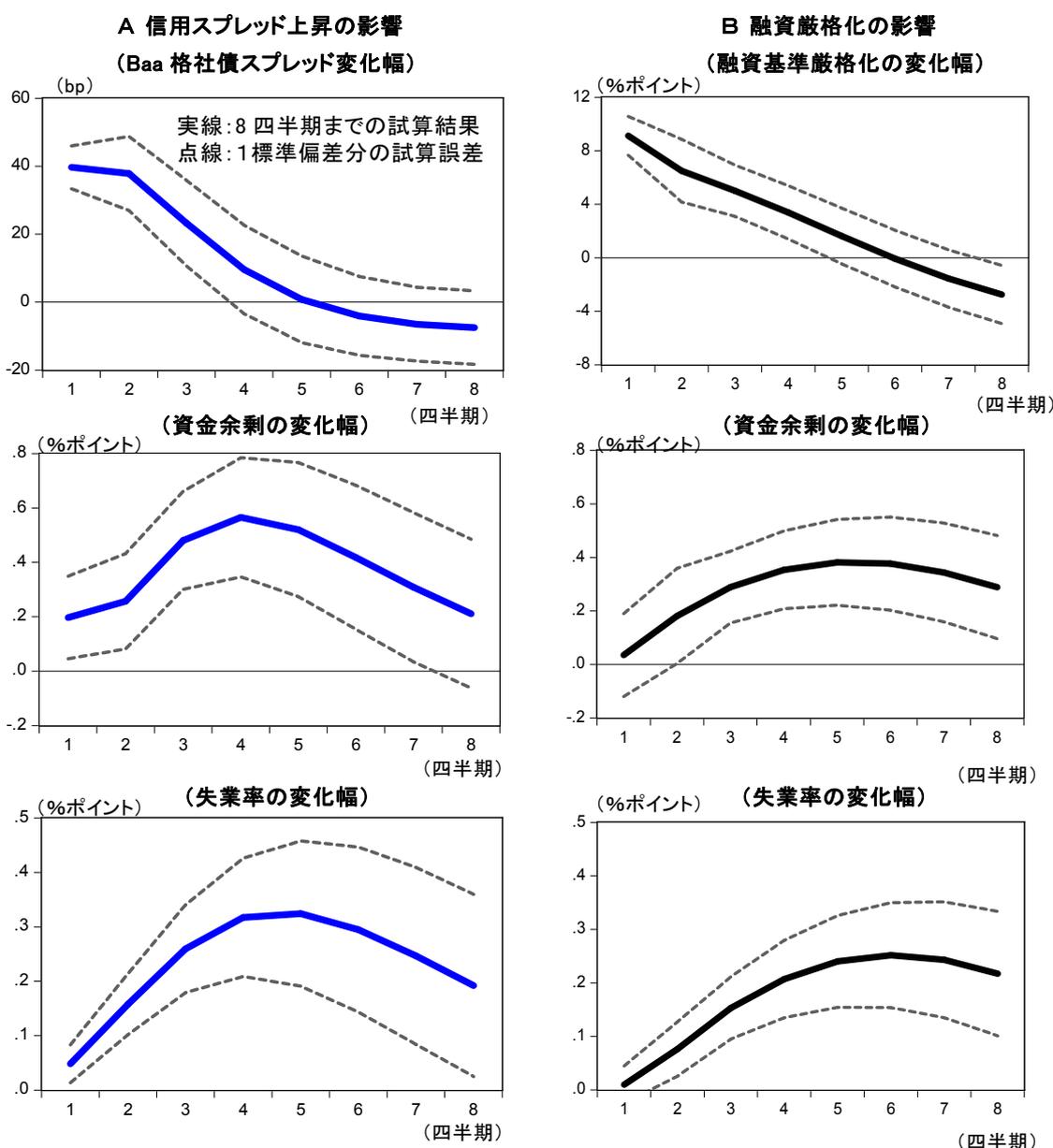
(資料) 図表 8・9 ともFRB「Senior Loan Officer Survey」他より三井住友信託銀行調査部作成

4. 金融市場の逼迫が失業率に及ぼす影響

このように、株価下落と社債スプレッド拡大や銀行融資態度の厳格化といった金融環境悪化は、銀行貸出の減少などの金融仲介機能の縮小には至っていない。ただし、この先徐々にその悪影響が経済に及ぶ可能性も否定できない。そこで、現状みられる社債スプレッド拡大と融資態度の厳格化が、この先民間部門の資金余剰や失業率にどの程度の影響を及ぼすかを試算してみた。

図表 10 はその試算結果を示している。左側の3つのグラフはBaa格社債スプレッドが一四半期目に40bp上昇した後の、社債スプレッド、資金余剰、失業率それぞれの8四半期先までの変化を、計量モデルを用いて計算している。図表下段の失業率の変化に注目すると、社債スプレッド拡大に1～2四半期ほど遅れて、失業率が0.3%ポイント程度上昇していくことがわかる。

図表 10 信用スプレッド上昇や融資厳格化が資金余剰と失業率に及ぼす影響試算



(資料) 三井住友信託銀行調査部試算。図表Aは、社債スプレッド、資金余剰、失業率の3変量自己回帰モデルを用いた試算。図表Bは社債スプレッドを融資態度に替えて計算。点線は一標準偏差の試算誤差。

前頁図表 10 の右側のグラフは、融資基準を厳格化した回答割合が 10%ポイント上昇した場合の、その後の融資態度、資金余剰、失業率それぞれの変化推移を示している。融資基準の厳格化も民間部門の投資支出の鈍化を反映し、資金余剰拡大と遅れての失業率の上昇をもたらす。社債スプレッド拡大のケースと比べると、融資態度の厳格化は直ちに貸出減をもたらすわけではないため、波及には時間がかかり、失業率上昇幅も平均して 0.2%ポイントとやや小さい。

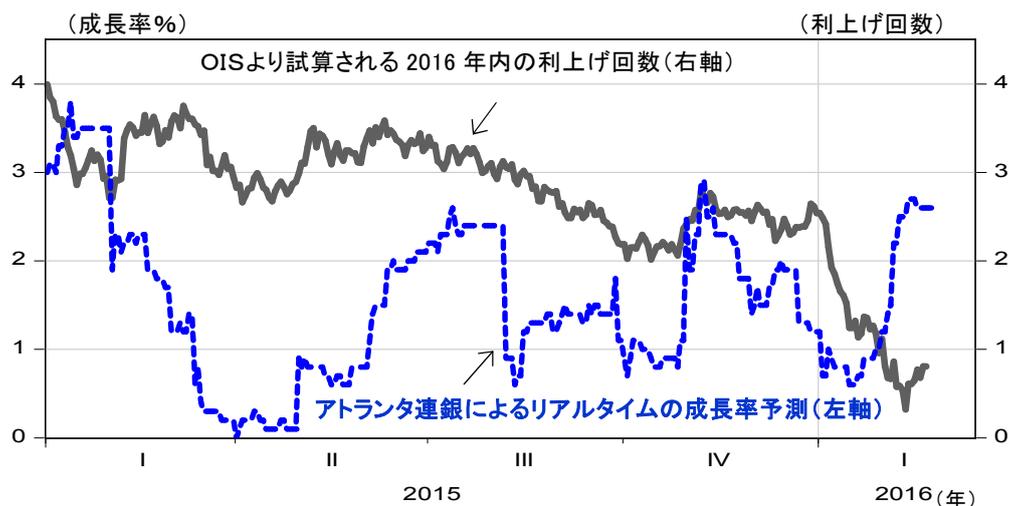
なお、試算で取り上げたBaa格社債スプレッド 40bp という拡大規模は、ちょうど昨年末から2月半ばまでの変化幅に相当する。また融資基準の厳格化 10%ポイントの上昇も、直近調査の融資態度の厳格化のネットの数字8%ポイントに相当する。米国失業率は 4.9%まで低下しており、悪化の兆しはないが、試算結果に従えば、金融市場の逼迫が長引くようであれば、今後失業率は潜在的に 0.2～0.3%ポイント程度上昇していく可能性がある。

5. まとめと米国金融政策への含意

年初からの金融市場の環境変化により、米国金融政策の見通しは一段と不透明になっている。市場に織り込まれている 2016 年の利上げ回数は、1 回未満と据え置きが予想される一方、公表される経済指標は今のところ堅調さを保っている。例えばアトランタ連銀が試算する 2016 年 1～3 月期の米国成長率予想は 2.5%を超え、成長率予想と利上げ回数との乖離が著しい(図表 11)。

株安によるバランスシートの悪化や融資基準を厳格化する銀行割合の増加も、過去の景気後退局面に比べれば軽微であり、景気後退をもたらすとの見方はやや行き過ぎとみることができる。それでも、金融市場の逼迫そのものは、様々な経路で経済全体に影響が及んでいくため、慎重に見ていく必要がある。試算が示している、遅れての失業率 0.2～0.3%ポイントの上昇リスクを潜在的な金融引き締め効果と見るなら、その分の利上げは既に行なったことになる。かかる潜在的なリスクを踏まえると、少なくとも影響が判明する年央までは利上げはできないのではなかろうか。

図表 11 市場が織り込む年内の利上げ回数とアトランタ連銀の成長率予測



(資料)アトランタ連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(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。