

2016. 6 No.50

三井住友信託銀行

調査月報



時論

「新三本の矢」に必要なもの、欠けているもの.....1

経済の動き

2016・2017年度の内外経済見通し

～盛り上がりを欠く内需～.....3

成長神話崩壊後の新興国マネーフロー.....12

時 論

「新三本の矢」に必要なもの、欠けているもの

5月18日～19日、「ニッポン一億総活躍プラン」「日本再興戦略 2016」「規制改革会議答申」「経済財政運営と改革の基本方針 2016(素案)」が相次いで公表され、「新三本の矢」を具体化する「骨太の方針」の施策が出揃った。

ラフにまとめれば、子育て・介護支援と高齢者雇用の促進による労働供給増加と、同一労働同一賃金などによる賃金引き上げによってマクロの賃金総額を増やし、これによって個人消費の底上げを図るとともに、第4次産業革命実現によるイノベーションの喚起や規制・制度改革により経済全体の生産性を高め、名目GDP600兆円を2021年度までに実現し、併せて出生率を高めて人口減少にも歯止めをかけようというものである。今日の日本経済が直面している問題を需要低迷としてのみ捉えるのではなく、労働力人口の減少や潜在成長率の低迷といった供給制約を正面から見据えており、相応に評価できる。

それにしても、報告書には数値目標やKPIがずらりと並び、いつまで何をやるという工程表が細かく示され、実効的なPDCAサイクルが謳われ、何やら企業の詳細な経営計画のような体裁と中身である。果たして国民各層の共感を得られ、実現が加速するのだろうか。

2012年の国連の会議で「競争で成り立つ現代消費主義社会」を批判し、「貧乏な人とは・・・無限の欲がある人のことだ」と聴衆に語りかけ、月1000ドル程度で生活する「世界一貧しい大統領」として注目を集めたホセ・ムヒカ前ウルグアイ大統領が4月に来日した。同氏のメッセージや言葉は従前から多くの日本人の共感を呼んでおり、日本での講話はメディアでも取り上げられ、関連本は40万部超も発行されたという。

先日の某経済雑誌の対談において、ある財界団体のトップが「GDPの無限の成長を前提とした議論には違和感を覚える」「先進国では成長する余地はあまりなく、精神的な効用を模索しなければならない時期に来了」と述べた。産業界を代表する立場の方がこうした発言をすることは、数年前では考えにくいことではなかろうか。

筆者はここで強欲資本主義、成長至上主義とは決別せよ、などと主張するつもりはない。ただ、昨今見聞するこうした事象に鑑みると、政府・与党からの発信が「経済」「数値」「富」「成長」に偏しており、そのようなものと距離を置きつつあるように見える国民の価値観との間にズレが生じていないか、そもそも価値観の変化を視野に入れているのか、一抹の懸念を禁じ得ない。

日本の中長期的な将来像を、経済的な側面や数値目標に止まらず、人々の価値観、文化や家庭の役割も包含し、多面的に描こうとしたものとしては、1980年に当時の大平正芳内閣の下で着手された「大平総理の政策研究会報告書」が挙げられよう。

この研究会は大平首相の主導によって設立されたもので、その問題意識は、「日本は急速な経済成長のもたらした都市化や近代合理主義に基づく物質文明が限界にきており、いわば、近代化の時代から近代を超える時代に、経済中心の時代から文化重視の時代に入った(1979年1月の首相施政方針演説)」との時代認識に基づき、そうした時代に合った、国民の指針となるべき価値観を創造していくことが政治の重要課題である、というものであった。これを行うに当たり、立場やバックボーンの異なる広範な人々の

意見や学際的な知見を集め、方向を探っていこうとした。

研究会メンバーの選定に当たっては、大平首相から「在野の碩学であること」「30 歳代から 40 歳代の 21 世紀にかけて第一線で活躍できる人々であること」という条件が示され、政治・経済・外交以外の領域からも、学者(梅棹忠夫氏、山崎正和氏等)、作家・文学者(江藤淳氏、曾野綾子氏等)、建築家(黒川紀章氏等)、音楽家(團伊玖磨氏、小椋佳氏等)、演出家(浅利慶太氏等)、医学者(水野肇氏等)など、各界から延べ 200 名超が集まった。当時、次代を担うと嘱望され、その後実際にそうなった垂涎の顔ぶれであり、日本の知を結集するプロジェクトだったと言えよう。彼らは「田園都市構想」「対外経済政策」「家庭基盤充実」「総合安全保障」「文化の時代」など 9 グループに分かれ、議論が行われた。

課題先進国にして課題解決先進国となるべき今日の日本が、景気の良し悪し、消費増税の是非といった目先の課題対応ばかりに目が行き、20～30 年先の国家社会像や将来の展望が描き切れない現状に鑑みれば、大平首相が「この試みは、大平首相個人のためでも大平内閣のためでもなく、21 世紀を展望した長期的、総合的な観点に立って、これからの日本にとって必要なことを、たとえそれが現在の政府の見解と違ったものであっても結構であるから、自由に討議し、提言してもらいたい(『大平正芳一人と思想』)」と要望したというこの研究会には、憧憬の念すら覚える。

「大平政策研究会」と「骨太方針」とは、前者は理念や哲学的ビジョンに、後者は具体的政策に軸足を置いており、同一土俵で論じられないものの、前者の優れた点は、政府・与党が何がしかを国民に喧伝する一方向的なものではなく、単純明快なキャッチフレーズを打ち出す“劇場型”政治手法でもなく、広く国民と対話することを通じて、国民と共同感覚を持てるような、さりとて偏狭なナショナリズムとは一線を画する価値観、将来像を作り上げようとしたことであり、そのベースには国民の良識に対する深い信頼があったように思う。

大平首相の急逝(1980 年)により、大平研究会の報告書は政治的には大きな影響力を持つことはなかったようだ。しかしこの研究会が示したような、20～30 年先の日本の将来像を歴史・文化・社会構造的視点を入れつつ多面的・多元的に描こうとした見識、政府の役割を牽引役というより円卓会議の議長のような抑制的なものに止め、国民と対話を重ねていく姿勢は、成長戦略や規制改革の推進力を高める上で学ぶところがあり、また現在欠けている点でもあると思う。

(フェロー役員 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。

2016・2017年度の内外経済見通し

～盛り上がりを欠く内需～

<要旨>

2016年1-3月GDPは個人消費、公需、純輸出の3項目に支えられ2四半期ぶりにプラス成長となった。しかし、GDPの押し上げ要因となった個人消費は実質では前期比年率+1.9%の成長であるが、名目で見ると前期比年率▲0.5%とマイナス成長であり、見かけの数字ほど強くなっていない。2015年以降続く平均消費性向の落ち込みが消費の実勢を弱めているとみる。

今回の見通しでは2016年度のGDP成長率は1.1%、2017年度は▲0.2%と見込む。2017年度までは、外需が景気と成長率にほぼ中立となる中で、内需も力強い伸びには至らない展開となろう。労働需給のタイト化した状態が続き、企業から家計への所得移転という前向きの循環の動きは続くものの、企業収益の増勢が鈍化するためにそのペースが鈍化することと、家計の先行きに対する慎重な見方から消費性向が上昇しないためである。なお今回の経済見通しでは、2017年4月の消費税率引き上げは現行法通り実施されることを前提としている

1. 2016年1-3月期実質GDPは2四半期ぶりのプラス

2016年1-3月期の実質GDP成長率(1次速報値)は前期比年率+1.7%となり、2四半期ぶりのプラスとなった(図表1)。牽引したのは個人消費、公需、純輸出の3項目。個人消費は前期比年率+1.9%と堅調な伸びを示した。雇用所得環境の改善が下支えしたと考えられる。公的需要は前期比年率+2.6%と3四半期ぶりの増加へ転じた。輸出は前期比年率+2.4%と増加したが、内需の弱さを反映して輸入が前期比年率▲1.8%と減少し、純輸出はプラスとなった。

図表1 実質GDP成長率

(前期比年率、%ポイント)

	2015				2016
	I	II	III	IV	I
実質GDP	+ 5.4	▲ 1.7	+ 1.6	▲ 1.7	+ 1.7
個人消費	+ 0.8	▲ 3.2	+ 2.0	▲ 3.3	+ 1.9
住宅投資	+ 8.7	+ 9.0	+ 6.8	▲ 4.1	▲ 3.0
設備投資	+ 16.3	▲ 6.2	+ 2.7	+ 4.7	▲ 5.3
公的需要	▲ 1.0	+ 3.6	▲ 1.1	▲ 0.3	+ 2.6
輸出	+ 8.9	▲ 17.8	+ 10.8	▲ 3.1	+ 2.4
輸入	+ 6.0	▲ 9.8	+ 6.8	▲ 4.3	▲ 1.8

(資料)内閣府『国民経済計算』

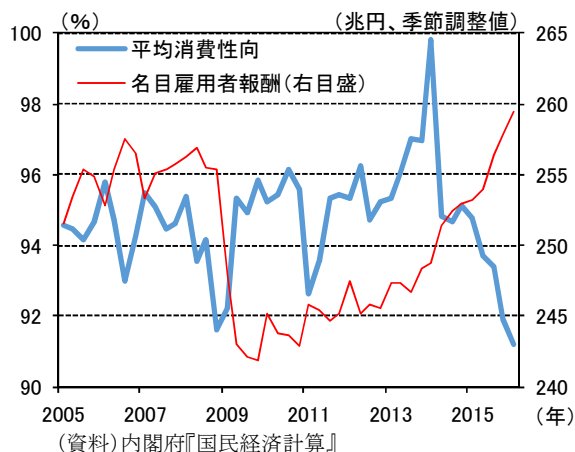
2. 内需環境

図表1に示される通り、ここ1年のGDP成長率の増減の動きは消費の変化に依るところが大きい。2014年の消費税率引き上げによる駆け込み需要とその反動の動きがあつて以降、マイナスとプラスを交互に動き不安定な様相を見せている。元々GDPの約6割を占める項目であるだけに不安定な動きがそのままGDP全体の動きへ波及してしまうため、今後の日本のGDPの成長のペースを見通す上ではこの先の消費の動きが最大のポイントとなる。

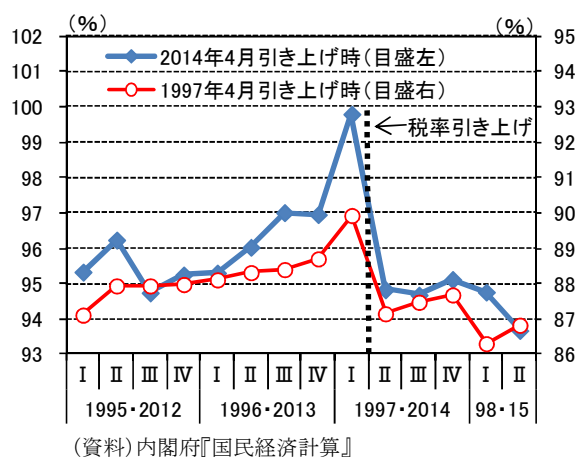
(1) 個人消費と雇用・所得環境の先行き

最初に、個人消費の現状をやや詳しく見ると、二つの特徴が指摘できる。一つは、実質ベースでは前期比年率+1.9%と閏年効果もあつて増加したが、名目ベースでは同▲0.5%と減少し、物価の下落によって実質伸び率が押し上げられる姿になっていることである。従って、見かけの数字ほどには力強さは感じられない。そしてもう一つは、名目雇用者報酬が前年同期比+2.5%と増加したにもかかわらず消費額が減少していることで、GDP統計における雇用者報酬と消費額の比率で算出した消費性向は、リーマン・ショック直後の水準さえも下回っている(図表2)。ここで見る消費性向の水準低下は、社会保障費用の負担増といった可処分所得減少の影響や消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動等(図表3)、消費マインド悪化以外の要因もあるが、既往円安が食料品価格に徐々に波及する中(次頁図表4)で家計が節約志向を強めていることと、2015年夏や2016年初めの国際金融市場不安定化や、日銀のマイナス金利政策に対する漠然とした不安といった要因が、消費マインド悪化を通じて財布の紐を締めさせていると判断している。

図表2 平均消費性向と名目雇用者報酬



図表3 消費税率引き上げ時の消費性向の比較

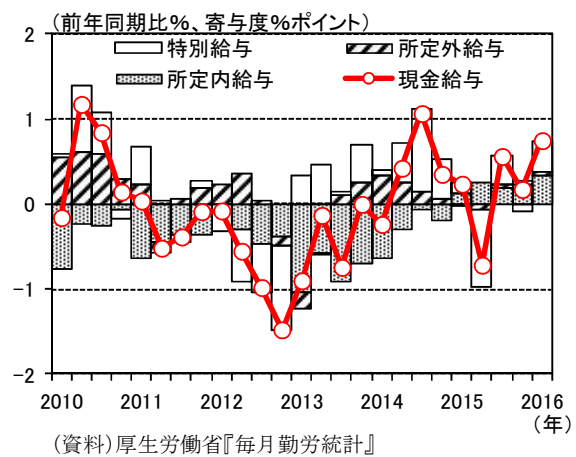


ではこの先、雇用者報酬と消費性向はどのように推移するか。最初に、雇用者報酬について見ると、厚生労働省「毎月勤労統計」で見る現金給与総額は前年比プラス基調が続いており、2016年1-3月期平均は前期同期比+0.7%と、3四半期連続でプラスになっている(次頁図表5)。直近の失業率が3%前半まで低下しており、有効求人倍率が1倍を超えている上に、日銀短観の雇用判断DIも明らかに人手不足超という状況を前提とすると、構造的な賃金増加トレンドは今後も続くと思われる(次頁図表6、7)。

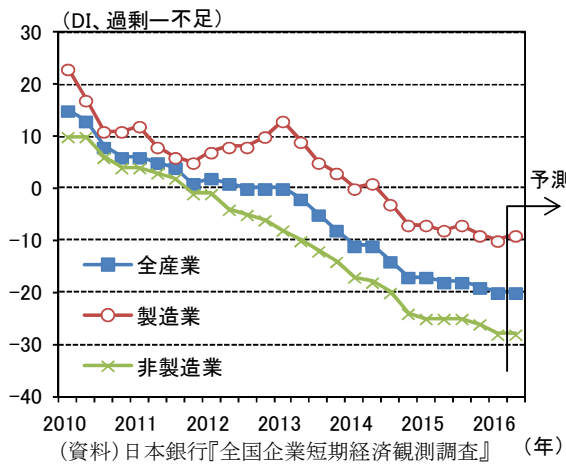
図表4 食料品のうち価格上昇している品目



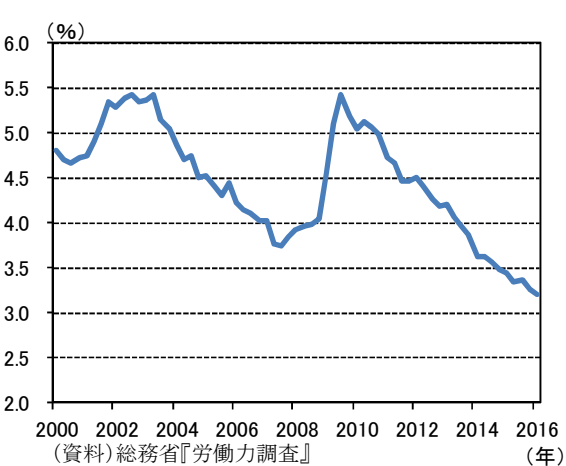
図表5 現金給与総額の寄与度分解



図表6 雇用判断DI

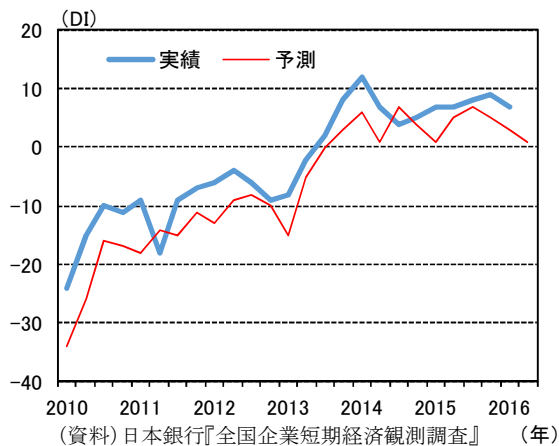


図表7 完全失業率

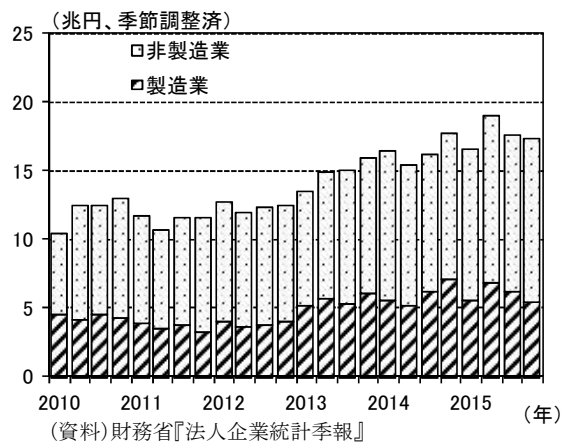


しかし、今後の雇用者報酬の伸びは鈍化する可能性が高い。非製造業では資源価格下落の恩恵を受ける形でなお増益基調が続いているが、円安に歯止めがかかったことや中国景気減速の影響で、製造業を中心に企業収益にピークアウトの動きがみられ、企業の業況判断が低下していることがその根拠である(次頁図表8、9)。こういった材料を踏まえると、国内企業は人件費増加への姿勢を慎重化すると見込まれる。また、2016年春季労使交渉においても賃金の引き上げ額、賃金アップ率共に前年を下回る状況である(次頁図表10)。こうした材料から雇用者報酬は労働市場のタイト化から増加を続けるだろうが、企業のマインドを考慮するとその伸び率は鈍化して行くと考えられる。

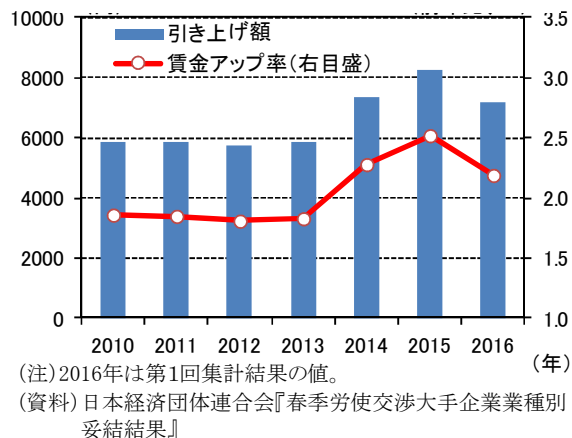
図表8 業況判断DI



図表9 経常利益



図表10 賃金引き上げ額と賃金アップ率



そして消費性向は、2017年4月の消費税率引き上げを挟んで上下するため趨勢が読みにくい展開になろうが、趨勢としては現状から横ばいの範囲を出ないと見る。企業収益の増勢が鈍りつつあり、株価上昇をはじめとする金融市場の改善にも一服感があることを踏まえると、消費者マインドの顕著な改善が期待できる状況ではないと判断されるためである。

以上を総括した2017年度までの個人消費は、以下のように予想する。2016年度は名目ベースの個人消費は+0.6%増加、実質ベースは物価上昇の鈍化で+0.8%増加しよう。そして2017年度の名目ベース伸び率は+0.2%となり、更に消費税率引き上げによる実質所得減少効果が重なることで、実質ベースでは▲1.0%とマイナスになると予想する。

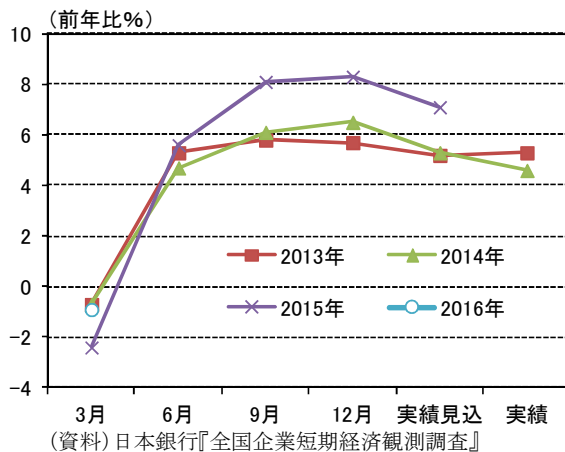
(2) 設備投資の先行き

1-3月期の設備投資は前期比年率▲5.3%と大きくマイナスとなり、依然として安定した回復局面には至っていないことが示された。年初来の円高、株安といった心理面での不安要素が企業の設備投資行動を慎重にさせているとみられる。

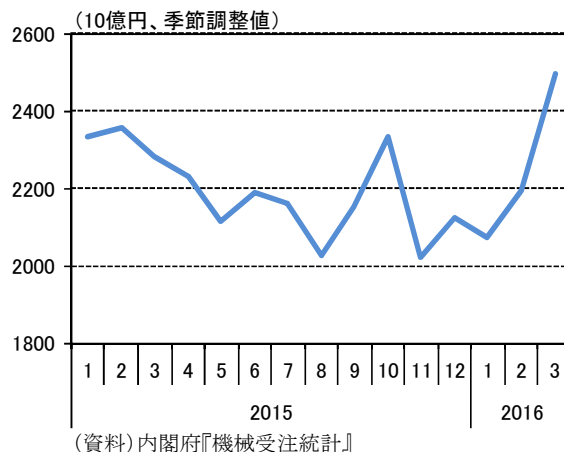
今後の設備投資動向を見通すための材料は、強弱混在となっている。ポジティブな材料としては、日銀短観による企業の設備投資計画があり、業況判断DIが鈍化する中でも2015年度は依然

高い伸び率を維持している上に、2016年度の計画も、年度開始前の3月調査時点で▲0.9%とマイナスながら、過去3年の修正パターンを踏まえると弱い数字ではない(図表11)。また、設備投資の先行指標となる機械受注が足元では伸びていることも、この先の設備投資を見る上でプラス要因である(図表12)。

図表11 設備投資計画



図表12 機械受注額(船舶を除く)の推移

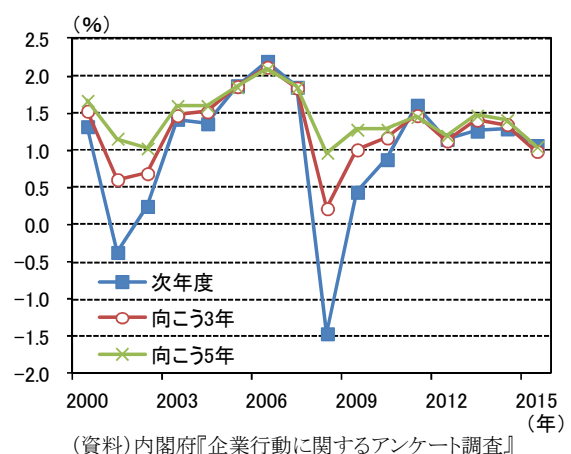


一方で、既述の通り企業収益の増勢が製造業中心に鈍化していることに加えて、日銀短観の生産設備判断DIが2016年3月調査で小幅ながら過剰超になったこと(図表13)、そして更に内閣府「企業行動に関するアンケート調査」による国内企業の成長率予想が前年から低下したことも、この先の設備投資動向を慎重に見る必要があることを示す材料である(図表14)。

図表13 生産設備判断DI



図表14 企業の実質経済成長率の見通し

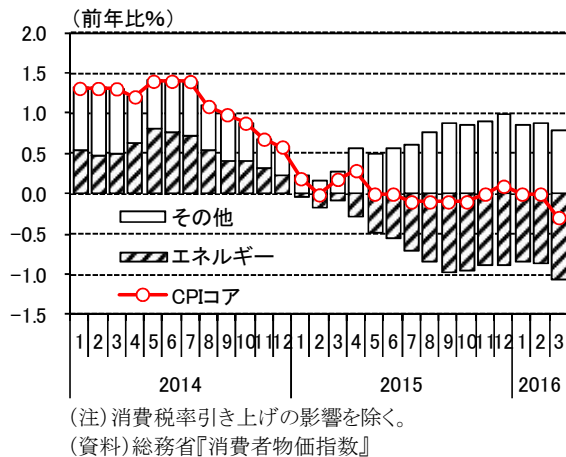


こういった強弱両方の材料を総合すると、この先の設備投資の増加ペースは緩やかなものに留まると判断される。2017年4月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその反動によって四半期毎の設備投資はある程度振幅を伴うが、年度平均で見ると2016年度、2017年度ともに+0.4%と、ごく小さい伸び率にとどまると予想する。

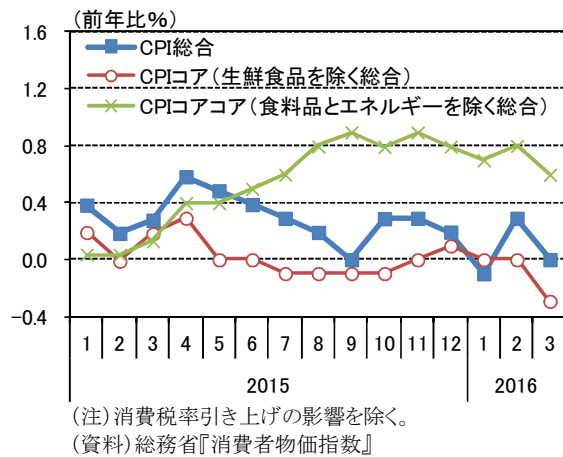
3. 消費者物価上昇率の見通し

消費者物価指数の動きを見ると、CPIコアが前年比で▲0.3%と5ヵ月ぶりのマイナスで、CPI総合ベースでも前年比上昇率がゼロに落ち込むなど、総じて弱い。過去の原油安の影響が引き続き押し下げ要因となっている(図表15)が、生鮮食品とエネルギーを除くベース(CPIコアコア)で見ても、上昇率が縮小しているため、趨勢として上昇ペースが弱まっていると見るのが妥当だろう(図表16)。

図表15 CPIコアの寄与度分解

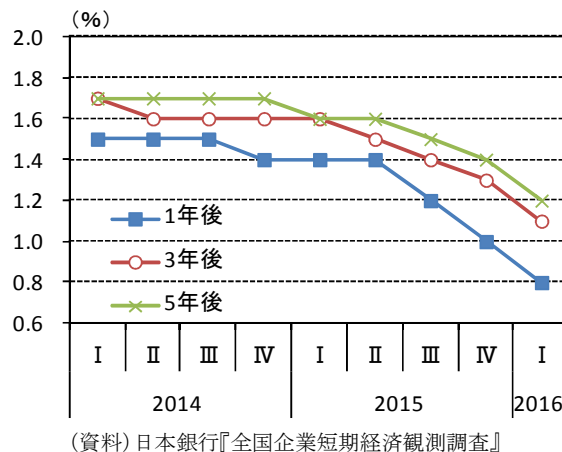


図表16 CPIの推移



原油価格の底打ちにより、2016年4-6月以降はエネルギーによる物価押し下げ圧力は弱まるが、足元の円高により一部は相殺される。更に、限られた賃金上昇率の元では消費者の期待インフレ率の高まりは想定しにくく、企業の物価上昇率見通しが低下していることも(図表17)、企業自身が値上げ・賃上げに対して慎重になることを通じて物価の上昇ペースを抑える要因になる。CPIコアの前年比上昇率は2016年度後半でも0%台前半、2017年度に入っても消費税率引き上げの影響を除けば0.6%程度にとどまると予想する。日銀は、物価目標の達成時期を「2017年度前半頃」から「2017年度中」とさらに後ろ倒しさせた。およそ2年先には目標達成というのが日銀の説明だが、その達成は困難であろう。今のところ、当部は2016年6月の追加緩和を前提としている。

図表17 企業の物価見通し



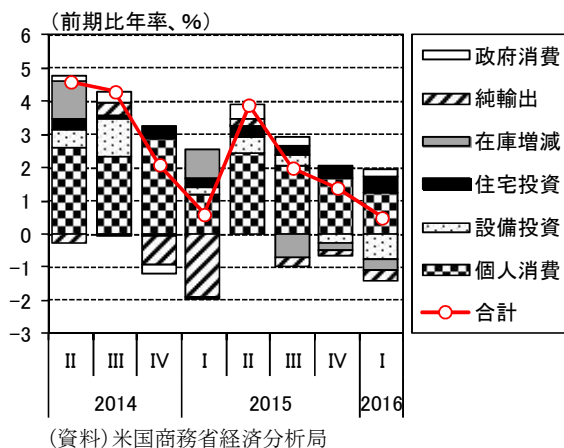
4. 海外経済・金融市場

以上の経済見通しは、2017年度まで海外経済と円レートが「米国を下支え役として緩やかな回復を続ける」「ドル円レートは日米金利差の拡大を受けて緩やかに円安方向に進む」という、当部の従来からの見通しに基づいている。

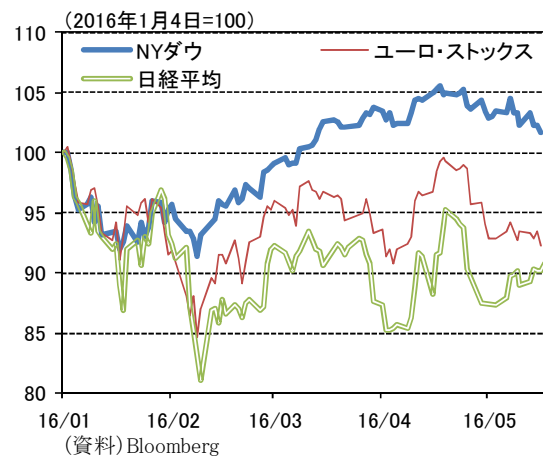
2016年1-3月四半期の米国景気は減速がみられ、成長率は前期比年率で+0.5%と前期の+1.4%から0.9%ポイント低下した(図表18)。項目別に見ると消費が前期比年率+1.9%と前期の+2.4%から0.5%ポイント低下したが依然として堅調に推移し、住宅投資も前期比年率+14.8%と高い伸びで景気を下支えしている。設備投資は前期比年率▲5.9%と減少し、これまでのドル高と原油安、世界経済の減速等の要素が企業に悪影響を与えていることが伺えるが、雇用・家計所得環境の改善が消費を下支えすることから、この先は回復に向かうであろう。

中国経済は2016年1-3月期の成長率が前年同期比+6.7%と徐々に低下し、製造業PMI指数をはじめとするその他の指標も減速が続いているが、世界経済全体に大きなマイナスインパクトを及ぼすほどの失速には至っていない。2016年初以来続いていた各国株価の乱高下が4月後半からは落ち着きの動きを見せていることから、世界経済が急速に悪化するリスクが一旦後退したと見ることができる(図表19)。世界経済全体では、今後も米国が景気下支え役として底堅い動きを続けると予想する。こういった海外経済の環境下で日本の輸出は底堅く推移するものの、2016年度と2017年度の日本の経済成長率に対する外需の寄与度はともに0.2%ポイントと、ほぼ景気に中立的にとどまると予想している。

図表18 米国実質GDP成長率

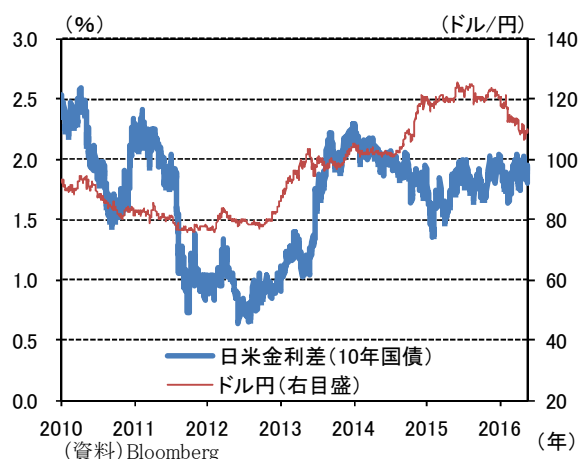


図表19 各国主要株価



為替レートについては、追加緩和が見込まれていた2016年4月28日の金融政策決定会合が現状維持となったことなどから、やや急ピッチに円安と円高に振れたが、足元では米国での6月利上げ観測が高まったこともあり、110円程度まで円安方向に戻している(次頁図表20)。現状では米国の年内の2回の利上げという基本的な見通しは維持している。一方の日本では、物価目標未達から追加緩和の可能性が高いことを踏まえると、この先は緩やかな円安での推移を予想する。

図表 20 日米金利差とドル円レート



5. 2017 年度までの見通し

以上見てきたような内外経済情勢と見通しを前提とすると、2016年度のGDP成長率は1.1%、2017年度は▲0.2%と見込む。2017年度の成長率がマイナスになるのは、消費税率引き上げによる駆け込み需要とその反動を想定しているためで、税率引き上げが延期となったケースにおいては、2016年度の成長率が+0.2%ポイント程度低下し、2017年度は+0.9%程度上昇すると見込む。

いずれにしても2017年度までは、外需が景気と成長率にほぼ中立となる中で、内需も力強い伸びには至らない展開となろう。労働需給のタイト化した状態が続き、企業から家計への所得移転という前向きな循環の動きは続くものの、企業収益の増勢が鈍化するためにそのペースは鈍り、家計は先行きに対する慎重な見方をするために消費性向を上昇させないためである。

このシナリオからの上振れ・下振れるリスクについては、引き続き下振れリスクの方が高いと見ている。今回のGDPの数値にも示されたような消費・設備投資の弱さを考慮すると、家計と企業のマインド悪化による景気後退リスクは従来よりも高まっていると考える。マインドに影響を与える要因としては海外経済も重要であり、米国・中国をはじめとする世界経済が減速して外需環境が悪化したり、米国景気減速で利上げ時期の後退という見方が強まって急激な円高が進んだりした場合には、企業収益の減少に加えてマインド悪化が重なることで、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ことになる。

(経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@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 2016～2017年度の内外経済見通し
(作成日：2016年5月24日)

	2016年度		2017年度		2016上	2016下	2017上	2017下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2005年基準>								
国内総支出	535.0	1.1	534.1	-0.2	0.7	0.9	-0.8	0.3
					0.7	1.6	2.6	-2.3
民間最終消費	308.7	0.8	305.6	-1.0	0.5	1.1	-1.6	0.3
民間住宅投資	13.9	3.3	13.1	-6.0	2.0	3.2	-7.0	-0.8
民間設備投資	72.2	0.4	72.4	0.4	-0.3	0.5	-0.1	0.4
民間在庫品増加(実額)	0.8	寄与度 -0.2	0.9	寄与度 0.0	0.9	0.8	1.5	0.4
政府最終消費	105.9	1.8	106.6	0.7	0.8	0.8	0.2	0.4
公的固定資本形成	21.2	-0.4	21.4	0.8	1.1	0.7	-0.2	0.4
財貨・サービス輸出	94.1	2.2	96.5	2.5	1.3	1.0	1.6	1.0
財貨・サービス輸入	81.3	1.3	82.4	1.3	0.7	1.7	0.0	0.9
内需寄与度	1.0	民需 0.6	-0.4	民需 -0.6				
外需寄与度	0.2	公需 0.3	0.2	公需 0.2				
<名目>								
国内総支出	507.2	1.4	512.5	1.1	0.9	0.4	1.0	-0.3
					1.4	1.3	1.4	-1.5
GDPデフレーター	94.8	0.3	96.0	1.2	0.7	-0.2	-0.3	0.9
企業物価 * (10年=100)	98.2	-3.5	99.3	1.1	-5.2	-1.8	1.0	1.3
輸出物価 * (10年=100)	101.4	-7.4	100.2	-1.1	-9.7	-5.1	-1.6	-0.6
輸入物価 * (10年=100)	92.0	-14.9	92.4	0.5	-21.2	-7.8	-0.8	1.8
消費者物価 * (10年=100)	103.3	0.1	104.9	1.6	-0.1	0.2	1.5	1.6
鉱工業生産 * (10年=100)	98.3	0.9	98.2	-0.1	0.8	1.0	0.2	-0.4
失業率 (%)	3.2	-0.1	3.1	-0.1	3.2	3.1	3.1	3.1
雇用者数 * (万人)	5,699	0.7	5,722	0.4	0.6	0.7	0.4	0.4
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.2	—	0.1	—	0.2	0.2	0.1	0.1
新設住宅着工戸数 (万戸)	96.1	4.4	83.9	-12.7	98.7	93.0	84.5	82.9
貿易収支 (10億円)	3,993	—	4,948	—	3,201	792	3,796	1,152
輸出 * (10億円)	68,381	-6.5	69,084	1.0	-8.2	-4.7	1.0	-16.4
輸入 * (10億円)	64,388	-11.2	64,136	-0.4	-17.7	-4.1	-0.8	-3.4
第一次所得収支 (10億円)	19,879	—	20,702	—	4,959	4,981	5,179	5,171
経常収支 (10億円)	20,593	—	23,165	—	11,327	9,266	12,735	10,430
マネーサプライ * (M2、兆円)	947.6	3.7	983.6	3.8	3.6	3.7	3.8	3.8
ドル/円レート (円、期中平均)	112.6	—	115.0	—	111.8	113.5	114.5	115.5
輸入原油価格 (ドル/バレル)	47.8	—	48.8	—	47.5	48.0	48.5	49.0
米国実質GDP (10億ドル)	16,640	1.8	17,027	2.3	1.2	2.4	2.3	2.2

(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。

米国の暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	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)	-0.01	-0.06	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11	-0.11
10年国債利回り	-0.05	-0.10	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13	-0.13
ドル/円レート	112.0	111.5	113.3	113.8	114.3	114.8	115.3	115.8

(期間平均値)

成長神話崩壊後の新興国マネーフロー

<要旨>

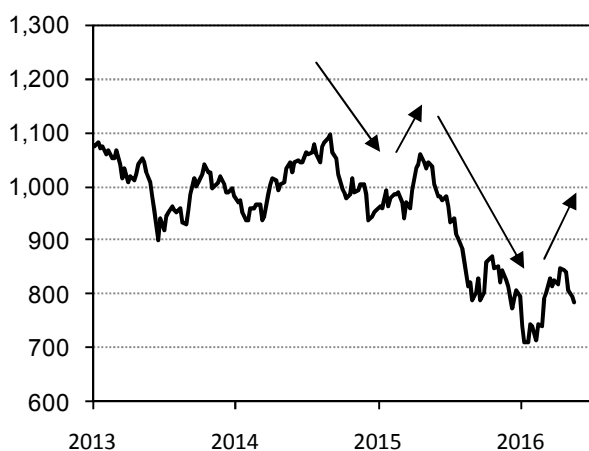
昨年における新興国市場からの資金流出には、グローバル投資家の新興国経済に対する成長期待の剥落、換言すれば新興国をめぐる成長神話の崩壊が背景として挙げられるが、加えて、中国経済の減速懸念や中東における地政学リスクの上昇といった比較的地域性の強いリスク・ファクターによって引き起こされたという側面も重要である。

新興国市場には3月以降、グローバル・マネーが回帰しつつある。とはいえ、新興国の高成長期待が剥落しつつあることを勘案すると、それが中長期的なトレンドを形成するに至る可能性は低い。ただし、一括りにされがちな新興国諸国がもつ経済的・地理的多様性から、新興国経済が総崩れになるような資金流出危機が発生する可能性も低いと考える。仮に今後新興国で危機が発生したとしても、それが新興国全体に連鎖することではなく、個々のリスク・ファクターの影響を受ける形で、新興国経済および市場のパフォーマンスは国毎にバラつきを伴ったものになると予想する。

1. 回復基調にある新興国株式・通貨市場

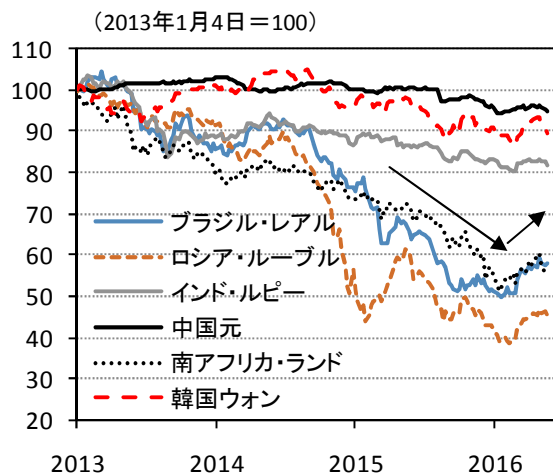
図表1は、新興国株式市場を対象とした株価指数「MSCI 新興国市場指数」(MSCI Emerging Markets Index)の2013年以降の推移を週次ベースでみたものである。新興国株式市場は、2014年夏を1つのピークとして下落基調にあったが、下落が特に顕著になったのは、中国経済の減速懸念や米利上げ観測が高まる中、世界的にリスクオフの動きが強まった2015年4月以降で、さらに8月の「チャイナ・ショック」、すなわち人民元切り下げに伴う株価急落が追い打ちをかけた。

図表1 MSCI 新興国市場指数



(資料) Bloomberg

図表2 主要新興国通貨対ドル為替相場



(資料) Bloomberg

前頁図表 2 は、主要新興国(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ、韓国)の通貨の 2013 年以降の対ドル相場の推移を週次でみたものである(2013 年 1 月 4 日を 100 として指数化)。通貨毎に動きには大きなバラつきがあるものの、主要新興国通貨は 2015 年を通じ軒並み減価した。

株価・通貨ともに下げ続ける中、後述する大規模な資金流出と相まって、「新興国危機」の再来を懸念する声が一時高まったが、新興国株は 2016 年 1 月半ばにボトムアウトし、新興国通貨も、ルセフ前大統領の弾劾をめぐる政治的混乱や経済の停滞が続いているブラジルのリアルや、資源安を受け深刻な景気後退に見舞われているロシアのルーブルでさえ、同時期を境に底打ちしている。

2. 2015 年 4 月から 2016 年 1 月にかけての新興国証券市場からの資金流出とその要因

IMF は、2016 年 4 月に公表した世界経済見通しの中で、新興国市場における資本流出入動向に関して、“Understanding The Slowdown in Capital Flows to Emerging Markets”と題する一章¹を設け、2015 年における新興国市場向け純資本フロー(ただし第 3 四半期まで)が 1980 年以来初めて「純流出」になったことを明らかにした。

IMF は、新興国市場向け純資本フローの減速は 2010 年には既に始まっていたとし、GDP 比でみた減速の規模は、新興国が大規模な経済・金融危機に見舞われた 1980 年代(途上国債務危機)や 1990 年代(アジア・ロシア危機)に匹敵すると説明する²。その上で、IMF は、新興国市場向け純資本フローが 2010 年以降減速している原因として、新興国経済に対する成長期待の縮小を挙げている。

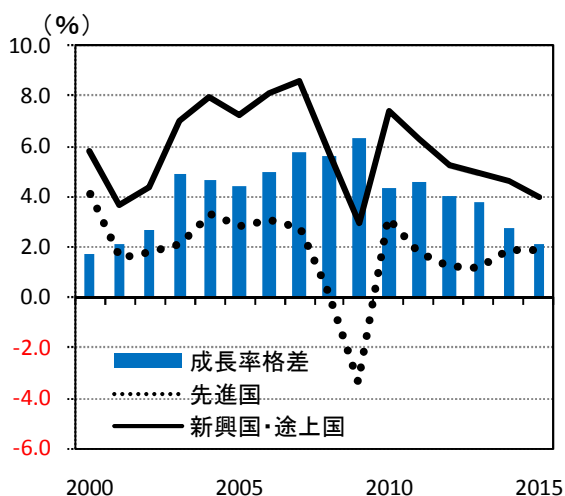
次頁図表 3 は、これを確認するために、先進国地域と新興国・途上国地域との間の実質 GDP 成長率の格差(以下、成長率格差という)の推移をみたものである。先進国と新興国・途上国の成長率格差は、中国が WTO に加盟するなど市場経済への移行を加速し始めた 2000 年代前半以降拡大し、2009 年にピークを迎えた。だが、成長率格差はその後縮小を辿り、2000 年代後半の 5.4%ポイント(単純年平均)から、2010 年代前半には 3.9%ポイント(同)に落ち込み、さらに 2015 年には 2.1%ポイントにまで縮小している。

2000 年以降の成長率格差と新興国市場向け純資本フロー対 GDP 比の間の強い相関性は、次頁図表 4 から見て取れる。このチャートは、新興国経済の成長率が 2010 年代以降低下しつつある中、グローバル投資家の新興国市場に対する期待が剥落しつつあること、換言すれば新興国をめぐる成長神話が崩壊しつつあることを表している。

¹ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/c2.pdf>

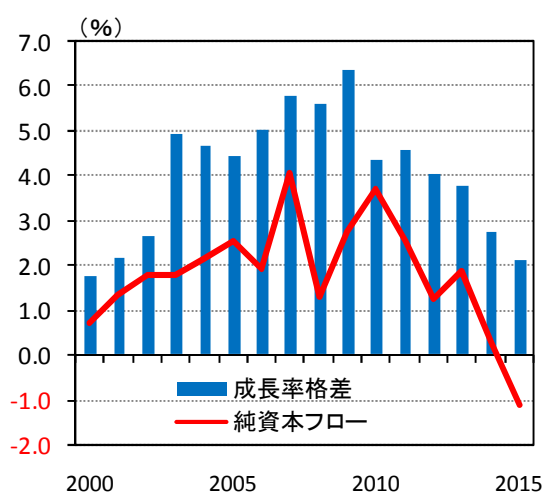
² もっとも、IMF は、外貨準備の増加や外貨建て債務比率の減少、為替相場の柔軟性向上(ドル・ペッグ制の放棄など)が奏功し、資本フロー動向がマクロ経済に与える負の影響は、1980 年代や 1990 年代とは異なり小さい、と分析している。

図表 3 実質 GDP 成長率と成長率格差



(資料)IMF

図表 4 新興国向け純資本フロー対 GDP 比と成長率格差

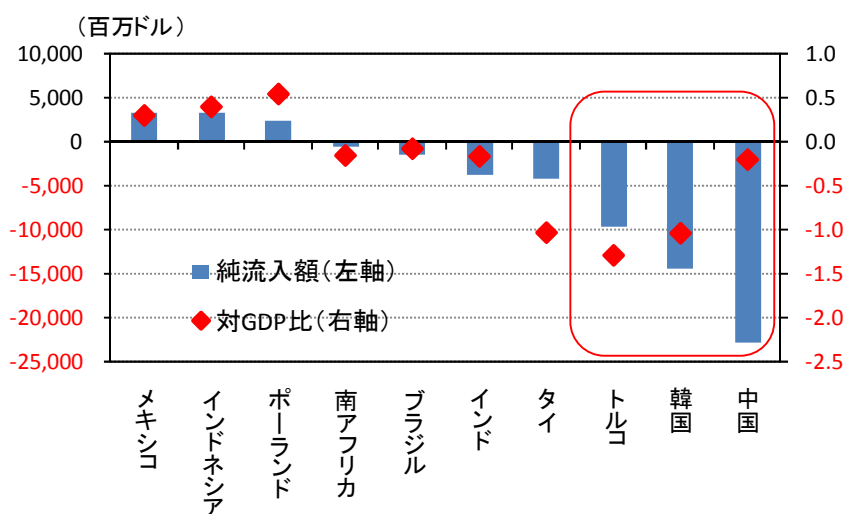


(資料)IMF より三井住友信託銀行調査部作成

以上は新興国からの資金流出およびその要因について、新興国を一括りにして振り返ったものであるが、それを個別の国に分解すると、「新興国に対する期待剥落」とは別の側面が浮かび上がってくる。

図表 5 は、国際金融協会 (IIF, Institute of International Finance) が公表している非居住者証券投資フロー・データから、昨年春から今年年初にかけての相場下落局面 (2015 年 4 月～2016 年 1 月。以下、直近下落局面という) における累積証券投資資金流出入額を、データの取得が可能な主要新興国毎に抽出したものである。

図表 5 主要新興国市場における非居住者証券投資純流入額・対 GDP 比
(2015 年 4 月～2016 年 1 月、株式・債券合算)



(注)GDP は各国の 2015 年の名目 GDP

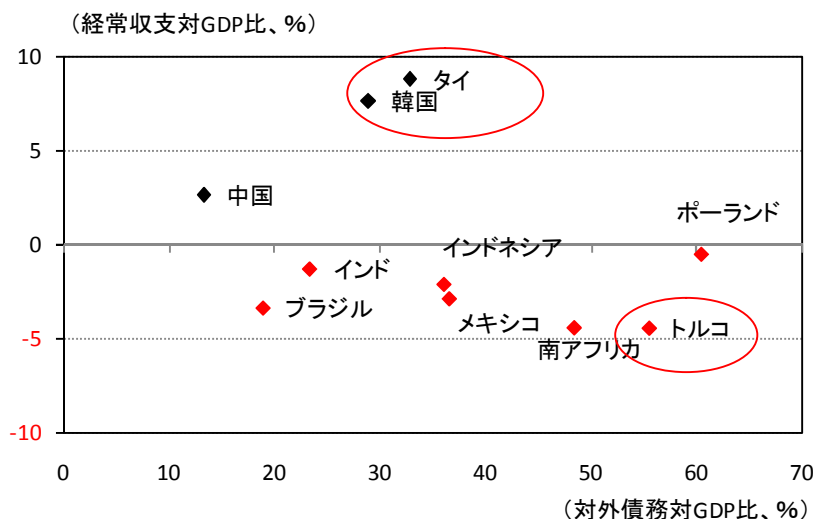
(資料)IIF、IMF

直近下落局面において証券市場からの累積資金流出額が最も大きかったのは中国で、その額は 200 億ドルを上回る。以下、韓国、トルコ、タイ、インドの 4 カ国で流出額が 30 億ドルを超えている。一方、メキシコ、インドネシア、ポーランドの対内証券投資フローは流入超であった。

累積証券投資流出入額の対 GDP 比を国別にみると、トルコ、韓国、タイの 3 カ国で▲1%を超えている。経済規模比でみた場合、これら 3 カ国が相対的により大きな証券投資資金の流出に見舞われた、ということになる。

新興国の証券市場で大規模な資金流出が発生するとき、その要因はしばしば経常収支赤字や対外債務の大きさに帰せられる。だが、直近下落局面で相対的に大きな資金流出に見舞われた上記 3 カ国のうち、この条件に該当するのは、図表 6 が示すとおり、トルコのみであった。韓国とタイは近年大幅な経常収支黒字を計上しており、かつ GDP 比でみた対外債務の規模は大きくない。一方で、メキシコ、インドネシア、ポーランドの 3 カ国は経常収支赤字国であるにもかかわらず、前述のとおり直近下落局面における累積純流入額はプラスであった。

図表 6 主要新興国の経常収支対 GDP 比と対外債務 GDP 比 (2015 年)

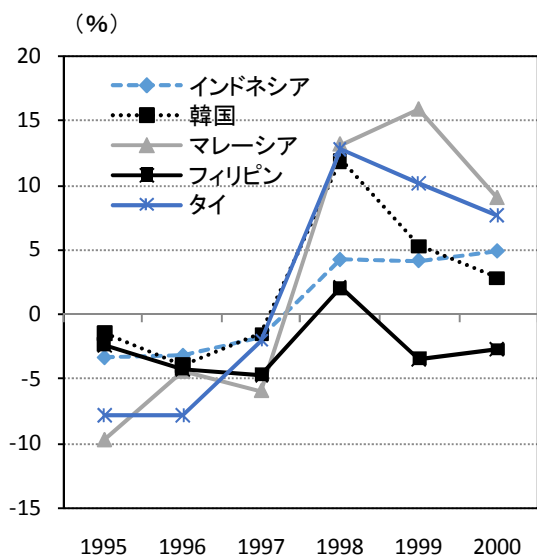


(資料)IMF、各国統計

以上を勘案すると、2015 年 4 月から 2016 年 1 月にかけての新興国における相場下落局面において、国際収支や対外債務といった経済指標は、少なくともグローバルなポートフォリオ投資家には重要ではなかった、あるいはあまり意識されていなかった、と推測される。

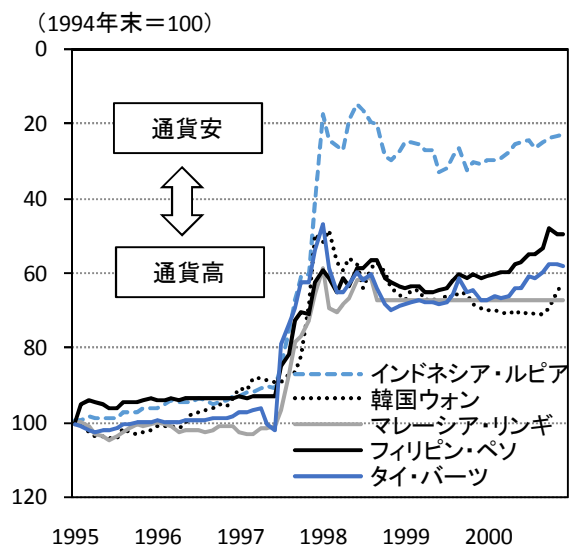
ちなみに、次頁図表 7 および 8 は、アジア危機前後におけるアジア新興国の経常収支対 GDP 比および対ドル為替相場の推移をみたものであるが、通貨が大きく売られた 5 カ国は、いずれも経常収支赤字国であった。

図表 7 アジア主要国の経常収支対 GDP 比



(資料)IMF

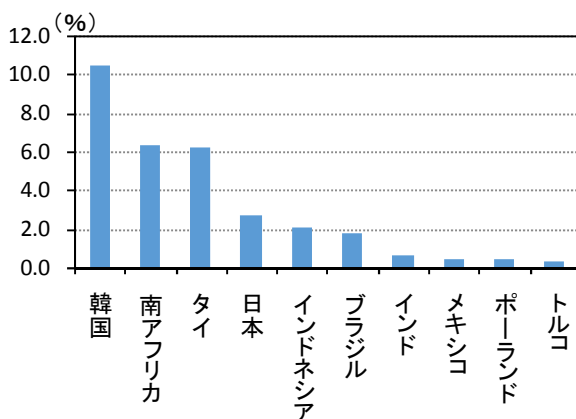
図表 8 アジア主要国通貨の対ドル為替相場



(資料)Bloomberg

グローバル投資家の間で同時期において警戒されていたのは、むしろ中国経済の減速(中国ファクター)や中東地域における地政学リスクの高まり(中東ファクター)といった比較的地域性の大きい複数のファクターであり、したがって、新興国からの資金流出は、そうした個々のリスク・ファクターによって別々に引き起こされた、とみるべきである。たとえば、韓国やタイで大規模な資金流出が発生する一方、インドネシアやメキシコでそれが回避されたのは、「中国ファクター」に対する脆弱性、すなわち経済面での対中依存度の高低が影響したものと推測される(図表 9)。他方、トルコからの大規模な資金流出に関しても、新興国共通の要因よりもむしろ、クルド人勢力との衝突激化やテロの頻発といった「中東ファクター」が作用したものと考える。

図表 9 対中輸出依存度 (GDP 比、2014 年)

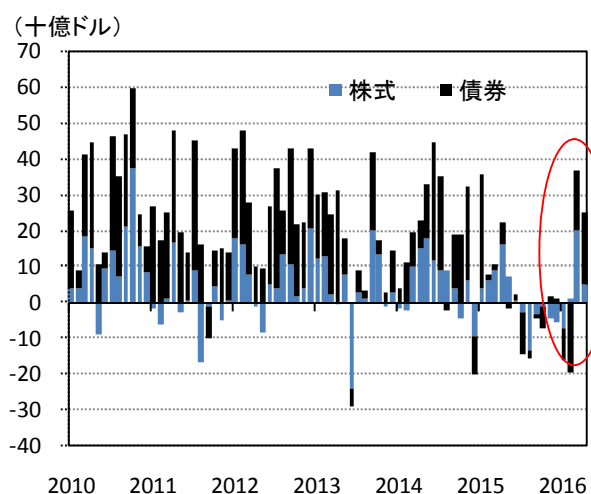


(資料)UNCTAD、IMF

3. 足元における新興国市場への資金流入の動き

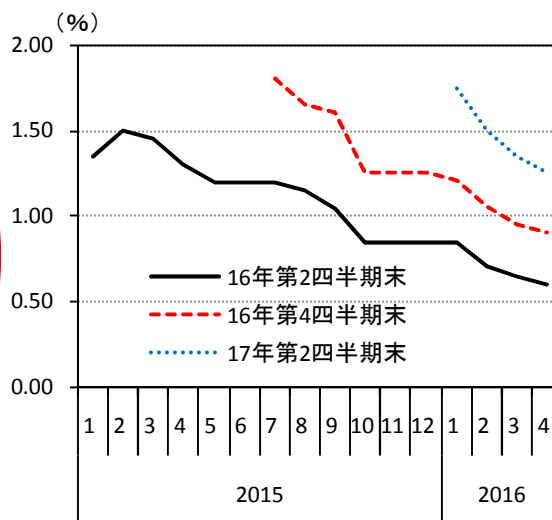
既にみてきたとおり、新興国市場は 2016 年 1 月半ば以降回復基調にあるが、その主な動因は新興国に戻ってきたグローバル投資家による投資再開であるとみられる。IIF が 4 月 28 日に公表した直近の証券投資フロー・データによると、非居住者による新興国向け証券投資純流入額は、3 月が 370 億ドル、4 月が 260 億ドル(推計値)のプラスだった(図表 10)。2015 年 7 月以降 8 カ月にわたって続いた新興国証券市場からの資金流出トレンドは一旦止まった可能性が高い。

図表 10 新興市場向け対内証券投資



(資料) IIF

図表 11 米政策金利予想(ブルームバーグ調査)



(資料) Bloomberg

グローバル・マネーの新興国市場への回帰には、ユーロ圏に続いて日本がマイナス金利を導入したことや、米国の早期追加利上げ観測の後退がリスクオン・ムードを醸成していること(図表 11)が背景にあるが、そうしたグローバル共通の要因のほか、上述でみた中国ファクターや中東ファクターといった比較的地域性の強いリスク・ファクターに対する警戒感が後退していることも影響しているものとみる。

4. まとめと今後の見通し

中国経済減速懸念や米利上げ観測の高まりなどを背景に、新興国市場では 2015 年を通じて資金流出が続いたが、証券投資フローをみる限り、足元では再び流入に転じている。

今後数カ月という短期的のスパンでみると、歴史的低水準の先進国金利に支えられる形で新興国の証券市場は比較的確調に推移するものと予想する。

しかしながら、グローバル・マネーの新興国への流入が新興国経済に対する成長期待に基づくものであったとすると、そうした期待が剥落しつつある中、その新興国市場への回帰が中長期的なトレンドを形成するに至る可能性は低く、一時的な現象にとどまるものと考ええる。

ただし、「新興国」と一括りにされる国々がもつ経済的・地理的多様性に鑑みるに、新興国経済

が総崩れになるような資金流出危機が発生する可能性も低いものと想定する。仮に、今後一部の新興国において通貨・金融危機が発生したとしても、それが新興国全体に連鎖していくことはなく、上述したような比較的地域性の強いリスク・ファクターの影響を受ける形で、新興国経済および市場のパフォーマンスは、国毎にバラつきの大きいものになるものと予想する。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@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。