

2016. 11 No.55

三井住友信託銀行

調査月報



時論

ポピュリズムの台頭と民主主義・国家主権・グローバル化のせめぎ合い……………1

経済の動き

平穏な国際金融市場に潜むリスク要因～グローバル経済金融レビュー 2016年秋～……3

「脱米」するアジア新興国の金融政策……………9

年齢層で異なる消費持ち直しの可能性……………16

時論

ポピュリズムの台頭と 民主主義・国家主権・グローバリゼーションのせめぎ合い

欧米先進諸国でポピュリズム—一般大衆の生活に対する不安、政府に対する不満を吸い上げる(あるいは煽る)手法によって、支持拡大を図る政治家・政党の台頭—が広がっている。Brexit、米国大統領選挙における(しばらく前までの)トランプ旋風がその典型として挙げられるが、欧州各国における極右・極左政党(フランス「国民戦線」、イタリア「五つ星運動」、ドイツ「ドイツのための選択枝」、スペイン「ポデモス」、オーストリア「自由党」など)の躍進も、ポピュリズムの台頭を表す現象と捉えられている。

ポピュリズムと言ってもその主義・主張は様々であり、大まかには、①経済のグローバル化や自由貿易の進展を、自分たちの雇用機会や所得を減らした主因として糾弾する「反グローバリズム・反自由貿易」、②移民(とりわけイスラム教徒)を、自分たちの伝統的な文化・アイデンティティの破壊者とみなして排除する「反移民・排外主義」、③一般庶民には増税や政府サービスの縮減を強いる一方、超富裕層の租税回避、一部の大企業経営者の超高額報酬を放置する政府や支配層へ向けられた「反エリート・反既成政党／政治家」—等に分類できよう。

いずれのポピュリズム形態においても、その根本にあるのは、先進諸国においてリーマン・ショック後の経済停滞の中で格差拡大が進行したことであり、より重要なのは格差拡大が単に超富裕層への富の集中に止まらず、低所得層の一層の困窮とともに中間層の劣化を伴ったことであり、そのことが民主主義の動揺を引き起こしたことであり、すなわち、中間層の所得水準が低下し、低所得層へ転落する人が増え、将来への不安や国・社会に対する不満を強め、自分と異なる価値観・文化を持つ人々に対して不寛容かつ内向き志向となり、社会分断・対立とも言える状況を招き、建設的な解決策を冷静かつ理性的に議論し合うという民主主義の土壌が細っていった。

先進諸国の中間層が経済的困難に直面した要因としては、IT化を中心とした技術進歩によって多くの旧来型・単純労働型技能が不要となったこと、グローバル化の進展によって生産拠点(＝雇用機会)が海外に移転したこと、新興国の生産技術の向上によって先進諸国の競争力が低下したこと—等が挙げられる。

これらはある程度不可避な出来事とも言えるが、政府や支配層は中間層の不満・不安、中間層の没落が引き起こす諸問題にあまりにも鈍感だったと言えよう。後講釈ではあるが、グローバル化と技術革新の流れが強まる中でも、衰退産業から成長産業へ勤労者がスムーズにシフトできるような制度改革・転職支援に地道に取り組み、賃金の下支えを図るセーフティネットを整備し、社会不安をもたらすほどの格差拡大には歯止めをかける税制改革を行うとともに、自由貿易のもたらすメリットや重要性を丁寧に説明することが必要であった。

だが、これも所詮は対症療法に過ぎず、問題の根はもっと深いのかもしれない。米国プリンストン高等研究所のダニ・ロドリック教授は、その著書「グローバリゼーション・パラドックス」で、「民主主義、国家主権、グローバリゼーションの3つを同時に追求することは不可能である(「世界経済の政治的トリレンマ」)

と喝破した。

一国内で市場経済を健全に作動させるためには、市場メカニズムの効用を引き出すとともに、その副作用を制御するためのルール・規制・セーフティネット・所得再分配等を運用する統治機構＝国家主権が必要であり(中国のような市場統制、価格操作を行う国家主権ではない)、その意味で市場経済と国家権力とは共存し、補完的関係を築き得る。しかし、市場経済がグローバル規模で増殖(すなわちグローバリゼーションの進展)し始めると、個別国の国家権力の存在は、グローバル規模での自由な企業活動や市場メカニズムの作動を阻害する存在となり、グローバリゼーションと国家主権とは容易に両立し得なくなる。これは TPP 交渉が難渋を極めたことに如実に表れている。

また、仮に超国家的統治機構が設立でき、グローバリゼーションと個別国の国家主権が、後者の権力行使を著しく制限した形で共存を図ったとしても、それは各国内の多様な民意とその調整・集約・反映機能を担う各国の民主主義を相当程度犠牲したものとなり、グローバリゼーションと民主主義との間にコンフリクトを惹起するだろう。これは欧州各国における反 EU 機運の高まりを見れば、容易に想像がつく。

このように考えると、昨今の欧米におけるポピュリズムの台頭の背景には、「世界経済の政治的トリレンマ」の顕在化－民主主義と国家主権とグローバリゼーションのせめぎ合い－があり、それは過去 10 数年間に急速に進展したグローバリゼーションに対する国家主権と民主主義の側からの反発・反撃として表面化しているのではないか。もしそうだとすれば、今や先進諸国の政府・国民は、「世界経済の政治的トリレンマ」にどのような答えを出すのかという、重大な問いを突き付けられているとの時代認識が必要であり、Brexit についても「英国国民の感情的で思慮の浅い選択」などと片付けられるものではなく、「世界経済の政治的トリレンマ」の一現象と捉えるべきであろう。

ちなみにロドリック教授は「民主主義は各国の社会のあり方を守るための権利を持っており、グローバリゼーションの実現のためにこの権利を放棄しなければならないのであれば、民主主義と国家主権をハイパーグローバリゼーションより優先すべき」と主張している。むしろ、実際にはそう単純なものではなく(同教授もそのように認識している)、グローバル化への対応をおろそかにすれば、国際競争力の低下により経済状況は悪化し、中間層の停滞・没落やポピュリズムがさらに強まり、そうすると必要にして痛みを伴う政策(増税や構造改革政策など)が先送りされ、経済状況がさらに悪化するという悪循環に陥りかねない。我々は、民主主義・国家主権・グローバリゼーションの微妙なバランスを常に注意深く追求し、修正していくしかない。

幸い日本は欧米諸国のようなタイプのポピュリズムの台頭や社会分断は起こっておらず、彼の国々よりも腰を据えて成長戦略や構造改革に取り組むことができるが、そのメニューはこの国の各分野におけるグローバリゼーションを促進させる要素を多分に含んでいる。

そのこと自体をネガティブに捉える必要はないが、欧米先進国の経験は、今後、彼らとは異なるタイプの「世界経済の政治的トリレンマ」に直面し、政治的・経済的・社会的緊張が高まるかもしれないこと、その対応を誤ると、健全な民主主義の基盤が動揺しかねないことも念頭に置くべきことを、我々に示しているように思う。

(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。

平穏な国際金融市場に潜むリスク要因

～グローバル経済金融レビュー 2016年秋～

<要旨>

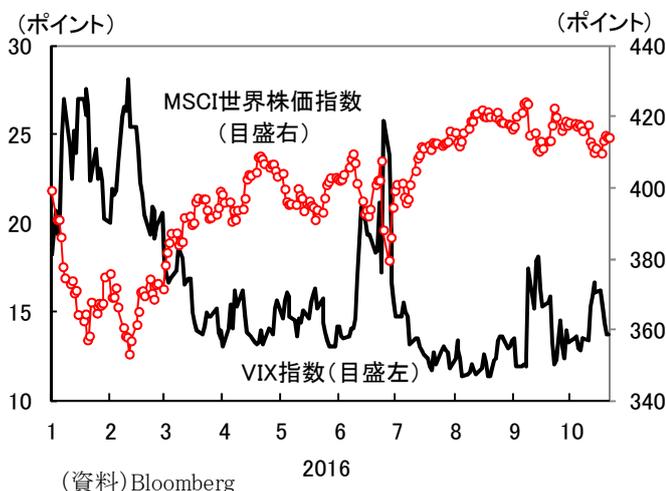
中国景気減速の影響や、EU 離脱を選択したイギリスの国民投票といった、昨年来の国際金融市場に緊張をもたらしてきた要因は最近になって改善しており、国際金融市場は平穏な状態を保っている。米国が今のような堅調な回復ペースを維持すれば世界経済の下振れも回避され、日米の金利差拡大から、緩やかな円安という日本にとっては望ましい展開になるように見える。しかし中国を中心に、過去数年で膨らんだ過剰設備と過剰債務の調整が始まっており、その痛みが出始めている他、一見落ち着いたように見えるリスク要因の多くは、今なお解消されず残っている。向こう1年間、何事もなく平穏に推移するよりも、再び金融市場の振れが拡大する局面が訪れ、内外経済の下振れリスクを意識させられる展開になる可能性の方が高いと見る。

1. 落ち着きを取り戻している国際金融市場

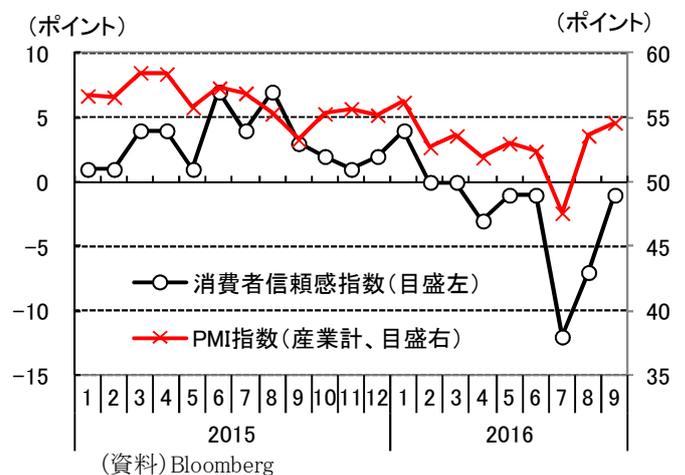
[3か月前に公表した前回のレポート](#)以降も、国際金融市場は総じて落ち着いた状態を保っている。VIX 指数は一時上昇したものの警戒ラインとされる20を下回ったままで、世界全体の株価指数も高い水準を維持している(図表1)。

この理由としては、イギリスの EU 離脱を支持した国民投票の影響に対する懸念が後退していることと、中国景気の持ち直しが確認できるようになっていることが大きい。イギリスでは、投票直後の7月に急激に悪化した企業と家計のマインド指数が8月から9月にかけて急回復し、投票前の水準を回復したことが安心感をもたらした(図表2)。キャメロン前首相の後任が懸念されていたよりもスムーズに決まったという政治面での安定や、ポンド安やイングランド銀行の追加緩和を背景とした株高、そしてポンド安でインバウンド需要が伸びたことなどが背景にあるのだろう。

図表1 VIX 指数と世界株価指数

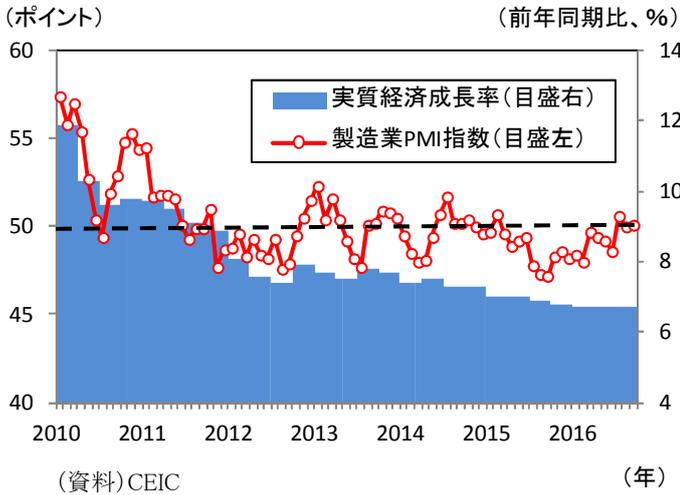


図表2 イギリスの家計・企業のマインド指数

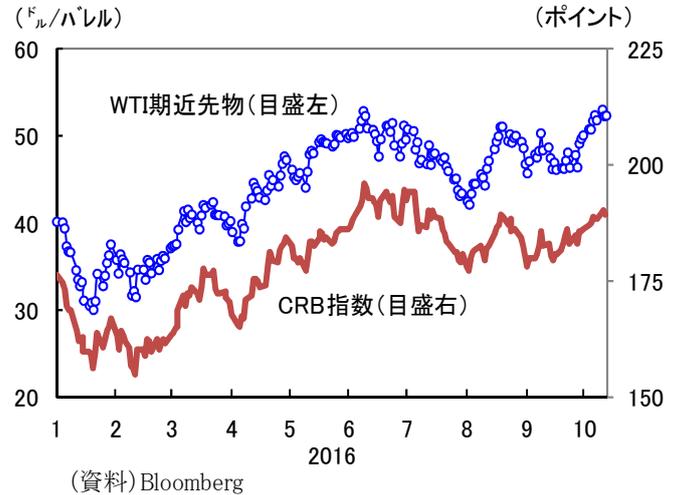


一方中国では、低下が続いていた前年同期比の経済成長率が6.7%で下げ止まり、製造業PMI指数が2015年後半の40台から50前後まで戻している(図表3)。中国景気減速とその影響に対する懸念は、昨年来何度か国際金融市場の緊張を高めた主因であったが、この点に関する不安の沈静化とともに、資源価格が底打ちし、資源輸出国に対する懸念後退と重なって、国際金融市場全体のセンチメントが改善した(図表4)。

図表3 中国の経済成長率と製造業PMI指数



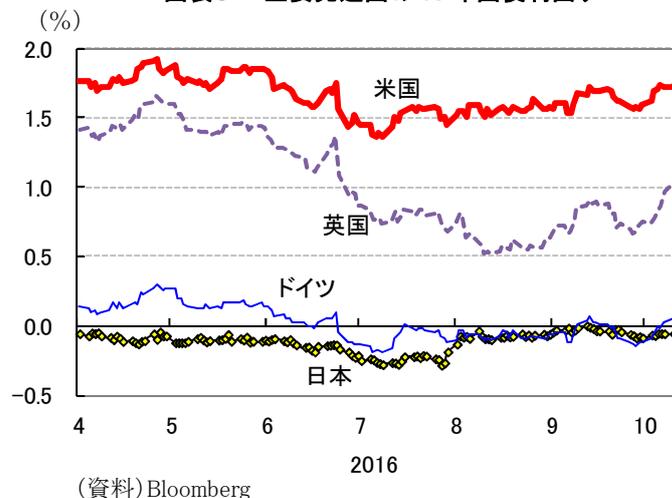
図表4 国際商品市況の動き



2. 強すぎず弱すぎない米国経済金利環境

そしてこの3ヶ月間、主要経済圏の長期金利が上昇に転じつつある(図表5)。最初のきっかけは、7月末に日銀が黒田総裁就任以降の金融政策などに関する「総括的な検証」を行う旨を公表したことである。日本では金利が低下し過ぎたことによる弊害に注目が集まっていたため、検証を経た日銀がマイナス金利の弊害を緩和するために国債買入れ額を縮小するとの見方が出た。7月中は▲0.2～▲0.3%で推移していた10年国債利回りは8月に入ってから0.0～▲0.1%の範囲で推移するようになった。

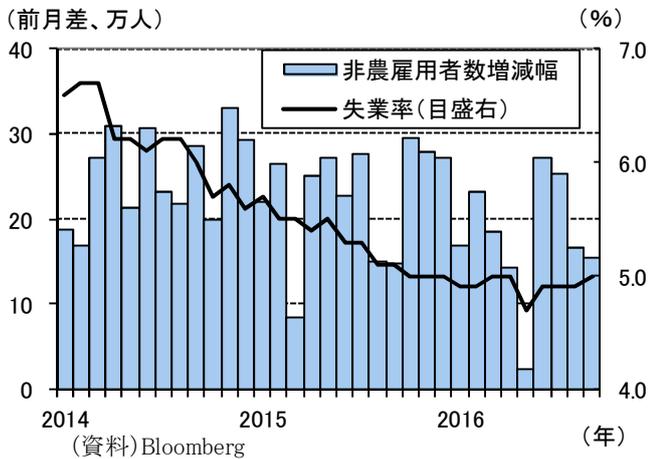
図表5 主要先進国の10年国債利回り



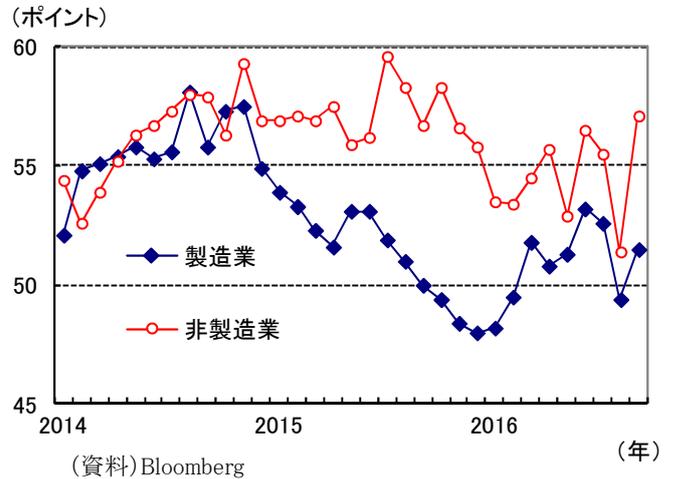
海外でも、既に見たイギリス・中国経済に対する懸念が和らいだ他、ユーロ圏では欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が「量的緩和策の延長を議論しなかった」と発言したことが量的緩和策の縮

小を示唆したと解釈されて金利が上昇する局面があった。米国では、9月 FOMC での利上げは見送られたが、雇用の回復、8月に急低下した製造業・非製造業の ISM 指数が9月に戻ったといったファンダメンタルズの好転や、原油価格底打ちがこの先の物価に及ぼす影響が徐々に意識され始めたため、10月半ばの10年国債利回りは1.7～1.8%前後まで上昇している(図表6, 7)。

図表6 米国雇用情勢の推移

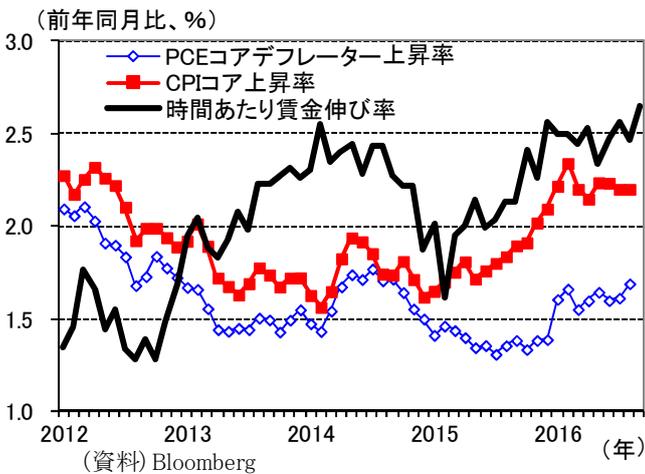


図表7 米国 ISM 指数

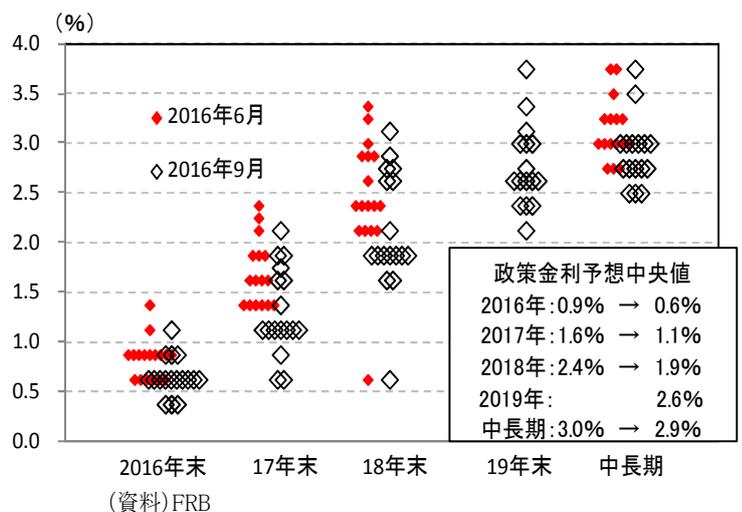


尤も、米国では物価関連指標の落ち着きもあり、FOMC 参加者が予測する利上げペースが下方修正され続けていることも長期金利の上昇ペースを抑えている(図表8, 9)。米国の利上げペースが速まるとの見方が強くなった場合には、再び新興国からの資金流出懸念が高まり国際金融市場に緊張をもたらすが、そこまでの動きを見込めるほど米国の景気と物価が強くなっていない。しかし、先行きを暗くするほどは弱くもなく、世界経済の下支え役を果たしている。言い換えると米国の経済物価情勢が強すぎもせず弱すぎもしない「ちょうど良い状態」にあることが、今の平穏さをもたらしていると言える。

図表8 米国物価関連指標



図表9 FOMC 参加者の政策金利見通し変化



この先も米国景気が底堅い推移を保ち、世界経済も緩やかな回復を続ければ、国際金融市場で緊張が高まることも避けられる。日本の物価情勢を踏まえると日銀の金利引き上げは遠く、むしろ

る追加緩和に踏み切る可能性が高いのに対して、米国ではペースは遅くとも利上げが続くので、日本にとって「世界経済が底堅く推移する中で緩やかな円安が進む」という平穏で望ましい展開も期待できるように見える。

3. 平穏な金融市場に緊張をもたらす複数の要因

しかしこの平穏な状態を破るリスク要因は、複数存在する。向こう1年程度を視野に入れた際に念頭に置くべきと考える要因は以下の通りであり、これらが複数重なって影響が大きくなることも考えられる。

(1) 日銀の金融政策を巡る予想の振れ

日本にとっては、1ドル=100円を超えるような円高の進行が、景気や物価に対する最大の下振れリスクである。この点から見ると、日銀がこの先追加緩和、あるいは逆に金利の引き上げに動く条件に関するコンセンサスが全く出来上がっていないため、金融政策決定会合前に日銀の決定に関する見方が交錯して金融市場の振れ幅が拡大、あるいは金融市場が追加緩和を織り込んだ後の現状維持決定で円高といった、従来同様の動きが生じる素地は残っている。

また、日銀が10年国債利回りを誘導するイールドカーブコントロールを採用してから、日銀の国債買入額とマネタリーベース供給額は既に縮小し始めている(図表10)。この先いずれかの時点で国債購入額縮小に反応した円高が進み始めた場合、円高で国内物価と金利に下押し圧力がかかると国債購入額が更に減り、そのことで円高が進むという循環に入って、円高進行幅が大きくなるシナリオも考え得る。

図表10 日銀が公表した国債買入方針における月間買入額

		(兆円)	
		8/31公表額	9/30公表額
1年以下	範囲	0.1～0.3	0.1～0.18
	(中心値)	(0.2)	(0.1)
1年超 5年以下	範囲	3.6～6.0	3.5～6.4
	(中心値)	(4.8)	(4.9)
5年超 10年以下	範囲	1.8～3.6	1.7～3.2
	(中心値)	(2.7)	(2.5)
10年超	範囲	1.5～3.0	1.2～2.4
	(中心値)	(2.3)	(1.8)

(資料)日本銀行

(2) 中国の過剰設備・過剰債務の調整圧力と周辺新興国への悪影響

リーマン・ショック以降の数年間、中国をはじめとする新興国経済の先行きに対する過度に楽観的な見方と世界的な金融緩和が重なったことで、過剰な供給能力と過剰な債務が積みあがったが、足元ではその調整による痛みが出始めている。典型的な例が大手国有企業の経営破綻が生じた中国鉄鋼業であり、この先も過剰設備・過剰債務の調整圧力が強まって不良債権が増加し、中国金融システムの安定に対する潜在的なリスクが蓄積していく可能性がある。

また、中国での過剰設備の存在は、中国企業の輸出ダンピングを招き、人民元安も相俟って、周辺新興国にある同業他社の業績を悪化させる要因になる。韓国で大手海運企業が破たんした

例は、過去数年の過度に楽観的な前提に基づいて積み上がった過剰船腹による債務負担増加と、元安による中国造船業との価格競争激化が重なったために生じたものという解釈も可能であろう。最近の人民元安は、景気対策の一般として中国政府が許容していると見られ、この先も人民元安は続くと思われる。周辺新興国の同業他社への悪影響は、この先も強まって行く可能性が高い(図表 11)。

図表 11 人民元の対ドルレート



(3) 政治・地政学的リスクの残存

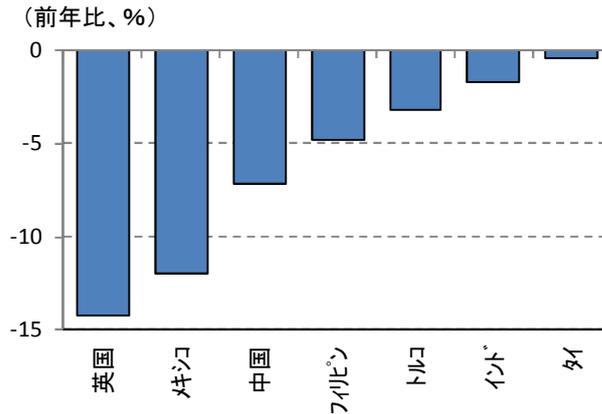
各地で政治・地政学的リスク再燃の可能性が残っている。ブラジルやマレーシアの政治情勢は、金融市場で材料視されにくくなっただけで問題が解決したわけではない。未遂に終わったとはいえクーデターが発生したトルコでは半年前から政治リスクはむしろ高まっている他、地政学的リスクの再浮上が、資源価格底打ちでいったん落ち着いている産油国のクレジットに悪影響を及ぼす可能性も残る。

イギリスのEU離脱問題も、前回の当レポートでも指摘したように、ポンド安と原油価格底打ちによる物価上昇が消費マインドを押し下げる可能性がある他、ここ数年で経常赤字幅が急拡大してきたことを踏まえると、海外からの資金流入が減少してそれを裏付けとした内需に影響が出る可能性がある。政治面からも、離脱交渉が始まってからその困難さが露わになり、国内のマインド悪化や投融資を押し下げる要因となり得る。更に、2017年以降に予定されているフランス・ドイツなどの選挙も、国家としてのスタンスの大幅な変更を示唆するものになれば、政治要因に起因するリスクオフを招くことになる。

(4) 原油価格底打ちによるインフレ

原油をはじめとする資源価格の底打ちが、先進国長期金利の低下基調を上昇方向に変えつつある(前掲図表5)。向こう半年や1年程度の間、資産価格の大幅下落と言った悪影響が出るほどの長期金利上昇は想定しにくく、資源国に関する不透明感も払拭される点でポジティブな材料でもあるが、原油価格がこの先横ばいでも、2016年末から2017年にかけてドル建ての前年同月比上昇率は6~8割に達する。この先、インフレで景気が減速したり、通貨安によるインフレ高進を回避するために景気を犠牲にした利上げを余儀なくされたりする国が出る可能性がある。石油・天然ガス純輸入国のインドや、イギリス・メキシコなど通貨安でインフレ率が上乗せされる国は、相対的にこの影響を受けやすい(次頁図表12)。

図表 12 2016年9月の実効為替レート前年比

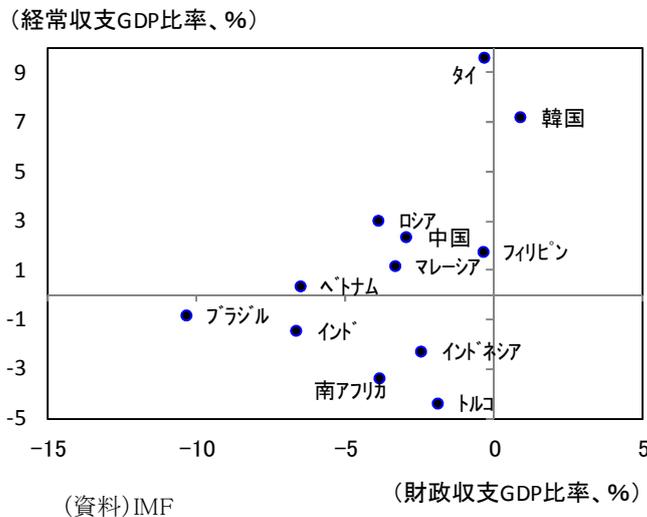


(資料) BIS

(5) 米国景気と利上げの加速

上記に示した複数の下方リスクとは逆に、米国については景気が上振れた場合のリスクもある。現在の米国景気の堅調な推移は世界経済にはプラス材料だが、物価上昇ペースが加速した場合、利上げのスピードが速まる。日本にとっては円安が好材料になるが、新興国では資金流出懸念が再燃する。従来と同様に財政収支と経常収支双方が赤字になっている国がターゲットとされやすく、原油価格上昇と重なって通貨安とインフレの悪循環が生じやすくなる(図表 13)。

図表 13 IMFによる2016年の財政収支・経常収支予想(GDP比率)



(資料) IMF

以上複数のリスク要因がどれも顕在化しなければ、という条件付きの平穏なシナリオの実現可能性には、慎重な見方が必要であるように思われる。金融市場の振れ幅が度々拡大して日本にとっては望ましくない形での円高が進んだり、内外景気の下方リスクを意識させられたりといった展開が続くと見る。

(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。

「脱米」するアジア新興国の金融政策

＜要旨＞

米国の利上げ再開にもかかわらず、アジア新興国の多くは米国に追随することなく、緩和的な金融政策を実施している。その背景としては、為替相場が比較的安定的に推移する中でディスインフレが広がっていること、それに伴い政策金利の引き下げ余地が拡大していること、が挙げられる。

米国では2016年12月にも追加利上げの実施が見込まれている。だが、米ドルペッグ制を採用する香港を除けば、アジア新興国の金融政策や為替相場には大きな影響を与えないものと予想する。その理由は、①米国の利上げペースは緩慢なものになることが想定されること、②インドネシアやインドといった伝統的な高インフレ国を含め、アジア新興国では低インフレが続いており、依然緩和余地があること、③大規模な資金流出および為替相場の急落を引き起こしうる対内証券投資の流入額は限定的であること、である。アジア各国の中銀は当面緩和的な金融政策を維持するものと想定する。

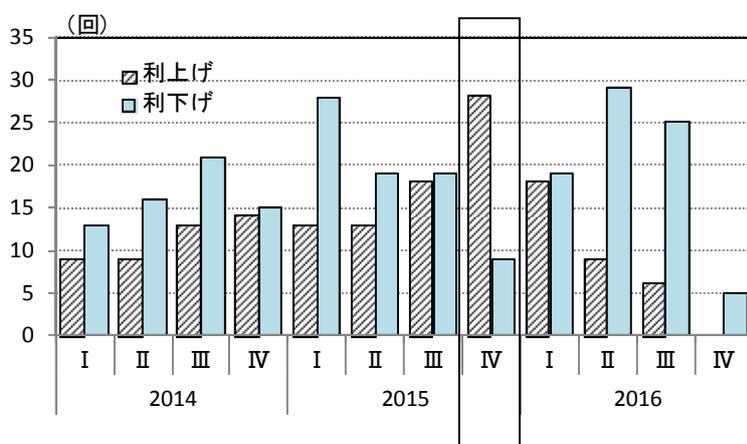
1. 米国の金融政策に追随しなくなったアジア新興国

米国では追加利上げの公算が高まっている。9月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では見送られたものの、大統領選挙を経た12月のFOMCでは、堅調な雇用動向などを理由に、2015年12月16日以来約1年ぶりとなる政策金利(フェデラル・ファンド金利)の25bp(0.25%ポイント)引き上げが決定されるものとみられる。

前回の利上げをめぐっては、新興国への悪影響が強く懸念された。今回予想される追加利上げは、アジア新興国の金融政策に影響を与えるのか、与えないのか。以上が本稿の主題である。

それを論じる前に、前回の米利上げ以降における世界各国の金融政策の方向を簡単に振り返っておこう。

図表1 世界各国・地域の中銀による利上げおよび利下げ回数 (～2016年10月21日)



(注) 利上げおよび利下げ回数は四半期毎の累積。

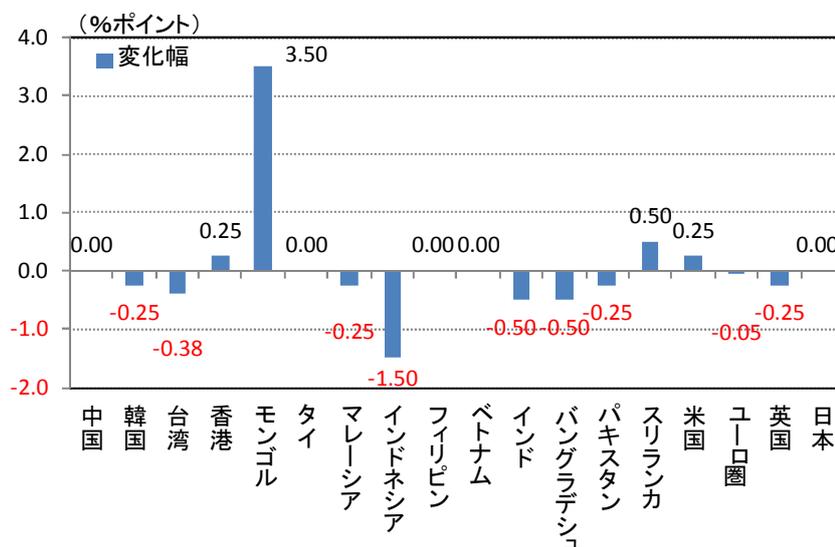
(資料) Bloomberg など

前頁図表1は、世界各国・地域の中銀による利上げおよび利下げの累積回数を四半期毎に示したものである。2014年以降、一貫して利下げが利上げを上回る状況が続いていたが、米国が利上げを再開した2015年第4四半期をみると、利上げ回数が利下げ回数を大きく上回っている。これは、主にアフリカ諸国による通貨防衛目的の利上げに加えて、米国に追随した利上げの増加が主な要因である。なお、米国に追随して政策金利を引き上げた国・地域には、米国経済の影響を強く受けるラテン・アメリカ諸国(メキシコ、チリ、コロンビア)や、米ドルペッグ制を採用する中東湾岸諸国(サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、バーレーン)や香港が含まれる。

しかし、その後の展開をみると、利下げ回数が利上げ回数を再び上回る状況が続いている。特に2016年第2四半期から第3四半期にかけては、対ドルでの新興国通貨の下落が一巡したことから、利下げ回数が利上げ回数を圧倒している。

そうした中、アジア新興國中銀の多くは、米国の利上げ再開後も、政策金利を小幅に引き下げるか、もしくは緩和的な水準で政策金利を据え置いており(図表2)、米国とは異なった動きをみせている。

図表2 2015年12月16日以降のアジア新興国の政策金利の変化(～2016年10月21日)

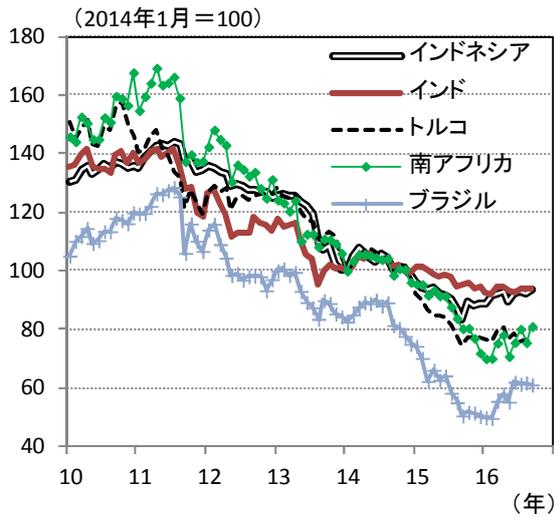


(資料) IMF、Bloomberg など

とりわけインドネシアとインドは、2015年以降、米国の金融政策の影響を受けにくくなっているように見える。両国は、「テーパー・タントラム」¹が発生した2013年、ブラジル、トルコ、南アフリカとともに、経常収支赤字国・重債務国として「フラジャイル5」(脆弱な五カ国)のレッテルを貼られ、自国通貨が売り浴びせられる中、通貨防衛のための利上げを市場に強いられた。だが、2015年以降におけるインドネシア・ルピアとインド・ルピーの推移をみると、米利上げ観測の高まりにもかかわらず、また2015年12月の米利上げ再開にもかかわらず、比較的安定的に推移している(次頁図表3)。政策金利についても、インドネシアとインドの中銀は、米国の利上げに引きずられることなく、むしろ緩和方向に向かっている(次頁図表4)。

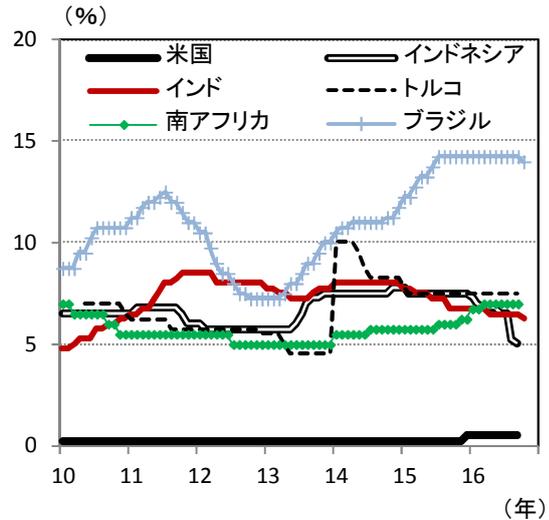
¹ 2013年5月にバーナンキ前米連銀議長が議会証言の中で近い将来における量的緩和の縮小を示唆したことにより引き起こされた市場の混乱。

図表3 「フレンジイル5」の対ドル為替相場



(資料) Bloomberg

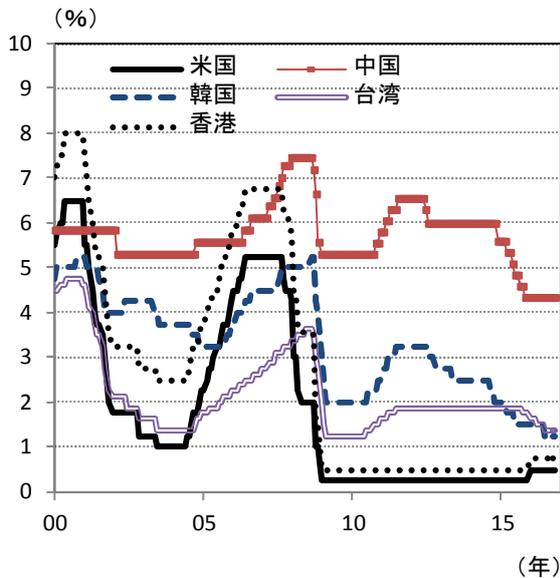
図表4 「フレンジイル5」と米国の政策金利



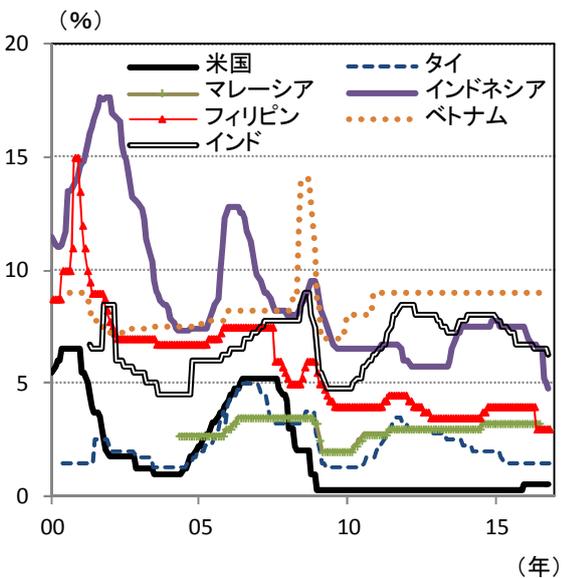
(資料) Bloomberg

米国の金融政策に左右されにくくなったという意味では、この二カ国以外のアジア新興国も同様である。図表5は、2000年以降におけるアジア新興国の政策金利の変化を示したものである。2010年代までアジア新興国の政策金利は米国の金融政策に追随する形で推移していた。だが、2010年代以降の推移をみると、香港を除けば、アジア新興国の政策金利は米国とは独立的に変動しており、2014年後半～2015年以降は、米利上げ観測が高まる中であっても、概ね緩和方向で推移している。

図表5 アジア新興国の政策金利(左:東アジア、右:東南・南アジア)



(資料) Bloomberg

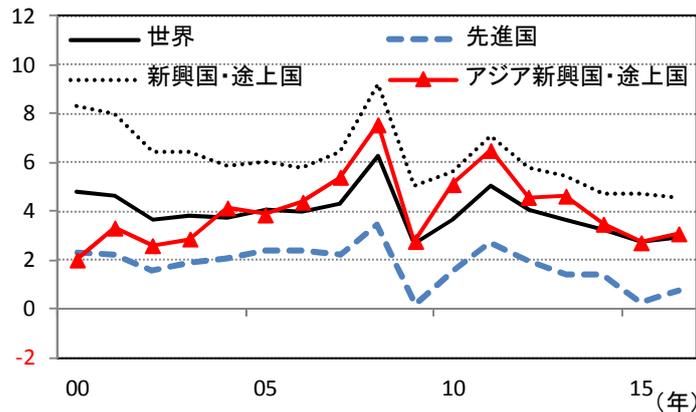


(資料) Bloomberg

2. デysinフレとアジア新興国の金融政策

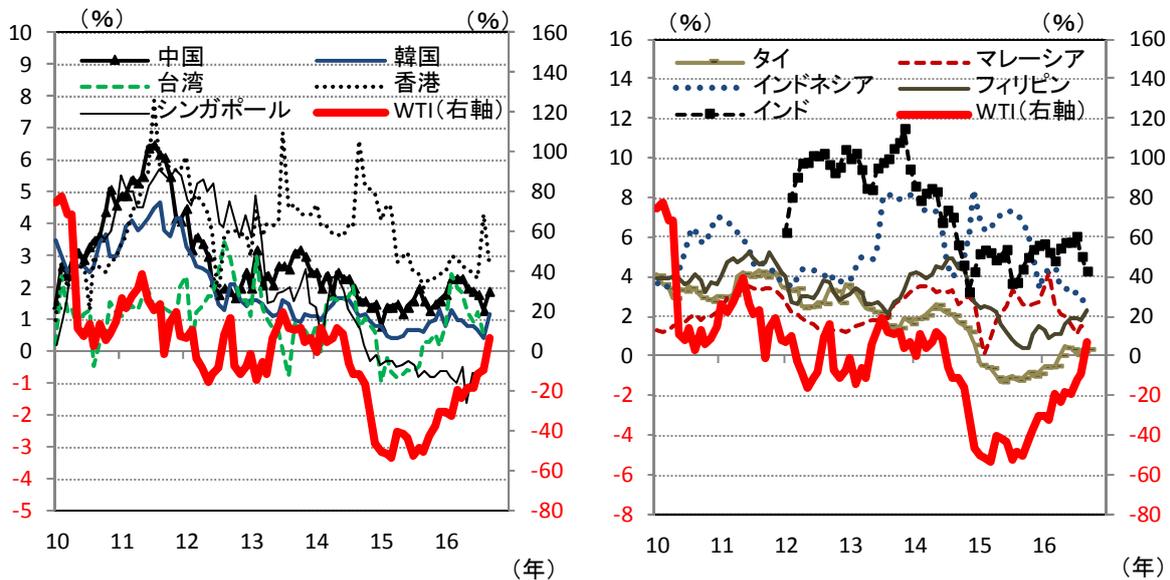
アジア新興国が米国の金融政策に左右されにくくなった要因としては、為替相場が比較的安定的に推移する中で、デysinフレ(物価の持続的下降)が広がり(図表 6)、それに伴い政策金利の引き下げ余地が拡大したことが挙げられる。

図表 6 世界の地域別インフレ率 (2016年は予測値)



(資料) IMF

図表 7 アジア新興国の CPI 前年比上昇率(左: 東アジア、右: 東南・南アジア)および原油価格(WTI)前年同月比



(資料) Bloomberg

(資料) Bloomberg

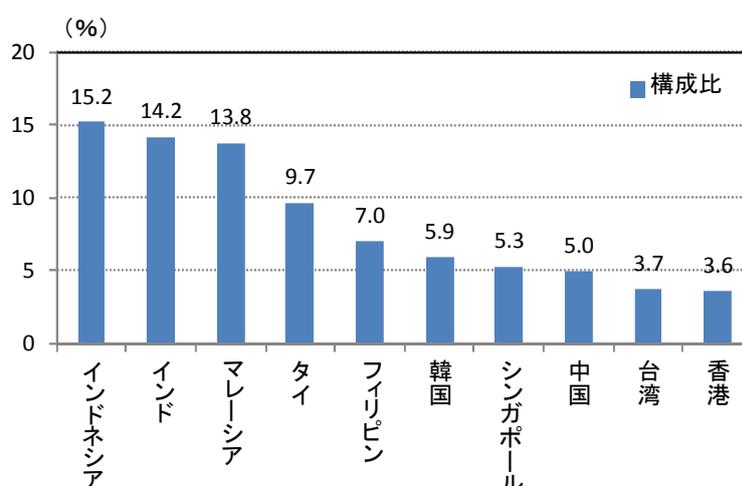
IMF は新興国のデysinフレについて、世界経済見通し(2016年10月)の中で、経済資源の余剰(economic slack)と輸入インフレの低迷(weak import inflation)に起因すると分析しているが²、輸入インフレの低迷には、国際商品市況、特に原油価格の下落が強く影響している。

² 詳細は IMF, “Global Disinflation in an Era of Constrained Monetary Policy”, World Economic Outlook October 2016 を参照。

前頁図表7は、アジア新興国の消費者物価指数(CPI)と原油価格(WTI)の前年同月比上昇率の推移をみたものである。国毎に差はあるものの、デフインフレは原油価格の下落を反映しており、特に2014年から2015年にかけての油価急落の局面では、CPIに占めるエネルギー関連構成比(図表8)が比較的高いインドネシアやインドを中心に、CPI上昇率は軒並み縮小した。

デフインフレはインフレ懸念の後退をもたらし、インドネシアやインドといった伝統的高インフレ国を含め、アジア新興国では政策金利の引き下げ余地が拡大した。このことが米国の金融政策に対する独立性を高めたものと考えられる。

図表8 アジア新興国のCPIに占めるエネルギー関連構成比



(注) 国際比較が可能な統計として有用であるものの、調査時点は2010年とやや古い。

(資料) IMF, “Regional Economic Outlook: Asia and Pacific 2010”

3. 米国の追加利上げのアジア新興国の金融政策に対する影響

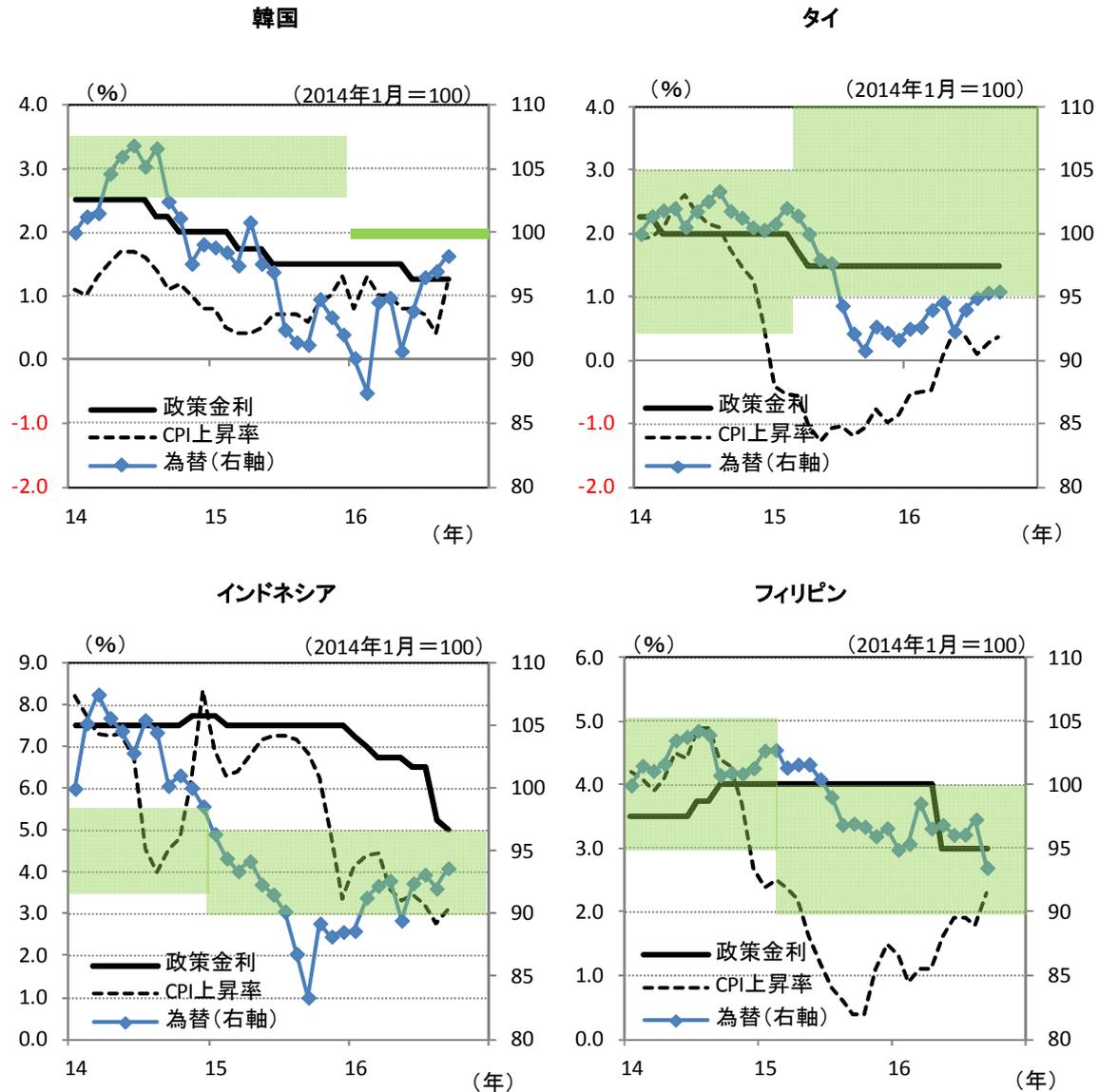
米国は今年12月に2回目の利上げに踏み切るものとみられる。ここで、冒頭に掲げた、米国の追加利上げがアジア新興国の金融政策に影響を与えるのか、という問いに答えると、以下の理由から「否」である。

第一に、2013年のテーパー・タントラムの際、あるいは前回利上げ時における市場予想に比べても、米国の利上げのペースは緩慢なものになることが想定されるためである。その背景としては、連邦準備制度理事会(FRB)が重視している個人消費支出(PCE)コアデフレーターの前年同月比上昇率が目標とする2%に依然として到達していないこと、FOMC参加者の間でもタカ派的なスタンスは弱まっていること、そもそも前回2015年12月の利上げから1度も利上げが行われていないことなどが挙げられる。

第二に、既にみたとおり、アジア新興国では、政策金利に引き下げ余地が残っているためである。次頁図表9は、アジア新興国のうちインフレ・ターゲティングを採用している韓国、タイ、インドネシア、フィリピンの政策金利、インフレ目標、CPI上昇率、対ドル為替相場をみたものである。為替相場が上昇、もしくは安定する中、直近のCPI上昇率はインフレ目標の上限を軒並み大きく下回っており、各国とも依然緩和余地があることがみてとれる。

図表9 インフレ・ターゲティング採用国のインフレ目標(網掛け・太線)・政策金利・

CPI上昇率(前年同月比)・対ドル為替相場(2014年1月=100)

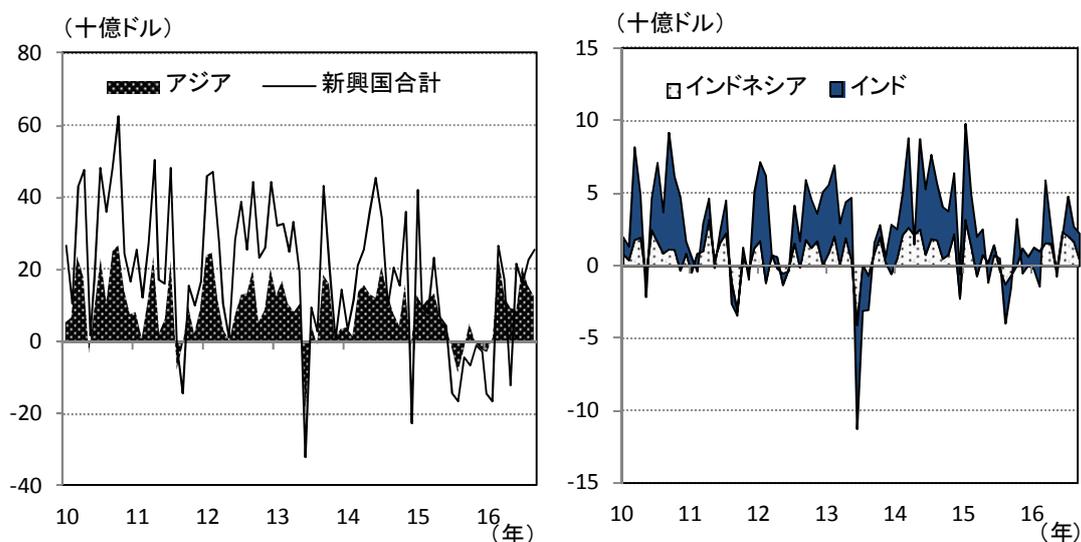


(注) インドネシア中銀は2016年8月、政策金利の指標金利を従前のBIレートから7日物リバースレポ金利に変更

(資料) 各国中銀、Bloomberg

第三に、新興国から米国への大規模な資金の逆流が起こった2013年のテーパー・タントラムのときに比べ、海外資金によるアジア新興国向け証券投資流入額は、「フラジャイル5」とされたインドネシアやインドを含め限定的なことから(次頁図表10)、2013年当時のような大規模な資金流出が発生する可能性は低く、したがって、アジア新興国が通貨防衛を目的とした利上げを迫られる蓋然性は小さいとみるためである。

図表10 非居住者による新興国向け証券投資流出入
(左:新興国合計およびアジア主要国、右:インドネシアおよびインド)



(注) 2016年8～9月は推計値

(資料) Institute of International Finance

以上を踏まえ、アジア新興国の中銀は、米国の追加利上げにもかかわらず、当面現行の緩和的な金融政策を維持するものと予想する。

4. まとめと見通し

米国の利上げ再開にもかかわらず、アジア新興国の多くは、米国に追随することなく緩和的な金融政策を実施している。その背景としては、為替相場が比較的安定的に推移する中で、デイスインフレが広がっていること、それに伴い政策金利の引き下げ余地が拡大していること、が挙げられる。

米国では2016年12月にも追加利上げが見込まれている。しかし、アジア新興国の金融政策や為替相場には大きな影響を与えないものと予想する。その理由は、①米国の利上げペースは緩慢なものになることが想定されること、②インドネシアやインドといった伝統的な高インフレ国を含め、アジア新興国では引き続き低インフレが続いており、政策金利には引き下げ余地があること、③大規模な資金流出および通貨の急落を引き起こしうる対内証券投資流入額は限定的であること、である。原油価格上昇に伴うインフレ再燃や、想定外の米利上げ加速がリスク要因として挙げられるものの、メインシナリオとしては、アジア各国の中銀は当面、現行の緩和的な金融政策を維持するものと想定する。

(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。

年齢層で異なる消費持ち直しの可能性

<要旨>

足元での消費者の動きには、消費者マインドと消費活動に乖離がみられる。消費者のマインドは、2013年半ばと同水準まで持ち直している一方で、足元の実質個人消費は、消費増税の反動から明確な持ち直しには至っていない。実質可処分所得と平均消費性向は、何れも落ち込みがみられ消費停滞の要因となっている。

この2つの動きを年齢階級別にみると、実質可処分所得が増えているにもかかわらず消費を抑える若年層世帯と、実質可処分所得の減少によって消費を抑えざるを得ない高齢者世帯という構図があることが分かる。若年層世帯の足元の消費停滞は一時的なものであり、良好な雇用環境を背景とした所得の上昇とマインドの改善とともに消費が持ち直していくと考えられる。一方、所得の伸びが限られる高齢者世帯では、平均消費性向の改善が進まず、消費停滞が続く可能性が高い。消費の大半が高齢者に支えられている現状、高齢者消費の停滞は、個人消費全体の持ち直しを遅らせることになるであろう。

1. 消費増税後の消費持ち直しは道半ば

足元での消費者の動きには、消費者マインドと消費活動に乖離がみられる。消費者マインドは、良好な雇用環境を背景に改善しており、その水準も消費増税の引き上げ前である2013年半ばと同水準まで持ち直している(図表1)。一方、足元の個人消費は、2014年4月の消費税率引き上げ時の駆け込み需要の反動から明確な持ち直しには至っていない。消費活動指数、消費総合指数といった指標では、持ち直しの動きは緩やかであり、家計調査の実質消費支出の水準は、駆け込み需要の反動時を下回っており、個人消費の弱さが長引いている(図表2)。そこで本稿では、足元での消費低迷の要因を分析し、その先行きを考察する。

図表1 消費者態度指数



(資料)内閣府『消費動向調査』

図表2 消費指標の動き

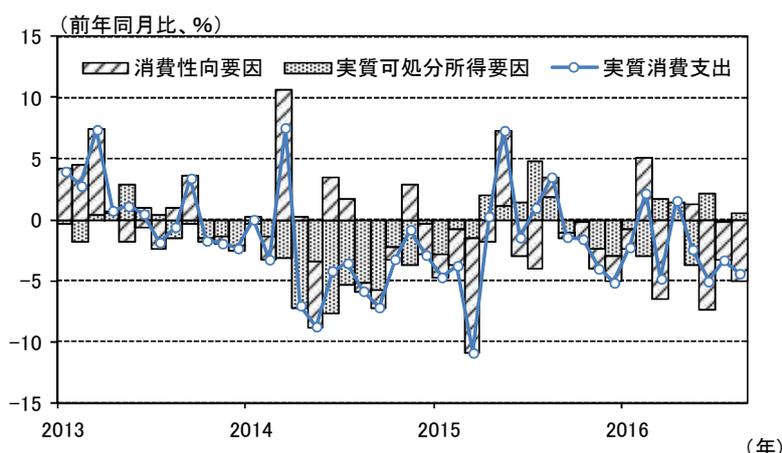


(資料)総務省『家計調査』、内閣府『消費総合指数』、日本銀行『消費活動指数』

2. 家計消費にみる実質可処分所得の低迷と平均消費性向の落ち込み

消費支出の動きをみる上では可処分所得と平均消費性向が重要になる。そこで、家計調査(二人以上の勤労者世帯(農林漁家世帯を除く))のデータから、実質消費支出の動きをこの2つの要素で要因分解した(図表3)。これによると消費増税による反動後は、実質可処分所得要因が実質消費支出の押し下げ圧力となっている。その後、実質可処分所得要因は、足元では弱含むようになり、加えて消費性向要因が押し下げ圧力となることで全体ではマイナス成長となっている。

図表3 実質消費支出の要因分解

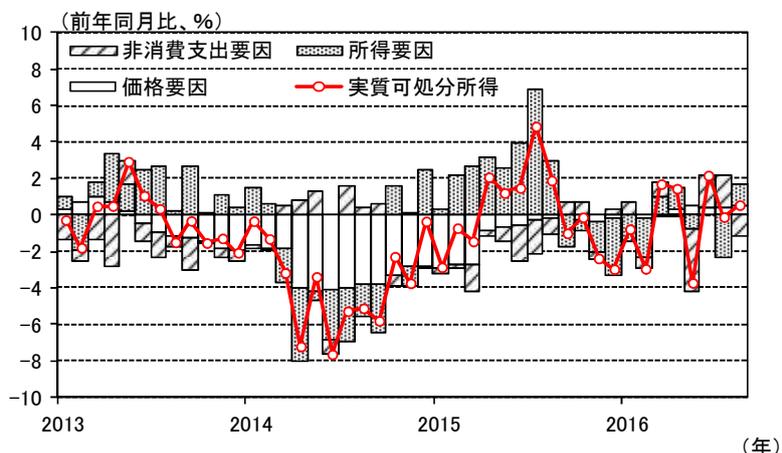


(注) 実質消費支出 = (実質可処分所得 × 平均消費性向) の関係を利用して要因分解を行った。

(資料) 総務省『家計調査』

2014年から2015年初めの実質可処分所得の低下は物価上昇が主な原因である。実質可処分所得を名目の①所得と②非消費支出(税金、保険料等)、③価格要因(2015年基準の消費者物価指数(持ち家の帰属家賃を除く総合))の3つの要因に分解すると、この期間は日本銀行の量的・質的金融緩和政策によるインフレ期待の上昇や消費増税により物価上昇率が大きく伸びた時期であり、これにより実質可処分所得が抑えられていたことがわかる(図表4)。2014年後半以降は労働需給の逼迫やベースアップ等で名目所得の伸びが強まり、価格要因による押し下げ効果が剥落し、一時的に実質可処分所得が上昇するも、以後は名目所得の伸びも弱まっている。

図表4 実質可処分所得の要因分解

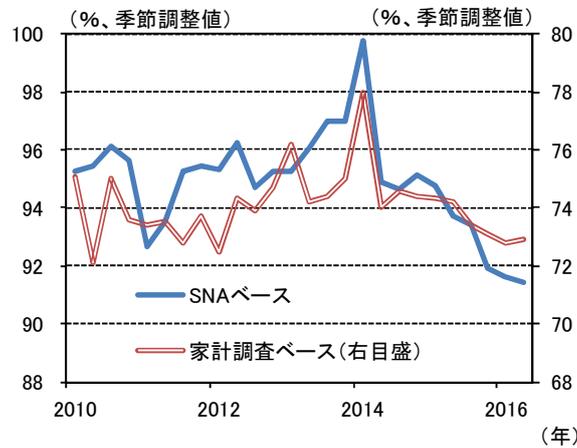


(注) 実質可処分所得 = 名目可処分所得(実収入-非消費支出) ÷ 消費者物価指数の関係を利用して要因分解を行った。

(資料) 総務省『家計調査』

また、足元では平均消費性向の落ち込みも顕著である。SNA と家計調査ベースのどちらも平均消費性向は足元で急落し、特に SNA ベースではリーマンショック前の水準を下回っている(図表 5)。こうしてみると、実質可処分所得と平均消費性向、双方の落ち込みが、足元での実質消費の停滞の要因となっていることが分かる。

図表 5 平均消費性向の推移

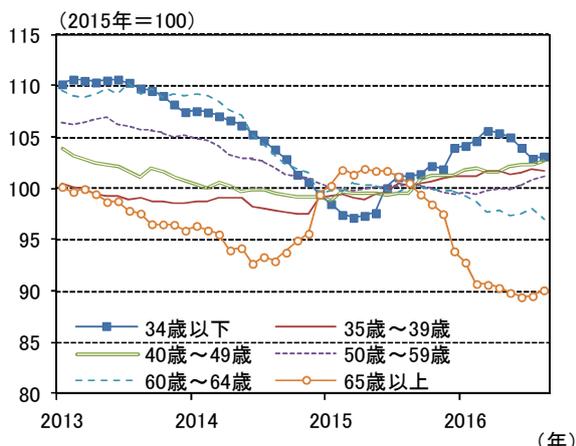


(注) SNA ベースの平均消費性向は
 名目家計最終消費支出(持ち家の帰属家賃を除く) ÷ 名目雇業者報酬で算出。
 (資料) 総務省『家計調査』、内閣府『国民経済計算』

3. 年齢階級別の動き

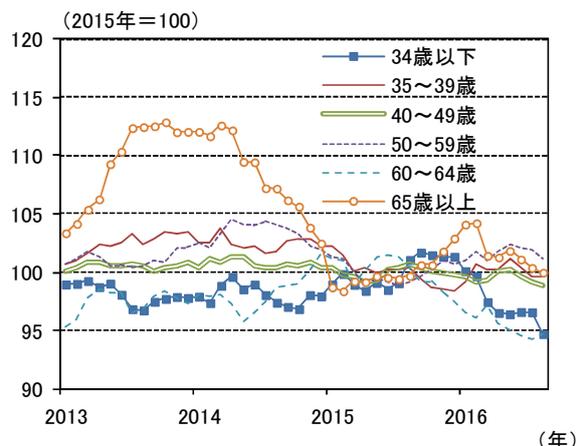
図表 6 は実質可処分所得、図表 7 は平均消費性向を、家計調査(二人以上の勤労者世帯(農林漁家世帯を含む))のデータを用いて年齢階級別に指数化(2015年基準)したものである。これをみると、実質可処分所得が増えているにもかかわらず消費を控える若年層世帯と、実質可処分所得の減少によって消費を控えざるを得ない高齢者世帯の姿が見えてくる。

図表 6 年齢階級別実質可処分所得の推移



(注) 年齢階級別に世帯数分布(抽出率調整)で加重平均して算出。2015年基準の消費者物価指数(持ち家の帰属家賃を除く総合)で実質化。データは何れも後方12ヶ月移動平均を使用。
 (資料) 総務省『家計調査』

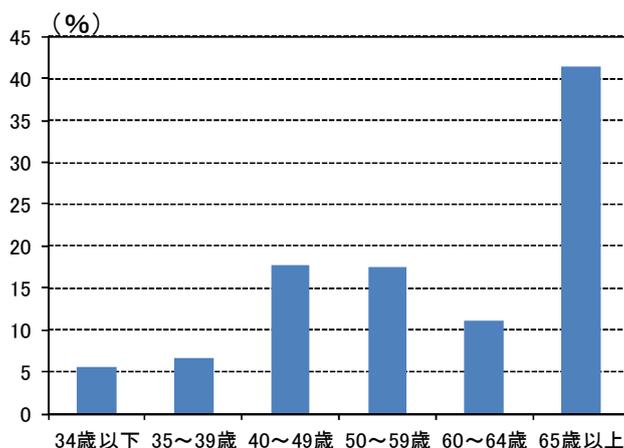
図表 7 年齢階級別平均消費性向の推移



(注) 年齢階級別に世帯数分布(抽出率調整)で加重平均して算出。データは何れも後方12ヶ月移動平均を使用。
 (資料) 総務省『家計調査』

2つの動きが顕著な世帯は、34歳以下の若年層世帯¹と、65歳以上の高齢者世帯である。実質可処分所得の動きは、若年層世帯では、2014年の水準から比較し1割程度上昇する一方で、65歳以上の高齢者世帯では2013年以降で最も低い水準まで落ち込んでいる。また、平均消費性向は、若年層、高齢者世帯とも足元では下降トレンドとなっている。労働需給の逼迫により若年層世帯の所得環境改善が進む一方で、足元での一貫した平均消費性向の低下は近年みられない現象と言える。なお、以降では、家計調査の世帯分布から、消費支出全体への影響が大きい高齢者世帯と、可処分所得の動き変化が顕著であった若年層世帯に分析対象を絞ることとする(図表8)。

図表8 世帯分布(二人以上の勤労者世帯)



(注)2015年以降の世帯分布の平均値。40～49歳、50～59歳、65歳以上については、対応する年齢階級の平均値を使用。

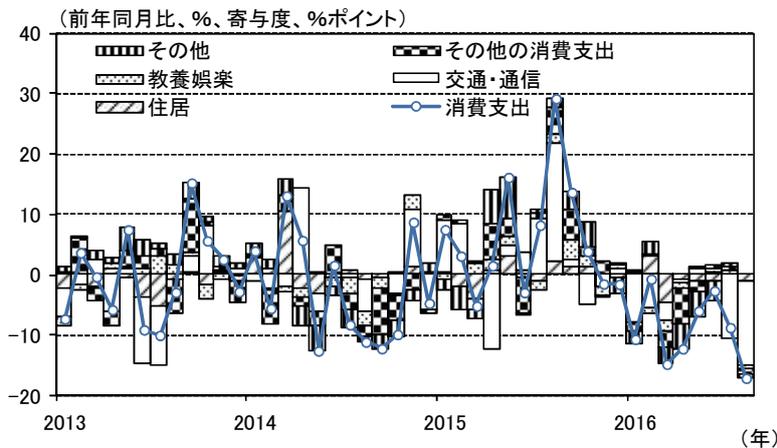
(資料)総務省『家計調査』

4. 若年層と高齢者世帯の消費支出の変化

名目消費支出の項目別の動きをみると、前節でみた若年層と高齢者世帯の違いは鮮明になる。まず、若年層世帯の名目消費支出の項目別推移をみると「交通・通信」に係る支出の動きが大きく、消費の伸び率を攪乱する要因となっている(次頁図表9)。しかし、「交通・通信」の内訳の大半は「自動車等購入」項目で、これはサンプルの対象となった家計に自動車を購入する家計が多く含まれていた場合上振れすることとなる。従ってこの項目の変動は、消費増税による駆け込み需要等、外部環境の明らかな変化がなければ、一時的なものと考えられる。そうした要素を割り引くと、若年層世帯の消費は見かけほど弱いものではない可能性が高い。

¹ 2015年1月以降より「24歳以下」、「25～29歳」、「30～34歳」の3階級については「34歳以下」に統合された。そのため、本稿で使用する「34歳以下」の各数値は、2014年以前は、年齢階級別に世帯数分布(抽出率調整)で加重平均したものをを用いている。また、「34歳以下」に統合された2015年以降の数値については、加重平均して作成した2012年1月～2014年12月の数値の平均と統合後の2015年1月～2016年8月までの数値の平均との差を、2015年1月以降の値から差し引くことで、2014年以前の数値と簡易的に接続した。

図表 9 若年層世帯の名目消費支出項目の寄与度分解



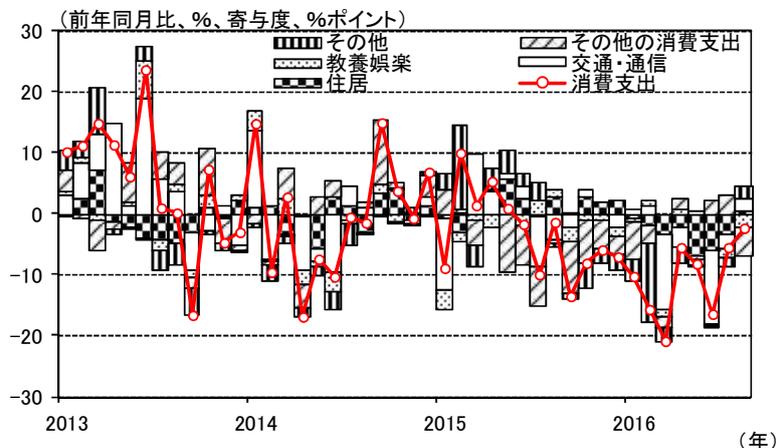
(注) 年齢階級別に世帯数分布(抽出率調整)で加重平均して算出。

2013 年以降の消費支出の中で寄与度の絶対値平均が高い四項目意
外は「その他」としてまとめた。

(資料) 総務省『家計調査』

一方、高齢者世帯の名目消費支出の動きはどうであろうか。足元での大きな下落は、若年層世帯と同様「交通・通信」があるが、他に継続して押し下げ圧力となっている項目に「その他の消費支出」、「住居」がある(図表 10)。

図表 10 高齢者世帯の名目消費支出項目の寄与度分解

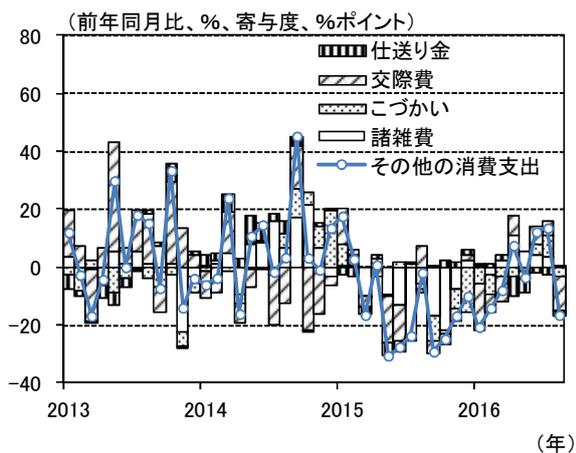


(注) 2013 年以降の消費支出の中で、寄与度の絶対値平均が高い四項目意
外は「その他」としてまとめた。

(資料) 総務省『家計調査』

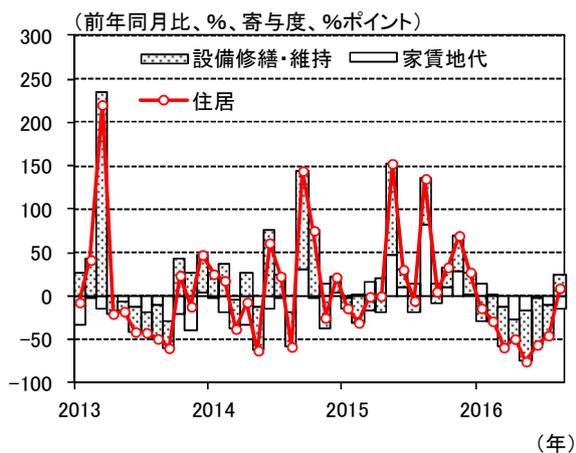
「その他消費支出」の内訳をみると、諸雑費や交際費の落ち込みが大きく、「住宅」では設備修繕・維持が落ち込んでいることが分かる(次頁図表 11、12)。諸雑費は美容用品・サービス等を含んでおり、これらは娯楽などに比べて日常生活における需要度は高い。また、高齢者世帯は持ち家の比率が多く、長年住んだ住居の設備劣化から、リフォーム等を行う必要に迫られている世帯が多いと考えられる。それにも関わらず、需要度が高い、これらへの支出を減らしている状況は、可処分所得の低下により比較的必需品に近い消費を節約せざる得なくなっている為、とみることが出来る。

図表 11 「その他消費支出」の寄与度分解



(資料)総務省『家計調査』

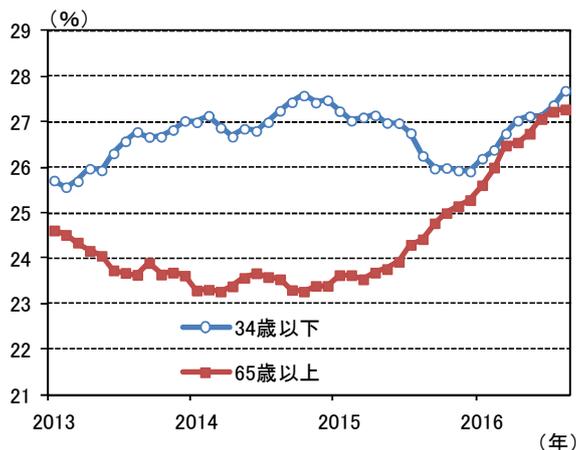
図表 12 「住宅」の寄与度分解



(資料)総務省『家計調査』

こうした状況は、消費支出に占める食料費の割合を示すエンゲル係数が、若年層世帯と同水準まで上昇していることから伺え、主な収入源が年金に移っていき、所得の伸びが限られる高齢者世帯が今後積極的に消費支出を増やしていくとは考えづらい(図表 13)。

図表 13 エンゲル係数の推移



(注)後方12ヶ月移動平均を使用。

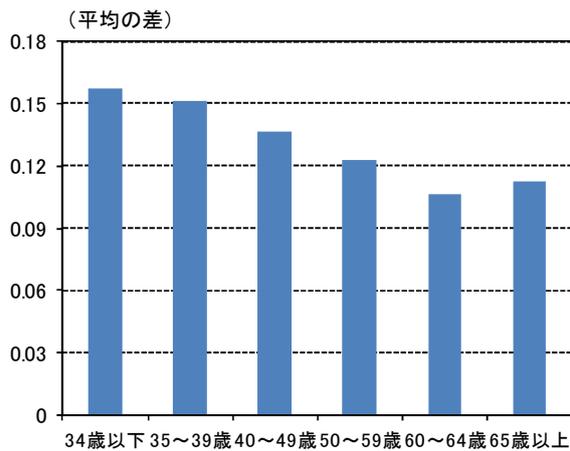
(資料)総務省『家計調査』

5. まとめと今後の展望

以上の分析から今後の消費動向をみると、足元の消費の停滞が一時的な要因と考えられる若年層世帯は改善の可能性があるものの、長期的に所得の伸びが限られる高齢者世帯については停滞が長引く可能性が高い。雇用環境をみると、2013年以降のアベノミクスによる企業収益の拡大で雇用環境の改善が進んでいるが、若年層世帯の方が高齢者世帯よりも有効求人倍率の上昇と、失業率の低下の度合いは高い(次頁図表 14、15)。この2つの指標を見る限り、若年層世帯の方がその恩恵をより多く享受しているとみられ、所得の伸びと平均消費性向の改善が期待出来る。一方、高齢者世帯は、マインドは改善しているものの、所得の伸びという実態面での改善がみられない限り、今後、平均消費性向は高まらず消費の停滞は続くと思われる(次頁図表 16)。

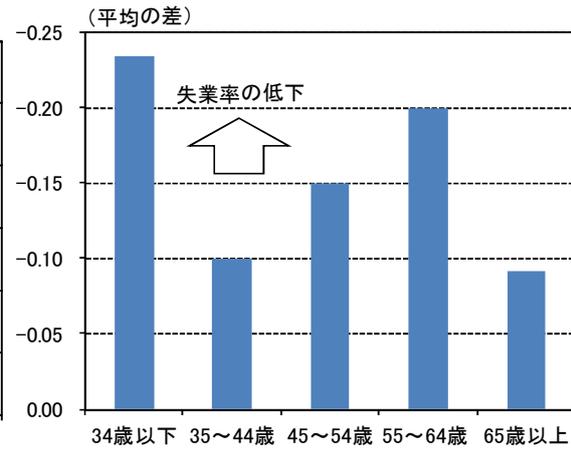
前掲図表8にみられるように、60歳以上が世帯分布の5割を占め、消費の大半が高齢者に支えられている現状、高齢者消費の停滞は、個人消費全体の持ち直しを遅らせることになるであろう。

図表 14 有効求人倍率



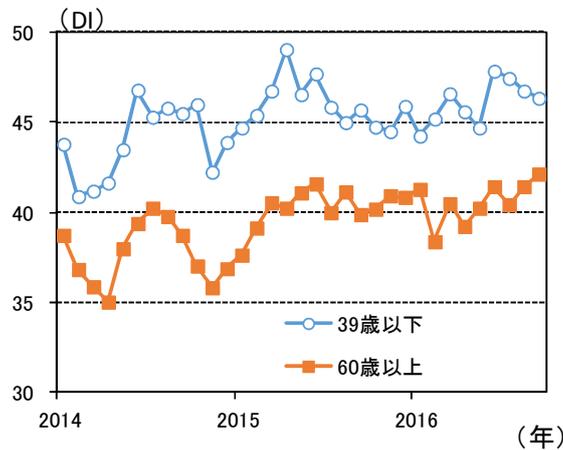
(注)2015年1月～8月と2016年1～8月の平均の差。
(資料)厚生労働省『一般職業紹介状況』

図表 15 失業率



(注)2015年平均と2016年1～8月の平均の差。
(資料)厚生労働省『労働力調査』

図表 16 消費者態度指数



(注)「39歳以下」は「29歳以下」と「30～39歳」、「60歳以上」は「60～69歳」と「70歳以上」の加重平均値。
(資料)内閣府『消費動向調査』

(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。