

2016. 12 No.56

三井住友信託銀行

調査月報



時論

トランプの経済政策がもたらすレジームチェンジ..... 1

経済の動き

2016・2017年度の内外経済見通し～海外要因で高まる下振れリスク～..... 3

トランプショックが高める新興国の金融リスク～非銀行金融の拡大とその限界～..... 10

時 論

トランプの経済政策がもたらすレジームチェンジ

米国大統領選挙はトランプ氏勝利という大サプライズが起こった。その直後は同氏の保護主義的政策が世界貿易の停滞を招くとの懸念から日経平均は大幅に下落した。翌日以降は、同氏の減税、インフラ投資拡大が米国経済を刺激するとの見方が優勢となり、世界的な株高、金利高、ドル高となった。

まさにトランプジェットコースター相場であるが、トランプ氏が現時点で打ち出している経済政策を、同じように大幅減税と規制緩和を打ち出したレーガン元大統領(在任1981～1989年)の経済政策(レーガノミックス)に重ねる見方も出てきている。

レーガノミックスは、共和党の伝統である「小さな政府」を下地とし、これに米国経済の病根は需要不足ではなく投資不足という供給サイドにあると主張したサプライサイド経済学、裁量的金利政策の効果を否定し、通貨供給量管理を最重視するマネタリストの政策思想が加わったものと言える。

レーガン政権は、①財政支出の大幅抑制、②個人・企業の大幅減税、③規制緩和、④マネーサプライ増加率の抑制的運営－を打ち出した。その狙いは、やや引き締め気味の金融政策によってインフレを抑え、投資減税によって民間設備投資を促して供給力と生産性を高め、減税によって家計の消費・貯蓄増加の二兎を追い、その貯蓄を民間投資の原資とすべく、財政支出と国債発行を抑え、こうして経済成長率を高めて税収を増やし、減税の財源とする－というもので、サプライサイド経済学、マネタリストの「良いとこ取り」の嫌いはあるものの、マクロ経済運営という視点が存在し、整合性が取れていたと評価できよう。

こうしたレーガノミックスの政策ミックスと比較すると、トランプ氏の経済政策はマクロ経済運営という視点が読み取れず、政策の整合性が取れているとは言い難い。

すなわち、①大幅減税とインフラ投資拡大を掲げる一方、財源については、歳出削減には社会保障やメディケアは含まれず、米国の潜在成長率(2%)を大きく上回る成長(4%)による税収増頼みとなっている、②潜在成長率を引き上げる視点からの政策が乏しい、③NAFTA 見直しや外国企業への規制強化は米国経済にはコスト増となる、④完全雇用に近い状況下の移民制限は労働コスト上昇をもたらす、⑤財政赤字拡大を見越したドル高は、トランプ氏が復活を掲げた製造業には打撃となる(同氏はドル安を主張しているが)。

トランプ政権発足後の経済政策は、共和党主流派、議会等との調整を経て現実的なものになるとの見方が多いが、中身と程度の差はあれ、その政策はレーガノミックス時のような経済学的な裏付けや整合性が乏しいまま進められると見ておくべきであろう。

こうした政策はどのような結果をもたらすであろうか。レーガノミックス時では、景気は回復に向かい、消費者物価上昇率は1ケタ台前半まで低下するなどの成果を上げたが、不十分な歳出削減、国防費の増大により財政赤字は大幅に拡大、これが米国実質金利上昇とドル高を招き、ドル高は輸出製造業に打撃を与える一方、輸入が大幅に増加、経常収支赤字が大幅に拡大して「双子の赤字」を生み出した。政策の整合性が取れていたように見えたが、大きな誤算と綻びに見舞われた。

トランプ政権は、歳出・減税・財源の政策不整合から見て、レーガノミックス時と同じように「想定以上の

財政赤字拡大」という誤算に見舞われることになるだろう。のみならず、近年の「長期停滞論」や企業活動のグローバル化を勘案すると、「潜在成長率の低迷（インフラ投資を増やしても潜在成長率は高まらない）」、「グローバルチェーンのフィードバックループ（他国への制裁は自国へはコスト増加というマイナスとして跳ね返ってくる）」という誤算にも直面するだろう。

その結果、米国経済は、①潜在成長率も生産性もほとんど高まらない、②「双子の赤字」が膨らみ続ける、③ドル高是正、輸入制限、輸出テコ入れ等を企図した口先介入や規制強化など経済合理性が乏しい政策が打ち出される、④それは米国企業のコスト増をもたらし、経済全体では供給制約に突き当たり、コストプッシュインフレ色がやや強まる—という姿になっていくだろう。

当面の米国経済は、インフラ投資と減税による景気回復期待が高まることから、株高・金利高・ドル高基調（上がり続けるというより、高止まりする）が続くと見られる。レーガノミックス時の経験から見ても、「双子の赤字」拡大観測が存在しても、それがまだ実現せず、かつ足元の景気が堅調であれば、さほどネガティブには捉えられないためである。

しかし、個々の政策の実現可能性や政策の不整合への疑問・不信が高まり、上記のように米国経済は望ましい方向へ向かっていないとの見方も台頭し、やがてはレーガノミックス時と同様に「双子の赤字」の持続可能性に対する懸念が強まると、レーガノミックスの後半期における急速なドル安進行のように、為替は不安定な動きとなるだろう。ただ米国金利だけは、ソブリンリスクプレミアムの拡大やマイルドインフレの持続によって高止まる蓋然性が高いと見る。

このように考えると、トランプ氏の勝利は、グローバル金融環境にとっては米国を起点とした世界的な金利の上方修正というレジームチェンジをもたらすことになる。

世界的な景気回復を伴わなくとも、水準修正が「あまりにも低すぎる水準」から「やや低い水準」に戻る程度に過ぎないとしても、「金利は上がることはない、まだ下がるかもしれない」という従来からの市場の期待が、「金利はこれ以上下がることはない」に変わるためである。これによって、まだ不十分とは言え、従来よりもリスクを反映した金利が形成されるようになると、次のような事態を招くと考えられる。

新興国については、新興国から米国へのマネー還流によって新興国通貨の下落圧力が高まり、实体经济と金融市場が動揺する恐れがある。新興国では近年、ドル建て債務が急速に拡大していることも懸念材料である。ユーロ圏ではドイツと南欧諸国との金利格差が広がり、個別銀行の経営不安と相まって、金融不安がくすぶり続けるだろう。これらはすでに一部、顕在化しつつあるリスクでもある。

日本では、日銀が米国連れ高となった長期金利の上昇を抑え込むべく、固定利回りで国債を無制限に買い入れる「指し値」オペを実施した。こうした措置は、日銀による国債購入の量的限界到達時期を早め、保有国債の含み損失をさらに膨らませ、量・価格両面から現行金融政策の持続可能性への疑念を生じさせ、長期金利を不安定化させるかもしれない。

さらには、世界各国の資源開発、企業買収、不動産投資に係るハイレバレッジの企業あるいはファイナンス案件の中には、リファイナンス時に困難をきたすケースが出てくるかもしれない。

巷間のトランプ政権の経済政策の評価については、その実現可能性や世界貿易への影響に目が行きがちであるが、グローバル金融市場については、上記のような「期待の変化」と「レジームチェンジ」にこそ、今後のモニタリングの目を向けるべきであろう。

（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

～海外要因で高まる下振れリスク～

<要旨>

2016 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+2.2%と 3 四半期連続のプラス成長となったが、成長率の押し上げ要因となったのは外需で、個人消費、設備投資を中心として内需は弱いままである。

金融市場へのサプライズとなった米国大統領選挙について、トランプ新大統領が打ち出している財政拡大的な政策が実現されれば、短期的には米国の経済成長率を高め、2017 年度半ば以降、日本経済にとっては外需中心にプラス要因となる。こうした要因を踏まえ、今回の見通しでは 2016 年度の実質 GDP 成長率は+1.0%、2017 年度は+1.1%と見込む。ただし内需の弱さから、海外要因による下振れリスクを意識せざるを得ない状況が続く環境は変わらない。

短期的には足元の金融市場の急激な変動による悪影響、中長期的には、今後の欧州の政治動向、トランプ大統領の下での保護主義的な貿易政策の進行等がリスクの主因となる。こうした政治要因で金融市場や経済に混乱が起こり、輸出の下振れが大きくなれば、日本の経済成長率もマイナス圏に陥ることになる。

1. 7-9 月期 GDP 成長率

日本の 2016 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前期比年率+2.2%と 3 四半期連続のプラス成長となった(図表1)。成長率の押し上げ要因となったのは外需で、輸出が前期比年率+8.1%、輸入が同▲2.4%で、年率の外需寄与度は+1.8%ポイントとなった。設備投資は前期比年率+0.1%と 3 四半期ぶりのプラス成長であるものの、ほぼ横ばいで、個人消費も前期比年率+0.2%と実質 GDP 成長率を押し上げる力強さは欠けている。

図表1 実質 GDP 成長率

	2015		2016		
	III	IV	I	II	III
実質GDP	+1.6	▲1.6	+2.1	+0.7	+2.2
個人消費	+2.1	▲3.3	+2.9	+0.5	+0.2
住宅投資	+4.7	▲1.6	▲1.1	+21.7	+9.6
設備投資	+3.4	+5.0	▲2.7	▲0.5	+0.1
公的需要	▲0.1	▲0.4	+3.1	+0.5	+0.8
輸出	+10.9	▲3.9	+0.5	▲6.0	+8.1
輸入	+9.9	▲4.9	▲2.5	▲2.5	▲2.4
寄与度	(前期比年率、%ポイント)				
内需	+1.6	▲2.0	+1.5	+1.3	+0.4
外需	▲0.1	+0.3	+0.6	▲0.6	+1.8

(資料)内閣府『国民経済計算』

[前回の経済見通し\(2016 年 9 月号\)](#)では、経済対策の効果を除いた民間の内需の弱さと、景気中立的な水準での外需の動きが継続すると予想したが、今回の GDP の数値を見る限り、基本的にこの見方に大きな変更はない。本稿では足元の経済指標を元に、米国大統領選による影響を踏まえ、改めて見通しを考察する。

2. 海外経済環境とリスク要因

(1) トランプ新大統領誕生による日本への影響とリスク

トランプ氏の勝利という予想外の結果に終わり、金融市場へのサプライズとなった米国大統領選挙ではあるが、トランプ新大統領が打ち出している政策のうち、法人税減税やインフラ投資等の財政拡大などは米国の経済成長率を高めることにつながり、日本経済へはプラスに働く可能性が高い。足元の円安に加えて、短期的には外需による下支え効果が期待できる。

しかし、中長期的には日本にとって下振れ要因も大きい。トランプ氏は TPP からの撤退と NAFTA 再交渉等の保護主義的な貿易政策を打ち出しており、こうした政策により世界貿易の停滞や世界経済の成長率が押し下げられることは、日本の輸出の下振れ要因となる。また、米国内においても極端な財政支出拡大に伴い、急激な物価上昇と、財政悪化懸念が高まることで更なる金利上昇を招いた場合には、早ければ 2017 年内に景気が頭打ちとなり 2018 年以降には景気後退に陥るリスクも残る。

また、金融市場を通じたリスクも注視する必要がある。トランプ大統領の誕生に対して、金融市場は株高、金利上昇、ドル高に反応した。グローバルな金利上昇や通貨安は、景気を不安定化させる要因となり、先進国、新興国ともに財政赤字や政治動向などに構造的な弱さを抱える国にとって、成長の抑制要因となる可能性がある。

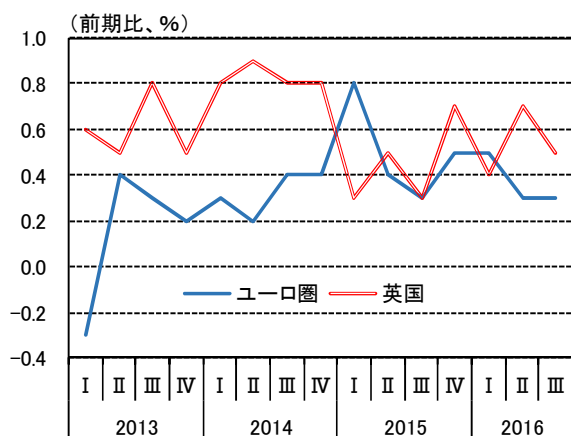
いずれにしても、トランプ新大統領の政策スタンス如何によって、経済情勢の道筋は上下に大きく振れることになり、先行きに対する不確実性は高い。日本にとって短期的にはプラスに振れる可能性は高いが、2017 年半ば以降は保護主義的な貿易政策の進展による円高反転、金融市場の動きに脆弱な国の経済停滞等、下振れリスクを強く意識する必要がある。

(2) 2017 年の政治イベントがリスクとなる欧州

ユーロ圏の 2016 年 7-9 月期の実質 GDP は前期比 +0.3% と前回から横ばいとなった。ドイツが市場予想よりも下振れし成長ペースが鈍化したものの、フランスやイタリアの持ち直しの動きに支えられ、緩やかではあるが拡大を続けている(次頁図表 2)。英国でも 2016 年 7-9 月の実質 GDP 成長率は前期比 +0.5% と堅調な水準で推移し、EU 離脱の国民投票後の混乱の影響は軽微に留まったとみている。

欧州の先行きも政治要因によるリスクが焦点となろう。2017 年にはフランス、ドイツ等の主要国における大統領・議会選挙や、英国と EU 間の離脱交渉開始等のイベントが控えている(次頁図表 3)。こうした選挙の結果や離脱交渉進展による政治要因で一時的な金融市場や経済に混乱が起こる可能性がある。

図表2 ユーロ圏・英国の実質 GDP 成長率



(資料)Eurostat、ONS

図表3 2017 年までの欧州各国の政治日程(予定)

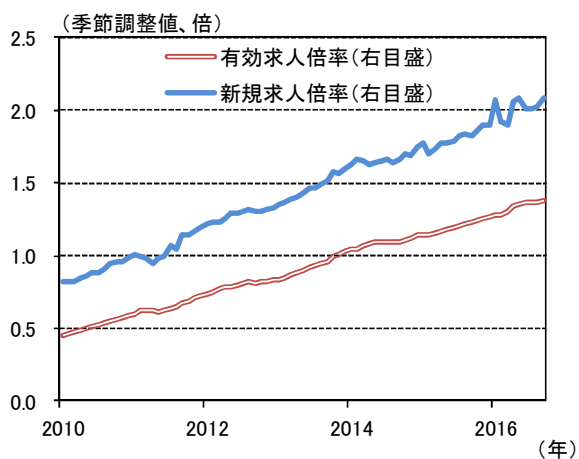
2016	12月	イタリア憲法改正の国民投票
2017	3月	オランダ議会選挙
	3月末	英国がEUとの離脱交渉を開始
	4月～5月	フランス大統領選挙
	6月	フランス議会選挙
	秋	ドイツ議会選挙

(資料)各種報道より作成

3. 雇用・消費環境、個人消費の先行き

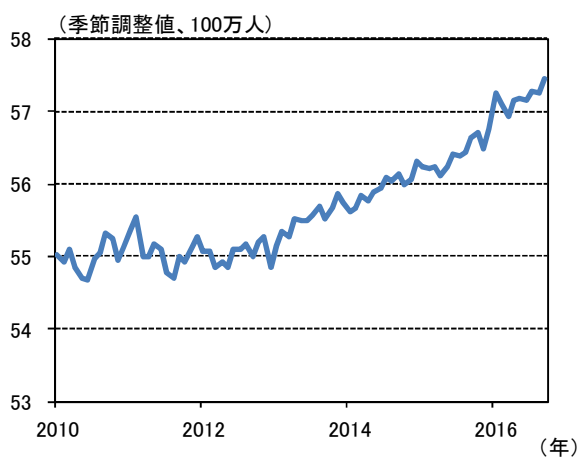
2016 年 4～6 月期と同様、個人消費は、実質ではプラス成長を維持したものの、名目ではマイナス成長となり、実勢では引き続き弱さを見せているが、個人の購買力を支える雇用と所得環境は改善が進んでいる。まず、雇用環境をみると、失業率が 2016 年 9 月時点で 3.0%と低位で推移すると共に、有効求人倍率、新規求人倍率は上昇を続け、雇用者数も一貫して増加し、労働需給の引き締まりは続いている(図表 4、5)。

図表4 求人倍率



(資料)厚生労働省『一般職業紹介状況』

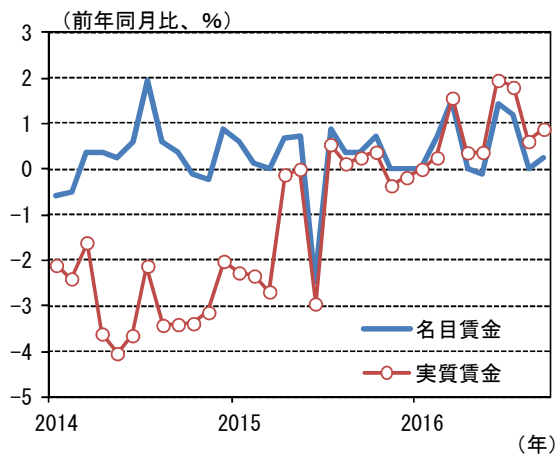
図表5 雇用者数の推移



(資料)総務省『労働力調査』

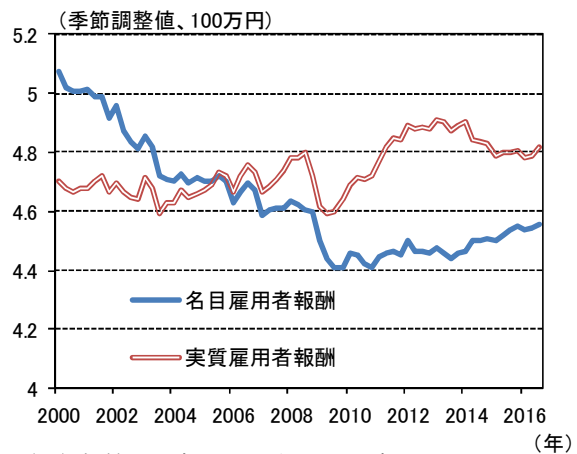
逼迫した労働需給の下で、個人が受け取る所得も緩やかではあるが上昇している。名目賃金、実質賃金共に足元ではプラス成長で推移し、GDP ベースでみた一人当たり雇用者報酬も名目は一貫した上昇基調にあり、実質においても底打ちから持ち直しの動きが見られる(次頁図表 6、7)。収益がピークアウトする中で、今後も企業側が積極的に名目賃金引上げを行うことは考え難いが、労働需給が逼迫している現状では、足元と同水準での伸び率は維持されると思われ、一人当雇用者報酬は、2016 年度+0.4%、2017 年度+0.3%の伸びを見込む。

図表6 賃金指数の推移



(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』

図表7 一人当雇用者報酬の推移

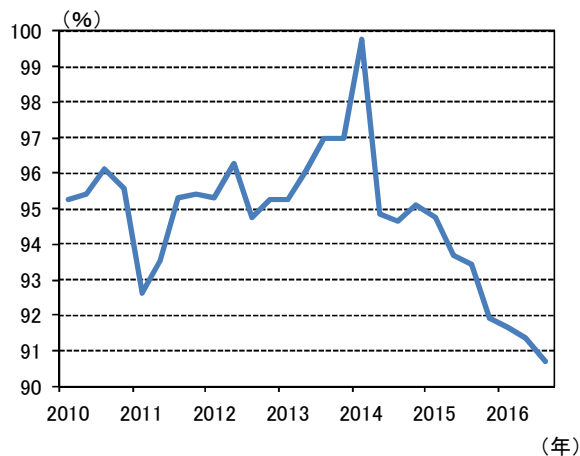


(注) 実質雇用者報酬は名目雇用者報酬をGDPデフレーターで実質化。

(資料)内閣府『国民経済計算』

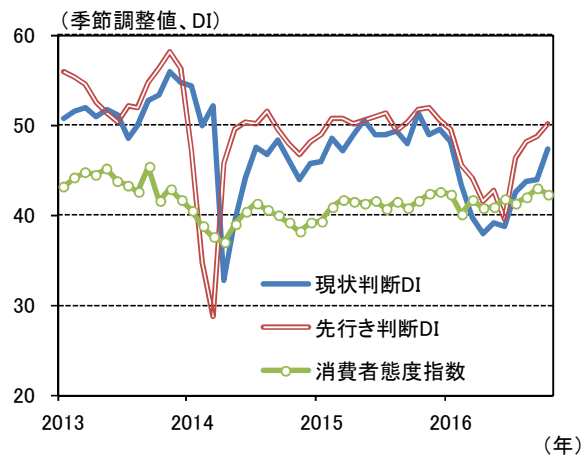
好調な所得環境にも関わらず平均消費性向が下がり続けているために、個人消費は依然として弱いが、消費者態度指数、景気ウォッチャー調査の現状判断DI、先行き判断DIの何れも堅調に推移している(図表8、9)。こうした雇用・所得環境が着実に消費者マインドの改善につながっている現状に鑑みるに、2016年度の終わりから、2017年度にかけて平均消費性向は徐々に持ち直していくであろう。雇用者報酬の伸びと平均消費性向の改善に合わせて、個人消費も緩やかに拡大し、成長率は2016年度+0.6%、2017年度+0.5%の成長を見込む。

図表8 平均消費性向



(資料)内閣府『国民経済計算』

図表9 消費者マインドの指標

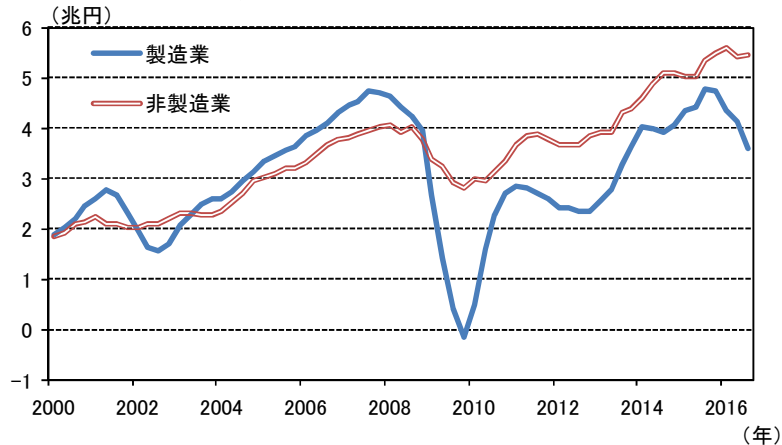


(資料)内閣府『消費動向調査』、『景気ウォッチャー調査』

4. 設備投資の見通し

これまで、マイナスで推移してきた設備投資であるが、2016年7-9月期は前期比年率+0.1%と3四半期ぶりにプラス成長となった。もっとも個人消費と同じく、名目で見た場合は前期比年率▲1.5%とマイナスで、実態面では依然として弱い。2016年4-6月期の法人企業統計調査によると、大企業の経常利益は、製造業、非製造業の何れもピークアウトの動きをみせており、積極的な設備投資には至らない状態が続いている(次頁図表10)。

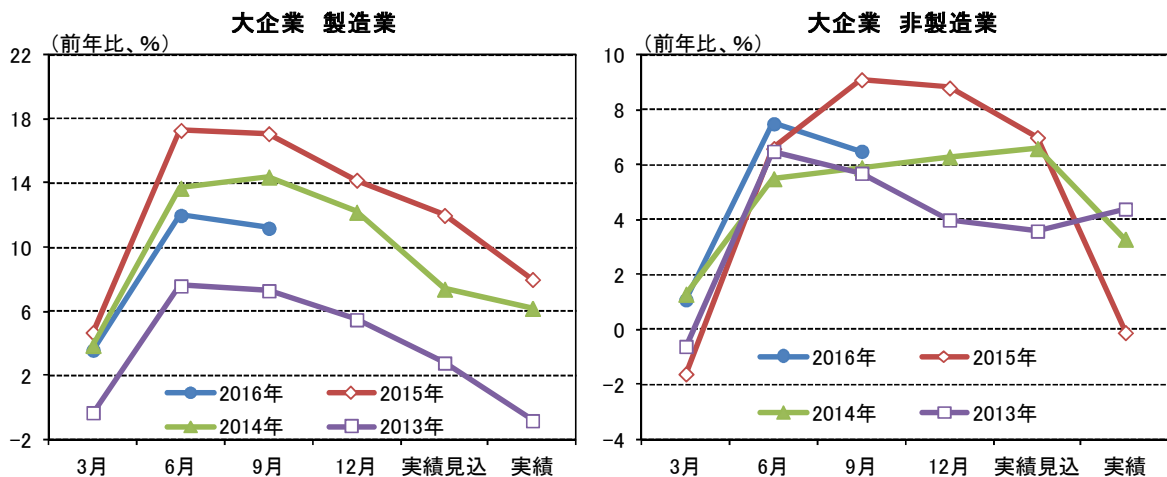
図表10 大企業の経常利益の推移



(注) 資本金 10 億円以上の大企業（金融、保険業を除く）。後方 4 四半期平均を使用。
 (資料) 財務省『法人企業統計調査』

しかし、日銀短観による大企業の設備投資計画をみると、製造業、非製造業共に、過年度と比べて、経常利益が減少する中では比較的堅調な設備投資計画を維持しているといえる（図表 11）。海外要因次第で製造業を中心に下振れリスクがあるとはいえ、海外の影響を受けづらくウェイトも大きい非製造業が、大幅な下方修正をすることなく設備投資計画を維持していることを考慮すると、今後も底堅い動きが期待できる。両業種を均してみれば実質 GDP 成長率を押し上げる主要因とはならないまでも、マイナス成長となるようなことはなく、緩やかな拡大基調を維持し、2016 年度は +0.3%、2017 年度は +0.6% の成長率になると見込む。

図表11 設備投資計画の推移



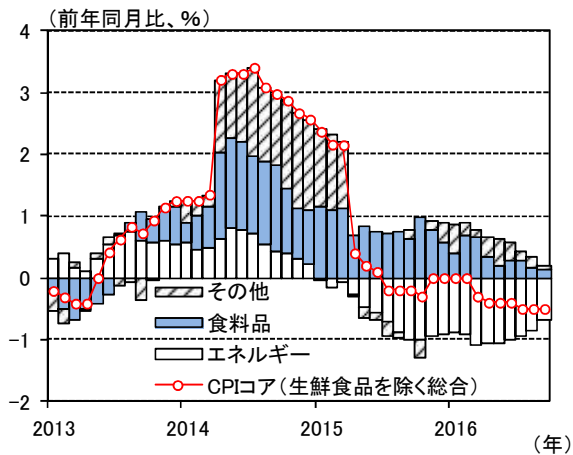
(注) 設備投資額はソフトウェアを含み、土地投資額を除く。
 (資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

5. 物価と金融政策の見通し

CPI コアは足元で前年同月比▲0.5%と7ヶ月連続でマイナスとなっている。エネルギー価格のマイナス寄与が縮小する中、2016 年頃からの円高で食料品の物価上昇に弱さが見られると共に、内需の弱さから、その他の品目の物価上昇にもブレーキがかかり、その上昇割合を減らしている（図表 12、13）。2016 年末にはエネルギー価格のマイナス寄与が剥落し、2017 年以降は物価の押

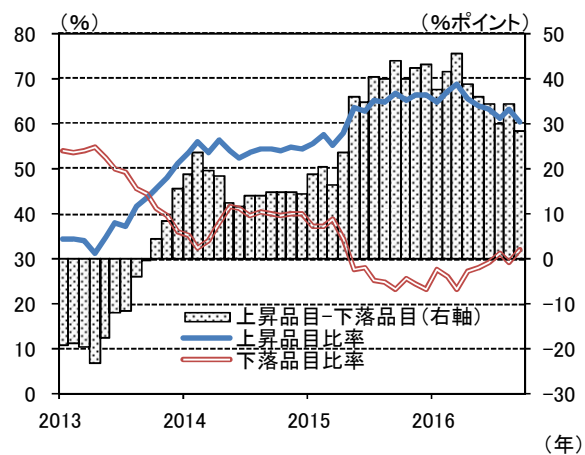
し上げ要因となることが期待されるが、長引く内需の弱さから物価上昇は緩やかなものになるであろう。CPI コアの上昇率は、2016 年度は▲0.2%、2017 年度は+0.4%と前回の見通しから大きな変更はなく、2%の「物価安定の目標」は依然として遠い。

図表 12 CPI コアの寄与度分解



(資料)総務省『消費者物価指数』

図表 13 物価上昇・下落品目の割合



(資料)日本銀行『基調的なインフレ率を捕捉するための指標』

金融政策の先行きをみると、①労働需給の逼迫を背景として引き続き賃金に上昇圧力が加わっていること、②日銀自身が9月の「総括的な検証」で金利を下げ過ぎることによる弊害を認め、物価目標の達成時期を「2017 度中⇒2018 年度頃」と後ろ倒しにして緩和を急がない姿勢を示していることから、足元の物価情勢の弱さを理由にした追加緩和の可能性は低いとみる。従ってマイナス金利の深掘りはなく、イールドカーブコントロールの対象となる10年国債利回りは、現状の水準「0.0～▲0.1%」の範囲で維持されると予想する。但し、グローバルに金利上昇圧力が高まる中で日銀が長期金利のコントロールを何処まで持続できるのかは不透明である。

6. まとめとリスク要因

以上を踏まえて、2017 年度までの日本の経済見通しを総括すると、内需の弱さから成長の牽引役は不在ながらも、米国景気の回復が続く中で、外需が足を引っ張ることはなく、小幅なプラス成長が続くと予想される。2016 年度の実質 GDP 成長率は+1.0%、2017 年度は経済対策が進み、公共投資を中心に経済を下支えし+1.1%となる見込みである。但し、民間の内需の弱さにより、外需に景気が振り回されやすい。そうした下振れリスクの主要因は、短期的には足元の金利上昇、通貨安など金融市場の変動の悪影響で、中長期的にはユーロ圏主要国の選挙動向、英国とEU間の離脱交渉の進展や、トランプ大統領の下での保護主義的な貿易政策が進行し、グローバルに拡張していくことであろう。世界貿易の停滞を招き、内需回復が遅れる中で、輸出の下振れが大きくなれば、日本の実質 GDP 成長率もマイナス圏に陥ることになる。

(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11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・2010年基準＞								
国内総支出	534.8	1.0	541.0	1.1	0.7 0.8	0.6 1.3	0.5 1.1	0.6 1.2
民間最終消費	308.5	0.6	310.1	0.5	0.5 0.3	0.3 0.9	0.3 0.6	0.2 0.5
民間住宅投資	14.4	7.1	14.2	-1.2	6.1 6.4	1.8 7.8	-2.2 -0.3	0.4 -2.0
民間設備投資	72.4	0.3	72.9	0.6	-0.5 0.7	0.3 -0.1	0.2 0.4	0.4 0.8
民間在庫品増加(実額)	0.8	寄与度 -0.2	0.4	寄与度 -0.2	1.2	0.3	0.4	0.4
政府最終消費	105.2	1.2	106.2	1.0	0.3 1.5	0.6 0.9	0.5 1.1	0.4 0.9
公的固定資本形成	21.4	0.7	22.7	6.3	1.9 -1.9	1.2 2.7	4.0 5.5	3.0 6.8
財貨・サービス輸出	92.5	0.4	94.8	2.5	-0.5 -0.3	1.5 1.1	1.1 2.5	1.4 2.6
財貨・サービス輸入	79.4	-1.3	80.3	1.2	-1.2 -1.7	0.2 -0.9	0.8 0.9	0.5 1.4
内需寄与度	0.7	民需 0.4	0.9	民需 0.4				
外需寄与度	0.3	公需 0.3	0.2	公需 0.5				
＜名目＞								
国内総支出	506.4	1.2	513.0	1.3	0.6 1.1	0.5 1.2	0.8 1.2	0.5 1.4
GDPデフレーター	94.7	0.1	94.8	0.2	0.3	-0.1	0.1	0.2
企業物価 * (10年=100)	99.1	-2.7	99.7	0.6	-4.0	-1.4	-1.4	0.4
輸出物価 * (10年=100)	98.1	-10.4	97.8	-0.4	-12.6	-8.1	-8.1	-3.3
輸入物価 * (10年=100)	92.2	-14.6	94.9	2.9	-20.8	-7.6	-7.6	5.7
消費者物価 * (15年=100)	99.8	-0.2	100.1	0.4	-0.4	0.0	0.3	0.4
鉱工業生産 * (10年=100)	97.5	0.1	98.6	1.2	-0.8	0.9	1.1	1.2
失業率 (%)	3.1	-0.2	3.0	0.0	3.1	3.0	3.0	3.0
雇用者数 *(万人)	5,736	1.3	5,761	0.3	1.6	1.1	0.4	0.5
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.4	—	0.3	—	0.4	0.3	0.3	0.3
新設住宅着工戸数 (万戸)	98.9	7.5	99.0	0.0	99.4	95.2	97.1	100.2
貿易収支 (10億円)	5,244	—	6,445	—	3,194	2,050	3,504	2,942
輸出 *(10億円)	67,354	-7.9	70,720	5.0	-10.9	-4.8	3.8	6.1
輸入 *(10億円)	62,110	-14.5	64,275	3.5	-20.4	-8.1	3.2	3.8
第一次所得収支 (10億円)	18,035	—	18,883	—	8,849	9,186	9,354	9,529
経常収支 (10億円)	20,018	—	22,446	—	10,206	9,812	11,073	11,373
マネーサプライ *(M2, 兆円)	945.5	3.4	977.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4
ドル/円レート (円、期中平均)	105.1	—	106.5	—	105.3	105.0	106.0	107.0
輸入原油価格 (ドル/バレル)	46.5	—	49.5	—	43.9	49.0	49.0	50.0
米国実質GDP (10億ドル)	16,650	1.5	17,022	2.2	1.0	2.3	2.2	2.3

(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。

	2016/4-6	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)	-0.05	-0.06	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08
10年国債利回り	-0.11	-0.11	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ドル/円レート	108.2	102.4	104.7	105.2	105.7	106.2	106.7	107.2

(期間平均値)

→予測

トランプショックが高める新興国の金融リスク

～非銀行金融の拡大とその限界～

＜要旨＞

米大統領選挙の結果を受け、米国に連動する形で新興国でも金利が急上昇している。この先の上昇ペースによっては、資金調達環境の悪化を契機として、「その他金融機関」(OFIs)を起点とするシステムック・リスクが顕在化していく恐れがある。

OFIs とは、保険会社、年金基金、公的金融機関を除いた非銀行金融機関を指すが、近年、新興国でもその重要性が高まっている。状況は国・地域毎にまちまちであるが、金融システム全体の資産に占める OFIs の比率が高い国としては、韓国や南アフリカ、ブラジル、メキシコが挙げられ、その構成比は既に 2～3 割に達している。

新興国における OFIs の台頭の主な要因は、世界金融危機以降の金融緩和に伴う調達金利の低下、規制強化がもたらした銀行与信の厳格化、個人消費の拡大などである。一方で、OFIs は、政府支援が期待できない、調達構造が脆弱で金利上昇に弱い、投融资対象を高リスク資産に集中させる傾向がある、といった構造的な脆弱性を抱える。したがって、金融システムにおける OFIs への過度の依存は、金融システムそのものを不安定化させる危険を孕む。

米大統領選挙における共和党ドナルド・トランプ候補の勝利を受け、米国の中長期金利が急激に上昇する中、新興国市場をめぐっては、資金流出に加え、米金利に連動した金利上昇が金融システムの安定性に与える負の影響が懸念されるようになってきている。そのインパクトは銀行部門にとどまらず、これまで低金利を享受してきた銀行以外の金融部門、とりわけ保険会社、年金基金、公的金融機関を除いた「その他金融機関」(以下、OFIs という)¹、いわゆるシャドーブバンキングにも波及する可能性が高い。シャドーブバンキング問題については、2010 年の G20 ソウル・サミット以降、国際的な枠組みの中でも議論が交わされ、また中国を中心にそのリスクが市場関係者の注目を集めてきたが、そのリスク顕在化の時期は米大統領選前に比べ前倒しされた可能性がある。

本稿は、トランプショックによる世界的な金利上昇を踏まえ、新興国における OFIs の拡大が中国に限定された現象ではないことを示した上で、拡大の背景やその脆弱性、金融システムに与える影響について考察するものである。

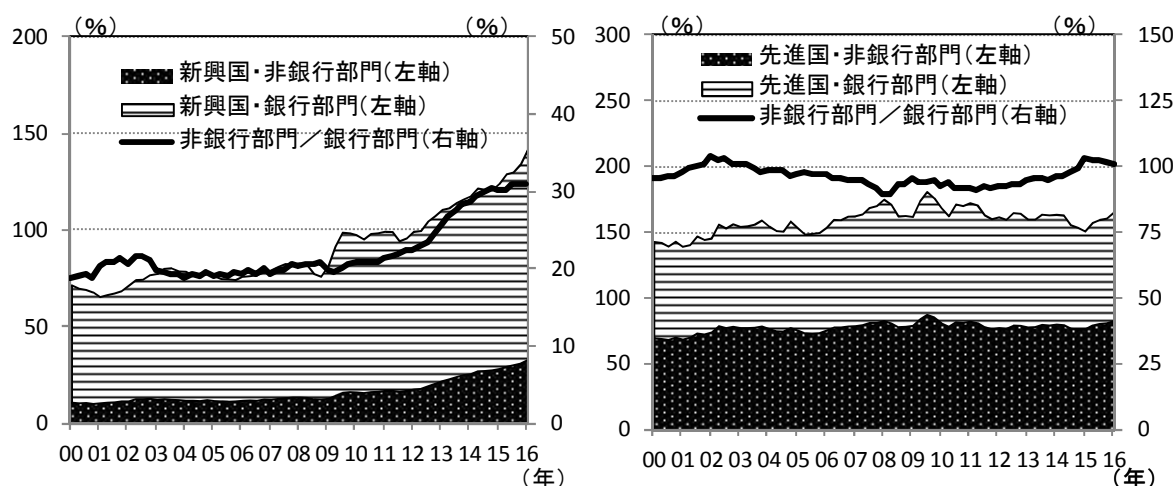
1. 新興国における OFIs の拡大

新興国では銀行以外の経済主体、すなわち OFIs を含む非銀行部門による与信の拡大が続いている。国際決済銀行(BIS)が2016年9月に公表した与信統計によると、同年3月末時点におけ

¹ OFIs にはファイナンス会社、MMF、投資ファンド、ブローカー／ディーラー、証券化ビークルなどが含まれ、「シャドーブバンキング」と総称されることもある(IMF, “Shadow banking around the globe: how large, and how risky” (Global Financial Stability Report (GFSR), October 2014)など参照)。

る非銀行部門の民間向け与信(企業向けおよび家計向け与信の合算)の対 GDP 比は、先進国では 83%と水準こそ高いものの、2010 年末時点に比べ 1%ポイントの微増にとどまる。一方、新興国の同比率は 2010 年末時点の 17%から 34%に倍増している。また、民間向け与信の非銀行部門／銀行部門比率の推移をみると、新興国では同期間に 21%から 31%へと上昇しており、与信市場において非銀行部門の重要性が顕著に高まっていることが伺える(図表 1)。

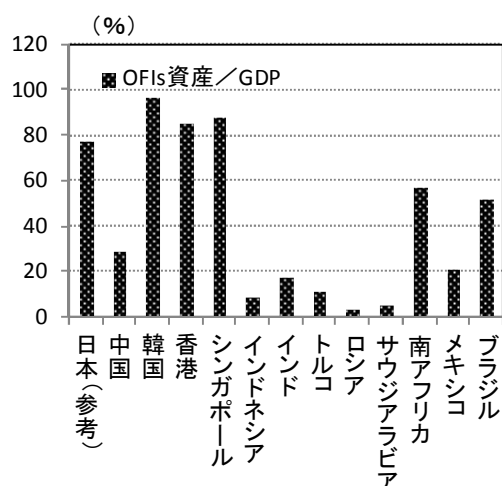
図表 1 部門別資産対 GDP 比および非銀行部門資産／銀行資産比 (左:新興国、右:先進国)



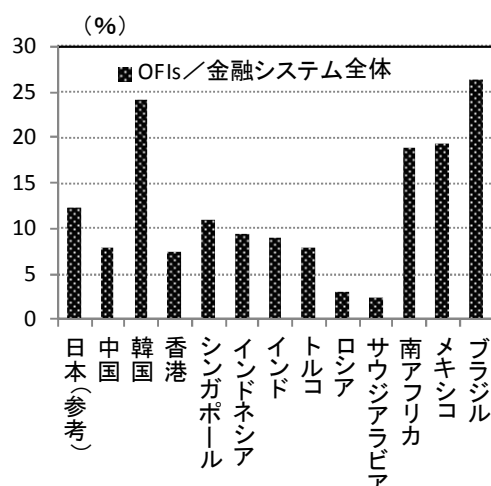
(資料) BIS, “Credit to the non-financial sector”

もともと、一概に新興国といっても、状況は国・地域毎にまちまちである。金融安定理事会(FSB)の「世界シャドーバンキング・モニタリング報告」(2015 年版)²によれば、新興国のうち OFIs 資産の対 GDP 比(2014 年時点)が高い国・地域としては、8 割を越える韓国、シンガポール、香港、5 割を上回るブラジル、南アフリカが挙げられる(図表 2)。

図表 2 OFIs 資産の対 GDP 比(2014 年)



図表 3 OFIs 資産対金融システム資産構成比(2014 年)



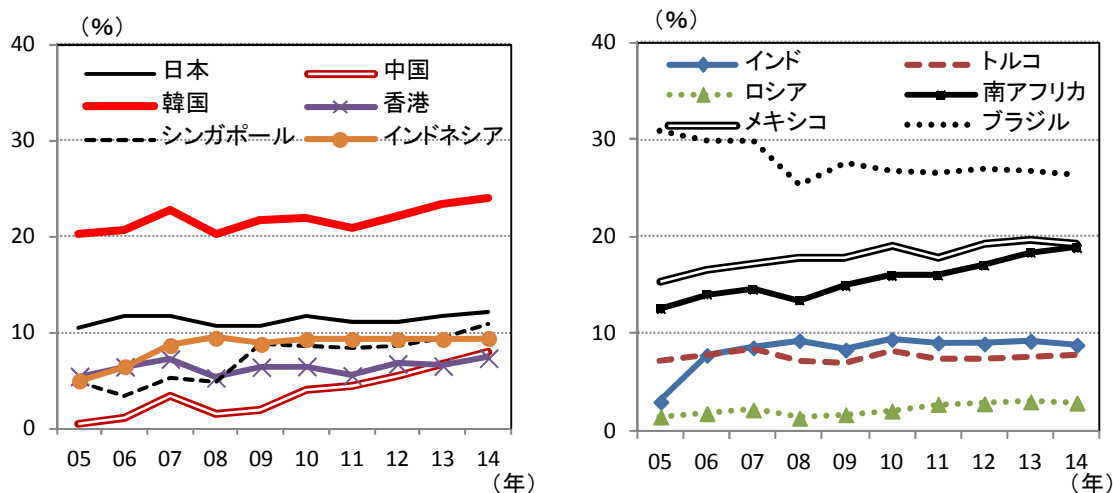
(資料) FSB, “Global Shadow Banking Monitoring Report 2015” (資料) FSB 前掲

² 同報告書の対象国・地域は、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、スイス、チリ、中国、英国、香港、インドネシア、インド、日本、韓国、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、トルコ、米国、ユーロ圏、南アフリカ。

OFls 資産が金融システム全体(中銀、銀行、保険会社、年金基金、公的金融機関など)に占める構成比をみても、韓国、ブラジル、メキシコ、南アフリカは2～3割と高く、これらの国では OFIs が金融システムにおいて既に重要な位置を占めていることが確認できる(前頁図表 3)。

一方、シャドーバンキング問題の深刻化が危惧されている中国の OFIs に関しては、資産拡大スピードの速さには警戒すべきであるとはいえ(図表 4)、その資産の対 GDP 比は3割に満たず、また金融システム全体に占める構成比は依然1割未満にとどまっている。

図表 4 OFIs 資産の金融システム全体に占める構成比の推移 (左: 東・東南アジア、右: 左記以外)

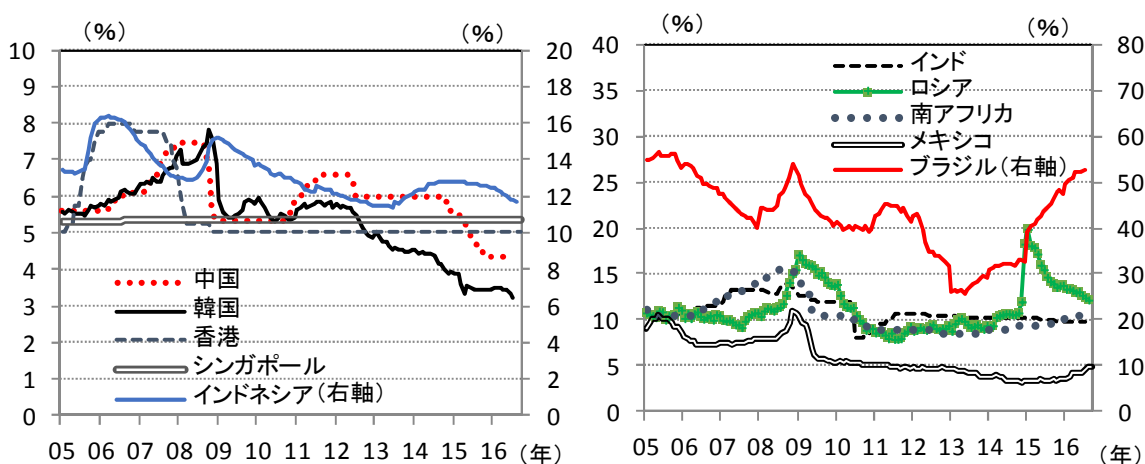


(資料) FSB 前掲

2. OFIs 台頭の背景

新興国の一部で OFIs の重要性が高まっている要因としては、主に以下が挙げられる。

図表 5 銀行貸出金利(プライム・レート) (左: 東・東南アジア、右: 左記以外)

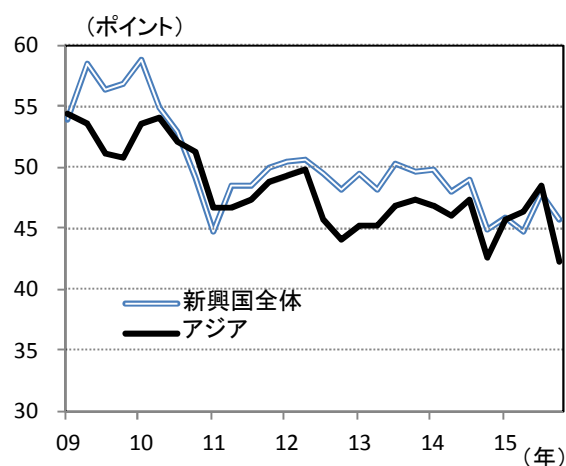


(資料) IMF, "International Financial Statistics"

第一に、調達金利の低下である。新興国の多くでは先進国同様、2008 年の世界金融危機以降、金融緩和が進んだが、これに伴い短期金融市場の流動性が潤沢になったことや、銀行貸出金利が大幅に低下したこと(特に韓国やメキシコなど。前頁図表 5)は、OFIs の資金調達環境を大きく改善した。というのも、OFIs は一般的に預金という長期安定資金へのアクセスをもたず、資金調達をエクイティのほか、銀行借入や CP など比較的短期の資金に依存するからである。こうした借入コストの低減は、OFIs の規模拡大を促す動因となった。

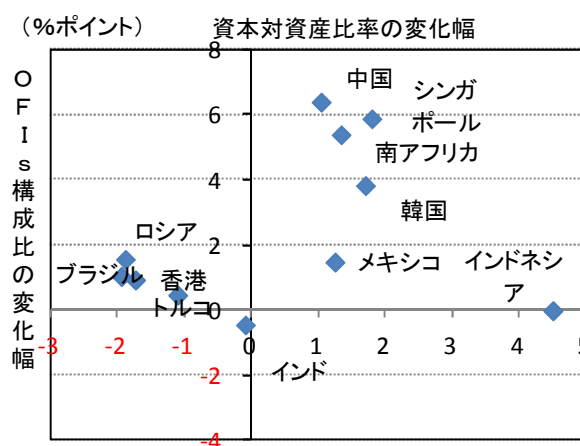
第二に、規制強化に伴う銀行与信の厳格化である。世界金融危機後、銀行のリスク・テイク能力は、多大な損失に伴うバランスシートの弱体化に加え、銀行規制の強化によって大きく低下した。特に金融危機の経験を踏まえ成立したバーゼルⅢの下、2013 年以降、より厳格な自己資本比率規制が導入されていったことは、銀行の投融资行動をより慎重なものにした。

図表 6 新興国における銀行貸出態度指数
(50=中立)



(資料) 国際金融協会 (IIF)

図表 7 銀行部門資本対資産比率と
OFIs 資産の金融システム構成比の変化 (2008 年-15 年)



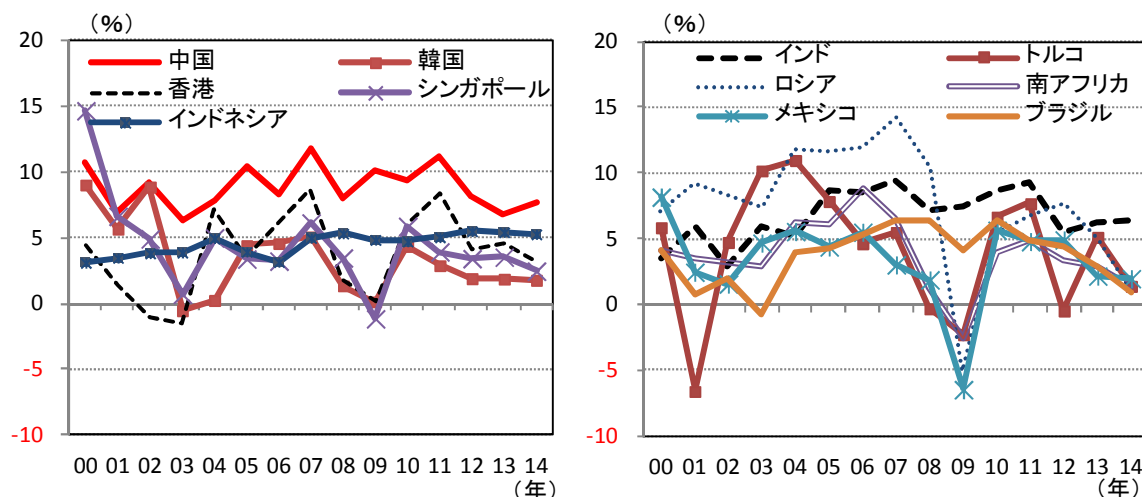
(注) 2015 年値について、韓国のみ 2014 年時点
(資料) IMF, “Financial Soundness Indicators”、FSB 前掲

図表 6 は、国際金融協会 (IIF) による新興国銀行貸出態度指数 (EM Bank Lending Conditions Index) の推移をみたものであるが、同指数は近年、緩和と厳格化の節目となる 50 ポイントをほぼ一貫して下回っており、新興国の銀行部門がリスクの引き受けに対し消極的な姿勢をとり続けていることを示している。

一方、銀行に対し健全性向上を求める銀行規制の強化は、銀行規制から直接的な影響を受けない OFIs の資産拡大にはプラスに作用したと考えられる。図表 7 は、2008 年から 2015 年にかけての主要新興国における銀行部門の資本対資産比率 (Bank Capital to Assets Ratio。バーゼル規制上の自己資本比率ではない) の変化幅 (横軸) と、OFIs 資産の金融システム全体に占める構成比の変化幅 (縦軸) の関係をみたものである。中国や韓国、南アフリカなど銀行部門の資本対資産比率がより改善した国ほど、OFIs 資産の金融システム全体に占める構成比が高まっていることがみてとれる。このことは、銀行規制強化に伴い銀行がリスク・テイク能力を低下させる中、OFIs が銀行の事業撤退・縮小により生じた金融の間隙を埋めることで、従来銀行によって担われていた機能を代替するようになったことを示唆している。

第三に、新興国における個人消費の拡大である。図表 8 は、新興国における実質家計最終支出の推移をみたものであるが、国・地域により程度の差はあるものの、世界金融危機以降、比較的堅調な拡大を続けている。新興国における消費ブームは、消費者向けローン市場の発展、および貸し手としての OFIs の成長をもたらしたと考える。

図表 8 実質家計最終支出前年比増減率 (左: 東・東南アジア、右: 左記以外)



(資料) United Nations, “National Accounts Main Aggregates Database”

3. OFIs の構造的脆弱性

OFIs は、銀行が十分提供できない、あるいはできなくなった機能を提供する金融主体として、金融システム上既に重要な役割を担っている。しかし、新興国に限ったことではないが、以下に挙げる理由から、OFIs への過度の依存は金融システムを不安定化させる危険を孕む。

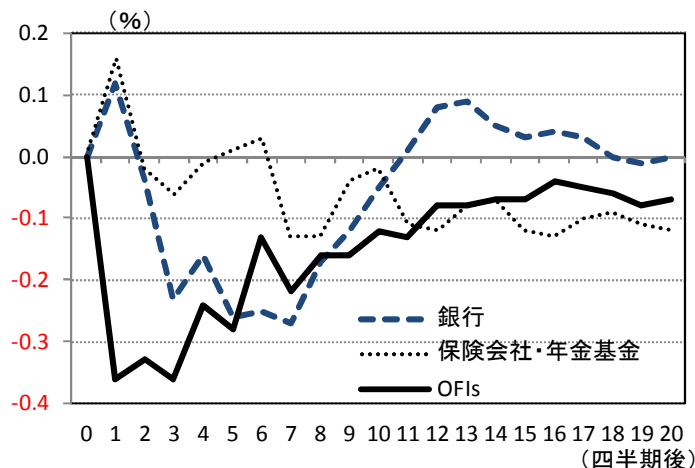
第一に、OFIs は銀行と異なり、政府支援を期待できない。一般的に OFIs は守られるべき預金者をもたないことから、流動性供給や預金保護といったセーフティネットの対象外である。OFIs は金融システムの序列において下位に位置づけられる傾向があり、危機の発生が破綻に直結するリスクは銀行に比べ格段に高い。既に旧聞に属するが、アジア危機時におけるタイの経験はそれを物語る。タイ当局は当時、銀行に関しては、公的資金投入や外資導入による資本増強などを通じ最優先で救済を図る一方、ファイナンス・カンパニーについては、類似した業務を提供していたにもかかわらず、救済を事実上放棄した。その結果、ファイナンス・カンパニーは破綻が相次ぎ、その社数は 1995 年末の 91 社から 2000 年末には 21 社に激減した(2016 年 9 月末時点では 2 社)。

第二に、OFIs は銀行に比べ調達構造が脆弱で、金利上昇に弱い。既に述べたとおり、OFIs は通常、預金という長期安定調達手段をもたない。そのため、OFIs は金利変動に振られやすく、IMF が「国際金融安定報告書」(2016 年 10 月号)の中で指摘しているとおり、金融が引き締められると、銀行に比べより大きくバランスシートを縮小する傾向がある³。図表 9 は、政策金利が 1% 上昇

³ IMF, “Monetary policy and the rise of nonbank finance” (GFSR, October 2016)参照。

したときの資産増減に対する影響について、韓国を例として、金融業態別に時系列でみたものであるが(出所は IMF 上記報告書)、OFIs は銀行や保険会社・年金基金に比べ、利上げに対し即座かつネガティブに反応することがみてとれる。OFIs は調達コストの上昇を貸出金利などの運用リターンに転嫁できない限り、利鞘縮小による収益悪化を免れず、結果として資産売却などを通じた与信の縮小を余儀なくされやすいことがその理由として考えられる。

図表 9 政策金利 1%上昇後の金融業態別資産増減率の時系列変化 (韓国の例)



(資料) IMF, “GFSR (October 2016)”

第三に、OFIs はリスク選好が強く、投融資対象を高リスク資産に集中させる傾向がある。OFIs は類似した与信業務を行う銀行に比べ、自己資本比率規制やレバレッジ規制といった規制面での制約が緩い。そのため銀行との間の規制格差を利用し(regulatory arbitrage)、銀行であれば通常とすることができない、あるいはとりにくいクレジットを投融資の対象とすることができる。というよりも、銀行との間の競争上の劣位性から、対象をそうしたクレジットに限定せざるを得ない。それゆえ、OFIs は過大にレバレッジを利かせたり、銀行へのアクセスが閉ざされた信用力の低い所得階層や企業、地域に顧客基盤を集中したりしがちである。その結果、OFIs は景気の減速・後退局面において、いち早く資産の劣化に直面するという構造的脆弱性をもつ。

4. まとめと今後の見通し

米国の中長期金利は2016年7月初旬を底に上昇傾向にあったが、予想外の大統領選挙の結果を受け、その上昇ペースは一気に加速している。その負の影響は、新興国に対し通貨安・金利上昇という形で既に表面化しているが、このまま金利上昇が続けば、そのペースによっては、新興国の一部では今後、短期金融市場の流動性逼迫・枯渇や、銀行貸出金利の大幅な引き上げなどを通じ、OFIs の資金繰りが急激に悪化し破綻に至ることが懸念される。特に、銀行と OFIs との間の資金取引面における相互連結性(interconnectedness)が強い国⁴の場合、OFIs を起点としたシステミック・リスク⁵が顕在化していく恐れがあり、状況次第では、影響が国外に「伝染」していく可能

⁴ FSB は、OFIs の銀行借入依存度が高い新興国として、トルコやインドネシアを挙げる (FSB 前掲、p.32)。

⁵ 個別の金融機関の支払不能等や、特定の市場または決済システム等の機能不全が、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及するリスク(日本銀行)。

性がある。

ところで、新興国の OFIs については、中国のシャドーバンキングが世界的に大きな注目を浴びている。だが、OFIs の金融システム上の重要性に鑑みると、OFIs に関連する潜在的リスクは、韓国や南アフリカ、メキシコなどのほうが相対的に大きいと考える。

うち韓国の OFIs について懸念されるのは、その巨額の家計向け債権である。同国の家計向け債権残高は 2016 年 6 月末時点で 1,257 兆ウォン(約 110 兆円)にのぼるが、その約 4 割は OFIs⁶ に占められる。韓国では、景気低迷に伴い家計所得の伸びが足元で急速に鈍化しているが、朴大統領の醜聞をめぐる政治的混乱が低迷に拍車をかけることで、債務者の返済能力を下押しする可能性がある。同国の OFIs に関しては留意すべき時期に来ているものと考ええる。

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami_Kazuya@smtb.jp)

⁶ 韓国における主な OFIs としては、相互貯蓄銀行、信用協同組合、相互金融、セマウル金庫(以上は非銀行ながら預金取扱金融機関とされる)、与信専門金融会社、クレジットカード会社、リース会社などがある(韓国銀行)。

※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。