

2017. 7 No.63

三井住友信託銀行

調査月報



時論

日銀の出口戦略のシナリオと直面する困難.....1

経済の動き

非製造業の賃金上昇を阻む構造的要因.....5

ドル安政策で生じる米国の経済的デメリット.....11

中国が抱える債務問題の重荷.....16

時論

日銀の出口戦略のシナリオと直面する困難

米国 FRB は、6 月の FOMC にて 4 回目の利上げを決定、併せて年内の「比較的早い時期(イエレン議長)」にバランスシート縮小に着手するとし、国債・エージェンシー債の再投資計画も公表した。

出口戦略のゴールを、①バランスシートを縮小させて負債サイドの当座預金残高を法定準備額前後まで圧縮し、②短期金融市場において、金融機関間で、通常の資金貸借取引と金利が成立するようになり、③FRB は短期金融市場の資金需給を調整することで FF レートを目標水準に誘導する—という伝統的金融政策に戻ることとすると、テーパリング(バランスシートの拡大ピッチのスローダウン)→満期償還分見合いの再投資によるバランスシート残高維持→利上げ…と進んできた FRB の出口戦略は、いよいよバランスシート縮小を目指した本格段階に入ることになる。

むしろ、今後の展開については、①国債・エージェンシー債の再投資縮減→停止→満期償還落ち—と進む過程では、価格下落(=金利上昇)圧力は高まるであろうし、②バランスシートを(売却を凍結して)満期償還落ちだけで量的緩和以前の規模まで縮小させるには 3~4 年の期間がかかり、③トランプ政権が打ち出している減税やインフラ投資拡大によって景気・物価・長期金利が上振れし、これに対応した利上げ(=当座預金付利金利の引き上げ)を強いられると、FRB の支払利息が増加し、資金収支が大幅に悪化する恐れがある。

こうしたリスクや懸念を乗り越えるためには、少なくとも今後 3 年程度の間、①米国景気は過熱も後退もしない、②インフレ率(コア PCE デフレーター、現在 1.5%)は 2019 年末でも 2% 台前半程度に収まる、③利上げは年 2~3 回のペースで実施され、FF レートは 2019 年末で目標水準である 3% にて打ち止めとなる、④トランプ政権の公約がすべて実現するわけではないので、米国長期金利(米国 10 年国債利回り)の大幅上昇は回避される(2019 年末で 3.5~4.0%)、⑤FRB の再投資減額分並びに満期償還落ち分は、米国内銀行、年金基金、投資信託、家計、海外投資家といった多様な投資家層が埋め合わせる、⑥FRB と市場との対話がスムーズに行われる—といった条件が満たされる必要がある。

これがすべて実現すると見るのは楽観的過ぎようが、FRB については曲がりなりにも相応の蓋然性のある出口戦略シナリオを描くことは可能であり、以下に述べる日銀を巡る事情と比べて、決定的に異なる点、優れている点である。

片や日銀は、6 月の金融政策決定会合で現行政策の維持を決めるとともに、出口戦略については「出口シナリオの早期開示は市場混乱を招く恐れがある(黒田総裁)」として、従来の見解から踏み出すことはなかった。

だが、我々としては思考停止のまま過ごすわけにはいかない。そこで以下では、日銀の出口戦略は基本的には FRB とほぼ同じ段取り(テーパリング→再投資→利上げ→再投資縮減・停止→満期償還落ちによるバランスシート縮小)を踏むと想定し、どのような出口戦略シナリオが描けるのか、どのような困難やリスクに直面するのか、出口に辿り着ける可能性はどのくらいあるのか、考えてみよう。

まず、次のような現実的な前提を置く。

- ① 「出口戦略」の「出口＝ゴール」は FRB と同様、「日銀当座預金残高を法定準備額前後まで減らし、日銀がオペを通じてコールレートをコントロールできるようになることとする。
- ② 日本経済は 1% 台の成長が続く。労働需給の逼迫と賃金増加を背景に、2019 年度には 1% 前後の物価上昇が実現し、その後も維持されるが、2% には届かない。
- ③ FRB の利上げと米国長期金利の上昇などにより、海外から日本の長期金利(10 年国債利回り、以下同じ)に対する上昇圧力が強まる。
- ④ 2019 年 10 月の消費税率引き上げは予定通り実施されるが、2020 年度においてもプライマリーバランスは赤字が続く、新たな財政健全化指標である政府債務残高対名目 GDP 比率も横ばい圏内に止まり、財政事情はほとんど改善しない。
- ⑤ 日銀は出口戦略の遂行に当たっては、日本国債の格下げ、国債利払い費増加による財政事情の悪化、株価や金融システムへの悪影響を回避すべく、長期金利の急上昇を抑えることを最優先として行動する。

以上のことを前提条件とすると、日銀の出口戦略は次のようなシナリオを描くことができる。

- ① ステージ 1(国債買入規模の段階的縮小): 現行 80 兆円(年間)を目処としている国債残高増加額を徐々に減らし、バランスシート(ひいては日銀当座預金残高、以下同じ)の拡大ピッチを鈍化させる。いわゆるテーパリングであるが、足元の買入増加額は 50～60 兆円程度となっており、実質的には既に始まっていると言える。
- ② ステージ 2(長期金利誘導目標の引き上げ): 海外からの金利上昇圧力の高まりと、堅調な国内の物価・賃金状況を映じて、現行 0% の長期金利誘導目標を 0.1～0.2% へ引き上げる。今年末から来年にかけて実施されると見る。
- ③ ステージ 3(再投資開始+長期金利誘導目標の引き上げ): 国債買入を満期償還落ち見合いの再投資のみとし、バランスシートは残高維持に止める。長期金利誘導目標を 0.3～0.5% へ引き上げる。この時点で「(物価が下がり続ける状況ではないという意味での)デフレ脱却宣言」が行われ、「2% 物価上昇目標」は事実上撤回される。
- ④ ステージ 4(マイナス金利解除+再投資継続+長期金利誘導目標の引き上げ): マイナス金利を解除し、日銀当座預金はプラス金利付与部分とゼロ金利部分の 2 階層とする。再投資は継続する。長期金利誘導目標を 0.5～1.0% へ引き上げる。
- ⑤ ステージ 5(利上げ+再投資継続+長期金利誘導目標の引き上げ): 0.1%、場合によっては 2 回目の利上げ(0.2%)を行う。再投資は継続する。長期金利誘導目標を 1.0～1.5% へ引き上げる。
- ⑥ ステージ 6(追加利上げ+満期償還落ち+長期金利誘導目標の引き上げ): 0.5% まで追加利上げを行う。再投資は規模縮小を経て停止され、満期償還落ちによってバランスシート縮小に着手する。長期金利誘導目標を 1.5～2.0% へ引き上げる。

こうした展開を辿る中では、次のようなリスクと困難が顕在化するだろう。

第 1 は、ステージが進むに連れて、先行き長期金利が上昇することが明らかとなるので、長期金利誘導目標へのコントロールは難度を増すことである。

このため、いずれのステージでも長期金利が誘導目標を超えて跳ね上がる局面では、日銀は指値オ

ペ等によって強引に抑え込みにかかるだろう。日銀は、言わば力づくで長期金利コントロールビリティに対する信認維持を図り続ける(そうせざるを得ない)ことになる。

第2は、金融政策の軸足が物価安定よりも国債価格維持に重きが置かれた「国債管理政策」へ変質していくことである。

すなわち、ステージが進むに連れて、国債利払い費の増加や政府債務残高対 GDP 比率の上昇を回避すべく、長期金利を人為的に低く抑え込む「金融抑圧」「フィスカル・ドミナンス(財政従属)」の姿が誰の目にも明らかになってくるだろう。かくして、事実上の財政ファイナンスと言える日銀の大量国債買入とともに、金利＝価格というアラーム機能が正常に作動しないことによって財政規律が弛緩し、財政事情の改善がさらに遅れ、金融政策の財政政策への従属性も強まるというスパイラルに入っていく恐れがある。

第3は、ステージ5～6では、それまでのステージの延長線上では考えられない困難が待ち受けることである。

ステージ5では、日銀の収益状況と財務体質が明らかに悪化する。利上げが日銀当座預金(除く法定準備額)にプラス金利を付与することによって行われる結果、日銀の支払利息が急増する。

現在、約 350 兆円の当座預金は、この時点では少なくとも 450 兆円程度にはなっているだろう。このうち、既に 0.1%のプラス金利を付与している部分が 200 兆円、ゼロ金利部分が 250 兆円と想定できるので、0.1%の利上げによって支払利息は 2500 億円増加し(ゼロ金利部分 250 兆円×0.1%)、0.1%が 0.2%に引き上げられるとさらに 4500 億円増加する(450 兆円×0.1%)。現在の日銀の経常利益が約 1 兆 1000 億円であることを勘案すると、相当のインパクトであり、大幅減益となることは避けられない。

また、オーバーパー買入による国債の含み損(現在約 10 兆円)から毎期発生する償却損失も、この時点では相応の規模になっていると考えられる。

こうして日銀の収益ひいては国家財政の財源でもある国庫納付金が大幅に減少する中で、金融機関へ巨額の利息が支払われることが政治問題化したり、法定準備率の大幅引き上げ(プラス金利を付与する超過準備部分の大幅圧縮)を求める声が高まる可能性がある。

日銀は、この収益・財務悪化可能性については、「中央銀行は、長期的には通貨発行益(コストがほとんどかからない当座預金と発行銀行券と、国債等運用資産との間の利ザヤ)が必ず得られるので、日銀や通貨の信認が損なわれることはない」として、特段、問題視していないようだ。

通貨発行益の理屈はその通りではあるが、あくまで平時一日銀当座預金残高が法定準備額前後で超過準備はほとんど存在せず、当座預金の金利は 0%であり、コールレートの操作は当座預金付利金利ではなく、オペによる資金調節を通じて行うに当てはまるものである。

現在は、この通貨発行益の前提が成立しておらず、先行きの通貨発行益確保が危ぶまれる有事であり、平時に戻る道筋も、戻るのに要する時間も全く見通せない。その間、日銀の信認失墜まで至らなくとも、様々なリスクの顕在化、潜在するリスクのマグニチュードの蓄積が懸念されているのであり、そうした中で「長い目で見れば」「長期的には」という説明は説得力があるとはいいがたい。

ステージ6では、0.5%まで利上げが行われることにより、ステージ5で顕在化した日銀の収益・財務体質の悪化(収益赤字化の懸念もある)とその政治問題化は、その緊迫の度合いがさらに増すだろう。

加えてステージ6は、その通過に要する時間がステージ5よりもはるかに長いことが大きな困難となる。日銀の保有国債の平均償還年限はこの時期でも 6～7 年はあると考えられ、満期償還落ちでバランスシートをあらまほしき水準まで縮小させるには、同程度の年数がかかることになる。国債の日銀保有割合はこの時点では 50%を超えていると考えられるので(現在約 40%)、国債需給を悪化させかねない売却には踏み切れないだろう。

言うまでもないが、この間、資源価格の急騰、急速な円安や円高、実体景気の変調、日本国債の格下げなど、円滑な出口戦略遂行を阻害するショックやイベントが起こらない保証はない。

第4は、上記第1～第3を勘案すると、出口戦略の適切性や持続可能性に対する批判や疑問が高まり、ステージ1～ステージ6を通じた大前提である「日銀の力づくの長期金利コントローラビリティに対する信認維持」が揺らぎ、長期金利が急上昇する可能性が相応にあることである。

そのタイミングは、ステージ3以降ではいつでもありうると考えられる。長期金利の急上昇は、日本の財政破綻時あるいは日本国債の格付急落時というテールリスクシナリオというイメージが強いが(それはその通りだが)、そのような極端な事態に至る前のタイミングで、長期金利が急上昇するリスクがあるということである。

第5は、以上の結論として、出口戦略が無事、ゴールを迎えることはまずありえない、と考えるべきということである。

“無事”とは、日銀は当座預金残高を法定準備額前後まで減らし、利上げを徐々に実施し、長期金利を誘導目標通りにコントロールし、国債利払い費増から財政事情を悪化させることもなく、日銀自身の収益も財務もさほど傷むことはなく、中央銀行としての独立性が維持され、政治問題化するイベントも起こらず、こうしたプロセスを阻む大きなショックは向こう数年間起こらない—ということである。

あるいはその途中で頓挫したり、何らかの外的ショックの対応を強いられることにより、逆戻り(国債買入の増額、長期金利誘導目標の引き下げなど)することもありうるだろう。

FRB は、まだ量的緩和(QE3:2012/9～2014/10)を行っている 2012 年末から出口戦略に向けた検討を開始し、その内容を対外公表し、市場とシナリオやリスクの認識共有化を図り、対話の素地を作ってきたと聞く。

上述のように、日銀が出口戦略を進めるに当たって直面するシナリオの困難さ、リスクの複雑さ、マグニチュードの大きさは、FRB をはるかに上回るものがある。このことを考えると、日銀が出口戦略について語ること—それは、単に日銀が市場や人々を安心させる予定調和的シナリオを提示することではなく、現実的な出口戦略シナリオ、そのリスクの所在、リスクが発現する際のトリガーやマグニチュード、それをミニマイズするための方策等について市場関係者と対話し、認識を共有化するプロセスも包含するもの—は、「時期尚早」でもなければ、「市場混乱を招く」ことでもない。

日銀には「不都合な真実」「今、そこにある危機」「今、そこにはないが、いずれ出てくる危機」から目をそらさず、説明し、対話する姿勢が求められるのではないかと。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

非製造業の賃金上昇を阻む構造的要因

<要旨>

日本経済は堅調な回復を続けている中にも物価上昇は鈍く、特に足元ではサービス価格の寄与度が縮小し、物価の抑制要因となっている。サービス価格は賃金の変動に左右されやすく、非製造業の賃金上昇の鈍化がサービス価格停滞の要因となっているとみられる。

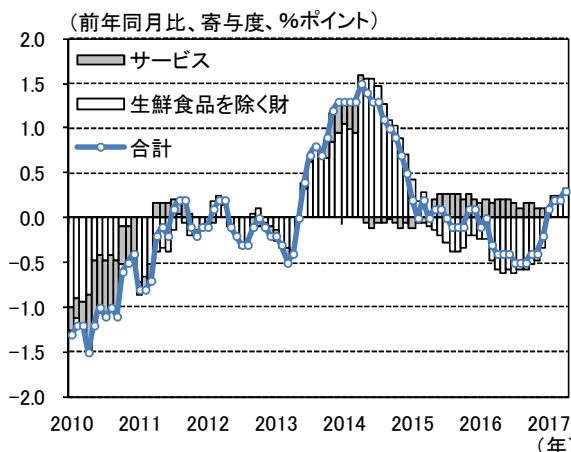
非製造業部門の賃金については、非正規に依存した労働力の調達構造と、労働生産性の低さの2つの面が相互に絡み合うことで構造的な押し下げ圧力を生み出している。この構造を支えているのは、2010年以降急激に増加している65歳以上の非正規雇用者である。急速に高齢化が進む日本の人口構成から考えると、当面の間は、足元でみられる労働需給の逼迫と賃金の伸び悩みの共存が解消されることは期待しにくい。

1. 盛り上がり欠けるサービス業の価格と非製造業の賃金上昇

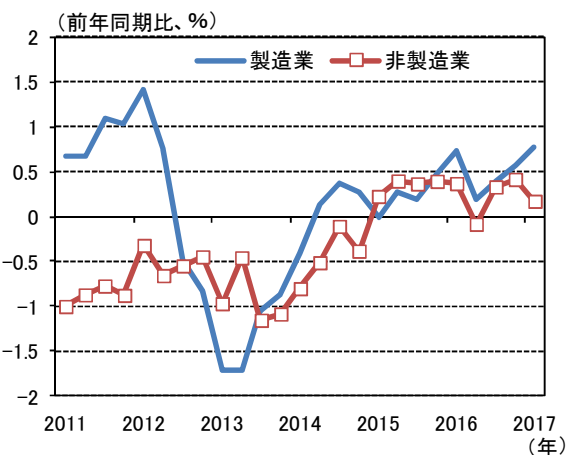
足元の日本経済をみると、海外需要の盛り上がりで輸出に牽引されながら、消費と設備投資といった内需が持ち直すことで、日本経済は堅調な回復を続けている。しかし、景気回復の動きと比較すると、物価の上昇は依然として鈍い。足元では、エネルギー価格の上昇や円安の追い風を受けて財価格がプラス寄与に転じ始めているが、これまで物価上昇を支えてきたサービス価格の寄与度は縮小し、物価上昇の抑制要因となっている(図表1)。

原油高や円安といった外的要因で物価が変動しやすい財に比べて、サービス価格はサービス業の生産額に占める人件費の割合が高いため、賃金の変動に左右されやすい。そこで非製造業部門の賃金を製造業と比較して見ると、製造業は2014年半ば以降、前年同月比の伸び率が、ほぼ一貫して上昇しているのに対して、非製造業では伸び率がプラスに転じる時期が2015年に入ってからと製造業よりも遅く、また2015年以降も伸び率に高まりはみられず全体としては横ばいの動きを続けている(図表2)。

図表1 CPIコアの寄与度分解



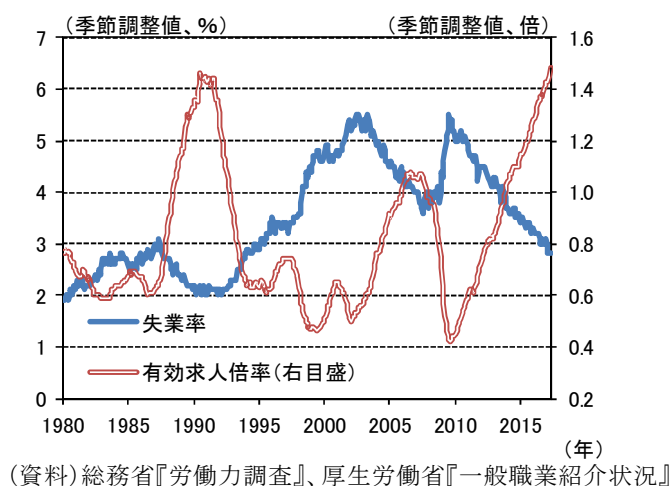
図表2 所定内賃金の動き



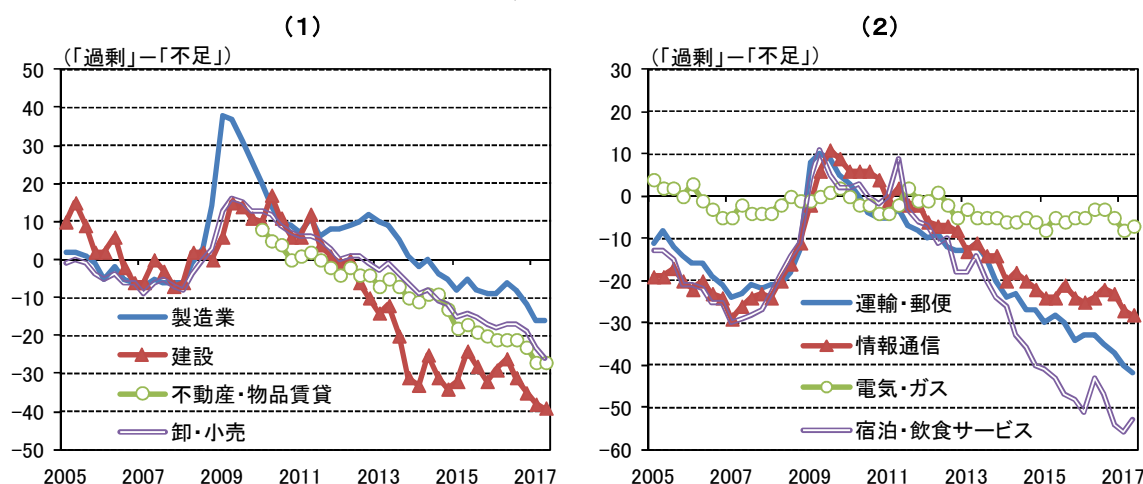
(注) サービスと生鮮食品を除く財の消費増税の影響については (資料)厚生労働省『毎月勤労統計』CPIコアの日銀試算値をウェイトで按分することで算出した。
(資料)総務省『消費者物価指数』

一方で、失業率は3%を下回り、有効求人倍率の水準もバブル期のピークを上回るなど、労働需給の引き締めは続いている(図表3)。そこで、雇用の逼迫度合いを日本銀行短観の雇用判断DIで確認すると、ほぼ全ての業種で人手不足の度合いは強まっており、非製造業の方が製造業よりもその度合いは強い(図表4)。にもかかわらず非製造業の賃金上昇率が弱いことが、サービス価格の頭打ちの要因として大きいと考えられる。本稿では、この要因を検証していく。

図表3 失業率と有効求人倍率



図表4 雇用判断DI

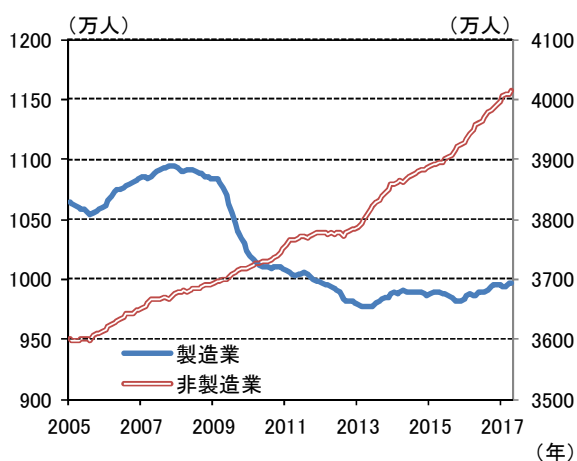


(注)2017年第2四半期の値は予測値を使用。
(資料)日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

2. 労働力の調達構造と賃金の動き

最初に、国内企業がどのような形で人手不足に対処しているか、すなわち労働投入量の源泉を、製造業・非製造業別に雇用者数と就業時間の動きからみる。2005年と足元を比較すると、雇用者の減少を労働時間増で補う製造業、労働時間の減少を雇用者数の増加で補う非製造業という対照的な姿がみとれる。(次頁図表5、6)。

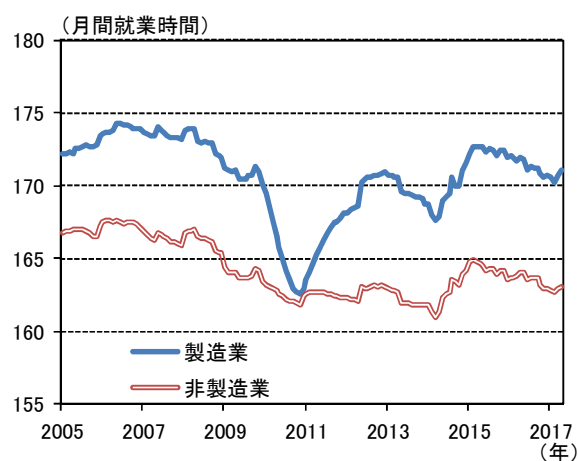
図表5 雇用者数の推移



(注) 後方 12 ヶ月移動平均を使用。

(資料) 総務省『労働力調査』

図表6 労働時間の推移



(注) 後方 12 ヶ月移動平均を使用。

(資料) 総務省『労働力調査』

非製造業をより細かい業種別にみても、2005年から2017年にかけて雇用者数の増加と就業時間の減少が同時に進行している業種が多いことが分かる(図表7)。また非製造業では労働時間の減少を補うために雇用者数を増やすことで、労働投入量を増加・維持させているが、その多くは短時間雇用を前提とした非正規雇用であり、平均賃金の伸びを弱めているとみられる。こうした労働力の調達構造が前掲図表2にみられた非製造業の所定内賃金の弱さに反映されていると考えられる。

図表7 産業別にみた雇用者数と就業時間

		(万人)			(月間就業時間)		
		雇用者数			就業時間		
		2005	2017	変化	2005	2017	変化
製造業		1059	1006	－	174	173	－
非製造業	建設業	458	400	－	182	173	－
	電気・ガス・熱供給・水道業	35	31	－	165	167	＋
	情報通信業	169	199	＋	181	161	－
	運輸業・郵便業	302	327	＋	191	171	－
	卸売業・小売業	940	990	＋	165	178	＋
	金融業・保険業	151	158	＋	168	150	－
	不動産業・物品賃貸業	89	114	＋	156	163	＋
	学術研究・専門・技術サービス業	154	172	＋	173	143	－
	宿泊業・飲食サービス業	295	330	＋	158	165	＋
	生活関連サービス業・娯楽業	173	181	＋	164	135	－
	教育・学習支援業	254	287	＋	151	146	－
	医療・福祉	515	767	＋	152	143	－
	複合サービス事業	76	58	－	162	150	－

(注) 2017 年は 2017 年 1 月～4 月の平均。

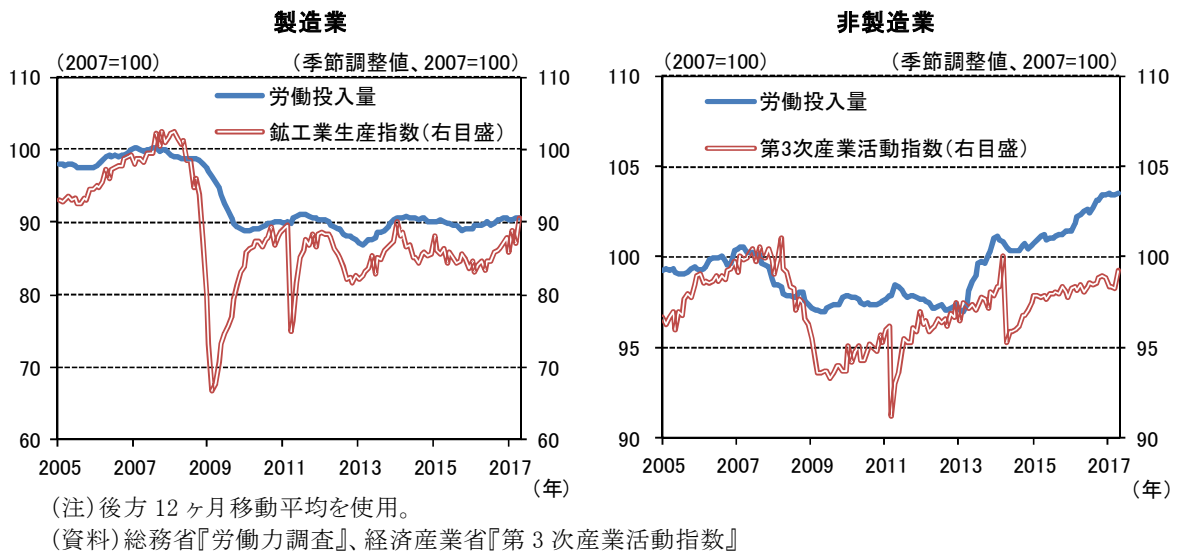
(資料) 総務省『労働力調査』

3. 賃金上昇を阻む生産性の低さ

雇用者の賃金上昇を考える上では労働生産性も重要となる。労働生産性が高まれば、企業にとって労働者への利益配分を増やす余力が生まれるためである。そこで労働投入量(雇用者数×就業時間)と生産指数(非製造業については第3次産業活動指数)の動きをみると、製造業と非

製造業で違った姿が見えてくる。図表 8 は製造業・非製造業別に労働投入量と生産指数を 2007 年基準で指数化したものである。

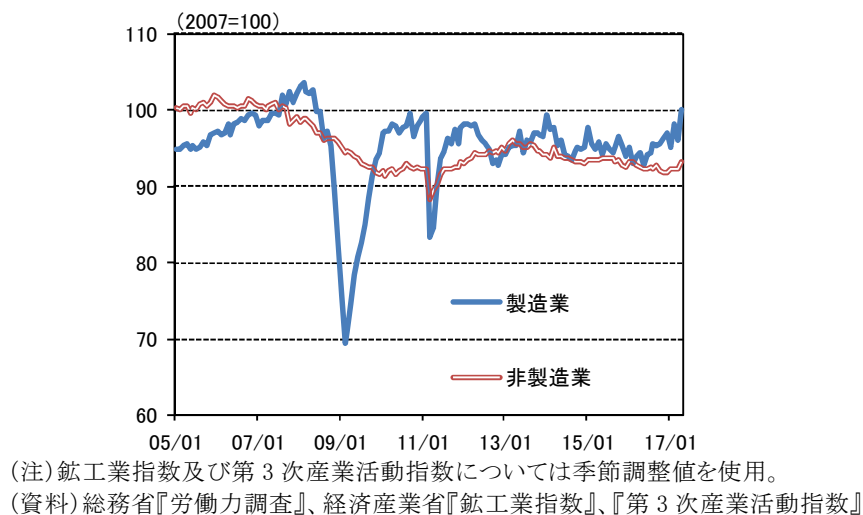
図表 8 労働投入量と生産指数



これによると、製造業の労働投入はリーマンショック後の生産の落ち込みにあわせる形で水準を落としているものの、2009 年以降は横ばいで推移しており、足元の生産増加に対しても極端に労働投入を増やしているわけではなく、結果として労働生産性が上昇しているといえる。一方で非製造業については第 3 次産業活動指数の上昇以上に労働投入が増えており、その水準もリーマンショック前よりも高い。このことは非製造業においては労働生産性が低下していることを示唆している。

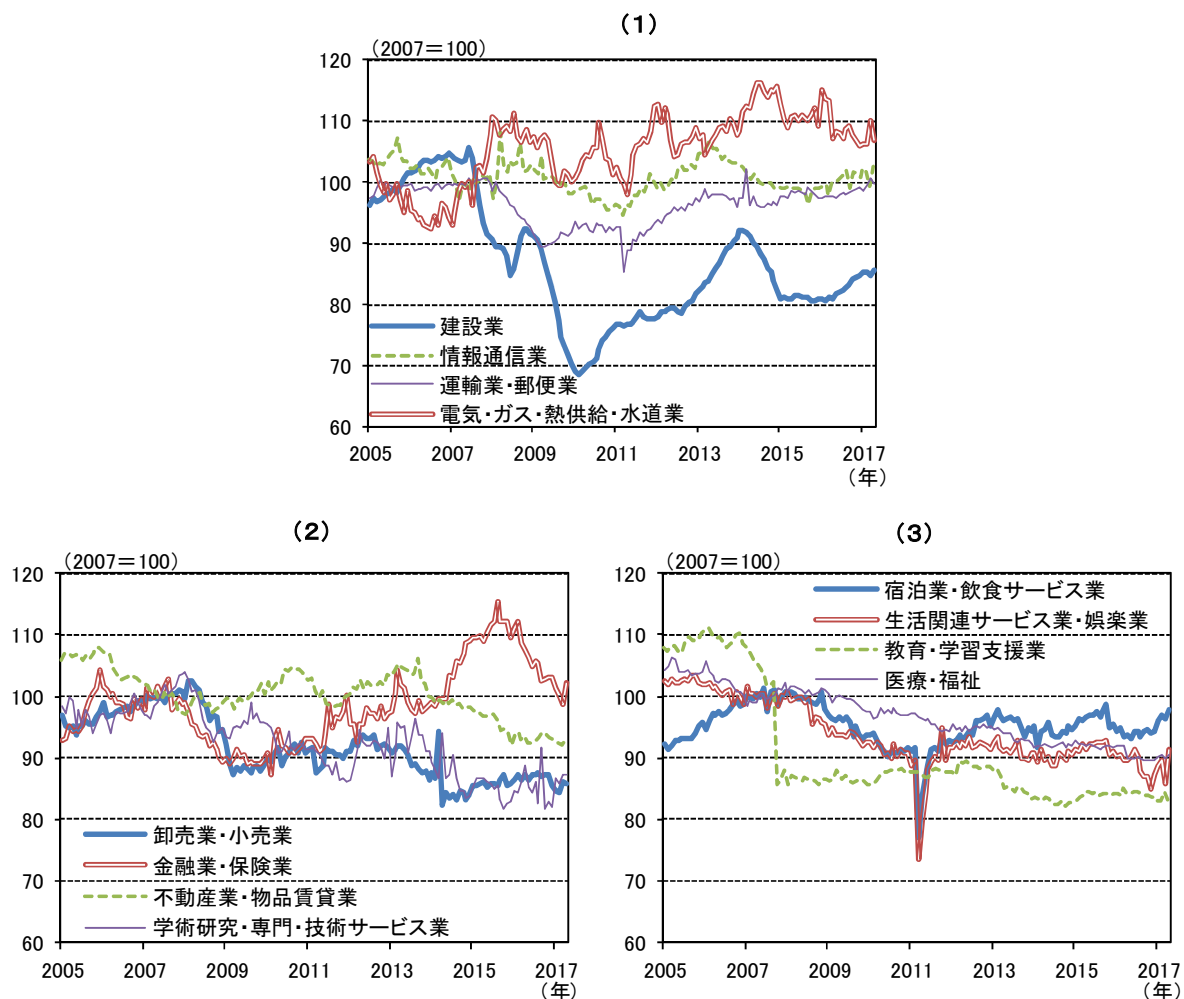
そこで鉱工業生産指数・第 3 次産業活動指数を労働投入量で割ったものを労働生産性として定義し、その動きをみたものが図表 9 である。これによると、製造業は海外景気の盛り上がりによる輸出増で生産が増加したことなどでリーマンショック前のピークに近い水準まで労働生産性が高まっていることが窺える。他方、非製造業は、リーマンショック前の水準から 1 割程度労働生産性が下落したままで、足元でも回復の動きは見られない。

図表 9 生産性の推移



非製造業をより細かい業種別にみても、一部を除きリーマンショック前の水準を回復できていないことから、多くの業種において労働生産性の低さが、賃金が上昇しにくいことの一つの要因であるとみられる(図表 10)。

図表10 産業別の生産性の推移

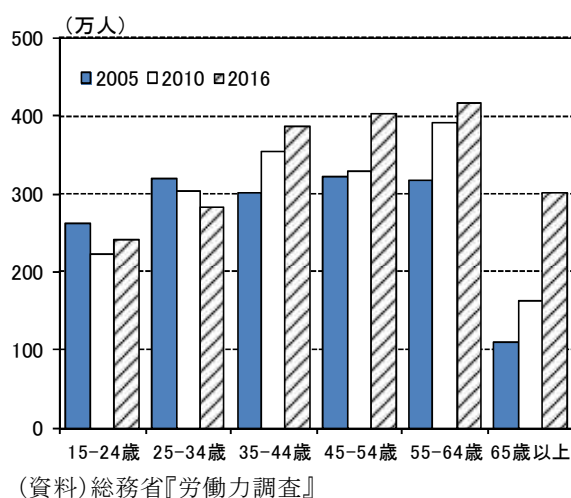


(注) 建設業の生産指数については、建築着工床面積の季節調整値を使用し、第3次産業活動指数については季節調整値を使用。

(資料) 総務省『労働力調査』、経済産業省『第3次産業活動指数』、国土交通省『建築着工統計』

マクロ的に非製造業の賃金が上昇しない構造を支えているのは2010年以降急激に増加した65歳以上の非正規雇用者である(次頁図表11)。65歳以上の労働者は、これまでは定年後に労働市場から退出していたが、2010年以降は1947年～49年生まれの「団塊の世代」が、引き続き非正規雇用者として再雇用されることで、非製造業の非正規に依存した労働力の調達構造を成立させていると考えられる。

図表11 年齢階級別の非正規雇用者数



4. まとめ

本稿では非正規に依存した労働力の調達構造と、労働生産性の低さの2つの面から非製造業における賃金上昇の弱さをみてきた。非製造業は労働生産性が低いために、賃金を上げ難く、結果として労働コストの低い非正規雇用者に頼らざるを得ない状況を生み出し、そのことがまた賃金上昇の抑制につながっている。2つの側面は独立したものではなく、相互に絡み合うことで非製造業賃金の構造的な押し下げ圧力となっているのである。

急速に高齢化が進む日本の人口構成から考える団塊の世代層が労働市場から退出し、労働者の確保が本格的に困難な状況になるまでは、足元でみられる労働需給の逼迫と賃金の伸び悩みの共存が解消されることは期待しにくい。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

ドル安政策で生じる米国の経済的デメリット

<要旨>

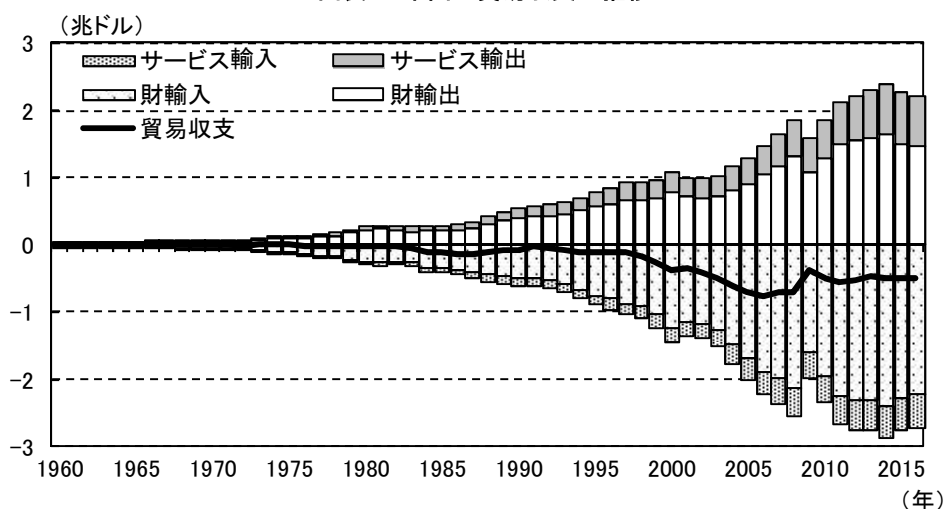
米国のトランプ大統領は、昨年の大統領選挙期間中から、米国が抱える巨額の貿易赤字は貿易相手国の自国通貨安政策によってもたらされたものであり、貿易赤字は米国内の雇用を奪った元凶であることから、為替はドル安に誘導されるべきとの主張を繰り返してきた。

ただし、米国の貿易赤字は、世界需要の動向や米国の消費者・企業による旺盛な消費・購買意欲に拠るところが大きく、ドル安が貿易収支を改善させるとは限らない。また、仮に、ドル安に誘導できた場合であっても、現在の米国経済の経済構造を前提とすると、経済的デメリットが大きいと考えられる。

1. 貿易と為替レートの関係

米国の貿易収支は、2000 年代入り後、赤字幅が拡大基調を辿り、金融危機の発生により世界的に経済活動が収縮した 2009 年には若干縮小したものの、それ以後も大幅な赤字が解消されないまま、現在に至っている(図表 1)。

図表 1 米国の貿易収支の推移



(資料) 米国商務省経済分析局

トランプ大統領は、昨年の大統領選挙期間中から、米国が抱える貿易不均衡について、その原因が貿易相手国の自国通貨安政策にあるとして、対米貿易で大幅な貿易黒字を計上している日本や中国を含む複数の国を念頭に、為替レートの動きを牽制する発言を繰り返してきた。こうした発言は、産業の空洞化に悩む地域、例えば、“ラストベルト”と呼ばれる中西部等の有権者に対して心情的に訴える効果はそれなりにあったものと考えられる。ただし、こうした分かりやすい政治的スローガンとは逆に、経済的にはドル安が貿易収支の改善あるいは米国経済にとってプラスとなるかどうかは自明ではない。

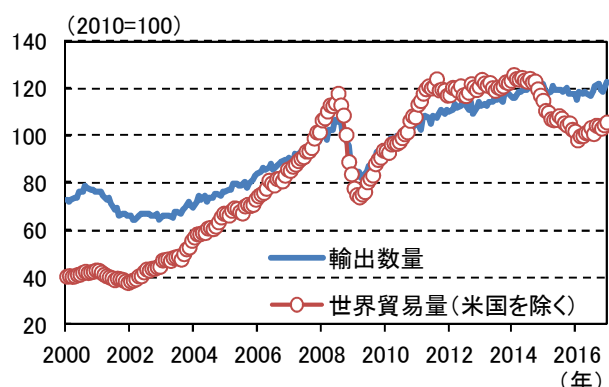
本稿では、貿易と為替レートとの関係に着目して、ドル安政策が米国の貿易赤字解消や経済的メリットになるのかについて検証する。

2. 輸出入数量に与える為替の影響

(1) 輸出数量

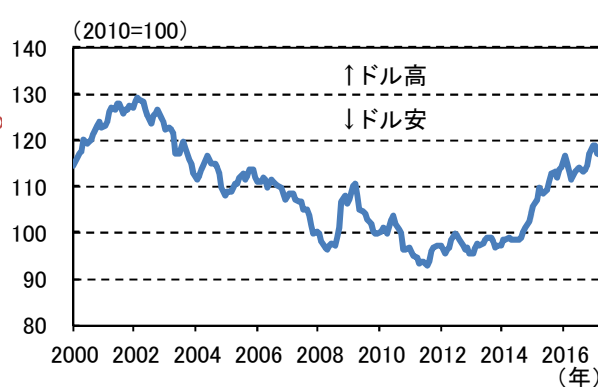
一般的に、自国通貨安は輸出財・サービスの相対的な価格競争力を強くすることで輸出数量を増加させ、逆に輸入を減少させる効果がある。まず、現在の米国に対して、このことが妥当するかを確認する。米国の輸出数量(実質輸出)を被説明変数とし、海外の需要量(米国を除く世界の貿易量)と米国製品の相対的な価格競争力(米ドルの実質実効為替レート)を説明変数として、為替レートの変化に対する輸出数量の弾性値の推計¹を行った(図表 2～5)。

図表 2 米国の輸出数量と海外の需要量(米国除く)



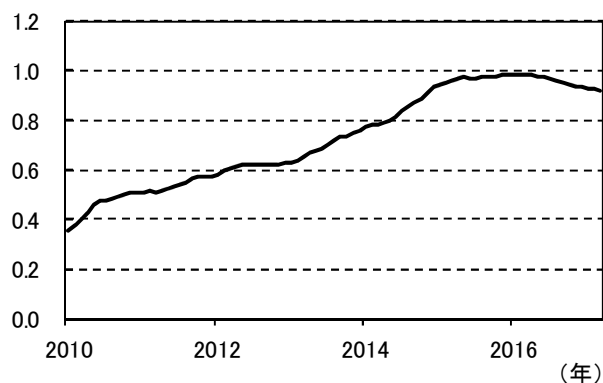
(資料) 米国商務省経済分析局、オランダ経済政策分析局

図表 3 米ドルの実質実効為替レート



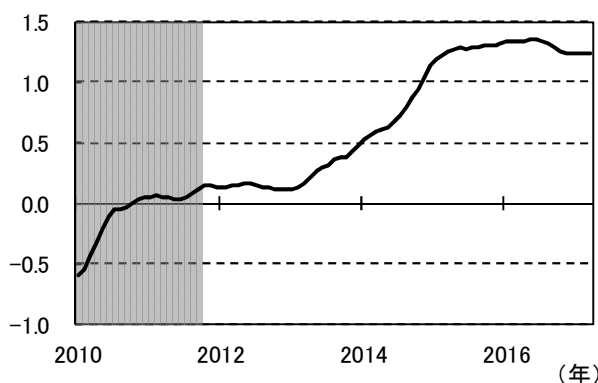
(資料) 国際決済銀行

図表 4 世界貿易量の弾性値の推移



(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

図表 5 為替弾性値の推移



(注) 網掛け部分は、5%の有意水準で有意でない期間を表す。

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

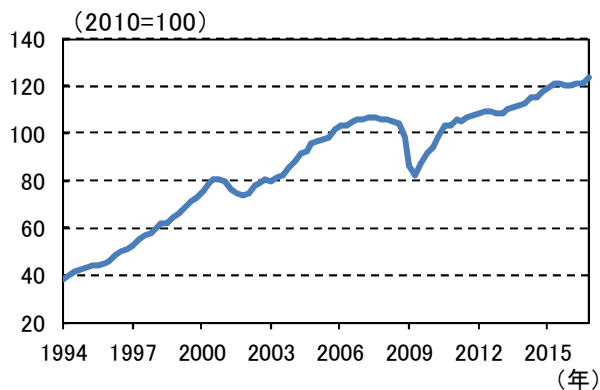
本来、自国通貨安は、輸出価格を引き下げ、輸出を促進する方向に作用することから、為替の弾性値の符号はマイナスになる。しかし、推計結果をみると、統計的に有意でない期間が続いたり、符号が逆転したりするなど、為替レートがドル安になっても輸出数量に影響を与えないと解釈すべきと考えられる。

¹ ローリング推計により弾性値を推計した。ローリング推計とは、サンプル期間の長さを一定としつつ、推計期間を少しずつずらして計数を推計する推計手法。ここでは、サンプル期間を 10 年とした。

(2) 輸入数量

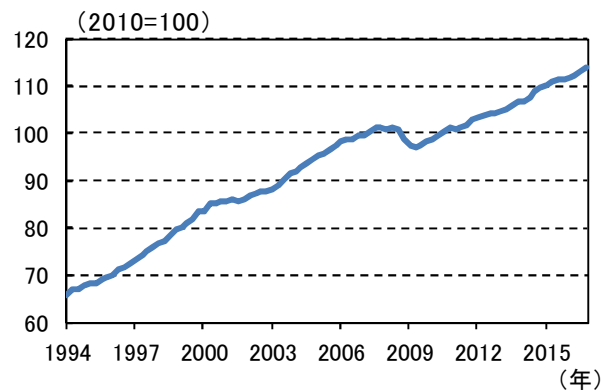
では逆に、ドル安により輸入数量は減少するであろうか。輸出同様に、米国の輸入数量(実質輸入)を被説明変数とし、米国内の需要量(米国の実質 GDP)と米国製品の相対的な価格競争力(実質実効為替レート)を説明変数として、為替レートの変化に対する輸入弾性値の推計を行った(図表 6～9)。

図表 6 米国の輸入数量



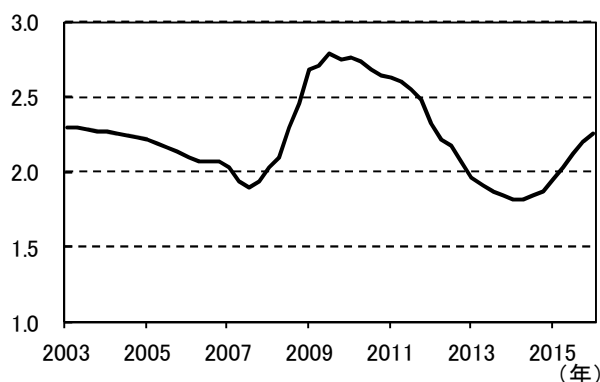
(資料) 米国商務省経済分析局

図表 7 米国の実質 GDP



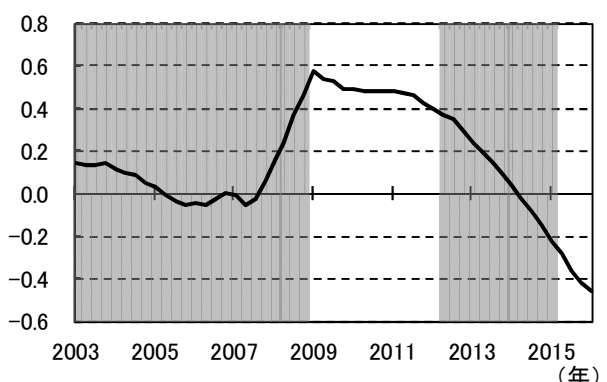
(資料) 米国商務省経済分析局

図表 8 所得弾性値の推移



(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

図表 9 為替弾性値の推移



(注) 網掛け部分は、5%の有意水準で有意でない期間を表す。

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

輸出の場合と同様、輸入でも、為替弾性値は、本来、プラスであるはずの符号が逆転する期間やプラスであっても統計的に有意とされない期間がかなりある。一方の所得弾性値は、常に有意にプラスである。つまり、輸入数量に関しても、為替レートは影響せず、好調な米国景気の下では、ドル安にしても輸入数量は減少しない。

以上のように、数量ベースでみた場合、輸出にせよ、輸入にせよ、為替レート以外の要因の寄与が大きく、トランプ大統領が主張しているように、ドル安に誘導すれば貿易赤字の縮小に帰結するという主張に対する論拠は見出し難い。

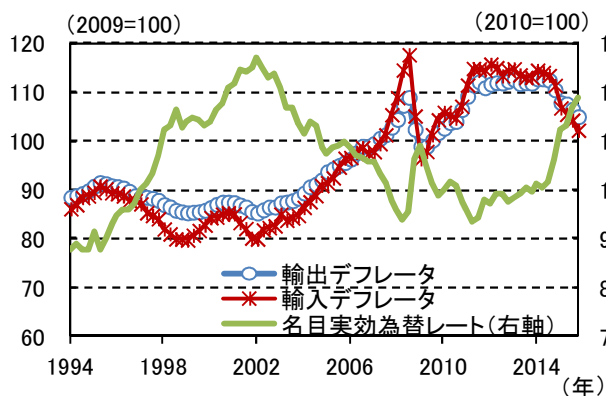
3. 輸出入価格の変化は経済的メリットをもたらすか？

前節まででみたように、米国の輸出入数量については、為替レートは大きな影響力を持たない

とのことであった。ただし、数量面での変化がないとしても、為替レートの変動により輸入価格上昇による負担増加分を輸出価格の増加分が上回れば、経済的メリットが生じる場合もあると考えられる。

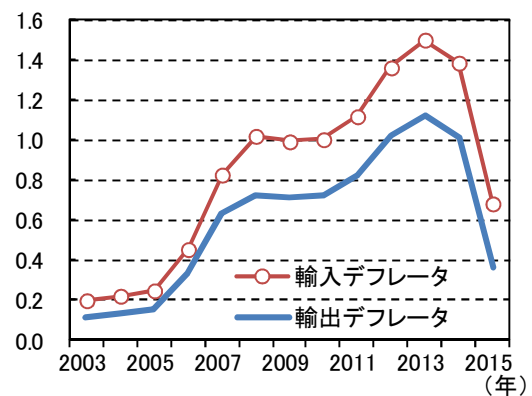
このことを検証する上では、為替レートの変化に対する輸出入物価の感応度の違いが重要になる。実際に、データの動きをみると、双方とも米ドルの名目実効為替レートと逆相関しているが、輸入物価の方が輸出物価と比較して感応度は高い(図表 10)。このことから、米国の場合、数量が一定との前提の下では、ドル安による価格上昇から輸入金額が増加しやすいことが分かる。輸出入物価の名目実効為替レートに対する感応度の推移をみても、時期によって振れはあるものの、常に、輸入物価の感応度が高い(図表 11)。

図表 10 名目実効為替レートと輸出入デフレータの推移



(資料)国際決済銀行、米国商務省経済分析局

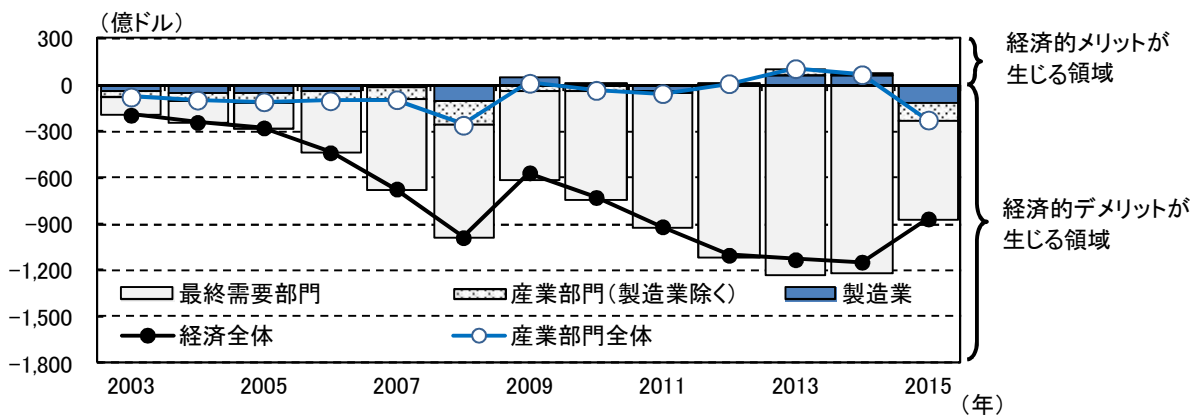
図表 11 感応度の推移



(資料)米国商務省経済分析局

この感応度と、米国商務省が公表している産業・商品別生産活動と中間投入データ(U 表と V 表)を用いて、ドル安が米国経済に与える経済的メリットとデメリットを検証した(図表 12)。ここでは、産業部門について、ドル安による輸出価格の上昇分から、原材料や中間財の中の輸入価格の上昇分を差し引き、プラスであれば経済的メリットが発生し、マイナスであれば経済的デメリットが生じるものとする。また、最終需要分については、需要額のうち、輸入価格の上昇分がそのまま経済的デメリットとなる。

図表 12 産業連関表を用いたドル安の経済的メリットとデメリット



(資料)米国商務省のデータを基に、三井住友信託銀行調査部作成

試算によれば、産業部門全体では、輸出価格の上昇分を、生産に用いている原材料や中間財

の輸入価格の上昇分が上回ることで、経済的デメリットが発生する場合の方が多いとの結果になった。輸出製品が多く、ドル安の恩恵を最も強く受けると考えられる製造業でさえ、原材料の調達費用増加分が輸出価格の上昇分を上回り、経済的デメリットが発生する年が見受けられる。相対的に輸出割合が低いサービス業全体では常に経済的デメリットが発生する。更に、最終需要分に含まれる輸入価格の上昇分を勘案すると、経済的デメリットは増大する。

4. まとめ

構造的な不況にあえぐ有権者を前にして、膨れ上がった貿易赤字が、貿易相手国に対して、政治的キャンペーンのスローガンとしては分かりやすいものであるかもしれないが、貿易構造が多様化する中、貿易収支の問題を為替レートの問題に矮小化して議論することは適切とはいえない。以上でみたように、現在の米国の経済構造を前提とすると、仮にドル安に誘導できたとしても、米国経済にとっては物価上昇などのマイナス面が大きいと考えられる。

尤も、こうした点については従来から指摘されており、トランプ大統領からも、最近では、ドル安政策に関する発言は聞かれなくなっている。個別の二国間交渉の枠組みで、市場開放など米国に有利な条件を引き出す方向にシフトする可能性も指摘されており、この場合には、日本を含む米国以外の国々の輸出に悪影響を与える可能性もある。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳:Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

中国が抱える債務問題の重荷

<要旨>

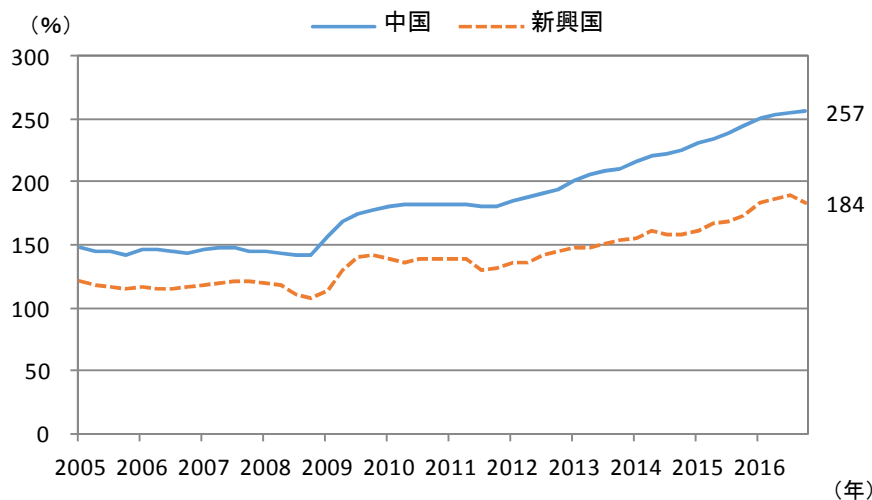
過剰生産能力の削減や国有企業の再編等、供給側の構造改革に踏み出し、需要側では消費を拡大して投資主導の経済成長から転換を図ろうとしているが、債務の増加には確りとした歯止めがかかっていない。高い経済成長を支えてきたインフラ関連をはじめ製造業等、幅広い業界を国有企業が担い、その資金を国有銀行が中心となってファイナンスする中国特有の構図が影響している。

当面は、秋の党大会も見据え、安定成長を優先した政策運営が行われ、膨張した債務が破裂するリスクは先送りされる。しかしながら、ここ数年は成長率が鈍化する中で債務が増えており、経済全体として資金効率の低下が窺える。これ以上の債務膨張は持続的成長に対するリスクを高める。債務膨張にブレーキを掛け損なうと銀行の不良債権増加と景気失速をスパイラル的にひき起こす懸念がある。新しい指導部が、債務問題にどう対処するのか、政策の進め方を注意深く見守る必要がある。

1. 債務額の対 GDP 比は 250%を突破

中国が抱える債務は大きく、GDP に対する比率は高い水準でジリジリと上昇している。2017 年 6 月に公表された国際決済銀行 (BIS) の「非金融部門向け与信統計 (Credit to the non-financial sectors)」によると、金融機関を除いた企業債務、家計債務に、政府債務を加えた中国の債務残高は 2016 年 12 月末に約 27 兆ドルに達した。この債務額の対 GDP 比は 257%に上る (図表 1)。同比率は、リーマンショック後の景気対策に伴い金融緩和が実施された 2009 年に 150%を超え、それ以降はほぼ一貫して上昇を続け、2013 年に 200%を、2016 年に 250%を突破した。

図表 1 債務額対 GDP 比



(資料) BIS

こうした債務額の増加及び対 GDP 比の上昇傾向は、世界的な金融緩和の下、新興国でしばしば生じているが、中国の同比率は新興国の中で相対的に高い。近時は米国の利上げなど金融緩和の出口を探る動きが増加する中で、新興国の同比率は頭打ち傾向になりつつあるが、中国の同比率はなおも上昇が続いている。

2. 企業債務を中心に膨らむ債務とその要因

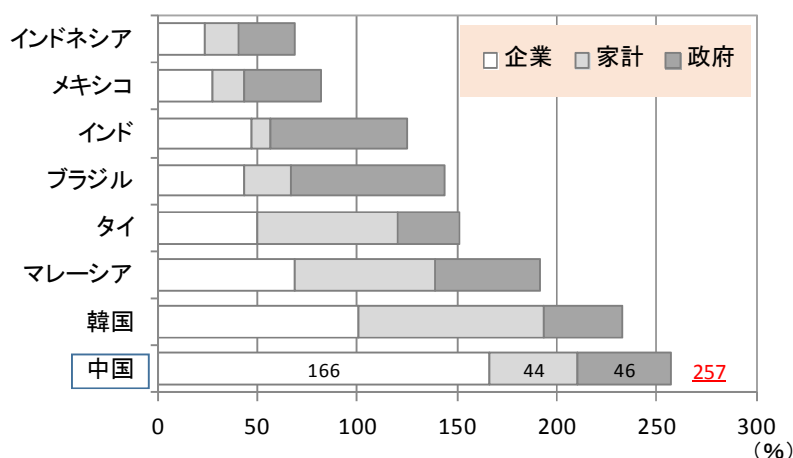
中国の債務、特に企業債務の増加には、中国固有の事情が強く影響している。主な新興国を中心に各国における 2016 年 12 月末時点の債務額を債務者属性に分けて対比すると、中国の企業債務は、中国の抱える債務額の 6 割余りを占め、その対 GDP 比は 166%と突出して高い(図表 2)。これに対して、他の新興国の企業債務は総じて当該国の抱える債務額の半分に満たない。

企業債務を中心に債務が膨らんだ主な要因として、国有企業の存在とそれを支え続ける金融システムがあげられる。中国は経済規模が拡大したにもかかわらず、依然として国有企業は電力等インフラ関連、資源エネルギーから製造業、サービス業まで幅広い業界の重要な担い手であり、企業債務の多くを占めている。国有企業は民間企業に比べて政府支援(中央政府、地方政府)が受けやすく、様々な資源にアクセスしやすく、銀行借入や社債発行等の資金調達でも相対的に有利な立場にある。さらに国有銀行を中心とした金融システムが形成され、その中において国有大銀行が重要な地位を占めている。つまり、資金の主な流れとして、家計貯蓄を中心に国内資金が銀行預金に集まり、それを銀行が投資に振り向けて一国有銀行による国有企業向け貸出等、高い経済成長を実現するといった、資金の借り手と貸し手の双方に対して政府が影響力を行使してコントロールできる構図が出来上がっている。

加えて中国では近年、景気対策等の影響を受けるかたちで家計債務、政府債務も顕著に増加している。住宅市場の活性化を狙う住宅ローンの拡大等を背景に家計債務の対 GDP 比は同 44%と上昇傾向を示し、また、景気対策としてインフラ整備の拡大等により財政収支の赤字が増える中で、政府債務の対 GDP 比も同 46%と年々高まっている(次頁図表 3)。

図表 2 各国の債務額対 GDP 比とその内訳

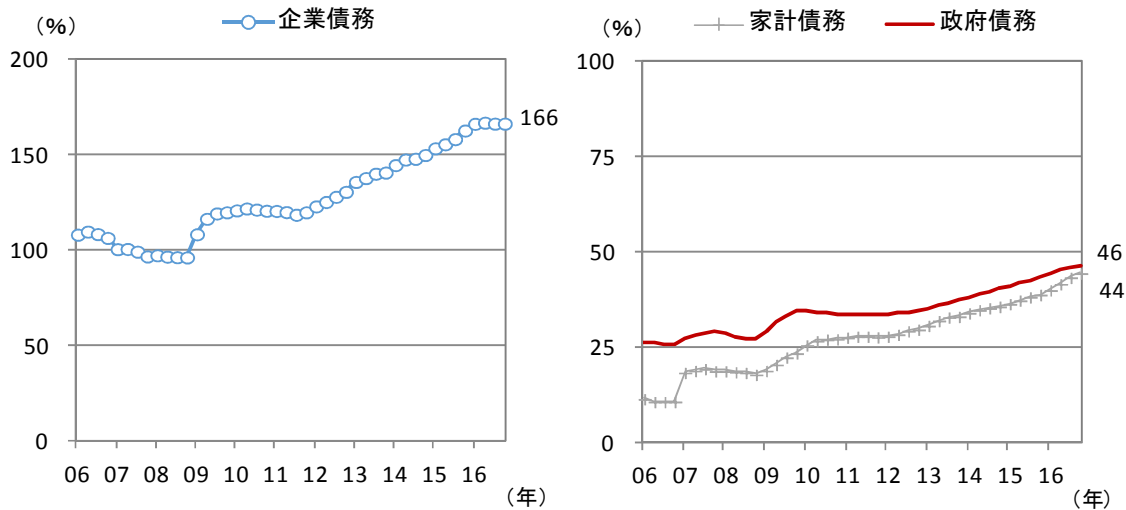
(2016年12月末)



(注) 企業債務は非金融企業部門、政府債務は一般政府部門の債務額に基づく。

(資料) BIS

図表3 中国における企業債務、家計債務、政府債務の対 GDP 比

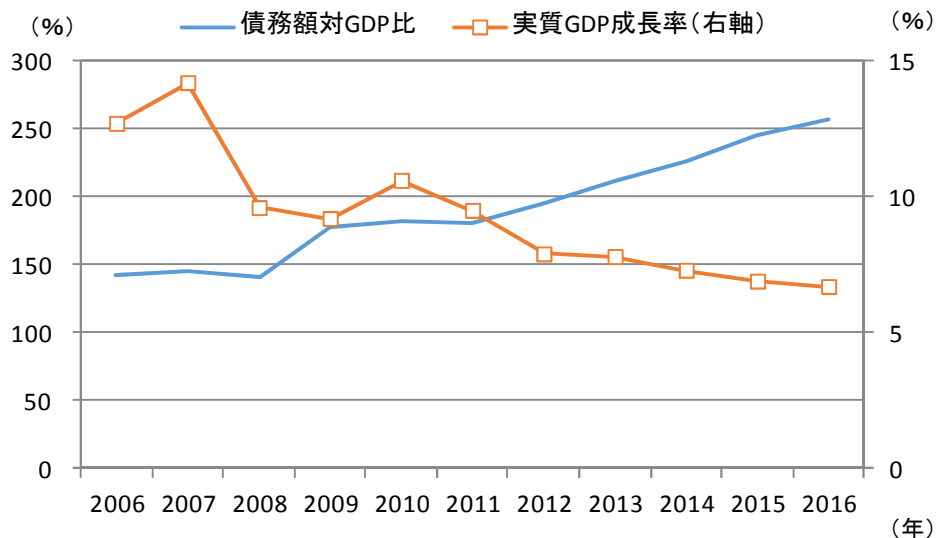


(注) 企業債務は非金融企業部門、政府債務は一般政府部門の債務額に基づく。
(資料) BIS

3. 今後の留意点～短期的に債務問題のリスクは封じ込められるが、問題は先送り

債務が増加しても投資や消費等に効率的に投じられている限り、個別の債務問題が生じたとしても、その要因だけで中国景気が失速する可能性は限定的である。そこで、中国の債務額対 GDP 比と経済成長率の関係を確認すると、近年は前者の上昇傾向に対して後者は低下傾向を示しており、ギャップが年々拡大している(図表4)。これは、経済全体として効率的な資金配分がうまく働いていないことを示唆する。これまで潤沢な国内資金で供給サイドを強化して高い経済成長を遂げてきた一方で、効率性があまり重視されなかったことが窺える。中国経済にとって債務問題は重荷となりつつあり、更なる債務の膨張は持続的成長に対するリスクを高める、と考えられる。

図表4 中国の債務額対 GDP 比と経済成長



(資料) BIS、IMF

共産党大会を秋に控え、安定成長を意識した「安定第一」の政策運営が続いていることから、当面、債務問題を契機とした経済的な混乱は回避される可能性が高いとみられる。実際、インフラ整備拡大等の景気対策によって足元景気は堅調である。安定成長を金融面から動揺させないためには、企業部門を中心に債務の返済が滞るようなトラブル増加を避けねばならず、堅調な景気は、そうした事態を封じ込める観点からも欠かせない。一方で、2017 年に入って当局はインターバンク市場における市場金利を引き上げ、金融監督を一段と強めており、主としてシャドーバンキングを介した資金による行き過ぎた投資、投機にブレーキをかけようとしている。景気対策に加えて金融システムの不安定化の芽を摘み取る政策を組み合わせることによって、債務問題の急速な悪化は避けられると考える。

しかしながら、債務の拡大と景気の拡大は表裏一体の関係にあり、安定成長を追及するあまり、債務の増加に確りとした歯止めをかけることができない。既に過剰生産能力の削減や国有企業の再編等、供給側の構造改革に踏み出し、需要側では消費を拡大して投資主導の経済成長から転換を図ろうとしているが、全体の進み方は緩慢である。特に国有企業の再編においては、雇用の維持を目的に慎重に進められているなど、基本的に企業(特に国有企業)と政府、金融機関(特に国有銀行)相互に支えあう関係は温存されている。そのため、先行き世界的な金利上昇など外的なショックや、景気失速等が生じた場合、企業部門を中心に広範囲で債務返済を巡るトラブルが増え、銀行資産の質の大幅な悪化や一部中小金融機関の資金繰り逼迫等に端を発した金融市場の混乱、政府支援に伴う財政負担の増加等、ひとたび悪影響が顕在化すると中国国内においてリスクが伝播し、負のスパイラルに陥る懸念は残されている。

構造改革に再びエンジンをかけて、債務の抑制に向かうならば、それ自体は中国経済にとって中長期的にポジティブである。但し、銀行の不良債権の急増や景気失速リスクを招く懸念もある。新しい指導部が、債務処理にどう舵を切るのか、政策の進め方を注意深く見守る必要がある。

(海外調査チーム 柳瀬 豊:Yanase_Yutaka@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。