

三井住友信託銀行

調査月報



時論

人口オーナス下の家計の金融資産選択の合理性.....1

経済の動き

低金利下の各国住宅価格と家計債務

～グローバル経済金融レビュー 2017年夏～.....4

米国企業の投資・雇用スタンスについて12

豪州の長期成長を支える産業構造の二面性.....16

時論

人口オーナス下の家計の金融資産選択の合理性

日本銀行「資金循環勘定」によると、2017年3月末時点の家計金融資産は前年同期比+48兆円の1809兆円となった。過半を占める現預金が同21兆円増加し、リスク回避的な運用スタンスであることに変わりはないが、家計金融資産全体では緩やかな増勢を維持している。

その一方、家計貯蓄率は超低水準で推移している。90年代後半では10～12%で推移した家計貯蓄率は2000年代に入ると急速に低下、直近データの2015年度では0%台となっている。

この両者を総合・統合すると、家計金融資産の規模・性質・構成の現状並びに今後について、どのように認識しておくべきであろうか。

このテーマを考える際、「人口の減少・高齢化・少子化が同時進行するとともに、経済社会に追加的にマイナスの影響が現れる」という「人口オーナス」の進行を明確に視野に入れておきたい。家計金融資産の構成や家計貯蓄率と人口動態の間には、密接な関係があると考えられるためである。

こうした観点に立ち、2015年の家計の金融資産積み上げの源泉とプロセスを「国民経済計算年報(内閣府)」によって分析すると、次の点が指摘できる(→次ページ図)。

第1に、貯蓄率が0.3%と極めて低く、貯蓄額(フロー)が1兆円に過ぎないことである。前年(2014年)は消費税率の引き上げ(4月)前の駆け込み消費の拡大によって貯蓄率はマイナスとなった。2015年はその反動として消費支出減退＝貯蓄率上昇が見られてもおかしくないにもかかわらず、である。

この主因を探ると、過去10数年間、貯蓄の原資たる可処分所得が、横ばい～緩やかな減少傾向を辿ってきたことに求められる。貯蓄しようにも、そもそも“先立つもの”が減ってきたということである。

可処分所得伸び悩みの理由は、2000年代前半は雇用者報酬の減少によるものであったが、同後半以降は、①社会保障負担が社会保障給付を上回った、②相対的に所得水準が低い年金受給者が正社員数を上回った、③貯蓄率がマイナス(かつマイナス幅が拡大した)の高齢無職世帯が増えた一など、人口オーナスの進行に起因するものとなった。

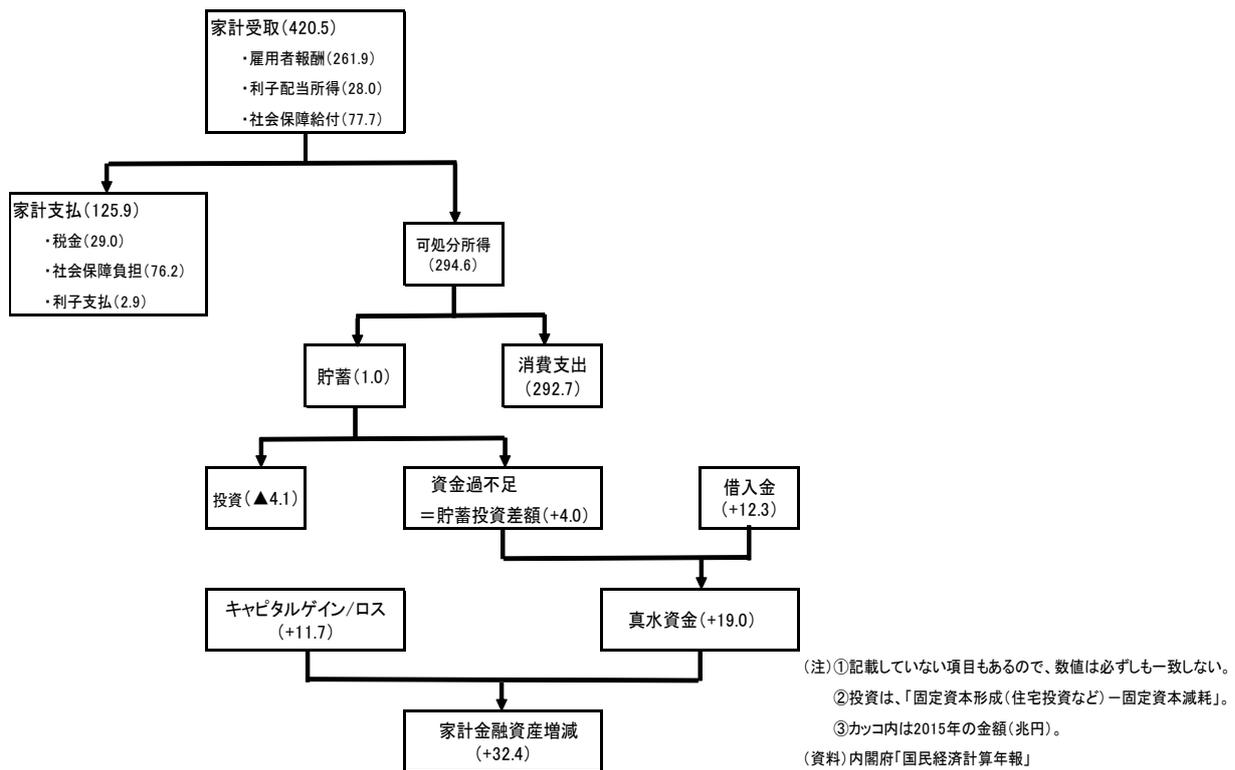
足元では景気回復＝雇用者報酬の増加によって貯蓄率はやや持ち直すと見られるものの、今後の人口オーナスの進行、とりわけ2025年には団塊世代が後期高齢者に入ることを考えると、家計貯蓄率はマイナス領域に入るまでには至らなくとも、超低水準に止まると見るべきであろう。

第2に、2015年の家計金融資産は32.4兆円増加したが、貯蓄額は上記のように1兆円に過ぎず、資産積み上げの原資はキャピタルゲイン、借入金の滞留、投資の手控えに頼っていることである。

すなわち、①貯蓄額は1.0兆円だったが、投資(固定資本減耗控除後)が▲4.1兆円となったため、資金余剰(＝貯蓄投資差額)は+4.0兆円となった、②これに、借入金(現預金と両建てで積み上がったもの)12.3兆円が加わり、金融資産を増やす真水(キャッシュ)資金は19.0兆円となった、③株価・地価の上昇により、キャピタルゲインが11.7兆円発生した、④この結果、真水資金とキャピタルゲインを合わせ、金融資産は32.4兆円増加した(記述しない項目もあるので、数値は必ずしも一致しない)。

金融資産は増えたものの、株価・地価の変動や借入金の流出に左右されやすいという意味において、心許ないものであったと言える。

図 家計金融資産の源泉(2015年)



このように、①人口オナーズの進行を映じて家計貯蓄率ひいては家計貯蓄額が減少する中で、②家計金融資産の増加は、「真水資金」あるいは「真水資金の中で粘着性・根雪性が強い資金余剰」を源泉とする部分が細り、③「真水資金の中でも粘着性・根雪性が低い借入金」「貯蓄増加よりも投資抑制によって捻出された資金余剰」に頼る部分が高まり、④キャピタルゲイン／ロスによって左右される度合いが高まり、⑤家計金融資産は 100 兆円規模で増減するようになる—という構造は、近年共通したものである。

人口オナーズの進行の下、家計金融資産はそのボラティリティを高め、リスク許容度が低下しやすくなったという性質の変化が現れてきたと言える。

こうした家計金融資産の性質の変化、リスク許容度の低下に伴って、その運用の中身はどのように変化してきたのだろうか(あるいは変化していないのだろうか)。

家計金融資産のフローベースの運用先(キャピタルゲイン／ロスを除いたピュアな資金の移動部分)を見ると、①現預金はリーマン・ショック前の一時期を除けば、安定的に積み増されていること、②株式や国債・事業債等はほとんどマイナスとなっており、投資信託はプラスもあればマイナスもあり、「貯蓄から投資(資産形成)へ」の流れが強まったとは言い難いこと、③保険・年金等^{注)}が、現預金ほどではないが安定的に増加していること—が指摘できる。

また、「家計の金融行動に関するアンケート調査(金融広報中央委員会)」における「金融商品の選択基準」を見ると、「安全性」が「収益性」「流動性」を大きく上回る姿は全く変わっていない。

注) 生命保険・年金保険・年金基金・退職一時金等に対する受給権。年金受給権は企業年金、確定拠出年金、国民年金基金等に対するもので、公的年金は含まれない。

こうした家計の金融行動は、保険・年金等の選好については少しでも利の乗る運用商品として選択されている面もあるが、より根本的な背景には、人口オーナスの進行に起因する諸事象が強く作用していると考えられる。

すなわち、①上記のように家計金融資産のボラティリティが高まり、家計のリスク許容度が低下した、②財政事情の悪化、年金支給開始年齢の引き上げに直面し、自助努力圧力が高まったことにより、老後生活の“虎の子”となる手元資金のリスク許容度が低下した、③「老老介護」「認知症」が増加するという人類未経験の長寿社会が現実味をもって意識されるようになり、このことを人々は「将来発生する事象やシナリオ及びその発生確率が過去の事例から想定できる“リスク”」ばかりではなく、「過去に事例も経験も無いため、将来発生する事象やシナリオが描けない“不確実性”」とも捉えるようになった、④こうしたことは程度の差はあれ、すべての年代層に共通するものとなった—ということである。

このことは、上記アンケートにおける「金融資産の保有目的」を見ると、「老後の生活資金」がこの10年間に約10%ポイント上昇し、「病気や不時の災害への備え」を抜いてトップとなったことから窺われる。

以上のように、近年、人口オーナスが進行する下でも、と言うよりも人口オーナスが進行したからこそ、預貯金を中心に据え、それ以外では保険・年金等が選好され、「貯蓄から投資(資産形成)へ」はなかなか進まないという家計の運用スタンスは変わらなかったと言えようし、今後も「岩盤スタンス」として存在し続けると考えるべきであろう。

こうした家計のリスク回避的な運用スタンスについては何かと問題視されたり、国民性や投資経験・教育の問題(そのことは否定しないが)に帰せられることがある。しかしながら、人口オーナス進行とそれがもたらした上記の諸条件を勘案すると、家計の金融行動には相当程度、経済合理性に適った部分もあるとの認識も必要ではなかろうか。

他の経済主体の行動との兼ね合いで考えても、家計の金融資産運用は単独で存在しているわけではなく、人口オーナスによる様々なマイナス要因(①潜在成長率と期待成長率の低下、②財政事情の悪化、③税・社会保障負担の増加、④将来のリスク・不確実性の高まり、⑤企業の投資・雇用意欲の慎重化など)の相互補完関係の中に組み込まれて成立しているものである。

このような関係性が容易に変わらない中、家計にリスクテイクと自助努力による資産形成(それ自体は重要だが)を強く促し、リスクマネーの供給役ひいてはマイナスの相互補完関係を打ち破る役割を与えるべく、「貯蓄から投資(資産形成)へ」「長期分散投資の重要性」を訴えても効果は限定的なのは当然であろうし、「供給者の論理」であり、家計の多様な悩みとニーズに沿った対応とも言えないのではないか。

筆者は、金融資産の半分が現預金という現在の家計のポートフォリオを全面肯定しているわけではなく、長期分散投資の重要性を否定しているわけでもない。しかしながら、金融関係者は家計の金融行動の背景・要因並びに対応を考えるに当たっては、人口オーナスの進行がもたらす諸影響を十分考慮しつつ、より多面的かつ鳥瞰的に洞察する努力が必要であろう。

(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。

低金利下の各国住宅価格と家計債務

～グローバル経済金融レビュー 2017年夏～

<要旨>

世界的に住宅価格の上昇が続いており、その一方で家計債務の増加が進んでいる。特に、リーマン・ショックや欧州ソブリン危機の時期に住宅価格下落や家計債務残高調整を経験しなかった国にこの傾向が強く、その中にはここ数年の金融緩和により、家賃の上昇を大きく上回るペースで住宅価格が上昇してきた国がある。カナダやニュージーランド、スウェーデンがこれに該当し、金融政策が引き締めへ転じた際に住宅価格下落と家計債務調整が同時に起こることで、住宅市場のみならず経済全体への悪影響が拡大する可能性が相対的に高い。

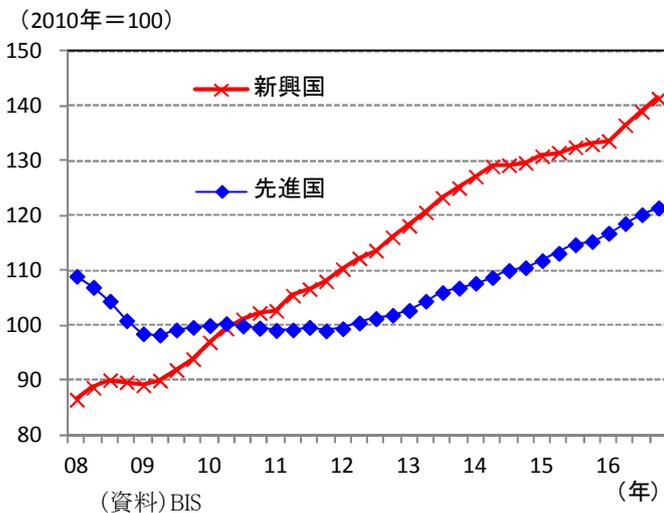
但し、米国やユーロ圏の主要国においては、リーマン・ショックやソブリン危機を経て住宅価格と家計債務の調整が一巡して回復局面に入っていることに鑑みれば、いわゆる「住宅バブル」問題はグローバルなものではなく、ある程度限定された地域のものであると見るのが妥当であろう。

1. 世界的な住宅価格上昇と家計債務残高の増加

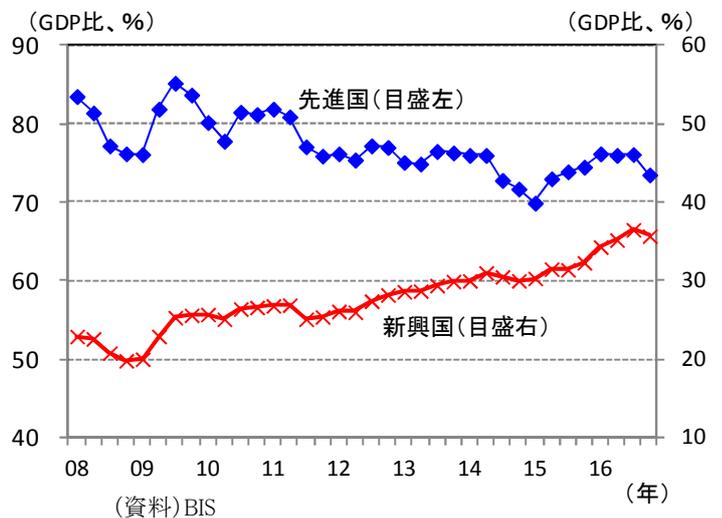
リーマン・ショック後に米国やイギリスなどで大幅に下落した住宅価格が、ここ数年再び上昇している。国際決済銀行(BIS)によると、先進国全体の住宅価格指数は、リーマン・ショック前の水準を超えて上昇を続けており、新興国の上昇ペースは先進国よりも更に速い(図表1)。

住宅価格上昇の裏側で、家計部門の債務増加が続いている。先進国全体の家計債務 GDP 比率は、リーマン・ショック後数年間低下した後、2015年から再び上昇しているが、その水準はリーマン・ショック前と比べて低い水準に留まっている(図表2)。一方新興国では、水準そのものは一貫して先進国より低いものの上昇基調が続いている。

図表1 先進国・新興国の住宅価格指数



図表2 先進国・新興国の家計債務 GDP 比率



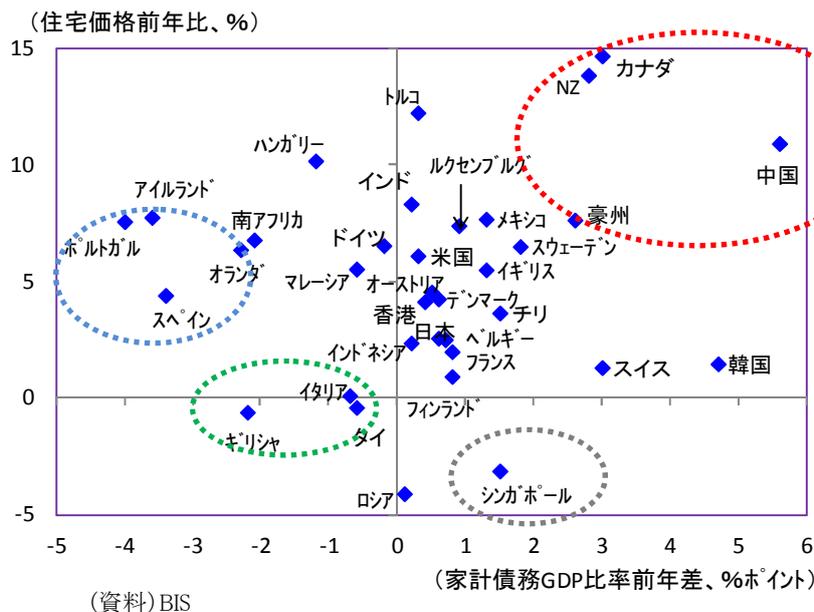
2000年代における住宅価格の高騰と米国家計の債務膨張が結果としてリーマン・ショックを招く一因になったこともあって、この動きの再燃を懸念する向きも出始めている。本稿では、リーマン・ショック前の水準を超えて進んでいる世界的な住宅価格上昇の持続性とその影響について考察していく。

2. 各国の住宅価格と家計債務残高の関係

図表1, 2に示した住宅価格と家計債務の関係は、当然ながら国によって異なる。このため、直近時点における双方の国別データを前年比(差)で見たのが図表3である。

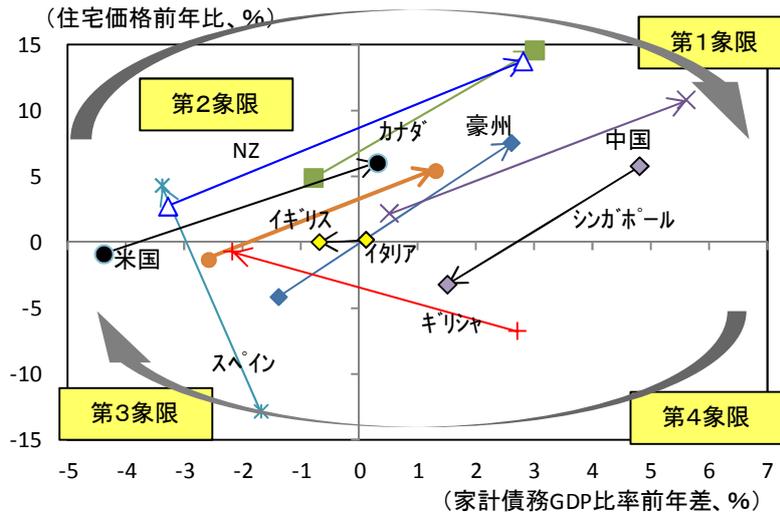
横軸に家計債務比率 GDP 比率の前年差、縦軸に住宅価格の前年同期比を取ったこの図において、右上に位置しているカナダや豪州、ニュージーランド、中国は、他の国と比べて住宅価格上昇と家計債務増加のペースが速い国である。ポルトガルやスペインは家計債務の削減が続く中で価格が上昇局面にあるのに対して、ギリシャやイタリアは価格が上昇していない。また、シンガポールは家計債務が増加する中で住宅価格が下落している。

図表3 各国の住宅価格前年比と家計債務 GDP 比前年差
(2016 年末時点)



図表3に示した中の主な国について、5年前の位置と直近の位置を比較したのが次頁図表4である。これを見ると、米国・イギリス・豪州は住宅価格下落・家計債務削減の局面から、双方が上昇する局面に移っている。スペインは、家計債務の削減が続く中で住宅価格が下落から上昇に転じている。対してギリシャは家計債務が増加から減少に転じる中、住宅価格の下落が続いているがそのペースは縮小している。シンガポールは家計債務の増加ペースが鈍化する中で、住宅価格は上昇から下落局面に転じている。そしてニュージーランド(NZ)・カナダ・中国は、いずれも住宅価格の上昇が続く中で、NZとカナダは家計債務の減少局面から増加局面へ、中国は一貫して増加している。

図表4 主要国における住宅価格・家計債務 GDP 比率変動の5年前比較



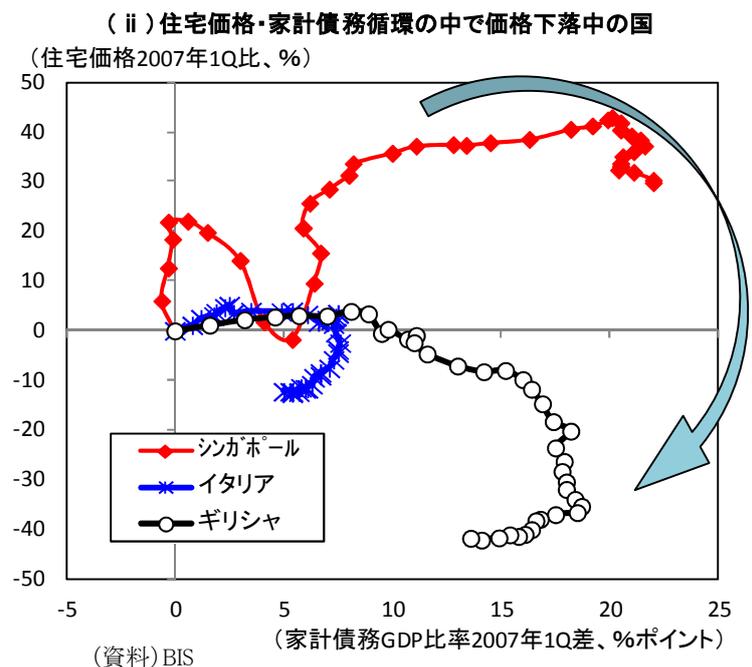
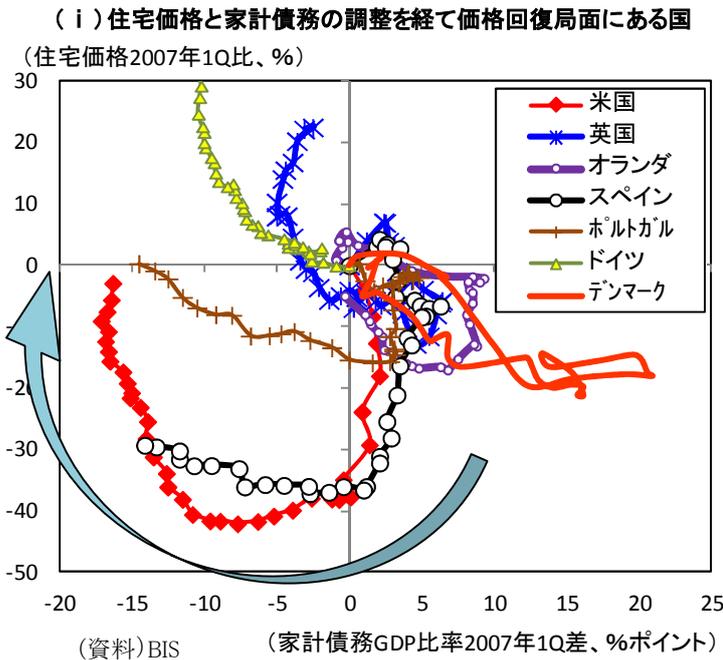
(注) 矢印の先が直近の値、逆側は5年前の数値
 (資料) BIS

これらの動きからは、住宅価格と家計債務の関係に循環を見出すことができる。すなわち、

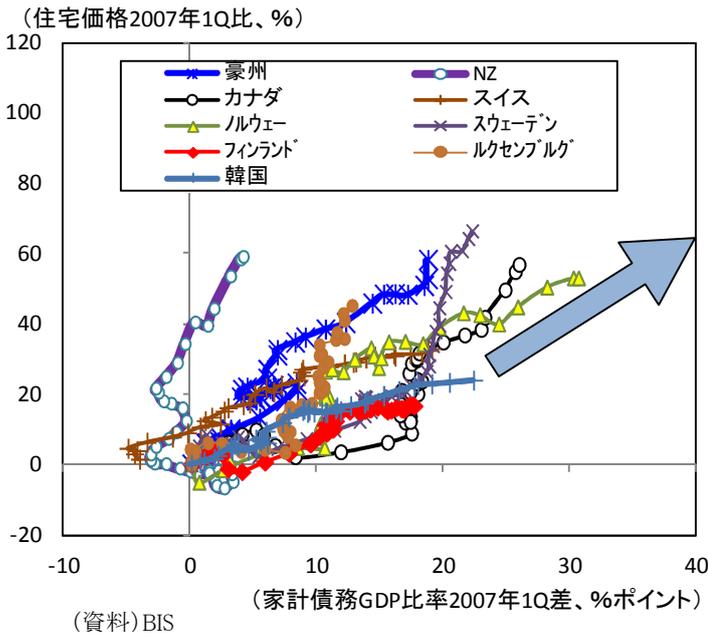
- ①住宅価格上昇と家計債務増加が続く局面(第1象限)
 - ②住宅価格が下落に転じ、家計債務の増加に歯止めがかかる局面(第4象限)
 - ③住宅価格下落と家計債務削減が続く調整局面(第3象限)
 - ④住宅価格が回復に転じ、家計債務削減に歯止めがかかる局面(第2象限)
- ④の後に①に戻るといふ、図表3、4においては時計回りの動きで表される循環である。

この観点から、各国の住宅価格・家計債務規模が2007年からどのように変化してきたのかを見たのが下の図表5である。図表1が足元1年の変化を見たものであるのに対して、こちらの図表はより長い目で住宅価格と家計債務の動きを見たものと言える。

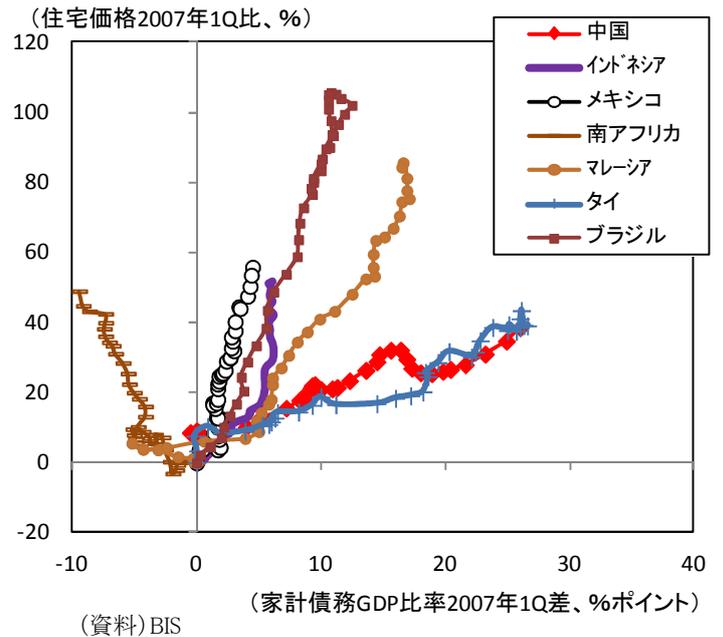
図表5 各国の住宅価格と家計債務残高の動き(2007年以降)



(iii) 住宅価格上昇と家計債務増加が続いている国(先進国)



(iii) 住宅価格上昇と家計債務増加が続いている国(新興国)



この結果から、各国を大きく3つのグループに分けることができる。

(i) リーマン・ショック、欧州サブリン危機による住宅価格と家計債務の調整を経て、住宅価格が回復局面に入っている国

・・・米国、イギリス、オランダ、スペイン、デンマークなど。

ドイツはリーマン・ショック、欧州サブリン危機前後に価格がさほど下落しておらず、2007年以降一貫して家計債務の規模が縮小しているにもかかわらず価格の上昇基調が続くという他に例を見ない動きをしている。

(ii) 住宅価格と家計債務の調整が続き、住宅価格の下落あるいは低迷が続いている国

・・・シンガポール、イタリア、ギリシャ

(iii) リーマン・ショック、欧州サブリン危機において住宅価格・家計債務の調整が生じておらず、ほぼ一貫して住宅価格上昇と家計債務増加が続いている国

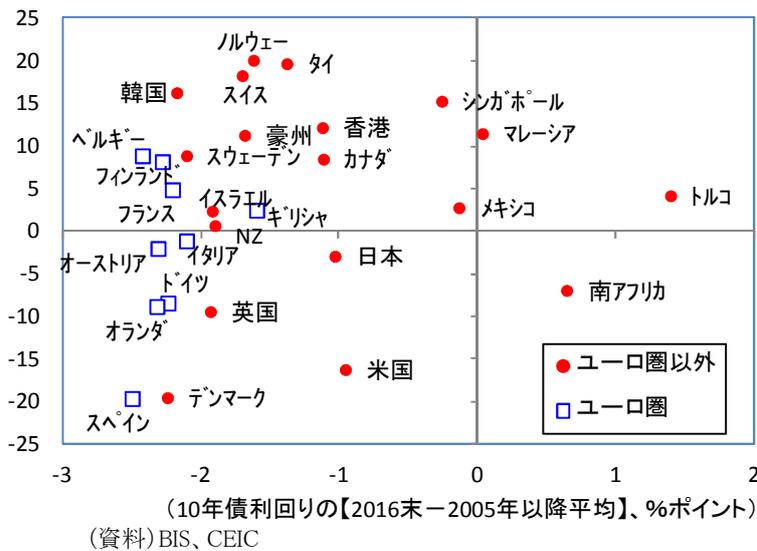
・・・その他多くの国(ブラジルは2015年頃から価格下落と家計債務縮小局面に入っている)

家計債務と住宅価格の循環の観点から、以下の点が指摘できる。

- リーマン・ショック後も住宅価格が下落せず、家計債務の増加が続いている国(iii)が最も多い。
- (iii)の国を先進国と新興国に分けると、住宅価格上昇ペース、家計債務増加ペースとも総じて新興国の方が速い。
- 足元での中国における住宅価格上昇率は他国と比べてもかなり速いが(前掲図表1)、2007年からの10年間の推移というより長い目で見ると、中国を大幅に上回るペースで価格が上昇している国が、先進国・新興国問わず複数存在する。
- (i)の国の中では、デンマークが2012年半ばから家計債務の削減が続く中で住宅価格が回復に転じている。これは同国がマイナス金利政策を採用した時期(2012年7月)と一致しており、金融政策が奏功した可能性が指摘できる(但し、ECBによるOMTの導入などでユーロ圏政府債務危機が落ち着いた時期でもあるため、全て金融政策の効果というわけでもないと思われる)。

家計債務の増加幅が大きい国は、当該国の金融緩和の結果と見る事ができよう。実際に、10年国債利回りの2016年末値と2005年以降の平均の差を金融緩和度合いとして、2010年からの家計債務GDP比率変化幅との関係を見ると、欧州サブリン危機というショックで債務調整が進んだユーロ圏諸国を除けば、金融緩和度合いが強いほど家計債務増加幅が大きいという関係が見て取れる。そして図表5における(iii)に属する国の中ではノルウェー、スイス、韓国、タイが筆頭であり、次いでスウェーデンやニュージーランド、香港、カナダがあてはまる(図表6)。こういった国では、将来的に金融政策が引き締めへ転じて金利が上昇した時には、家計債務への調整圧力が強まり、住宅価格が下落しやすいと見ることができる。

図表6 各国の金融緩和度合いと家計債務増加幅の関係
(家計債務GDP比率2010年初差、%ポイント)

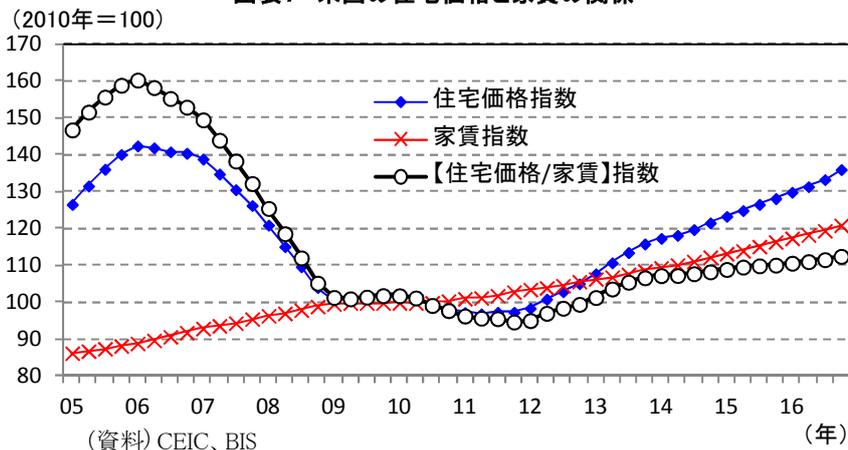


3. 各国の住宅価格と家賃の関係

家計債務と住宅価格が調整局面に入った場合に、急激かつ大幅な影響が出やすくなる条件としては、住宅価格が過度に上昇していることが挙げられよう。この観点から、次に住宅価格と家賃の関係を見る。収益還元法の考え方に基づいて、住宅価格の上昇ペースが家賃のそれを大幅に上回り続けていた場合は過去数年の金融緩和で住宅価格が過度に上昇している可能性が高く、金融政策が引き締めへ転じることなどをきっかけに、調整局面に入る可能性が高いと判断する。

例えば米国の場合、住宅価格はリーマン・ショック前の水準にかなり近づいているが(図表7)、家

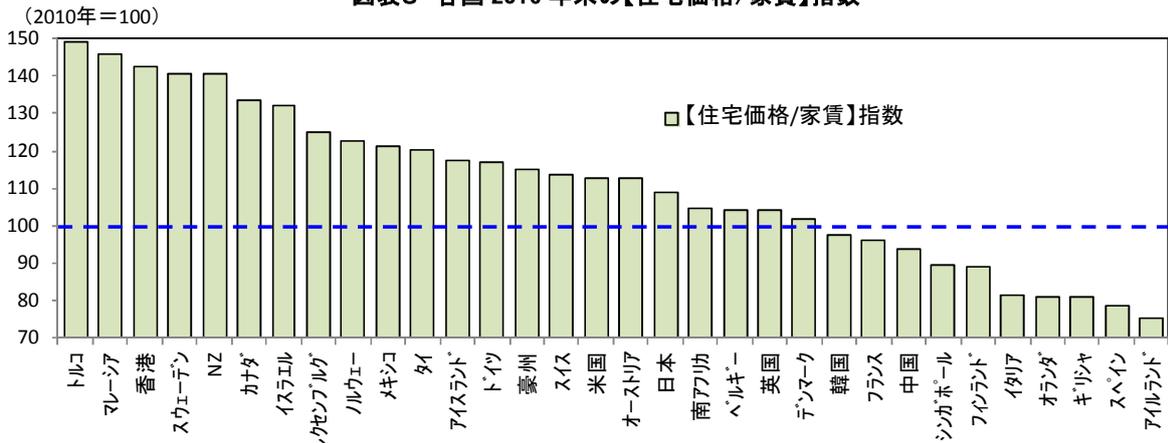
図表7 米国の住宅価格と家賃の関係



賃水準が当時から2～3割上昇している。このため、住宅価格指数を家賃指数で除した数値(【住宅価格/家賃】指数とする)の水準はリーマン・ショック前よりも大幅に低い。従って、住宅価格の過熱度合いは当時よりも弱いと見ることができる。

図表7と同じ手法で算出した、各国の2016年末における【住宅価格/家賃】指数を示したのが図表8である。この指数が高い国、すなわち2010年以降、家賃を大きく上回るペースで住宅価格が上昇してきた国として、新興国ではトルコ・マレーシア、先進国では香港・スウェーデン・ニュージーランド・カナダなどが挙げられる。

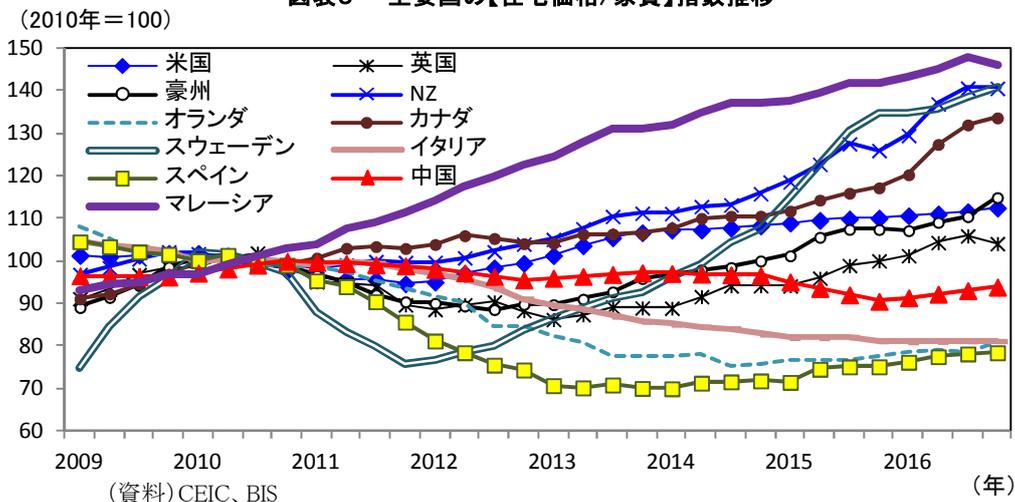
図表8 各国2016年末の【住宅価格/家賃】指数



(注) 各国の【住宅価格指数/消費者物価における家賃指数(ともに2010年=100)】の2016年末値を示したもの。
 (資料) CEIC、BIS

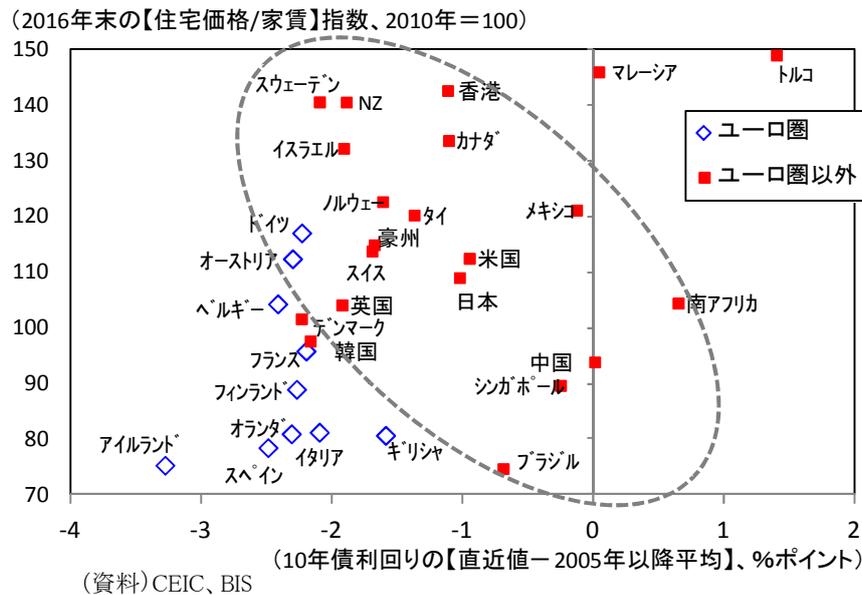
図表8の中の主な国の【住宅価格/家賃】指数の時系列の動きを示した図表9を見ると、ニュージーランド・カナダはここ1年で急激に上昇した。反面、オランダ・イタリア・スペインといったユーロ圏の国では、ソブリン危機を経て住宅価格の調整が進んだために【住宅価格/家賃】指数は総じて低くなっており、ここ数年は下げ止まっている。そして住宅バブルの可能性に言及されることが多い中国は、2007年以降の住宅価格上昇幅は家賃上昇の範囲内に収まっており、他国との比較で見ただけでも、住宅価格の過熱度合いが突出しているわけではない。

図表9 主要国の【住宅価格/家賃】指数推移



家賃を大きく上回るペースでの住宅価格の上昇も、金融緩和の影響があると考えられる。前掲図表6でも用いた金融緩和度合いと【住宅価格/家賃】指数との関係を見ると、政府債務危機というショックで住宅価格が下がったユーロ圏諸国を除けば、金融緩和度合いが大きいほど【住宅価格/家賃】指数が高いという関係が確認できる。国別に見ると、図表6でも挙げたスウェーデンや香港、カナダがその筆頭に位置し、新興国ではタイも高い位置にある(図表10)。これらの国は、将来的に金融政策が引き締めへ転じた場合に住宅価格が下落しやすく、かつ家計債務増加幅が大きければ、住宅価格と家計債務双方の調整を強いられることで、住宅市場のみならず経済全体へのダメージも大きくなる可能性が相対的に高いと考えられる。

図表10 各国の金融緩和度合いと【住宅価格/家賃】指数の関係



4. まとめ

住宅価格水準の持続可能性を左右する要因は、その国の人口動態や住宅供給がどの程度スムーズに行われるか、税制、金融システムの安定度合いなど、家賃や家計債務の他にも多くある。このため、複数国の住宅市場が抱えるリスクを、本稿のように同一の基準で比較する方法には精緻さの面で不完全な面もある。

しかし、過去数年間の世界的な金融緩和が、家賃を大きく上回るペースで住宅価格を上昇させ、家計債務の大幅増加に影響してきた国が複数あること、そしてこれらの国では今後住宅市場が調整局面へ転じた場合に経済への悪影響が大きくなるリスクが高まったことは間違いないと思われる。具体的には、カナダやニュージーランド、スウェーデン、香港、新興国ではタイなどがこれに該当し、既に米国が4回の利上げに踏み切り、中央銀行のバランスシート縮小まで視野に入れており、主要先進国の中央銀行が金融政策の転換点を迎えて引き締め方向に移る姿勢を見せていることも、そのリスクを今までより強く意識させる材料である。

尤も、これらの国の経済規模、そして米国やユーロ圏の多くの国では、住宅価格と家計債務の調整が既に終了して回復期に入っていることを踏まえると、いわゆる「住宅バブル」の懸念はグローバルなものではなく、ある程度限られた経済圏のものと考えられる。中央銀行の意図に反して、

長期金利が急上昇するといった事態が生じない限り、この先訪れる可能性のある一部国での住宅市場調整が、世界経済に対してリーマン・ショックほどのマイナスインパクトを及ぼす可能性は低いと見るのが妥当ではないかと思われる。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@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。

米国企業の投資・雇用スタンスについて

<要旨>

米国景気が拡大を続ける中、賃金や物価の上昇が鈍いことから、その背景に、設備投資や賃金引上げを行わずに内部留保を蓄積し続けるといった、所謂、「日本化」が生じているのではないかと指摘する向きがある。これを検証するために、企業部門の貯蓄投資バランスと労働分配率を確認すると、前者は、一時的な振れを除いて、投資超過へのトレンドを維持しており、後者は足許2～3年上昇に転じていることから、投資や雇用について過度に萎縮するような動きは米国企業では観察されないと判断できる。

トランプ政権の政策運営や欧州主要国での政治の不確実性の高まりが阻害要因になりうるものの、基本的には、今後の設備投資や雇用は堅調に推移し、米国の経済成長を下支えする効果が期待される。

1. 米国経済の「日本化」

米国経済は長期的な景気拡大を続けている。その一方で、失業率が低下しているにも関わらず賃金が上がらない、景気が拡大しても物価が上がらないといった現象の背景に、設備投資よりも内部留保の蓄積を重視している、あるいは、人件費を抑制しているといった「日本化」の進行があるのではと懸念されている。「日本化」は、複数の先進国で懸念されつつあり、①企業が経済の先行きに対して慎重な見方をするようになり内部留保を優先させる結果として設備投資が停滞し、②人件費を絞ることで家計所得の増加が抑制され、経済における所得増と消費・投資増という前向きの循環が起きなくなることで、経済成長の好循環が弱体化、不連続化することを指す。投資不足は生産性及び競争力の低下を招き、最終的には、物価低迷や経済成長率の鈍化、そして、そうした問題からなかなか脱出できなくなるという、悪循環が長期化する要因となる。

連邦準備制度(FRB)は米国経済に対する強気な姿勢を崩しておらず、追加利上げ等の出口政策を進めていくことを表明しているが、こうした「日本化」が米国経済にも浸透しつつあるとすれば、今後の経済見通しや金融政策を見誤ることに繋がりかねない。そこで、本稿では、米国・企業部門における「日本化」の浸透度について、設備投資(貯蓄投資バランスでの貯蓄超過の解消度合い)と労働分配率(企業収益対比での人件費の割合)の2つの観点から検討する。

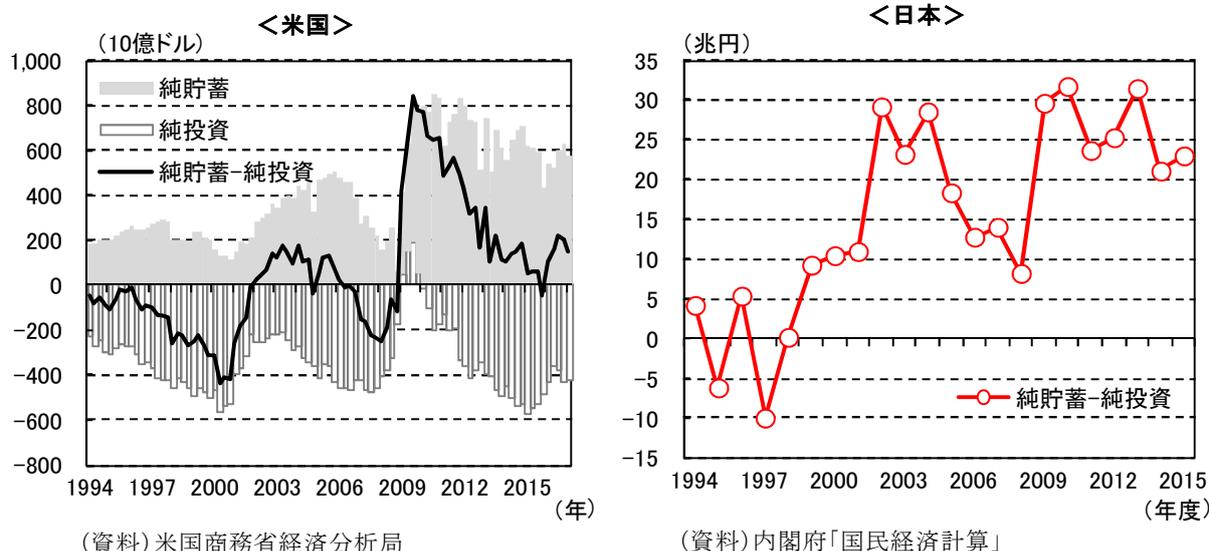
2. 投資を巡る環境

(1) 設備投資と貯蓄投資バランス

米国企業が投資に対してどの程度慎重な姿勢になっているかを測る指標として貯蓄投資バランスをみると(図表1)、リーマン・ショック後は、手元流動性を確保する目的から大幅な貯蓄超過の状態となったが、その後、貯蓄超過幅は大幅に縮小し、2014年後半には投資超過に転化した。2015年以降に貯蓄超過幅は一旦拡大したが、足許では再び縮小しており、2011年以降のトレン

ドでみると投資超過の方向に進んでいるといえる。一方、日本に関しては、リーマン・ショック後は一貫して高止まりしている。この点からは、米国企業について、投資スタンスの「日本化」は窺われない。

図表1 投資・貯蓄バランス

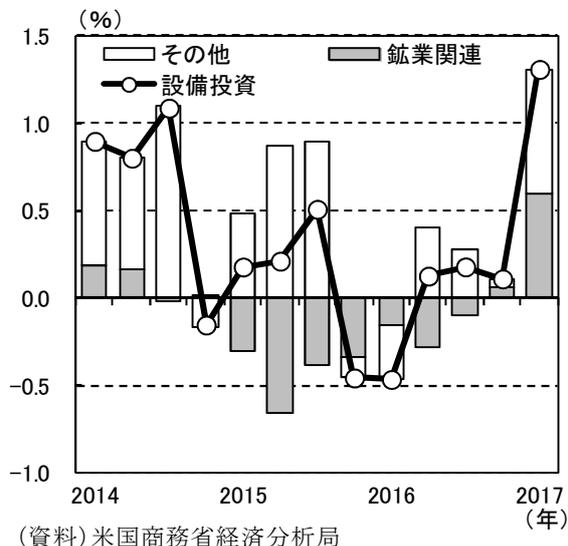


2015年以降の設備投資の鈍化（貯蓄超過幅の拡大）については、①中国経済の減速（経済成長率の鈍化）、欧州債務危機、英国の国民投票におけるEU離脱派の勝利といった海外経済の不安定化、②原油価格低迷による鉱業関連投資の落ち込み（シェールオイルの生産調整）という米国固有の要因に拠るところが大きい（図表2、図表3）。尤も、世界的な景気は回復傾向にある。米国の設備稼働率や製造業景況感をみても、2014年にピークをつけた後、2015年中は下落基調を辿ったものの、2016年後半以降は持ち直している（次頁図表4）。企業収益もこれに沿った推移をしており、2014年に過去最高を記録した後、減少したものの、その後は、高水準を維持している。また、シェールオイルについても、2016年後半にWTI先物価格が50ドル/バレルを上回ると、生産量が再び増加に転じた（次頁図表5）。こうしたシェールオイル増産を映じて、鉱業関連投資も足許で増加している。

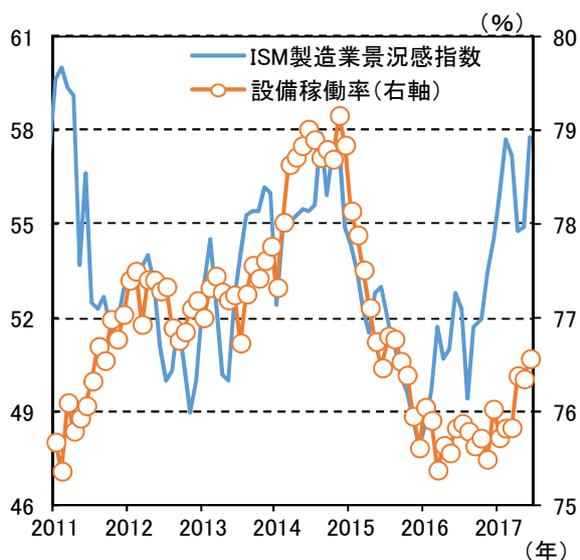
図表2 世界貿易量の推移



図表3 鉱業関連投資の寄与度

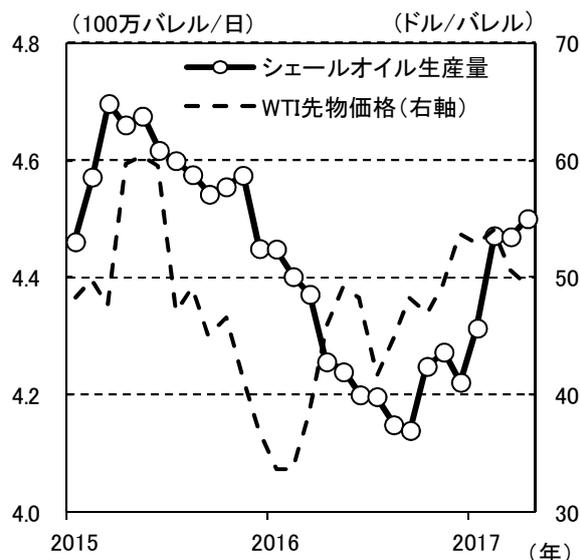


図表4 ISM製造業景況指数、設備稼働率



(資料) Bloomberg

図表5 原油市況

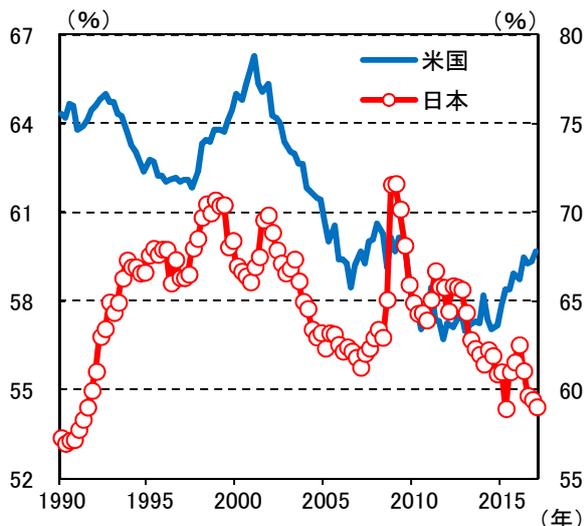


(資料) Bloomberg、米国 EIA

(2) 労働分配率

では、企業の人件費増加に対する姿勢はどうか。この観点から、企業が生み出した付加価値のうち、どの程度の割合を人件費に充てているかを示す労働分配率の推移をみると、2010年代入り後、日本では低下傾向にあるのに対し、米国では、非金融部門の営業利益の伸びが若干鈍化する中でも、雇用者報酬は増加率を維持していることから、2014年以降は上昇している(図表6)。また、同様の観点で米国の求人労働移動調査(JOLTS)求人率でも、リーマン・ショック後は上昇基調にあり、その水準もリーマン・ショック前を大きく上回っている(図表7)。こうした指標からも、米国企業の雇用スタンスが萎縮したとはいえない。

図表6 労働分配率



(注)雇用者報酬を営業利益で割ったものを使用。
(資料)米国商務省経済分析局、財務省「法人企業統計季報」

図表7 JOLTS 求人率(全雇用者)



(資料)米国労働局

3. まとめ

米国景気が拡大を続ける中、賃金や物価の上昇が鈍いことから、その背景に、設備投資や賃金引上げを行わずに内部留保を蓄積し続けるといった、所謂、「日本化」が生じているのではないかと指摘する向きがある。本稿では、貯蓄投資バランスと労働分配率を用いて検証したが、投資と雇用に関して過度に萎縮するような動きは米国企業では観察されないと判断できる。

2015年から2016年にかけては、特に、設備投資が不芳であり、米国企業の「日本化」が懸念される要因の1つであったが、これは世界経済の不安定化や原油価格の低迷による一時的なものであったと考えられる。実際、足許では、企業収益や景況感等の経済環境が良好であることから、設備投資に回復の動きがみられる。

尤も、昨年がそうであったように、政治的な不確実性の高まりは企業の投資マインドを冷やす効果があるため、オバマケア代替案の議会通過等を巡って膠着感が漂うトランプ政権の政策運営や欧州主要国での政治リスクの顕現化には引き続き注意する必要がある。

(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。

豪州の長期成長を支える産業構造の二面性

<要旨>

豪州経済は1991年第3四半期以来、約四半世紀にわたり拡大が続いている。資源ブームの終焉にもかかわらず豪州経済が不況に陥ることなく成長を維持しているのは、成長の牽引役が2010年代半ばを境に鉱業・外需から家計消費・内需にシフトしたことに起因する。その背景としては、豪州経済が持つ産業構造の「二面性」、すなわち東南部を中心とする「先進国型」経済と、西部に典型的な「資源国型」経済から構成されるという、ハイブリッド的性格が挙げられる。

一方で、豪州経済は牽引役交代の過程で実施された金融緩和により、住宅ローン債務を中心とする家計債務の拡大という別の脆さを抱えるようになった。豪州中銀が利上げに向かう可能性が高まる中、金利上昇のペース次第では住宅ブームを冷やすとともに、住宅ローン債務者の支払い能力を低下させ、さらに家計の消費マインドを減退させるリスクを高める。資源ブームの再来が期待できない中、家計消費が極端に落ち込んだ場合、「二面性」が機能せず、豪州経済は長期成長に終止符を打つ可能性がある。

1. 長期安定成長が続く豪州経済

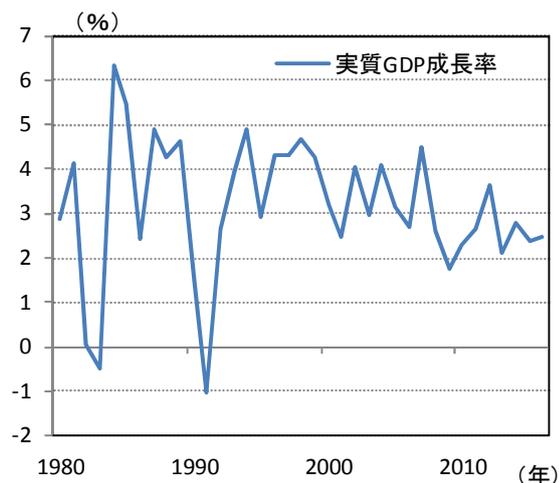
豪州経済は1991年第3四半期以来、2017年第1四半期に至るまで、約四半世紀にわたる景気拡大が続いている(図表2)。資源ブームの終焉に伴う鉱業関連需要の縮小にもかかわらず豪州経済が不況に陥ることなく成長を持続しているのは、後述する同国経済がもつ産業構造の「二面性」に起因するところが大きい。

図表1 豪州要図



(資料) 日本外務省

図表2 実質GDP成長率(前年比)

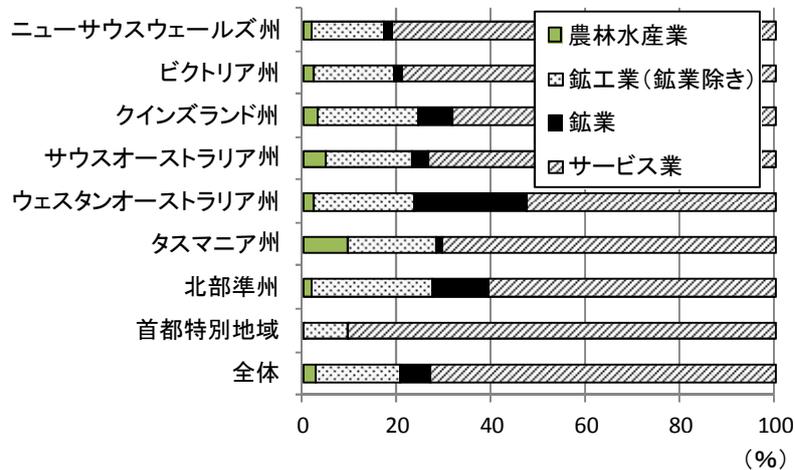


(資料) IMF

豪州は「資源国」のイメージで語られることが多いが、そうした一般的なイメージとは裏腹に、同国の産業構造は、他の先進国同様、サービス業のウェイトが高い。2016年度時点における名目粗付

加価値 (GVA) の 73.1% はサービス業で占められ、鉄鉱石の採掘に代表される鉱業は名目 GVA の 6.4% を構成するに過ぎない (図表 3)。また、雇用面からみても、鉱業部門の比率は 2017 年 5 月時点で雇用者全体の 1.9% にとどまる。

図表 3 産業別名目 GVA 構成比 (2016 年度)



(資料) 豪州統計局 (ABS)

図表 4 州別概要

| | 略称 | 州都 | 人口 (千人) | 名目GSP (百万豪ドル) | 1人当たりGSP (豪ドル) |
|---------------|-----|-------|---------|---------------|----------------|
| ニューサウスウェールズ州 | NSW | シドニー | 7,758 | 538,513 | 70,204 |
| ビクトリア州 | VIC | メルボルン | 6,101 | 374,435 | 62,443 |
| クインズランド州 | QLD | ブリズベン | 4,860 | 316,208 | 65,757 |
| サウスオーストラリア州 | SA | アデレード | 1,711 | 100,331 | 58,922 |
| ウェスタンオーストラリア州 | WA | パース | 2,623 | 239,706 | 92,056 |
| タスマニア州 | TAS | ホバート | 520 | 26,161 | 50,562 |
| 北部準州 | NT | ダーウィン | 246 | 23,040 | 94,414 |
| 首都特別地域 | ACT | キャンベラ | 398 | 36,470 | 92,796 |
| 全体 | | | 24,220 | 1,654,864 | 69,134 |

(資料) ABS

ただし、豪州経済を州単位¹で見ると、産業構造には州によって大きな違いがある。経済規模・人口規模でそれぞれ 1、2 位を占める東南部のニューサウスウェールズ州およびビクトリア州では、鉱業部門の名目 GVA 構成比は 2016 年度時点でそれぞれ 2.1% と 1.8% に過ぎず (図表 3)、また全雇用者数に占める比率は 2017 年 5 月時点で 1.1% と 0.4% と限定的である。両州の経済を牽引するのはサービス業、特に名目 GVA でそれぞれ 13.6% と 11.6%、雇用者数で 4.6% と 3.7% を占める金融・保険業であり、「資源国」とはほど遠い。

一方で、「資源国」の色彩が強い州もある。鉄鉱石生産で全国の 98.5% を占める西部ウェスタンオーストラリア州がその典型である。同州では鉱業部門が名目 GVA の 23.8% (図表 3)、また雇用

¹ 豪州は 6 つの州と 3 つの特別地域などからなるが、本稿では 6 州に北部準州 (NT) と首都特別地域 (ACT) を加えた州・地域を「州」と呼ぶ。

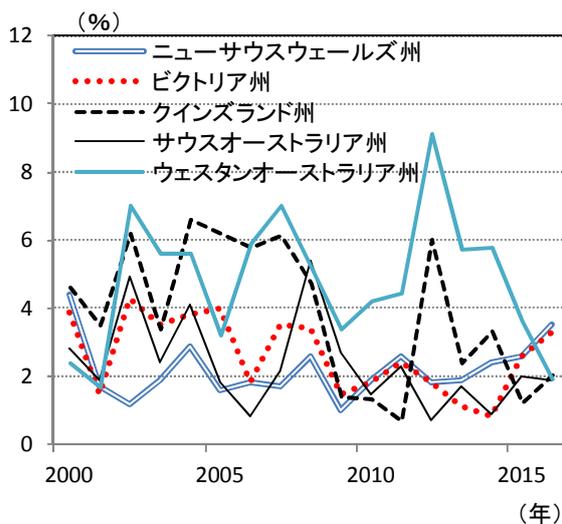
者数全体の6.9%を構成する。

豪州は大陸全体を単一の国家が領有する唯一無二の国であるが、産業構造という面からみると、東南部のニューサウスウェールズ州やビクトリア州にみられるサービス業中心の「先進国」型経済と、西部ウェスタンオーストラリア州が代表する「資源国」型経済という対照的な2つの経済で構成されている。そして、この経済の「二面性」-「ハイブリッド性」と言い換えることもできる-こそ、四半世紀にわたる長期経済成長を支える主因となっている。

2. 長期成長を支える豪州経済の二面性

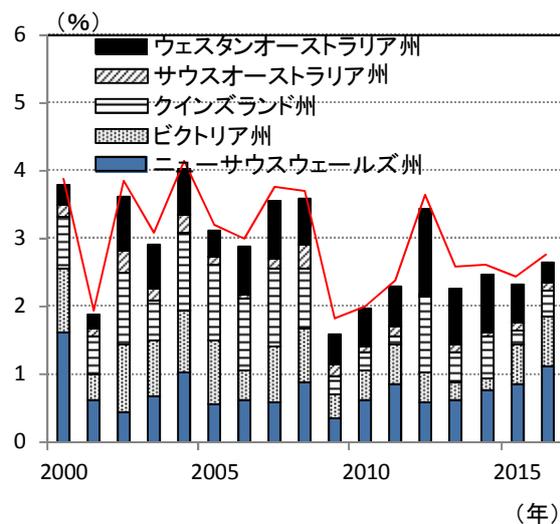
豪州の長期安定成長、特に2000年代以降の成長の多くは、同国経済がもつ「資源国」的な側面に強く負っており、2000年からの15年間の実質州総生産(GSP)成長率推移がこれを裏付ける。「資源国」的州である西部ウェスタンオーストラリア州の経済成長率は平均して5%を超えていたのに対し、ニューサウスウェールズ州やビクトリア州では平均2%台と相対的に低成長にとどまっている(図表5)。豪州の実質GDP成長率を主要州別に寄与度分解すると、人口では全国の1割に満たないウェスタンオーストラリア州が国全体の経済成長を牽引していたことがみてとれる(図表6)。

図表5 実質GSP成長率(前年比)



(資料) ABS

図表6 実質GDP成長率(前年比、州別寄与度)

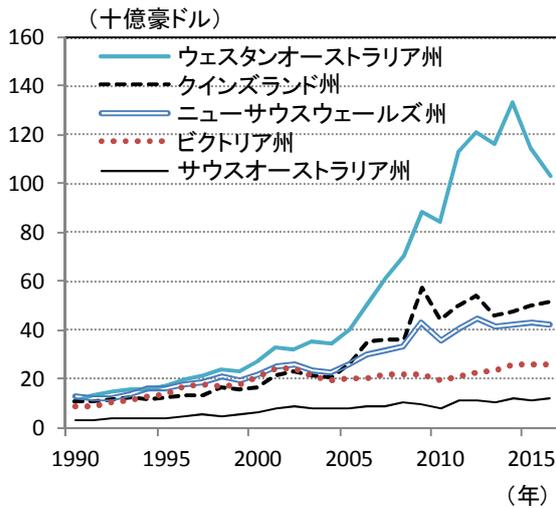


(資料) ABS

ウェスタンオーストラリア州が相対的に高い成長を続けた背景としては、中国経済に牽引された資源ブームが挙げられる。主要5州の輸出額(名目GSPベース)の推移をみると、2000年代以降、同州が突出的に伸びているが(次頁図表7)、これは中国向け鉄鉱石輸出の急拡大を反映したものである。2000年時点において同州の輸出先に占める中国の比率は8%に過ぎなかったが、中国で鉄鉱石需要が拡大する中、対中輸出が急増、2000年代半ばには中国が日本を抜いて輸出先の首位となり、さらに2010年代半ばには中国が輸出のおよそ半分を占めるようになった。

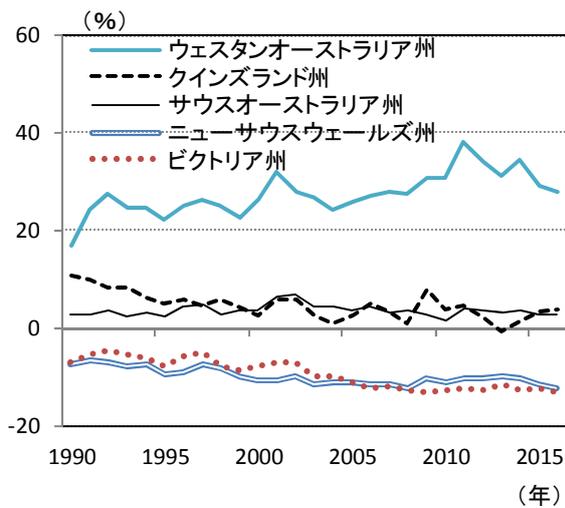
中国向け輸出が拡大する中、ウェスタンオーストラリア州経済はもともと高かった外需依存度をさらに高め、その名目GSPに占める純輸出構成比は2010年代初頭には一時40%に迫った(次頁図表8)。

図表7 主要州別輸出額(名目GSPベース)



(資料) ABS

図表8 名目GSPに占める純輸出比構成比

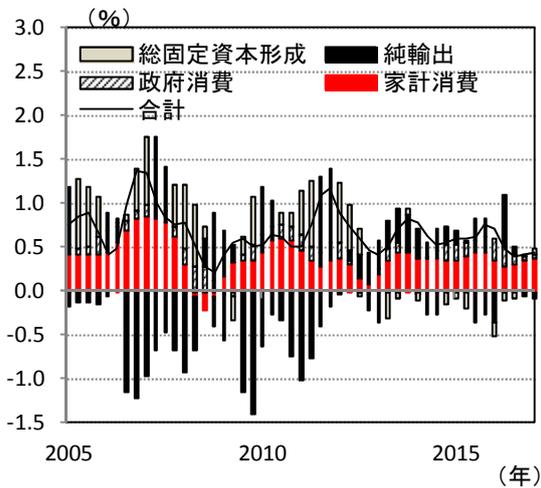


(資料) ABS

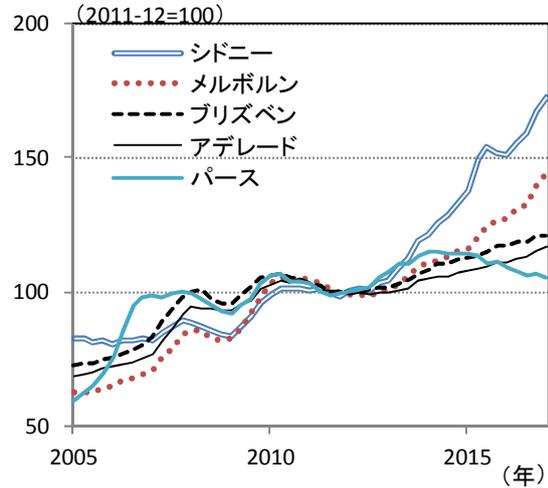
しかし、こうした対中依存度の高まりが、結果的には同州経済に弊害をもたらすこととなった。中国の需要減少に伴い資源ブームが終焉を迎えると、重い対中依存が裏目に出て同州経済は失速を余儀なくされたのである。

だが資源ブームの終焉にもかかわらず豪州全体の景気拡大は止まらなかった。GSPの約6割を家計消費が構成する内需主導型のニューサウスウェールズ州やビクトリア州が、力強い住宅投資などを背景にウェスタンオーストラリア州の失速をカバーしたからである(前掲図表5、図表9)。

図表9 実質GDP成長率(前期比、需要項目別寄与度、トレンド) 図表10 5大都市居住用不動産価格指数



(資料) ABS



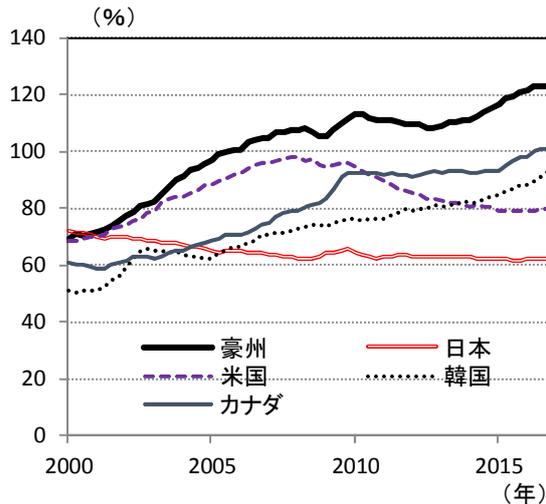
(資料) ABS

豪州が内に抱える「資源国」的経済から「先進国」的経済へのバトンタッチは、州都の住宅価格にも顕著に表れている。主要都市別の居住用不動産(住宅)価格指数をみると、資源ブーム下の2005年から2010年にかけて急騰したウェスタンオーストラリア州の州都パースの住宅価格が2015年前半をピークに下落を辿っているのに対し、ニューサウスウェールズ州の州都シドニーおよびビクトリア州の州都メルボルンの同指数は2012年以降概ね上昇一辺倒で推移している(図表10)。

3. リスク要因としての家計債務

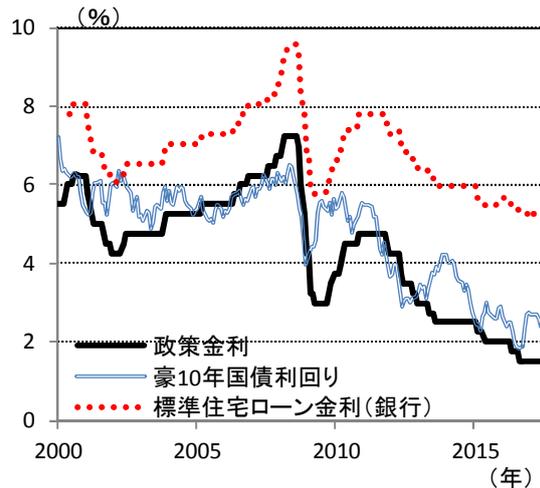
外需・鉱業関連投資から内需・家計消費への景気の牽引役交代の過程で、豪州経済は経済の対中依存上昇という弊害に代わり、家計債務の拡大という別の脆さを新たに抱えることになった。国際比較可能な国際決済銀行(BIS)の与信統計によると、豪州の家計債務対GDP比は2016年末時点で過去最高となる123%を記録している(図表11)。

図表 11 主要国の家計債務対GDP比



(資料) BIS

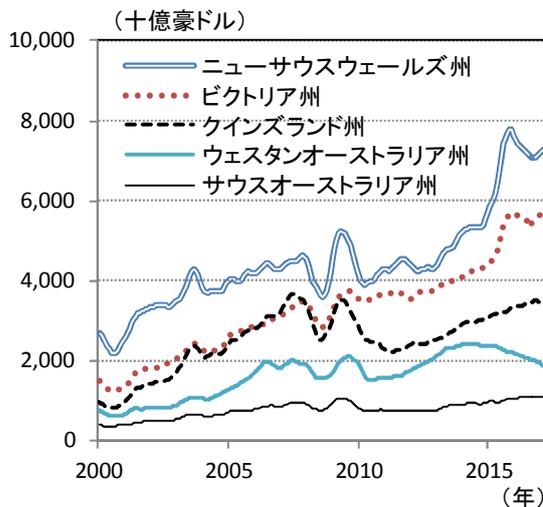
図表 12 豪州主要金利



(資料) 豪州中銀(RBA)

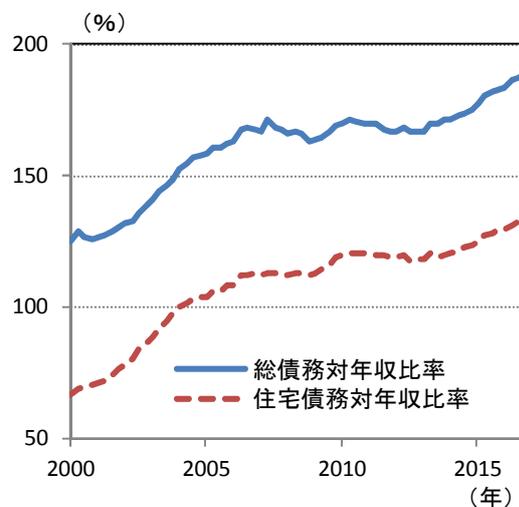
家計債務拡大の主な要因は借入金利の低下である。2011年秋、豪州中銀(RBA)が金融緩和を開始すると、住宅ローン金利も低下基調に転じた(図表12)。住宅ローン金利の低下は住宅購入意欲を促し、住宅価格の上昇を引き起こすと同時に家計負債を膨らませていった。

図表 13 住宅ローン・コミットメント



(資料) RBA

図表 14 家計債務対年収比率

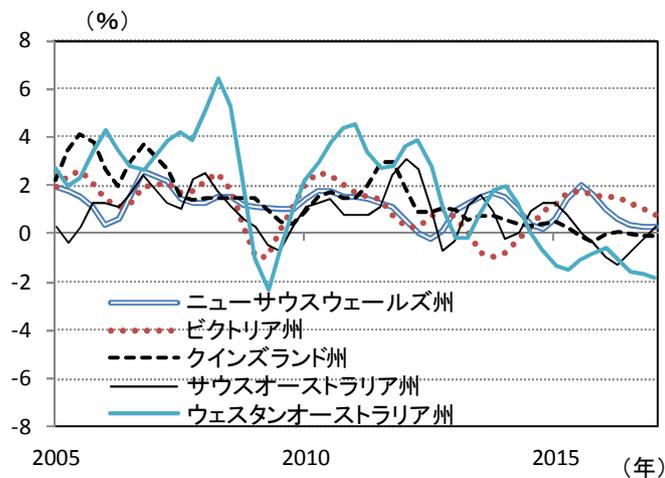


(資料) RBA

家計債務を膨らませているのは総債務の約70%を占める住宅ローン債務であるが、その増加はニューサウスウェールズ州とビクトリア州で特に著しい。両州における住宅ローンのコミットメント(契約額、月次フロー)は2012年以降、急増している(前頁図表13)。

家計債務は年収比でも増加が続いており(前頁図表14)、RBAによると、総家計債務の対年収比率は2000年末の126%から2016年末には189%に上昇している。失業率の低下にもかかわらず賃金が伸び悩むのは先進国共通の現象であるが、豪州も例外ではない。景気が急速に冷え込んでいるウェスタンオーストラリア州に限らず、景気拡大基調にあるニューサウスウェールズ州やビクトリア州でも賃金は伸び悩んでおり(図表15)、これが債務比率上昇の要因となっている。

図表15 名目賃金上昇率(前期比)



(資料) ABS

4. まとめと見直し

豪州経済は1991年第3四半期以来、約四半世紀にわたり拡大が続いている。資源ブームの終焉にもかかわらず豪州経済が不況に陥ることなく成長を維持している要因としては、豪州経済がもつ「二面性」がうまく機能したことが挙げられる。すなわち、成長の牽引役が、西部ウェスタンオーストラリア州の鉱業部門の輸出・設備投資需要から、東南部ニューサウスウェールズ州やビクトリア州の家計部門の消費需要にタイミングよくシフトしたことが大きい。

一方で、豪州経済は牽引役交代の過程で別の脆さを抱えるようになった。賃金上昇が鈍い中、東南部2州を中心に家計債務が膨らんでいることである。家計債務の拡大を促してきたのは歴史的な低金利であるが、足元のインフレ動向やグローバルな金利上昇傾向などを踏まえると、RBAは近い将来、利上げに向かう可能性が高い。だが、利上げは、その上昇のペースによっては、2大都市を中心とする住宅ブームを冷やすとともに、住宅ローン債務者の支払い能力を低下させ、さらに家計の消費マインドを減退させるリスクを高める。短中期的に資源ブームの再来が期待できない中、家計消費が極端に落ち込んだ場合、豪州経済はその「二面性」にもかかわらず、歴史的な長期経済成長に終止符を打ち、最悪の場合、長期景気停滞に陥る可能性がある。

(シンガポール分駐 村上 和也 : Murakami_Kazuya@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。