

三井住友信託銀行

調査月報



時論

新年展望 ー医療・介護分野の革新力に期待ー.....1

経済の動き

世界貿易の動向と製造業における在庫調整

～グローバル経済金融レビュー 2018年冬～.....3

「アベノミクス景気」における銀行貸出の特徴

～「いざなぎ景気」との比較～9

時論

新年展望－医療・介護分野の革新力に期待

各種の経済予測を見ても、世界的に景気は良好であり、新年も先進国と新興国の揃い踏みで成長が見込まれている。日本経済は7四半期連続のプラス成長を記録し、「いざなぎ景気」を越える長期の拡大局面が続く。物価は目標に掲げる2%の伸びにはまだ届かないが、下落傾向から脱し、プラス状態を維持できている。金融市場にも大きな波乱はなく、株価も調整は繰り返しつつも高値を更新してきた。

新年経済を展望する上で、賃金の伸び悩みや地政学リスクなど目先の懸念材料はあるものの、足元の経済が堅調な今こそ、中長期の将来見通しや課題解決に取り組むべき重要なタイミングである。

中長期の課題と言え、長期化する異次元金融緩和の出口戦略、先送りで目途の立たない財政健全化なども挙げられるが、避けては通れないのが人口減少・高齢化の下での成長戦略である。政府も今月、「新しい経済政策パッケージ」の二本柱として、「人づくり改革」と「生産性革命」を打ち出したところだ。

経済の基本に立ち返ると、一国の成長力は労働投入、資本投入、技術革新の総和で決まる。

労働投入の面では、日本の総人口は2008年に、15～64歳の生産年齢人口はそれより先の1995年にそれぞれピークを迎え、減少トレンドにある。これまでは主に女性と高齢者の就業増加により、労働力減少を補ってきたが、これから先は団塊の世代が全員75歳以上になる2025年に向けて、雇用減少のピッチは確実に高まっていく。加えて、喫緊の課題である「働き方改革」の過程では、長時間労働の是正も進むことから、目先は一人当たり労働時間が減っていく可能性が高い。

このように、労働投入はマイナス寄与が見込まれる状況のもと、成長力は自ずと資本投入と技術革新に頼らざるを得ない。しかし、新設・更新の状況から「設備年齢(ビンテージ)」を推計すると、非金融法人の大企業では1990年代の4年弱から直近では6年程度に高まったのに対し、中小企業では更に上昇ピッチが早く、リーマンショック後は10年を超えて高止まっている。足元、設備投資の回復により、少し若返りは見られるものの、事態打開には程遠い。人口だけでなく、設備でも「高齢化」が進んでいる。

もう一つ重要な点は、デジタル・イノベーション、いわゆる「第4次産業革命」が進展する中で、既存の設備を単純に更新するだけでは十分な効果が得られないリスクである。日本経済研究センターの調査によれば、現状ではAIやIoTなど最先端の情報通信技術が収益に結び付いている上場企業は10%程度しかない可能性がある。その原因は、既存のシステムや業務体制を維持したままでは、せつかくの投資も宝の持ち腐れになってしまうことにあるようだ。

モノ作りの製造業はまでも、特に深刻なのは非製造業である。もともと非製造業は生産性が低い上に、一部の業種ではソフトウェア投資で新しい情報通信技術を導入することが、むしろ生産性にマイナスに影響するとの結果が現れている。これを敷衍すれば、技術革新のもとで既存ストックの価値が急速に低下し、いずれは総入れ替えを迫られる。まさに「破壊的なイノベーション」を示唆している。

一方、人口の高齢化は新たな需要を生み出し、医療・介護の市場は年々拡大を続けている。医療・介護の社会保障給付は2016年度の48兆円から2025年度には75兆円と、ほぼ1.5倍に拡大すると見込まれている。加えて、医療・介護の現場では2000年以降、全業種の9割近い就業者増加が見られたもの

の、依然として求人への伸びは高止まったままであり、人手不足の解消には目途が立っていない。

医療・介護サービスを受ける個人、提供する医師や介護士だけでなく、社会保障を預かる財政面からも、より良いサービスを効率的に提供できる生産性向上が期待される。幸い分析結果からも、医療・介護事業は情報通信技術やデジタル・イノベーションにより、生産性を伸ばす余地がある。

実際、ネット社会の技術と医療・介護をつなぐ、積極的な投資や先進的な取り組みが始まっている。

第一は、インターネットを通じた「遠隔(オンライン)診療」である。カメラや会話機能の使い勝手も良くなっており、特に過疎地では高齢者や要介護者の悩みの種である通院・通所の負担軽減につながる。2018年度に予定される診療報酬改定の基本方針にも盛り込まれた。

第二は、センサーを活用した「見守り・体調チェック」である。センサー組み込みのベッドや据え置き型のカメラは既に普及し、在所・在宅に拘らず、体調管理や事故防止、介護負担に威力を発揮している。将来的には、衣服や身につける物にセンサーを内蔵するウェアラブル化も視野に入っているようだ。

第三は、支援・介助で人と協働する「介護ロボット」である。装着型のパワーアシスト器具が思い浮かぶが、目的に応じて、介護される人の自立支援、介護する人の介護支援、介護される人とのコミュニケーション・見守りなどに分類できる。人手不足の緩和、介護ニーズの抑制にも効果が期待される。

第四は、ビッグデータとAIを利用した「医療・介護の高度化」である。政府主導のデータヘルス改革推進本部が立ち上がり、レセプトや診療・介護等のデータベース化と、AIによる診断・治療・介護方法の開発など各種分野への応用可能性が試されている。遅れていた電子カルテもようやく普及しつつある。

こうした「IoMT(Internet of Medical Things)」、つまりネット技術と医療・介護の融合については、情報セキュリティやプライバシー保護の問題、人との共存・共生に対する配慮など、解決すべき課題が多いのも事実であるが、大規模な技術革新・生産性向上につながる可能性を十分に秘めている。

政府の「生産性革命」でも、「第4次産業革命の実装と制度改革等」の重点項目として、自動運転などと共に、健康・医療・介護でのデータ利活用基盤の構築、遠隔診療等の促進、介護のICT化やロボット・センサーの活用が掲げられたことは評価できる。あとは施策の具体化であり、改革を断行していく実践段階に入るが、その際は国内的な政策効果はもとより、グローバルな視点を持つことが望まれる。

世界に目を向ければ、一人っ子政策を採った中国を始め、アジア諸国は軒並み、高齢化が急速に進んでいく。「高齢化の水準(65歳以上人口比率)」は日本がトップであるが、「高齢化のスピード(高齢化率7%→14%の倍化期間)」は韓国やシンガポール、中国の方が日本を上回ることはほぼ確実である。

医療・介護分野でのイノベーションは、人口減少・高齢化のフロントランナーとして、日本がお手本を示すことができる領域である。ポイントは、個別の製品販売・サービス提供に留めることなく、医療・介護に関する仕組みや運営ノウハウを一体の「プラットフォーム」として提供することにある。

医療・介護の公益性を考慮しつつも、仕様のオープン化や標準化を通じて、日本国内でしか通用しない「ガラパゴス化」を回避しつつ、国際貢献として、海外での需要拡大をも見据えていくべきであろう。

(フェロー役員 調査部長 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@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。

世界貿易の動向と製造業における在庫調整

～グローバル経済金融レビュー 2018年冬～

<要旨>

金融危機以後、貿易の伸び率が以前の水準を大幅に下回る、「スロー・トレード」と呼ばれる現象が続いてきた。尤も、2017年は、堅調な世界経済の動向を背景に、貿易の伸び率が大きく伸長し、こうした現象も解消されたのではないかとの楽観的な評価も一部では聞かれている。ただし、本稿の考察によれば、先進国を中心として、在庫の積み増しが生産活動に増幅効果をもたらし、足元の貿易を押し上げていると考えられ、在庫積み増しの動きの一巡とともに、生産増勢の鈍化は避けられないと思われる。

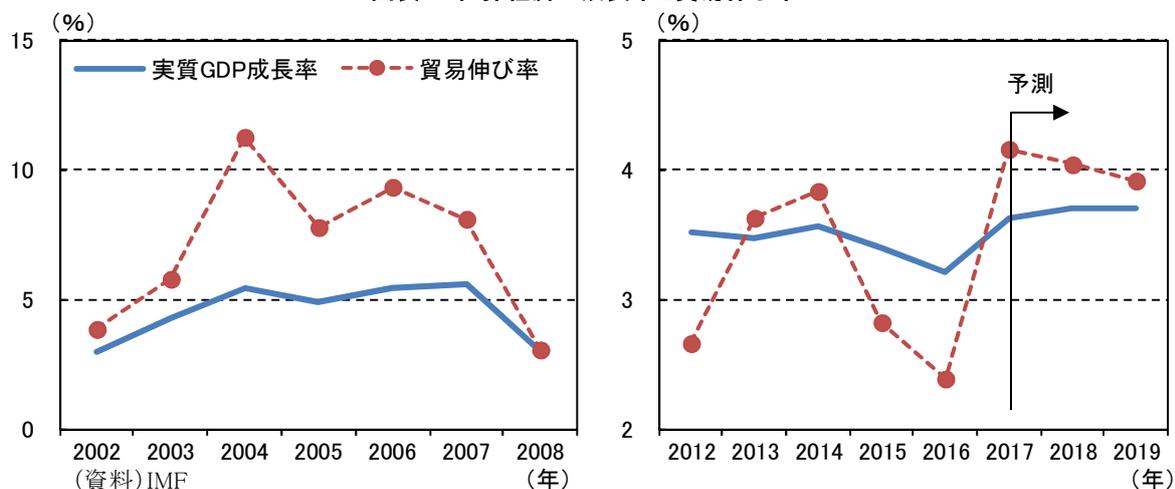
こうしたことから、足元の状況が今後も持続する可能性は低く、貿易の伸び率が金融危機以前の水準にまで回復することも想定されない。むしろ、今後の金利上昇スピード如何によっては、急速に景気抑制効果が強まり、積み上がった在庫の取り崩しが景気悪化を加速する可能性があることには注意が必要である。

1. 世界貿易の動向

世界貿易の動向をみると、金融危機以前は前年比+8%程度の伸び率で推移していたものが、金融危機以降は同+2%弱に鈍化し、また世界経済成長率も下回っていた。こうした状態は「スロー・トレード」と呼ばれている。「スロー・トレード」が発生した背景について、日本銀行による整理¹では、金融危機後の世界的な経済構造の変化に伴う構造要因と循環要因の双方が挙げられている。構造要因としては、新興国における、先進国向けの加工貿易中心であった産業構造の内製化の進展、あるいは、金融危機までは拡大を続けてきたグローバル・バリュー・チェーン拡大の動きが一服したこと等があり、また、循環要因としては負の需給ギャップが挙げられている。

ただし、2017年以降は貿易の伸び率が大幅に回復し、経済成長率を再び上回って推移することが期待される姿となっている(図表1)。

図表1 世界経済の成長率と貿易伸び率



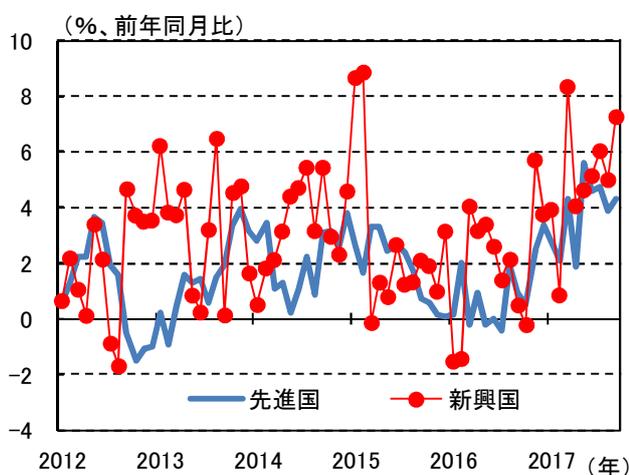
¹ 「スロー・トレード: 世界貿易量の伸び率鈍化」(日本銀行調査論文、2016年)参照。

世界貿易に影響を及ぼす構造要因が、数年という短期間で解消する可能性は低いと考えられる。そこで本稿では、2015年～2016年の時期から足元までの期間における循環的な要因、具体的にはグローバルな生産サイクルとその背後にある動きに焦点を絞って、在庫循環に支えられている世界貿易拡大の持続性について考察する。

2. 新興国における輸入の落込みの背景

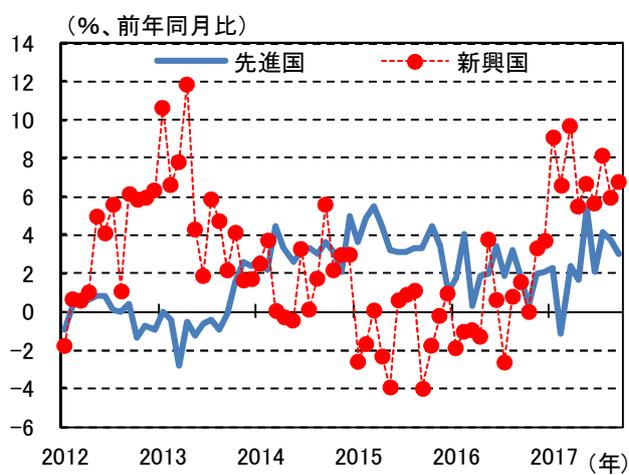
最初に、金融危機以後の輸出及び輸入を先進国・新興国別に見ると、輸出は、先進国、新興国ともに、概ねプラス圏内の伸び率を維持しているのに対して、輸入は、2015年～2016年にかけて新興国の伸び率が大きくマイナス方向に振れていることが目立つ(図表2、3)。

図表2 輸出の推移



(資料)オランダ経済分析局

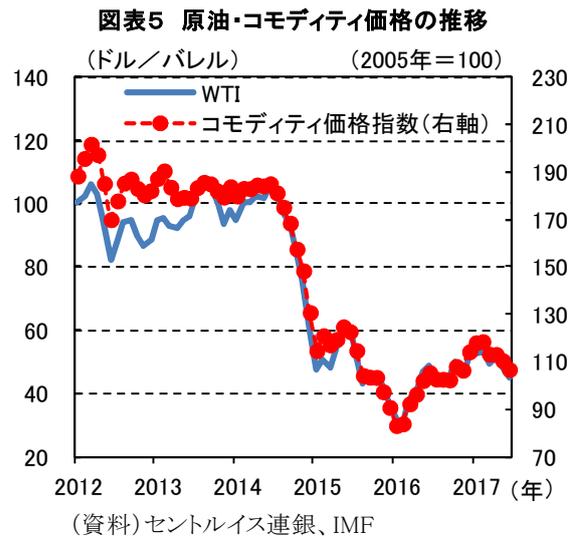
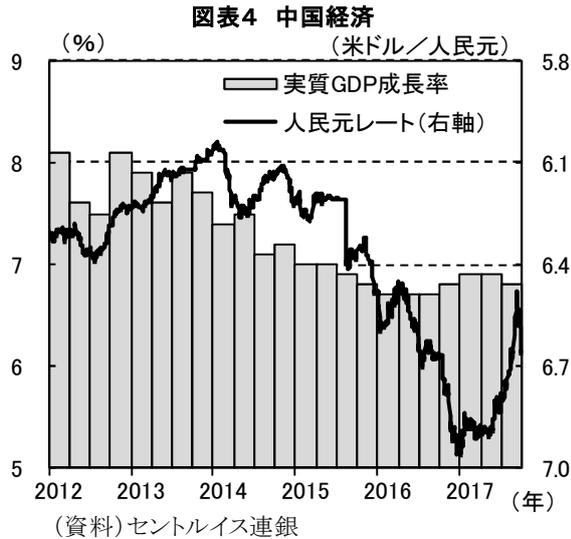
図表3 輸入の推移



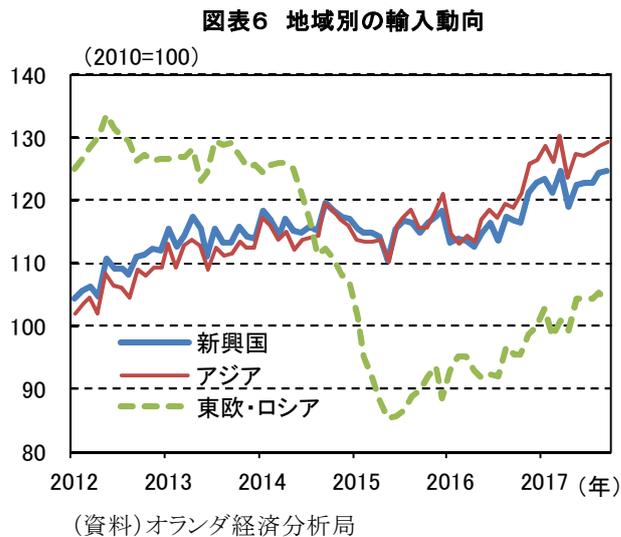
(資料)オランダ経済分析局

2015年～2016年における世界経済情勢を振り返ると、世界経済に影響を与えた主な要因として中国経済の減速が挙げられる。この時期の中国成長率は、7%台から6%台に低下しつつあり、2015年8月には自国の輸出競争力の回復を企図して、人民元対米ドル為替レートを約2%切り下げる措置が取られた(次頁図表4)。この人民元切下げが突然行われたために、国際金融市場にとって大きな衝撃となったことに加えて、周辺の新興国にとっては中国の需要減少と人民元切下げによる競争力低下という二重の悪影響が出るなど、中国経済減速の影響は広範囲に及ぶとの懸念が高まった。

更に、中国経済の減速は、資源価格を押し下げ、原油価格は2014年半ばまでの100ドル/バレル超の水準から50ドルと半分程度の水準に下落した(次頁図表5)。他のコモディティ価格も同様に大幅に下落したため、資源国の経済を圧迫することとなった。



東欧・ロシアでも2014年後半～2015年にかけて大幅な落込みが見られたが、この時期は、上述のような原油価格の下落に加えて、ウクライナ侵攻のため、ロシアが経済制裁を受けていた時期と重なる(図表6)。以上のような点からは、中国経済の景気減速懸念や地政学的な要因が重なって、新興国の需要が減退したものと考えられる。



3. 生産回復の背景にある在庫の動き

こうした環境下における生産活動の推移を見ると、2015年～2016年にかけて新興国で伸び率が鈍化したことに加えて、先進国では対前年比マイナスにまで落ち込んだ。その後、足元では、新興国の輸入に持ち直しが見られるとともに、先進国の生産も急速に回復していることが見て取れる(次頁図表7)。

図表7 生産の推移

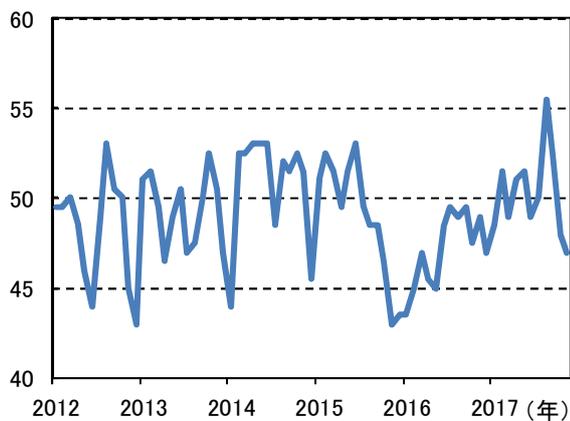


(資料)オランダ経済分析局

一般的に、製造業部門の生産活動に影響を及ぼす要因として、実需の他に在庫変動がある。在庫を減らす時期には実需の減少以上に生産を減らし、逆に在庫を積み増す際には、実需回復分に加えて、在庫を積み増すために必要な生産が上乘せされるという、増幅効果が作用する。

この観点から、2015 年以降足元までの時期において、主な先進国の在庫変動を示すデータを見たのが図表8～(次頁)図表 11 である。仔細にみると、米国では、ISM 製造業在庫指数が 2016 年中は基準となる 50 を下回って「不足」状態にあったものが、2017 年入り後は 50 を上回って大きく上昇するトレンドを示している。この動きは、他の統計データにおける「製造業生産物」の在庫水準の動きからも確認される。また、ドイツでは、既に在庫の積み増しがなされている「中間財」及び「資本財」で堅調な上昇トレンドが見られる他、「耐久財」でも在庫が減少する状況から増加する状況に移行しつつあることが見てとれる。資源国である豪州においても、振れはあるものの、2016 年後半に在庫の減少が継続していた状況が 2017 年入り後は増加に転じる局面が多くなっていることが見てとれる。

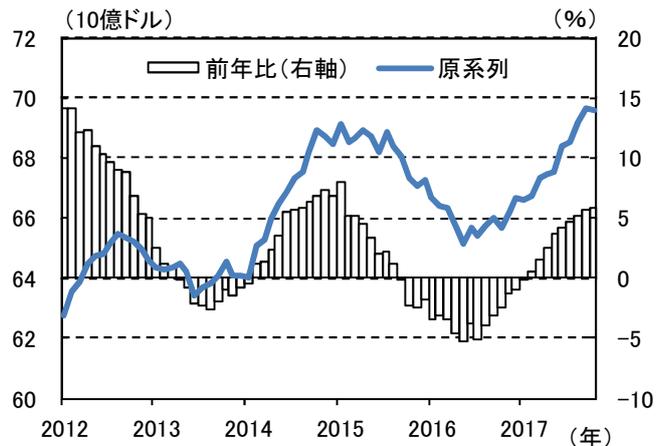
図表8 米国における ISM 製造業在庫指数



(注)50 を上回る場合には「過剰」、逆に、下回る場合には「不足」を表す。

(資料) QUICK FactSet

図表9 米国における製造業生産物の在庫



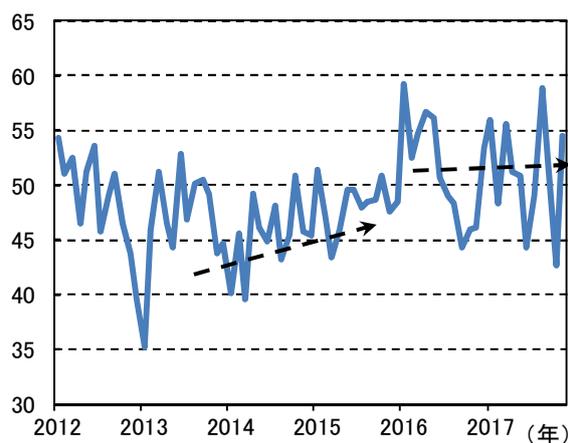
(資料) 米国商務省

図表 10 ドイツの在庫 DI



(注) 足元の各財に対する在庫状況を示す指数。
「多い」から「少ない」を差し引いたもの。
(資料) QUICK FactSet

図表 11 豪州の PMI 在庫指数



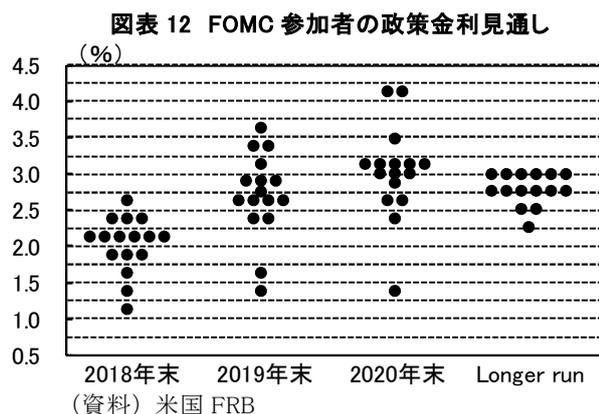
(注) 50 を上回る場合には「増加」、逆に、下回る場合には「減少」を表す。
(資料) QUICK FactSet

つまり、足元で貿易の伸び率が高まった背景には、こうした製造業部門の在庫変動から派生する生産の増幅効果という循環的な要因が大きく寄与しているとみられる。今後は、在庫積み増しの動きが一巡するとともに、貿易量は再び成長率近辺に収束していくものと考えられる。

4. まとめと今後の展望

米国、中国という、先進国及び新興国をそれぞれ代表する二か国について考えると、まず、米国については、2017年中の0.25%ずつ3回の利上げに続き、来年も今年と同様、3回分の利上げが中央値とされている(次頁図表12)。2017年入り後、第2及び第3四半期と、2四半期連続で3%を超える好調な経済成長を遂げている米国経済ではあるが、金利が上昇すれば先行きの景気減速観測に加えて、在庫を保有する資金コストが増加することから、在庫の積み増し意欲は低下していく。また、中国についても、そもそも、経済成長率が以前のような水準には回復しないことが大方のコンセンサスとなっていることに加え、2017年後半の党大会や中央経済政策会議を経て、積極的な財政政策は維持しつつも、過剰債務問題への取組みや過剰生産設備の削減等、構造改革を一層推し進めていく姿勢も明確になったことから、大幅な需要増加は期待しにくい。

本稿では、循環的な要因に焦点を絞って分析したが、米国における「長期停滞論」に象徴されるような世界的な潜在成長率の低下等の構造要因は残存していると考えられる。特に、産業構造の内製化は不可逆的なものであり、先進国に所在する企業が以前のように積極的に生産増加を図る余地は大きくないと考えられる。



過去最大規模の減税をもたらす米国の税制改革案の成立を受け、金利上昇の地合はより強まったと言える。足元では、欧州債への金利上昇圧力の余波を受け、これまで上値の重かった米国金利にも、漸く動意がみられる状況にある。

また、経済に関するファンダメンタルズとは別に、北朝鮮の核開発問題、米国による「エルサレム首都」認定に端を発する中東問題等、顕現化した場合には大きなインパクトを与える地政学的リスクも引続き存在している。

このため、何らかの事象を契機に、金利が急上昇することも想定される。前掲図表9及び10で見られるように、米国やドイツの在庫水準は相応に高い状態にあることから、大幅な金利上昇が生じた場合には、これまでとは逆のメカニズム、つまり、在庫調整圧力が生じ、実需以上に生産活動を停滞させ、貿易も再び縮小する可能性があることには注意が必要である。

(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。

「アベノミクス景気」における銀行貸出の特徴 ～「いざなぎ景気」との比較～

＜要旨＞

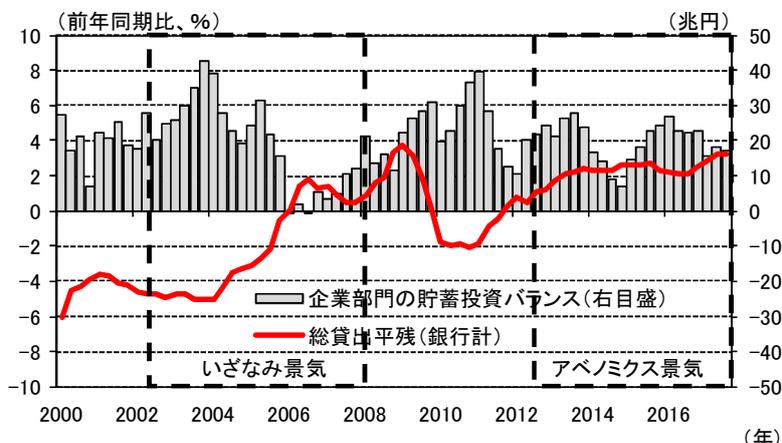
戦後最長の「いざなぎ景気」時の動きと比較すると、「アベノミクス景気」における銀行貸出の増加は、企業が過剰な債務を抱えていない下で、日銀の金融緩和政策による超低金利環境が続くことによって支えられたものである。足元の貸出の増加は、低金利による資金調達及び資金保有コストの低下によって、企業の現預金と借入の両建て保有が増えている影響が大きいと考えられる。日銀の金融政策正常化観測が出れば、企業は金利上昇を見越して、手持ちの現預金で借入の返済を行うため、貸出の伸びの押し下げ圧力になると考えられる。

1. 景気回復を背景に緩やかな伸びを続ける国内銀行貸出

第2次安倍内閣発足後、2012年12月に始まった景気循環(第16循環にあたり通称「アベノミクス景気」)における景気拡張期間は2017年11月時点で60ヶ月となり戦後2番目に長いものとなっている。一方、「アベノミクス景気」と同じく景気拡張期間が5年を超える長期に及んだ景気循環には、戦後最も景気拡張期間が長かった、2002年2月より始まる第14循環(通称「いざなぎ景気」)がある。

この二つの景気循環は、5年を超える景気回復を続け、企業部門の貯蓄投資バランスがプラスで資金余剰の環境にあるという共通点がある(図表1)。しかし「いざなぎ景気」では、資金余剰時には貸出は減少し、余剰幅の縮小と共に貸出も増加するという、貯蓄投資バランスと銀行貸出の動きが整合的である一方、「アベノミクス景気」においては資金余剰にあるにも関わらず景気拡張期の始めから増加を続けており、「いざなぎ景気」の頃とは銀行貸出が増加した背景・要因に違いがあるとみられる。そこで本稿ではこの違いに着目し、その要因を分析することで、足元で増加を続ける銀行貸出と、背景にある経済の動きについて考察する。

図表1 総貸出と企業部門の貯蓄投資バランス



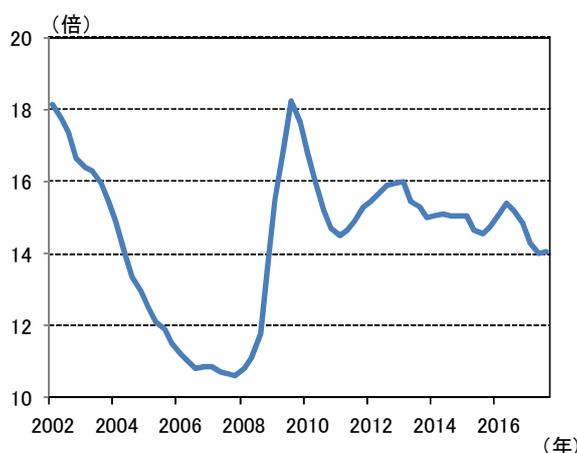
(注)シャドー部分は景気後退期を表す。貯蓄投資バランスは過去1年の平均値。

(資料)日本銀行『貸出・預金動向』、『資金循環統計』

2. 企業向け貸出金の動き

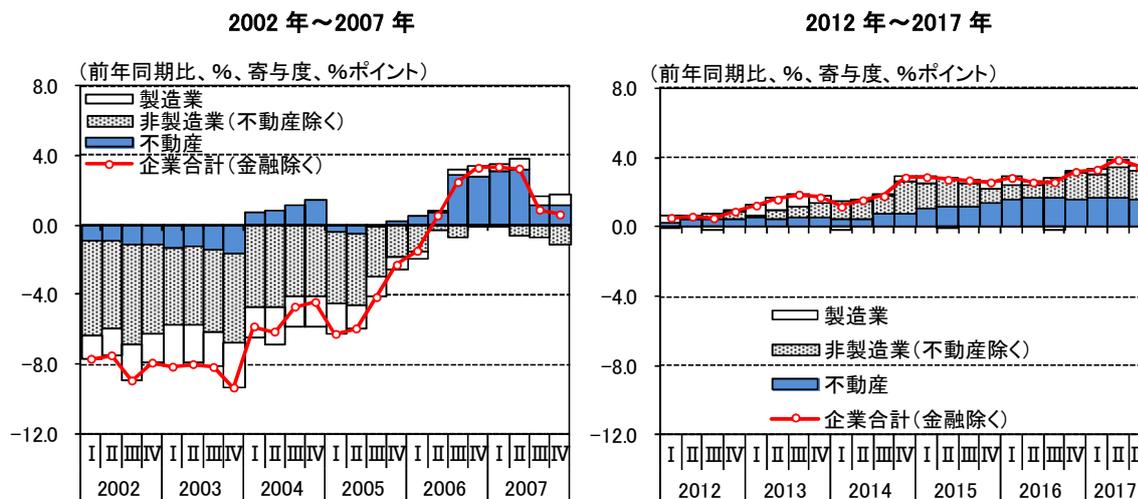
「いざなぎ景気」と「アベノミクス景気」における銀行貸出の動きの相違は企業部門の過剰債務の有無による(図表2)。それぞれの景気回復局面における企業向け貸出の動きをみると、「いざなぎ景気」の拡張期の内、2002年～2006年の初めにかけては、不良債権処理による過剰債務解消の過程が続いており、貸出を減少させている(図表3)。しかし、2005年末には不動産業、2006年中頃には製造業への貸出がプラスに転じることで、2016年第2四半期には企業部門全体でもプラスで推移し始めた。一方で、「アベノミクス景気」の拡張期が始まった2012年以降は、拡張期の初期から企業部門全体で銀行貸出が増加している。

図表2 銀行借入対キャッシュフロー倍率



(注) キャッシュフロー=減価償却+経常利益÷2で算出。
 数値は後方4四半期平均を使用。
 (資料) 財務省『法人企業統計』

図表3 企業向け銀行貸出の内訳



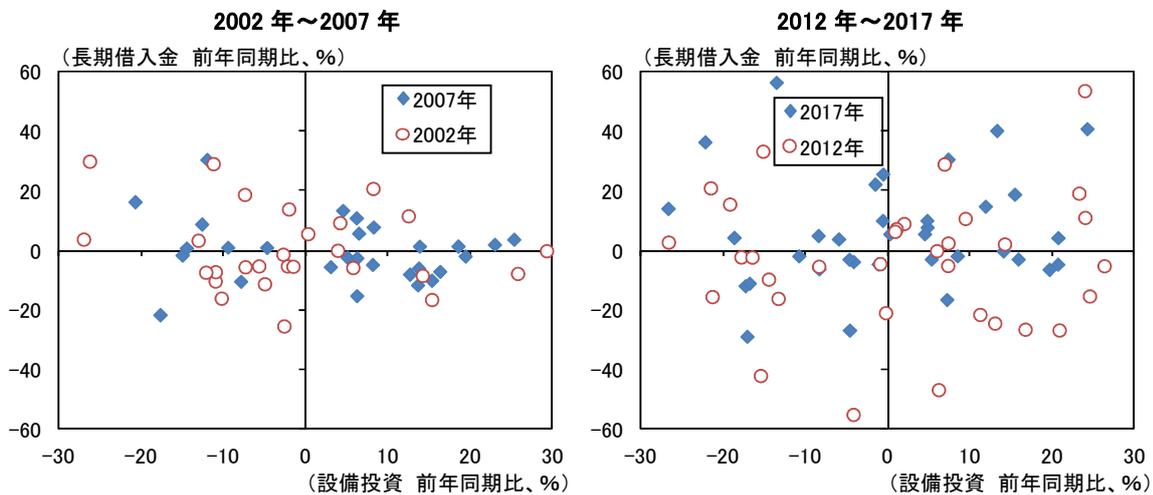
(資料) 日本銀行『貸出先別貸出金』

3. 貸出に対する企業の行動変化

企業活動の活発化によって銀行借入が増える経路として典型的なものは、設備投資を行う際の設備資金の借入増加と、売上増加に伴う運転資金の増加である。この観点から、財務省「法人企業統計」の内、サンプル替えによる影響の少ない大企業のデータを用いて、「いざなぎ景気」と「アベノミクス景気」それぞれの景気拡張期の始期と終期(2002年・2007年・2012年・2017年)における、設備投資と長期借入金、及び売上高と短期借入金(運転資金)関係をクロスセクションで見えていく。

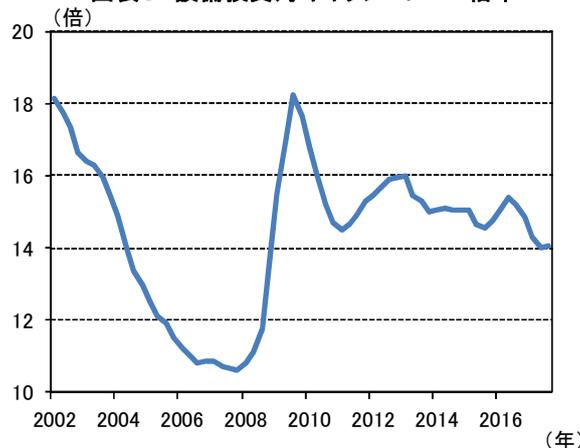
まず、設備投資と長期借入金の関係をみると、両期間とも正の相関はみられない(図表4)。これは設備投資の対キャッシュフロー倍率が1倍を下回っていることから分かる様に、設備投資をキャッシュフローの範囲内で収めるといった企業の傾向が強まったことで、設備投資を行う際の借入への依存度が低下したことが背景にあると考えられる(図表5)。

図表4 設備投資と長期借入金



(資料)財務省『法人企業統計』

図表5 設備投資対キャッシュフロー倍率



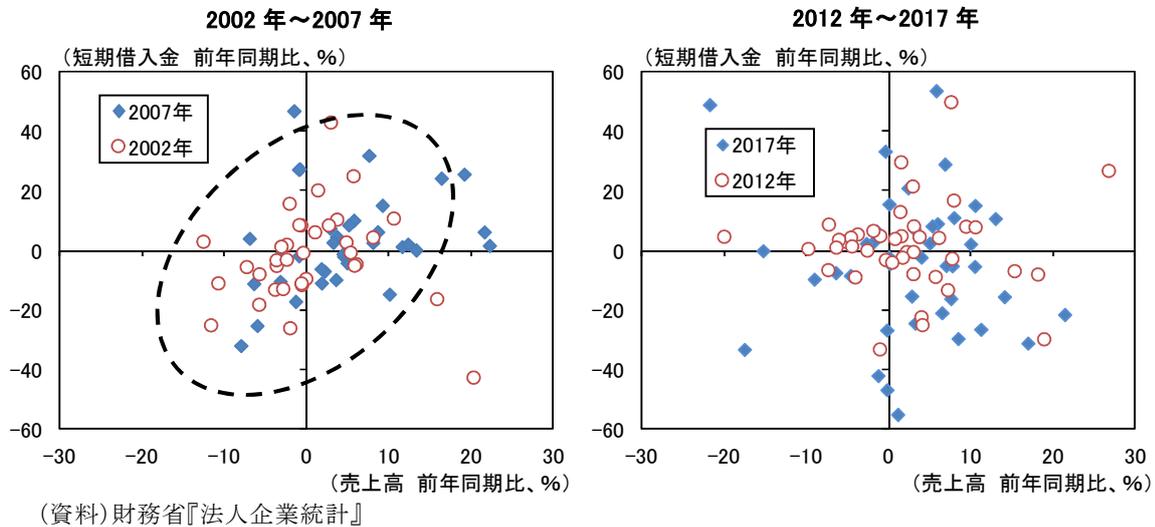
(注)キャッシュフロー=減価償却+経常利益÷2で算出。

数値は後方4四半期平均を使用。

(資料)財務省『法人企業統計』

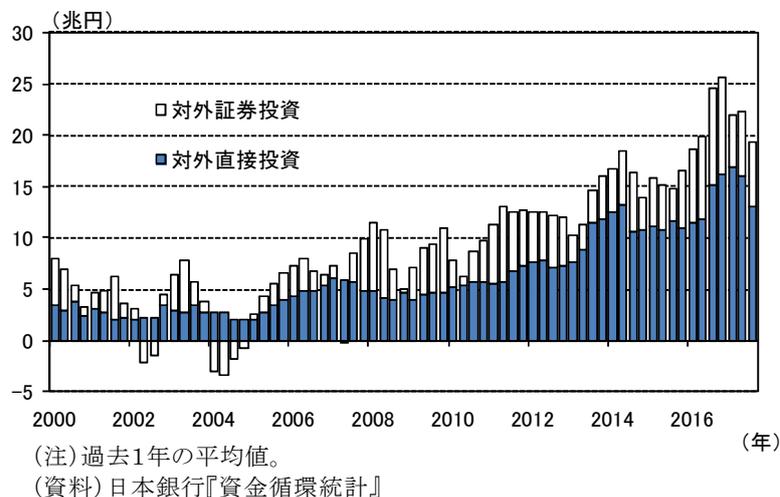
次に売上高と短期借入金との関係を見ると、「いざなぎ景気」では売上高と短期借入金は同時に増える正の相関関係が見て取れるが、「アベノミクス景気」ではその関係が薄れており、売上の増加が必ずしも短期借入需要につながっていない(図表6)。

図表6 売上高と短期借入金



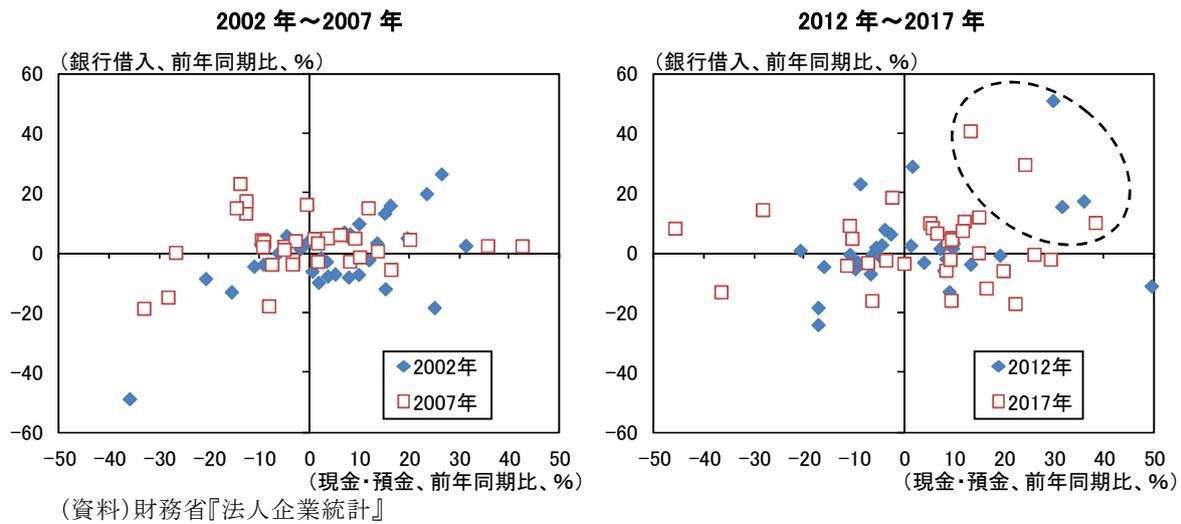
では、今回の景気回復局面において、銀行貸出が安定して増えている理由は何であろうか。一つは、かつてのような国内の設備投資ではなく、海外企業の買収を目的とした対外証券・直接投資に資金が使われるようになったことが考えられる。図表7をみると、「いざなぎ景気」の頃に比べて、「アベノミクス景気」では、対外証券・直接投資の金額が大幅に増加している。

図表7 企業部門の対外純投資額



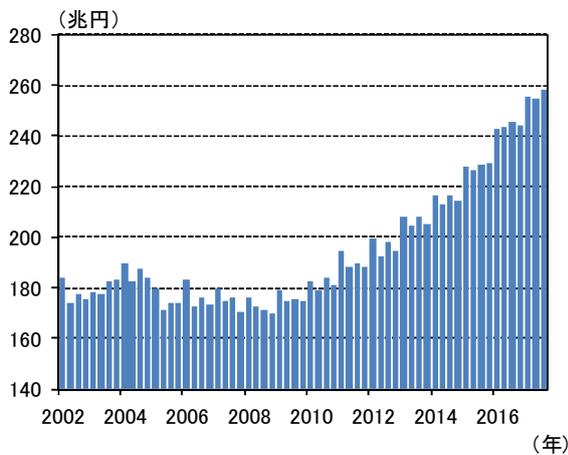
しかし、現金・預金と銀行借入の関係を見ると、「アベノミクス景気」では双方を大幅に増やす業種が出てきていることから、海外投資のための借入以外の要因も大きいと考えられる(次頁図表8)。日銀の資金循環統計で企業部門全体の有利子負債と現預金全体の動きを見ても、現預金の保有残高は過去最高で、借入は増えているが現預金残高を引いた部分は殆ど増えていない(次頁図表9、10)。通常は手元資金に余裕があれば借入の返済をするが、最近の企業行動はそうになっていない。こうした行動の背景には2013年以降の日銀による一連の金融緩和政策による超低金利環境がある。

図表8 現金・預金と銀行借入

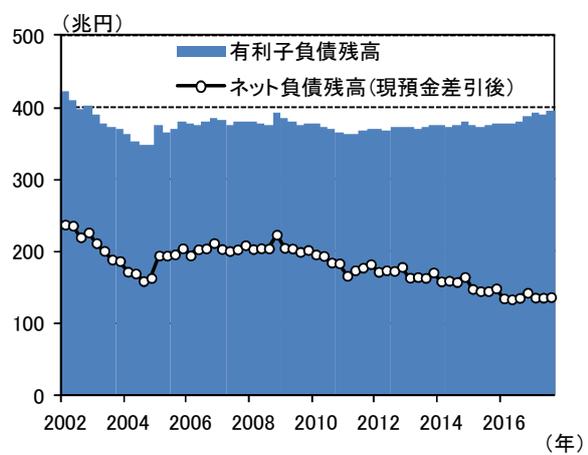


企業にとっては、海外投資用の資金以外にも、低金利が続くうちに長期の資金借入をするインセンティブが働くとともに、低金利で資金保有コストが低下しているために現預金と借入、双方の両建て保有が増えているとみられる。

図表9 民間非金融企業部門の現預金保有残高



図表10 民間非金融部門の有利子負債残



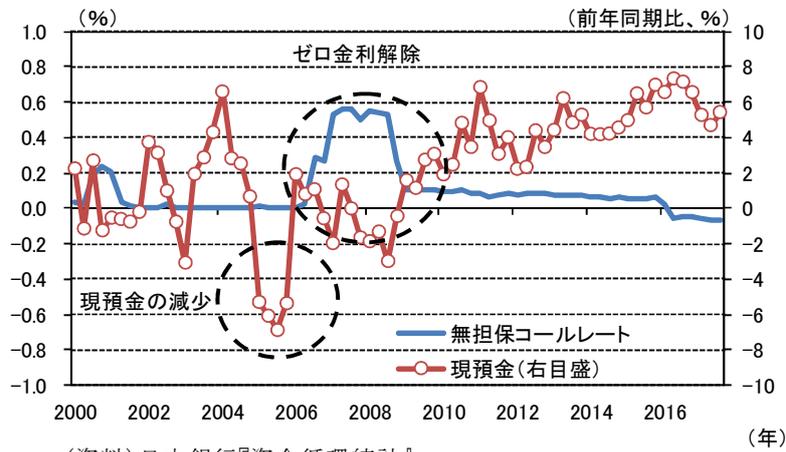
4. まとめと先行き

以上みてきたように、「いざなぎ景気」と比較した「アベノミクス景気」における銀行貸出増加の特徴は、①企業部門に過剰債務が存在しないこと、②日銀の金融緩和政策によって、コールレートがマイナス圏まで低下した超低金利環境、の2つの要因によるものである。

日銀の2%の物価目標到達は困難とみられており、今後も現在のような金融緩和状況が続くことで、銀行貸出は緩やかに増えていくであろう。現在の銀行貸出の増加は、国内設備投資から海外投資への資金シフトという側面もあろうが、低金利による資金調達及び資金保有コストの低下によ

って、現預金と借入の両建て保有が増えている影響が大きいと考えられる。そのため日銀の金融政策正常化観測が出れば、2006年のゼロ金利解除観測が高まった時と同様に、金利上昇を見越して、手持ちの現預金で借入の返済を行い、両建て保有を解消する企業が増えることで貸出の伸びの押し下げ圧力になると考えられる(図表 11)。

図表 11 コールレートと現預金保有残高の動き



(資料) 日本銀行『資金循環統計』

(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。