

2012. 12 No.8

三井住友信託銀行

調査月報



SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

経済の動き

2012・2013 年度の内外経済見通し

～国内外に下振れリスク抱え外需回復を待つ日本～	1
欧米長期金利の二極化はいつまで続くか	13
景気減速が中国銀行業に与える影響	20

2012・2013 年度の内外経済見通し

～国内外に下振れリスク抱え外需回復を待つ日本～

<要旨>

ここ数カ月の国内景気は、内需・外需双方の落ち込みによって急速に厳しさを増しており、政府の景気循環判定基準に沿えば、日本経済は既に 2012 年3月頃を山とする景気後退局面に入っている可能性が高い。当面内需には期待できないため、景気底打ちのきっかけを外需環境の回復を待たざるを得ない状況にある。

海外経済情勢は、欧州で実体経済の悪化が続く一方、中国の景気は全体として減速した状態にありながらも在庫調整進捗などから底打ちの兆しが見られ、米国では住宅市場の回復を背景とした家計支出の増加が続いている。こうした流れは今後も大きく変わらず、半年ほど経過した 2013 年春頃から米中景気が安定度を増し、その恩恵を受けて日本は景気後退局面を脱するというのが基本的なシナリオである。

但し欧州債務問題の収束にはなお多くの障害が残り、再び緊張化の局面を迎える可能性が高い。アジアでは中国以外の国にも景気減速が拡大し始めており、米国では財政を巡る不確実性に起因する実体経済への悪影響が春先以降にも尾を引く恐れがある。こうした懸念が実現した場合は、2013 年度からの内外景気回復というシナリオの前提が崩れてしまう。米中の回復を待つ向こう半年の間は、様々な下振れリスクを強く意識せざるを得ない時期が続くだろう。

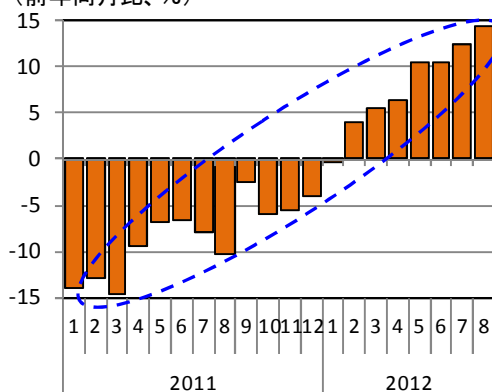
1. 急速に厳しさを増す国内経済

我が国の経済環境は、内需・外需双方の落ち込みによってここ数カ月急速に厳しさを増している。2012年に入ってから国内景気は、①東日本大震災からの復興に関連する公共投資増、②エコカー補助金による自動車販売台数増加、そして③震災によって大きく落ち込んだ娯楽などサービス関連消費支出の回復—によって順調な推移を保ってきた(図表1～3)。

しかし、足許では公共投資を除いて下落に転じた。7月頃から伸び悩んでいた自動車販売台数は、9月のエコカー補助金の支給終了によって急減した。また、家計のサービス関連支出は震災前

図表1 公共投資の推移

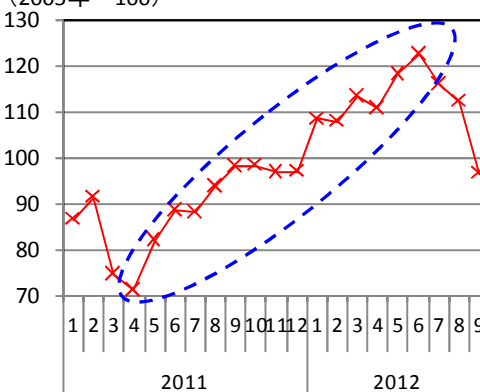
(前年同月比、%)



(資料)国土交通省「建設総合統計」

図表2 小売業販売額指数(自動車)

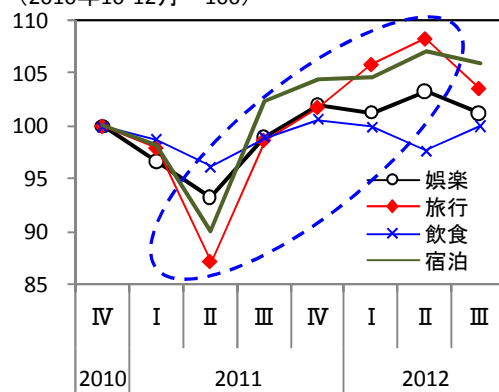
(2005年=100)



(資料)経済産業省「小売業販売額指数」

図表3 サービス支出関連の活動指数

(2010年10-12月=100)

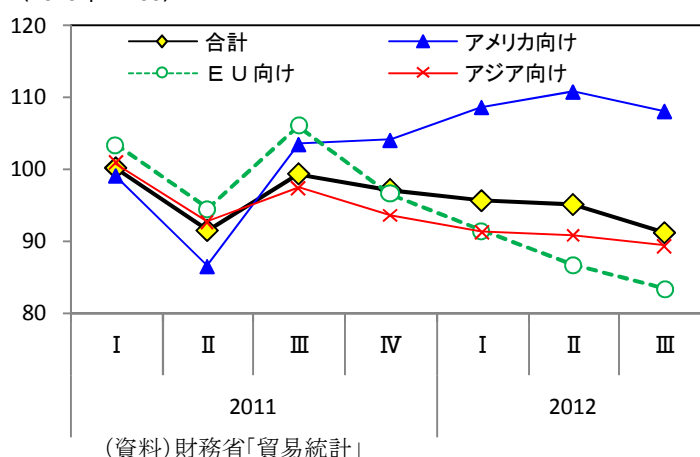


(資料)経済産業省「第3次産業活動指数」

を上回る水準まで回復していたが、夏以降失速した。2012年夏の一人当たり賞与が前年比▲1.4%とマイナス、しかも2010年冬季賞与以来夏冬合わせて4半期連続で前年比減少するなど家計所得環境が弱い中では、サービス支出増加の持続性はもとより期待できる状況ではなかったと言える。

自動車販売とサービス支出の伸びが頭打ちになる局面が来ることは予めわかっていたことであり、国内景気が順調な推移を保つには外需の回復が必要であったが、足許の輸出は海外経済の低迷長期化によってむしろ減少している。輸出数量指数を見ると、7-9月期は欧州・アジア向けが明確な減少基調にあり、堅調に推移していた米国向けさえも伸びが止まっている。国内景気の急激な悪化の背景には、このような内外需双方の頭打ちがある(図表4)。

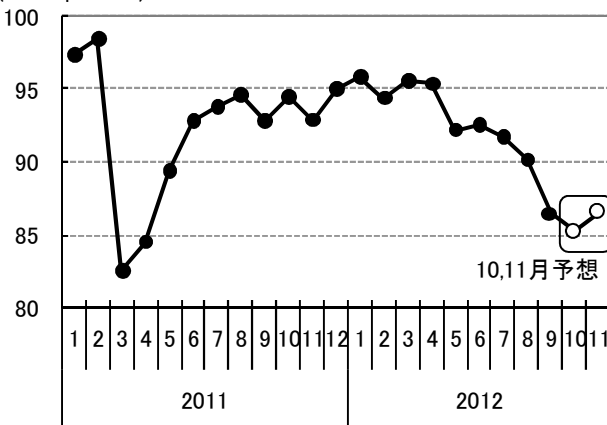
図表4 輸出数量指数の動き
(2010年=100)



内需と外需双方の減少を受けて、経済産業省が公表する鉱工業生産指数は、9月で前月比▲4.1%と大幅かつ3カ月連続の減少となり、四半期平均で見ても、7-9月期は前期比▲4.2%と2四半期連続の減少となっている。また先行きの生産予測は、10月に前月比▲1.5%と減少した後、11月には+1.6%と増産に転じる予想にはなっているが、それでも予測値の10-11月期平均水準は7-9月期実績を4%も下回っていることや、東日本大震災以降も生産実績が予測値を下回り続けていることを踏まえると、生産の減少基調は更に続く可能性が高い。日本政府が採用している景気循環日付の判断基準はこの指数に大きく左右されるため、政府基準に従えば、国内景気は今年3月頃を山として既に後退局面に入っていることはほぼ確定的となった(図表5、6)。

図表5 鉱工業生産指数の推移

(2005年=100)



図表6 業種別に見た国内生産の動き

(季節調整済前月比、%)

	9月実績	10月予測	11月予測	7-9月期前期比	10,11月予測7-9月期比
合計	▲4.1	▲1.5	+1.6	▲4.2	▲4.0
鉄鋼業	▲5.3	+1.6	+2.1	▲4.8	▲1.0
非鉄金属工業	▲1.5	+1.0	+0.0	▲6.3	▲1.0
金属製品	▲0.8	+3.9	+1.5	▲3.8	+3.2
一般機械	▲5.0	▲1.7	▲1.9	▲3.9	▲5.8
電気機械	▲4.9	▲2.8	+6.3	▲5.0	▲3.7
情報通信機械	▲7.3	▲11.4	▲5.4	+2.3	▲19.7
電子部品デバイス	+2.4	+2.4	+3.7	▲6.0	+4.0
輸送機械	▲12.6	+1.7	+0.3	▲11.1	▲7.3
化学	▲3.1	+0.5	+5.1	▲2.1	▲0.2
パルプ・紙	▲0.2	▲0.7	+2.4	▲2.5	+1.0

(資料)経済産業省「生産・出荷・在庫指数」

かかる日本経済の現状は、2012年7-9月期のGDPにも如実に表れている。すなわち、成長率は前期比年率▲3.5%と大幅なマイナスとなった他、その内容を見ても、公共投資と政府支出は前期比増加したものの、個人消費・設備投資・輸出という主要項目がいずれも成長率を大きく引き下げたため、公的需要では支えきれずにGDP全体で大幅なマイナスとなった(図表7)。

図表7 実質GDP成長率の内訳

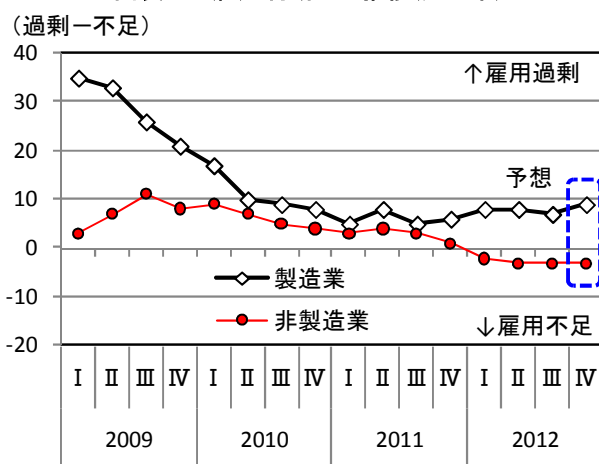
	2011年 10-12月期	2012年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度
GDP	▲1.2	5.2	0.3	▲3.5	▲3.5
個人消費	1.9	4.9	▲0.4	▲1.8	▲1.1
民間住宅	▲0.4	▲4.4	6.0	3.8	+0.1
設備投資	21.7	▲7.4	3.8	▲12.1	▲1.7
民間在庫(年率兆円)	▲4.5	▲3.2	▲4.0	▲2.9	+1.0
政府支出	1.3	4.3	1.9	1.4	+0.3
公共投資	▲2.0	17.7	11.0	16.8	+0.8
財・サービス輸出	▲16.1	14.1	5.3	▲18.7	▲3.1
財・サービス輸入	3.8	9.2	7.3	▲1.4	+0.2

(資料)内閣府「国民経済計算速報」

今回のGDP結果の中で、特に懸念されるのは設備投資の大幅減少である。9月に調査・集計された日銀短観では、大企業の2012年度設備投資計画は前年比+6.4%と比較的高い伸びになっており、3か月前の計画よりも僅かながら上方修正されていた。設備投資が堅調な伸びを維持することは、企業行動が委縮しておらず、国内に一定の需要が残ることを意味する。しかし企業が設備投資を本格的に絞り始めると、ある企業の設備投資手控えが、設備を供給する側である機械メーカーや建設会社といった他業種に悪影響となって拡散していくことになる。今回のGDPにおける設備投資の大幅減は、今年度内の設備投資計画が堅調であるという見方を修正する必要性が高まっていることを示唆する動きであり、この先の内需の動きを見る上でも重要な懸念材料である。

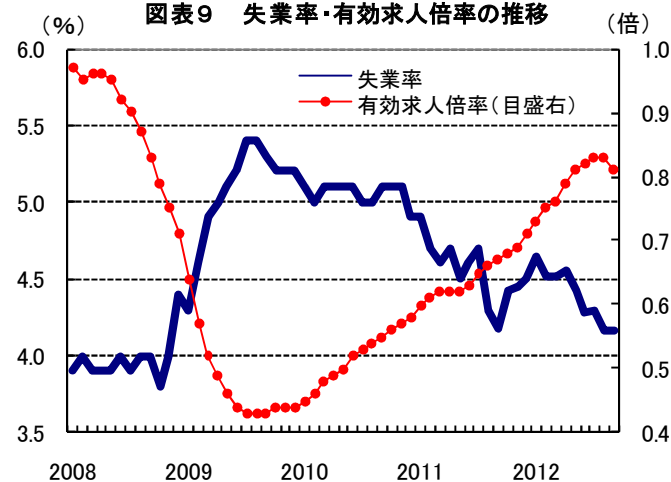
同じことは、雇用情勢にも当てはまる。9月の日銀短観における雇用判断DIは、大企業製造業+8から+7に低下(雇用過剰感が緩和)し、非製造業では▲3(人員不足)のまま横ばいで、企業の雇用に対する姿勢が急に委縮するような動きは見られなかった。しかし、2012年9月の有効求人倍率が38カ月ぶりに悪化するなど、ここにきて企業が雇用を絞り込む兆しが出始めている。雇用情勢が大幅に悪化した場合、家計所得と個人消費が減少し、企業の売上・利益減少が更なるリストラを迫るという悪循環に陥る(図表8、9)。

図表8 雇用判断DIの推移(大企業)



(資料)日銀短観

図表9 失業率・有効求人倍率の推移



(資料)総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

このように、国内企業の投資・雇用に対する姿勢は、この先の日本経済が部門間の悪循環を伴う深刻な状況に陥るのか、それとも踊り場に近い状態で踏みとどまるのかの分岐点である。

そして、企業の姿勢の悪化が回避できるかどうかは、もはや内需の牽引力に期待できない以上、外需の動向にかかっている。今は弱い外需環境がいつ改善するのかが、日本経済にとっても最も重要な点と言える。

以下では、海外経済の現状と先行きについて見ていくこととする。

2. 海外経済の現状と見通し

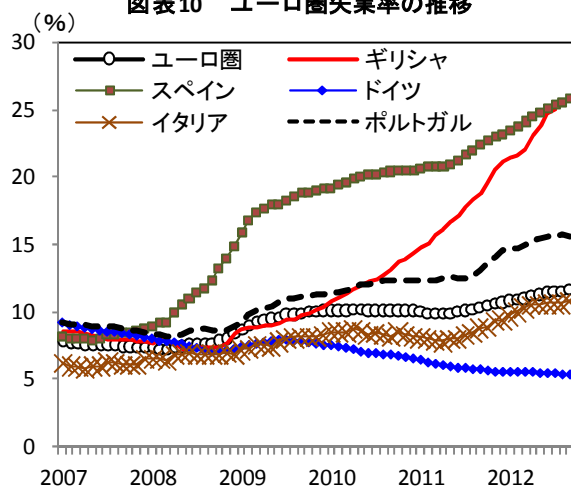
(1) 欧州経済金融情勢 ～ 「先送り」による小康状態の維持

9月上旬に欧州中央銀行(ECB)が、金融市場の安定化策として無制限のユーロ圏国債を買い入れる施策(OMT)を導入して以来、欧州の金融市場は小康状態を維持している。また10月には、一時的な救済機関である欧州金融安定基金(EFSF)の後継的な位置づけにあり、恒久的組織である欧州金融安定メカニズム(ESM)も発足するなど、問題解決に向けた枠組みはある程度進んできた。しかし、OMTによる国債買い入れ対象となるには支援を受ける国が自ら申請を行って厳しい財政再建プログラムに従う必要があり、最初の候補であるスペインが今のところ申請を行っていないため、OMTを活用した問題解決への動きは進んでいない。

財政再建中のギリシャでは11月半ばにも資金枯渇が懸念されていたが、135億ユーロの財政赤字削減を柱とする2013年度予算案が議会を通過。これを好意的に評価したトロイカ(EC・ECB・IMF)中心とする支援側は、2012年3月に決定されたギリシャ向け第二次金融支援を継続する意向を表明するとともに、「2014年までに財政赤字GDP比率を3%まで削減」という財政再建目標の期限を2年先送りすることを認めたとされている。またポルトガルでも、2011年の金融支援決定時に定めた財政赤字削減目標の達成が難しいことが10月末に明らかになり、2013年度財政赤字GDP比率目標が3.0%から4.5%まで下方修正されている。今なお欧州の金融市場が小康状態を保っている背景には、こうした「先送り」が認められることによって目先の緊張化局面入りが回避されていることがある。財政赤字削減ペースが遅くなることによって追加支援の必要性が出てくることは不可避であり、将来のいずれかの時点で、その負担を巡って新たな火種となる可能性は非常に高い。

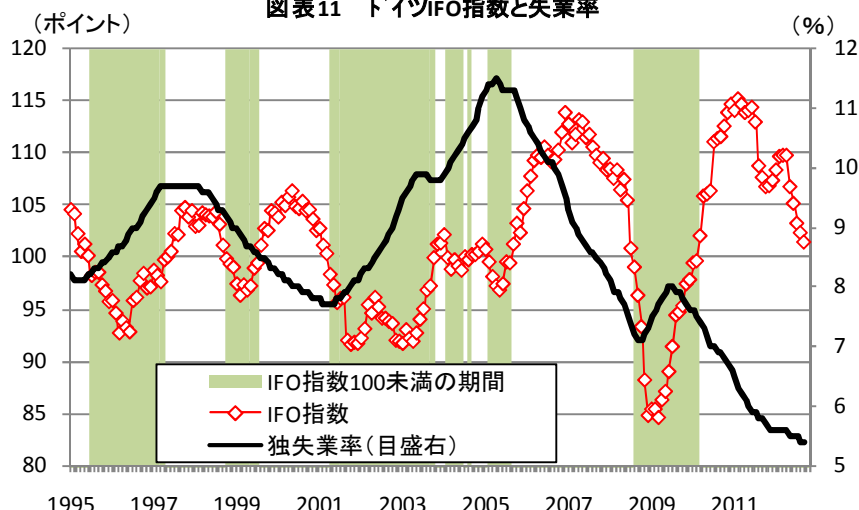
また、実体経済の悪化も続いている。ユーロ圏の経済成長率は2012年7-9月期に前期比年率▲0.2%と2四半期連続のマイナスに陥った他、失業率はユーロ圏全体の失業率は9月に11.6%と12%に近づき、スペインは25.8%にも達した(図表10)。ドイツの失業率は依然として5%台半ばの過去最低水準を維持しているが、IFO指数が100まで低下するなど、既に景気減速感が鮮明である。過去におけるIFO指数とドイツ失業率の動きを見ると、IFO指数が100を下回るとドイツ失業率が上昇するケースが多かったことから、この先ドイツでも失業率が上昇し始める可能性が高いと見る(図表11)。ドイツでの失業率上昇は、ユーロ圏全体の景気に対する見方が厳しくなるきっかけになる他、周縁国への支援に対するドイツ国民の理解が得にくくなることによって、財政統合への道のが遠くなる形で、欧州債務問題収束の障害となるだろう。

図表10 ユーロ圏失業率の推移



(資料)Eurostat

図表11 ドイツIFO指数と失業率



(資料)Eurostat、Bloomberg

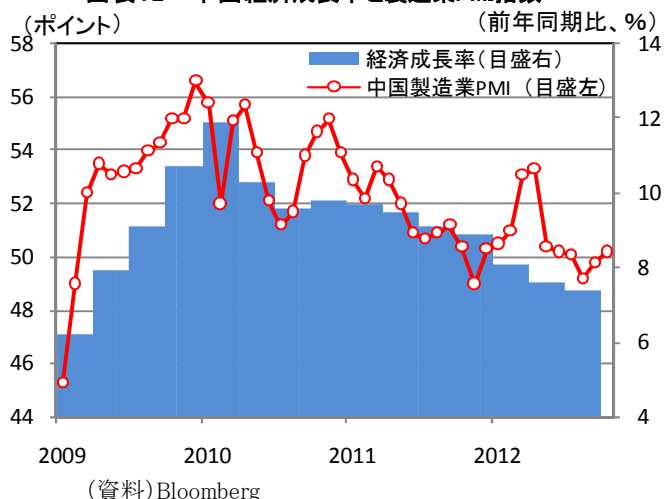
これらの材料を踏まえると、小康状態を保っているもののむしろ実体経済は悪化しており、財政・金融・実体経済3者間の悪循環の中にあると判断せざるを得ない。例えば、スペイン一国をとりあげても、失業率が25%を超える環境下で財政再建を進めていかなければならない。OMTを活用するしないにかかわらず、その過程はかなりの紆余曲折を伴うものとなるのは想像に難くない。この先、そう遠くない将来において再び緊張化の局面を迎えると見るべきであり、そうなれば市場からの圧力を受ける形で一定の対策が講じられて小康状態を迎えるものの、その後別の問題が浮上して再び緊張化の度合いを高める—といった、これまでの循環を繰り返すことになるだろう。この間実体経済は、財政再建そのものが景気の足を引っ張ることに加えて、強い不確実性が残る中で家計や企業が支出・投資を控えるため、ユーロ圏の内需は弱い動きを続けると見込む。

ユーロ圏がこの先景気回復へのきっかけをつかむとすれば、輸出の増加以外には考えにくい。米国・中国を中心とする世界景気が上向き始めたとしても、その恩恵を受ける度合いは、輸出競争力の優劣から見てドイツに偏ることは確実で、今でさえも明確になっている国家間の経済パフォーマンス格差は更に拡大していく。国家間の経済情勢格差拡大は、中核国から周縁国に対する必要支援額を増加させ、救済のための政治的なハードルを高めることになる。従って、ユーロ圏全体の実体経済が外需環境の回復をきっかけとして下げ止まったとしても、政府債務問題の解決は依然として容易ではなく、ユーロ圏の経済パフォーマンスが米国やアジアと比べて劣る要因として繰り返されるだろう。

(2)アジア新興国 ～ 中国では景気底打ちの兆し出るも、NIEs や ASEAN への波及に要注意

アジア新興国で中心的な位置を占める中国は、7-9月期の経済成長率が前年同期比+7.4%と7%前半まで下がるなど、全体としては減速した状態が続いているが、8月前後を境に景気の底打ちを示唆する材料が増加してきた。中国製造業PMI指数が10月に50.2と3カ月ぶりに50を上回ったことや、堅調な回復を見せる米国向けその他、今なお高い成長率を維持するASEAN向けを中心として輸出の前年同月比伸び率が高まっていることがその例である(次頁図表12、13)。

図表12 中国経済成長率と製造業PMI指数



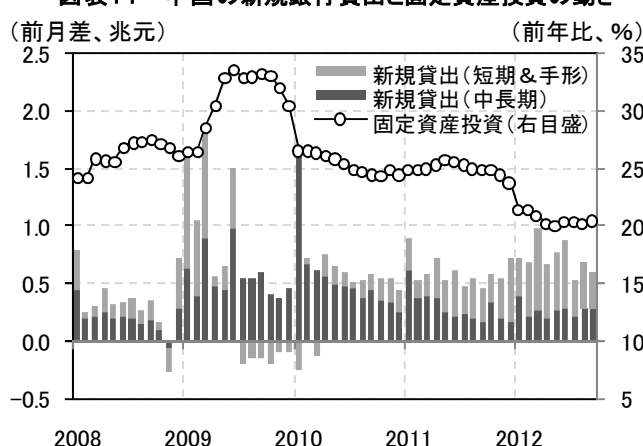
図表13 中国輸出入の動き

	2012 (前年同月比、%)				
	6	7	8	9	10
輸出合計	11.3	1.0	2.7	9.8	11.5
EU	▲ 1.1	▲ 16.2	▲ 12.7	▲ 10.7	▲ 8.1
日本	0.1	▲ 1.0	▲ 6.7	2.2	1.1
米国	10.6	0.6	3.0	5.5	9.0
ASEAN	26.4	13.3	10.3	25.5	44.8
輸入合計	6.1	4.6	▲ 2.6	2.4	2.4

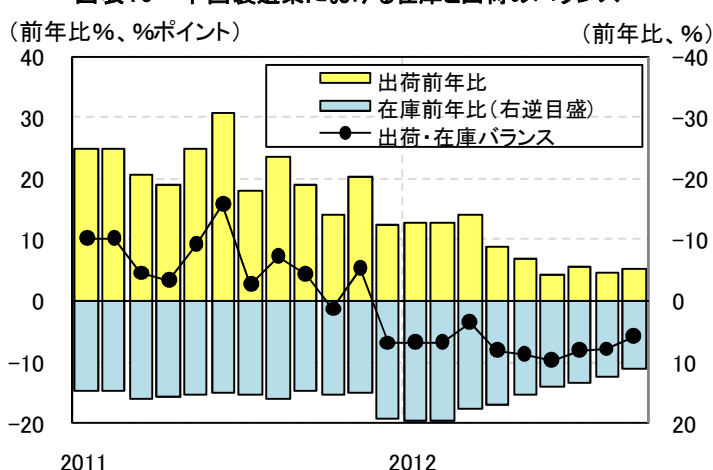
(資料) CEIC

今のところ、銀行貸出の増加ペースはさほど高まっていないため、既に始まった金融緩和策の効果が本格的に出ているわけではなく、実際に固定資産投資の伸び率も20%前後のままで加速していない(図表14)。にもかかわらず底打ちに向けた動きが出始めた背景には、中国からの輸出がプラスの伸びを保つ中で、中国国内での在庫調整が徐々に進捗して生産抑制圧力が緩和し始めたという循環的なプラス要因があると見られる(図表15)。

図表14 中国の新規銀行貸出と固定資産投資の動き



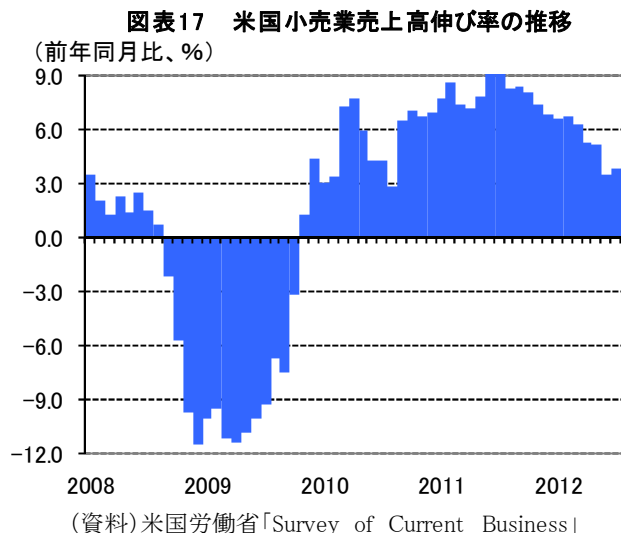
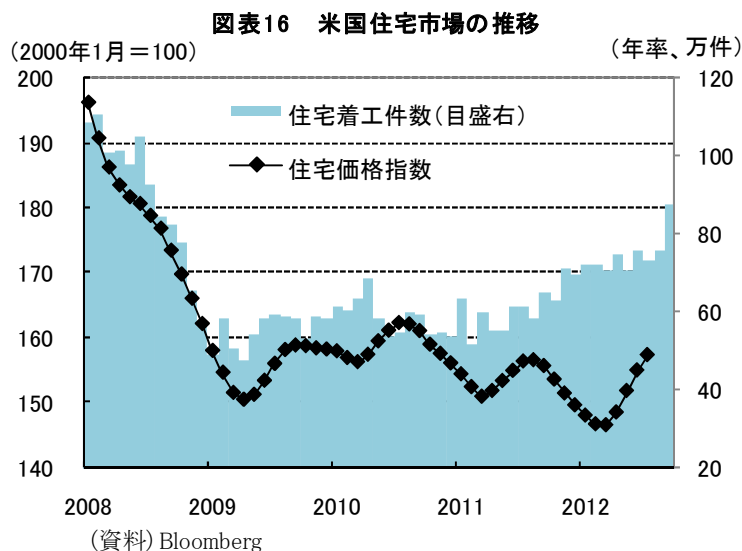
図表15 中国製造業における在庫と出荷のバランス



これまでも中国景気を押し上げる要因として期待されていた経済政策については、11月の政権交代後、例年は12月に開催される中央経済工作会议などを経て、徐々に新政権の経済政策実施環境が整備されていくことになる。逆にいえば、景気を押し上げるための経済政策が実行に移されるまでにはまだ時間を要するということであり、リーマンショック後の緩和ペースがあまりに急激であったために過剰投資や不動産価格高騰を招いた反省もあることから、この先の中国景気の拡大ペースは緩やかなものに留まると考えられる。成長率は2013年初めまでは7%台のまま推移し、年半ば以降は経済政策の実施や在庫調整の更なる進捗によって上昇するものの、8%前半まで高まる程度に留まると見込む。

(3)米国 ～ 家計部門が下支え役で回復の動き持続

米国では、支出を伸ばす家計部門と、慎重な姿勢を維持する企業部門との対比が明確になっている。家計部門では、サブプライムローン問題の顕在化以降長きに亘って景気の足を引っ張ってきた住宅市場の回復とともに、消費の底堅い伸びも続いている(図表 16、17)。



一方で企業部門は、2013 年の初めから適用される国防費削減を含む歳出削減と減税の期限切れからなる財政緊縮(いわゆる「財政の崖」)に伴う不確実性に直面し、設備投資を絞っている。両部門の対照的な動きは、7-9 月期の米国 GDP で家計消費と住宅投資がいずれもプラス寄与になった一方、非住宅投資と民間在庫増減の双方がマイナス寄与となったことにも表れている(図表 18)。

図表 18 米国GDP成長率の内訳

(前期比年率、%)

	2011		2012		
	III	IV	I	II	III
実質GDP	1.3	4.1	2.0	1.3	2.0
個人消費	1.2	1.5	1.7	1.1	1.4
非住宅投資	1.7	0.9	0.7	0.4	▲ 0.1
住宅投資	0.0	0.3	0.4	0.2	0.3
在庫増減	▲ 1.1	2.5	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.1
純輸出	0.0	▲ 0.6	0.1	0.2	▲ 0.2
輸出	0.8	0.2	0.6	0.7	▲ 0.2
輸入	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0
政府支出・投資	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.6	▲ 0.1	0.7

(資料) 米国経済分析局

11 月大統領選挙ではオバマ大統領が勝利したものの、下院では共和党が優勢という「ねじれ」の状態にある。この環境下で、「財政の崖」への対処を迫られるため、ある程度の影響が続くことは避けられず、2012 年末から 2013 年初にかけての成長率は、一時的に 1% 台半ばまで低下するだろう。成長率が 2% を超えて安定するのは、財政に関する不確実性が払拭される 2013 年春以降にずれ込むと見込む。

以上 2013 年までの海外経済見通しをまとめると、ユーロ圏は政府債務問題が緊張化の局面と小康状態を繰り返す中で、国家間の格差を拡大させつつ全体としては低迷した状態が続く。一方中国では、2013 年春先から、経済政策の効果もあって景気減速期間を脱し、米国では財政を巡る不

確実性が払拭されることで経済の拡大ペースが高まっていき、世界経済全体としても明るさを増していくというのが基本的なシナリオである。

但し、この先の海外経済情勢がこのシナリオ通りに運ぶかどうかはまだ予断を許さない。上のシナリオでは、欧州債務問題が緊張化と小康状態の波を繰り返しつつも、中国をはじめとするアジア新興国と米国景気の回復を阻害しないことを前提としているが、既にユーロ圏で最も経済的に強いドイツでさえも景気減速色が強まっている現状に鑑みれば、財政・金融・実体経済間の悪循環が起き、再び他経済圏に多大な悪影響を及ぼす可能性は念頭に置く必要がある。

他の経済圏でも、中国では欧州経済情勢が更に悪化した場合の他、米国と ASEAN の景気が悪化した場合には輸出が再び頭打ちになる。そして米国では、財政の崖に対して適切な対応が取られず悪影響が長引いた場合、堅調な景気の足を引っ張る他、金融市場でも「質への逃避」によって欧州債務問題を更に悪化させるなど、他地域の状況悪化に連鎖していく恐れが高まる。

先に述べた、「2013 年春からの米中回復」シナリオは、こういったリスク要因がいずれも顕在化しないことが前提であり、これに反する動きが出た場合、世界経済の回復局面入りは大幅に遅れることとなる。

そして海外経済の回復の遅れは、もはや内需の伸びが望めず外需に頼るしかない日本の景気を下振れさせることにもなる。今回の経済見通しでは、米中景気の安定を待つ 2012 年度内は低成長のまま推移した後、2013 年度以降は輸出とともに設備投資も伸びていき、今年初めから始まった景気後退局面も約 1 年という短期間で終了することを基本的な想定としたが、この先の海外経済が顕著な悪化に向かった場合、あるいは回復局面に入る時期が遅れた場合は、日本国内で家計・企業間の悪循環が起き、深く長い景気後退局面となることは避け難くなる。大幅な落ち込みを避けて回復に向かうという基本的なシナリオでの 2013 年度成長率は +1.2% と見るが、この先大幅なマイナス成長が続いた場合は、0% 近辺まで低下するリスクがある。

なお消費税率の引き上げを控えて、個人消費は 2013 年 10-12 月期から駆け込み需要が発生し、2014 年 1-3 月期の個人消費伸び率は前期比年率 +6.0% とかなり高い伸び率とした。住宅投資では、2013 年度に入る頃から消費税率上昇前の引き渡しを睨んだ着工が増加するために伸び率が高まるとしている。両項目の駆け込み需要のために、2013 年度の成長率は 0.3~0.4% ポイント程度押し上げられると想定した。

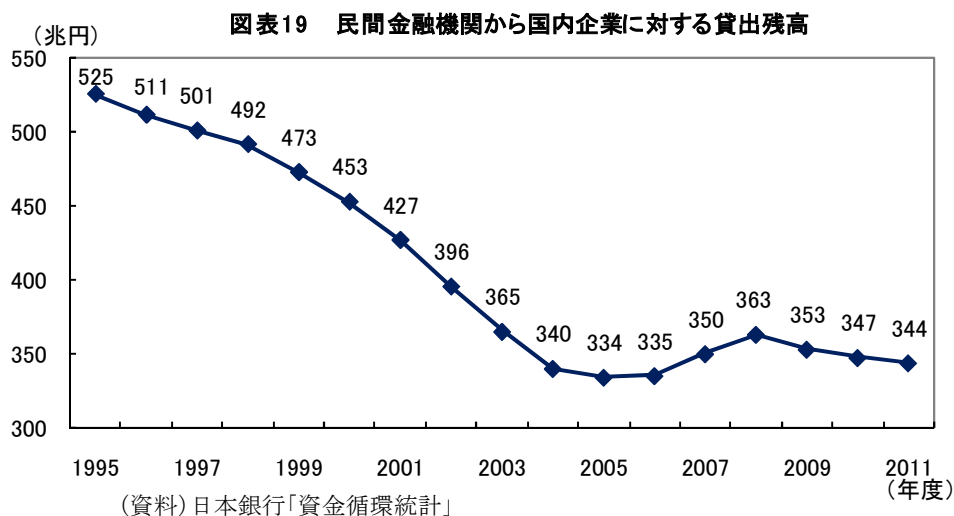
3. 物価と金融市場の現状と見通し

(1) 長短金利

① 日銀の金融政策

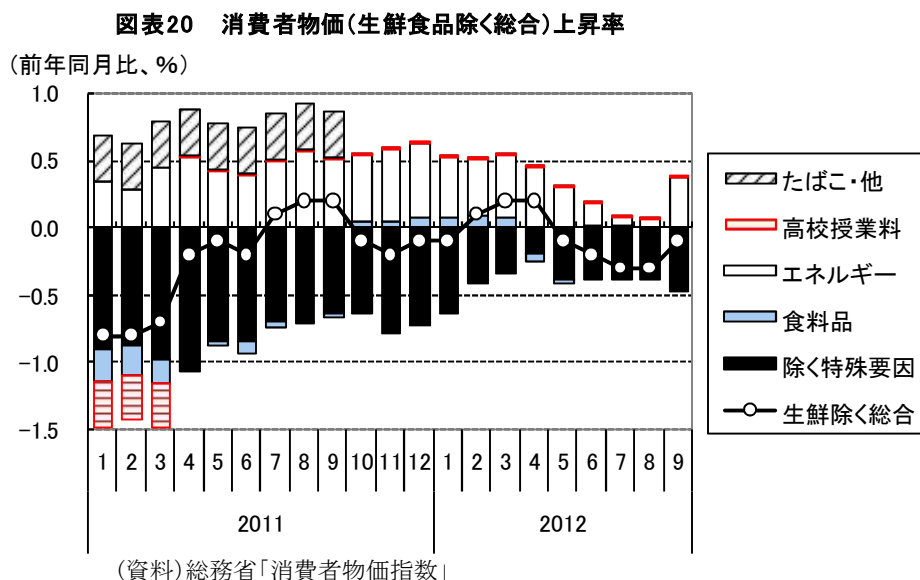
日銀は、国内景気の急速な悪化を受けて、9 月に続いて 10 月にも金融緩和強化に踏み切った。10 月の金融緩和の際には、従来から拡大を繰り返してきた資産買入等基金の枠を 80 兆円から 91 兆円に増やした他、貸出が増えた銀行に対して増額分の低利バックファイナンスを制限を設けず行うという二つの施策を採用した。前者はこれまでの延長線上の施策であるのに対して、後者は金額

無制限となっている点について新たな試みである。この施策は銀行にインセンティブを与えることによって長期に亘って減少している貸出を増加させ、マネーストックの増加を通じて金融緩和策の効果が強まることを狙ったもので、効果はこの先の銀行貸出の動き次第ということになる(図表 19)。



但し、資金需要が弱い中でどの程度貸出が増えるかは不透明であり、銀行間の貸出競争が激化するだけに終わる可能性も高い。また、別の視点から見ると、この制度を利用して顧客に低利資金を融資できるのは貸出を増やす銀行だけということになると、顧客の方で銀行選別を強めることになる。この結果、銀行間の格差が拡大する可能性も指摘できよう。更に、資金需要がない中で無理に貸出を伸ばそうという動きが強まったり、貸出競争で増やされた資金が特定の分野に集中したりすると、不良債権の増加や特定資産の価格高騰といった金融面での歪みが発生する恐れが強まる。今後の制度設計において、これらのリスクにも一定の配慮がなされると考えるが、長い目で見ればこういった点も念頭に置く必要があるように思われる。

なお政策金利については、2013 年度内に利上げが行われる確率はゼロに等しい。足許の消費者物価上昇率(生鮮食品除く総合、以下「CPI コア」とする)がエネルギー等の特殊要因除きでマイナスが続いていること(図表 20)、そして足許の景気悪化で需要不足が拡大してデフレ脱却が遠のくことから、2013 年度内の CPI コア上昇率はマイナスのまま推移すると予想する(CPI コア上昇率予想:2012 年度前年比▲0.2%、2013 年度▲0.2%)。従って、利上げの条件である「CPI 上昇率+

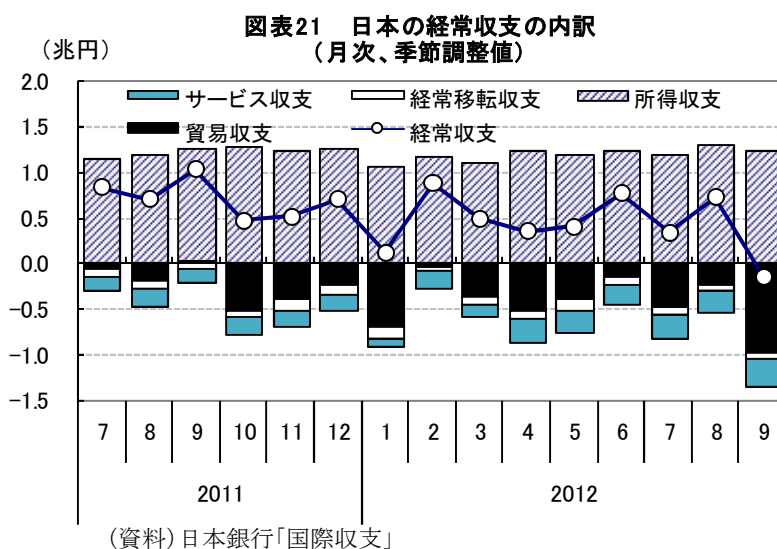


1%が展望できる状況になること」が満たされるのはかなり先のこととなろう。逆に、海外経済低迷の長期化や円高圧力の強まりによって、資産買入等基金枠の拡大をはじめとする金融緩和強化を余儀なくされる可能性の方が高いと見ている。

②長期金利(10 年国債利回り)

長期金利は、米国において「財政の崖」と債務上限問題に起因する不確実性が払拭される 2013 年度入り以降米国とともに上昇局面に入るものの、日銀による包括的金融緩和による時間軸効果がかかり強いために国内長期金利の上昇が抑えられ、2013 年度末まで1%台前半に留まるという低位安定での推移を見込む。

消費税率の引き上げに目途が立ったこともあって我が国の厳しい財政状況に起因する急激な金利上昇、いわゆる「悪い金利上昇」が短期的に起こる可能性は高くないと見ているが、2012 年 9 月の経常収支が季節調整後で赤字になったことは、日本の国債市場の安定にとって懸念材料である。今のところは単月の動きだが、海外経済の低迷が長引いて経常赤字も長期化するという見方が強まった場合、GDP 比で見た債務残高の水準が群を抜いて高いだけに、更なるソブリン格下げなどをきっかけに金利が急上昇するリスクは完全に否定できない。大小様々な政党が入り乱れたまま総選挙に突入するなど、政治面で不安定な状態にあることも金融市場安定にとってはマイナス材料である。日本国債周辺に生じるリスクは、これまで以上に注視しておく必要がある(図表 21)。



(2)為替レート

①円ドルレート

ここ数カ月の円ドルレートは、ほぼ1ドル＝78～82 円の範囲内を上下する状態が続いている。この先は、景況感から見れば明らかに日本よりも米国の方が強いものの、2013 年春までは米国の財政を巡る不確実性が残るため、大幅な円安は考えにくく、逆に一時的に円高圧力が強まる時期も出るだろう。2013 年度以降は日米の景気格差を反映して円安が進み始めると見るが、連邦準備理事会(FRB)が 2015 年半ばまでの低金利政策維持の可能性を示すなど、米国でもある程度時間軸効果が残るため、日米金利格差はさほど拡大せず、円安のペースも遅いものに留まる。2013 年度末で1ドル＝80 円台前半程度を予想する。

②円ユーロレート

9月6日に ECB が無制限の国債購入による金融安定化策を発表して以来、欧州の金融市場は小康状態を保っており、それまで1ユーロ=90 円台後半で推移していた円ユーロレートはややユーロ高に振れて、9月上旬以降は同 100～105 円の範囲内にある。

欧州債務問題は、これまで何度も沈静化と再燃を繰り返し、その度に円ユーロレートも上昇と下落を繰り返してきた。今は落ち着いているものの、この先再び緊張化の局面を迎えることを前提として、円ユーロレートが大きく振れる状態も当面続くだろう。今回の経済見通しにおける予測期間である 2013 年度末まで、1 ユーロ 100 円を中心に振れの大きい展開を予想する。

(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。

総括表 2012・2013年度の経済見通し

(作成日：2012年11月19日)

	2012年度		2013年度		2012上	2012下	2013上	2013下	
	実額	前年度比%	実額	前年度比%					
<実質・2000年基準>									
国内総支出	515.1	0.7	521.5	1.2	0.3	-0.5	0.7	1.5	
民間最終消費					1.7	-0.3	0.3	2.2	
	民間最終消費	306.3	1.0	308.4	0.7	0.3	-0.4	0.2	1.4
					2.2	-0.1	-0.2	1.6	
	民間住宅投資	13.4	2.8	13.9	3.7	1.4	1.6	2.3	1.0
					2.8	2.8	4.1	3.3	
	民間設備投資	65.2	-0.8	65.5	0.4	-1.6	-2.6	0.8	1.5
					2.9	-4.1	-1.7	2.4	
	民間在庫品増加(実額)	-2.9	寄与度 0.1	-1.3	寄与度 0.3	-3.4	-2.4	-1.9	-0.7
	政府最終消費	102.2	2.1	103.7	1.4	1.2	0.8	0.8	0.6
					2.3	1.9	1.6	1.3	
	公的固定資本形成	23.4	9.4	23.5	0.6	6.8	3.9	0.2	-2.0
					8.0	10.4	4.5	-2.2	
財貨・サービス輸出	81.5	-1.3	81.5	0.0	0.4	-4.5	1.1	2.5	
					1.8	-4.2	-3.4	3.5	
財貨・サービス輸入	73.5	4.0	73.7	0.3	2.7	-1.2	0.2	1.3	
					6.8	1.5	-0.9	1.4	
内需寄与度	1.5	民需 0.7	1.3	民需 0.9					
外需寄与度	-0.8	公需 0.8	0.0	公需 0.3					
<名目>									
国内総支出	470.1	0.0	473.8	0.8	-0.1	-0.8	0.6	1.2	
					0.9	-0.8	-0.3	1.8	
GDPデフレーター	91.3	-0.7	90.9	-0.4	-0.8	-0.5	-0.5	-0.3	
企業物価*(10年=100)	100.5	-1.1	101.1	0.6	-1.4	-0.8	-0.2	1.4	
輸出物価*(10年=100)	94.8	-2.4	95.9	1.2	-3.3	-1.4	0.1	2.3	
輸入物価*(10年=100)	107.0	-1.2	110.2	3.0	-2.5	0.1	0.7	5.3	
消費者物価*(10年=100)	99.6	-0.2	99.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	-0.2	
鉱工業生産*(05年=100)	88.8	-4.8	89.9	1.3	0.1	-9.5	-3.5	6.5	
失業率(%)	4.4	-0.2	4.4	0.1	4.3	4.4	4.6	4.3	
雇用者数*(万人)	5,502	0.0	5,501	0.0	0.1	-0.1	-0.2	0.2	
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	-0.3	—	0.0	—	-0.3	-0.3	-0.2	0.3	
新設住宅着工戸数(万戸)	88.4	5.1	89.7	1.5	87.6	87.9	93.5	85.5	
貿易収支(10億円)	-7,079	—	-8,180	—	-2,619	-4,460	-4,230	-3,949	
輸出*(10億円)	60,417	-3.5	60,156	-0.4	-0.9	-6.1	-6.3	5.7	
輸入*(10億円)	67,497	2.1	68,336	1.2	3.4	0.9	-1.0	3.5	
所得収支(10億円)	14,499	—	15,426	—	7,502	6,997	7,983	7,442	
経常収支(10億円)	3,611	—	4,094	—	2,721	889	2,109	1,986	
マネーサプライ*(M2、兆円)	820.6	2.3	836.8	2.0	2.4	2.1	2.0	2.0	
円/ドルレート(円、期中平均)	79.8	—	82.3	—	79.4	80.3	81.5	83.2	
輸入原油価格(ドル/バレル)	109.5	—	108.5	—	114.5	104.5	107.3	109.8	
米国実質GDP(10億ドル)	13585.4	2.2	13845.9	1.9	2.3	1.7	1.7	2.5	

(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。

(期間平均値)

	2012/4-6	7-9	10-12	2013/1-3	4-6	7-9	10-12	2014/1-3
コールレート(無担保・翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.88	0.79	0.77	0.77	0.81	0.87	0.95	1.01
円ドルレート	80.2	78.6	80.0	80.5	81.1	81.9	82.8	83.6

→予測

欧米長期金利の二極化はいつまで続くか

<要旨>

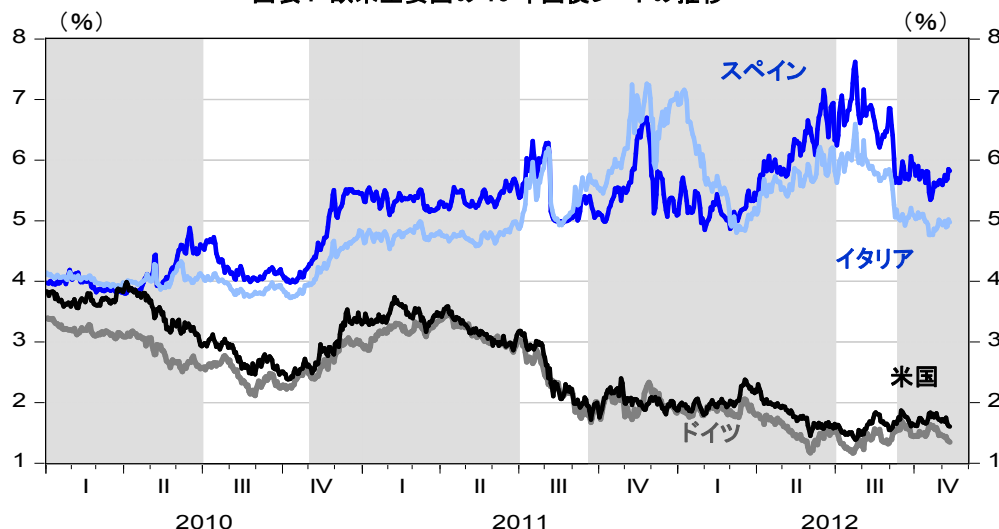
過去3年間で顕著となった欧米長期金利の二極化は一方で、米国債などより安全な国債金利のファンダメンタルズからの乖離をもたらしている。こうした乖離は、先進国経済のマクロ経済環境が好転し正常化の過程で再び収束するとの見方ができる。しかしながら現時点ではスペイン、イタリアといった南欧諸国のマクロ経済環境は半年前から見ても悪化しており、正常化への道程が見通せる状況では全くない。かかる環境を米国債レートに引きつけてみれば、財政の崖に伴う不確実性が残るなか、その不確実性が払拭されると期待される来年春ごろまでは、米長期金利水準には下押し圧力がかかろう。

1. 二極化する欧米長期金利

過去3年間で世界の金融市場で生じた大きな変化のひとつは、欧米長期金利の二極化が鮮明になったことにある。リーマン・ショックに続く世界的な景気後退から回復した 2010 年初頭には、欧米長期金利はいずれも 3～4% の水準で収斂していた。そこから3年を経た 2012 年 11 月時点の長期金利水準は、2% を下回る米独の 10 年債レートと、南欧諸国のうち例えば 5% を超えるイタリアの 10 年債レートや 6% 近辺にあるスペインの 10 年債レート水準とに分かれ、両者の金利差は 3%～4% ポイントにまで拡大している(図表1)。

こうした顕著な乖離は、視点を換えれば、経済政治構造がある程度共通する欧米先進国間で経済ファンダメンタルズが元に戻れば、金利水準はその正常化の過程で再び収束するという見方もできる。そのタイミングは、現在のマクロ環境からすると近いうちに訪れるのだろうか。

図表1 欧米主要国の 10 年国債レートの推移



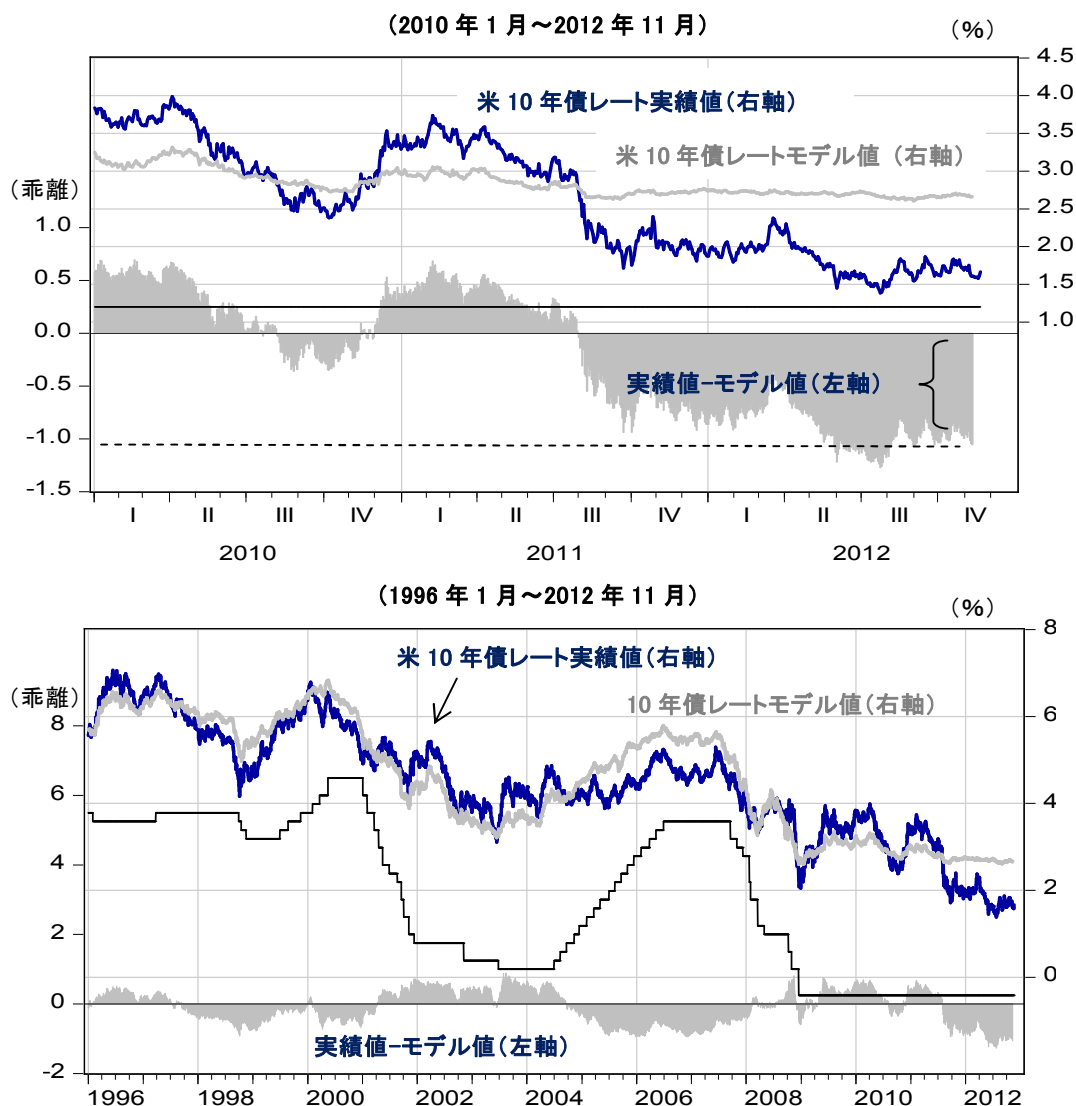
(注) 図表のシャドウ部分は米国の量的金融緩和 (QE1、QE2、OT、QE3) 実施期間を示す。

(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

ところで、このように二極化した欧米長期金利水準の異例なほどの乖離は、各国間での比較に止まらず、その国の経済ファンダメンタルズからみた適正水準からの乖離も著しい。例えば、2%を下回って推移する米 10 年債レートを例に挙げると、消費者物価で測られたインフレ率(10 月前年比 2.2%、食料燃料除きでは前年比 2.0%)を下回り、インフレ調整後でみた長期金利水準はマイナス金利の領域にある。

将来の政策金利予想と経済ファンダメンタルズから導かれる長期金利の「適正水準」の目安として、1993 年以降の米 10 年債レートの日次推移を、政策金利予想(米 2 年債レート)と実体経済の推移(フィラデルフィア連銀公表のリアルタイム経済活動指数)で回帰し計算された 11 月時点の適正水準 2.5%～3.0%(以下、モデル値)と比較すれば、現在の米 10 年債レートは、1.0%～1.5%ポイントほど「適正水準」よりも低い水準に位置している(図表2)。

図表2 米国債レートの経済ファンダメンタルズからの乖離



(注) 米 10 年債レートモデル値は以下回帰式による(決定係数 0.858、カッコ内は推計値の標準誤差)

$$10 \text{ 年債レート} = 2.54 + 0.61 \times 2 \text{ 年債レート} + 0.09 \times \text{Aruoba-Diebold-Scotti 経済状況指数}$$

(0.01) (0.003) (0.01)

(資料) Bloomberg、フィラデルフィア連銀データより三井住友信託銀行調査部作成

こうしてみると、両者の乖離、すなわち欧米各国間の二極化にみられる乖離と経済ファインダメンタルズからみた米 10 年債レートの適正水準との乖離は実は関連が深いということが容易に想像できよう。言い換えれば、イタリアやスペインといった南欧諸国の債券からより安全なドイツ国債や米国債などに資金が逃避し、かかる債券が買われることで異例なほどの低い金利水準がもたらされているとの見方が成立つ。現時点で見てその規模はどのくらいと見たらよいだろうか。

簡便な方法として、先ほど取り上げたファンダメンタルズでは説明しきれない米 10 年債レートの適正水準からの乖離を、イタリアとスペインの長期金利水準で回帰し要因分解してみた。図表3のシャドウ部分が示すように、2011 年後半から 2012 年 10 月にかけての適正水準からの乖離のうち8割ほどは、欧州債務不安再燃による南欧諸国金利の上昇すなわち、南欧国債価格の下落による「質への逃避」によってもたらされたことを示している。つまり、仮に欧州債務不安が完全に払拭されれば、それだけで、1.0%ポイント程度金利が上昇する可能性があることを意味している。

図表3 欧州債務不安で一部説明される米国債レートの低下



(注) 欧州不安により説明される部分は以下回帰式(決定係数 0.58、カッコ内は推計値の標準誤差)。

$$\begin{aligned} \text{実績とモデル乖離} = & 0.53 - 0.24 \times \text{イタリア 10 年債レート} - 0.29 \times \text{スペイン 10 年債レート} \\ & (0.15) \quad (0.03) \qquad \qquad \qquad (0.03) \end{aligned}$$

(資料) Bloomberg、フィラデルフィア連銀データより三井住友信託銀行調査部作成

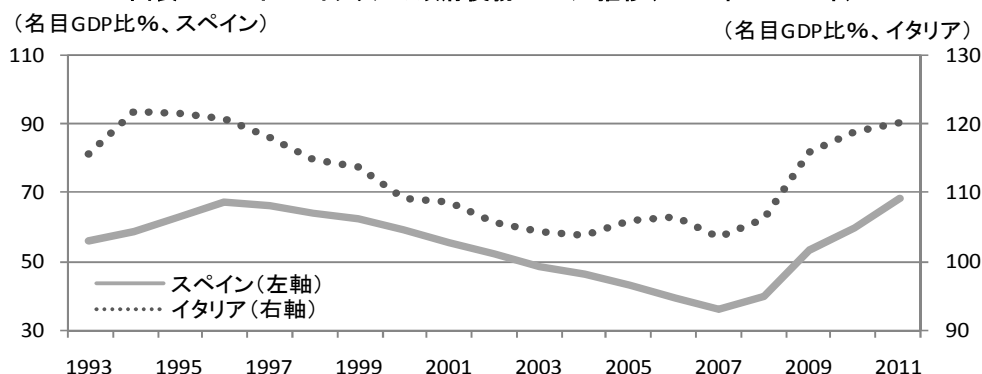
2. スペインとイタリアの債務安定性とマクロ状況

では、冒頭の問いに戻ってそのタイミングは、現在のマクロ環境からするといつ頃と見るべきか。より具体的に言い換えれば、金利上昇がなお懸念されるスペインやイタリアの財政再建が順調になされる目途は現時点で見通せるのだろうか。残念ながら半年前と比較しても、欧州債務安定と経済回復を達成する状況はむしろ悪化していることを踏まえると、その時期は相当先になろう。

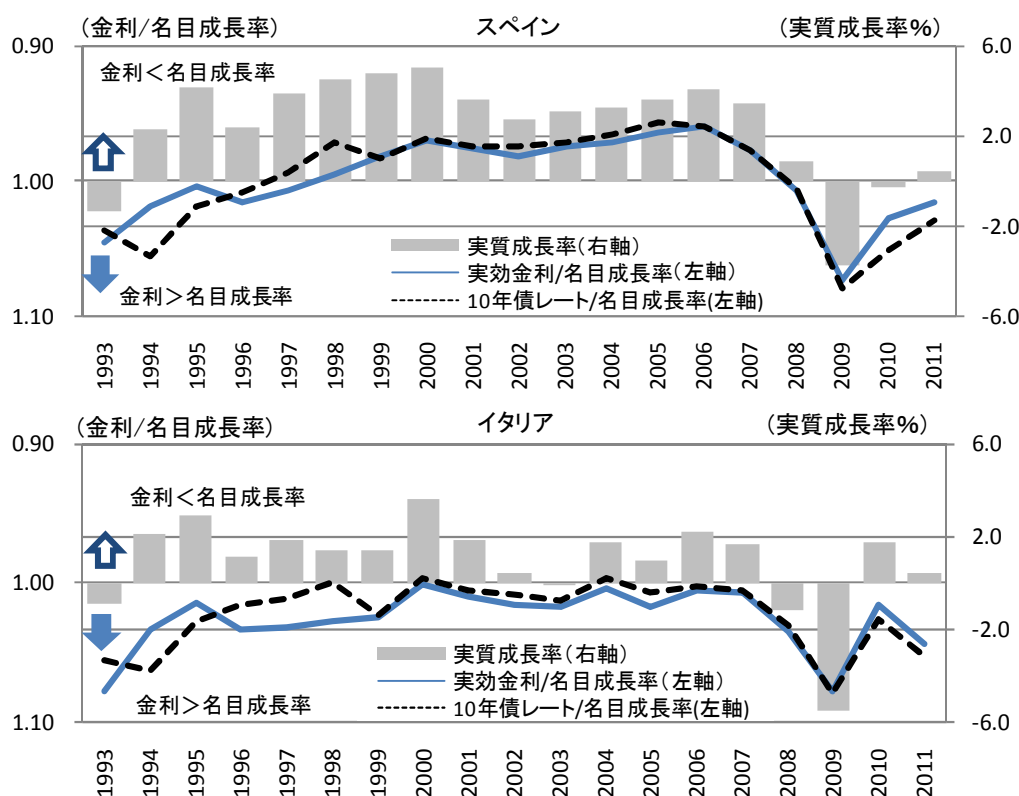
実はイタリアやスペインといった南欧諸国は、必ずしも債務規模が過去一貫して悪化してきたわけではない。次頁図表4が示すように、1990 年代後半から 2000 年前半にかけて名目 GDP 比でみた政府債務規模は両国とも改善がみられていた。悪化が顕著となったのはここ数年のことである。

続く図表5が示すように、スペインの場合、債務GDP比が1990年代ピークの69%から改善していった理由は、金利水準を上回る3~4%の実質成長率の高い伸びが数年続いたことによる。イタリアの場合も、一時債務GDP比が100%を下回ったのは、プラス成長を維持するなかで、この間利払い除きのプライマリー収支が常に黒字であったことが大きい(詳細末尾の補足参照)。

図表4 スペインとイタリアの政府債務GDP比推移(1993年~2011年)



図表5 スペインとイタリアの実質成長率と金利/名目成長率の推移



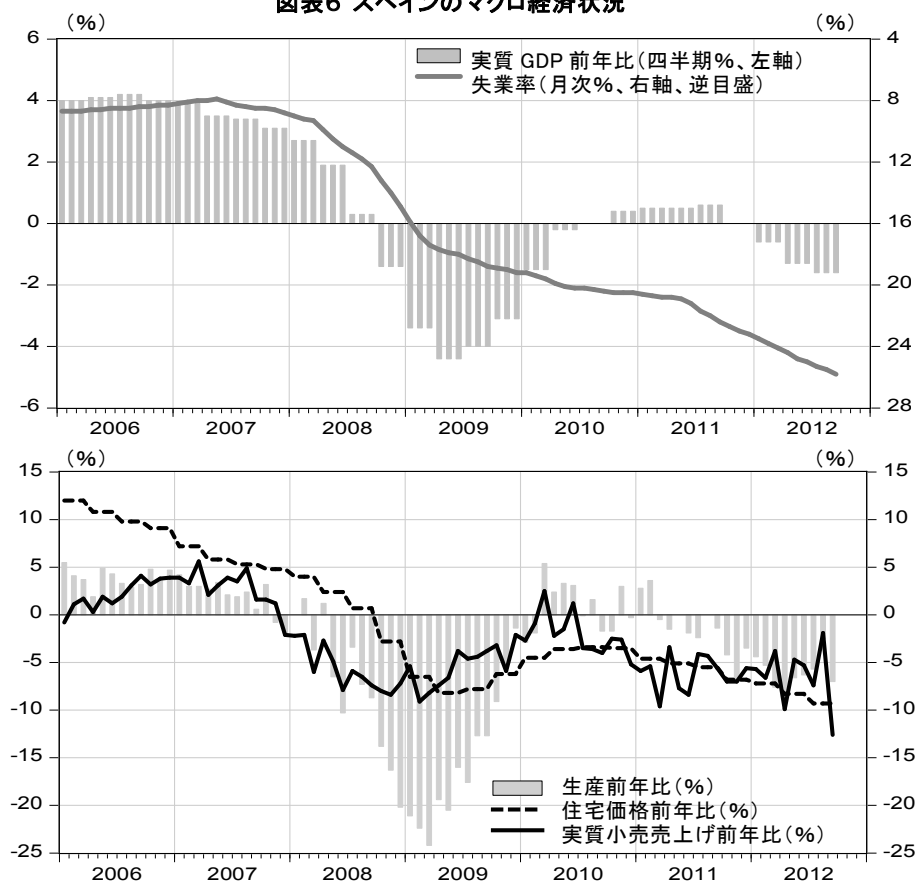
(資料) 図表4・5ともIMF、Bank of Italy 公表データより三井住友信託銀行調査部作成

なお、債務GDP比が将来安定するか増大するかは、利払い除きの財政収支(プライマリー収支)が均衡しているもとでは、分母である名目GDPの成長率と分子である債務の金利水準に依存する。名目成長率が金利水準を上回れば、債務GDP比は縮小に向かう。両国についてその条件を金利/名目成長率の推移でみると、スペインは3~4%成長を実現するなかで金利/名目成長率比率も大幅に1を下回り、イタリアも2%成長実現で債務GDP比が低下していった(図表4、5)。

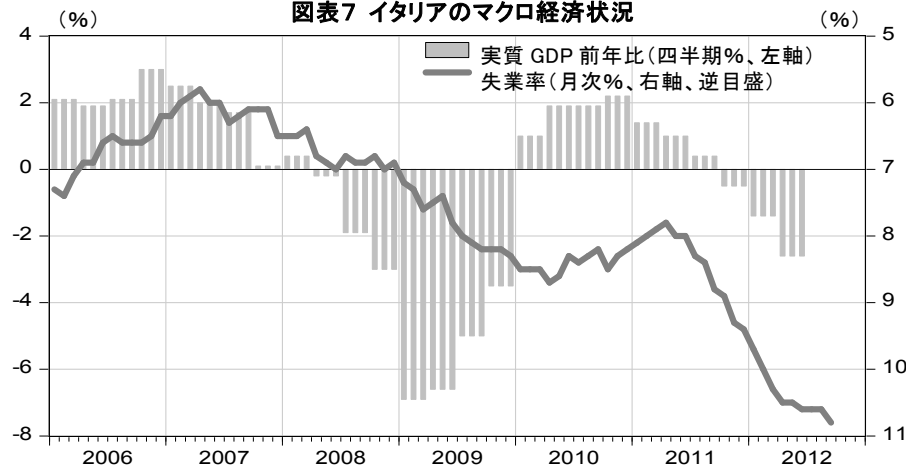
そこで問題となるのは、比較的早い時期に、両国ともプラス成長に復することができるか否かという点となる。スペインについては、未だ住宅バブル崩壊による金融と経済の悪循環が進行中であり、とても単独でプラス成長に復する目途は立たない。下図表6が示すように、スペインの失業率はマイナス成長に陥るとともに急速に悪化し、9月時点での失業率は25%にまで上昇している。

高成長からの転落をもたらしたのは住宅価格の低下にあり、2006年頃まで前年比10%を超えていた住宅価格は、2009年以降前年比マイナスに転じ、現在も前年比10%近い下落が続いている。住宅資産価格の低下に伴いスペインの実質小売売上高も前年比マイナス幅が拡大し、国内生産の下落をもたらしている(図表6下段)。イタリアについても、スペインほどではないものの、失業率は11%と悪化が続いており、すぐにプラス成長に復する目途は立っていない(図表7)。

図表6 スペインのマクロ経済状況



図表7 イタリアのマクロ経済状況



(資料) 図表 6・7 とも IMF、Bloomberg データより三井住友信託銀行調査部作成

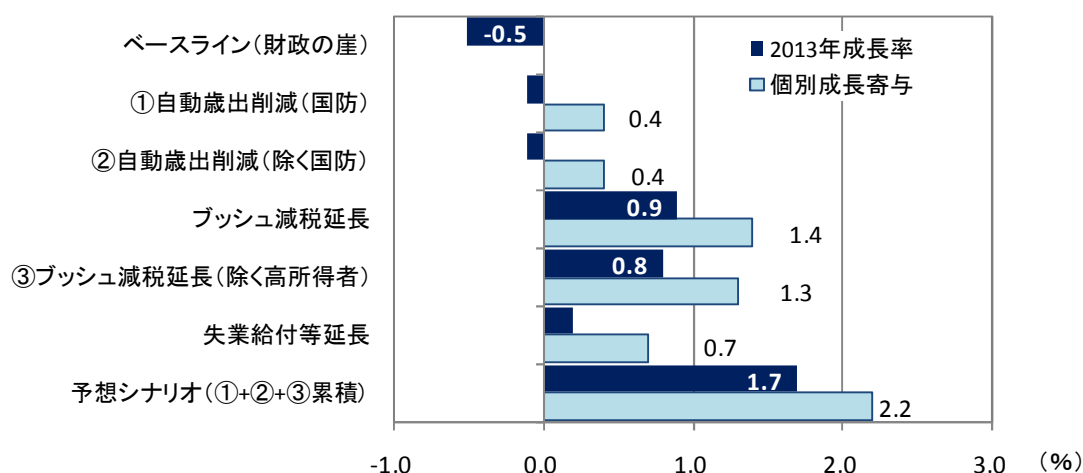
3. まとめ—相当な時間を要す欧米長期金利の二極化解消

過去3年の間に欧米長期金利水準は、各国間での二極化と一国のなかでも経済実態からの乖離がより顕著となった。両者は別個に生じているわけではなく、特定国、とりわけ南欧諸国の経済・金融環境の悪化に伴う投資資金の「質への逃避」を通じて相対的に安全とされる国債が買われ、その国の経済実態から乖離するほどの金利低下をもたらしている。実際に米 10 年債レートを事例とした簡単な分析によれば、米 10 年債レートの適正水準 2.5～3.0% から 1.0～1.5% 下振れ、その乖離の大半は 2011 年後半以降に生じた欧州不安再燃による南欧諸国の金利上昇によって説明がつく。従って、正常化の過程ではいずれこうした乖離は解消されることが期待できる。

しかしながら、米 10 年債レートを押し下げている欧州経済環境、とりわけ住宅バブル崩壊の調整過程にある中で緊縮財政が求められているスペインが、この先直ちに財政再建と経済回復を実現するとは見込み難い。今は小康状態を維持している欧州金融情勢は再び悪化する可能性がきわめて高く、その際には再び米 10 年債レートに下押し圧力がかかる局面も生じよう。

なお、かかる欧州債務問題に加え、米国では来春まで財政削減と減税廃止に伴う「財政の崖」といわれる不確実性が残っている。すでに、財政協議がオバマ大統領と上院(民主党)下院(共和党)議会指導部との間で開始され、現時点では「財政の崖」回避に向けた包括的財政赤字削減策を検討という大枠では合意した模様である。仮に物別れに終わった場合には財政自動削減と高額所得者除く減税停止の先送りの可能性が高く、最新 11 月の議会予算局(CBO)の試算によれば 2013 年の米国成長率は 2% をやや下回る見込みである(図表 8)。包括合意までは不確実性高い状況が続くことを踏まえると、米 10 年債レートが国内要因によって上昇するには、かかる国内の不確実性が払拭される春先以降となろう。

図表 8 米国の財政削減の延長による 2013 年成長率への影響



(資料)CBO「Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013」

より三井住友信託銀行調査部作成

(補足)スペインとイタリアの財政悪化の要因と相違

スペインとイタリアの債務悪化要因を見ると、スペインは2008年以降、利払い除きの財政収支(プライマリー収支)が大幅赤字に転落した一方、イタリアは何とか収支均衡を維持している相違が見られる。住宅バブル崩壊で高成長からマイナス成長に転落したスペインは自力での財政再建がそれだけ困難であることを示唆している(図表9、10)。

図表9 スペインの財政・債務推移と金利並びに成長率推移

	政府債務 GDP比(%)	プライマリー収支 (GDP比%)	金利水準(%)		GDP成長率(%)		金利/名目GDP成長率	
			実効金利	10年債レート	名目	実質	実効金利ベース	10年債ベース
1993	56.1	-1.9	8.9	8.0	4.2	-1.3	1.045	1.036
1994	58.6	-1.7	8.0	11.8	6.0	2.3	1.019	1.055
1995	63.3	-1.7	8.1	9.7	7.7	4.1	1.004	1.019
1996	67.4	0.0	7.7	6.8	6.0	2.4	1.017	1.008
1997	66.1	1.0	7.1	5.6	6.3	3.9	1.007	0.993
1998	64.1	0.7	6.6	4.0	7.1	4.5	0.995	0.971
1999	62.4	1.9	5.6	5.6	7.5	4.7	0.982	0.982
2000	59.3	2.0	5.4	5.2	8.7	5.1	0.970	0.968
2001	55.5	2.1	5.4	5.2	8.0	3.6	0.976	0.974
2002	52.6	2.0	5.1	4.3	7.1	2.7	0.981	0.973
2003	48.7	1.9	4.7	4.3	7.4	3.1	0.975	0.971
2004	46.2	1.5	4.3	3.7	7.4	3.3	0.971	0.965
2005	43.0	2.5	4.2	3.3	8.1	3.6	0.964	0.956
2006	39.6	3.3	4.0	4.0	8.4	4.1	0.960	0.960
2007	36.1	3.0	4.4	4.4	6.9	3.5	0.977	0.977
2008	39.8	-3.1	4.0	3.8	3.3	0.9	1.007	1.005
2009	53.3	-9.9	3.4	4.0	-3.7	-3.7	1.073	1.079
2010	60.1	-7.9	3.2	5.5	0.3	-0.1	1.028	1.051
2011	68.5	-6.6	3.6	5.1	2.1	0.7	1.015	1.029

図表10 イタリアの財政・債務推移と金利並びに成長率推移

	政府債務 GDP比(%)	プライマリー収支 (GDP比%)	金利水準(%)		GDP成長率(%)		金利/名目GDP成長率	
			実効金利	10年債レート	名目	実質	実効金利ベース	10年債ベース
1993	115.6	2.1	11.0	8.7	3.0	-0.9	1.078	1.055
1994	121.8	1.5	9.4	12.4	5.8	2.2	1.034	1.063
1995	121.6	3.3	9.5	10.9	7.9	2.9	1.015	1.027
1996	120.9	3.8	9.5	7.5	6.0	1.1	1.034	1.015
1997	118.1	6.1	7.9	5.6	4.5	1.9	1.032	1.011
1998	114.9	4.7	6.9	4.0	4.1	1.4	1.027	1.000
1999	113.7	4.6	5.8	5.6	3.3	1.5	1.025	1.022
2000	109.2	5.2	5.8	5.3	5.7	3.7	1.001	0.996
2001	108.2	2.9	5.8	5.3	4.8	1.9	1.010	1.005
2002	105.1	2.4	5.3	4.4	3.7	0.5	1.016	1.007
2003	103.9	1.4	4.9	4.4	3.1	0.0	1.018	1.013
2004	103.4	1.1	4.6	3.8	4.2	1.7	1.005	0.997
2005	105.4	0.1	4.5	3.5	2.8	0.9	1.016	1.007
2006	106.1	1.1	4.4	4.2	3.9	2.2	1.005	1.002
2007	103.1	3.2	4.8	4.7	4.1	1.7	1.007	1.005
2008	105.7	2.2	4.9	4.4	1.3	-1.2	1.035	1.030
2009	116.0	-1.0	4.0	4.1	-3.5	-5.5	1.078	1.079
2010	118.6	-0.3	3.8	4.8	2.2	1.8	1.016	1.026
2011	120.1	0.8	6.2	7.1	1.7	0.4	1.044	1.053

(資料)Bank of Italy「Public Finance Statistics」他より三井住友信託銀行調査部作成

(マクロ経済調査グループ

木村 俊夫: Kimura_Toshio@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。

景気減速が中国銀行業に与える影響

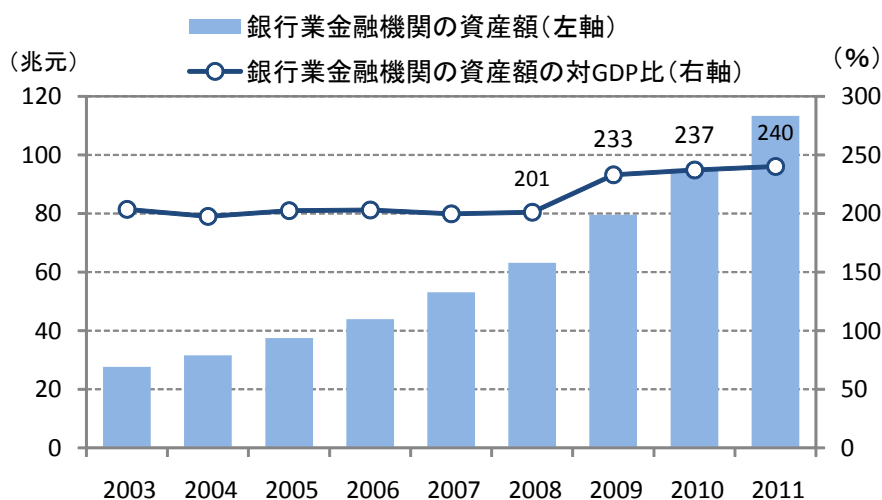
<要旨>

中国の銀行業は、中国経済が質的向上を追求する発展段階に差し掛かる中で、効率的な資源配分に十分な役割を果たしていない、という見方がある。確かにリーマンショック以降の景気回復局面において銀行貸出は経営の非効率な国有企業や財源不足の地方政府を下支え、また過剰な生産能力や不動産価格の高騰が生じ、銀行は貸出資産の質が劣化するリスクを抱え込んだといえる。今のところ不良債権は大きな問題として見受けられないが、2013年にかけて景気減速が長引くと悪影響は避けられない。輸出関連企業の不振、過剰な生産能力を抱えた製造業への支援負担、地方の融資プラットフォーム問題が重なり、足元で低位の不良債権比率は底打ち、上昇に転じていく可能性がある。

1. 中国の銀行業金融機関の資産拡大

中国の銀行業は、国内貯蓄の受け皿かつ資金供給の担い手として金融システムの中核に位置付けられている。中国経済が量的拡大に加えて質的向上も追求する発展段階に差し掛かる中で、これまでの銀行業は効率的な資源配分に十分な役割を果たしていない、という見方がある。確かにリーマンショック以降の景気回復局面においてインフラ整備や不動産開発、設備投資が急拡大する中で、経済政策に即応した活発な銀行貸出が景気浮揚を後押しした。一方、いくつかの深刻な副作用をもたらしたことは否めない。例えば経営の非効率な国有企業が隆盛となり民間企業の成長機会が圧迫される「国進民退」の状況が助長されたことや¹、財政規律が緩く財源不足の地方政府が金融面から下支えされたこと、過剰な生産能力が生じたこと、不動産価格が高騰したこと、それらを通じて銀行は自らの貸出資産の質が劣化するリスクを抱え込んだこと等である。

図表1 中国における銀行業金融機関の資産額の対GDP比の推移



(注) 銀行業金融機関の資産額は中国銀行業監督管理委員会 (CBRC) の集計値。
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成。

¹ [三井住友信託銀行 調査月報 2012年9月号「景気減速局面で民間活用に踏み込む中国」](#)

中国における銀行業金融機関の資産額²と中国の GDP を対比すると、リーマンショックを境として変化が見受けられた(前頁図表1)。同比率はリーマンショックが生じた 2008 年以前の 200%前後から 2009 年に 233%へ高まり、2011 年には 240%に達した。中国銀行業監督管理委員会(CBRC)が銀行を監督する現行の金融行政体制となった 2003 年以来では最も高い水準である。実体経済を上回る勢いで拡大した銀行業金融機関の資産については、その成長性ばかりでなく、資産の内容やその中の潜在的な不良債権についても考慮しておくべきである。

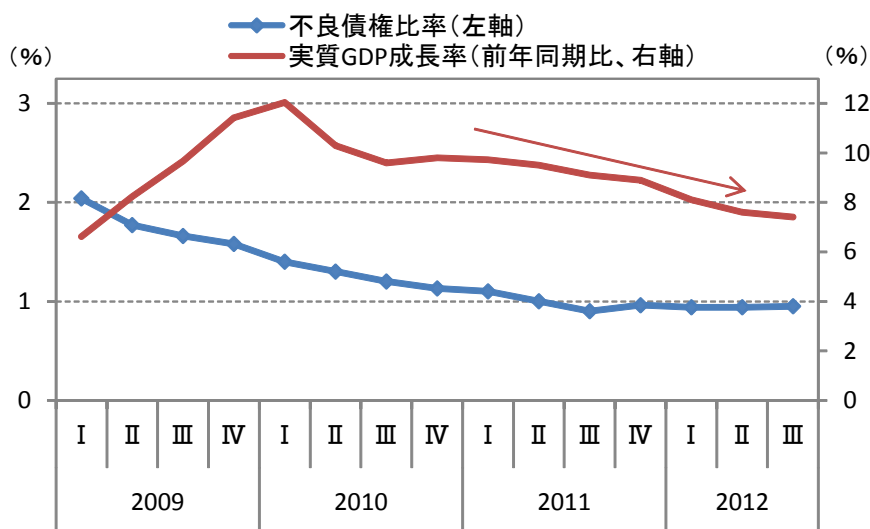
2. 足元における中国の商業銀行の不良債権

足元における中国の商業銀行の不良債権は増加したが大きな問題には至っていない。CBRC の公表によると³、2012 年第 3 四半期末の商業銀行の総資産は前年同期比 20.5%増の 100.4 兆元(約 1,305 兆円)⁴、貸出残高は同 16.7%増の 50.2 兆元、預金残高は同 16.8%増の 76.9 兆元となった。同四半期末の商業銀行の不良債権額は 2012 年第 2 四半期末に比べて 224 億元増加して 4,788 億元(約 6.2 兆円)、不良債権比率は同 0.1%ポイント上昇して 0.95%となった(図表2)。また同四半期末の商業銀行の加重平均自己資本比率は同 0.12%ポイント高まり 13.0%だった。

中国では貸出が増加基調にあるため不良債権が増えても不良債権比率は低位に留まることや、資本が十分に厚いこと、加えて金融の自由化が本格化しておらず規制金利体系下において厚い利鞘収益が確保されること等を踏まえると、今のところ商業銀行の健全性が不良債権によって揺らぐような状況ではない。

とはいえ、2012 年第 3 四半期の実質 GDP 成長率が+7.4%と 7 四半期連続で低下したように景気減速は長期化しつつあり、後述するその影響について注意しなければならないだろう。

図表2 商業銀行の不良債権比率と実質 GDP 成長率の推移



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成。

² 中国銀行業監督管理委員会が所管する政策性銀行、大型商業銀行をはじめとした銀行業金融機関の合計(2011 年末時点で 3,800 金融機関)。

³ 中国銀行業監督管理委員会「中国銀行業運行報告 2012 年第 3 四半期」2012 年 11 月 16 日
 ここの商業銀行は大型商業銀行、株式制商業銀行、都市商業銀行、農村商業銀行、外資銀行を含む。

⁴ 1 人民元=13 円として換算。

なお、中国の代表的な銀行である大型商業銀行 5 行の 2011 年末の不良債権比率は 0.86%～1.55%であった(図表3)。不良債権には分類されないが、返済に注意を要する関注債権の比率も並べてみるとややバラつきがみられた⁵。経済発展段階の異なる地域を抱える中国においては、不良債権等の動向も地域毎の景況感や産業構成の影響を受けやすいとみられる⁶。

図表3 大型商業銀行の不良債権比率と関注債権比率(2011 年末)

	中国工商銀行	中国建設銀行	中国銀行	中国農業銀行	交通銀行
不良債権比率	0.94	1.09	1.00	1.55	0.86
関注債権比率	2.97	3.04	3.03	5.59	2.27

(注)各銀行2011年アニュアルレポートより三井住友信託銀行調査部作成。

3. 景気減速の長期化に伴う影響

先行き中国景気の減速が長引く場合、以下の 3 つの要因が重なり合い、2013 年に中国銀行業の不良債権や関注債権の増加、及び各比率が上昇していく可能性がある。

第 1 は、輸出関連企業の不振である。中国の輸出の約 2 割を占める欧州の債務問題に端を発した欧州景気悪化を受けて 2011 年後半以降の対欧輸出は低迷している。他方、比較的堅調な対米及び ASEAN 向け輸出が、売上減少と人件費上昇に直面した輸出関連企業の窮地を救ったという側面がある。先行き欧州経済の更なる後退に加えて米国経済も変調すると、業績不振の輸出関連企業が急増し、取引銀行の貸出資産の質の低下は避けられない。また、資金繰りの厳しい中堅中小の輸出関連企業が集積する沿海部の都市等では局地的に企業間信用の不安が連鎖的に高まることも懸念される。

第 2 は、過剰な生産能力を抱えた製造業への支援負担である。鉄鋼をはじめ素材、太陽電池、造船、家電製品等、リーマンショック後の景気対策を梃に生産能力を高めた業界は、内需と外需の双方が弱含んだ 2012 年、在庫調整が長引き生産への下押し圧力を強めた⁷。こうした業界の多くは構造的な需給バランスの悪化に直面した可能性がある。従来であれば高い経済成長が繰り返えされる中で新たな需要が需給調整を和らげたが、今後は投資主導の景気対策による需要創出はあまり期待できない。そこで経営不振の国有企業や地方経済を支える大手民間企業の業績回復が遅れ気味となり、その支援を目的として中央政府や地方政府から銀行に対する直接的ないしは間接的な関与が生じてしまい、一部の銀行は支援負担を迫られるおそれがある。

第 3 は、地方政府の融資プラットフォーム問題である。リーマンショック後の景気対策で財源不足の地方政府の一部は、投資会社(地方の融資プラットフォーム)を銀行融資の受け皿として活用し、投資効果の検証が甘いインフラ整備や不動産開発を拡大させた。この問題は中国銀行業の潜在的な不良債権としてくすぶっている。金融当局及び地方財政を所管する財政部は、地方の融資プラットフォームの整理淘汰や地方政府の責任明確化を図りつつ、銀行は一部貸出の返済期限

⁵ 中国人民銀行「貸付リスク分類指導原則」によれば正常、関注、次級、可疑、損失の 5 段階に分類され、後ろの 3 分類が不良債権となる。関注(Special Mention)とは、当面の返済能力には問題はないが返済にマイナスの要素を持つ債権を指す。

⁶ 現在の景気減速局面において既に一部の銀行は関注債権の管理強化に取り組んでいる。

⁷ [三井住友信託銀行 調査月報 2012 年 10 月号「中国での在庫増加の現状と他国への影響」](#)

延長等の対応を余儀なくされている。この背景として徴税等歳入で有利な中央政府に対して投資等歳出の大半を地方政府が負担するといった不均衡な財政制度がある。そのため財政規律が緩い上に財源不足という地方政府は、税外収入の柱として土地使用権の売却に頼り、不動産価格の上昇期待が財政運営に織り込まれ、それを前提とした銀行貸出が行われた。今後、不動産価格が上昇すれば地方の融資プラットフォームの返済資金の確保には好都合となるが、住宅取得を希望する住民の不満を高める等の派生的な影響も無視できず、中央政府としては中国各地の不動産価格の上昇を簡単には容認できない。他方、不動産価格の下落が長引くことは銀行の貸出回収をより難しくする。地方政府の融資プラットフォーム問題は、財政運営や不動産市場とも関連することから短期間には収束できないとみられる。

このように、先行き中国景気減速に相まって、輸出関連企業の不振、過剰な生産能力を抱えた製造業への支援負担、そして地方政府の融資プラットフォーム問題が重なり合うことにより、銀行の不良債権比率は底打ちから上昇へ転じていく可能性があることに留意すべきである。

4. まとめ

以上みてきたように、リーマンショック後の景気対策発動を受けて中国銀行業の資産規模の拡大は加速したが、その成長性ばかりでなく、資産の内容やその中の潜在的な不良債権にも注目すべきである。今のところ不良債権は大きな問題として見受けられない。とはいえ 2013 年にかけて中国景気の減速が長引くと、輸出関連企業の不振、過剰な生産能力を抱えた製造業への支援負担、地方政府の融資プラットフォーム問題が、銀行業の健全性の足を引っ張ることは避けられない。

景気減速が中国銀行業に与える影響の度合いについては地域的な偏在が想定される。経済発展段階の異なる地域を抱える中国では、地域毎の景況感や産業構成の差異が大きいことから、影響度合いの濃淡は中国全国に展開する大型商業銀行より地方の中堅中小銀行の方にいち早く現れてくるとみられる。

(海外調査チーム 柳瀬 豊 : Yanase_Yutaka@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。