

U.S. Trends

テーマ：将来的な米長期金利上昇リスク

発表日：2009年7月10日(金)

～中国の貯蓄率低下がリスク要因～

第一生命経済研究所 経済調査部

副主任エコノミスト 近江澤 猛(おおみさわ たけし)

03-5221-4526

○足元の経済・金融危機を克服するために、世界各国で大規模な財政出動が行われている。中でも米国は7,870億ドルという巨額の景気対策が実行に移されている。一方で、巨額の財政出動により財政赤字も史上最大となる見通しである。米議会予算局(CBO)の予算教書に基づく財政収支の見通しでは、2009年に名目GDP比▲13.0%に達し、12年にかけて同▲4.0%まで縮小した後、19年まで同▲3.9%～▲5.5%で推移すると予想されている。

○過去の米国財政赤字と比較して高水準の赤字が続くとの見通しの下、巨額の国債発行による長期金利の上昇が懸念されている。米国債の約半分は海外部門が保有しており、特に近年、海外からの資金への依存度は高まってきた。中でも中国の存在感は大きく、08年に日本を抜き最大の米国債保有国となった。

○中国の国内事情に目を向けると、先進国向け輸出拡大で経常黒字が積み上がる一方で、国民貯蓄率は他国と比較して突出した高水準にあり、足元でも上昇基調にある。しかし、「一人っ子政策」の影響から急速に進む高齢化や社会保障制度の整備の進展などにより、中長期的に国民貯蓄率は低下に転じると考えられる。国民貯蓄率の低下は経常黒字の縮小を通して、これまで米国へ還流していた資金の減少につながる可能性がある。

○中国の国民貯蓄率が低下していくことは、高齢化による部分を除けば、内需が拡大していくことの裏返しであり、中国が世界の最終需要地として世界経済の牽引役に成長する上では欠かせない。米国は中国からのマネーフロー減少を見据えて、現在の経済・金融危機後の財政再建の道筋を示し、中国の内需拡大に向けた取組みと並行して財政再建に取り組む必要がある。

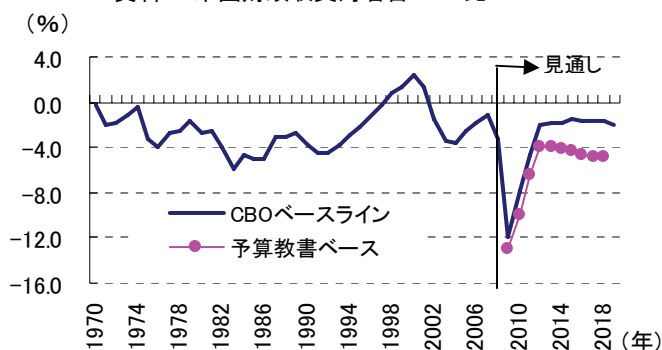
○米国の財政悪化は長期化の可能性も

世界的な経済・金融危機を克服するために、各国は積極的な財政出動を行っている。中でも危機の震源地である米国は、2009年2月に7,870億ドルという史上最大の景気対策法案を成立させ、その効果に期待が集まっている。一方で巨額の財政出動により財政赤字も史上最大となる見通しである。米議会予算局(CBO)の09年6月の財政収支見通しによると、ベースライン見通し¹では09年に名目GDP比で▲11.9%に達し、12年に同▲2.1%まで縮小した後、19年まで同▲1.6%～▲2.0%で推移するとされている。また、米議会予算局はオバマ大統領が今年5月に示した予算教書に基づいた財政見通しも公表しており、それによると09年に財政赤字は同▲13.0%に達し、その後12年にかけて同▲4.0%まで縮小した後、19年まで同▲3.9%～▲5.5%で推移すると予想されている(資料1)。第二次世界大戦後の米国財政赤字は83年の同▲5.9%が最大であり、09、10年とそれを大幅に上回るのは確実な状況である。その後も予算教書に基づく見

¹ベースライン見通しとは、現時点の制度にに基づく財政収支見通し。

通しどおりに推移したとすると、10年間にわたって過去と比較して高水準の財政赤字が続くこととなる。さらに、米議会予算局の見通しのベースとなる経済見通しでは、実質GDP成長率を09年▲3.0%、10年+2.9%、11年+4.0%、12～15年平均+3.6%、16～19年平均+2.3%と見込んでおり、足元の急失速からV字回復を果たし、2010年代前半は住宅バブル期を上回る成長を描いている。この見通しは、他の予測機関と比較しても楽観的であり、下振れリスクが高いと言える。経済見通しが下振れた場合には、税収の減少や景気対策などを通して財政赤字が拡大することも考えられる。

資料1. 米国財政収支対名目GDP比



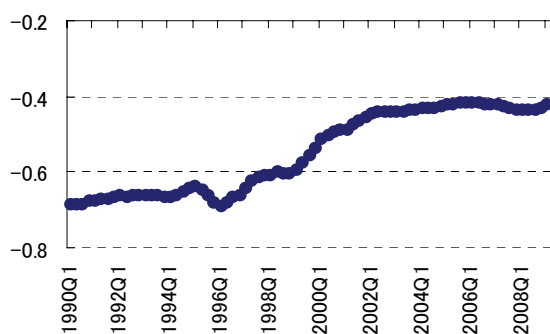
(出所)米議会予算局(CBO)

○将来的に長期金利上昇が懸念される

財政赤字拡大が問題となるのは、長期金利の上昇を招き、景気の足枷となることが懸念されるためである。長期金利の決定要因としては財政赤字拡大以外に、短期金利要因、景気要因などが考えられる。そこで、FFレート、実質GDP成長率、財政収支/名目GDPを説明変数として米国10年債利回りを推計し、財政収支/名目GDPの係数の変化をみると、90年代後半から低下している。これは、海外からの資金流入の拡大を反映し、財政赤字拡大の長期金利上昇に与える影響力が弱まっているとみることが出来るが、足元でも名目GDP比で1%ptの財政赤字拡大が長期金利を約0.4%pt押し上げる関係にあると推計される(資料2)。

米国債の場合、海外部門の保有割合が約50%と高いのが特徴で、特に02年以降、米国の財政赤字は海外からの資金によりファイナンスされている様子がわかる(資料3、4)。これは、中国、ブラジル、ロシア、石油輸出国²の米国債保有シェアが拡大していることから、世界的な景気拡大と資源価格の高騰を背景に経常黒字を積み上げた国・地域からマネーが米国へ還流しているといえる(資料5)。その中でも中国は、08年9月に日本を抜き最大の米国債保有国となり存在感を強めている。

資料2. 米国財政収支/名目GDP係数の変化



米国長期金利推計式

$$\begin{aligned} \text{米国10年債利回り} &= 1.987 + 0.678 * \text{FFレート} \\ &\quad (9.534) \quad (28.026) \\ &\quad + 0.065 * \text{実質GDP成長率} \\ &\quad (2.654) \\ &\quad - 0.421 * \text{財政収支/名目GDP} \\ &\quad (-9.403) \end{aligned}$$

推計期間：1975年1Q～2009年1Qのローリング推計

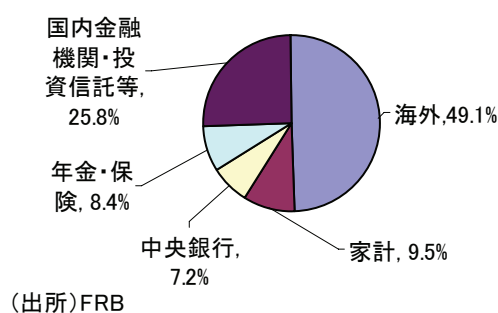
カッコ内はt値

自由度調整済決定係数=0.878

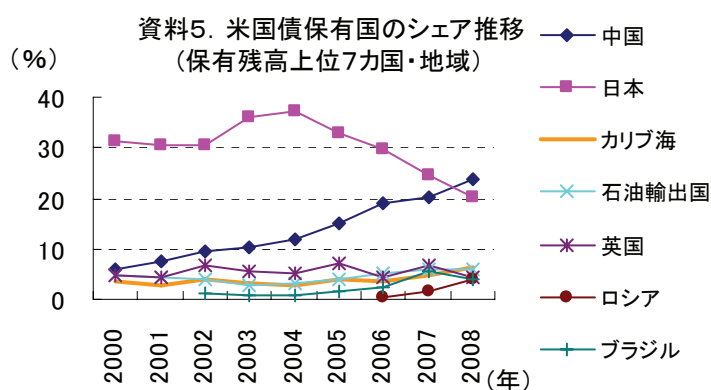
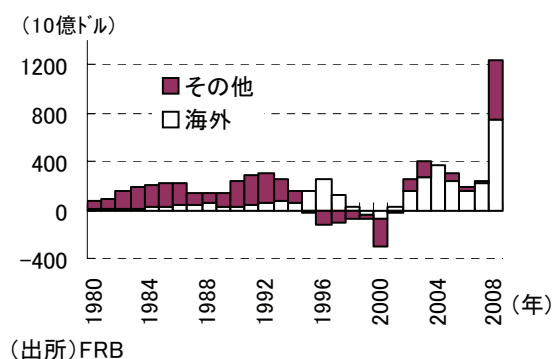
(出所)FRB、CBO、米商務省より第一生命経済研究所試算

²エカトル、ベネズエラ、インドネシア、バーレーン、イラン、イラク、クウェート、オマーン、カタール、サウジアラビア、UAE、アルジェリア、ガボン、リビア

資料3. 米国債保有割合



資料4. 米国債保有残高(前年差)



このように、海外への依存度の高い米国債だが、09、10年は足元の経済危機を克服するために巨額の財政赤字が計上されることが確実であり、中国をはじめとする米国債投資を拡大してきた国が、今後も米国債を購入し続けるかに注目が集まっている。仮に、米国債に対する売り圧力が強まれば、価格低下により自国の外貨準備の減少につながることから、米国債保有国は短期的に急激な価格下落を招くような政策は避けざるを得ないだろう。問題は米議会予算局の予算教書に基づく見通しのよう、高水準の財政赤字が長期間継続する場合である。外貨準備運用のリスク分散のため米国債への偏重を見直す動きが高まったり、米国債務の増加に対するリスクプレミアムの拡大により長期金利が上昇すれば、景気減速を招き、税収減少や利払い負担の増加による更なる財政悪化を招くという事態も考えられる。

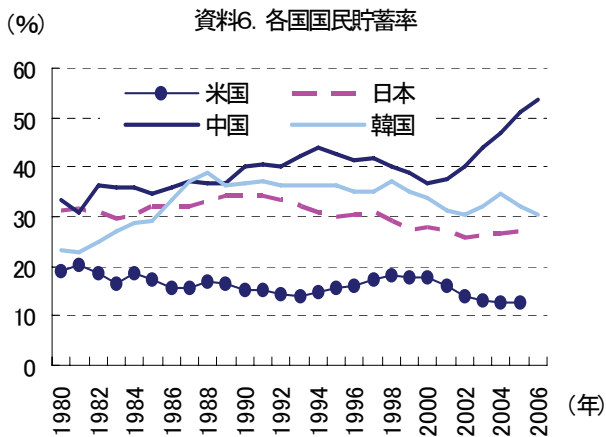
○中国の貯蓄率は将来的に低下へ

この問題について、米国債の最大保有国である中国の国内事情に目を向けると、米国をはじめとする先進国向け輸出の拡大で経常収支の黒字が積み上がる一方、国民貯蓄率は他国と比較して突出して高い水準にあり、足元でも上昇基調にある(資料6)。貯蓄率が高い原因については、社会保障制度が未整備であること、消費者金融が未発達であること、労働分配率が低いこと等、様々な説明がなされているが、将来的には低下に転じると考えられる。その理由の一つは、高齢化の進行によるものである。中国は79年からの「一人っ子政策」の影響で、生産年齢人口の伸びが低下しており、国連の推計によれば10年代後半には減少に転じるとみられ、先進国並みの速さで高齢化が進むことになる(資料7)。ライフサイクル仮説によれ

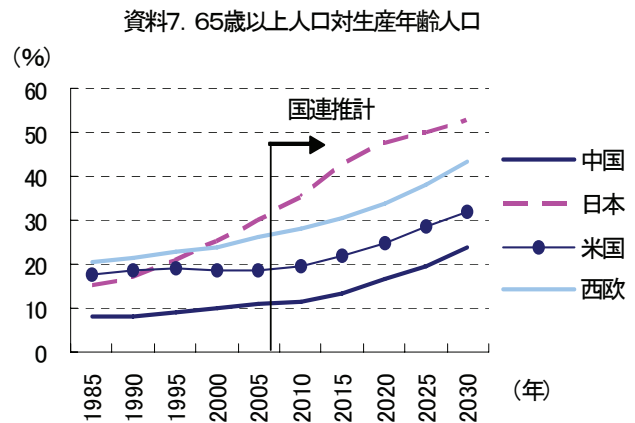
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ば、所得の減少する老年期には貯蓄を取り崩し生活することになるため、老年世代の貯蓄率は低下する。そのため、老年世代の割合が上昇することで、貯蓄率は低下していくと考えられる。

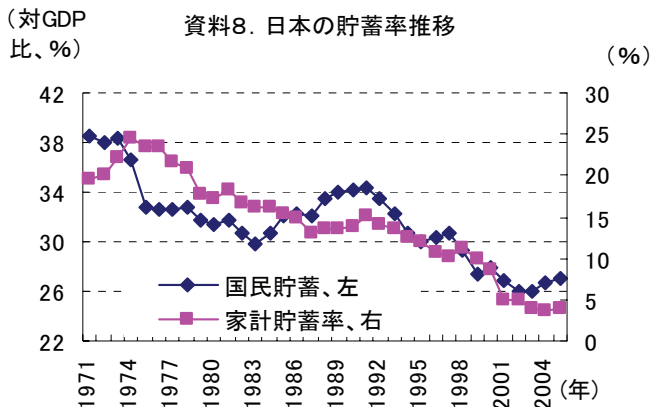
また、社会保障制度の整備が進むことで将来に対する不安が解消され、予備的貯蓄が消費へ回ることによって貯蓄率の低下に寄与すると考えられる。日本を例にとると、福祉元年と位置づけられる73年に老人医療無料制度の創設、健康保険被扶養者の給付率の引き上げ、年金の物価スライド制の導入など、社会保障の拡充が図られた。これを機に日本の家計貯蓄率はそれまでの上昇基調から低下に転じ、国庫負担の増大もあり国民貯蓄率は大幅に低下している(資料8)。



(出所)世界銀行 World Development Indicators



(出所)国連



(出所)世界銀行、OECD

○中国の貯蓄率低下は米国への資金減少に繋がる

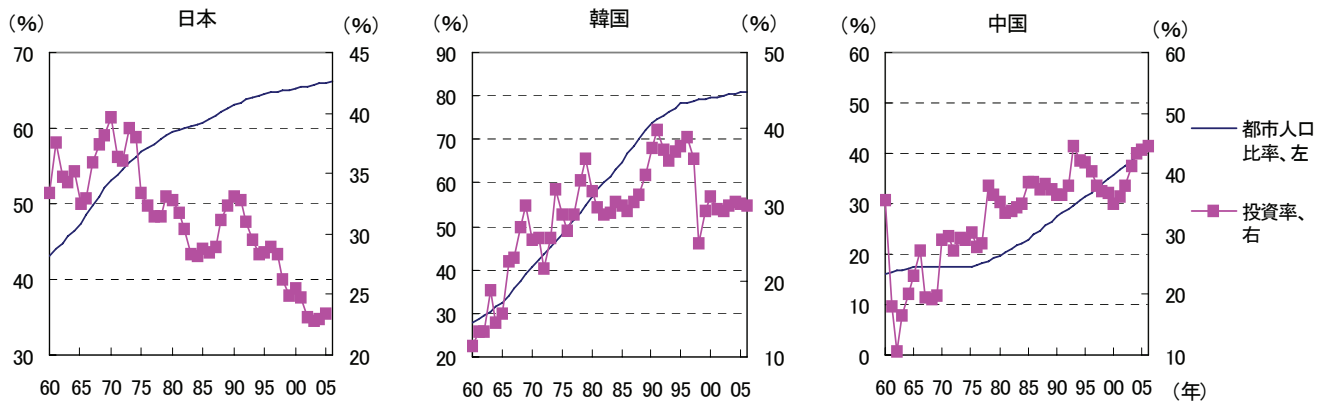
しかし米国との関係で考えると、中国の国民貯蓄率が低下していくことはこれまで米国債へ投資されてきた巨額の資金源が細ることに繋がる。そこで、米国債への投資の源泉である中国の経常黒字について、ISバランスから先行きを展望してみる。まず貯蓄についてだが、現在の中国の国民貯蓄率は上述の問題により、他国と比較しても突出して高い水準にある。そこで、80年～05年までの先進国(G7+韓国)の高齢者比率と一人当たりの実質GDPから国民貯蓄率を推計し、推計結果に05年時点の中国の高齢者比率と一人当たり実質GDPを挿入して求められる貯蓄率は33.8%となる。ここで、どの程度の速さで貯蓄率が低下するかが問題となるが、日本を例にとると、社会保障制度が拡充されたことなどにより73年から国

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

民貯蓄率は大幅に低下した。このとき73年から一旦ボトムをつけた83年までの10年間に約9%ポイント低下している。中国の国民貯蓄率がどの程度の速さで低下するかを正確に予測するのは困難であるが、これまでの先進国の国民貯蓄率の推移をみても19年までの期間で先進国並みの水準まで低下するとは考え難いため、上述の日本の例を一つの目安に日本の73年を中国の09年と見立て、その後の10年間で9%pt低下すると仮定する。次に投資であるが、都市化の進展に伴うインフラ投資の拡大基調が続くと予想される。日本、韓国の過去の例からも、都市化がある程度まで進展するまでは投資率が上昇し、その後低下に転じるという関係が見られる（資料9）。中国は都市人口比率が40%程度と日韓と比較しても水準は低く、しばらくは都市化の進展が続くと考えられる。そこで中国の80年以降の都市人口比率と投資率の関係を推計し、これまでのペースで都市人口比率が上昇し19年に50%に達すると仮定すると、投資率は44.4%となる。

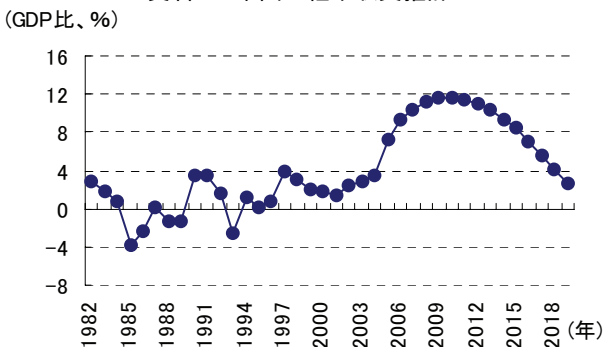
以上を踏まえて中国の国民貯蓄率が日本の73年に見立てた09年まで上昇を続け、その後19年にかけて9%pt低下し、投資率は19年にかけて44.4%に収束すると仮定すると、19年に経常黒字は名目GDP比2.6%まで低下する（資料10）。かなり強い仮定を置いた試算であるため結果については幅をもってみる必要があるが、中国の経常黒字/名目GDP比は近い将来低下に転じる可能性が高いと言えよう。

資料9、都市人口比率と投資率推移



(出所)世界銀行 World Development Indicators

資料10. 中国の経常収支推計



(出所)国連、世界銀行より第一生命経済研究所作成

○米国財政再建と中国内需拡大は並行で取り組むべき課題

これまでみてきたように、中国の高齢化と社会保障制度整備の進展により貯蓄率は低下に転じる可能性が高い。それは、これまで先進国の需要に依存し、輸出拡大により経常黒字を積み上げ、獲得した資金を

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

米国へ投資するという依存関係が将来的に持続するものではない可能性を示唆する。将来的な中国の構造変化により国民貯蓄率が低下すれば、これまで米国への投資の源泉だった経常黒字も減少することになる。さらに、外貨準備運用のリスク分散の観点からも、ドルへの偏重を是正すべきとの意見もあることを勘案すれば、将来的に中国から米国へのマネーフローの先行きについては不透明感が強い。しかし、一方で国民貯蓄率が低下することは、高齢化による影響を除けば、重要課題とされる内需拡大を意味しており、中国が世界の最終需要地として世界経済の牽引役へ成長する上では欠かせない。中国の国民貯蓄率低下を見据え、米国は現在の経済・金融危機後の中長期的な財政再建の道筋を示し、中国の内需拡大に向けた取組みと並行して財政再建に取り組む必要がある。