

世界経済見通し 2014年4月  
第3章 要旨: 実質金利を考える

ダビデ・ヒューセリ、アンドレア・ペスカトーリ (チーム長)

要旨

- 実質金利は、世界的に世界金融危機の後にマイナス領域に入ったもののこれが反転し、経済の正常化に伴い中期的に上昇する見込みである。
- しかし、実質金利が高い水準に戻る可能性は少ない。ここ数年の低実質金利の根底にある要素が大きく反転するとは考えられないことから、現水準からの上昇幅は若干レベルであると考えられる。
  - 貯蓄シフト: 2000~2007年に大幅に上昇した新興市場国・地域の貯蓄率の反転幅はわずかと考えられる。これは実質金利の上昇幅が若干にとどまることを示唆している。
  - ポートフォリオシフト: 主に債券と比べ株の危険性が増し新興市場国・地域の外貨準備高が増加したことを反映し、2000年代より安全資産への需要が増えているが、これは政策に想定外の大きな変化が起こらない限り反転することはないだろう。
  - 投資シフト: 世界金融危機の結果、先進国地域の投資率は低下しているが、この傾向は続くと考えられる。
- 低金利が継続すると、債務比率が縮小することから借手の助けになる。しかし同時に新たな政策課題を提起する。現在の金融政策の枠組みを踏まえると、先進国・地域の成長が極めて低いというリスクが現実のものとなった場合、想定される低い実質金利という環境は、ゼロ下限制約の問題が金融政策の足かせとして再び表面化する可能性があることを示している。

1980年代以降、世界の実質金利は大幅に低下しており、現在は若干ながらもマイナス領域にある。10年間の世界の実質金利の推移をみると(安全資産の実質金利を加重平均したもの)、1980年代の平均5.5%から1990年代には3.5%、2001年から2008年では2%へ、さらに2012年には若干ながらもマイナス領域に入っている(図1)。資本コストも低下しているが、2000年以降、株式に対する要求リターンが上昇していることからその割合は相対的に少ない。

中期的には、実質金利率と資本コストの現水準からの上昇幅はわずかと予測される。その理由のひとつはシクリカルなものである。近年の極めて低い金利は、先進国・地域の GDP ギャップが大きくマイナスになっていることを反映したものである。しかし、本章の分析は、実質金利と資本コストは、GDP ギャップが後に解消したとしても、比較的低いレベルにとどまる可能性を示唆している。

**実質長期金利が、2000 年代中ごろの平均 2%という水準を早急に回復するという説得力ある理由はない。**これは主に、最近数年の実質金利の低下の主な理由である要素が、中期的に大きく反転するとは考えられないからである（ここでの結論は、リスクフリーレートに適用される）。

- **貯蓄のシフト：**2000～2007 年の新興市場国・地域における着実な所得拡大が、中国をはじめとするこれらの国や地域での貯蓄率の大幅な上昇につながった（図 2）。中期的に、新興市場国・地域の成長幅は危機以前より縮小し、貯蓄率の幾分かの低下につながると考えられる。これまでの貯蓄シフトを基にした事実を照らせば、これは実質金利に大きな影響は与えないと考えられる。
- **ポートフォリオシフト：**2000 年代の最初の 10 年の実質金利の低下の半分以上は、相対的な債券の需要の拡大が理由であるといえよう。このシフトは、株式の危険性の増大と外貨準備高の積み増し（図 2）を背景に新興市場国・地域の安全資産への需要が高まったことを反映していた。そして、このシフトは政策で想定外の大きな変化がなければ、反転することはないだろう。すなわち、金融規制の強化が安全資産の需要を高める一方で、新興市場国・地域の貯蓄と外貨準備の積み増しペースの減速が、流れを反対方向へ持っていかだるうがその正味の影響は限定的であろう。
- **投資のシフト：**世界金融危機の傷により、先進国・地域の投資が急激に減少した。この傾向は根強く続いている。これが、最近の金利の低下に大きく影響した。貯蓄への影響は相対的に控え目である。本章の分析は、多くの先進国・地域の投資の対 GDP 比率は、今後 5 年の間に危機前の水準に戻る可能性は低いことを示している（図 3）。

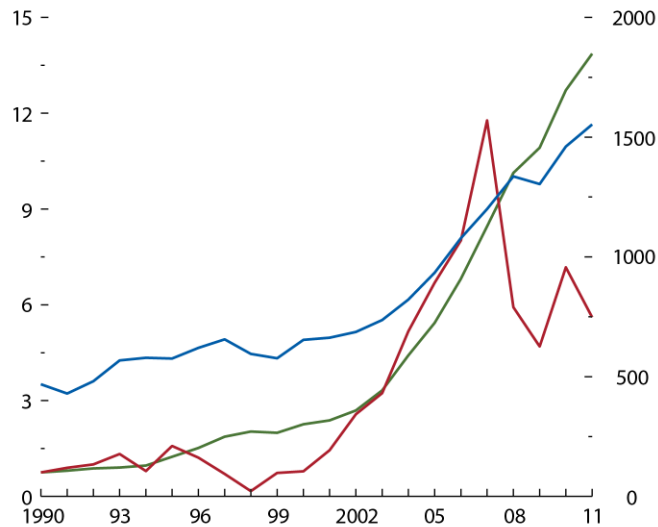
**実質金利が低い状態が当面続くとの見通しは、新たな政策課題を突きつける。**

- **低金利は、債務比率を下げることから借手を助ける。**一例を挙げるならば、財政の持続可能性の達成に向けた問題が相対的に減少するといえよう。本章で示した結果が、実質金利が約 1.5%にとどまるならば（2013 年 10 月の WEO 見通しより 1 パーセントポイントほど低い）、平均的な先進国では、他の条件が同じと想定するとプライマリー黒字対 GDP 比が年 0.8 パーセントポイントほど低い水準で、同じ債務目標を達成することができる可能性があることを示している。

- 実質金利が低いというシナリオでは、公共投資の増加は中期的に公的債務の拡大にはつながらないだろう。実質金利が、長期にわたり実質 GDP 成長率近傍もしくは以下にとどまるならば、公共投資をはじめとする借入で賄う支出が多少増大したとしても、中期的には公的債務がこれにより増えることはないだろう。
- 実質金利が低い期間は、中立的な政策金利が 1990 年代もしくは 2000 年代のはじめの水準より低くなる可能性があることを示す。また、インフレターゲットが 2%程度に設定されている場合、需要に負のショックが発生すると名目金利がゼロ下限制約に到達する可能性が高まるであろう。そしてこれが、適切な金融政策の枠組みに影響を及ぼす可能性もあろう。
- 最後に、預金者には苦しい状況となり、低金利継続という環境により金融機関はよりリスクを取り、より高い利回りの追求に乗り出すかもしれない。これが今度は、金融部門のシステミックなリスクを増加させ、金融の安定性を維持するための適切なマクロ及びミクロの健全性監督の重要性を高めることになるかもしれない。

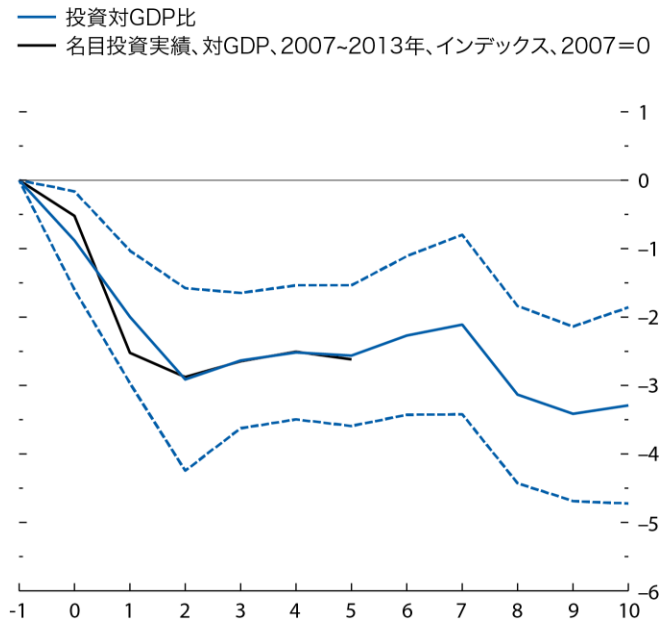
図1: 過剰貯蓄とポートフォリオシフト

— EMEs貯蓄(グロス)、対世界GDP比(左軸)  
 — EMEsの外貨準備高の変化(インデックス、1990=100、右軸)  
 — 米国債の外国政府機関による保有(インデックス、1990=100、右軸)



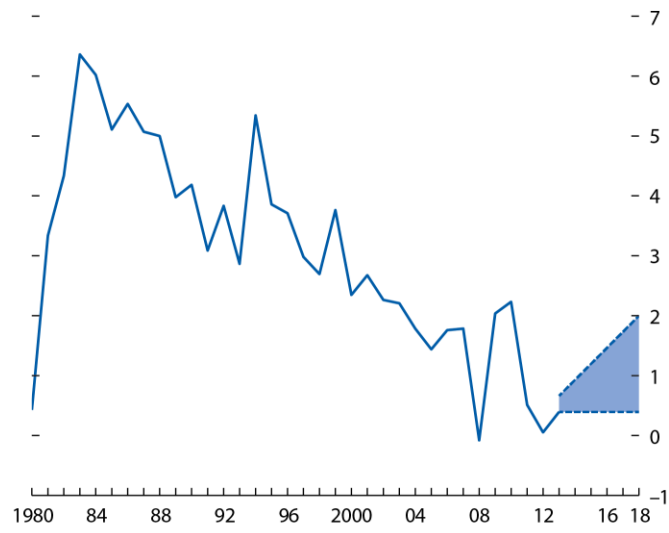
出所: Beltran他(2013年)、IMFスタッフ算出  
 注: EMEs=新興市場国・地域

図2: 金融危機の先進国・地域投資への影響



出所: 経済協力開発機構 (OECD)、IMFスタッフ算出  
 注: 青 (赤) の実線は推定される影響を、青 (赤) の点線は、90%信頼区間を示す。黒線は、先進国・地域の2007~2013年の投資対GDP比率の実際の変化を示す。X軸=年、t=0は、金融危機発生年を示す。

図3: 世界の長期実質金利  
(%、年)



出所: Bloomberg, L.P.: Haver Analytics、IMF、国際金融統計データベース、OECD、世界銀行、世界開発指標データベース、IMFスタッフ算出

世界経済見通し 2014 年春  
第4章 要旨: 受け入れ先では?  
外部環境と新興市場の成長: 世界金融危機の前、間、そしてその後

アセル・アルマンスール、アキブ・アスラム、ジョン・ブルードン、ルパ・ドゥタグプタ  
(チーム長) : ガビン・アスドリアン、シャン・チェン (サポート)

要旨

新興市場国・地域の外部環境は危機前と比較し成長を支える要素が少なく、これらの国や地域は課題に直面している。さらに最近になり、多くの国で国内の要因も成長を押し下げている。政策担当者は、外部の状況にかかわらず頑健な成長を確保するため、こうした国内の要因に対する理解を深める必要がある。

外部要因 (外需と外国からの資金調達状況、交易条件) で、新興市場国・地域の成長に見られる差の約半分を説明することができる。

- 米国の成長率が1パーセントポイント上昇することで、即座に新興市場国・地域 (EM) の成長率が0.3パーセントポイント上昇する。関連して米国の金利が上昇したとしても、累積的に2年以上プラスの効果をもたらす。
- EM のソブリン債 (EMBI) の利回りが100 ベーシスポイント上昇すると、EM の成長率が0.25パーセントポイント削がれる。
- EM 内では、中国の成長率が1パーセントポイント上昇すると、他のEMの成長率を即座に0.1パーセントポイント押し上げる。EMの交易条件がさらに改善するにつれ、次第にプラスの影響が高まる。

過去15年間、EMの成長のシクリカルな変動の半分もしくはそれ以上は、国・時間とともに異なるものの、外部要因で説明することができる。

- こういった要素が、2000年代初めと2008~2009年のEMの成長の減速要因の大半を占めており、先進国・地域の2回の景気後退期の外需の減少によるマイナスの影響を反映している。
- 対照的に、一次産品価格が高騰しEMBIの利回りが低いなど外部要因にも助けられたものの、2006~2007年のEMの力強い成長の主な原動力は国内的要因だった。
- これまで2年間、現在の外部環境に照らし予測される水準以下に、国内的要因が慢性的に成長を押し下げているEMも一部ある。

危機前の好ましい外部環境と異なり、EMの環境は成長をこれまでのように支えるものではなく、むしろ2~3年間EMはそのような中を進まなければならないだろう。

- EMの成長は、先進国・地域のより好調な成長に支えられるだろう。
- 一方で、予想される中国の減速と外国からの資金調達状況の幾分のタイト化が、EMの成長の重石になるだろう。

新興市場（EM）の成長に見られる差異の約半分は、外部要因で説明することができる。その例としては、先進国・地域（AE）の成長やEMBIの利回りで示される外国からの資金調達環境、EMの交易条件の改善などである。しかし全てのEMが同じようなわけではなく、例えば中国やインドといった比較的大規模か或いはそれほど開放が進んでいない経済では、外部要因の果たす役割はそれほど大きくはない。これまで15年間、中国の成長は実際は、他のEMsの成長の大きな要因であった。

EMの成長は、AEsの成長率の上昇により（関連する世界的な金利の上昇にもかかわらず）押し上げられる。米国の成長率が1パーセントポイント上昇すると、即座にEMの成長率が0.3パーセントポイント上昇する。累積的効果は、2年を過ぎてもプラスであり続ける。米国の成長率の上昇により、10年ものの米国債の金利が1年後には25ベーシスポイント、2年後には65ベーシスポイント上昇する。

AEsの回復と無関係な外国からの資金調達状況のタイト化は、EMの成長を損なう。新興国債（コンポジット）インデックスのイールドが100ベーシスポイント上昇すると、EMの成長率が即座に0.25パーセントポイント減少する。負の影響は、1～2年以上残る。米国の社債のリスクプレミアムの上昇も、EMの成長にマイナスの影響を及ぼす。

EM内をみると、中国の成長が他のEMの成長を促す。中国の1パーセントポイントの上昇が、後者を即座に0.1パーセントポイント押し上げる。EM諸国の交易条件が強化されるなか、時間とともにその効果は上昇する。

外需と無関係のEMの交易条件の改善は、EMの成長にわずかながらもプラスの影響を及ぼしその影響は1年ほど続く。効果が比較的限られているのは、こうした交易条件の変化は供給ショックによるものの可能性もあるからである。

過去15年間、外部環境がEMの成長のシクリカルな変動を、時と国により異なるものの、往々にして引き起こしてきた。

- 図1で示すように、EMの成長に見られる1998～2013年の平均（推計）からの乖離の背景には、国内的要因よりも外部要因が往々にして存在した。なかでも、世界金融危機や2000年代初めのAEsの景気後退の際のEMの成長率の急激な縮小は、概ね外部要因で説明がつく。
- 対照的に、グレートリセッション前のEMの成長の上昇基調は、外部環境にも助けられたものの主に国内的要因で説明することができる。実際、適度に強力なAEの成長、好ましいEMの交易条件、EMの容易な資金調達環境を踏まえれば、大半の外部要因がEMの2000年代半ばの成長を押し上げたといえよう。
- 中国の成長も他のEMの成長に大きな影響を与えてきた。グレートリセッション期の中国の刺激策による力強い成長回復は、他のEMの成長を支えた。より最近では、中国の成長の減速とともに状況は反転した。

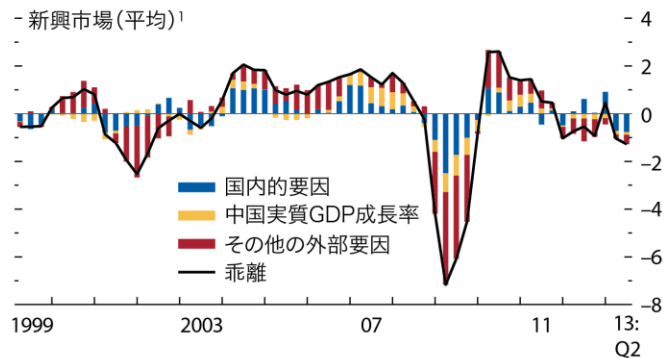
今後、EMは成長にそれほど結びつかない環境に対応しなければならないかもしれない。

- 世界金融危機に至るまでの期間と対照的に、今後はあらゆる外部要因がEMの成長を支えるわけではないだろう。AEの成長のモメンタム（勢い）は回復するものの、EMの海外での資金調達状況と交易条件はこれまで程プラスとならないだろう。さらに、中国の成長はより持続可能ながらもペースが遅くなると考えられ、これが一時的に他のEMの重石となろう。
- また、中国に加え多くの主要なEMで、現在の外部環境に照らし予測される水準以下に、国内的要因が成長を押し下げている（図2）。こうした要因は根深く、成長率（トレンド）も同様に影響される可能性があることを示唆している。

政策担当者は、こうした国内的要因を詳細に調べ、マクロ経済の不均衡を引き起こすことなく、成長の勢いを回復するための手段があるのであるならば、それは何かを分析しなければならない。

図1: 中国を外的要因とした場合の実質GDP成長率の内訳  
(パーセントポイント)

新興市場の成長の変化において、中国は他の外的要因を相殺する重要な役割を果たしてきた。世界金融危機では、中国の拡大が新興市場の成長を支えた。しかし、最近の中国の減速は新興市場国・地域の成長の鈍化を引き起こした。



出所: Haver Analytics、Tohmsn Reuters Datastream、IMFスタッフ算出

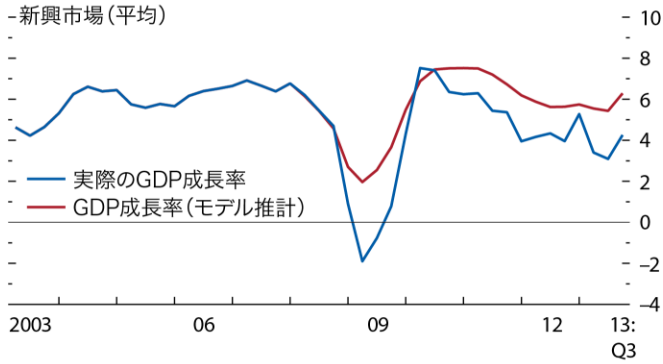
注: 詳細は2014年4月WEO第4章図4.8を参照。

<sup>1</sup> アルゼンチン、中国、ロシア、ベネズエラを除く全サンプル国・経済の平均



図2: 外部要因に基づいた、アウトオブサンプルの成長見通し (%)

多くの主要な新興市場国・地域を見ると、国内的要因が現在の外部環境から期待できる水準以下に成長を押し下げている。こうした要因が根深いことは、成長(トレンド)も同様に影響される可能性があることを示している。



出所: Haver Analytics、Tohmsn Reuters Datastream、IMFスタッフ算出

注: アルゼンチン、中国、ロシア、ベネズエラを除く全サンプル国の二つの代替シナリオから抽出した条件付き成長見通しの平均。詳細は2014年4月WEO第4章図4.2を参照。