

世界経済の潮流

2003 年秋

長期金利上昇の要因と物価連動債の役割

景気回復力の違いと消費底堅さの要因

平成 15 年 10 月

内閣府

政策統括官(経済財政分析担当)

まえがき

「世界経済の潮流」は2002年春に創刊し、年2回公表しています。第4号にあたる本書は3章から構成されています。第1章では2003年央に上昇した長期金利の特徴を分析し、金融政策の新しい課題を明らかにしました。第2章では世界各国の景気回復力に違いをもたらした消費の動向について検討しました。第3章では2004年の見通しを中心に世界経済の展望を行いました。さらに、資料として国・地域別の経済見通しを掲載しています。

本書のポイントは次のように要約できます。

(1)長期金利：2003年6月以降、アメリカの長期金利は上昇に転じました。過去の長期金利上昇局面と比較すると、これまでの上昇は、アメリカ経済の見通しの改善によるものであり、インフレ期待の芽生えではないという特徴があります。長期金利は市場で形成される期待によって変動するため、金融政策においては、透明性を高め、対話を通じて市場の期待に働きかけることが重要となっています。2003年度に我が国でも発行される物価連動債は、期待インフレ率に関する重要な情報を提供してくれるものです。今後、物価連動債が、その市場の厚みを増すことにより、金融政策において活用されることが期待されます。

(2)消費：2001年の世界同時不況後、世界各国は2002年から景気回復局面に入りましたが、その回復力には違いがみられました。アメリカ、イギリス、カナダでは消費が底堅かったため、景気回復力は他の先進国と比較すると強かったといえます。本書ではなぜこれらの諸国で消費が底堅かったのかを所得、資産の動向から検討しました。これら諸国では、一時的に所得が減少しても将来にわたる所得の増加の見込みが低下しなかったことや、住宅価格の上昇が信用供与の増加を通じて消費を支えた側面があったことが分かりました。アジアでは、中国とタイで消費が堅調に増加し、景気が拡大しています。その大きな要因として、雇用の増加に伴い、所得が増加していることが挙げられます。

(3)世界経済の展望：2003年4月のイラク戦争終了とともに先行き不透明感が払拭され、景気回復の展望が開けました。アメリカでは、企業部門にも回復がみられるようになり、2003年後半には年率4%台の成長が実現されると見込まれています。アジアでは新型肺炎の流行により2003年前半に一時的に景気減速の動きがみられましたが、中国やタイを中心に景気は拡大しています。一方、ヨーロッパの景気はユーロ高の影響などにより停滞しています。2004年は、アメリカが世界経済を牽引することにより、アジアでも成長率が一層高まり、ヨーロッパにおいても輸出の増加を通じて景気が回復することが期待されます。

長期金利や消費の動向、さらには世界経済の展望について理解を深めていただく上で本書が一助となれば幸いです。

平成15年10月

内閣府 政策統括官(経済財政分析担当)
谷内 満

- 構成 -

第1章 長期金利上昇の要因と物価連動債の役割

- 第1節 長期金利の上昇と経済への影響
- 第2節 財政面からみた長期金利
- 第3節 金融政策における期待形成と物価連動債
- 第4節 活用が期待される物価連動債

補論

長期金利とは

第2章 景気回復力の違いと消費底堅さの要因

- 第1節 世界同時減速からの回復力の違い
- 第2節 アメリカ、イギリス、カナダの消費が底堅い伸びを続けた要因
- 第3節 中国、タイの消費拡大の要因
- 第4節 底堅い消費の要因

コラム

ミクロ分析による貯蓄率に影響を与える要因

補論

諸外国における住宅ローン市場の規制緩和

第3章 2004年の経済見通し - アメリカが牽引する世界経済

- (資料1) 各国・地域の経済見通し
- (資料2) 項目別経済統計

第1章 長期金利上昇の要因と物価連動債の役割

ポイント

1. 2003年央から長期金利が反転上昇

- 2003年6月以降世界の長期金利が上昇している。その特徴は、(1)景気の先行き見通しの改善が金利上昇の最も大きな要因であること、(2)市場にインフレ期待の芽生えはないことにある。また、株価は3月以降上昇が続いている。
- 80年代以降において、主要国の長期金利が上昇した時期が4度ある。そのうち、景気回復が金利上昇をもたらした例として94年がある。その時は金融引締めもあり、1年で3%ポイント(名目)の急上昇となったが、景気回復が腰折れすることはなかった。

2. 長期金利上昇の経済への影響

- 景気回復に伴って長期金利が上昇するのは自然なことである。過去においても金利上昇によって住宅建設はマイナスの影響を受けたが、景気回復がもたらす所得増加や株高等の効果から自律的拡大につながった。しかし、投資家の期待形成によっては金利が過度に変動することがあり得ることには留意する必要がある。財政面では長期金利上昇は国債費負担を増加させ、財政赤字拡大要因となる。
- 他方、債券価格の下落(=金利の上昇)によって投資家はキャピタルロスを被る。日米の金融機関について試算すると、これまでの債券価格の下落に伴う損失は、かなりの程度株高により相殺され、ネットの損失額は小さいとみられる。

3. 財政赤字と長期金利の関係

- 理論的には財政赤字拡大は長期金利の上昇につながる。実証研究の結果によると、アメリカの場合GDP比1%の赤字拡大は0.5%ポイントの金利上昇をもたらすというのが平均的な値となっている。近年主要国の財政赤字は拡大しているが、これまでのところ赤字拡大が金利上昇を引き起こしている可能性は低いとみられる。今後とも財政規律を守ることが重要。
- 財政赤字は国債の発行により賄われる。日本の国債市場の特徴は、(1)保有者割合では公的部門が圧倒的に大きく、市場の流動性が主要国に比べて低いこと、(2)国債の種類別では10年物が中心であることが挙げられる。
- 日本では2003年度に物価連動債が発行される。物価連動債は英米を中心に主要国で発行されており、インフレによる元本の目減りリスクを国債保有者から解消するというメリットがある。

4. 金融政策における物価連動債の活用

- アメリカ連邦準備制度では、デフレ懸念を十分認識し、非伝統的政策(長期国債購入等)も念頭におき長期金利の低位安定を目指す政策が実施されている。政策運営においては、対話を通じた市場の期待への働きかけが重視されている。そのためには、中央銀行が経済の先行き見通しを示し、透明性を高めることが重要であると認識されている。
- 物価連動債利回りは期待インフレに関するタイムリーな情報を提供する。英米の経験では、その情報が金融政策の変更に大きな示唆を与えていると考えられる。物価連動債は、金融政策の透明性を高め、説明責任を果たしていく上でも大きな役割を果たしている。今後我が国においても物価連動債市場の厚みが増し、その活用が期待される。

第2章 景気回復力の違いと消費底堅さの要因

第3章 2004年の経済見通し - アメリカが牽引する世界経済

ポイント

1. 消費の底堅さによって明暗を分けた景気回復力の強さ

- 2001年に世界経済は同時減速を経験し、2002年から回復局面に入った。しかし、回復力は主要国の間で異なった。回復力が比較的強かった米英加では、2001年以降成長率の低下にもかかわらず消費が底堅い伸びを続けた。他方、回復力が弱かった日本や大陸欧州では、景気後退とともに消費が弱い動きとなり、成長率は年率1%以下の厳しい状況となった。
- 世界同時減速の主因はIT不況であり、アジア経済も景気後退に見舞われた。しかし、それらの中では中国とタイが景気後退に陥ることなく、拡大を続けている。その主因は、両国では消費が堅調に増加しているためである。

2. 米英加の消費が底堅い伸びを続けた要因

- 景気後退期に米英加の消費が底堅く推移した大きな要因は、所得の減少は一時的なものとして認識され、将来を考慮した恒常的な所得の見込みが低下しなかったからであると考えられる。90年代後半以降、米英加では潜在成長率が低下することがなかったことがその一つの背景になっていると指摘できる。
- ITバブルの崩壊によって米英では、家計の金融資産残高が大きく減少した。しかし、利下げ効果から住宅建設が大きく伸張した結果、住宅価格の上昇が生じ、非金融資産残高の増加をもたらした。そのため、株価下落は家計のバランスシート調整を深めることがなかった。
- 住宅資産価値の上昇は、モーゲージ市場の取引を通じて家計に潤沢な資金を提供した。米英では2003年においてGDP比4%程度の資金が家計部門に流れ、消費の拡大要因になったとみられる。

3. 中国とタイにおける堅調な消費の背景

- 両国においては、雇用者所得が大幅に増加しており堅調な消費の基本的要因となっている。中国では耐久財消費が急速に普及している。自動車は高額であり、保有は少数の家計に限られているが、今後は力強く増加する可能性が考えられる。
- 中国では2桁増の賃金を背景に所得は高い伸びとなり、家計貯蓄率は上昇が続いている。タイでは通貨危機時に不安から貯蓄率が大きく上昇したが、その後、内需拡大に取り組む政府の施策もあり貯蓄率は低下している。

4. 世界経済はアメリカが牽引し2004年には着実な回復へ

- 2003年4月イラク戦争の終了とともに先行き不透明感が払拭され、景気回復の展望が開けた。アメリカは他国に先んじて着実に回復している。新型肺炎(SARS)の流行からアジアでは景気減速の動きがみられたが、中国やタイでは景気拡大が続いている。他方、ユーロ高の影響もあり欧州の景気は停滞している。
- 2004年の中心シナリオは、アメリカが世界経済を牽引することによって、アジアは成長率が一層高まり、輸出の増加によって欧州も景気回復が進むと見込まれる。下方リスクとしては、アメリカにおける雇用創出の動き、為替レート(米ドル)の世界調整の今後の動向等が挙げられる。