

2017. 10 No.66

三井住友信託銀行

調査月報



時論

人口オーナス進行下で強まる財政運営の困難.....1

経済の動き

弱まる消費と物価の関係.....5

好調な米国経済における消費の持続性.....11

中国に立ちはだかる国際金融のトリレンマ.....16

時論

人口オーナス進行下で強まる財政運営の困難

8月31日に来年度予算の概算要求が締め切られた。社会保障関係費や防衛費の増加を主因に、要求総額は4年連続で100兆円超となった。幼児教育の段階的無償化など、金額を明示しない「事項要求」も相次ぐなど、財政規律の弛緩を指摘する声も多い。財政再建の道筋はいつになったら見えてくるのだろうか。それまで日本の財政事情や国債は市場の信認を保つことはできるのだろうか。

過去2回、本稿にて人口オーナスの進行が家計部門、企業部門にもたらす影響について検討したが、今回は、人口オーナスの視点から我が国の財政事情の現状と展望を試みる。対象は政府のみならず、地方並びに社会保障(年金・医療・介護等)の財政状況を包含するにおける一般政府部門とする。周知のように、一般政府部門は我が国最大の資金不足部門である。

とは言え、「人口オーナスの進行は、年金・医療・介護等の社会保障関係費の増加を通じて財政事情の悪化を加速させ、一般政府部門の資金不足も続く」という点についてはもはや“勝負あった”の感が強く、今さら指摘するまでもないのだが、以下では一般政府部門を構成する3部門(中央政府、地方政府、社会保障基金)に分け入りつつ、人口オーナスの影響の出方を見ていこう。

人口オーナスの影響—人口構成における高齢者の比率が上昇することによる社会保障関連費の増加—は、次の点に表れている。

第一に、一般政府部門の資金不足の大半は中央政府によるものである。

地方政府も90年代後半までは資金不足状態にあったが、2000年代入り以降は改善に向かう一方、中央政府は、2000年代前半:年度平均同▲28.7兆円→2000年代後半:同▲27.3兆円→2011年度以降:同▲32.6兆円と大幅な資金不足が続いている(→次頁表1)。

第二に、中央政府の資金不足、すなわち恒常的に支払が受取を上回る主因は、外交・防衛・警察・公共投資等の一般的支出ではなく、「その他の経常移転」の増加にあり(→次頁表1)、「その他の経常移転」増加の主因は地方政府宛て(地方交付税交付金など)よりも社会保障基金宛て(年金・医療・介護の国庫負担など)の増加にある(→次頁表2)。

すなわち、中央政府の「その他経常移転」は45.9兆円→46.5兆円→55.7兆円と増加し、そのうち社会保障基金への経常移転も15.8兆円→19.3兆円→24.4兆円と増加している(金額定義、期間区分は上記と同じ)。2000年代後半以降、増勢が強まっているのは、団塊の世代の60歳代入りによる高齢者比率の一段の上昇という人口オーナスの直接的影響とともに、2004年の年金制度改革によって基礎年金への国庫負担割合が1/3から1/2に引き上げられた制度変更によるもの(これも人口オーナスゆえに行われたことなので、間接的影響と言えよう)と考えられる。

なお、地方政府の資金不足状態は改善したとは言え、社会保障基金への経常移転(医療・介護の地方負担)が5.3兆円→7.4兆円→8.7兆円と増加の一途を辿っている点は中央政府と同じである(→次頁表2)。

表1 一般政府の部門別資金過不足の推移

(兆円)

部門 年度平均	中央政府			地方政府			社会保障基金		
	00~05	06~10	11~15	00~05	06~10	11~15	00~05	06~10	11~15
資金過不足 (=貯蓄投資差額)	▲28.7	▲27.3	▲32.6	▲4.5	▲0.4	▲0.3	1.2	▲3.0	▲0.0
受取	56.6	55.1	58.9	73.2	72.3	75.6	78.8	85.4	99.3
間接税	20.2	19.6	22.0	17.7	17.0	17.4	0.0	0.0	0.0
利子配当所得	2.7	4.1	2.7	0.6	0.6	0.6	5.5	4.1	3.9
直接税	28.4	27.1	29.4	17.1	20.3	18.8	0.0	0.0	0.0
社会保険料	0.6	0.6	0.5	2.1	2.7	2.3	49.3	53.4	60.2
その他の経常移転	1.7	0.9	1.1	27.9	24.7	29.3	21.9	27.4	33.7
支払	85.3	82.4	91.5	77.6	72.7	75.9	77.6	88.3	99.3
利子配当支払	8.2	7.8	8.2	3.6	2.3	2.0	0.3	0.0	0.0
公的年金支給・生活保護等	2.0	1.5	1.1	6.0	7.2	8.5	44.4	51.3	56.2
その他の経常移転	45.9	46.5	55.7	7.8	11.6	13.4	0.8	0.6	0.6
国公立諸施設維持管理	1.7	1.7	1.7	15.6	14.5	14.3	1.5	1.6	1.6
医療・介護保険、義務教育費	0.1	0.1	0.1	2.0	2.3	3.0	30.1	34.6	41.0
外交・防衛・警察等	13.5	14.0	13.6	28.3	27.2	27.3	0.3	0.1	0.0
純固定資本形成	2.0	0.5	0.4	5.8	0.9	1.1	0.1	0.0	0.0

(注) 1. 主要項目のみ表示。

2. 時期区分の考え方は以下の通り。

00~05年度：世界経済の成長とともに順調な景気拡大が持続した時期。

06~10年度：資源価格高騰とその後のリーマンショックによる景気の大規模な落ち込みに見舞われた時期。

11~15年度：リーマンショック後の政策発動とアベノミクスによる景気回復期。

(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

表2 一般政府内の経常移転の内訳

(兆円)

	(受取) 00~05年度平均			(受取) 06~10年度平均			(受取) 11~15年度平均		
	中央政府	地方政府	社会保障基金	中央政府	地方政府	社会保障基金	中央政府	地方政府	社会保障基金
(支) 中央政府	-	27.7	15.8	-	24.6	19.3	-	29.1	24.4
地方政府	0.1	-	5.3	0.1	-	7.4	0.2	-	8.7
社会保障基金	0.2	0.1	-	0.2	0.1	-	0.1	0.1	-
(合) 合計	0.3	27.8	21.0	0.3	24.6	26.7	0.3	29.2	33.1

(資料) 内閣府「国民経済計算年報」

第三に、中央・地方政府から社会保障基金への経常移転の増加と表裏一体だが、一般政府から家計への社会保障関連給付も、84.5兆円→97.0兆円→109.7兆円と大幅に増加している。

その内訳を見ると、国民・厚生年金等の公的年金、国民健康保険や後期高齢者医療等の医療関係、2000年に導入された介護保険がいずれも大幅に増加しているほか、生活保護が含まれる社会扶助給付も高齢者世帯の増加により相応の伸びを見せるなど、人口オーナスの影響が随所に現れている。

第四に、90年代後半までは大幅な資金余剰だった社会保障基金も、2000年代後半以降は資金不足となる年が出始めたことである(→表1、資金過不足:1.2兆円→▲3.0兆円→▲0.0兆円)。

受取は、利子配当所得が伸び悩む中でも、社会保険料収入や中央・地方政府からの経常移転の増加により大幅に伸びたものの、支払も上記のように年金・医療・介護が万遍なく増加し、受取と同程度あるいは上回る伸びを見せた。人口オーナス進行の下で社会保障基金が成熟化、高齢化してきたことの表れと言えよう。

以上の姿は、既知の財政事情に係る情報や知識から見て特段の違和感も意外感もないが、我が国の財政(とりわけ中央政府、日本国債の信用力)並びに公的年金に係る危機感のレベルを一段と引き上げるべきステージに来てしまったように思う。

人口オーナスがさらに進行することから、中央政府から社会保障基金への経常移転の増加に歯止めがかかることは考えにくい。年金・医療・介護がいずれも人口の少子高齢化に弱い賦課方式を基本としていること、人口オーナスの進行に伴い賦課方式の脆弱性がより露わになること、その脆弱性は財政構造上、中央政府に直接的・集約的に表れること一のためである。AI等を駆使したレセプト審査の厳格化も必須の施策とは言え、決定打にはなるまい。

日銀の現行金融政策の出口戦略論議では、国債金利急騰に伴う利子支払の急増が懸念されているが、それくらいのことが毎年起こっているとも言える。

外交・防衛・警察・公共投資等の一般的支出はかなり抑えこまれており、歳出削減の余地は限界があるだろう。経済成長を追求すれば税収が増え、財政事情の好転には一定の寄与があるだろう。しかし、「人口オーナス下の賦課方式」という根本が不変である限り、それらの効果には限界があるだろう。

かくして中央政府の資金不足が恒常化することは避けられず、相当規模の国債発行が継続し、信用力の下押し圧力も残存し続けることになる。

地方政府にしても、資金不足の改善(→前頁表1、▲4.5兆円→▲0.4兆円→▲0.3兆円)は固定資本形成の大幅減少(5.8兆円→0.9兆円→1.1兆円)によるところが大きく、地方経済社会のインフラ維持の観点からもこれ以上の絞込みは難しいだろう。今後は中央政府と同様、社会保障基金宛ての経常移転の増加により資金不足に転じる可能性は相応に高いだろう。

また、資金不足が発生するようになった社会保障基金においては、不足分の埋め合わせは既存金融資産の取り崩しにて対応している(→表3)。このことは、2004年の年金制度改革における制度設計①負担の上限を定める(2017年度以降の保険料率を18.3%に固定)、②給付の下限を定める(現役時代の年収の50%)、③給付水準を維持すべく100年間に渡って年金積立金の取り崩しと運用収益確保を行う一に対し、「負担の上限、給付の下限は本当に実現するのか」「積立金の取り崩しのピッチが早過ぎるのではないか」といった懸念が高まる恐れもなしとしない。

表3 社会保障基金の資金調達・運用

年度平均		00～05	06～10	11～15
資金流入 (①+②+③)		▲ 0.5	▲ 6.3	▲ 2.0
運 用 先	現預金	0.1	▲ 0.1	0.6
	債務証券	9.9	2.5	▲ 5.6
	貸出	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4
	株式等	1.7	0.9	1.2
	その他金融資産	▲ 11.9	▲ 9.3	2.2
源 泉	①資金過不足	1.2	▲ 3.0	▲ 0.0
	②外部資金	▲ 1.7	▲ 2.2	0.0
	債務証券	0.0	0.0	0.0
	借入	▲ 1.2	▲ 2.3	▲ 0.0
③推計誤差		▲ 0.0	▲ 1.2	▲ 2.0
キャピタルゲイン/ロス		1.5	▲ 2.7	6.6

(資料)内閣府「国民経済計算年報」

こうしたことを勘案すると、中央政府の財政再建の道のりは相当遠いのみならず、市場からの信認を喪失するまでの距離も徐々に縮まりつつあるように見える。2～3年後とまでは言わないまでも、「このままではいつかはそうなる」と想定すべきかもしれない。また、2004年の年金制度改革で掲げた『『持続可能』で『安心』の年金制度』にも綻びが生じるかもしれない。

そうならないためにも社会保障制度改革は必須であるが、人口オーナスに弱い賦課方式を基本としている以上、対応策は「負担増・給付減(含む年金支給開始年齢の引き上げ)」の組み合わせしかない。仮に年金・医療・介護の諸制度の頑健性を格段に引き上げる改革が実施されたとしても(おそらく実施されない(できない)だろうが)、「老老介護」「下流老人」などという言葉がすり込まれているところに負担増・給付減に直面した家計が、直ちに明るい将来見通しを持つとも思えない^{注1)}。

「消費の活性化や『貯蓄から投資へ』実現のためには、家計の将来不安を取り除くことがポイント」という決まり文句はもはや現実性を持たず、そのような状況はまず来ないと想定すべきであろう。

こうした中で我々がやるべきこと、できることは何か。まずは実態とリスクを正確に認識するための情報提供、“見える化”の努力、そのための手助けではないか。

政府・政治家は、公的年金の持続可能性を確保するためには、負担増・給付減という痛みは避けて通れないこと、その対応は喫緊の課題であり、必要なのは安心ではなく覚悟であることの国民への説明(あるいは説得)であろう。

金融機関は、顧客(個人)に対しては、年金受給権を金融資産に換算する^{注2)}、実物資産の換金性をチェックするなど金融資産残高を正確に算定すること、人口減少・高齢化による居住地の変容(介護施設の不足など)の見通しを示すこと一等が考えられよう。金融機関自身は過度なリスクテイクを抑えつつ、若年から設計並びに中途変更可能な積立方式の個人年金(含む DC)、医療・介護保険、流動性預金など、需要が高まると見込まれる商品の充実を図り、それらが収益基盤となるような手数料サービス収入の拡充が求められよう。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@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。

注1) 積立方式への制度変更の場合でも、積立不足分を埋めるべく負担増となることに変わりはない。また一部を国債で賄うことは、日本国債に対する追加的な信用力低下要因となりかねない。

注2) 約1800兆円の家計金融資産残高には、家計が有する公的年金の受給権は反映されていない(企業年金やDCは反映されている)。

弱まる消費と物価の関係

<要旨>

個人消費は消費増税後の不安定な動きから脱して、サービスを中心に堅調な伸びを続けている。しかし、個人消費が回復し、財・サービスへの需要が高まる中であっても、エネルギー以外に牽引役がない消費者物価は冴えない動きを続けている。

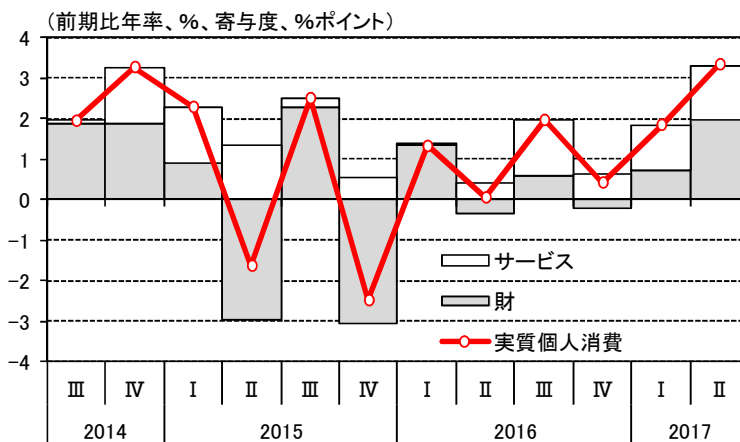
本稿の分析では、財価格の需要感応度の著しい低下や、個人消費のウェイトが財から需要感応度がより低いサービスへとシフトすることで、全体として消費増加と物価上昇につながりにくくなっている現状が明らかになった。

消費と物価の関係が構造的に薄れている中では、消費が高まる下でも物価が上昇しにくい状況は長引くことになるであろう。

1. 消費回復の背景

個人消費は2014年4月の消費増税による駆け込みとその反動による落ち込みの後、プラスとマイナスを交互に繰り返す不安定な動きを続けていたが、2016年以降は安定してプラス圏で推移し、足元の2017年4～6月期には前期比年率+3.7%と高い伸びとなった(図表1)

図表1 実質個人消費の寄与度分解

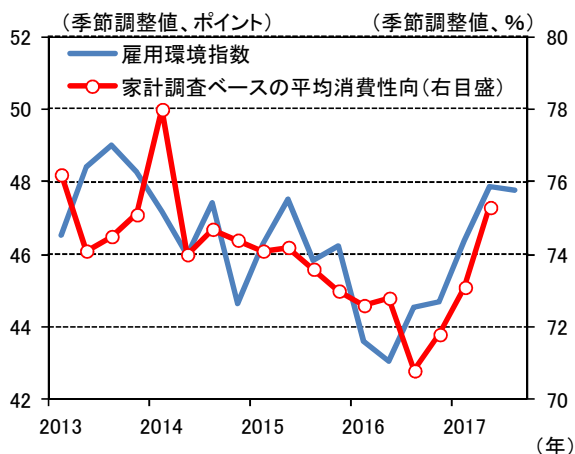


(注)財は耐久財、半耐久財、非耐久財の合計。

(資料)内閣府『国民経済計算』

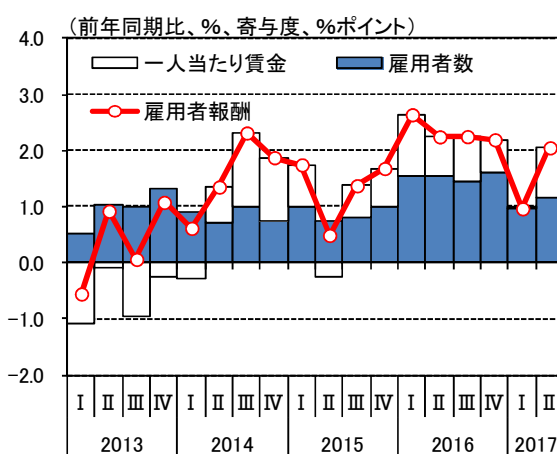
この足元の大きな個人消費の伸びは、[前回の経済見通し\(2017年9月号\)](#)でみたように平均消費性向の改善に拠るところが大きい。前回の経済見通しの中では、平均消費性向が改善した要因として、景気回復の持続、緩やかな物価上昇、耐久消費財の買い替えサイクル等複数の要因を挙げたが、勤労者世帯に限れば、良好な雇用環境も平均消費性向の改善に貢献している。次頁図表2は勤労者世帯に調査対象を絞った家計調査ベースの平均消費性向と、消費者態度指数の構成系列である雇用環境指数の動きを比較したものである。この図をみると、両者はほぼ同じ動きをしており、雇用環境の改善が平均消費性向を上向かせることで消費の増加につながっている。

図表2 消費性向と雇用環境



(注)雇用環境指数は四半期平均値を使用。
(資料)内閣府『消費動向調査』、総務省『家計調査』

図表3 雇用者報酬の寄与度分解



(資料)内閣府『国民経済計算』、総務省『労働力調査』

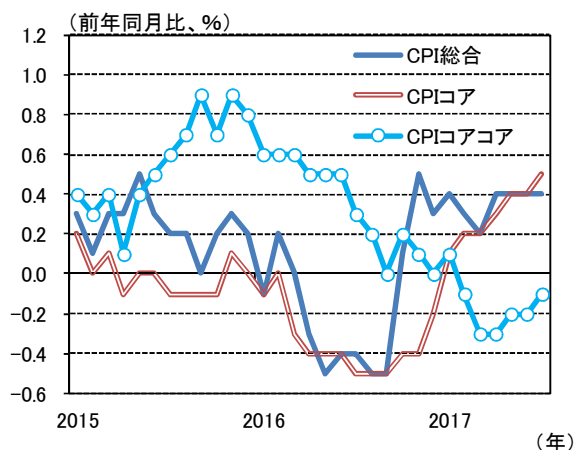
雇用者数の増加による雇用者報酬の伸びも消費を下支えている。2013年のQQE以降の景気回復局面において、3%を下回る失業率とバブル期を越える有効求人倍率の水準で労働市場が逼迫し、人手不足を補う形での女性や高齢者雇用の増加で、一人当たり賃金の伸びが緩やかな中でも雇用者報酬が増加し、これが家計全体の購買力を高め消費回復につながっている(図表3)。また、前掲図表1において、個人消費に対する財・サービス別の寄与度の動きをみると、直近では財のプラス寄与が大きくなったが、サービスの寄与度は一貫してプラスを保っており、足元での消費回復を支えてきたのはサービスへの支出であったと言える。

2. 弱い消費者物価指数の伸び

前節でみた消費回復、即ち財・サービスへの需要増にも関わらず消費者物価の実勢は弱い。まずCPIコア、CPI総合、CPIコアコアそれぞれをみると、CPIコアは緩やかな上昇を続けているものの、CPI総合は横ばいの動き、CPIコアコアについてはマイナスから回復していない(次頁図表4)。CPIコアをエネルギーと財・サービス別に寄与度分解をすると、足元の物価上昇は専らエネルギーが主要な押し上げ要因となっており、生鮮食品とエネルギーを除く財の寄与度は僅かにプラス、特に消費を支えているサービスについてはマイナスに落込んでいる(次頁図表5)。

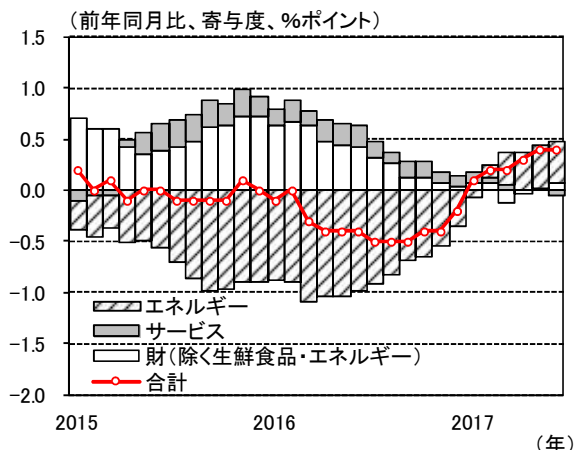
消費者物価指数を品目別にみても、物価情勢が弱い姿は変わらない。次頁図表6は各分類毎に、前年同月比でみた物価上昇率がプラスとなった品目の割合を示したものである。これをみるとエネルギー品目を含む光熱・水道以外には上昇品目の割合を増やしている分類項目はない。特に、食料、被服関連、家具・家事用品等、個人が比較的頻繁に消費する項目においても、個人消費の伸びが安定してプラスで推移し始めた2016年以降に物価上昇品目の割合は減少しており、消費の盛り上がり物価上昇へつながる気配はない。

図表4 CPIの推移



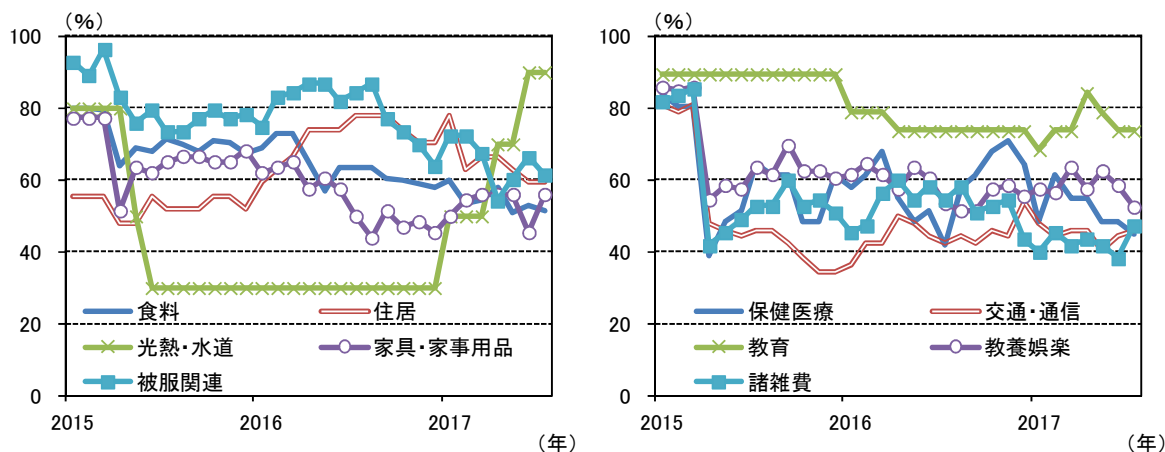
(注) 消費増税の影響は除く。
(資料) 総務省『消費者物価指数』

図表5 CPIコアの寄与度分解



(注) 消費増税の影響は除く。
(資料) 総務省『消費者物価指数』

図表6 分類別にみた物価上昇品目数の割合



(資料) 総務省『消費者物価指数』

3. 財・サービス別、分類別にみた物価の需要感応度の違い

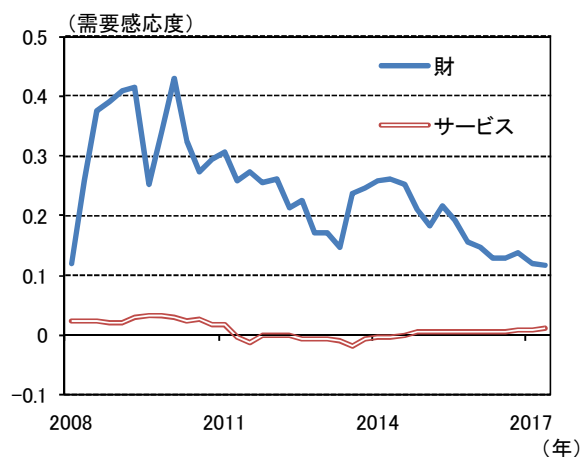
消費の盛り上がりは消費者物価の上昇につながっていない現状に鑑みるに、両者の関係が薄れている可能性がある。そこで本節では、消費者物価の消費支出の増減に対する需要感応度を回帰分析で推計することにより、物価と消費支出の間にディマンドプルインフレ(財・サービスの需要増による物価上昇)の関係がどの程度あるかを時系列でみることにする。

財・サービス別に、消費支出増減に対する物価の需要感応度の推移をみたのが次頁図表7である。ここから、需要増加と物価上昇の関係が弱くなっていることを示す材料を二つ指摘できる。一つは、物価の需要感応度がリーマンショック後に財、サービスとも低下していることである。両者を比較すると、財の需要感応度がサービスに比べて大きく低下している。これは耐久財を中心に、財の需要がリーマンショックによる大幅な落ち込みから回復する中でも、価格は需要の回復幅ほどには上げられていないことから生じたものと思われる。

そしてもう一つは、財の需要感応度は低下したとはいえ依然としてプラス圏を維持しているのに対して、サービスはゼロ近辺に留まっていることである。前掲図表1でみたようにサービスが消費を

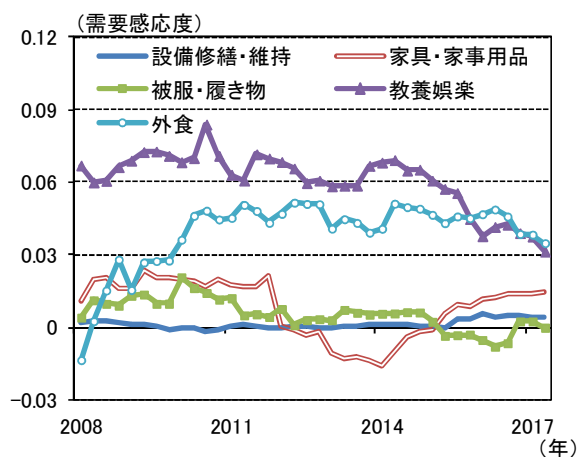
牽引してきた結果、個人消費のウェイトが財からサービスへとシフトしている。この変化を物価との関連で見ると、消費全体のうち価格の需要感応度がほぼゼロの部分の割合が増えていることを意味しており、これが需要と価格全体の関係が弱め、昨今の消費回復が物価上昇につながりにくくなった背景になっていると考えられる。

図表7 財・サービス別にみた物価の需要感応度の推移



(注) 消費増税の影響がある期間は線形補間で推計した。
(資料) 総務省『消費者物価指数』

図表8 分類別にみた物価の需要感応度の推移



(資料) 総務省『消費者物価指数』、『家計調査』、財務省『法人企業統計』、日本銀行

更に消費者物価指数をより詳細に分類別¹に分けた上で、それぞれの需要感応度の長期的な推移をみたものが図表8である。これによると、教養娯楽と外食を除いた分類では需要感応度が低下し、足元ではほぼゼロ付近で推移しているため、需要増で価格が上がる品目が減っている。また、外食や教養娯楽等、購入頻度が比較的高いと思われる分類では、物価の需要感応度はプラスを維持しているが、これらも低下傾向にあり、全体としてディマンドプルインフレが起こる可能性が低くなっていることが窺える。

4. まとめと展望

本稿では、分類別、財サービス別の需要感応度の違いからディマンドプルインフレの余地を探った。分析の中では、財価格の需要感応度の著しい低下や、個人消費のウェイトが財から需要感応度がより低いサービスへとシフトすることで、全体として消費増加と物価上昇につながりにくくなったという現状をみてきた。

この背景にあるものとして、一つは競争環境の持続があろう。特に飲食業や小売業などでは過剰な競争によって価格の引上げが難しくなっていると考えられる。また、携帯電話は需要が拡大し続ける中でも通信料の低下が続いてきたことも、競争環境の影響がみられる典型的な例と言える。そしてまた、前掲図表3でみたように、所得総額が増えてもその主因が雇用者数増加であり、一人当たり賃金はそれほど高まっていない状況では、サービスへの支出総額が増えてもそれぞれの消費者の価格上昇に対する許容度は変わっておらず、そのことが企業にとって価格引き上げをため

¹ 天候要因によって大きく価格が変動する食料や、保健医療、教育、光熱・水道、交通・通信等、需要要因以外の制度的な要因で価格が決定される割合が高い分類は推計の対象からは除外した。

らわせる要因となっているとみられる。このように消費と物価の関係が構造的に薄れている中では、消費が高まる下でも物価が上昇しにくい状況は長引くことになるだろう。

(経済調査チーム 加藤 秀忠:Kato_Hidetada@smtb.jp)

<付注>

本稿で使用した推計式は以下の通りである。

消費者物価指数(前年同期比)

$$= \text{消費者物価指数(前年同期比)}(t-1) + \text{実質消費(前年同期比)}(t-k) \\ + \text{名目実効為替レート(前年同期比)}(t-k) + \text{原油価格(前年同期比)}(t-k) \\ + \text{人件費(前年同期比)}(t-k) + \text{切片}$$

ここで(t-k)は k 四半期前のデータを使用していることを意味する。k の値(何四半期前のデータを使用するか)についてはt値が統計的に有意になる時点のものを採用した。また原油価格について、財の消費者物価を推計する際に採用した。使用した変数の内、実質消費は、家計調査の名目消費支出額(後方4四半期平均の前年同期比)を対応する分類の消費者物価指数で実質化した。人件費については前年同期比の伸び率に HP フィルターを使用して作成したトレンド系列を使用した。

推計にあたっては、サンプルを 40 四半期に固定して、推計期間の始期と終期を1四半期ずつ後方にずらしながら逐次的に推計を行うローリング回帰分析により推計を行った。この推計では、実質消費の回帰係数が消費者物価への需要感応度の大きさを表し、係数がプラスの符号であれば、その分類への消費が増すことで物価が上昇するディマンドプルインフレになる余地があることを示している。

※ 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。

好調な米国経済における消費の持続性

<要旨>

米国では、家計部門の貯蓄率が、足元で顕著に大きく低下した。2008年の金融危機発生前にも、同様に、貯蓄率の急激な低下が観察された。当時は、過熱した金融市場や住宅市場を背景に、借入を行うことで実力以上の消費が行われ、これが貯蓄率の低下につながったと考えられる。その背後で、家計部門の財務状況は徐々に悪化し、最終的には、金融危機の発生によりバランス・シート調整を迫られ、貯蓄率も再び上昇するに至り、消費も減少した。

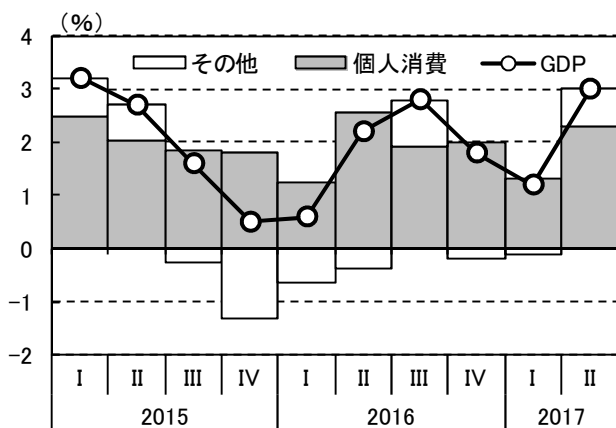
今回は、前回ほどには景気や資産価格は過熱しておらず、家計部門の財務状況も健全である。FRBの利上げペースも緩やかであると予想されることから、貯蓄率の急激な上昇も生じることなく、消費は今後も堅調に推移することが期待される。

1. 米国における家計部門の貯蓄率の低下

2015年以降でみると、米国の個人消費は堅調に推移しており、実質GDP成長率の寄与度ベースでみても2%前後の水準で安定的である(図表1)。個人消費がGDPの約7割を占める米国経済では、個人消費の拡大がGDPを押し上げる効果は大きい。

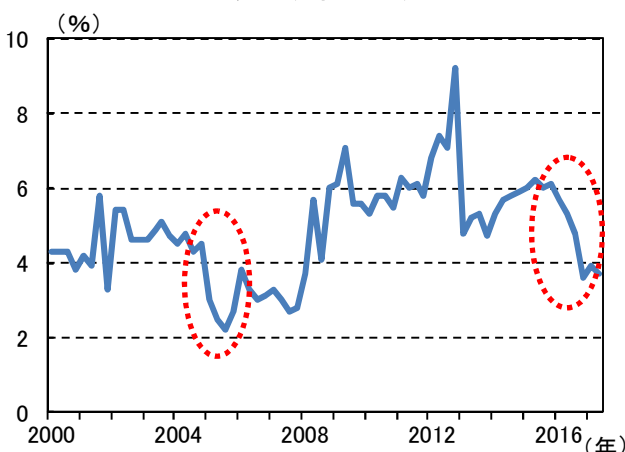
一方、家計部門の貯蓄率(対可処分所得比)を確認すると、金融危機以降、6%近傍で推移していたものが、2015年第4四半期から2016年第4四半期(以下、「2016年時」と記載)にかけて2%ポイント強と大きく低下し、その後も4%を割り込む水準で推移している(図表2)。

図表1 GDP成長率における個人消費の寄与度



(資料)米国商務省経済分析局

図表2 貯蓄率の動向



(資料)米国商務省経済分析局

貯蓄率の低下は、支出面では消費性向上昇による過剰消費、所得面では借入や財産所得などフローの所得以外の所得増加を示すため、消費の持続性を見る上で重要な指標となる。過去にも、2004年第4四半期から2005年第3四半期(以下、「2005年時」と記載)にかけて、同様に、貯蓄率が2%ポイント強低下して4%近傍から2%近傍の値となる現象がみられた。当時は、低金利を背景とした住宅購入ブームや住宅ローン借換えブームが起き、住宅価格の上昇を前提としたホ

ーム・エクイティ・ローン等を活用することにより、住宅の評価額に基づいた借入を行って消費に充てるという行動が広範にみられた時期であった。貯蓄率の低下は直接的にはこうした消費行動によってもたらされたが、その背後で、家計部門の財務状況は徐々に悪化し、後年、金融危機の発生によりバランス・シート調整を迫られることになった。この過程で、貯蓄率は再び上昇し、消費も減少した。このように、消費の拡大は経済にとって好ましいものである一方、所得の増加等の実態を伴わず、借入等に過度に依存している場合には、何らかのショックが加わることで、その脆弱性が顕現化して反動が生じ、消費の急減と実体経済を悪化させる危険性を内在させている可能性も指摘できる。今後展望されるFRBの追加利上げも、そうした事象の引き金となりかねない。

そこで、本稿では、足元の貯蓄率低下の背景について、2005年時との比較を中心に家計部門の消費行動や財務状況を確認し、今後の米国消費の持続性を検討する。

2. 2005年時と2016年時との比較

(1) 消費項目の支出額からみた貯蓄率急低下要因の比較

2005年時と2016年時の貯蓄率低下の要因を、貯蓄率の分子にあたる消費項目毎の支出額の観点から検証する。具体的には、両局面の貯蓄率低下の前後で、「個人消費支出」を構成する各項目の支出額が可処分所得に占める割合の変化を比較する¹。その結果を取り纏めたものが、以下の図表3である。

図表3 可処分所得に対する各消費項目の支出割合とその変化幅(主要項目のみ)

▽2005年時				▽2016年時			
	2004/4Q	2005/3Q	変化幅		2015/4Q	2016/4Q	変化幅
耐久財	11.9%	12.1%	+0.2%	耐久財	10.0%	10.3%	+0.3%
食料・飲料(非耐久財)	7.0%	7.1%	+0.1%	食料・飲料(非耐久財)	6.5%	6.6%	+0.1%
ガソリン等(非耐久財)	2.8%	3.3%	+0.5%	ガソリン等(非耐久財)	2.1%	2.1%	0.0%
住宅・公益サービス	16.3%	16.9%	+0.6%	住宅・公益サービス	16.4%	16.9%	+0.5%
医療サービス	13.8%	14.1%	+0.3%	医療サービス	15.2%	15.7%	+0.5%
外食・宿泊サービス	5.5%	5.6%	+0.1%	外食・宿泊サービス	6.0%	6.1%	+0.1%
金融・保険サービス	7.1%	7.4%	+0.3%	金融・保険サービス	7.0%	7.2%	+0.2%

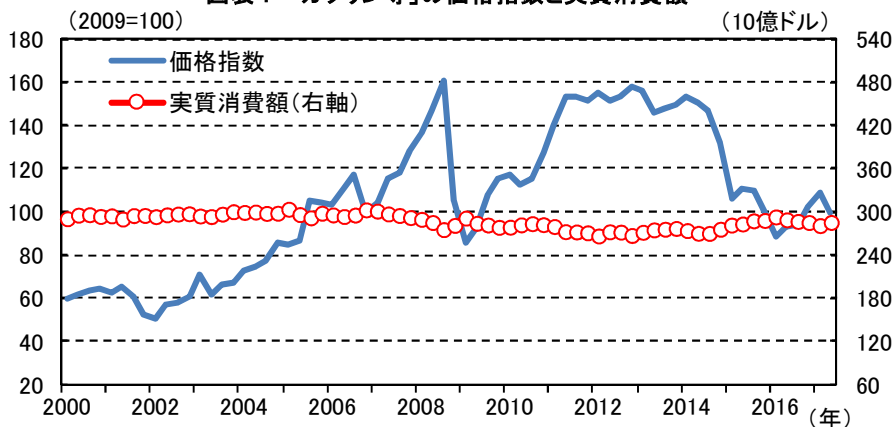
(資料)米国商務省経済分析局

両局面での変化を比較すると、「住宅・公益サービス」や「医療サービス」等、他の項目は2005年時と2016年時で継続して支出割合が拡大しているのに対し、「ガソリン等」は2016年時には支出割合の拡大が見られなかった。ガソリン等のエネルギー製品は、製品としての性格上、必需品に近いものであることから、価格が上昇しても消費量を柔軟に減らすことは出来ず、他の消費項目への支出を圧迫することになる。実際、2005年時には、「ガソリン等」の価格指数は上昇している一方で、実質消費額はほぼ横這いで推移していた(次頁図表4)。逆に、2016年時の局面では、原油価格及び一般物価が安定していたことから、他の消費項目を圧迫することはなかったと考えら

¹ 統計の定義により、「貯蓄額＝可処分所得－個人消費支出－(住宅ローン以外への)利払費－移転所得」及び「貯蓄率＝貯蓄額÷可処分所得」である。したがって、貯蓄率の変動は、(他の項目を一定とすると)可処分所得の増加幅と個人消費支出の増加幅の相対的な大きさに依存する。ただし、概ね、(貯蓄率を算出する際の、分母の可処分所得の変動よりも)分子の「可処分所得－個人消費支出」の変動がより支配的である。

れる。この観点からは、消費の持続性は2005年時よりも2016年時の方が高いといえよう。

図表4 「ガソリン等」の価格指数と実質消費額

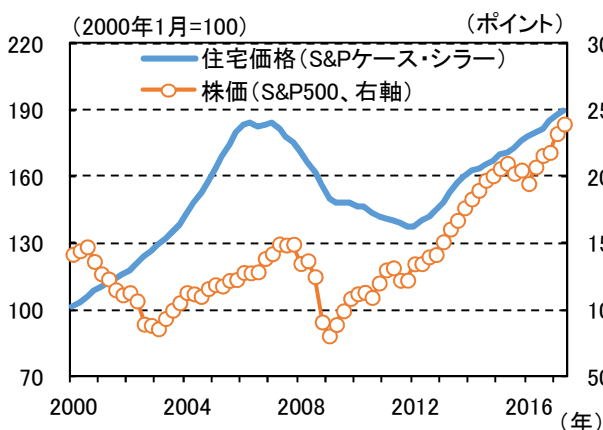


(資料)米国商務省経済分析局

(2)資産効果の比較

貯蓄率の低下は、消費性向の上昇を意味する。可処分所得の増加以上に消費が拡大する要因として、株式及び住宅価格の上昇による「資産効果²」がある。2005年時及び2016年時の株価と住宅価格の推移を見ると、いずれも前年比で大幅に上昇した³(図表5)。家計部門の、純資産(=総資産-総負債)の対可処分所得比率を見ると、含み益の拡大によりほぼ同一の高水準であることから、両局面とも相応の資産効果が働いていると推測できる(図表6)。家計のバランス・シートを比較しても、総負債の水準そのものは2005年時よりも2016年時の方が大きいですが、総資産が、金融危機後一旦は縮小したものの、その後は一貫して増加に転じたことから、純資産では2016年時の水準の方が高い(次頁図表7)。

図表5 株価と住宅価格の推移



(資料)サンフランシスコ連銀

図表6 家計部門における純資産の対可処分所得

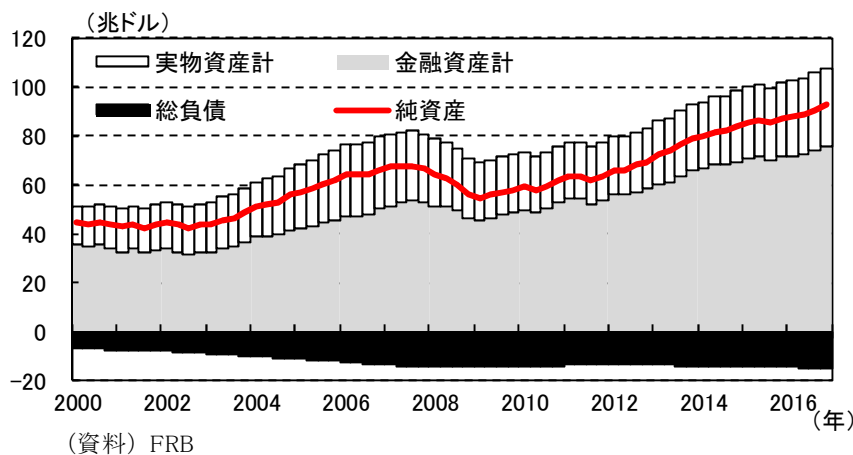


(資料)米国商務省経済分析局

² 「資産効果」とは、保有する金融資産や不動産の評価額が増加することにより、労働所得の増加以上に消費を増加させる現象を指す。

³ 株式や持家の保有比率については、2013年時点(最新の調査年)の計数が、それぞれ48.8%、67.3%と、2004年時点の調査から大きな変化はみられない。

図表7 家計部門の資産・負債

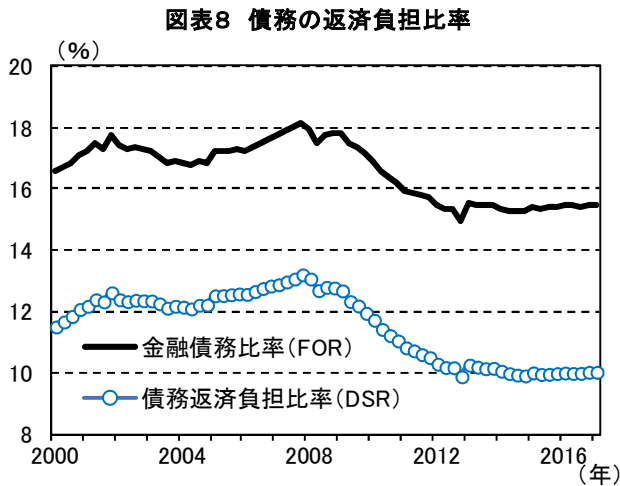


3. 消費の持続性

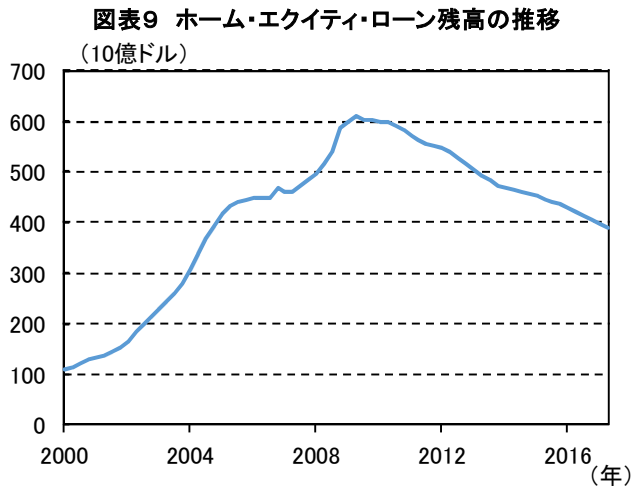
本稿では、貯蓄率の急低下が何らかの経済的問題を抱えていないかについて、2005年時の状況との比較を中心に検証してきた。

改めて、2005年時の局面との比較を念頭に消費を巡る足元の状況を確認すると、まず、エネルギー価格については、米国を初めとしてシェール・オイル開発等が進展しており、かつてのような原油価格の高騰は想定しにくい。また、主要株価指数がいずれも既往最高値圏にある等、株式市場は極めて好調であり、住宅価格も上昇基調にあることから、2005年時の経験からは相応の資産効果が期待できると考えられる。

総負債の水準については、既に、金融危機時を上回る残高に達してはいるものの、大幅な負債調整や利払負担増加の懸念は小さいといえる。債務の返済負担の観点から、住宅ローンと消費者ローンの債務返済(=元本返済+金利支払)負担の対可処分所得比率(DSR、Debt Service Ratio)や、これに借家賃貸料、自動車リース料、持ち家に付随する保険や固定資産税に対する負担を加えたより広義の債務負担を示す金融債務比率(FOR、Financial Obligations Ratio)を見ると、2005年時よりも2016年時の方が低下している(次頁図表8)。以前、「[米国・家計部門の債務における二極化について](#)」(調査月報2017年6月号)において考察したように、これは、所得増加に加えて、FRBによる低金利政策の効果によるものであり、今後の利上げは負担増要因となるが、利上げに伴う金利上昇を考慮しても、家計部門における債務返済負担の大幅な増加は生じないと考えられる。さらには、ホーム・エクイティ・ローンについても、同様に、2005年時よりも2016年時の残高は減少している(次頁図表9)。こうした点からは、2016年時の貯蓄率の低下は、家計部門の財務状況が相対的に健全な下で生じたもので、近い将来、バランス・シート調整や利払負担増加で消費が減少する可能性は低いと考えられる。

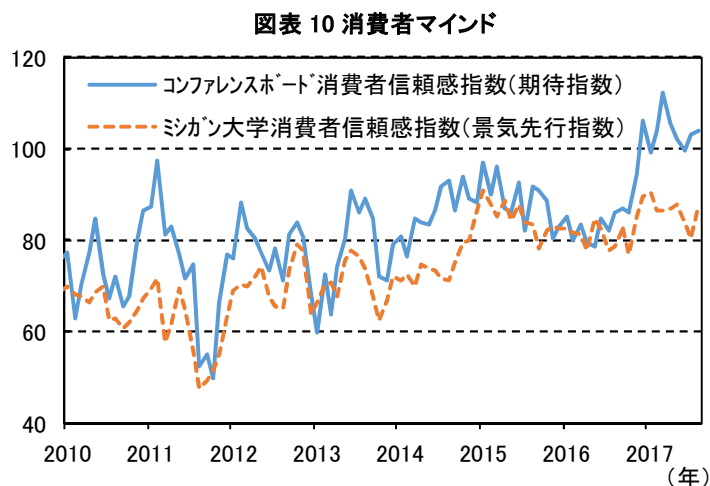


(資料) FRB



(資料) FRB

消費者のマインドをみても、経済の先行きに対しては強気を維持しており、現在の経済環境や家計部門の財務状況の健全性からは、今後、貯蓄率が急激に上昇するということはなく、消費も堅調に推移することが期待される(図表 10)。



(資料) CEIC、ミシガン大学

将来に亘る米国消費の持続性という観点からは、リスク要因はむしろこの先の貯蓄率が更に低下することであると考える。例えば 2005 年時のように、貯蓄率が4%を大きく下回り2%近傍に近づくようなことがあれば、家計部門で再び債務の拡大が進行していないかなど、消費急減につながる懸念材料が出ていないかどうかを改めて点検する必要が生じるだろう。

(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。

中国に立ちはだかる国際金融のトリレンマ

<要旨>

国際金融のトリレンマの理論によれば、独立した国内金融政策、安定した為替相場、自由な資本移動、の三つは同時に実現できない。実際、日米を含め殆どの国は上記三つのいずれかを放棄している。これに対して中国は、金利・為替・資本移動の自由化を極めて漸進的に進める過程において、国内金融政策の自由度を優先しつつ、状況に応じて為替と資本移動に関する規制の強弱を調整することで、海外の資本・技術を取り入れて成長し、グローバルな通貨危機等の波及を阻止できた。

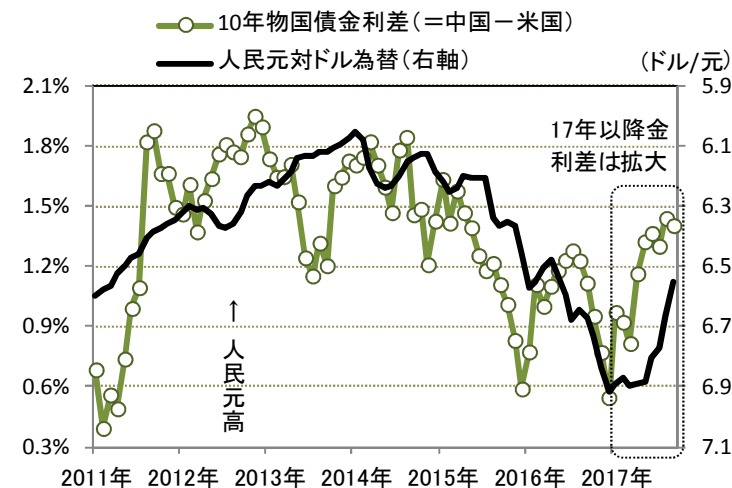
しかし、資本移動を段階的に自由化した結果、近時は人民元相場と内外金利差の相互影響が強まっている。これにより、国内金融政策が制約を受けたり、資本移動の自由化が一部後退するなど、三兎を追う政策運営は難しくなりつつある。

中国は、グローバル経済に組み込まれた今や世界第2位の経済大国であり、こうした国は最終的に日米など主要国と同様の変動相場制に移行することで、国内金融政策の高い自由度を保持しつつ、自由な資本移動を許容することが避けられないと考える。移行が後手に回れば国際競争力が阻害されたり、国内バブルが膨らむ虞がある。一方で、拙速に過ぎれば、大規模資本逃避や急激な人民元安が懸念される。中国は今後一層難しい舵取りを迫られることになる。

1. 人民元は昨年から一転、近時は大きく上昇している

人民元は、国内の経済成長鈍化や米国金融政策の方向転換を背景に、2016年にかけて急速な元安が進んだものの、2017年に入ると下げ止まりに転じ、直近では元高が進行している。(図表1)

図表1 人民元為替と米中金利差の推移



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成

(注)データは月末の終値、直近2017年9月は9月15日の終値

足元における人民元上昇の背景には、①当局がより厳格な資本流出規制を導入したこと、②秋の共産党大会¹を意識した財政出動などで中国の経済成長率が小幅に改善したこと、③米国の金融引締政策(利上げ)が当初予想よりも緩慢なペースで進むとの観測でドル安が進んだことなどが挙げられる。

さらに、前掲図表1の通り、中国当局による市場金利の引上げを受け、米中の金利差が改善したことも理由の一つと考えることができる。もっとも、理論上においては、国境を跨ぐ資本移動の開放が限定的である中国において、国内外の金利差などを狙った裁定取引は難しく、国内の金融政策と為替相場の相互影響は小さいはずである。

そこで本稿では、国内金融政策と為替制度、資本移動の3者関係を説明する国際金融のトリレンマの理論を用いて、中国の金融政策運営の持続性や今後の方向性を考えてみた。

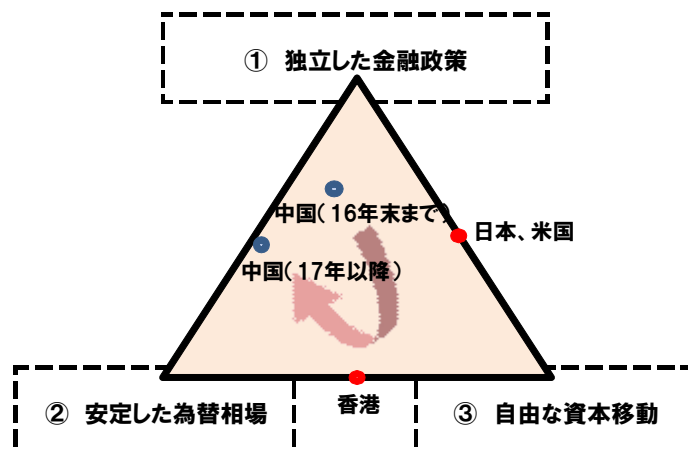
2. 国際金融のトリレンマと中国の政策運営

国際金融のトリレンマの理論は、①独立した金融政策(海外との金利差によって為替レートをコントロールする必要がなく、自由な国内金融政策が実施できること)、②安定した為替相場(固定相場制)、③自由な資本移動、は同時に実現されず、どれかを放棄してはじめて残りが実現されるという内容である。

現状、日本や米国をはじめとする多くの先進国は、変動相場制を採用し為替相場の安定性を放棄することで、独立した国内金融政策と国内外における自由な資本移動を確保している。また、香港や一部湾岸諸国は独立した国内金融政策を放棄することで、自由な資本移動と基軸通貨に対する為替相場の固定化を実現している。

それに対して、金利と為替、資本移動に関する自由化改革の途中段階にある中国は、3者の関係を3つの点からなる三角形の面として捉え、状況に応じて各々のバランスを取り、最適な解を求めるような、謂わば「三兎を同時に追う」政策運営を採っている。(図表2)

図表2 国際金融のトリレンマのイメージ図



(資料) 各種公開資料より、三井住友信託銀行作成

¹ 中国共産党の全国代表大会は5年に一度開催されており、次回の第19回大会は2017年10月に予定され、第2期の習近平政権の発足が見込まれている。

同国は1990年代以降、金利・為替・資本移動に関する自由化改革に着手し、それぞれの改革をほぼ同時に推進してきた。しかし、安定した経済発展環境の維持を優先するため、改革には漸進的なアプローチを採り、現状はいずれの自由化も未完成の状況である。

金利についてはインターバンク市場における取引金利の自由化は殆ど完成しているものの、銀行の預金・貸出金利については、当局から窓口指導などを受けるため中央銀行発表の基準金利から大きく乖離することはできない。また、為替は固定相場制からは脱却したものの、中央銀行発表の基準値レートの上下一定範囲内における変動のみが許容される「管理フロート制」となっている。そして、資本移動についても、特定の機関投資家に限定した国内証券市場への参入許可や一部大都市における自由貿易区の設立などに留まっている。かかる状況の下、同国はこれまで、国内金融政策の独立性を優先するような政策運営を行いながら、内外情勢を考慮し為替相場と資本移動に関する規制の強弱を調整してきた。

このような政策運営により、海外から必要な資本・技術を取り入れながら、経済のグローバル化を進め高い経済成長を実現させた。同時に、通貨危機や金融危機などに際しては、為替と資本移動のコントロールによりグローバル金融市場からの悪影響を緩和させ、安定した経済発展環境の維持にも役割を果たし、総じて有効であったと評価できよう。

3. 今後は政策舵取りの難度が上昇

同国の政策運営手法はこれまである程度功を奏したとはいえ、今後も有効であり続けるとは限らない。特に、昨今行われた資本移動の段階的な自由化により、規制の範囲内における資本の流入が可能となったほか、グローバル経済との結びつきの強化により規制を迂回した非合法的な資本移動を防止することも難しくなっている。その結果として内外金利差と為替相場の相関関係が強まっており、国内金融政策の制約要因となってしまう状況も見られるようになった。

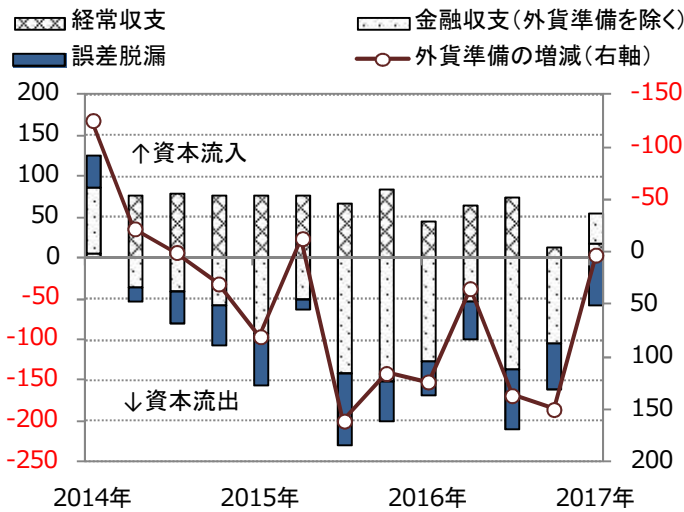
近年、同国の経済成長率は鈍化傾向を辿り、中央銀行は経済成長を支えるため、2015年にかけて預金・貸出基準金利の引き下げなど金融緩和政策を実施した。一方、海外に目を向けると、米国の金融政策は緩和から引締め大きく方向転換され、米国金利やドルが上昇し、米中間の金利差も縮小していた。

そうした中、2015年8月の中央銀行による人民元為替の切り下げ²を受け、人民元安の観測が中国内外で急速に台頭し、金融機関や一般企業、そして一部個人投資家までが、合法的・非合法的な手段を講じ外貨建て資産への転換³に動いた(次頁図表3)。2016年末にかけて、中国からの資本流出と人民元安が同時に進行し、自己増殖的に加速していた。さらに、中央銀行による相場維持のための継続的な為替介入の結果、同国の外貨準備が急速に減少したため、中国当局による為替相場の安定維持能力に対する懸念が高まった(次頁図表4)。

² 中央銀行である中国人民銀行が、2015年8月11日に人民元の基準値レートを前日比約3%切り下げした。当局は切り下げについて、市場実勢価値により近づけるため、基準値レートを前日の市場終値近辺に設定する運営に変更した一環であると説明した。

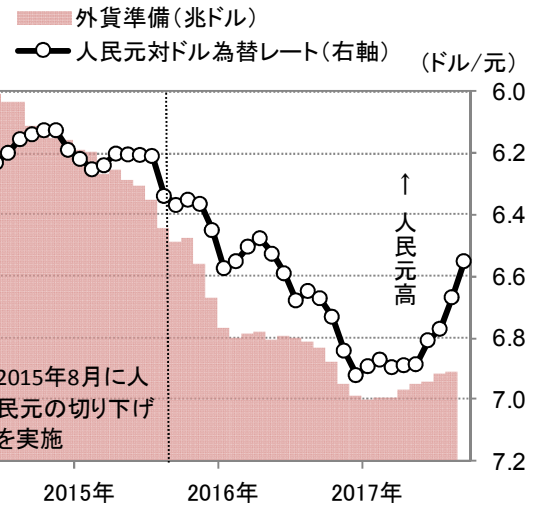
³ 国際収支表の内、外貨準備を除いた金融収支のマイナス幅が拡大していることから、合法的な資本流出の増加が読み取れる。他方、非合法的な資本移動は国際収支表の誤差脱漏の部に含まれ、非合法的な資金流出の増加は、誤差脱漏のマイナス幅が拡大する一因と考える。

図表3 中国の国際収支の推移(単位:兆ドル)



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成
 (注)外貨準備の増減は「+」=減少、「-」=増加

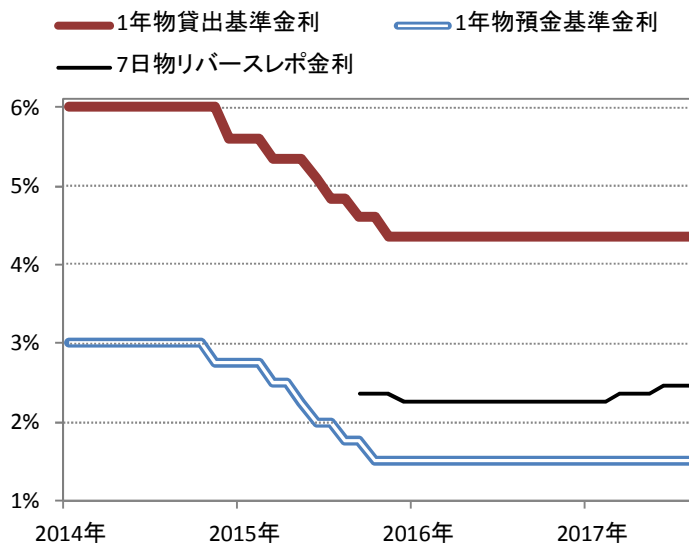
図表4 人民元為替と外準の推移



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成
 (注)データは月末値。外貨準備は2017年8月末値まで
 為替は2017年9月(直近値は9月15日の終値)まで

このような状況を打開するため、中国当局は今年に入り、資本流出に関する規制の厳格化を発表したほか、リバースレポ金利などインタバンクにおける政策金利の引上げにも踏み込んだ⁴(図表5)。市場金利の引上げについて、当局は金融リスクの防止が目的であると説明したが、急激な人民元安を食い止めるために、同国がこれまで優先してきた国内金融政策の自由度をある程度諦めざるを得なかった、と考えることもできる。

図表5 各種政策金利の推移



(資料)CEICデータ、三井住友信託銀行作成

⁴ 但し、実体経済への影響を配慮し、企業や家計部門の調達コスト増加に直結する預金・貸出基準金利については、現在も低水準で据え置かれている。

一連の措置により足元では人民元安の流れが食い止められ、為替相場に関する懸念は一旦後退したが、この小康状態は長続きしない可能性がある。

まず、市場金利の引上げが徐々に実体経済に影響することが予想されるため、中国経済は党大会開催後において再び成長ペースが鈍化する恐れがある。また、米国の利上げは今後も続く見込みで、米中の金利差は再び縮小する可能性が高いことから、人民元は再び減価圧力に晒される懸念があり、その対応で中国当局は再び難しい選択に迫られることが予想される。

当局にとって、経済成長の鈍化局面において為替相場のみを意識した国内金利の引上げは、更なる景気悪化につながりかねず、現実的ではないとみる。また、為替介入による人民元の相場維持は外貨準備の急減につながり、外貨準備の急減はまた当局の為替コントロール能力に対する懸念を引き起こすことで、人民元安を食い止めるどころか、更なる拍車をかけてしまう恐れがある。当局による、為替介入を通じた相場維持も徐々に限界に近づいている。

また、資本移動に関する規制強化は一時的に資本流出を抑制する効果があるものの、自由化改革の流れに逆行する動きとも言えるため、長期的に見ればその弊害が大きい。不人気の資本移動規制は、海外からの投資を阻害し同国の産業高度化に必要な先進技術導入に支障をもたらすほか、余剰な資金が国内に滞留し、不動産市場などに流れ込むことで国内の資産バブルを助長するなど、中国経済のファンダメンタルズを損なってしまうこととなる。

以上から、同国が採ってきた三兎を追う政策運営は国際金融のトリレンマの壁にぶつかりつつあり、当局の政策運営の舵取りは今後、より難しくなることが予想される。

4. 総括

中国はこれまで、金利と為替、資本移動に関する自由化改革を進めてきたが、改革には漸進的なアプローチを採ったため、現状はいずれの自由化も未完成である。かかる状況の下、同国は国内金融政策の独立性を優先するような政策運営を行いながら、内外情勢を考慮し為替相場と資本移動に関する規制の強弱を調整するという、三兎を同時に追うような政策運営を採っている。これまでのところ、その政策運営により国内金融政策の独立性を優先的に確保しながら、海外から必要な資本を取り入れた。また、通貨危機や金融危機などに際し、グローバル金融市場からの悪影響を緩和させ、安定した経済発展環境の維持にも一定の効果を挙げた。しかし、国境を跨ぐ資本移動の自由化が段階的に行われる中で、近時では為替相場と内外金利差の相関関係が強まり、当局による政策運営の難度が上昇しており、いよいよ国際金融のトリレンマという壁にぶつかりつつある状況となった。

中国はいまや世界第2位の経済大国であり、これまで積極的に海外の資本・先端技術を取り入れて高成長を成し遂げたことを踏まえると、最終的には、日米の採用するモデルを目指すことが避けられないと考える。つまり、為替相場に対するコントロールを諦め、変動相場制に移行することで、国内金融政策と資本移動の自由度向上を目指すことが求められる。

但し、変動相場制と資本移動の自由化への移行には大きなリスクを孕む。為替制度の変更は、その発表方法やタイミング次第で、当局による為替コントロールの失敗として受け止められる恐れ

がある。また、変動相場制への移行に成功した後においても、内外環境の急変により人民元安の観測が急速に台頭するリスクがある。それに資本移動の自由化も加わると、同国からの大規模な資本流出と人民元安のオーバーシュートが発生しかねず、最悪の場合、経済の混乱や社会の不安に発展することも排除できない。

今後、日米のモデルを目指して為替と資本移動に関する自由化改革を加速させるのか、それとも上記リスクを恐れて改革の前進に踏み出さず、現状の三兎を追う政策運営を無理に続けて結果的に一兎すら確保できなくなるのか、難しい選択に直面する中国当局の舵取りに注目したい。

(海外調査チーム シェン ショウイー 盛 曉毅 : Sheng_Xiaoyi@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。