

IMF サーベイ

「世界経済見通し」の新研究

世界経済の正常化に連れ金利は上昇するも 小幅な動きに

2014年4月3日

アンドレア・ペスカトーリ、ダビデ・ヒューセリ



米国加州アナハイムの工事現場で橋を渡る労働者。IMF は実質金利と資本コストは低くとどまると予想している（写真：Bruce Chambers/ZUMA/Corbis）

- 実質金利は現在ほぼゼロとなっている；今後緩やかに上昇へ
- 過去に金利に影響与えた要素の今後の反転は考えにくい
- 低金利の継続は債務負担が軽くなることを意味するが同時に政策を制約する

実質金利は世界経済の正常化にともない、小幅に上昇することが予想され、世界金融危機後のマイナス領域への転落から反転するとみられる、と国際通貨基金（IMF）調査局は、新たな研究で予測している。

実際に支払う金利から期待インフレ率を差し引いた実質金利が継続して低い水準となっていることは、融資を受けている側の負担を軽減する一方、政策担当者の手を縛る可能性がある。実質金利が低く推移する環境は、将来において名目金利が下限、つまりゼロに到達してしまう確率を高め、金利引き下げによる成長を刺激するという主要な金融政策を失う可能性もある。先進諸国経済は大変低い成長が続くリスクがあるため、この制約が現実となりえる。

現時点での実質金利の上昇は小幅になると予想される。なぜなら実質金利を低下させた主な要因が反転することはなさそうだからだ：

- **貯蓄**：新興市場国の貯蓄率は2000年から2007年にかけて大幅に上昇し、金利を低下させた。この貯蓄率上昇は部分的にしか反転が予想されない。
- **ポートフォリオ**：金融危機以来、安全資産に対する需要は高まっている。つまり、リスクが著しく高まっている株式などよりも債券が好まれている。この傾向は新興市場国で外貨準備が蓄積されていることにもよっている。予想外の大きな政策変更がなければこの傾向は継続する可能性が高い。
- **投資**：金融危機の結果としての先進国経済での投資の落ち込みは続く可能性が高い。

1980年代初頭より世界的に、全ての償還期限の資産の金利や利回りが、期待インフレ率の低下よりはるかに大きく低下した。これは融資を受けた人がインフレ期待分を修正して実質的に支払っている金利が低下したことを意味する。各国での10年物実質金利は1980年代は平均5.5%、90年代は3.5%、2001年から2008年の間は2%、2008年から2012年は0.33%に低下している。（図1）

図1

世界の長期実質金利

IMFは、世界の長期実質金利は、0.5~2.0%と引き続き低いと予測。

(インデックス、2007=0)



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

過去30年間にわたる世界経済、金融の統合の進展が進む中、実質金利、特に償還期限の長いものは今や世界共通の要因で決定されるようになった。

1980年代と1990年代の早期では主に金融政策が実質金利の変遷を支配したが、その後の90年代は先進諸国での改善された財政政策が実質金利の低下を起こした主要因であった。ただ、より最近では上に述べた要因が重要な役割を果たしている。

この研究では、これらの要因を詳しく調べ将来の実質金利、より一般的にいえば資本のコストを予測するために幅広い国々の実質金利の新たなデータの一群を作り上げた。

貯蓄余剰と投資家の選好

2000年代半ばの実質金利の低下はしばしば次の2つの要因によるものとされる:

- 新興市場国、とりわけ中国での貯蓄余剰;そして
- 株式などよりも債券など確定利付資産への投資家選好の変化

この両要因とも世界的に実質金利の低下圧力として作用する一方、株式への投資期待収益を上昇させた。

21世紀最初の10年の半ばで起こった実質金利の低下幅の半分以上は、この時期の新興市場国、とりわけ中国での貯蓄の大幅な増加が原因だ。(図2) この貯蓄の増加は、先進国での貯蓄の減少によりほんの一部が相殺された。この時期の新興市場国での所得の高い伸びが、貯蓄率上昇の最も重要な要素のようだ。

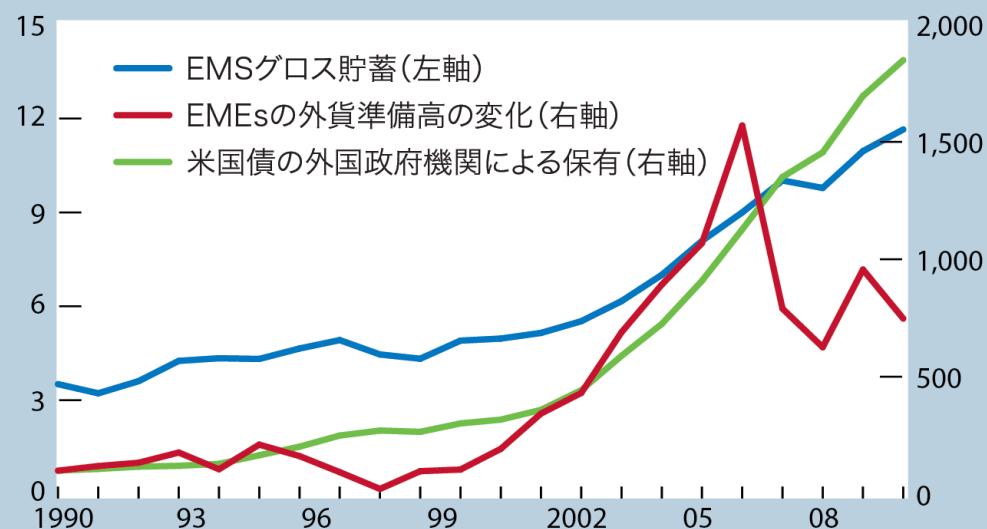
図2

過剰貯蓄とポートフォリオシフト

新興市場国・地域での貯蓄率は引き続き高い: 新興市場の外貨準備高と外国機関による米国債の保有高は増加している。

(%、対世界GDP比)

(インデックス1990=100)



出所: Beltran及びDaniel O.他。2013年、「Foreign Holdings of U.S. Treasuries and U.S. Treasury Yields」、Journal of International Money and Finance, Vol.32, No.1, pp. 1120-43、IMFスタッフ算出

注: EMEs=新興市場国・地域

21世紀最初の10年の実質金利低下の半分以上は、債券への相対的な需要の高まりが原因の可能性はある。この変化は、株式投資のリスクの高まりに、新興市場国が外貨準備額を増やすために安全資産への需要を増大させたことが相まったことを反映している。世界危機の後も、この両方の要因がより緩やかになったとはいえ実質金利の低下に貢献し続けている。

今後は何が起こるのか

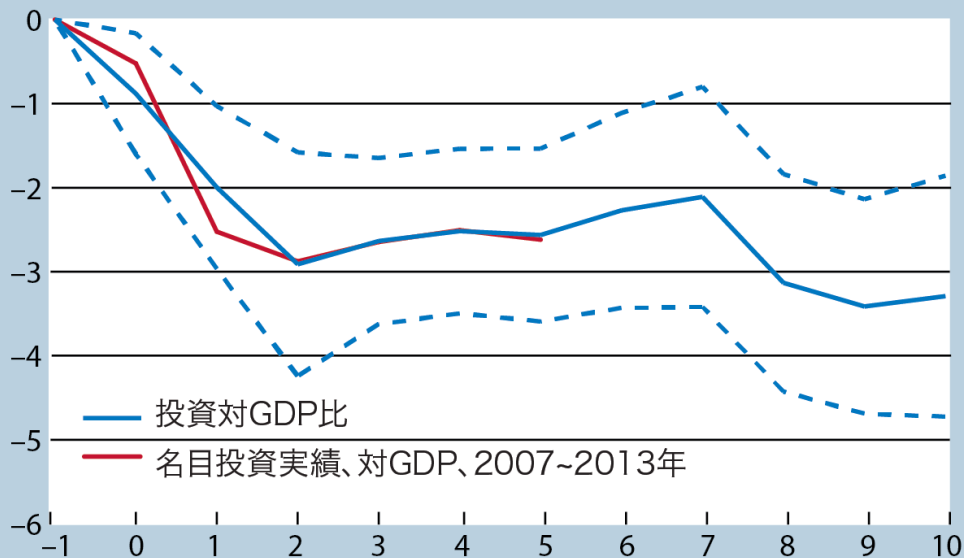
世界金融危機による傷は、先進国への投資の急激で継続する落ち込みという形となって残った。これはまた、近年の金利の低下に大きく貢献している。危機の貯蓄に対する影響はより抑制的だった。われわれの研究結果では、世界金融危機の影響が今後5年間にわたり継続しそうで、多くの先進国ではその間に投資額のGDP比が危機以前の水準に回復することはなさそうである。

図3

金融危機の先進国・地域投資への影響

先進国・地域での投資のGDPに占める割合は、今後も低いと考えられる。

(インデックス、2007=0)



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。

実質金利と資本コストの緩やかな上昇予想の理由の一部はシクリカル要因だ:近年の極めて低い実質金利は先進諸国で、実際の生産が潜在的生産能力に遠く及ばなかったことを反映

している。しかしこの研究は、そうしたギャップが消えても実質金利と資本コストが相対的に低くとどまりそうであることを示唆している。

政策面でみると、実質金利が実質 GDP 成長率を下回っていれば、公共投資の増額が中期的な債務の GDP 比率の上昇につながらない可能性がある:高い経済成長が追加債務の負担をまかなってくれるからだ。

金融政策面でいえば、実質金利が低いまま継続する時期は潜在成長率と整合する「中立的な金利」が 1990 年代や 2000 年代初頭のそれよりも低くなっていることを意味する可能性がある。さらにインフレ目標が 2%程度の場合、需要を痛撃するショックが起きれば名目金利が下限のゼロに下落してしまう可能性を増大させる。これは転じて、金融政策に対して影響を及ぼし得る。

最後に、実質及び名目金利が低い状況が継続する環境は、金融機関がより大きなリスクをとって実質及び名目のより高い利回りをえる機会を探らせることになり得る。転じてこれは金融セクターのシステミックリスクを増大させかねず、マクロ及びミクロプルデンシャルの適切な監視が金融安定性の維持のために不可欠となろう。

■ IMF は 4 月 9 日に「世界経済見通し」を発表する。

関連リンク:

[研究全文を読む](#)

[新興市場国の成長](#)

[ブログ: オリビエ・ブランシャール](#)

[世界経済見通し](#)