中期経済予測 2008-2012

過剰流動性から読む世界経済のリバランス

2007 年 12 月 10 日

野村證券株式会社
金融経済研究所　経済調査部

≪ 要　約 ≫

日本経済はまさに適温経済状況にある。しかし、日本を取り巻く世界環境に目を転じると、過剰流動性の発生やそれに伴う世界的マネーフローの変化を背景に大きく変化している。今回の『野村中期経済予測 2008-2012』では、今日の世界マネーフロー構造の詳しい検討を通じて、日本及び日本を取り巻く経済環境の変化を展望する。

今後の世界経済を考える上で「過剰流動性」の議論は欠かせない。足下の過剰流動性の特徴は、その源泉である過剰貯蓄が中国と産油国の２つの地域に集中し、ドル建てで流動性が高い米国債券市場に向かいやすい傾向を持つことにある。その結果、米国長期金利が実勢より 1%ポイント程度低く抑えられ、米国にバブル的状況を形成し、世界的なマネーの拡大をもたらした。従って、過剰流動性の行方は、原油価格の動向を除けば、中国経済の動向に依存する。確かに、供給面から見る限り、中国は当面 8%前後の成長を続ける余力があると見られる。しかし、短期的には、人民元の大幅な切り上げ、中期的には高齢化の進行、ライフスタイルの変化などによる国民貯蓄率の大幅低下がリスクとなる。貯蓄減少による中国の経常黒字の減少は、世界の過剰流動性の源泉が細ることを意味する。

そこでベースケースとして、人民元が現状の年率 5%ペースで今後も切り上がるケースを想定する。このポイントは、世界のマネーフローの出発点である中国経済に大きな変化が起こりにくい点にある。世界的な期待インフレ率の落ち着きが維持されることから、米国の長期金利は安定し、米国中央銀行の自由度が確保されることで、サブプライムローン問題に対して更なる積極的な金融緩和策も打ち出せる。こうした結果、米国景気の低迷は軽微なものにとどまり、2010 年に向けて 3.0%前後の成長率への回帰が見込まれる。

リスクケースとしては、人民元の対ドルレートが、2009 年に均衡値と考えられる１ドル＝4.5 元に一気に切り上がるケースを想定した。人民元レートの切り上げは、米国のインフレ期待を高め、同時に中国から米国への資金流入の減少につながることで、米国の長期金利を大幅に押し上げる方向に働く。このため、向こう５年間の米国平均成長率は、景気回復のきっかけがつかめぬまま、2%台半ばの低迷が続き、日本経済の成長率も平均 2%を下回ることが想定される。

2015 年より先を視野に入れるとマネーフローを取り巻く事情が大きく変わってくる。一人っ子政策の影響から中国で労働力不足が本格化し始め、同時に急速に進む高齢化により貯蓄率が本格的に低下し始める可能性がでてくる。これは、世界の過剰流動性を急速に収縮させ、世界的な金利上昇圧力となる。これを未然に防ぐためには、米国の財政赤字の削減と、中国の設備投資主導型から個人消費指導型への政策転換が欠かせない。

過剰流動性が収縮していく過程では、為替相場でもリバランスが行われよう。為替レートの中期的な落ち着き先のイメージとして、購買力平価を用いて適正レートを求めると、1.23 ドル/ユーロ、109 円/ドル、などとなる。人民元の適正値は、１ドル＝4.5 元前後と考えられる。

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

＜ 目　次 ＞

1. 激変する世界経済とマネーフロー 1
(1) 適温経済下にある日本経済 1
(2) 激変する日本を巡る経済構造 1
(3) マネーフロー分析の重要性 2
2. 過剰流動性の源泉と発生過程 2
(1) 過剰流動性の定義 2
(2) 日本の過剰流動性の発生時期とその影響 4
(3) 世界の過剰流動性の現状とその源泉 5
(4) 過剰流動性の供給源としての中国と中東諸国 7
(5) 中東諸国の場合 8
(6) 中国の場合 9
3. 過剰流動性が世界経済に与える影響 11
(1) 構造変化を起こした米国長期金利 11
(2) 米国住宅価格はどこまで下落するのか 13
(3) 米国以外のマネーマーケットでは何が起こったか 15
(4) マネーの流れが変わらない限り、、、 18
4. 中国経済の将来像 20
(1) 中国経済の成長率推定 20
(2) 成長制約要因となる中国のエネルギー問題 25
(3) 中国の異常に高い貯蓄率はいつまで続くのか 28
(4) I-S バランスからみた中国の経常黒字の行方 30
(5) 人民元切り上げのインパクト 32
5. 均衡為替レートの推計 34
(1) 購買力平価から見た均衡為替レート 34
(2) 今後の為替相場の方向性 37
6. シナリオ分析 39
(1) 現状維持ケース 39
(2) 現状維持ケースの先に何が見えるか 41
(3) リスクケース（米国景気低迷＋人民元大幅切り上げ） 42
7. おわりに 45

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

1．激変する世界経済とマネーフロー

(1) 適温経済下にある日本経済

「失われた 10 年」を超えて、日本は新たなステージへ

2002 年 1 月に始まった今次景気拡大は 2008 年で 7 年目に突入する。企業収益はバブル期を凌駕し、株価も日経平均で一万円を下回る水準であった 2003 年から 2007 年には一時 18000 円台を記録するまでに回復した。都市圏では地価も上昇に転じるなど、日本経済が「失われた 10 年」を乗り越え新たな局面に入ったことはほぼ間違いない。

失われた 10 年を経て日本経済の構造は大きく変化した。「低金利」＋「低インフレ」＋「景況感の拡大なき景気拡大」という特徴を持つ今日の「適温経済」状況は、失われた 10 年を乗り越える過程で生み出され、その過程で起こった人件費の変動費化と外国人投資家を始めとする「もの言う投資家」の台頭により、強い持続性を持つようになった。この「適温経済」の持続は、企業を景気・インフレ・金利の大幅な変動から解放し、企業の自由な活動を担保する方向に働く。数年前まで議論されていた日本経済の空洞化懸念は大きく後退し、国内での大型投資の実施も新聞を賑わせ始めた。規制緩和や民営化を通じた非製造業の効率化の進展が製造業の国内回帰を後押ししたのである。確かに、設備投資から個人消費へのシフトがなかなか進まず、景況感の拡大が感じられないという側面は否めない事実であるものの、その分、物価や金利が上昇しにくい状況が生み出され、景気の拡大を持続させる要因となっていることも忘れてはならない。

(2) 激変する日本を巡る経済構造

しかし、日本を巡る世界経済情勢は大きく変化している

日本経済はまさに「適温経済」状況にあるが、日本を取り巻く世界環境に目を転じると、大きく変化している。中国が目覚しい発展を遂げていることは言うまでもない。ここ４年間も 10%以上の成長を続け、その首都である北京市は 2008 年のオリンピックを控え、建設ラッシュに沸いている。しかし、その一方で、経常黒字が大幅に積み上がり、それを背景に人民元の更なる切り上げ期待がマーケットで大きな話題となっている。中国の経済規模は、既に GDP（ドルベース）で見て世界第４位に位置するまで拡大しているだけに、人民元切り上げは中国経済のみならず世界経済にも大きな影響を与える公算が大きい。

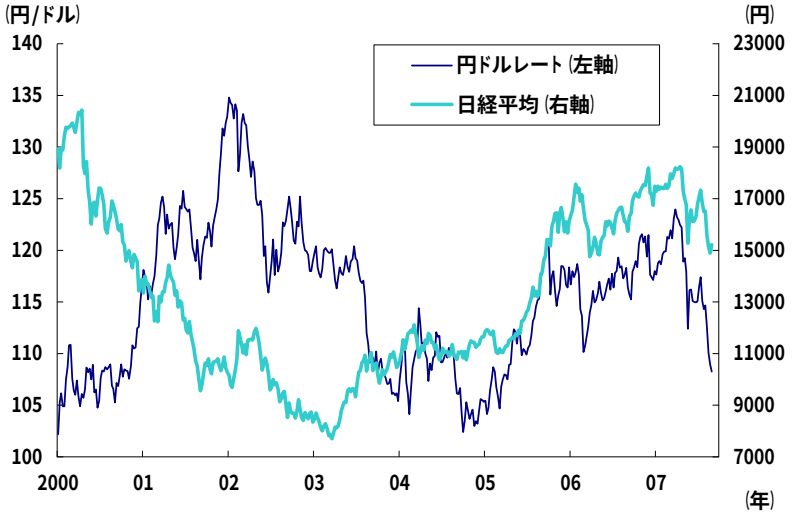
2001 年 11 月以来、順調な拡大基調を辿ってきた米国経済もサブプライムローン問題を契機に景気後退懸念が台頭し、2007 年９月以来２度にわたり、合計で 75 ベーシスポイントの利下げが実施されている。しかし、今のところ住宅価格の下落には歯止めがかからず、金融機関に発生したサブプライムローン関連の損失が今後更に拡大する可能性もない訳ではない。サブプライム問題が更に深刻化し、クレジットクランチ的な状況が発生するようであれば、1980 年代後半の米国の S&L 問題や 90 年代の日本の不良債権問題等に見られた経済への大きな悪影響も想起される。

原油価格の上昇も天井知らずの様相を呈し始めた。2003 年には WTI で見て１バレル 30 ドル程度で推移していた原油価格は 100 ドルに迫る水準まで上昇した。

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

一般論として、米国や中国を始めとする世界経済の変調や資源価格の変動は、日本経済に少なからず影響を与える。実際に、米国のサブプライムローン問題の発生を契機として、我が国の株価も大幅な下落に転じ、日経平均で一時 15000 円を割り込んだ。ドル円レートについても約２年ぶりに１ドル 110 円を割り込み、急速な円高が進んだ（図表 1-1）。

図表 1-1 為替と株価



(出所) 日本経済新聞社、日本銀行

(3) マネーフロー分析の重要性

無視できない世界経済へのマネーフローの影響

こうした世界資産市場の大きな変動の背景には、「過剰流動性」の発生など世界的なマネーフローの潮流変化が存在する。各経済主体間で取引される金融商品が多様化し、金融市場の国際的なつながりが深化する中で、マネーフローの実体経済への影響は過去とは比べられない程大きなものとなっている。すなわち、今後の日本経済、ひいては、世界経済の先行きを考える上では、マネーフローの変動は非常に重要な検討課題なのである。そこで、今回の野村中期経済予測 2008-2012 では、今日のマネーフローの構造を詳しく分析し、それが変化する要因を探ることを通じて、日本経済の予想を試みる。

2. 過剰流動性の源泉と発生過程

(1) 過剰流動性の定義

過剰流動性とは何か

昨今のマネーフローの動向を検討する上で、過剰流動性の議論を抜きに考えることはできない。マーケットでは、この過剰流動性の存在を世界的な資産価格高騰の原因と見て、その変化は世界の資産市場の動向を根底から変化させ、ひいては実体経済に大きな影響を及ぼすと考える向きが多い。そこで、本章では、まず、この過剰流動性の発生原因を深く検討し、その上で今後の過剰流動性の行方を検討してみたい。

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

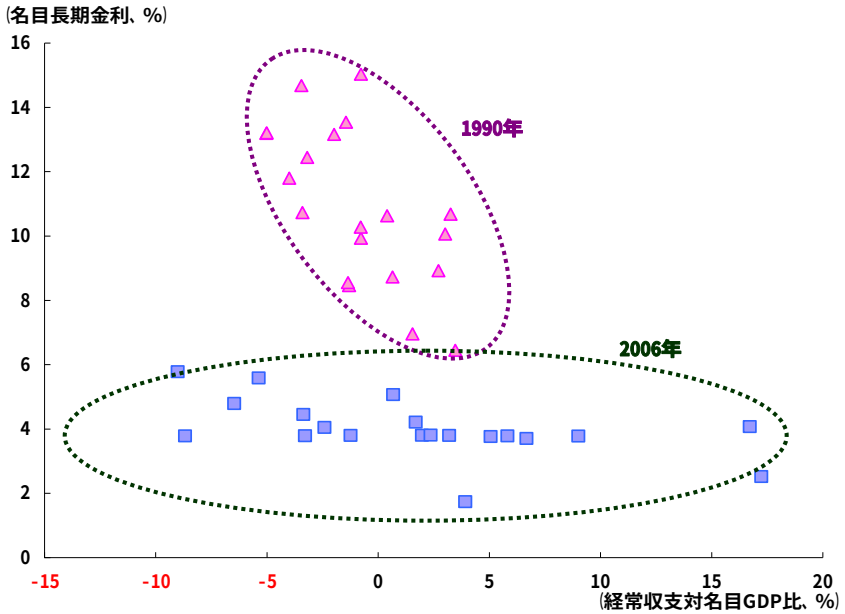
巷間、「過剰流動性」という言葉がよく使われる。その定義は、使う人によってまちまちであり、過剰の程度も今ひとつ明確ではない。もちろん、間接的には、いろいろな方法でその存在を確認することができる。例えば、経常赤字と長期金利の関係も一例であろう。理論的に考えれば、経常収支の赤字国は、その赤字のファイナンスを必要とし、貯蓄投資差額（I-S バランス）上で言えば、投資超過状態にあるため長期金利が高い傾向にあり、経常黒字国では金利が低い傾向にある。図表 2-1 には、OECD 各国のデータを用いて長期金利と経常収支の関係が示されている。これを見ると、1996 年には経常収支と長期金利に負の関係が存在し、理論通りの構図となっていたことがわかる。しかし、10 年後の 2006 年にはこの関係が全く見受けられない。この変化にはいろいろな解釈が可能となろうが、一つは、先進国で流動性が豊富にあるため、経常収支の額があまり金利に影響を与えなくなってきていると解釈することもできる。

「過剰流動性」をマーシャルのｋのトレンドからの乖離で計る

過剰流動性に関する具体的な議論を進める前に、本レポートにおける定義を確認しておこう。流動性とは、一般的に「資産が資本損失なく即時に貨幣に転換される度合をさす。また、流動性のきわめて高い金融資産、即ち貨幣及び準貨幣そのものを意味する場合もある」と定義される。つまり、流動性とは財やサービスの取引を仲介する物であり、太古の昔には貝殻などを指し、今日では貨幣と考えて差し支えない。流動性を単純に貨幣と考えれば、「過剰」流動性とは、市場経済における財・サービスの交換を仲介する手段である貨幣が、経済活動の拡大に比例して増加する財・サービスの交換に必要な額以上に流通している状況と考えることができるのである。

こうした定義に従えば、過剰流動性の有無は、実体経済の規模に比べてどの程度の貨幣が流通しているかを示す「マーシャルのｋ」（マネーサプライ／名目 GDP）

図表 2-1　長期金利と経常収支の関係



(注) 各点は OECD 加盟国を示す。
(出所) 経済協力開発機構 (OECD) 資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

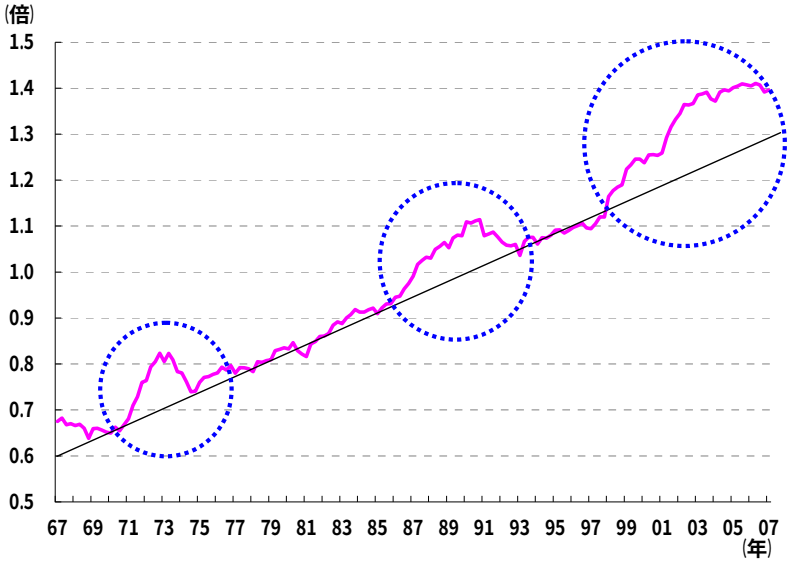
の推移を見ることで、ある程度把握することが可能となる。確かに、それぞれの国の経済構造や発展段階により「マーシャルのｋ」の水準やトレンドは異なるものの、マーシャルのｋがその国の過去のトレンドを外れて上昇していれば、過剰流動性が存在すると考えてもよいのではなかろうか。

(2) 日本の過剰流動性の発生時期とその影響

マーシャルのｋのトレンドからの乖離は過剰流動性時代に一致

日本を例に挙げて考えてみよう。日本のマーシャルのｋは右上がりのトレンドを持つことが知られている（図表 2-2）。こうした右上がりトレンドを持つ理由は、金融工学の発展を背景に金融市場における取引が莫大となり、その取引に必要な貨幣が増加しているためなど、諸説ある。しかし、問題は、そのトレンド自体の発生理由ではない。右上がりのトレンドの存在を前提としても、大幅にマーシャルのｋが拡大する時期があったという事実である。日本の場合には、1970 年代前半、1980 年代後半、1998 年以降の３時期にマーシャルのｋがトレンドを大きく上方に乖離し、過剰流動性の存在が示唆される。歴史を振り返って見ると、確かに、1970 年代前半には、田中内閣の「日本列島改造ブーム」を背景に、過剰流動性相場と言われる時代が続いた。また、1980 年代後半はプラザ合意以降の低金利を背景にバブルが発生した時代である。最後に、1999 年以降には金融不安解消のため超低金利政策が実施され、また巨額の公的資金が銀行に注入されるなどした。歴史的な過剰流動性の発生と、マーシャルのｋのトレンドからの乖離にはかなりの相関関係がある。また、当然とも言えるが、過剰流動性の発生時期は、資産価格が上昇しやすい時期にあたる。そもそも、実体経済活動に必要な資金以上の資金が流通するのであるから、財・サービスの取引に用いられる量を上回る資金は資産市場に流れ込みやすい。日本でも、過剰流動性発生時期は資産価格が大幅に上昇した時期でもある。

図表 2-2　日本のマーシャルのkの推移



(注) マーシャルのｋ＝(M2＋CD)／名目 GDP
(出所) 国際通貨基金 (IMF)、トムソン･データストリームより野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

(3) 世界の過剰流動性の現状とその源泉

世界的に 1990 年代後半から過剰流動性が発生している

主要国でマーシャルのｋを計算したものが図表 2-3 に示されている。1980 年代後半から極めて安定していたマーシャルのｋが1999 年を契機として大幅に上昇していることが分かる。これを見る限り、1999 年前後から主要国で過剰流動性が発生し始めたと考えられる。実際に、ＩＴバブルの崩壊による株価の一時的下落はあったものの、この時期に前後して世界各国で株価が上昇傾向を辿り始め、過剰流動性の存在を示唆している（図表 2-4)。

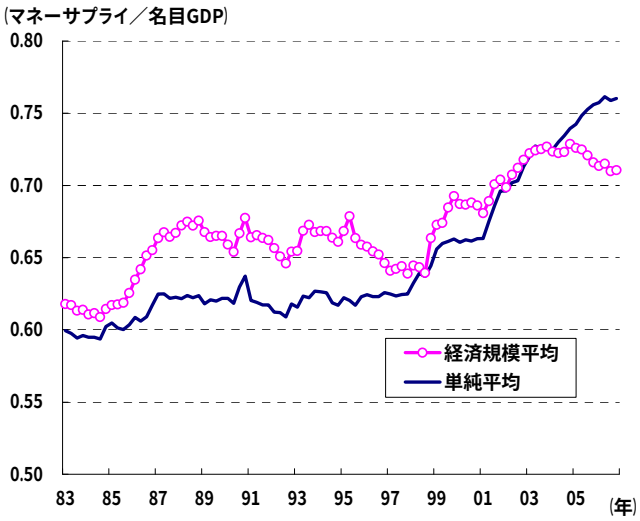
過剰流動性の源泉はどこか？

過剰流動性の発生原因を辿ると３つの源泉に行き着く。すなわち、世界的な貯蓄余剰傾向の存在、石油価格の上昇という２つの潮流および、時期的に重なった我が国の超低金利である。

まず、世界的な貯蓄余剰傾向について考えたい。そもそも、1990 年代初頭には世界的な貯蓄不足が懸念されていたのである。平成２年の経済白書は、「東ドイツと東欧の市場経済移行と西側への門戸開放は先進国製品に対する需要を増加させるとともに経済再建のための投資資金需要を増大させつつある。このような動きは、景気鈍化がみられる国を含めて先進国の設備投資の伸びが依然高い中で、アメリカの財政赤字や途上国の資金需要と相まって、世界的な貯蓄不足を引き起こすのではないかと懸念されている。」と世界的な貯蓄不足による金利の高止まりに対する懸念を表明している。

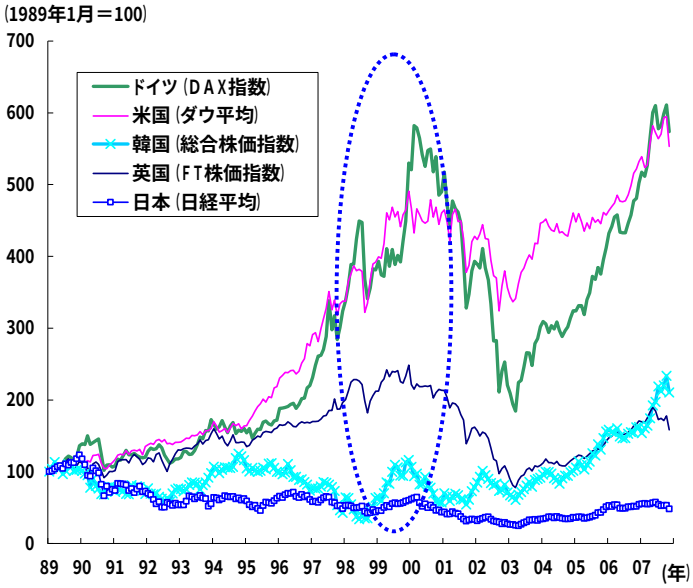
しかし、現実は、その正反対の方向に向かった。今日の世界的な貯蓄余剰傾向は、1990 年代後半に発展途上国が貯蓄不足状態から大幅な貯蓄超過に転じたことによ

図表 2-3　先進6カ国の過剰流動性の推移



(注) 1. 各国の統計数字を米ドル換算して計算した。マネーサプライは M2。
2. 6 カ国は米国、ドイツ、イタリア、フランス、英国、日本。
(出所) 国際通貨基金 (IMF)、トムソン･データストリームより野村證券金融経済研究所作成

図表 2-4　世界の株価指数



(出所) 各種資料より野村證券金融経済研究所作成

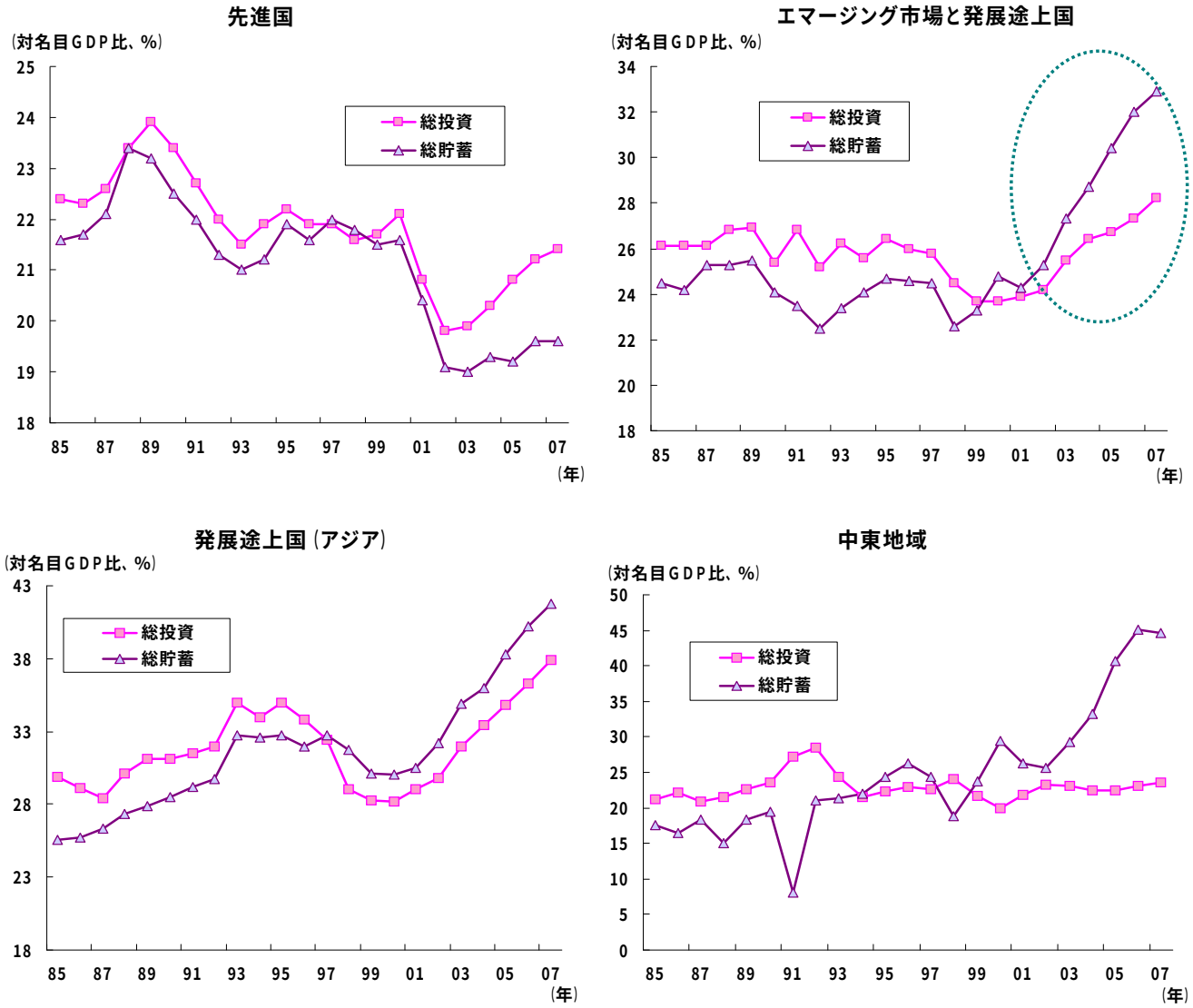
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

り生じていることに特徴がある（図表 2-5）。この発展途上国における大幅な貯蓄超過、すなわち、恒常的な経常収支の黒字化が、いろいろな経路を経て結果的に先進国の過剰流動性の源泉の一角を担っている。

発展途上国は貯蓄不足（資金の取り手）になりやすいのだが、、、

発展途上国では、経済発展の基盤作りのための旺盛なインフラ整備需要と、高い収益率を求めての民間の設備投資が拡大しやすい。一方、その定義上、経済が未成熟なのであるから、家計の所得水準はさほど高くない。従って、一般的には、旺盛な設備投資需要を賄う程の貯蓄余力を家計が保持しておらず、慢性的な貯蓄不足が発生し、海外からの資金調達を余儀なくされる。また、技術力を向上させるために海外直接投資を積極的に呼び込んでいる。つまり、発展途上国は、経済発展を第一とする政策目標を打ち出しやすく、投資超過状態に陥りやすいのである。こうした投資超過は経常収支の赤字を意味する。1970～80 年の東アジア諸国や 80 年代のラテンアメリカ、60 年代の日本でもこの法則はほぼ当てはまってい

図表 2-5 世界の貯蓄投資差額



(注) それぞれの構成国は国際通貨基金 (IMF) の分類に基づく。
(出所) 国際通貨基金 (IMF) より野村證券金融経済研究所作成

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

た。簡単に言えば、発展途上国は基本的に資金の取り手である傾向が強いと考えられるのである（図表 2-6）。

90 年代後半には途上国が大幅な貯蓄余剰に変化

しかし、1990 年代後半以降の発展途上国の様相はまったく異なる。本来、資金の取り手であるはずの発展途上国が大幅な経常黒字を享受しており、むしろ資金の出し手に転じている。

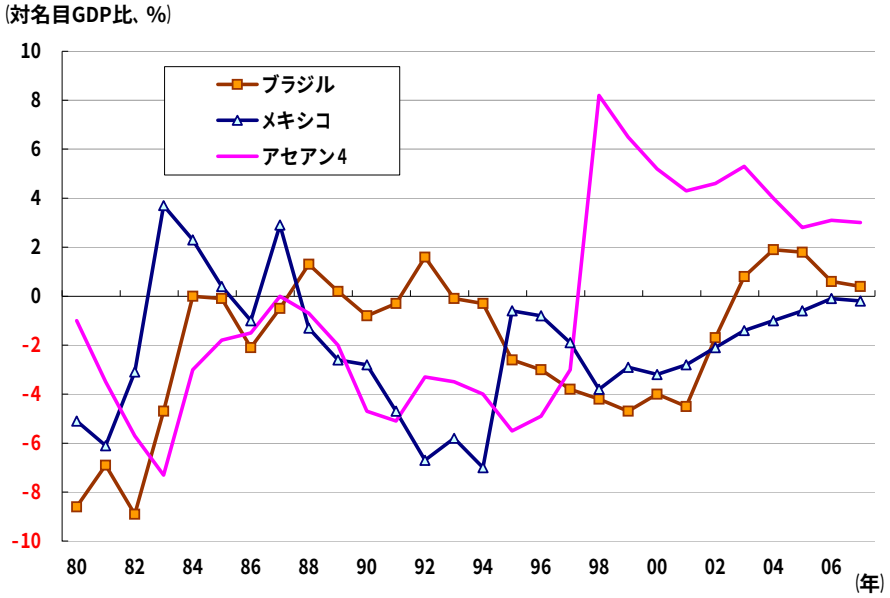
(4) 過剰流動性の供給源としての中国と中東諸国

貯蓄余剰は中国と中東地域に集中

発展途上国の中でも、特に巨額の流動性を世界に供給しているのが、中国と中東地域である。発展途上国全体の貯蓄余剰額は 2006 年時点で約 6000 億ドルであるが、そのうち概ね４割ずつ、合計で８割以上が中国と中東地域により供給されている。したがって、世界の過剰流動性について分析し、先行きを占うにはこれら二つの国・地域について考察を進めていくことが重要になる。

思考実験として、先進国において大幅な貯蓄余剰、すなわち、大幅な経常黒字が発生したと仮定し、どの様なことが起こるのかを検討してみよう。まず、経常収支の黒字とは、その国の通貨に対する需要の増加を意味する。これは、同時に、その国の通貨高と国内金利の低下をもたらす。経常収支の黒字によりもたらされた通貨高は、輸出を抑制し輸入を促進することを通じて、経常黒字を減少させる方向に働く。その一方、国内金利の低下は資金の流出を促進する。これを I-S バランスの側から見れば、国内金利の低下が貯蓄を低下させる一方で投資を促進し、貯蓄超過幅を減少させる方向に働く。自由な資本市場と変動為替制が維持される限り、マーケットメカニズムを通じて、対外不均衡が是正される方向に向かうことが想定されるのである。

図表 2-6　発展途上国の経常収支の推移



(注) アセアン 4：フィリピン、インドネシア、マレーシア、タイ
(出所) 国際通貨基金 (IMF) 資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

しかし、このプロセスは、その国独自の制度的要因や歴史的な背景により、発現経路や時間等が大きく異なる。貯蓄超過が集中している中東地域と中国は、この制度的、歴史的要因がかなり大きな影響を持つ国や地域なのである。具体的には、両地域とも経常黒字で得られたマネーをそのまま海外での運用に回す傾向が強く、そのマネーが結果的に米国の財務省証券市場に集中している。それこそが今日の世界的過剰流動性の源泉となっている。

(5) 中東諸国の場合

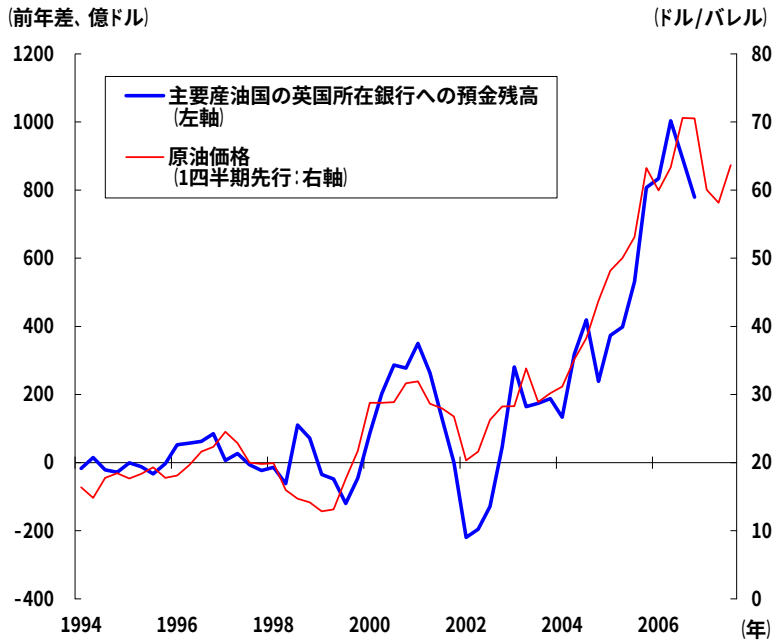
産油国は、石油収入の増加＝海外資産運用という傾向が強い

まず、中東地域における貯蓄余剰について考えてみよう。その背景にあるのは、もちろん原油価格の大幅上昇だ。中東の場合、最大の輸出品は原油であるが、原油に対する需要量は、価格が上昇してもそれほど減少しない（価格弾性値が低い）。従って、価格上昇分はそのまま中東諸国の輸出額の増加につながり、中東諸国の所得の上昇となる。増加した所得は、本来であれば、国内の実物需要の増加につながるはずである。しかし、中東諸国では、国の成立過程や地形、人口、所得の偏在といった中東独自の理由により、国内所得の増加がそのまま国内需要の増加には結びつきにくい経済構造となっている。つまり、貿易収支の改善により獲得した外貨が、そのまま海外における運用資産の増加につながる可能性が高い国々なのである。

オイルマネーはどこに向かう

現在、オイルマネーと呼ばれる資金の多くが欧州、特に英国に、流れている。一例を挙げれば、原油価格の上昇とともに、英国所在銀行における主要産油国の預金が大幅に拡大する傾向がある（図表 2-7）。そして、英国に大量に流入した資金

図表 2-7　原油価格と主要産油国が英国所在銀行に預けている預金残高の増減



(注) 1. 主要産油国は OPEC (石油輸出国機構)、メキシコ、ロシア、ノルウェー。
2. 原油価格：WTI (米国軽質原油)。
(出所) 英国中央銀行、トムソン・データストリームより野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

が、米国の財務省証券に流れ込んでいる。米国財務省証券市場の海外保有の動きを見ると、原油価格の上昇時に OPEC や英国からの購入が増加し、低下時に減少する傾向が見て取れる。つまり、原油価格上昇による所得移転の多くは、直接、間接に米国の財務省証券市場に流れ込む傾向が強いことが分かる。

原油価格の上昇もリスクだが、大幅下落も、、、

原油価格の上昇は、一般的にインフレのリスクをもたらす。現状では、企業による労働の弾力化や事業の効率化などにより、原油価格が過去最高水準にまで上昇している割には全体的なインフレ率は世界的に低く抑えられているが、それにも自ずと限界があるだろう。実際、日本でも商品値上げの報道が目立つようになっている。しかしその一方で、石油価格の上昇により中東諸国に移転された所得が、直接・間接に米国へ流入し長期金利を低く抑え込んでいる現在のマネーの流れを踏まえると、急速な原油価格の下落もまた、米国への資金フローを減少させて長期金利を上昇させるリスクをはらんでいることにも注意を怠れない。最近の中東政府系投資ファンドによる米国大手金融機関の救済劇を見ると、オイルマネーの側にも自らが国際資金フローの安定を担っているという認識があるように見受けられる。

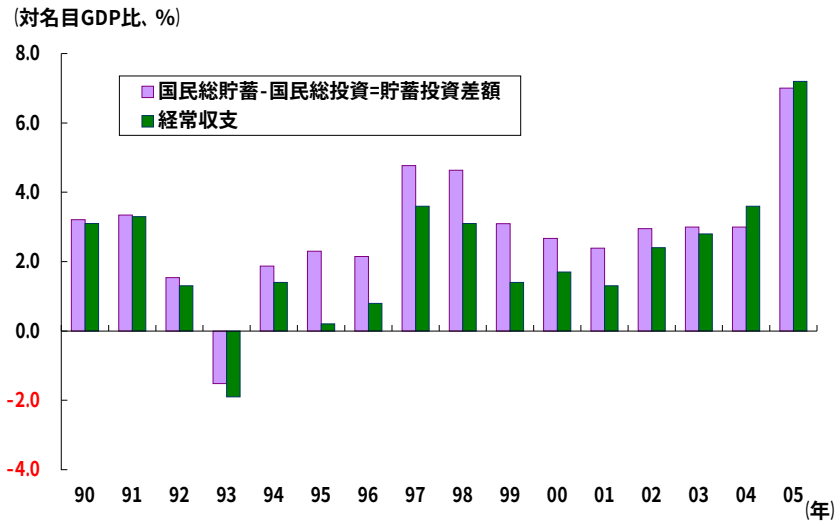
(6) 中国の場合

中国では外貨準備の増加は米国債運用の増加につながる

中国に関してはどの様なことがいえるのであろうか。歴史的推移を見ると、90 年代の前半から後半にかけて中国における貯蓄投資差額が大幅に拡大したことが分かる。その後、2000 年に向けて若干縮小したものの、その後、再度大幅に拡大し、対名目 GDP 比で 7%を越える状況になっている（図表 2-8）。すなわち、現在中国は、大幅な貯蓄超過状態を映して、大幅な経常黒字を抱えている。

先述の様に、経常収支の黒字は為替レートの切り上がりと国内金利の低下をもたらす。その結果、経常黒字の拡大に徐々に歯止めがかかり始め、国内から資金が

図表 2-8　中国の貯蓄投資差額と経常収支の推移



(出所) 国際通貨基金 (IMF) 資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

流出し始める。しかし、中国の場合にはこのメカニズムが十分効かない。その最大の理由は、中国が完全な変動為替相場制を採用していないからに他ならない。

中国は通貨バスケット制に移行した

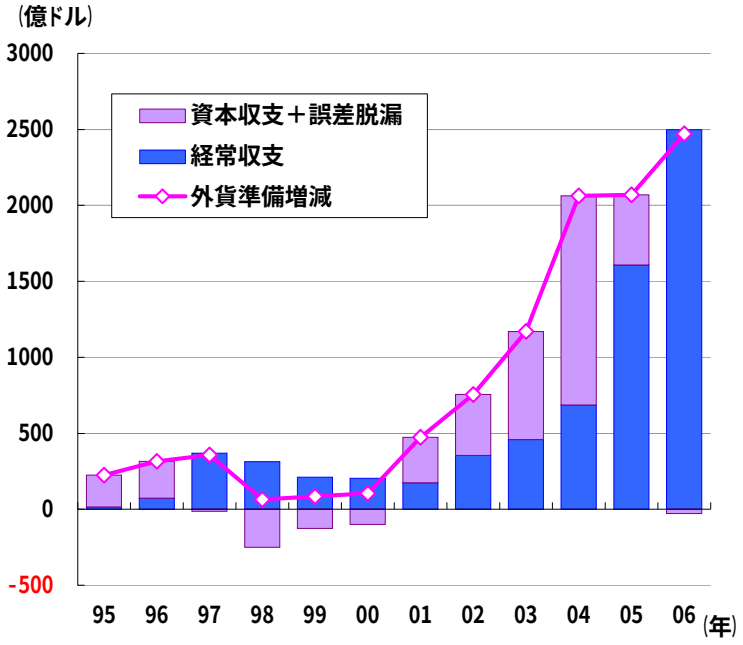
確かに、中国は、人民元レートに関して、2005 年 7 月 21 日に完全な固定相場制から通貨バスケット制へと移行した。その結果、人民元レートは日々の変動が許されるようになり、対ドルで増価を続けてきた。しかし、その増価ペースは、極めて緩やかなものであり、人民元の対ドル増価速度は年率 5%程度で推移している。現行の人民元制度は、変動こそ許されているものの、レートの 1 日当たりの変動幅は前日比で上下 0.5%に制限されている上に、中国人民銀行による為替介入が継続的に行われており、人民元レートは実質的に中国政府の管理下にある。

中国の為替介入＝外貨準備の増加

こうした中国政府の政策姿勢は、二つの経路を通じて中国への巨額な資金流入をもたらしている（図表 2-9）。一つ目の経路は、貿易黒字の拡大である。為替介入により人民元レートが低い水準に据え置かれているため、中国製品の価格競争力が維持され、巨額の貿易黒字を生み出している。この貿易黒字は貿易を通じた海外からの純収入であり、中国に持ち込まれる外貨となる。

二つ目の経路とは、投機資金の流入である。中国人民銀行による為替介入が続けられているという事実は、現在の人民元は本来の価値よりも低くおさえられていることを意味する。とすれば、今後、人民元は切り上がることはあっても切り下がることはないとマーケットが考え、人民元に対する投資を継続することも当然である。この結果、今後の人民元レート上昇を見込んだ投機資金が大きなうねりとなって中国に入り込んでいる。

図表 2-9　中国の外貨準備の増減



(出所) 中国国家統計局資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

中国人民銀行が、人民元レートを安定させるために為替市場に断続的に介入するということは、中国が所有する外貨準備が拡大し続けることを意味する。もちろん、こうして得られた外貨準備は米ドル紙幣として金庫に保有され続ける訳ではない。資金の性格上、大きなリスクは取れない巨額の外貨準備は、その多くが米国の財務省証券市場で運用されることになる。中国が保有する米国財務省証券の総額に対する比率は、2000 年以前には 1%にも満たなかったが、2006 年末には 5%近くにまで拡大している。すなわち、中国の外貨準備が拡大すればするほど、中国からの米国への資金流入が拡大し続けることになる。米国にとって、中国は貿易赤字の対象であると同時に、最大の資金提供国なのである。

3. 過剰流動性が世界経済に与える影響

(1) 構造変化を起こした米国長期金利

過剰流動性は米国債券市場構造を如何に変えたか

産油国と中国の貯蓄余剰、加えて、中国では資本収支の大幅黒字を背景として、同国にプールされた大量の資金は、その多くが米国の財務省証券市場に流れ込む。これは米国財務省証券市場に何をもたらすのか。お金に色はつかない以上「中国や産油国の資金」が具体的にどの様な影響をもたらしたかということを直接的に示すことは難しい。しかし、その取引が行われる価格である金利水準には大きな変化があってもおかしくない。

過剰流動性により米国長期金利は 1%程度押し下げられた

米国において、1990 年代後半以降、長期金利の構造が変化したかどうかを確認してみよう。ここでは、長期金利水準を決定する極めて一般的な推計式を 1980-1990 年代、および 1990 年代のみのデータを用いてそれぞれ推計し、それらを直近まで延長推計することで、現実値と比べる方法を採用した。その結果が、図表 3-1 に示されている。これをみると、1980 年代から 1990 年代については、長期金利を短期金利、財政赤字、インフレ率で説明する推計式のフィットがよく、推計値と現実の値に大きな開きはない。しかし、それを直近まで外挿すると、特に 2003 年以降大きな乖離が発生し、推計値が現実の値を約 1%ポイントほど上回る状況が続いている。これは、1990 年代までは、米国の長期金利が、短期金利、財政赤字、インフレ率の動向、すなわち、実体経済の動向に即した形で決まっていたが、2003 年以降にはそれら以外の要因が米国の長期金利を 1%ポイントほど押し下げていると解釈できる。

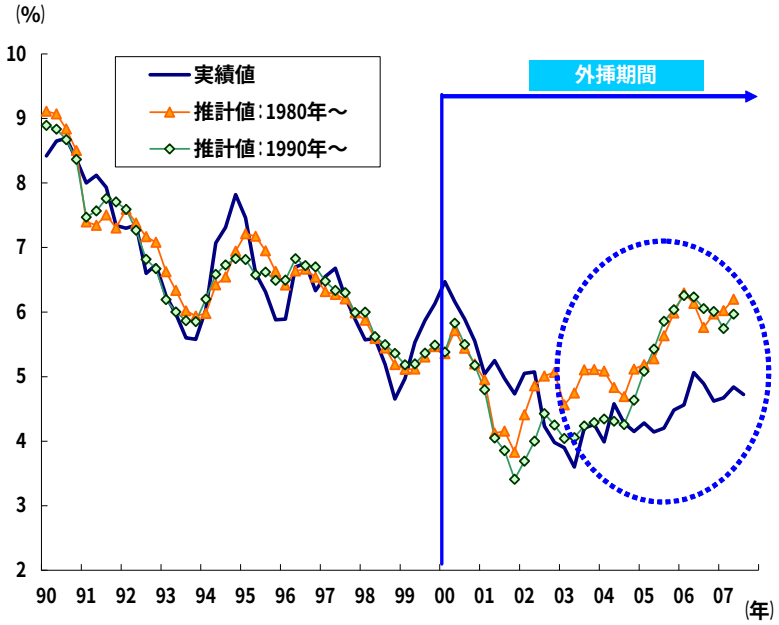
この 1%の乖離こそが、産油国と中国からの大量の資金流入が米国債券市場にもたらした大きな構造変化だと考えられる。米国長期金利の実勢からの乖離と中国の外貨準備の増加傾向とが強い相関を示すことも、金利への影響力を示す傍証となろう（図表 3-2)。

米国長期金利の低下がもたらしたもの

長期金利水準が実勢より低く抑えられたことにより、米国国内では、金利に敏感な住宅投資や設備投資が活性化し、将来の割引率の低下を通じて資産価格の高騰を招いてきた。2002 年に底を打った米国株価は 2006 年に IT バブル期の最高値を更新し、また住宅投資の増加とともに不動産バブルが発生した。

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

図表 3-1 米国長期金利（10 年債）のシミュレーション



	定数項	短期金利	実質ＧＤＰ成長率	Σ財政赤字	Σ消費者物価コア
係数	1.28	0.57	0.23	-0.38	0.19
t-値	3.24	8.19	2.92	-6.36	1.77
推計期間	80年第1四半期～99年第4四半期				
修正済み決定係数	0.90				
D.W.比	0.64				

財政赤字			消費者物価コア		
ラグ	(係数)	(t－値)	ラグ	(係数)	(t－値)
0	-0.16	-3.05	0	-0.00	-0.01
1	-0.22	-3.35	1	0.09	0.20
2	-0.18	-4.45	2	0.03	0.08
3	-0.03	-0.98	3	0.06	1.98
4	0.22	1.56	4	0.10	1.30

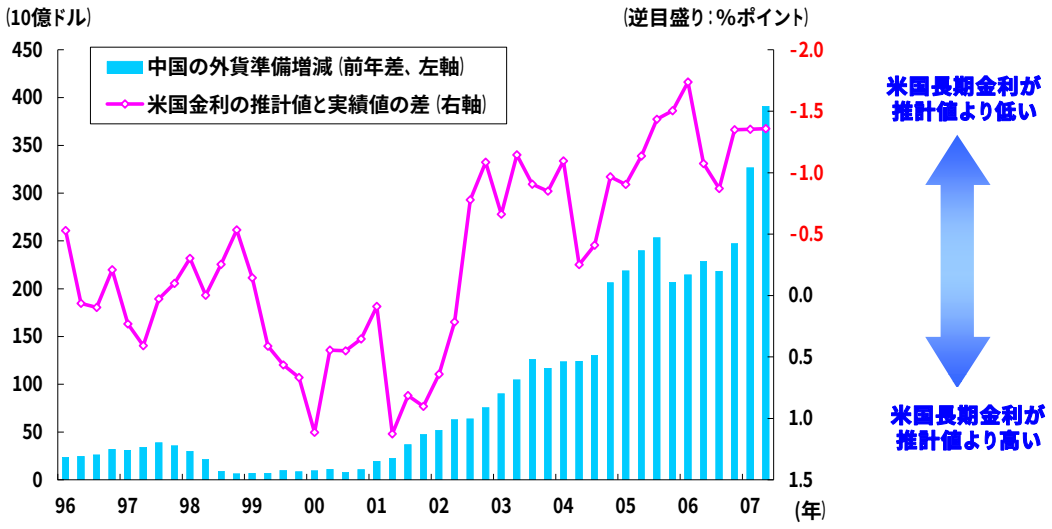
	定数項	短期金利	実質ＧＤＰ成長率	Σ財政赤字	Σ消費者物価コア
係数	0.73	0.47	0.30	-0.30	0.52
t-値	0.79	6.68	3.52	-3.41	2.21
推計期間	90年第1四半期～99年第4四半期				
修正済み決定係数	0.90				
D.W.比	0.64				

Σ財政赤字			Σ消費者物価コア		
ラグ	(係数)	(t－値)	ラグ	(係数)	(t－値)
0	-0.05	-0.65	0	0.09	3.38
1	-0.07	-0.80	1	0.16	3.34
2	-0.08	-1.29	2	0.19	3.52
3	-0.07	-2.30	3	0.19	3.69
4	-0.03	-0.22	4	0.16	3.70
			5	0.10	3.01
			6	0.01	0.22
			7	-0.11	-1.42
			8	-0.26	-2.04

（出所）野村證券金融経済研究所

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

図表 3-2 中国の外貨準備と米国金利の関係



(注) 米国長期金利の推計値と実績値は図表 3-1 に基づく。
(出所) 米国財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

(2)米国住宅価格はどこまで下落するのか

米国市場を揺るがすサブプライム問題

米国の長期金利が実勢より低く抑えられたことにより加速した住宅市場のバブル的状況は、2004 年 6 月の FRB の金融政策の変更を契機に大きな転換点を迎えつつある。サブプライムローン問題に端を発した住宅価格の下落が今後も続き、住宅ローンの不良債権化が更に進行すると、(1)それまで住宅資産の含み益を頼りに生活してきた家計が消費を手控え始めるだけでなく、(2)金融機関が不良債権処理を進める過程で、かつて日本の 90 年代に見られたような貸し渋りの動きが広がる可能性もある。このような事態が現実のものとなれば、国全体の景気が大きく減速することになろう。

米国住宅価格の行方

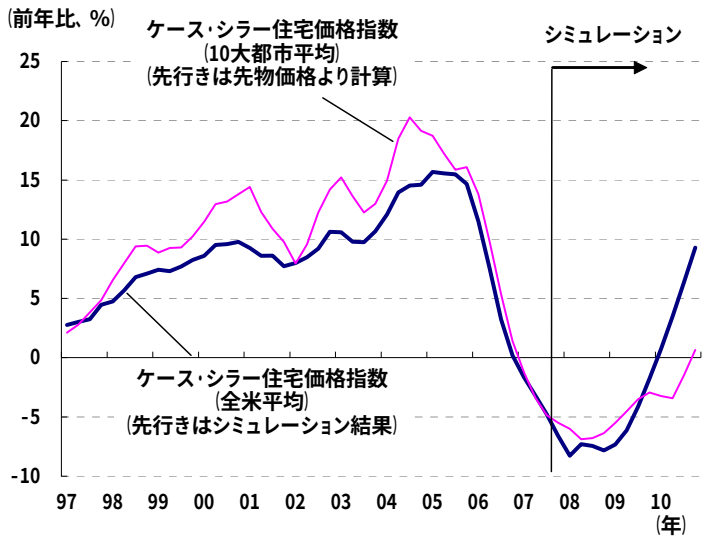
このように問題を整理すると、サブプライムローンの焦げ付きに端を発する住宅市場の混乱が米国経済を大きく失速させるかどうかは住宅価格の動向にかかっていると考えられる。そこで、住宅価格の先行きについてのシミュレーションを行い、住宅市場発の景気後退が起きうるかどうか、また起こるとすればどのような状況なのかについて検討を加える。

金利環境が変わらないケースには、、、

スタンダード・アンド・プアーズ社が公表しているケース・シラー住宅価格指数（全米平均）の先行きを、住宅ローン金利、可処分所得、中古住宅の在庫率などを用いてシミュレーションした。所得が過去 10 年間の平均ペースで伸びていき、金利水準が現在と変わらなかった場合、2007 年末から 2009 年まで前年比 6～9%の下落を続けると試算される（図表 3-3）。価格が底を打つ 2009 年第４四半期の住宅価格は、2007 年の第２四半期時点と比較すると 13.8%低下する計算になる。この住宅価格の下落は、家計が保有している資産を目減りさせ、結果として米国の家計消費を押し下げると見込まれる。NIESR（National Institute of Economic and Social Research）の世界経済モデルから 13.8%の住宅価格下落が米国の家計消費及び実質 GDP にもたらすインパクトを計算すると、それぞれ 1.5%、0.7%押し下げられることになる。上記のケースで示した住宅価格の先行きは、シカゴ・

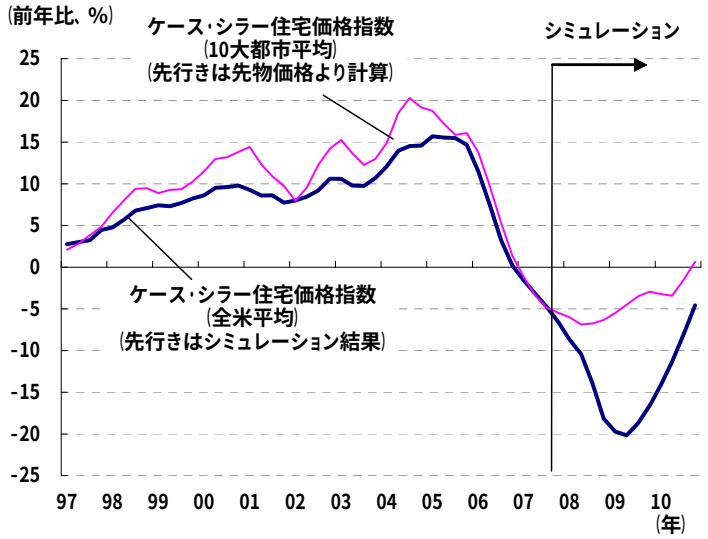
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

図表 3-3 住宅価格指数のシミュレーション
(所得・金利環境が変わらなかった場合)



(注) 1. 10 大都市平均の住宅価格指数の先行きは先物価格より計算したが、先物の満期が無い月については線形補間している。
2. 先物価格は 2007 年 11 月 16 日時点の数値。
(出所) スタンダード・アンド・プアーズ社、シカゴ・マーカンタイル取引所などより野村證券金融経済研究所作成

図表 3-4 住宅価格指数のシミュレーション
(住宅ローンの支払金利が 1%上昇した場合)



(注) 1. 10 大都市平均の住宅価格指数の先行きは先物価格より計算したが、先物の満期が無い月については線形補間している。
2. 先物価格は 2007 年 11 月 16 日時点の数値。
3. シミュレーションによる先行き数字は、所得・金利環境が変わらなかった場合と比較して既存の住宅ローンも含めた実効ベースの支払金利水準が 1%上昇したと仮定して計算した。
(出所) スタンダード・アンド・プアーズ社、シカゴ・マーカンタイル取引所などより野村證券金融経済研究所作成

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

マーカンタイル取引所で取引されている住宅価格指数の先物価格（ただし、10 大都市平均の住宅指数についての 2007 年 11 月 16 日時点の各限月の先物価格）とほぼ同じ動きをしており、マーケットはある程度の住宅価格の下落を見込んでいると考えることができる。

金利環境が大きく変わったら（長期金利１％上昇）、、、

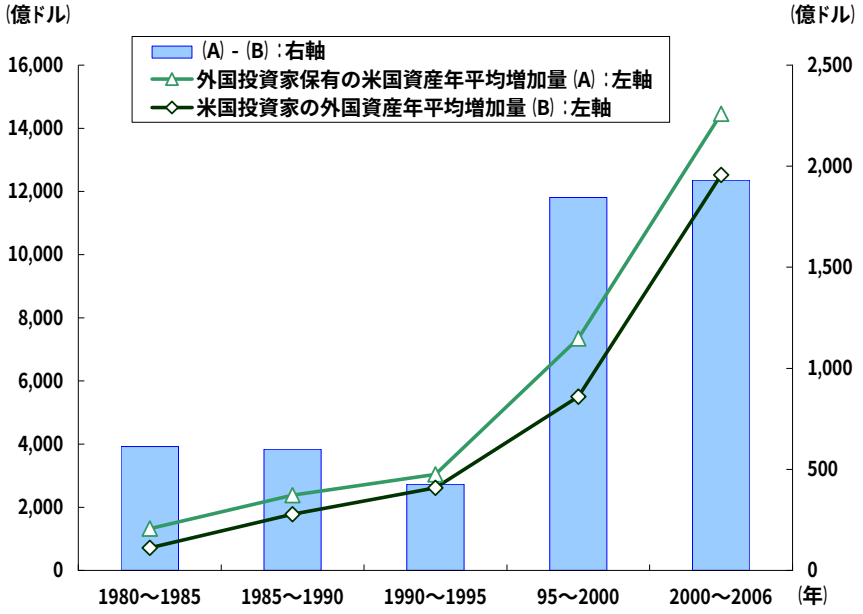
一方、投資家の心理を直接反映する株価が最近調整色を強めていることを考慮すれば、更に深刻な水準まで住宅価格が落ちていくのではないかという連想が今後投資家の間に広がっていくことも考えられる。そこで、金融機関が貸し渋りの態度を強める、あるいは、金利負担が軽減されているタイプの住宅ローンの金利据え置き期間が終了するなどにより、既存の住宅ローンも含めて支払金利が先のケースよりも 1.0%上昇した場合について試算してみよう。この 1%とは、世界の過剰流動性が米国債券市場に流入したことによる長期金利押し下げ幅に相当する。このリスクシナリオでは、住宅価格の調整は 2010 年末まで続き、住宅価格は 2007 年第２四半期よりも 40%近く下落することになる（図表 3-4）。これまで住宅の新規購入者は日々の金利払いの負担が低いからこそ、所得水準に見合わない、身の丈以上の住宅ローンを組むことができた。しかし、住宅ローンの支払金利水準が上昇してしまえば、こうした無茶な借入は不可能になる。さらに、住宅価格が 40%も下落する事態となれば、米国の家計消費が 5.0%、実質 GDP が 2.5%減少することになり、まさに住宅市場発の景気の大幅減速が鮮明になると見込まれる。

(3) 米国以外のマネーマーケットでは何が起こったか

「円キャリー」の裏で「ドルキャリー」も進展

米国長期金利が、米国経済実勢より 1%ポイント程度も低く抑えられたとの試算結果は、米国経済内のバブル的状況を熟成させたのみならず世界経済にも大きな影響を与えている。すなわち、米国長期金利の低位安定は、世界のマネーの拡大をもたらしているのである。ここ数年間は「円キャリー」という言葉がマーケット

図表 3-5 米国を巡る資金フロー



(出所) 米国連邦準備制度理事会 (FRB) 資料より野村證券金融経済研究所作成

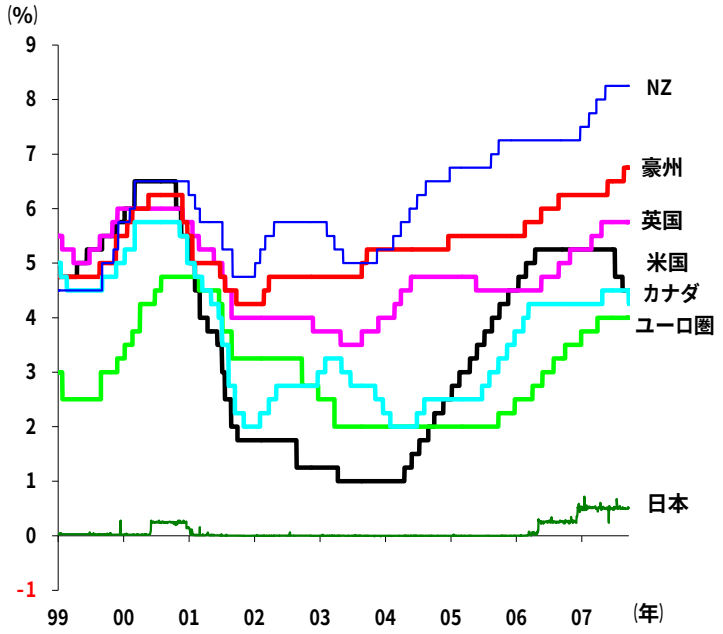
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

を駆け巡っていたが、同時に「ドルキャリー」ともいうべき状況も現出していた。世界の基準金利である米国の長期金利が低位安定するということは、その他の国の金利が米国に比べて相対的に高くなり易いことを意味する。従って、米国から資金が他国に向けて流出しやすい状況が発生する。実際に、米国について資金の出入りを見てみると、90 年代後半から、米国への資金流入が増加する一方で資金流出も同様に増加していることがわかる（図表 3-5）。

欧州などでは金融引き締め下でマネーが拡大

米国のみならず、ユーロ圏、英国、豪州、などの国々がインフレ懸念の台頭を背景に 2004 年頃から利上げ傾向を鮮明にしてきた。その結果、米国以外の先進国のマネーマーケットで興味深い現象が起きている。本来、利上げは国内のインフレ圧力を抑制するために行なわれるものであって、一般的には景気の拡大を抑制し、マネーサプライの伸びを抑制する方向に働く。しかし、こうした国々では、断続的な利上げにもかかわらずマネーサプライの増加ペースが加速するという現象が起こっている（図表 3-6）（図表 3-7）。これは、世界の基準金利である米国の長期金利が構造的に低く抑えられている結果、こうした国の利上げがむしろ資金の流入を招き、逆にマネーの増加をもたらしてしまうという構造を招いているためであろう。これは過剰流動性を図る尺度であるマーシャルのｋで計ってみても、多くの先進国で利上げにもかかわらず上昇傾向を示していることに現れている（図表 3-8）。こうした過剰なマネーの流入はその国々にバブル的な傾向をもたらすことは言うまでもない。米国に限らず、英国、スペイン、韓国などでも住宅市場がバブル的な状況を示している（図表 3-9）。

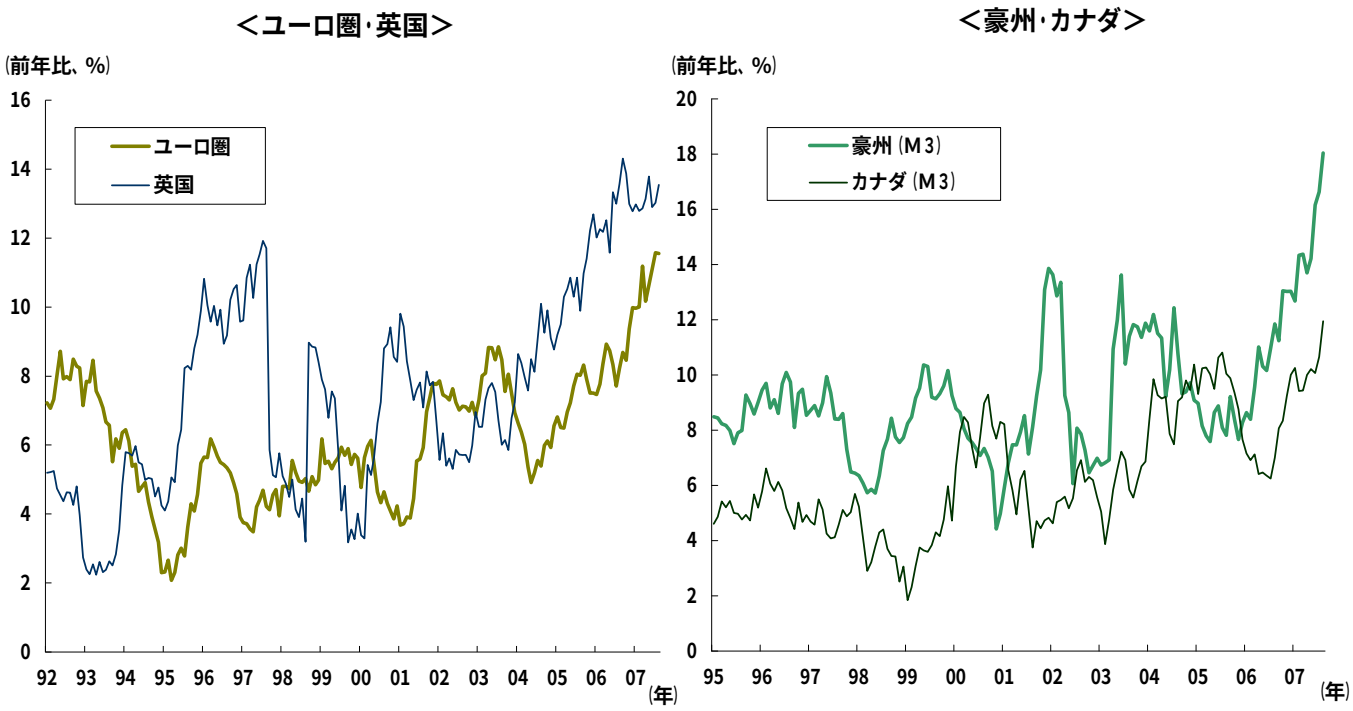
図表 3-6　世界の政策金利の推移



(出所) トムソン･データストリームより野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

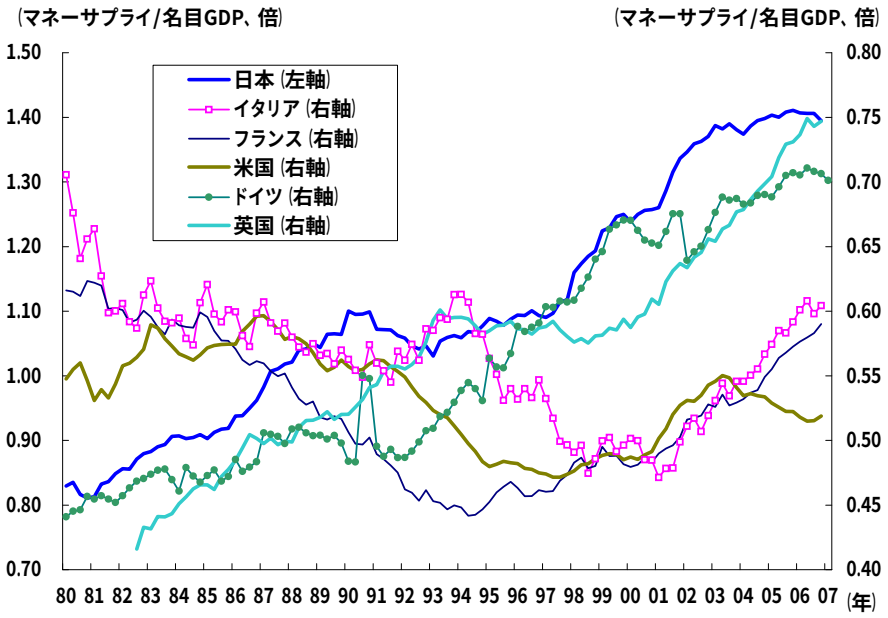
図表 3-7 各国のマネーサプライの推移



(注) 英国はM4、ユーロ圏はM3を利用。
(出所) EUROSTAT 英国中央銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

(出所) オーストラリア連邦銀行、カナダ銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

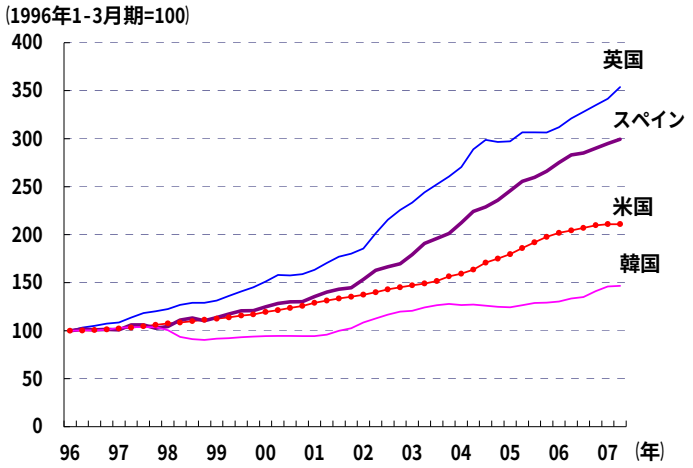
図表 3-8 先進国のマーシャルのk



(注) マーシャルの k は各国で指標となるマネーサプライを名目 GDP で割ったもの。
(出所) 国際通貨基金 (IMF) 資料より野村證券金融経済研究所作成

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

図表 3-9 英･米･スペイン･韓国の住宅価格指数



(注) 1. 四半期及び月次データが存在する系列については年間平均値より計算。
2. 計算に利用したデータは次の通り。
韓国：kookmin bank の住宅価格指数
米国：連邦住宅関連企業監督局 (OFHEO) の住宅価格指数
スペイン：スペイン銀行の住宅 1 平方メートルあたりの住宅価格指数
英国：Nationwide 社の住宅価格指数
(出所) 各種統計資料より野村證券金融経済研究所作成

(4) マネーの流れが変わらない限り、、、

米国市場激震のエマージング市場への影響は？

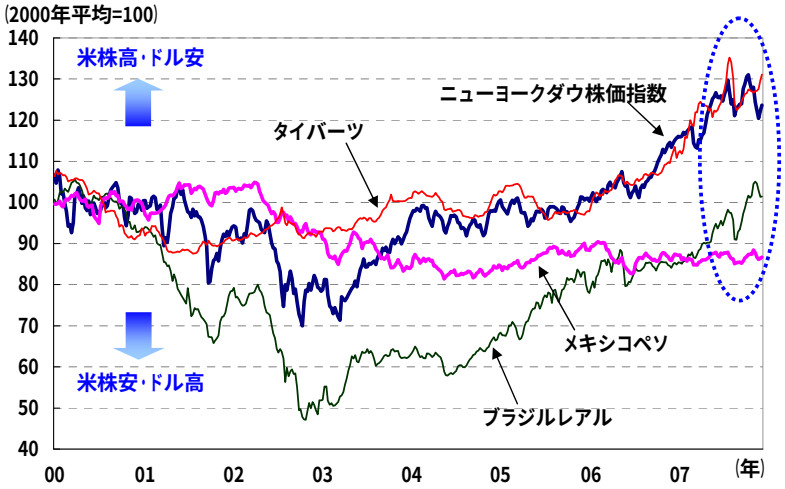
サブプライムローン問題に端を発する米国経済の激震は、世界の金融市場に多大なインパクトをもたらしつつある。しかし、今回の米国経済の混乱が世界市場にもたらしつつあるインパクトには過去と大きく異なる点も指摘できる。過去に米国資産市場が混乱した際には、米国投資家がリスク許容度を狭め、危険だと思われる市場から資金が米国に還流するという現象が起こりやすかった。すなわち、米国資産市場が混乱すると、最も大きな影響を被るのはラテンアメリカやアジア諸国などのエマージングマーケットの市場や通貨であった。しかし、今のところその傾向があまり見られない（図表 3-10)。米国の資産市場の混乱が、加速的なマネーの収縮につながりにくいというのが今回の特徴である。

石油価格、穀物価格上昇下での一般物価安定が継続

また､FRB が予想外に早く大幅な金融緩和の実施に踏み切ったことも今回の特徴である。FRB は、サブプライムローン問題の発生から既に 75 ベーシスポイントの利下げを実施している。こうした機敏な金融政策の実施を可能にしているのは、世界的にみて物価が極めて安定しているという状況である。確かに、原油価格の高騰や穀物価格の上昇など、インフレの種は確実に存在する。しかし、世界的に見てみると、一次産品の価格高騰は、国際競争の激化を背景とした労働の流動化などで遮断され、他の商品・サービス価格といった一般物価の上昇に波及しにくくなっている（図表 3-11)。直接的にはなかなか観察しにくいものの、中国、インド、ベトナムといった国から世界経済へ供給される低賃金労働の存在が大きな影響を与えていることはほぼ間違いなかろう。

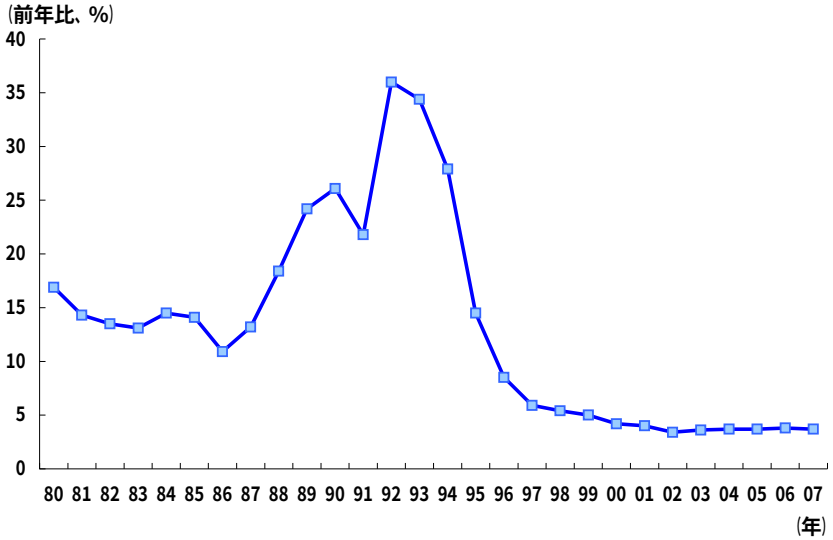
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

図表 3-10　米国株価とエマージング諸国通貨の対ドルレート



(出所) ニューヨーク連銀資料より野村證券金融経済研究所作成

図表 3-11　世界の消費者物価



(注) 2007 年は国際通貨基金 (IMF) に基づく。
(出所) 国際通貨基金 (IMF) 資料より野村證券金融経済研究所作成

中期的に過剰流動性の鍵握る中国

今日、世界に供給されている過剰流動性の主な源泉は中国や中東諸国である。中国は財を米国に輸出するが、その財を購入する資金、いやそれ以上の資金を中国および中東諸国が米国に提供している。その結果、基軸通貨である米国の長期金利は低位で安定し、世界的なマネーサプライの拡大と資産価格の上昇圧力を作り出だす。もちろん、本源的な価値の上昇を伴わない資産価格の高騰はバブル的な要素を含むことになるが、そのバブルが急激に崩壊するのを回避するために積極的な金融緩和や流動性の供給が行われている。こうした機敏な金融政策を可能にしているのは中国からの安価な輸入品などに支えられた物価の安定である。中国

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

の７億人を超える労働者の存在が、石油価格や一次産品価格の上昇によるインフレ圧力の拡大を直接的に、間接的に抑制している。

しかし、こうしたマネーフローの構図がいつまでも続くという保証はない。仮に中国や中東諸国からの流動性の供給が途絶えた場合、米国債券市場を始めとした世界の資産市場で調整が起こり、資産価格がいわば「適正値」へと押し戻されると予想される。とすれば、中長期的な視点からは、過剰流動性がどのようなシナリオで収縮しうるのか、その過程で世界経済はどのようなリバランスを迫られるのか、について見極めることが重要となろう。そこで次章では、世界的な過剰流動性の源泉の一つである、中国の経常収支の先行きについて考察することにする。

4. 中国経済の将来像

(1) 中国経済の成長率推定

中国の高度成長はいつまで続くのか

中国経済はここ数年間で顕著な発展を遂げた。年率 10%超の成長を４年連続で記録し、2007 年も 10%前後の成長が見込まれる。また、2008 年には北京オリンピック、2010 年には上海万博と国際的イベントの開催も予定されている。今後、中国はどの様な経済発展経路を辿るのであろうか、また、世界的なマネーフローに変化が生じるのは、中国で何が起こった場合なのであろうか。

中長期的に見て最大の関心事は、現在の高度成長が今後も持続するのかどうか、という点であろう。そこで、成長会計の手法を用いて経済成長の要因を労働投入、資本ストック、生産性の三要素に分解し、供給能力という面から、足下の高度成長が何によってもたらされたかを分析する。その上で、今後の中国の中期的な平均成長経路を予測する。残念ながら、資本ストックに関するデータや需要サイドからの実質 GDP など、中国では先進国と比べて使用できるデータに制約があり、試算結果にはある程度幅を持って考える必要があることは言うまでもない。そこで、そうした事情も考慮して、我々独自の試算を他の研究者の試算と比較・対比させながら、検討を加えていきたい。

資本ストックの寄与が大きい中国の経済成長

図表 4-1 には、野村證券金融経済研究所が、京都大学のデータベースなどを参考にして計算した、中国の成長会計分析の結果が示されている。この結果によると、技術革新の代理変数とも呼ばれる全要素生産性の伸びの経済成長への寄与はさほど大きくない。同じ傾向は、他の研究による推計でも確認できる。図表 4-2 には、各研究者が独自の手法で計算した全要素生産性の伸び率を示しているが、最も高い試算値で 4%程度であり、低いものでは 1.7%という試算もある。推計期間が異なり一般化することは難しいが、中国の経済成長は全要素生産性の伸びよりも資本ストックの伸びによるところが大きいと言えよう。

意外にも中期的に労働力に頼りにくい中国経済

こうした特徴をもつ中国は、今後どの様な発展経路を辿るのであろうか。３つの生産要素である労働投入、資本ストック、そして全要素生産性について順次考えていこう。労働投入の先行きに関する一つの避けられない事実は、労働人口の増加に経済成長を牽引する役割を期待することはできないということである。中国では 1979 年以降「一人っ子政策」が実施され、中国の人口構成を極めていびつなものとすると同時に、近い将来の労働力人口の減少をもたらすことになる。国連

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

の年齢別人口予測を見ると、中国の 15～64 歳人口は、2010 年ごろまでは増加するものの、その後は伸びを徐々に低下させ、2015 年を越える頃には減少に転じると予測されている（図表 4-3）。

図表 4-1 中国の成長会計

年	実質GDP成長率	労働の寄与	資本の寄与	全要素生産性
1980-1985	10.8%	1.9%	3.3%	5.6%
1985-1990	7.9%	3.1%	4.9%	-0.2%
1990-1995	11.8%	0.6%	4.3%	6.9%
1995-2000	8.7%	0.7%	5.6%	2.4%
2000-2005	10.0%	0.6%	6.3%	3.0%
1980-1990	9.3%	2.5%	4.1%	2.7%
1990-2000	10.3%	0.6%	5.0%	4.7%
1995-2005	9.3%	0.6%	6.0%	2.7%

(出所) 京都大学など各種資料より野村證券金融経済研究所作成

図表 4-2 中国の全要素生産性の推計例

(%)

推計者	推計期間	全要素生産性の伸び率
Jefferson and Rawski	1980～1992	2.4
Hu and Kahn	1979～1994	3.9
Wang and Hu	1978～1995	2.9
Chow	1978～1998	2.7
Heytens and Zebregs	1990～1998	2.7
CSLS	1980～2000	1.7
Wu	1982～1997	1.4
Kuijs and Wang	1993～2004	2.7
Hong Kong Monetary Authority	1978～2003	2.9
CEM update of Kuijs and Wang	1993～2005	3.0
Bosworth and Collins	1993～2004	4.2

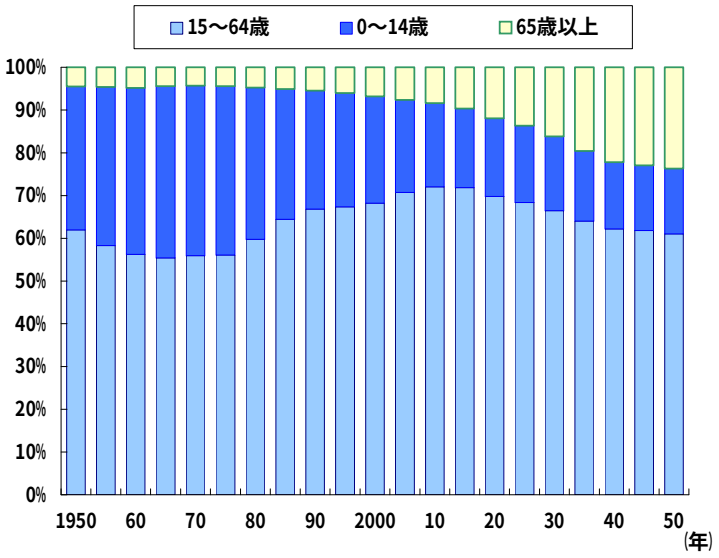
(神宮：李推計) (%)

(年)	実質GDP	労働投入	資本ストック	全要素生産性
1981～1985	10.7	3.3	8.7	4.7
1986～1990	7.9	2.4	9.6	1.8
1991～1995	12.0	1.2	10.8	6.0
1996～2000	8.3	0.9	11.2	2.2

(注) 各種学術雑誌などの推計値を掲載した。
(出所) 野村総合研究所、各種資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

図表 4-3 中国の人口構成の予測値



(出所) 国連資料より野村證券金融経済研究所作成

実質的労働力不足は意外にも早い時期に訪れる？

労働力不足が予想以上に早い時期に発生する可能性を指摘する向きもある。中国の場合（生活や工場立地のためのインフラがすべての地域で整備されているわけではないため）、インフラが整った沿岸部に工場や商業施設が集中しがちである。一方で、中国の国土は広く、制度上の問題もあり、そうした地域に移住できる労働者数は限られている。とすると、中国が経済発展の原動力として用いることのできる労働力は人口統計が示すより少ない、という考え方である。換言すれば、「制度的に、距離的に」沿岸部に来ることのできる若者は総て出切っており、その他の若者は経済発展地域へ移動できないところに住んでいるということになる。

戸籍上の数値と実際の居住者数との乖離など統計上の限界もあり、この説が正しいかどうかを正確に判断することはできない。ただ最近では、沿岸の都市部で労働需給のタイト感が強まり、賃金が急速に上昇し始めたと耳にすることも多く、当たらずとも遠からずとは言えるのではないか。いずれにしても、向こう数十年で考えれば、中国経済の成長の源泉を労働力の増加に求めることは難しい。

資本ストックの伸びは今後どうなる？

労働投入が伸びにくいとすれば、次に頼れるのは資本ストックの伸びであろう。景気循環に大きく左右されやすい設備投資の先行きを予測するのは難しいものの、発展途上国においてインフラ投資が活発になりやすいこと、実際に 1960 年代の日本では設備投資の伸びが大きかったことなどを考えると、中期的な観点からはその国の発展段階や経済の成熟度を参考にすることができると考えられる。

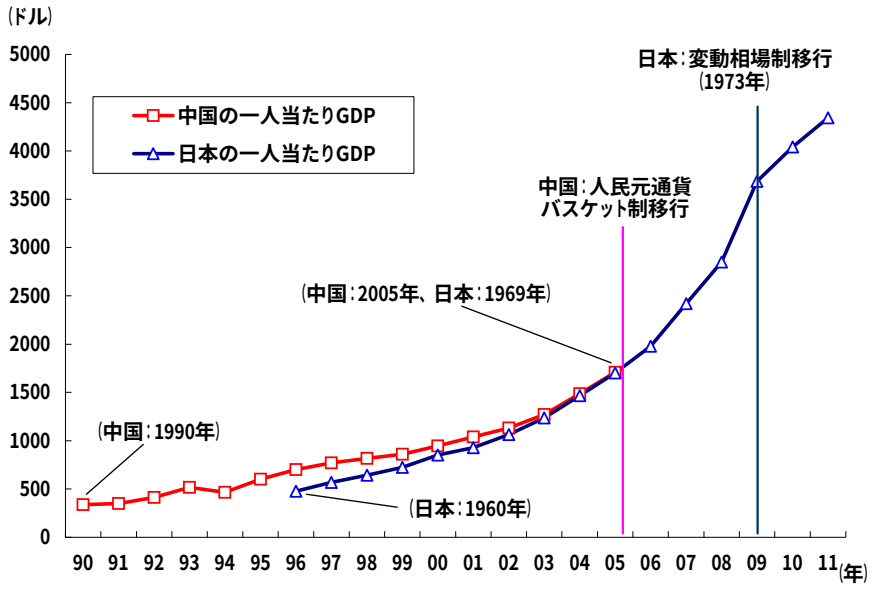
そこで、現在の中国経済がどのような発展段階にあるのか考えてみよう。一人当たり GDP や第二次産業比率など、いろいろな角度から検討してみると、現在の中国は日本の 1970 年前後に相当すると考えられる。まず、一人当たり GDP は 2005 年で 1720 ドルとなっており、わが国で言えばちょうど 1970 年ごろに相当する（図表 4-4）。また、第二次産業の GDP に占める構成比をみても 1970 年前後となる（図

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

表 4-5)。さらに 1970 年代前半は、ニクソンショックによりわが国の円が大幅に切り上げられ、その後変動相場制に移行した時期であり、米国との貿易黒字が問題視され、通貨の切り上げを余儀なくされた今日の中国の置かれた状況と似ている部分がある。

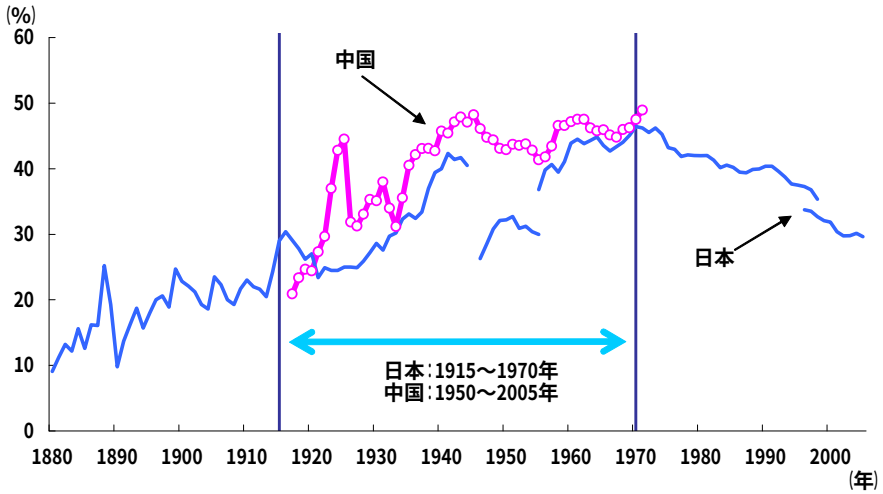
一方、単純に国家的イベントを比較すると、2008 年の北京オリンピックと 1964 年の東京オリンピックが重なる。2010 年の上海万博と 1970 年の大阪万博と重ね合わせれば、2007 年の中国は 1967 年に日本に相当する。また、韓国の高度経済成長期になぞらえ、現在の中国を 1980 年代前半の韓国に重ねる見方もある。そこで、推計に当たっては、中国の今後の資本ストックの伸びが当時の日本と同じ設備投資パターンを辿った場合や、韓国と同じパターンを辿った場合などを想定することとしたい。

図表 4-4 中国と日本の一人当たり GDP 比較



(出所) 国際通貨基金 (IMF) より野村證券金融経済研究所作成

図表 4-5 GDP に占める第二次産業の割合：日中比較



(出所) 中国国家統計局、日本内閣府、日本統計協会より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

全要素生産性の伸びは今後どうなる？

これまでの中国の経済成長に対する全要素生産性の寄与は、図表 4-1 で示したように決して大きくない。実際に中国に足を運び、中国で長い間ビジネスをしている経営者にインタビューしてみると、今後も日本が中国に技術力で負けることはないとの意見が大勢を占める。その理由には国民性や法律などの制度上の問題など様々あるが、共通点として浮かび上がるのが、「独自の技術を生み出すのが不得意だ」という意見である。確かに、国連の「Human Development Report」で見ても、中国の技術力は未だ低いランクにあり、中国における特許の登録件数の７割が外国企業によるものであり、最大の消費市場である米国での登録数は日本の 2%程度しかない。技術開発投資に対するプライオリティの低さ（箱物重視の姿勢）、非効率な国営企業主導のイノベーションシステム、知的財産保護に関する観念の薄さなどが技術力低迷の要因として指摘されることが多い。

中国の成長経路シミュレーションの前提

以上の分析を基に、以下では 2020 年までの中国の実質成長率を試算した。(1)労働投入に関しては、国際連合による労働力人口の予測値を用いた。(2)資本ストックに関しては、現在の中国経済の発展段階が 1972 年の日本に相当すると考え、今後中国の設備投資が 1972 年以降の日本と同じパターンをたどると仮定した。また、現在の中国が 1983 年の韓国に相当するケース、1964 年の日本に相当するケースも想定して、同様の計算を行った。(3)全要素生産性については、定性的考察と今日の中国の勢いを考慮し、過去のトレンドで伸びると仮定した。(4)さらには、直接投資の拡大と人的資本の向上も成長率を押し上げる要素として考慮した。人的資本の向上分とは、2005 年の全人代の目標に従って 2020 年に大学進学率 40%が達成されたと仮定し、人的資本が向上した分全要素生産性が押し上げられるとした。

中国の成長経路シミュレーション結果

推計結果は、図表 4-6 に示している。上記の仮定に加えて、設備投資が年率 5%、8%、10%で伸びたケースも示している。どのケースをみても、2005 年から 2010 年までの成長率が 7～9%程度で、2010 年以降徐々に成長率を落とし、2015 年ごろ

図表 4-6　中国経済の実質成長率シミュレーション結果

	2005～2010	2010～2015	2015～2020	2005～2015	2005～2020
日本の1972年＝中国の2005年	6.9%	4.8%	4.6%	5.9%	5.5%
韓国の1983年＝中国の2006年	8.5%	8.7%	7.3%	8.6%	8.1%
日本の1964年＝中国の2008年	7.8%	9.0%	6.1%	8.4%	7.6%
中国設備投資5%	7.3%	5.5%	4.8%	6.4%	5.8%
中国設備投資8%	7.8%	6.4%	5.9%	7.1%	6.7%
中国設備投資10%	8.2%	7.1%	6.7%	7.6%	7.3%

（推計結果）

	定数項	資本装備率	対内直接投資	トレンド	大学進学率	天安門ダミー
係数	-5.800	0.504	0.008	0.105	0.093	-0.091
t－値	-156.730	13.062	6.271	10.904	3.078	-6.314
修正済決定係数	0.999					
D．W．比	1.336					
推計期間	1980-2005年					

(注) 対内直接投資は対 GDP 比、各変数は対数変換値。
(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

には 4～6%程度まで低下するという、似た成長パターンを描くことが分かる。

(2) 成長制約要因となる中国のエネルギー問題

中国の成長制約：エネルギー問題

以上のシミュレーションで考慮されていない、中国の成長率を抑制し得る要因として、エネルギー問題が挙げられる。エネルギー消費量でみると、今や中国は世界シェアの 14%余りを占め、22%の米国に次いで世界第２位のエネルギー消費国となっている。これは 90 年代以降の急速な経済成長がもたらした結果であるが、中国の場合エネルギーの消費効率は決して高くなく、むしろ非効率であるとさえ言えることから、これまでのところ、中国は「エネルギー多消費型経済発展」を辿ってきたと見ることができよう。

中国の目覚ましい経済成長は、一方で深刻な大気汚染、水質汚濁、砂漠化といった環境破壊をもたらした。昨年あたりから再び日本各地で頻発し始めた光化学スモッグも、中国で発生したスモッグが偏西風に乗って日本に来ている、と言う説もある。北京を訪れると空が排気ガスで灰色に霞んでいることに驚かされる。諸外国からの投資を集め順調に発展してきた中国経済にとって、エネルギー多消費型であることと悪化する環境問題とが、今後の経済成長の制約要因になると懸念される。

13 億人がものをいう中国のエネルギー消費量

しかし、中国のエネルギー需要は今後も増加すると考えられる。総消費量でみれば中国はすでに世界第２位のエネルギー消費国であるが、一人当たりのエネルギー消費量は、実は未だに低い水準に留まっているのである。上位国にはずらりと産油国が並ぶが、主要国では、９位のカナダは一人当たりで年間 8.4toe（石油換算トン）、10 位米国は 7.9toe の消費水準となっている。省エネ技術が進んでいる日本はエネルギーの総消費量は世界第５位なものの、一人当たりでは 29 位、4.2toe となっている。一方、中国は、総消費量は世界第２位であるが、一人当たりエネルギー消費量は 1.3toe と世界 72 位にまで後退する。一人当たりエネルギー消費量が少ない理由が省エネ技術の普及である日本とは異なり、中国の場合は、広い国土、13 億人の国民すべてにエネルギーが行き渡るところまでは経済発展が進んでいない、というのが実状である。経済成長と消費エネルギー量との間には正の相関関係が観察されることから、今後中国が順調に経済成長を続けることで、一人当たりエネルギー消費量が極端に低いと言う問題は次第に解決されていこう。しかし、13 億人もの国民の１人１人のエネルギー消費量が増加すれば、ほどなく中国が米国を抜いて、世界第一のエネルギー消費国となることは間違いない。

中国のエネルギー問題は成長制約たりうるか？

世界銀行は 2015 年までの各国経済の一人当たり実質 GDP 成長率を予測・発表しているが、これによると米国は 2.5%、日本は 1.9%、中国を含むアジア諸国は毎年 5.3%で成長するとされている。この各国の成長率予測の数値を手がかりに、中国の一次エネルギー消費量がどの程度になるかを、GDP1%成長に必要なエネルギー量（GDP 当たりエネルギー消費原単位）が 2005 年時点から改善しないというケースと（ケース(1)）、中国の国家発展改革委員会が発表した「エネルギー発展の第 11 次５カ年計画」で掲げられた 2010 年までに一次エネルギー消費量を年率 4%の伸び率に抑える、という政策目標が、世界的なエネルギー価格の高騰や温暖化ガ

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

ス排出抑制の流れを受けて、仮に 2020 年まで続いたケース（ケース(2)）とに分けて推計した。

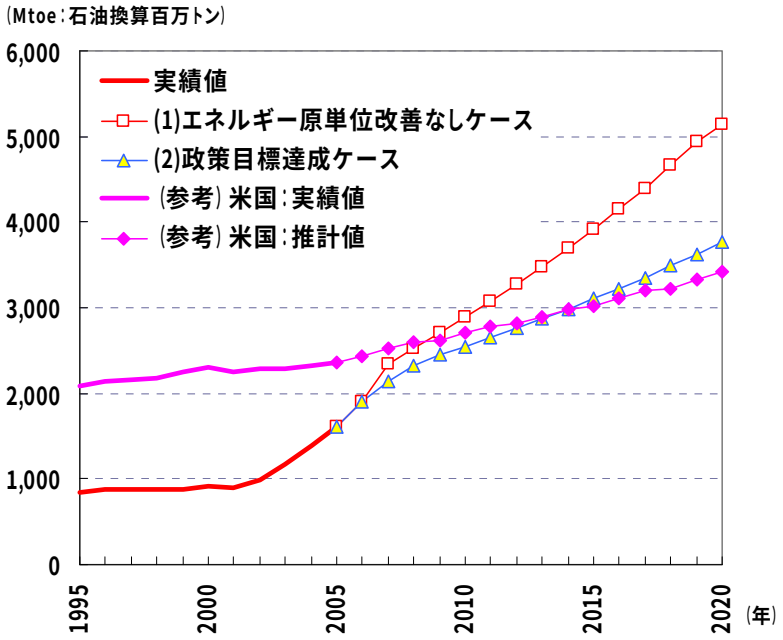
中国エネルギー消費量シミュレーション

(1)のエネルギー効率が改善しないケースでは、中国の一次エネルギー消費量は早くも 2009 年から 2010 年にかけて米国を抜き世界第 1 位の消費国となり、2005 年の 1,613Mtoe（石油換算百万トン）、2006 年の約 1,900Mtoe から 2010 年には約 2,900Mtoe へ、そして 2020 年には実に 5,142Mtoe にまで拡大する、という結果となった。GDP 当たりエネルギー消費原単位が変化しない場合、今後 10 年余りで、中国は足下の 3 倍以上の膨大なエネルギーを必要とするようになるのである。

次に(2)のエネルギー消費の伸び率を抑制した場合では、2010 年の中国の一次エネルギー消費量は約 2,550Mtoe、2020 年には約 3,770Mtoe となり、増加はするものの、足下の 2 倍強の水準に留まる。この場合、米国の消費量を抜くのは 2014 年から 2015 年にかけて、となる（図表 4-7）。

しかしながら、経済成長とエネルギー消費量とが正の相関関係にある中では、エネルギー消費量の抑制は GDP 成長率を抑制することにつながる。中国の一人当たり実質 GDP 経済成長を 5.3%としたケース(1)の場合、2020 年の GDP は 7.2 兆ドルに達すると目されるが、ケース(2)の場合、ケース(1)に比べて中国の GDP は 2010

図表 4-7 中国の一次エネルギー消費量の予測



(注) 1. 中国は 2006 年の一次エネルギー消費量まで実績値、2007 年以降は推計値。
2. 中国の国家発展改革委員会が発表した「エネルギー発展の第 11 次 5 カ年計画」(仮訳) には、他の政策として、一次エネルギー消費量を石炭換算で年間 27 億トン前後に抑制する、石油備蓄システムを整える、単位 GDP 当たりエネルギー消費量を引き下げる、などが含まれるが、ここでは、増加率を年率 4%に抑制という政策目標のみを用いて計算を行った。
3. 各国の成長率は世界銀行の一人当たり実質 GDP 成長率の予測値を使用。値はそれぞれ米国 2.5%、日本 1.9%、中国 5.3%。2015 年までの予測であるが、2020 年まで同率で成長すると仮定して計算。

(出所) 世界銀行「Global Economic Prospects 2007」、国際連合「World Population Prospects」、国際エネルギー機関データベースより野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

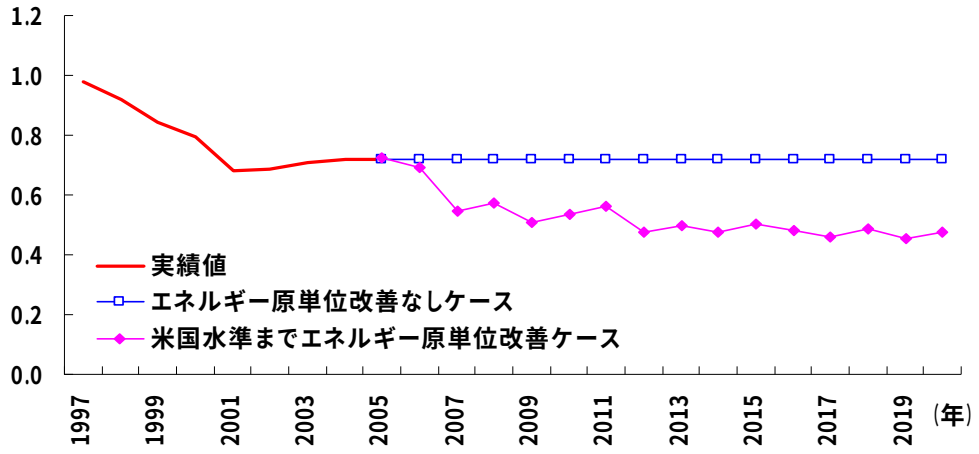
年に 15%、2020 年には 29%ものマイナスとなる。その減少額は米ドルベースで 2010 年に 0.6 兆ドル、2020 年で 2.1 兆ドルに達すると試算されるのである。

中国が抱えるリスクはまさにここに求められる。外国からの直接投資の拡大で急速に経済成長を遂げた中国においては、石油や石炭を産出する国であることも相俟ってエネルギーの消費効率の改善速度が日本などに比べて遅いという明確な傾向がある。むしろ、直接投資が拡大した 2003 年から 2005 年では、それまで一応改善傾向を示していた原単位が横ばいから上昇傾向となり、高い成長率を支えるために必要なエネルギー量が文字通り急激に拡大している。また、米国の 6 倍という巨大な人口規模を抱えているため、自動車や冷暖房機器といった家電製品の普及により少しでも一人当たりエネルギー消費量が増加すると、総量が大幅に拡大することにつながる。このまま中国のエネルギー消費量が拡大することは、足下で高騰を続ける石油価格を更に押し上げることにつながり、エネルギー価格の高騰が穀物価格、そしてその他の商品価格を押し上げる結果につながりかねないと懸念される。

米国並に省エネ努力を続けることができれば、、、

中国にとっても、温暖化による不可逆的な気候変動が懸念される地球環境にとっても非常に重要となるのは、中国のエネルギー消費原単位をいかに改善できるかという点である。原単位が改善すれば、経済成長を犠牲にすることなくエネルギー消費量を抑制することが可能となる。かつて、二度にわたるオイルショックを経験した日本が選択した方途でもある。現在の中国の GDP は、1979 年の米国経済と同規模であり、米国も中国も産油国であることから、図表 4-8 に示したように、2020 年に向けて中国の GDP 当たり原単位が 1979 年以降の米国と同じペースで改善した、と仮定して推計を行った。すなわち、ここではケース(2)で算出された一次エネルギーの消費量を前提に置き、この消費量で消費効率が改善した場合に、GDP はどの程度となるかを計算したものである。

図表 4-8 GDP 当たり石油換算エネルギー消費原単位の前提

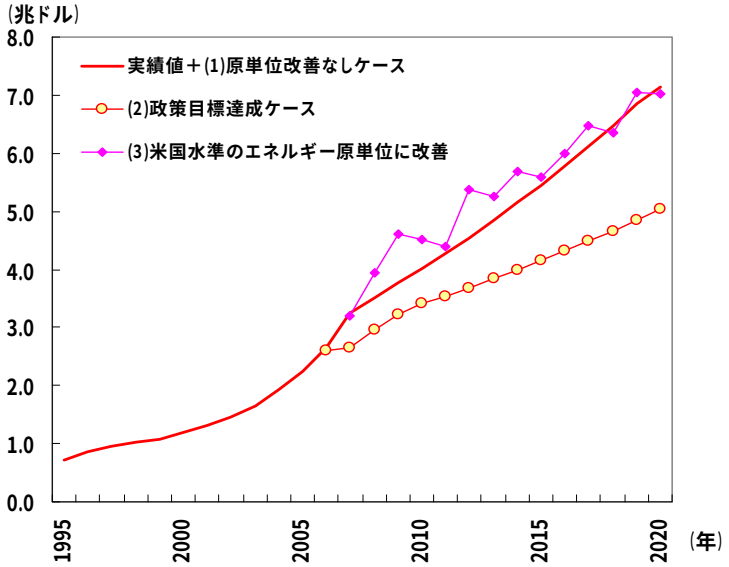


(注) 1. GDP 当たりエネルギー消費原単位＝一次エネルギー消費量÷GDP の値。
2. 原単位改善なしケースは、2006 年の実績値のまま 2020 年まで推移すると仮定。
3. 米国水準のエネルギー原単位に改善ケースは、2006 年の中国の GDP (約 2.6 兆ドル) とほぼ同水準だった米国の 1979 年以降の米国の実際の原単位の推移を、予測される中国の GDP で調整して算出した値。
(出所) 国際エネルギー機関データより野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

その結果、非常に興味深い結果が得られた。エネルギー消費量を抑制しない場合と比べて2020年にGDPを29%下押しする要因となったエネルギー消費抑制策も、かつての米国と同様の原単位の改善が見られれば、少ないエネルギー量で、抑制しなかった場合とほぼ同じ水準の経済成長が見込めるのである（図表4-9）。産油国である米国のGDP当たり原単位は世界的に見て決して低い方ではなく、日本などに比べると消費効率の悪い国に映る。しかし、その米国レベルまで改善させることができれば、29%もの GDP 下落が起こらないだけでなく、中国の環境問題の改善にも役立つ持続可能性の高い経済成長を見込むことができる。その意味では、地理的に近接し、中国を生産・販売のパートナーと位置づけ、省エネ技術に優れた日本や日本企業が、中国において果たせる潜在的役割は非常に大きいと言える。

図表 4-9 エネルギーからみた中国の GDP 予測
－エネルギー消費伸び率の抑制と原単位の改善が GDP に与える影響－



(兆米ドル)

	2010年	2015年	2020年
(1)原単位改善なしケース	4.0	5.5	7.2
(2)政策目標達成ケース	3.4	4.1	5.0
(3)米国水準エネルギー原単位に改善ケース	4.5	5.6	7.0

(注) 1. 原単位改善なしケースは、2006 年の中国の GDP 当たりエネルギー消費原単位が、2007 年以降も続くと仮定して推計した。
2. 政策目標達成ケースは、中国の国家発展改革委員会が発表した「エネルギー発展の第 11 次 5 カ年計画」(仮訳) のうち、2010 年までにエネルギー消費量の伸びを年平均 4%に抑制する、という政策目標を使用。ただし、地球温暖化対策の必要性から、2011 年以降も同 4%が持続すると仮定した。
3. (3)米国水準のエネルギー原単位に改善ケースでは、中国の 2006 年の GDP 水準 (約 2.6 兆ドル) が米国の 1979 年の GDP とほぼ同水準であることから、1979 年以降の米国の GDP 当たりエネルギー消費原単位の推移と同様の改善をしたと仮定して原単位を算出して、GDP を推計した。

(出所) 世界銀行「Global Economic Prospects 2007」、国際連合「World Population Prospects」、国際エネルギー機関データベースより野村證券金融経済研究所作成

(3) 中国の異常に高い貯蓄率はいつまで続くのか

中国の経常黒字問題を I-S バランスの点から考えると、、、

ここまで、今後中国の実質成長率がどのように推移するのかを推計し、米国並みのエネルギー効率の改善を達成すればエネルギー問題が成長の抑制要因にはならないことを見てきた。以上の分析を踏まえ、ここからは、過剰流動性の供給源の一つである中国の貯蓄超過が今後どう変化していくのかについて考察する。

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

１国の経常収支が黒字であることは、国内が大幅な貯蓄超過状態にあることを意味する。最近の中国の経済成長は設備投資（不動産投資を含む）主導型であることが知られている。にもかかわらず、大幅な経常黒字を抱えているということは、国内に巨額な貯蓄があることを意味する。

現在、異常に高い中国の国民貯蓄率だが、、、

この巨額の貯蓄の行方を予想することは、中国の経常収支の行方を占うことにもつながる。2006 年現在、中国の国民貯蓄率は対 GDP 比で見て 50%に達しており、世界で最も高い貯蓄率を誇る国の一つであることは間違いない（図表 4-10）。この中国の高い貯蓄率の背景については、巷間いろいろな説明がなされている。医療制度や退職金制度の不備を背景とした将来不安の高まり、民営企業の雇用者数により雇用保障が完全ではなくなったことなどが原因だと主張する人がある一方で、中国で貯蓄率が急速に上昇し始めた時期が、1979 年ごろで、ちょうど一人っ子政策の導入時期と一致することから、特に教育にお金がかかり過ぎる等の問題があるのではという意見も聞かれる。

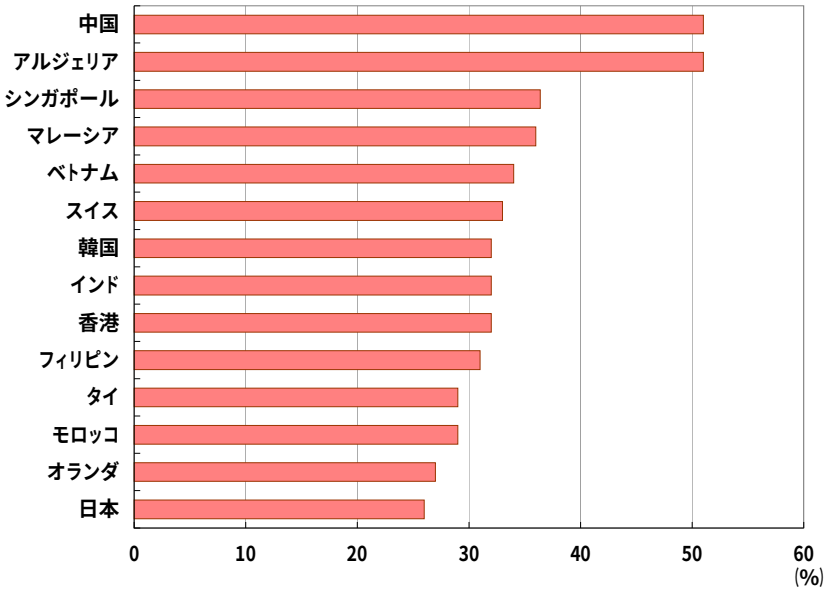
貯蓄率は中期的に低下する公算が大きい

しかし、中長期の視点に立てば、一人っ子政策による人口構成の歪みが、従来型の中国の国民性に変化を与え、今後の貯蓄率を低下させる可能性が見えてくる。まず、直接的変化として挙げられるのが、一人っ子政策が継続されてきたことで、今後、急速に人口の少子高齢化が進むという点である。これは、そのまま貯蓄率を押し下げる方向に働く。

将来、「小皇帝・小公主」が中国社会の中核に

また意外な盲点として、一人っ子政策導入以降の子供たちが非常に大切に育てられ、今や「小皇帝、小公主」と呼ばれる新しい世代を形成したことも、国民貯蓄率を低下させる要因として挙げられよう。現在、こうした人たちが 20～30 歳代となっており、あと 10 年も経てば社会の中心となる。小皇帝、小公主は、親のお蔭もあり、一世代前よりも高度な教育を身に付けることができたという意味で、一面

図表 4-10　国民貯蓄率の国際比較（2005 年）



（出所）世界銀行「World Development Indicator」より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

では、質の高い労働力として昨今の中国の経済発展に多大な貢献をしていると考えられる。

同時に、大人になった小皇帝、小公主たちは、彼らの両親や祖父母が持っていた貯蓄性向の高い生活とは違う、より現代的なライフスタイルを営み始めている。この新世代の特徴は、右肩上がりの経済成長しか知らず、毎年確実に、かつ大幅に増加する賃金を経験していることから、消費意欲は旺盛でも貯蓄に熱心とは言いがたい、となろうか。実際に、こうした新世代が就業し、家庭を持つことで、高額のマイホームやマイカーを意欲的に購入しており、こうした消費意欲が現在の中国の需要を牽引しているという側面もある。

最近では小皇帝、小公主の中に、さらに「月光族」と呼ばれる人々が出現し、その動向が中国市場マーケティングの分野で注目されている。「月光族」とは、その月の給与をその月にすべて使い切る人々のことであり、この人たちの消費行動が次の中国消費市場のトレンドを作ると考えられている。つまり、小皇帝・小公主世代さらには月光族が社会の中心となれば、現在は GDP 比で 50%を超える貯蓄率も、意外に早く低下し始める可能性がでてくるとも考えられるのである。

(4) I-S バランスからみた中国の経常黒字の行方

中国の国民貯蓄率は28%程度でもおかしくない

では、中国の国民貯蓄率の高さはどの程度突出しているのであろうか。ここでは、貯蓄率を、一人当たり GDP、実質 GDP 成長率、65 歳以上人口比率、などの変数を説明変数として用いてクロスセクションで回帰し、その適正水準を求めた。推計方法は、世界各国のデータを用いたが、生活水準をある程度一定とするため、世界銀行の定義による中所得国以上の国をサンプルとした。推計結果は図表 4-11 に示している。この推計式を用いて、現在の経済発展段階や高齢者比率に対応する中国の貯蓄率の水準は 28%程度でもおかしくないと試算される。

高齢化、若年層のライフスタイルの変化が貯蓄率低下につながる

現時点では高い水準を維持している貯蓄率だが、今後の高齢化の進行や若年世代のライフスタイルの変化は、将来的に中国の貯蓄率が低下していくことを示唆している。さらに、中国政府による社会保障制度の整備なども貯蓄率を押し下げる方向に作用しよう。

中国経常収支シミュレーション

こうした社会経済情勢の変化により、今後貯蓄率が低下すれば、おのずと中国の経常収支にも変化が生じると予想される。そこで、中国の経済成長及び高齢化の進行により、どの程度貯蓄率が低下するかを計算した上で、それが中国の経常収支にどの様な影響を与えるかを具体的に考えてみよう。

シミュレーションの方法とその前提条件

まず、すでに求めた 2020 年までの成長率、及び人口推計から得られる高齢化の進行度を当てはめ、５年後、10 年後には貯蓄率がどの程度低下するかを計算した。その上で、国内総資本形成（設備投資）の伸びを仮定し、国内投資の資金需要の増減によって中国の I-S バランス（貯蓄投資差額）がどうなるかをシミュレーションし、その結果から経常収支の先行きを試算した。国内の貯蓄以上に設備投資の資金需要が多くなれば、I-S バランスは投資超過（貯蓄不足）となり、中国の経常収支は赤字化することになる。

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

意外に早く中国の経常黒字が減少に転じる可能性も

計算結果によれば、控えめに見積もっても、中国の国民貯蓄率は 2015 年に 45.4%、2020 年に 42.8%まで低下する。図表 4-12 には、このように貯蓄率が低下するという条件下で、設備投資需要が年率 5%、8%のペースで伸びる場合に経常収支がどうなるかを示している。このシミュレーションでは、ほぼ現状と同じ 8%のペースで設備投資需要が増加していけば、2015 年前後には経常収支が赤字化する可能性が出てくるということになる。

中国も過剰貯蓄構造を問題視し始めた

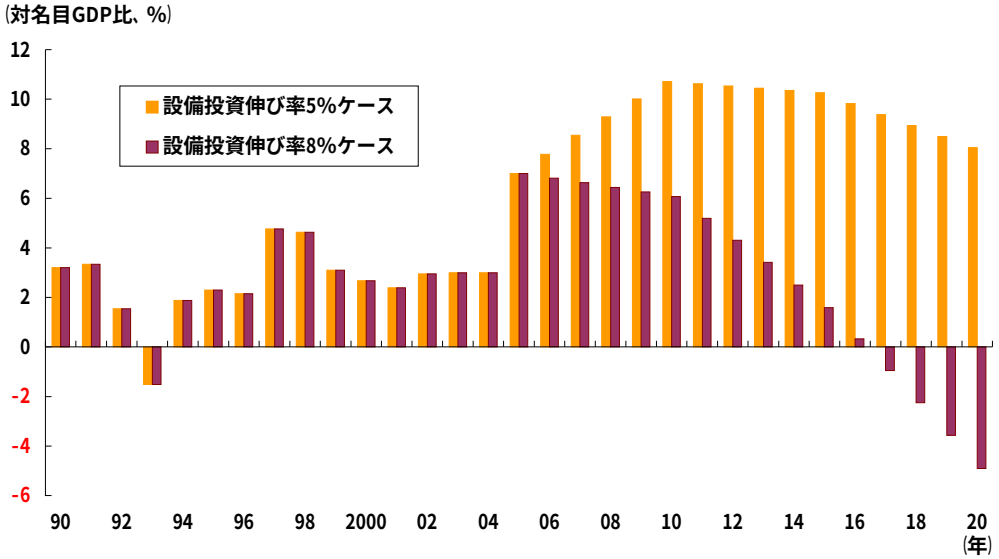
繰り返しになるが、世界の過剰流動性の源泉の一つは中国の貯蓄超過である。すなわち、中国国内における貯蓄は設備投資需要に必要な資金量を上回っており、そうした過剰貯蓄が結果的に大幅な経常収支黒字を生み出すことにつながっているのである。米国などの先進国は、中国に、消費や設備投資などの国内需要が貯蓄に比べて過少となっている経済構造の転換を求めている。他国からの指摘に応えるように、中国政府は年金や社会保障制度改革などを進めており、徐々にではあるが将来不安の払拭を通じた個人消費の活性化、さらには内需主導型経済への転換を図っている。

図表 4-11　貯蓄率の推計結果

	定数項	高齢者比率	成長率	寿命	一人当たりGDP
係数	46.14	-0.69	0.97	-0.31	0.03
t-値	4.77	-2.50	1.90	-2.11	2.87
修正済み決定係数	0.23				
サンプル数	53.00				

(注) 2005 年のクロスセクションデータに基づき推計。
(出所) 野村證券金融経済研究所

図表 4-12　中国の経常収支シミュレーション



(注) クロスセクションデータに基づき推計された貯蓄率関数に第 4 章 1 節で議論した設備投資と成長率を当てはめることで総貯蓄を計算し、そこから経常黒字を算出した。
(出所) 国際通貨基金 (IMF) 資料などより野村證券金融経済研究所作成

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

シミュレーションの結果に加えて、こうした現在の中国政府の政策の方向性を考慮すると、中国の経常収支は、中期的にみれば、増加するというよりも、減少していく可能性が高いということが言えるだろう。中国の経常収支黒字が減少していけば、それは米国への資金流入の減少を意味する。したがって、中長期的視点から見れば、中国から米国へのマネーの流れが継続しない可能性に留意する必要があろう。

(5) 人民元切り上げのインパクト

注目される人民元切り上げの行方

中国経済が内需拡大型経済へと転換されれば、中国の経常収支黒字は徐々に減少していくと見込まれる。ただし、経済構造の転換には時間がかかるために、足下で増加傾向にある中国の経常収支黒字はすぐには減少しないと考えられる。こうした状況下で、中国の経常収支黒字を減少させるために即効性のある政策手段として人民元レートの大幅切り上げが注目されている。

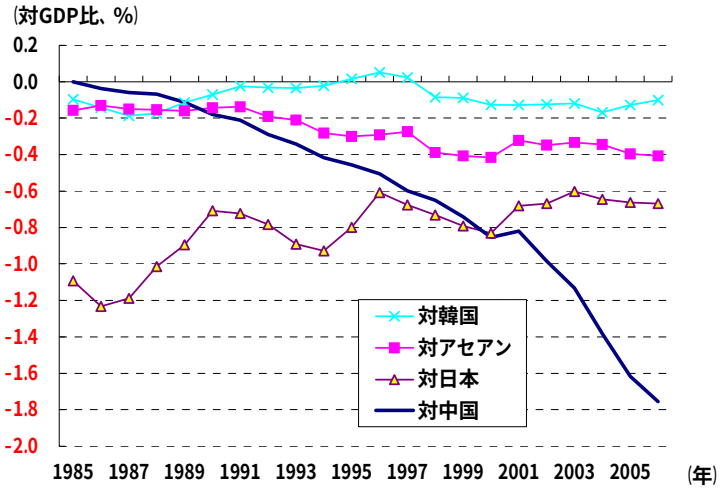
問題は過剰流動性の源泉に与える影響

特に、巨額の対中貿易赤字を抱える米国国内では、早期の人民元切り上げを求める声が強いようだ。現在の米国貿易赤字の内訳を見ると、約3割を対中国赤字が占めており、名目 GDP 比でみた対中貿易赤字の大きさは、日米貿易摩擦が加速的に悪化した 1980 年代の対日赤字を大きく上回っている（図表 4-13）。米国経済がサブプライム問題で大きく揺れる中、国内製造業を救済する意味合いから、米国政府による人民元切り上げ要求がさらに強まる可能性もあろう。

人民元切り上げは米国の対中赤字を減らしうるのか

そこで、米中二国間の輸出入関数を推計し、人民元切り上げのインパクトをシミュレーションしてみると（図表 4-14）、米国の対中赤字を解消させるためには、一度に 40%以上の人民元切り上げが必要と試算される（図表 4-14 の右図）。現在のゆったりとしたペースの人民元高では米国の対中赤字はなくならないどころか、拡大する可能性さえある。この背景には、米国の中国からの輸入は価格変動に対する感応度が低い、という構造的な問題がある。

図表 4-13　米国の地域別貿易収支

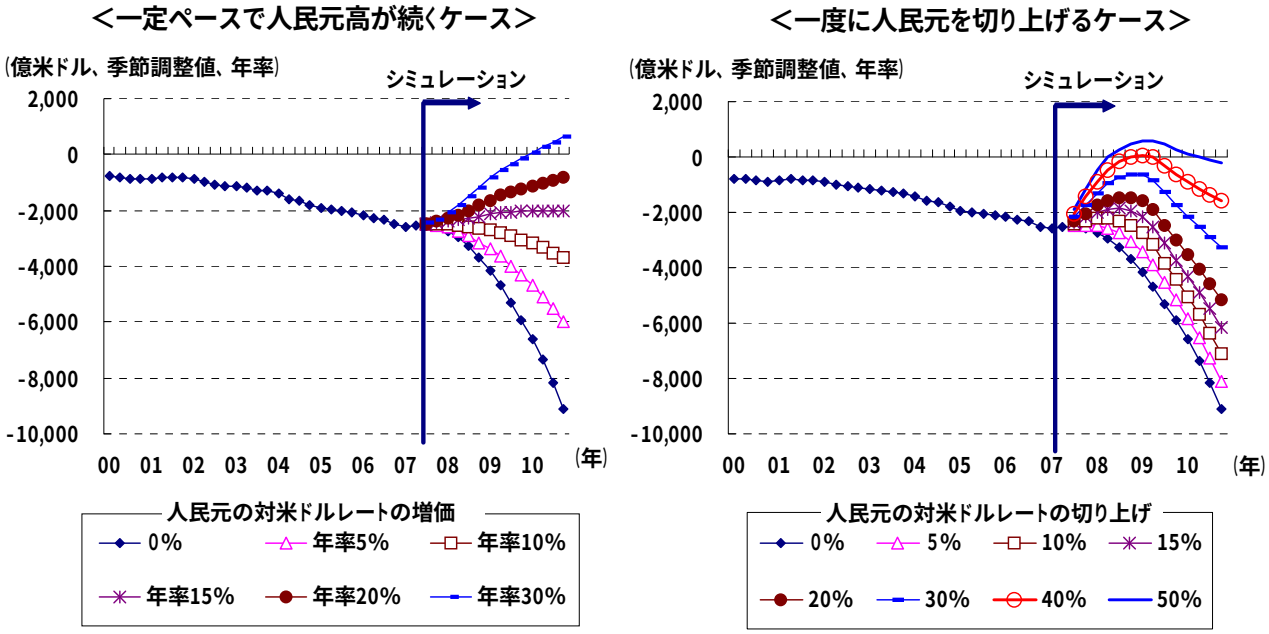


(出所) 米国商務省資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

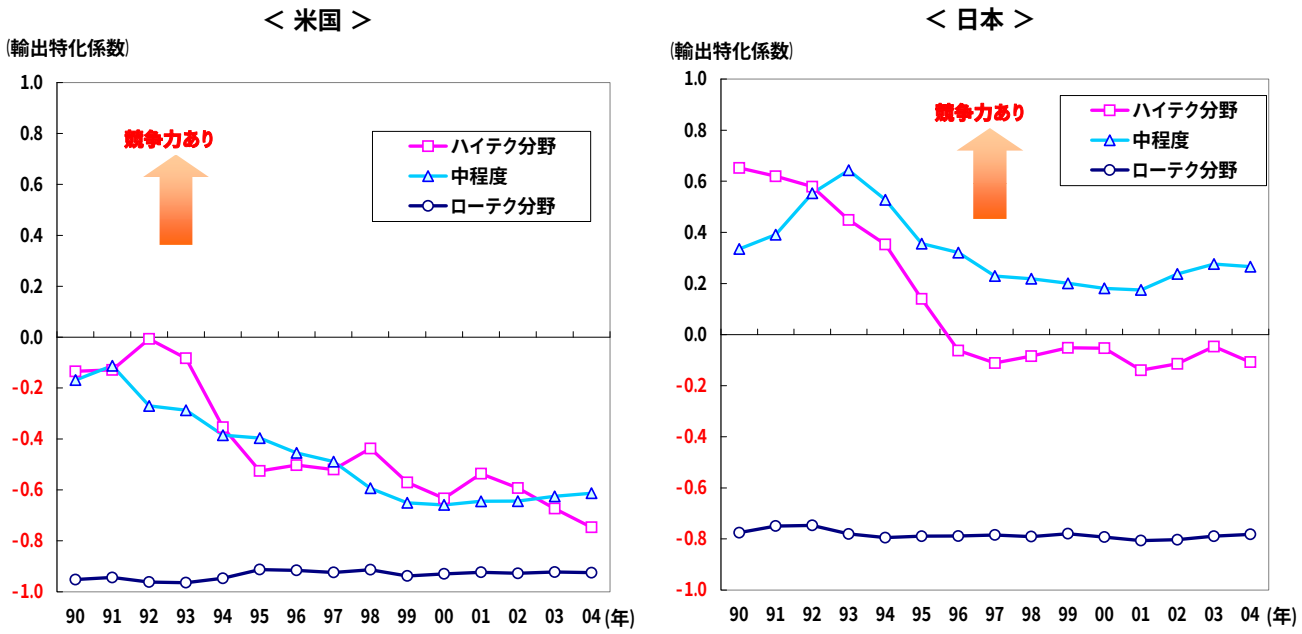
この構造を敢えて単純化して説明すれば、以下のようにまとめることができる。米中貿易に関する限り、ほぼ完全に分業体制が成り立っていると考えればよい。

図表 4-14　人民元切り上げが米国の対中貿易収支に与える影響試算



(注) シミュレーションの主な前提は次の通り。
中国実質内需 (=実質 GDP－実質輸出+実質輸入) 年率 8.0%成長
米国実質内需年率 2.7%成長
(出所) 野村證券金融経済研究所作成

図表 4-15　日米輸出特化業種別



(出所) 国際通貨基金 (IMF) 資料より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

つまり、中国で製造され米国に輸出されている製品の代替物を米国では製造することができないのである。従って、たとえ人民元が切り上がり、中国製品が割高になったとしても、米国はそうした製品を中国から購入せざるを得ない。実際に、主要な貿易品である電気機械を例に取り、米中間の輸出特化係数（＝貿易収支／（輸出額＋輸入額））を計算してみると、いくつかの例外を除きほとんどの製品群で中国に対する米国の競争力が失われていることが確認できる。対比するために、同じ数値を日中間で計算すると、日本には中国に対してもまだ競争力を保持している分野がいくつかあることがわかる（図表 4-15）。

米国の対中赤字は為替調整だけでは縮小しにくいが、、、

小幅な為替調整では米国の対中赤字は解消しないということは、米国の中国に対する人民元切り上げ圧力が容易には消滅しないことを示唆している。現状のように中国との貿易不均衡が拡大していけば、米国内において人民元切り上げを要求する世論は高まっていくと考えられる。

、、、中国の貿易相手は米国だけではない

しかし、中国の貿易相手は米国のみではない。中国の地域別貿易収支をみると、米国や EU に対しては、大幅な黒字を計上しているものの、韓国や台湾、アセアン諸国など他のアジア諸国に対しては軒並み赤字を計上している。つまり、中国は世界の全ての国に対して圧倒的な価格競争力を保持しているわけではない。こうした中で人民元が大幅に切り上げられれば、対米黒字が減少するだけでなく、アジア諸国との貿易収支の赤字も同時に拡大する可能性があるだろう。その結果、中国の経常収支黒字は全体として大きく縮小し、同国からの世界に対する流動性の供給が細ることになりかねない。つまり、米国の対中赤字削減を目的とした無理な人民元の切り上げは、結果として中国発の過剰流動性が収縮するタイミングを早める結果となるであろう。この人民元大幅切り上げがもたらす中国及び世界経済にもたらすインパクトについては６章で改めて議論したい。

5．均衡為替レートの推計

(1) 購買力平価から見た均衡為替レート

過剰流動性の消失により世界経済の何が変わるのか？

前章では、中国発の過剰流動性がどのようなタイミングで収束しうるかを議論した。人口の高齢化や経済成長率の低下など自然の成り行きに任せるとすると、早い場合で 2015 年前後には経常収支が赤字化、政策的に人民元が切り上げられるケースではそのタイミングが大幅に早まる可能性も示唆した。では、世界中へ行きわたった過剰流動性が潮が引くように消えた場合、世界経済はどのようなリバランスを迫られるのだろうか。

まず一つ考えられるのは、世界的な金利の上昇だ。第３章において我々は、過剰流動性の存在により、それがなかった場合に比べて米国長期金利が 1%ポイント程度低く抑えられていることを論じた。過剰流動性の供給源は中国だけではないが、仮に中国からの流動性供給が途絶えた場合、長期金利の上昇幅は最大 1%ポイントと考えるのが一つの目安であろう。

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

過剰流動性が消えた後の為替レートの落ち着き所

次に考えられるのは、為替レートの調整である。やはり第３章において我々は、米国金利の低位安定により相対的に魅力が増した他国の資産市場への投資が活発化したことを論じた。とすれば現状の為替レートは世界的な過剰流動性の存在を前提とした水準に位置しているはずであり、過剰流動性が収縮する過程においては為替レートの調整が行われると考えられる。問題は、過剰流動性が消えた世界で為替レートがどの水準に落ち着くか、である。

長期的な視野に立って均衡為替レートを考える

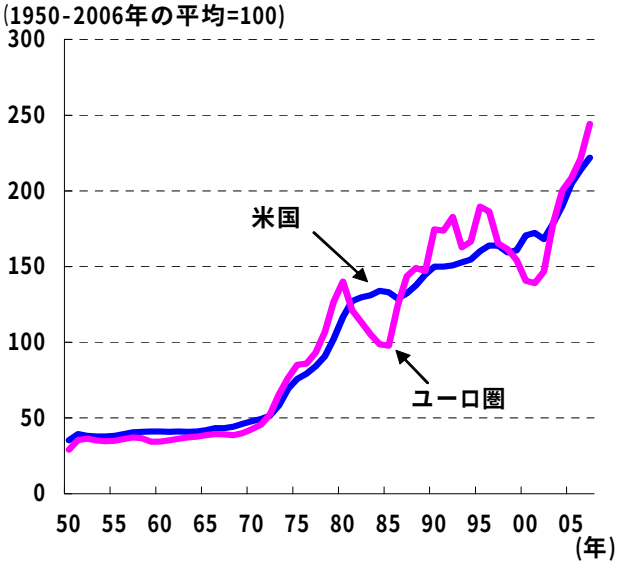
そこで本章では、長期的な均衡レートの決定仮説である購買力平価をベースに、今後の為替レートの方向性を考えてみたい。購買力平価で適正レートを考える際に問題となるのは、一国の物価水準を示す指標として任意の年を基準にした物価指数しか利用できない点である。この問題を避けるために、ここではなるべく長い時系列データを用い、その期間を平均すれば購買力平価が成り立つと仮定して適正レートを求めるアプローチをとる。

ユーロの均衡レートは１ユーロ＝1.23 ドル、円では 96-122 円

たとえば､1950 年以降のユーロ圏の生産者物価を為替レートでドル建てに変換し、米国の生産者物価と比較すると、両者が長期的にはおおむね同様の推移をたどってきたことがわかる（図表 5-1 左図）。1950-2006 年を平均すれば購買力平価が成り立っていたと仮定することで 2007 年（1-10 月平均。以下同様）の適正ユーロ・

図表 5-1 各国の物価の比較

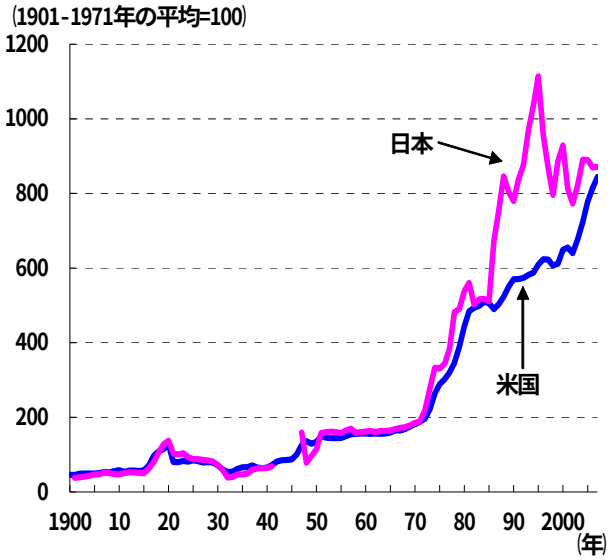
＜米国･ユーロ圏＞



(注) 米国は生産者物価。ユーロ圏は、1981 年以降は生産者物価、それ以前については、ドイツ･フランス･イタリア･スペイン･オランダの生産者物価および卸売物価を名目 GDP で加重平均して作成。ユーロ圏の物価は為替レートを用いてドル換算した。1998 年以前のユーロレートは、ドイツマルク･フランスフラン･イタリアリラ･スペインペセタ･オランダギルダーの対ドルレート実績とユーロ発足時の対ユーロ交換比率を基にそれぞれユーロ･ドルレートを計算し、それらを名目 GDP で加重平均して作成した。

(出所) 米労働省、Eurostat、AURORA、「Penn World Table」、「国際歴史統計」より野村證券金融経済研究所作成

＜日本･米国＞



(注) 米国は 1946 年までは卸売物価、それ以降は生産者物価。日本は、1969 年までは卸売物価、それ以降は生産者物価。日本の物価は為替レートを用いてドル換算した。

(出所) 日本銀行、日本統計協会、「国際歴史統計」、米労働省、「米国歴史統計」より野村證券金融経済研究所作成

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

ドルレートを求めると、1.23 ドル/ユーロとなる。円ドルレートについては、1901-2006 年を平均すると購買力平価が成立していたと仮定した上で 2007 年の適正値を求めると、96 円/ドルとなる。ただし、変動為替相場制下の円ドルレートは、日米の相対価格以外の要因で長期間にわたって適正レートから乖離していた可能性がある。たとえば、1980 年代半ば以降の日米物価動向は大きく異なっていた（図表 5-1 右図）。そこで、名目為替レートが比較的安定していた 1901～1971 年を平均すれば平均で購買力平価が成立していたと仮定すると、2007 年の適正レートは 122 円/ドルとなる。

中国の均衡為替レートは１ドル＝4.5 元程度か

人民元レートについては、中国が市場経済に移行して間もないことなどから試算が難しく、どの期間に購買力平価が成立していたと仮定するかで結果が大きく異なる。たとえば、改革開放路線への転換は 1978 年であることから、物価指数が入手可能であった 1980 年以降を平均すれば購買力平価が成立していたとすると、適正レートは 3.2 元/ドルとなる。一方、1980 年代はまだ計画経済からの移行期にあり、鄧小平の南巡講話が行われた 1992 年以降に市場の開放が本格化して購買力平価が成立したと考えると、適正レートは 6.5 元/ドルとなる。いずれにしても現在の人民元レートは割安であることになろう。ちなみにこれら二つの推定値を単純に平均すると、１ドル＝4.8 元となる。一方、我々経済解析課が過去に行った単位労働コストでウェイトづけられた均衡為替レートの推定でも、１ドル＝4.2 元程度との結果が得られた。いくつかの角度から検討してみると、人民元の適正レートは１ドル＝4.5 元前後と考えて良さそうである（その他の通貨及びクロス通貨については、図表 5-2 を参照）。

図表 5-2　世界各通貨の適正レート

各通貨の対米ドルレート（2007年1-10月平均）

	円/ドル	ドル/ユーロ	ドル/ポンド	ドル/豪ドル	ドル/NZドル	カナダドル/ドル	人民元/ドル	ウォン/ドル	台湾ドル/ドル	シンガポールドル/ドル
適正レート	109.3	1.23	1.97	0.73	0.60	1.17	4.82	793	25.4	1.38
実績	119.0	1.35	1.99	0.83	0.73	1.09	7.65	930	32.9	1.51
乖離率（%）	-8.1	9.7	1.3	13.6	22.4	6.7	-37.0	-14.8	-22.9	-9.1

（注）1. ここでの乖離率は、各通貨の米ドルに対する適正値比乖離率。プラスの場合は対米ドル過大評価。
2. 円･ドルレートと元･ドルレートの適正値は、2 種類の試算値の平均とした。

各通貨の対円レート（2007年1-10月平均）

	円/ドル	円/ユーロ	円/ポンド	円/豪ドル	円/NZドル	円/カナダドル	円/人民元	円/韓国ウォン	円/台湾ドル	円/シンガポールドル
適正レート	109.3	134.8	215.0	79.8	65.2	93.8	22.7	0.14	4.3	79.4
実績	119.0	160.9	237.1	98.7	86.9	108.9	15.6	0.13	3.6	78.6
乖離率（%）	-8.1	-16.2	-9.3	-19.1	-24.9	-13.9	45.8	7.8	19.2	1.0

（注）ここでの乖離率は、日本円の各通貨に対する適正値比乖離率。プラスの場合は円の当該通過に対する過大評価。
（出所）野村證券金融経済研究所

中期的な為替レートの方向性

ここで求めた適正為替レートは、将来的に一定であるわけではなく、インフレ率が高い国・地域の通貨の適正レートはインフレ格差分だけ下落していくことになる。ただし、こうしたインフレ格差を無視すれば、適正レートは実際の為替レートが長期的に収束していく水準と考えられる。世界的な過剰流動性が最近の為替

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

相場を大きく攪乱しているが、過剰流動性が収束に向かう過程では、購買力平価から求められる適正値が為替レートの落ち着きどころの一つのイメージとなり得るであろう。すなわち、対ドルで過大評価となっているユーロ、ポンド、豪ドル、ニュージーランド(NZ)ドルは現在の水準から下落していく方向が想定されるし、また現在過小評価されている中国元、韓国ウォン、台湾ドル、シンガポールドルは切り上げ方向を予想しておくのが適当と思われる。

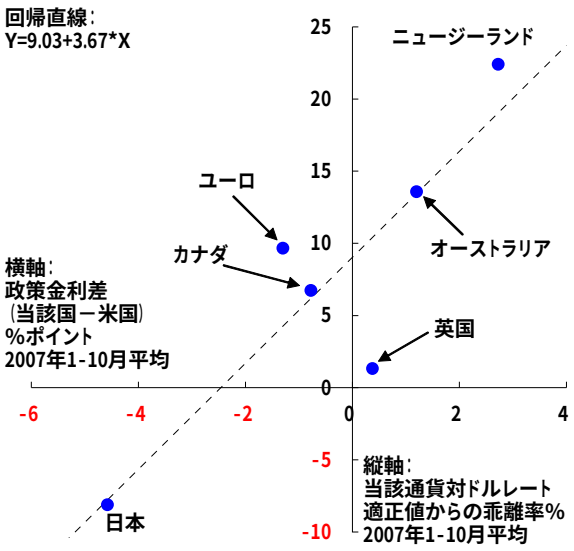
(2)今後の為替相場の方向性

均衡為替レートからの乖離は政策金利差である程度説明可能

これまでの議論の延長線上で考えれば、上で求めた適正為替レートと実際のレートとの差は、少なくとも部分的には世界的な過剰流動性によって生み出されていることになる。ただし、各通貨の適正レートからの乖離の仕方は一様ではなく、過大評価されている通貨もあれば過小評価の通貨もあり、過大評価されている通貨同士でもその程度に違いがある。こうした通貨ごとの評価の違いを、我々はどう理解したらよいであろうか。

まず注目したいのは、2007 年 1～10 月の平均で見た場合、ユーロ、カナダドル、豪ドルなどの先進国通貨が対米ドルで適正レートに比べて過大評価されている一方で、日本円が過小評価されている点である。日本円の過小評価と他の先進国通貨の過大評価という組み合わせを考えた場合に想起されるのが、金利水準の違いであろう。日本の政策金利が未だにゼロに近いのに対し、例えばニュージーランドの政策金利は 8%を超えている。とすれば、これら先進国通貨の対ドルレート形成に、米国との金利差が反映されていると考えるのは自然であろう。実際、円、ユーロ、ポンド、豪ドル、NZ ドル、カナダドルの適正値からの乖離と、対応する国と米国との政策金利差とを比較すると、米国よりも政策金利の高い国の通貨が適正値よりもより割高になっている傾向が明瞭に読み取れる（図表 5-3)。

図表 5-3　政策金利差と為替レートの適正レートからの乖離率



(出所) 野村證券金融経済研究所

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

金利差だけで説明できない部分＝過剰流動性ドルプレミアムの存在

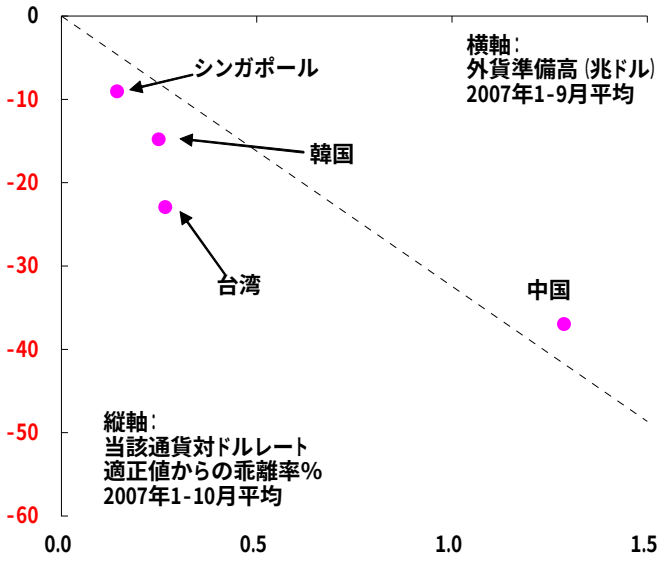
一方、金利差の影響を除いても、これら先進国通貨が全体として 2007 年 1-10 月平均で 10%程度、対ドルで過大評価されていた点には注意が必要である（図表 5-3 中、回帰直線の切片に相当）。この、先進国通貨に一括して上乗せされている対ドルプレミアムの中身を特定するのは、一般的には非常に困難である。ただし、これまでの議論の流れをそのまま為替相場にも延長すれば、世界的な過剰流動性が主に米国市場に流れ込むことで米国への投資妙味が薄れ、マーケットの関心が他の先進国へと移動している結果、先進国通貨の価値に一括して対ドルプレミアムが上乗せされているとのストーリーが自然なものとなる。米ドル以外の先進国通貨の相対的な評価が金利で決まっていると見られることも、現在の為替相場がより有望な「投資機会」をテーマに動いているとの見方と整合的である。

アジア諸国通貨については外貨準備の動向が鍵

一方、中国元、韓国ウォン、台湾ドル、シンガポールドルといったアジア通貨は、全面的に対ドル適正レートに比べて割安となっている。これらの国の金利は必ずしも高くなく、その意味ではアジア通貨の全面的割安も先進国通貨同様「投資機会」に基づいたストーリーで解釈することが可能かもしれないが、より直接的には、外貨準備を積み上げているこれらの国の通貨価値は、政府の為替政策との関連で理解するのが自然であろう。例えば、これらアジア各国について外貨準備高と通貨の適正レートからの乖離率とを比較すると、外貨準備が大きいほど通貨が過小評価されている傾向が見受けられる（図表 5-4）。

こう考えると、それぞれの通貨の対ドルレートについて、目先の見通しを立てることが可能となるであろう。アジア通貨については、政府による為替政策の方向性が重要である。先進国通貨については、中国などから過剰流動性が供給されている現在の構図に変化がなければ、とりあえずは「投資機会」をキーワードにした展開が持続すると予想しておくのが自然であろう。

図表 5-4　外貨準備高と為替レートの適正レートからの乖離率



（出所）国際通貨基金（IMF）、台湾中央銀行、野村證券金融経済研究所

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

サブプライム問題と為替レートの方向感

とすれば、先行きの為替レートを占うには、各国の相対的な景況感や金利が重要となってくる。短期的には、サブプライムローン問題に対処するため一段の利下げの可能性が残る米国から、他の通貨へと投資機会を探す動きが続く可能性があろう。ドル安傾向が残る中で円とユーロのどちらがより強くなるかは、日本とユーロ圏の相対的な金利差によると考えるのが自然であるが、今後１年程度の間にどちらの金利がより上昇するかを見極めるのは困難な情勢にある。あえて判断するのであれば、巨額の財政赤字を抱える日本の通貨よりも、各国外貨準備に占める保有比率が引き上げられ、また今後も流通国の拡大が見込まれるユーロが買われる傾向が続く可能性がどちらかと言えば高いのではないか。

以上は「過剰流動性の供給が止まらなければ」、という条件付きの議論である。中国の貯蓄構造が変化し、過剰流動性の供給が絞られた場合、「投資機会」をテーマにドルから離れていた資金が逆戻りするシナリオが現実味を帯びるであろう。この場合には、先に求めた適正レートに向けた動きを想定するのが、一つのイメージの作り方なのではないだろうか。

6. シナリオ分析

(1) 現状維持ケース

中国の経済情勢の変化に従い世界の過剰流動性が変化した場合に、日本経済ひいては世界経済に与える大きな影響について様々な角度から検討してきた。そこで本章では、政策的に変更が可能で、マーケットが最も注目している 2008 年８月の北京オリンピック後の人民元政策を中心に据えてシナリオを建て、検討を加える。

ベースケース＝現状維持ケース

まず、ベースケースとして、現状に近い状況が継続するケースを想定する。具体的には、人民元の切り上げペースを現状の年率 5%と仮定した。この時の米国経済の経済見通しは図表 6-1 に示している。このシナリオにおける最も重要なポイントは、過剰流動性の源であり、世界のマネーフローの出発点である中国経済に大

図表 6-1 米国経済の予測表（暦年）

＜米国：現状維持ケース＞

			2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2008-2012 年平均	2013-2017 年平均
実質GDP		兆ドル	11.3	11.6	11.9	12.2	12.6	13.0	13.4	12.6	14.5
同変化率		%	2.9	2.3	2.8	2.6	3.0	3.2	3.1	2.9	2.6
	実質民間最終消費支出	%	3.1	2.8	2.4	2.0	2.6	2.8	2.8	2.5	2.2
	実質民間住宅投資	%	-4.6	-16.2	-12.5	1.5	4.5	4.2	3.1	0.2	2.8
	実質民間設備投資	%	6.6	4.6	7.0	4.9	5.0	6.0	5.9	5.8	5.4
	財・サービスの輸出	%	8.4	8.2	8.8	5.9	5.6	4.8	4.2	5.9	3.4
	財・サービスの輸入	%	5.9	2.2	4.0	3.7	4.8	4.7	4.3	4.3	3.0
名目GDP		兆ドル	13.2	13.9	14.7	15.4	16.2	17.0	17.9	16.2	19.9
同変化率		%	6.1	5.1	6.0	4.9	4.9	5.2	5.3	5.3	5.1
経常収支（名目GDP比）		%	-6.2	-5.3	-4.8	-5.2	-5.2	-5.3	-5.4	-5.2	-5.4
消費者物価変化率		%	3.2	2.6	2.4	2.2	1.9	1.9	2.2	2.1	2.4
完全失業率		%	4.6	4.6	4.5	4.8	4.8	4.6	4.5	4.6	4.8
10年物財務省証券利回り		%	4.8	4.6	4.7	4.8	4.9	5.0	5.1	4.9	5.1

［前提］1. 2008 年までは米国野村證券による 2007 年 12 月 7 日時点の予測数値。
2. 2009 年以降については、対米ドルで年率 5%の人民元高が続くと仮定して作成。
（出所）野村證券金融経済研究所

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

きな変化が起らないということである。この結果、中国の過剰な外貨準備を経由した米国へのマネーフローにも変化は生じない。これは、米国の長期金利を安定させると同時に、中国の安価な労働力の存在を背景とした世界的なディスインフレ傾向が続くことを意味する。この場合、世界的な期待インフレ率の落ち着きが維持され、米国中央銀行の自由度が十分確保されることから、サブプライムローン問題に対して積極的な金融緩和策を打ち出せる。こうした結果、米国の景気後退は軽微なものにとどまり、2010 年に向けて再度 3.0%前後の成長へと回帰することを想定する。

ベースケース：日本経済の動向

こうした条件の下で、向こう５年程度は、日本経済にも大きな構造変化が起こらないことが想定できる。そもそも、人民元の年率 5%程度の切り上げでは中国経済に与える実質 GDP 押し下げ効果も 1%弱に留まり、日本経済に大きな影響を与える訳ではない。従って、このケースでは、日本経済で今後も適温状態が続くことになる。前提条件は図表 6-2 の注に示している。主なものとしては、2009 年度の法人税率の 5%引き下げと消費税率の 5%引き上げなどを想定した。日銀の金融政策（短期金利）については、2006 年３月９日に発表された「新たな金融政策運営の枠組みの導入について」で日銀が物価安定と考える消費者物価の範囲をターゲットとして金融政策運営が行われると想定した。

この現状維持ケースにおける日本経済の予測結果は、図表 6-2 に示されている。このシナリオでは向こう５年間の平均実質 GDP 成長率は 2%程度と予測される。景気拡大の原動力は依然として設備投資であり、向こう５年間平均で 5%弱の伸びが見込まれる。団塊の世代の退職など将来の人手不足に向けた省力化資への需要が生まれると考えられる。こうした堅調な投資需要を、法人税減税と企業の潤沢なキャッシュフローの存在が支える構図となる。

図表 6-2　日本経済の予測表（年度）

＜日本：現状維持ケース＞

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2008-2012 年度平均	2013-2017 年度平均
実質GDP	兆円	551.4	560.2	573.1	578.0	592.7	606.0	620.1	594.0	657.1
同変化率	%	2.0	1.6	2.3	0.9	2.5	2.2	2.3	2.1	1.9
実質民間最終消費支出	%	0.7	1.6	2.3	-0.3	1.9	2.0	2.4	1.7	1.9
実質民間住宅投資	%	0.4	-10.8	4.3	2.0	2.3	4.6	3.1	3.3	2.2
実質民間設備投資	%	7.7	1.3	5.4	2.9	5.5	4.9	5.1	4.8	2.6
財･サービスの輸出	%	8.2	7.5	5.3	3.2	2.5	4.1	4.1	3.8	2.9
財･サービスの輸入	%	3.4	2.0	6.9	1.0	2.6	5.1	5.2	4.2	4.5
名目GDP	兆円	510.1	517.7	530.7	549.9	565.1	583.5	603.6	566.6	660.8
同変化率	%	1.3	1.5	2.5	3.6	2.8	3.3	3.4	3.1	3.0
経常収支（名目GDP比）	%	4.1	5.1	4.6	5.3	5.1	5.2	5.1	5.0	3.9
消費者物価変化率	%	0.3	0.2	0.5	3.3	0.4	0.3	0.7	1.0	0.8
完全失業率	%	4.1	3.8	3.5	3.3	3.2	2.9	2.5	3.1	1.6
プライマリー･バランス（中央･地方政府、名目GDP比）	%	-4.5	-4.3	-4.1	-3.1	-3.3	-2.9	-2.8	-3.2	-3.2
10年国債流通利回り	%	1.8	1.7	2.1	1.9	2.2	2.0	2.4	2.1	3.2

［前提］1. 2009 年度より消費税率（現行 5%）を 10%に引き上げ。
2. 2009 年度より法人税の基本税率（現行 30%）を 25%に引き下げ。
3. 対米ドルで年率 5%の人民元高が続く。
（出所）野村證券金融経済研究所

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

一方、個人消費については盛り上がりを欠く展開となろう。個人消費の向こう５年間の平均の伸び率は 1.7%増にとどまると予測する。人件費の変動費化の流れは今後も続くと見込まれることから、労働分配率の上昇が抑えられ、雇用者所得の増加も想定しにくい。労働の多様化による雇用不安の高まりもあり、消費は伸びにくい状況が続こう。

次に、物価動向については、実体経済の成長率が 2%程度と、1.6%程度と見られる潜在成長率を上回るため、経済全体の需給が引き締まり、物価上昇圧力が徐々に高まっていこう。2012 年度において消費者物価指数の前年度比は 0.7%となり、06 年度の 0.3%よりもインフレ率が高くなると予想する。原油・資源価格が高止まると想定されるため、一部石油関連製品や穀物の値上がりが予想される。しかし、他の製品価格への上昇圧力は、労働の流動化による人件費の削減などで吸収される傾向が強く、一般物価の上昇ではなく実質的な個人可処分所得の減少として現れる。これは個人消費になかなか火がつかない要因の一つでもある。

内生的に決定される政策金利については、2011 年度までに、0.25%ポイントずつ３回程度の利上げが実施されると予想する。プライマリーバランスについては、消費税率引き上げと同時に法人税減税を想定するため、2012 年度までに黒字転換することはない。但し、赤字自体は縮小傾向を辿る。財政のサステナビリティが確保されるとの前提の下、企業が資金余剰主体にあることを踏まえれば、長期金利についても大幅な上昇は想定しにくい。向こう５年間の平均で 10 年物国債流通利回りは 2.1%と、2%を若干上回る程度までの上昇にとどまる。

ベースケースにおけるマネーの動向

国際資金フローに関して言えば、過剰流動性の供給が大きくは変わらず金利が低い状態が続くため、マーケットでは「投資機会」に注目した動きが続きやすいと考えられる。とすれば、米国の経常収支赤字が目立って改善しないこととも相俟ってドル安圧力が残存し、他の高金利通貨を物色するような展開が継続しよう。

(2) 現状維持ケースの先に何が見えるか

現状維持ケースでも 2015 年以降には事情が大きく変化

しかし、2015 年より先を視野に入れると事情が大きく変わってくる。この頃になると長年の一人っ子政策の影響が顕在化し、労働力不足が本格化し始める。同時に高齢化の影響も深刻となり、貯蓄率が低下し始める可能性がでてくる。加えて、中国が設備投資偏重型の経済成長路線を辿り続けているとすれば、貯蓄超過幅が急速に減少することで、経常収支が赤字化するリスクも無視できない。この結果、世界の過剰流動性の源である中国マネーの米国市場への流入量が減少に転じる。これは米国の長期金利を直接的に押し上げ、世界のマネーサプライを収縮する方向に作用する。換言すれば、世界的な貯蓄超過状態から投資超過状態への変化が世界の金利を押し上げ、90 年代前半にマーケットが懸念していた貯蓄不足による世界的な高金利リスクが、2015 年頃に再燃することとなる。

日本の財政赤字削減も急務

この中で、我が国も 2012 年以降、団塊の世代が労働市場から退出する影響が本格化し、財政赤字の拡大がより強く懸念されるようになると見込まれる。この時点まで財政再建に目処が立っていないようであれば、日本も金利上昇圧力にさらさ

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

れることになり、結果として世界経済の低迷をより加速させることにもなりかねない。

ソフトランディングのための２つの条件

世界的な高金利リスクを未然に防ぐ方法があるとすれば、第一に、米国が海外からファイナンスする資金量を減少させることである。つまり、財政赤字を減少させ、中国からの資金流入を必要としない状態にすることである。もちろん、米国で財政赤字が減少するということは、世界規模で需要が減少することを意味する。この需要の減少分をどこかの国や地域が肩代わりしなければ、世界的な景気低迷をもたらしかねない。そこで、第二のポイントとしてあげられるのが、中国の内需シフトが考えられよう。設備投資はそれ自身需要ではあるが、将来的な供給力の増加にもつながる。しかし、生産物を国内で消費できなければ、結果的に海外にその販路を求めなければならない。これは、日本の「いつかきた道」であり、常に為替レートの切り上げ期待をはらむ結果につながる。こうした傾向を未然に防ぐためには、国内の需要構造を投資主導型から消費主導型に転換していく必要がある。そのためには、農村部における教育の普及や所得格差の是正などの政策を今から積極的に推し進める必要があろう。

(3) リスクケース（米国景気低迷＋人民元大幅切り上げ）

最悪のシナリオは米国経済悪化下で金利の高止まり

リスクシナリオとして、人民元が急速に切り上がるケースを想定する。具体的には、2009 年以降、今のところ可能性は高くないとみられるが、人民元の対ドルレートが均衡値と考えられる１米ドル＝4.5 元に一気に切り上がると想定した。前段で述べた 2015 年以降に起こりうるシナリオが、2009 年以降に前倒しになるシナリオと言える。

敢えてこのシナリオの蓋然性を述べるとすれば、以下の様なストーリーが考えられる。まず、サブプライムローン問題が予想以上に深刻化することで米国経済の低迷が長引き、回復力も限定的なものとなる。経済の低迷が続けば、米国政府に国民の意識を外に向けたいというセンチメントが働きやすくなる。つまり、安価な中国製品が米国市場を席巻していることを理由として、米国内の注目を巨額の対中貿易赤字に集中させるため、人民元切り上げ圧力が生じやすくなる。

人民元切り上げのもたらす最大のリスクは何か？

米国経済の低迷と人民元切り上げの組み合わせは、世界経済にとって最悪のシナリオとなる。まず、人民元の大幅な切り上げは、中国製品や中国人件費がドルベースで上昇することを意味し、世界的なディスインフレ傾向に歯止めをかける。これにより、直接的、間接的に米国経済は輸入インフレ圧力にさらされることになる。確かにこのケースでは、米国の消費者物価上昇率が 2009 年、2010 年に 0.2%ポイントほど現状維持ケースを上回っている。中国人民元の大幅切り上げによる米国消費者物価の押し上げ効果が 0.2%程度であれば、思った程大きくないとも考えられる。しかし、今までのインフレ率が 2%程度であることを考えると、マーケットセンチメントに与える影響は決して小さくはないのではなかろうか。

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

最大のリスクは、米国債券市場への資金流入の減少

しかし、それ以上に重要なポイントは、人民元の均衡値までの切り上げが、更なる人民元切り上げ期待の解消による中国への投機マネーの流入減少と、中国全体の貿易黒字の縮小をもたらし、それは翻って米国への資金流入の減少を意味することである。図表 6-3 には中国の成長経路と経常収支の対名目 GDP 比に関するシミュレーション結果が示されている。人民元の大幅切り上げにより中国の成長率は瞬間的に年率 2%程度まで落ち込む一方、経常収支は対名目 GDP 比で 2007 年の 10．7%から 2011 年には 4.1%まで減少する。中国の貿易黒字の縮小は、米国の景気低迷下でも米国長期金利の上昇圧力となる。ここでは、第３章の分析に従い、中国を始めとする過剰流動性がもたらす、米国長期金利押し下げプレミアム 1%ポイント分が解消したと仮定した。

図表 6-3　中国経済のシミュレーション（暦年）結果

［前提］1．現状維持ケースの 2009 年までは野村国際（香港）による 2007 年 11 月 5 日時点の予測数値。
2．現状維持ケースの 2010 年以降については、対米ドルで年率 5%の人民元高が続くと仮定。
3．過剰流動性収縮ケースでは、2009 年に人民元レートが 1 米ドル=4.5 元まで調整されると仮定。

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2008-2012 年平均
現状維持ケース	実質GDP成長率（%）	11.1	11.4	10.1	8.7	8.8	8.5	8.3	8.9
	経常収支（対名目GDP比、%）	9.5	10.7	10.6	9.9	9.7	9.6	9.1	9.8
過剰流動性収縮ケース	実質GDP成長率（%）	11.1	11.4	10.1	2.0	7.1	9.8	9.5	7.7
	経常収支（対名目GDP比、%）	9.5	10.7	10.6	13.6	8.7	4.1	4.4	8.3

（出所）野村證券金融経済研究所

リスクシナリオ下のマネーフローの動向

さらに、中国からの流動性供給が細る過程では、それまで「投資機会」をテーマに進んでいたドル離れの動きが巻き戻される展開が予想される。為替レートが最終的にどのあたりに落ち着くのかについては、第５章で求めた適正為替レートがひとつの目安になりうるだろう。落ち着く先の水準は「適正」であっても、対先進国通貨では、過小評価されている現状から見てドルは切り上がる方向に動くことになる。

リスクケースにおける米国経済の動向

以上の前提に基づく米国経済の予測表は、図表 6-4 に示されている。このケースにおける、米国経済に関するポイントは、対先進国通貨でのドル高、長期金利の上昇および物価の上昇である。過剰流動性の減少は長期金利を上昇させ、金利感応度の高い住宅投資や設備投資の伸びがかなり抑えられる。その一方、人民元切り上げは実効ベースでのドル安につながり、数量ベースで輸出が伸び輸入が抑制されることから、実質 GDP 成長率の下支え効果は期待できるものの、2012 年までの平均成長率は現状維持ケースに比べて 0.4%ポイント低い 2.7%成長を見込む。その後も、長期金利の高止まりから本格的な景気回復のきっかけがつかめず、2%台半ばの成長が続く。

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

米国経常赤字は本当に減少するのか

名目の経常収支については、実質ベースでは収支が改善するものの、ドルベースの輸入価格上昇により輸入額が膨らみ、すぐには減少しない（Ｊカーブ効果）。とはいえ、Ｊカーブ効果が捌けるにつれて米国の経常赤字は対 GDP 比で 5%を切る水準まで減少し始める。問題は、その後の展開である。2015 年頃まで視野を広げれば、米国の経常収支の赤字は再度拡大に向かう。しかし、中国に黒字が残っておらず、過剰流動性によるプレミアムが消失する分、長期金利が高止まる。それが更に財政赤字を拡大させ、経常赤字の拡大につながるという悪循環が発生する公

図表 6-4　米国経済の予測表（暦年）

＜米国：過剰流動性収縮ケース＞

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2008-2012 年平均	2013-2017 年平均
実質GDP	兆ドル	11.3	11.6	11.9	12.2	12.5	12.8	13.1	12.5	13.8
同変化率	%	2.9	2.3	2.8	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6	2.3
実質民間最終消費支出	%	3.1	2.8	2.4	1.7	2.2	2.6	2.7	2.3	2.1
実質民間住宅投資	%	-4.6	-16.2	-12.5	0.9	1.2	0.8	1.9	-1.5	2.3
実質民間設備投資	%	6.6	4.6	7.0	3.9	2.5	3.1	3.5	4.0	4.0
財・サービスの輸出	%	8.4	8.2	8.8	7.2	5.8	3.8	3.4	5.8	2.8
財・サービスの輸入	%	5.9	2.2	4.0	3.0	3.2	4.2	4.5	3.8	2.8
名目GDP	兆ドル	13.2	13.9	14.7	15.4	16.2	17.0	17.7	16.2	19.1
同変化率	%	6.1	5.1	6.0	4.7	5.2	4.8	4.4	5.0	3.8
経常収支（名目GDP比）	%	-6.2	-5.3	-4.8	-5.7	-5.0	-4.8	-5.0	-5.0	-5.5
消費者物価変化率	%	3.2	2.6	2.4	2.4	2.3	2.0	1.8	2.2	1.5
完全失業率	%	4.6	4.6	4.5	4.7	4.8	5.1	5.4	4.9	6.0
10年物財務省証券利回り	%	4.8	4.6	4.7	5.4	6.3	6.4	6.4	5.8	6.4

［前提］1. 2008 年までは米国野村證券による 2007 年 12 月 7 日時点の予測数値。
2. 人民元レートが 2009 年に 1 米ドル=4.5 元まで調整されると仮定。
（出所）野村證券金融経済研究所

図表 6-5　日本経済の予測表（年度）

＜日本：過剰流動性収縮ケース＞

		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2008-2012 年度平均	2013-2017 年度平均
実質GDP	兆円	551.4	560.2	573.1	577.0	590.5	602.0	614.8	591.5	643.1
同変化率	%	2.0	1.6	2.3	0.7	2.3	1.9	2.1	1.9	1.4
実質民間最終消費支出	%	0.7	1.6	2.3	-0.5	1.6	1.9	2.5	1.5	1.5
実質民間住宅投資	%	0.4	-10.8	4.3	1.8	1.9	4.4	2.9	3.1	1.7
実質民間設備投資	%	7.7	1.3	5.4	2.5	5.0	4.4	4.7	4.4	2.0
財・サービスの輸出	%	8.2	7.5	5.3	2.8	2.9	3.2	3.5	3.5	2.0
財・サービスの輸入	%	3.4	2.0	6.9	0.0	1.6	5.1	5.7	3.9	4.0
名目GDP	兆円	510.1	517.7	530.7	547.2	563.5	581.2	599.9	564.5	641.5
同変化率	%	1.3	1.5	2.5	3.1	3.0	3.1	3.2	3.0	2.0
経常収支（名目GDP比）	%	4.1	5.1	4.6	4.5	5.1	5.7	5.5	5.1	4.0
消費者物価変化率	%	0.3	0.2	0.5	3.8	0.5	0.3	0.6	1.1	0.4
完全失業率	%	4.1	3.8	3.5	3.4	3.3	2.9	2.7	3.1	2.2
プライマリー・バランス（中央・地方政府、名目GDP比）	%	-4.5	-4.3	-4.1	-3.2	-3.5	-3.0	-3.0	-3.4	-3.5
10年国債流通利回り	%	1.8	1.7	2.1	2.3	2.5	2.4	2.7	2.4	3.5

［前提］1. 2009 年度より消費税率（現行 5%）を 10%に引き上げ。
2. 2009 年度より法人税の基本税率（現行 30%）を 25%に引き下げ。
3. 人民元レートが 2009 年に 1 米ドル=4.5 元まで調整されると仮定。
（出所）野村證券金融経済研究所

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

算が大きい。まさに、米国が 1980 年代に逆戻りしてしまうシナリオといえる。このシナリオから考えても、米国の財政赤字の削減の可否が中長期的な世界経済の安定を規定していくといえよう。

リスクケースにおける日本経済の動向

リスクケースにおける日本経済は（図表 6-5)、米国経済の低迷を受けて輸出の伸びが大幅に低下する。長期金利も、過剰流動性の減少に伴う世界的な金利上昇を背景として上昇圧力を受ける。その結果 2008 年から 2012 年の平均実質成長率が 1.9%と現状維持ケースを 0.2%ポイント程度下回る成長が続く。その後、2015 年頃には米国景気の低迷と人口減少の加速化に加え、長期金利も 10 年国債流通利回りでみて４%近くまで上昇すると見込まれ、実質 GDP 成長率は 1%台前半まで鈍化する。消費者物価上昇率については、原油価格の高止まりはあるものの、国内需要の低迷により、2012 年時点で 0.6%となる。

7. おわりに

世界を揺るがす過剰流動性だが、、、

数年来のマーケットの静寂が、米国のサブプライムローン問題を契機として大きく乱され、株式、債券、為替市場ではボラティリティが高い状況が続いている。その中で、日本のマーケットも大きく揺れている。現在の市場のボラティリティの拡大は、世界的な過剰流動性の存在による所が大きく、その源泉を辿ると、OPEC の石油収入の増加、中国の巨額の外貨準備高という２つの源泉に加え、円キャリートレードもその一角を成している。

なかでも、13 億人の人口を有し、当面高い成長率が期待できる中国は、日本にとって大きなビジネスチャンスでもあり、また同時に最大の脅威にもなりうる。世界の過剰流動性の源泉である中国は、経済動向次第では世界経済激震の起点にもなりかねない。日本は、先進国の中では距離的・経済的に中国に最も近く、米国からの影響も受けやすいというポジションにある。しかも、人口減少が確実に進む中で、2012 年以降には団塊の世代の労働市場からの退出ラッシュを迎え、既に先進国の中で最悪の水準にある財政赤字が加速的に悪化する公算が大きい。

緩めてはいけない構造改革のスピード

中国の経済情勢が大きく変化し、「過剰流動性」の存在をベースとした今日の世界経済トレンドが大きく変わるような事態となれば、その悪影響を最も大きく受けるのは他ならぬ日本である。現在の日本は、政治的な思惑もあり構造改革のスピードが鈍っているように思えてならない。適温経済に甘えて構造改革の手綱を緩めれば、ようやく緒に就いた構造改革のその先にある成果が無に帰し、財政再建という目的も遠のく。「流動性」は、その定義上、文字通り動きが速い。足の速い流動性が大きな影響を与えている今日の世界経済も、予想以上に早い時期に変化することも考えられる。今こそ、日本再生の原点に立ち返り、構造改革のスピードを高め、マネーフローの変化を通じてリバランスが進む世界経済の中で、日本経済のあるべき姿を明確に示すことが肝要である。

野村證券株式会社　金融経済研究所　〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。