

みずほリサーチ 2021 April

みずほ銀行
みずほ総合研究所

- 家計の過剰貯蓄は29兆円 1
— 高所得者層を中心に積み上がるマネーの行方に注目 —
- 米長期金利上昇に対する評価と日本市場への影響 2
— 金融市場の波乱要素になる可能性に要留意 —
- 全人代で示された中国政府の科学技術力向上戦略 3
— 基礎研究を中心にイノベーション推進を図る —
- シンガポールに挑戦の姿勢を学ぶ 4
- ブレンドファイナンス 4

日本経済

家計の過剰貯蓄は29兆円

— 高所得者層を中心に積み上がるマネーの行方に注目 —

昨年は新型コロナウイルス感染拡大の影響で、外食・旅行などの支出が世界的に落ち込んだ。一方、米国をはじめとする多くの国で大型の家計支援策が講じられたため、家計の可処分所得はむしろ増加し、貯蓄率が大幅に上昇している。このところ景気回復への期待から株価が世界的に上昇しているが、その期待を生む一つの要因となっているのが、この「過剰貯蓄」が今後の消費回復の起爆剤になるのではないかとの見方である。

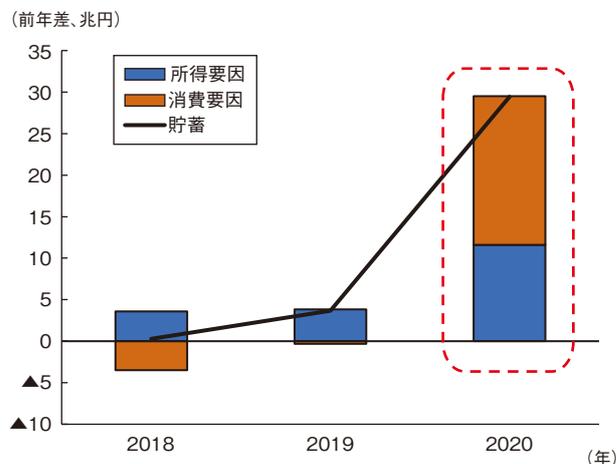
家計の貯蓄が大幅に増加したのは、日本も例外ではない。2020年の消費支出は前年から約17.9兆円減少したのに対し、国民一人当たり10万円の特別定額給付金の効果などから可処分所得は約11.6兆円増加した。その結果、家計の貯蓄は約29.4兆円増加した計算(みずほ総合研究所による試算)になる(図表)。

こうした過剰貯蓄は、高所得層を中心に生じているのが今回の特徴である。コロナ禍で失業したり労働時間が減少したりして収入が落ち込んだ人は、低所得世帯に多い。一方、高所得世帯は収入が減少していない世帯が多い上に、外食・旅行・娯楽など感染防止の制約を受ける支出の割合が高いため、消費支出の落ち込み幅が相対的に大きくなった。結果として、過剰貯蓄の大半は高所得層の金融資産(主に現預金)として積み上がっている。

将来ワクチンが普及し、経済活動に制限が加わらなくなった後、この過剰貯蓄はどこに向かうだろうか。外出が自由になれば、これまでできなかった外食や旅行・娯楽等の支出が増えることは想像に難くない。過剰貯蓄が高所得層に偏在していることを踏まえると、高額な旅行や外食の需要が高まることが予想される。また、外出増に伴い、足元で低調な衣料品・化粧品販売等の持ち直しも期待されよう。■

みずほ総合研究所 経済調査部
エコノミスト 嶋中由理子
yuriko.shimanaka@mizuho-ri.co.jp

●家計貯蓄前年差の要因分解



(注) 1. 消費要因:消費支出の変化分、所得要因:可処分所得の変化分。
2. 消費支出は減少すると貯蓄の増加要因となる。
(資料)内閣府「国民経済計算」より、みずほ総合研究所試算

米長期金利上昇に対する評価と日本市場への影響

— 金融市場の波乱要素になる可能性に要留意 —

2021年に入り、米国の長期金利が大きく上昇している。昨年末は0.9%台だった米10年債利回りは、一時昨年1月以来となる1.7%台に達した。金利上昇が始まったきっかけは、今年1月5日の米ジョージア州上院議会決選投票である。大方の予想に反して民主党が2議席を確保し、民主党が大統領と上下両院の多数派を占める「トリプル・ブルー」となったことで、追加の経済対策への期待が高まった。昨年末に約9,000億ドル規模の経済対策が成立したばかりであったが、大統領正式就任前のバイデン氏は1月中旬に1.9兆ドル規模の追加経済対策案を公表した。対策案公表当初こそ、バイデン氏は共和党との協調姿勢を示していたため、対策規模の縮小や協議の長期化が懸念されたが、大統領就任後は経済対策の成立を急ぎ、共和党の反対を押し切って、3月12日に1.8兆ドル規模の経済対策を成立させた。短期間での大規模な経済対策の成立やコロナワクチンの接種ペース加速を背景とした景気回復加速への期待とともに、インフレ期待が高まり、米国の長期金利が大きく上昇したのである。

このように、金利上昇の背景には市場の「期待」がある。バイデン政権の政策が景気回復ペースを加速させるという「期待」、ワクチン普及により経済活動が正常化するとの「期待」、そして景気が急回復する下でインフレが起きるとの「期待」である。パウエル連邦準備制度理事会 (FRB) 議長も長期金利の上昇について、「経済再開や経済成長への市場の期待の表れ」と評価している。今後の長期金利の動向を見極める上で、「期待が持続するかどうか」が重要なポイントとなるだろう。

米長期金利の上昇は、日本の金融市場にも影響を及ぼしている。日本の長期金利は一時0.175%と約5年ぶりの高水準を記録した。日銀の金融政策の点検を巡り、長期金利の変動幅拡大を許容するとの観測が強まっていたことも金利上昇の一因であったと考

えられるが、米長期金利の急上昇による影響が大きいだろう。日銀の点検を終え、国内独自の材料に欠ける中、米金利動向に依存した状況が続くそうである。

日本の長期金利も約5年ぶりの水準に上昇したとはいえ、金利上昇幅は米国のほうが遥かに大きく、日米の長期金利差は大きく拡大した。そうした動きを受けて、ドル円相場は約9カ月ぶりに一時109円台まで円安が進んだ。昨年、米金利が歴史的な低水準で推移する中でドルは対円で下落基調にあり、投資家の円の買い持ちポジションが積み上がっていた。金利差拡大によるドル高が円の買い持ちポジションを解消する動きを招き、さらに円安ドル高を加速させたと考えられる。円のポジションは売り越しに転じたため、今後ポジション解消による円安圧力はなくなるが、米金利動向を注視する展開は続きそうである。

株式市場では、日経平均株価が1990年以来となる3万円台に上昇していたが、金利上昇を受けて米国株が低金利の恩恵を受けやすいグロース(成長)株を中心に下落したことや、日銀の買入対象から日経平均型ETF(指数連動型上場投資信託受益権)が除外されたことが重しとなり、29,000円台を割り込んでいる(3月24日時点)。金利面から見た株価の割安感低下しているため、株価の反発には企業業績の改善が必要となるだろう。

米長期金利上昇の背景にはインフレを伴った景気回復への強い「期待」がある。今後のバイデン政権の政策やワクチン普及への「期待」に振られ、米長期金利は不安定な相場が続く見込みである。「期待」が強まり、米長期金利が一段と上昇すれば、日本の金融市場にとっても、波乱の引き金となる可能性があり、今後も動向を注視する必要がある。■

みずほ総合研究所 市場調査部
主任研究員 長谷川直也
naoya.hasegawa@mizuho-ri.co.jp

全人代で示された中国政府の科学技術力向上戦略

— 基礎研究を中心にイノベーション推進を図る —

2021年3月5～11日、第13期全国人民代表大会第4回会議(国会に相当、以下、全人代)が開催された。2021～2025年の中期政策大綱である第14次五カ年計画(以下、計画)と2035年までの長期目標、2021年の施政方針を示す政府活動報告、財政予算案などが採択された。計画では、実質GDP成長率目標は示さず、生産性向上による質の高い発展、科学技術力強化・内需拡大を重視する姿勢を示した。

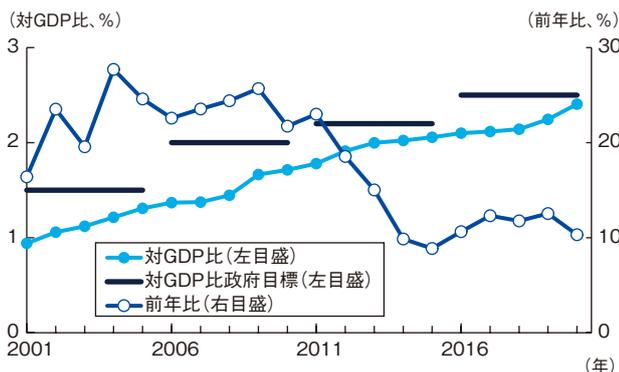
計画の重点政策の筆頭には、科学技術の「自立自強」を国家発展戦略の支えとする「イノベーションの推進」が掲げられた。数値目標として「研究開発支出の伸び率年平均+7%以上、研究開発支出の対GDP比が第13次五カ年計画の実績を上回る」が示された。研究開発支出は2016年以降、前年比2桁の伸びを示しており(図表1)、「年平均7%以上」という目標は決して高いとはいえない。また、研究開発支出の対GDP比は2020年に2.4%となっており、この数値を超えることが今後5年間の目標となるが、第13次五カ年計画期間中(2016～2020年)の目標を「2.5%」に設定したものの未達に終わったことを考えれば、現実的な目標といえそうだ。李克強首相が「研究開発支出の対GDP比は依然として高くはない」とあわせて言及した通り、韓国(2018年:4.5%)や日本(同3.3%)、ドイツ(同3.1%)、米国(同2.8%)と比較して低い水準にあるこ

とを踏まえれば、無秩序な拡大を抑制した上で、質・効率を重視した発展を推進し、先進国との差を着実に縮小する姿勢を示したといえる。

イノベーションの推進において、特に重点が置かれているのが基礎研究だ。計画では、研究開発支出に占める基礎研究の割合を「8%以上」まで引き上げる目標を掲げている。2020年実績が6.2%であったことを踏まえれば、比較的高めの目標設定であり、その重要度がうかがえる。基礎研究については、全人代閉幕後の記者会見においても、李克強首相が研究開発支出における割合が先進国に比べて低いことを指摘し(図表2)、「科学技術のイノベーション力を高めるためには、基礎研究と応用基礎研究という基礎を堅固にしなければならない」と示していた。計画では、「基礎研究10年行動プラン」の策定、基礎研究に対する財政投入の強化のほか、基礎研究の人材育成の強化を目指す方針等が示された。科学技術分野を中心に米国との対立が長期化する見通しのなか、基礎研究を中心にイノベーションの向上を図る自立戦略が奏功するのか、その動向は今後の中国経済や米中関係を左右するだけに注視が必要だ。◀

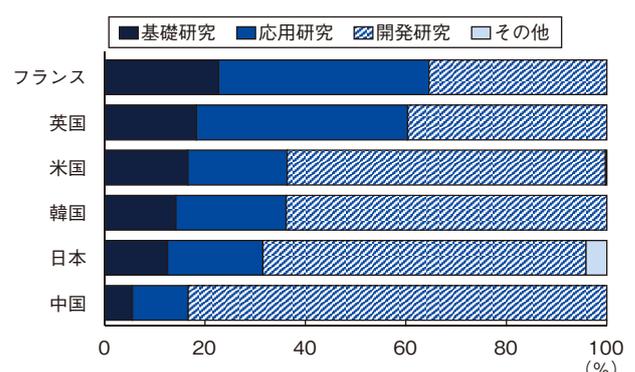
みずほ総合研究所 アジア調査部中国室
主任研究員 佐藤直昭
naoaki.sato@mizuho-ri.co.jp

●図表1 研究開発支出の対GDP比、前年比



(注) 政府目標は、五カ年計画における目標値。
(資料) 国家統計局、CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

●図表2 主要国の性格別研究開発費



(注) フランスは2017年、その他の国は2018年。
(資料) OECDより、みずほ総合研究所作成

シンガポールに挑戦の姿勢を学ぶ

世界で新型コロナウイルスが流行してはや一年が過ぎた。会議やセミナー、さらには飲み会まで「非対面型」という活動形態がすっかり市民権を得た。筆者も画面越しのコミュニケーションに慣れつつあるが、相手の表情の機微が読めなかったり、タイミングが合わず会話が途切れたり、しばしば煩わしさを覚える。デジタル技術は様々な新しい価値を生み出したが、解決できない問題もあることを思い知らされる。

そうした中、シンガポールの玄関口・チャンギ国際空港近郊に今年2月、コロナ時代の「対面型」コミュニケーションを提供するビジネスホテルが開業した。施設内の会議室はガラス板で完全分離され、空調システムもそれぞれの空間で独立している。感染リスクを抑えつつ、顔を突き合わせたやり取りができるというわけだ。アジアのビジネスハブならではの、

ありそうでなかった大胆な試みだ。

この例で強調したいのは、シンガポールのチャレンジ精神だ。「世界競争力ランキング」(2020年)で総合1位、政府効率性5位、ビジネス効率性6位に選出された同国の強みは、国が先陣を切って新規事業を創出する姿勢だ。政府が起業家を後押しする制度も整い、「ビジネスしやすさ指数」(同上)では2位に位置する。結局のところ、時代が求める事業を生み出すのは挑戦の姿勢とそれを育む国の制度であり、デジタル技術の活用は手段にすぎない。我が国も東南アジアのトップランナーから学ぶところが多いのではないだろうか。◀

みずほ総合研究所 アジア調査部
エコノミスト 越山祐資
yusuke.koshiyama@mizuho-ri.co.jp

🔑 今月のキーワード

Q: ブレンドファイナンスとは何ですか。

A: ブレンドファイナンスとは、公的資金に民間資金などを組み合わせて(ブレンド)、調達する手法です。発展途上国におけるインフラ整備など、主に社会的課題の解決を目指すプロジェクトに活用され、持続可能な開発目標(SDGs)の推進を支援する役割を担っています。

Q: なぜ民間資金を組み合わせる必要があるのですか。

A: 社会的課題の解決に向けた取り組みには、公的資金の活用が想像されるかもしれませんが、民間の資金を組み合わせること

ブレンドファイナンス

で、借り手は投資規模の拡大や償還期間の長期化といったメリットが期待できます。また、民間の投資家としても利点があります。例えば、公的資金の投入による投資リスクの軽減や新たな投資機会の拡大が挙げられます。

一方、公的資金による調達と比較すると、プロジェクトの採算性など営利的な側面が重視されることから、活用できないケースもあります。

Q: 気候変動への取り組みをはじめ、社会的課題の解決に向けた機運が高まるなか、今後、注目が集まりそうですね。

A: 国際的な統計によれば、世界の

ブレンドファイナンス市場は、過去10年でおおよそ2.5倍に拡大し、調達総額は、1,440億ドルに達しました(2020年9月時点)。気候変動対策のほかに、公共インフラをはじめとする産業基盤の整備、貧困対策や格差の是正が活用目的の上位を占めます。

SDGsの達成には、各国が拠出する公的な資金のみでは不足することが国連貿易開発会議(UNCTAD)により指摘されており、ブレンドファイナンスの重要性が一層高まっていきそうです。▶

みずほ総合研究所 アジア調査部
主任研究員 伊藤秀樹
hideki.ito@mizuho-ri.co.jp

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。