

## 第 部

### 海外経済の動向・政策分析

## 第 1 章

拡大した経常収支不均衡と企業部門の貯蓄超過

## 1. 世界の経常収支不均衡拡大の現状:米国の赤字拡大と、黒字国の拡大

- 世界の経常収支不均衡は拡大している。アメリカの経常収支は1970年代半ば以降赤字基調となり、05年1～6月期にはGDP比6.4%となっている。80～90年代前半までは、アメリカの赤字は現在ほどの規模ではなく、また、途上国は一般に赤字であった。2000年代以降は、アメリカの赤字を先進国だけでなく産油国やアジア諸国の対外余剰によってファイナンスするという新しい資金の流れとなり、不均衡の規模や範囲が世界に拡大している。
- アメリカでは90年代末以降投資率が横ばい傾向になる一方で貯蓄率が大幅に低下し、投資超過が拡大している。一方、ドイツではITバブル崩壊後、アジア諸国ではアジア危機後投資率が低下した国が多かったことが、貯蓄超過の要因となっている。中国では高い家計貯蓄率を背景に、90年代以降投資率を貯蓄率が上回る状況が続いている。産油国が黒字になった背景としては、原油価格上昇の影響があると考えられる。

## 2. 貯蓄・投資バランス：黒字化傾向がみられる企業部門と、国により異なる家計部門

- 各国の貯蓄・投資バランスを制度部門別に90年代前半と比較すると、アメリカの経常収支赤字の背景には、家計部門及び政府部門の赤字が拡大していることがある。ドイツでは、政府部門の赤字が安定的に推移する中で、家計部門の貯蓄超過は将来不安等により増加している。日本では、家計部門は貯蓄超過だが超過幅は縮小しており、政府部門は赤字が続いている。英国、中国、韓国では、政府部門の動きは安定しているが、英国、韓国では家計部門の貯蓄が縮小、英国では赤字となっている。
- 企業部門は、アメリカ、ドイツ等でITバブル崩壊後投資超過が縮小し、最近では貯蓄超過となっている。韓国、タイでは、アジア危機後投資が抑制され、企業部門の投資超過が縮小し、タイでは貯蓄超過となっている。一方、中国では、投資超過が02年以降再び拡大している。

## 3. 企業部門の貯蓄超過の現状：ITバブル崩壊後の各国のバランスシート調整の動き

- ITバブル崩壊後、アメリカでは、企業の資金調達が急速に減少し投資も縮小した。その結果、バランスシート調整は短期で終了し、投資も03年以降持ち直している。一方、ドイツをはじめとする欧州では、ITバブル崩壊後も借り入れによる調達が続く、調整が遅れたこともあり、収益が回復した後も投資の伸びは総じて弱い。アジアでは、97年の通貨危機後投資は大きく減少し、その後増加に転じているものの、危機以前と比較すると抑制傾向にある。
- 企業部門の資金余剰の持続性については、アメリカでは資本ストック調整もほぼ終了しており、企業の資金余剰は早期に縮小していく可能性が高いと考えられる。一方、欧州では当面貯蓄超過の状態が継続する可能性もある。アジアでは、中国に代表されるように投資意欲は引き続き強く、企業収益の向上と共に投資が活発化することが期待される。
- ITバブル崩壊後の各国の政策対応が同一ではないこと、欧州では99～2000年にかけて情報通信分野で巨額の投資が行われたことなどに留意する必要があるものの、アメリカではキャッシュフローを重視した経営を行っていたこと、資金調達が直接金融中心のためバランスシートに調整圧力が働きやすいことなどから、ITバブルというリスクに対して早期に対応することが可能になったと考えられる。付加価値重視という時代の要求、技術革新の速度の上昇、グローバル化などの要因によって、企業が直面するリスクはより多様化しており、柔軟に対応できる企業経営が求められている。また、マクロ経済にとっても、企業のリスクへの対応が重要な意味を持つようになってきている。

## 第I部 海外経済の動向・政策分析

### 第1章 拡大した経常収支不均衡と企業部門の貯蓄超過

世界経済は2003年後半から着実に回復を続けているものの、世界の経常収支不均衡は拡大している。今回の経常収支不均衡には、(1)アメリカの経常赤字がかつてない水準に達しており、赤字国としてアメリカが大きな比率を占めていること、(2)それを先進国に加え、産油国及び中国やNIEs等アジア諸国がファイナンスしている(貯蓄超過国が増加、拡大している)こと、(3)制度部門別にみると投資低迷による企業部門の赤字縮小・黒字化が目立っていること、といった特徴がある。世界的な経常収支不均衡拡大については、その要因として、途上国が投資超過国から貯蓄超過国に転じたことを重視し、これを「世界的貯蓄余剰 (Global saving glut<sup>1</sup>)」と呼び、世界的な長期金利低迷の一因とする指摘もある。

本章では、まず、第1節で世界的な不均衡拡大の現状を概観する。第2節で、部門別貯蓄・投資バランスの動向をみる。そして、第3節で企業部門について取り上げ、その特徴をみるとともに、一部の国でみられる企業部門における資金余剰ないし投資超過縮小の要因、現在みられる傾向の今後の持続性等について考察する。

#### 第1節 世界の経常収支不均衡拡大の現状

##### 1. 世界における経常収支不均衡の拡大

###### (1) 現状

---

<sup>1</sup> Bernanke (2005)

## 先進国の現状-アメリカの経常収支赤字の拡大

世界の経常収支不均衡は拡大している。世界の経常収支をドルベースで見ると、アメリカは、70年代半ば頃まで経常収支は黒字となり、資本供給国であった。しかし、その後は貯蓄率低下等により経常収支は赤字基調となり、90年代以降赤字幅は拡大し、2004年にはGDP比5.7%、05年1～6月期には7,880億ドル(年換算) GDP比6.4%と高い水準となっている(第1-1-1表)。05年9月に公表されたIMFの世界経済見通し(World Economic Outlook)では、05年のアメリカの経常収支赤字は、GDP比6.1%と予測されている。

第1-1-1表 世界の経常収支

(10億ドル)

	81～90年平均	91～95年平均	96～2000年平均	01年	02年	03年	04年	05年 (1～6月期)
アメリカ	-85.9	-73.5	-239.2	-389.5	-475.2	-519.7	-668.1	-394.3
ユーロ圏	16.5	-12.6	44.8	7.0	48.5	26.7	46.7	-10.0
ドイツ	26.4	-25.2	-18.7	3.0	45.5	51.1	103.8	61.9
フランス	-4.4	5.0	31.8	21.5	14.5	7.9	-8.4	-15.4
英国	-12.3	-16.9	-19.5	-31.9	-24.8	-27.4	-42.1	-27.7
日本	47.6	110.9	103.1	87.8	112.6	136.2	172.1	88.1
中国	-0.0	3.4	21.9	17.4	35.4	45.9	68.7	
アジアNIEs	14.3	12.0	33.3	50.6	59.3	84.4	90.2	
ASEAN4か国	-6.8	-18.7	10.5	21.7	27.2	30.9	27.6	
その他アジア	-7.8	-6.2	-7.6	4.5	12.3	11.4	0.7	
ロシア	-	2.8	14.1	33.4	30.9	35.4	59.9	
ラテンアメリカ	-14.1	-37.7	-59.6	-53.2	-15.3	7.0	19.1	
中東	6.5	-23.6	15.1	37.5	28.9	57.3	102.8	
サウジアラビア	-4.3	-15.9	0.3	9.4	11.9	28.1	51.6	
世界全体	-79.7	-87.1	-92.2	-168.8	-138.1	-75.5	-87.7	
先進国	-40.5	8.1	-49.9	-210.8	-222.5	-219.6	-314.0	
新興国・途上国	-39.2	-95.2	-42.4	42.0	84.4	144.0	226.3	

(備考) 1. IMF“World Economic Outlook Database”より作成。  
 2. アジアNIEsは、韓国、香港、台湾、シンガポール。  
 3. ASEAN4か国は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。

一方、ドイツ及び日本では、経常収支は黒字となっており、2000年以降赤字幅が拡大している。ドイツでは、90年代は経常収支の赤字基調が続いたものの、01年以降再び黒字が続いている。日本は60年代後半以降、2回の石油

危機を除き黒字基調となっていたが、2000年以降黒字幅は拡大し、04年には経常黒字は1,720億ドル（GDP比3.7%）となり、世界最大の経常収支黒字国である。しかし、日本とドイツの黒字を合計しても、04年のアメリカの経常収支赤字の約4割に過ぎない。

### **黒字拡大基調が続く中国、NIEs、その他アジア**

世界の経常収支をみる上で最近の着目すべき変化として、中国及びNIEs等アジア諸国における経常収支の黒字拡大がある。NIEsの経常収支は90年代前半には好調な投資を背景に若干の黒字にとどまっていたが、97年にアジア金融危機が起こった後大幅黒字へと転じた。中国においても、90年代以降黒字となる年が多くなっている。中国では2000年以降黒字幅が拡大し、04年には日本、ドイツに次いで世界第3位の687億ドル（GDP比4.2%）の黒字を計上し、アメリカの経常赤字の約1割の規模を占めるに至っている。

### **産油国、ロシア、ラテンアメリカ等**

中近東を中心とする産油途上国は、70～80年代にかけて経常収支黒字であったが、90年代には原油価格低迷もあり赤字基調となっていた。しかし、2000年以降、原油価格上昇等を背景に産油途上国が黒字になるとともに、産油国であるロシアが黒字幅を拡大させている。

ラテンアメリカでは赤字が縮小し、03年以降黒字に転じている。

### **（2）80～90年代前半までとの比較**

80～90年代前半までは、アメリカは経常収支赤字ではあったが、現在ほどの規模ではなく、名目GDP比で1.5%程度であり、赤字がピークとなり対日貿易摩擦が問題化していた87年でも同3.4%にとどまっていた。当時は、一般に途上国は経常収支赤字であり、先進国の赤字は主として先進国の黒字でファイナンスしていた。

しかし、アジア危機を経て2000年代以降は、アメリカの赤字を日本、ユーロ圏（主にドイツ）等の先進国だけでなく、産油国及び東アジア諸国の対外余剰によってファイナンスするというように、不均衡の規模だけでなく、その範囲が世界に拡大しており、世界の資金の流れが新しい構図となっているといえる。経常収支不均衡は、国際資本がそれをファイナンスできる限り持

続可能であるが、アメリカの経常収支赤字がかつてない高水準となる中で、その持続可能性をめぐる議論が盛んとなっている<sup>2</sup>。

## 2. アメリカにおける貯蓄率低下と、その他諸国における投資率の低下

### 先進国 - アメリカは貯蓄率が低下

経常収支不均衡拡大の背景として、投資率、貯蓄率（投資及び貯蓄の名目GDP比）を各国別にみると、アメリカでは、90年代に投資率、貯蓄率ともに上昇していたが、90年代末以降、投資率が横ばい傾向になる一方で、貯蓄率が大幅に低下し、04年には、投資率が19.6%、貯蓄率が13.4%となり、投資超過が拡大している（第1-1-2図）。

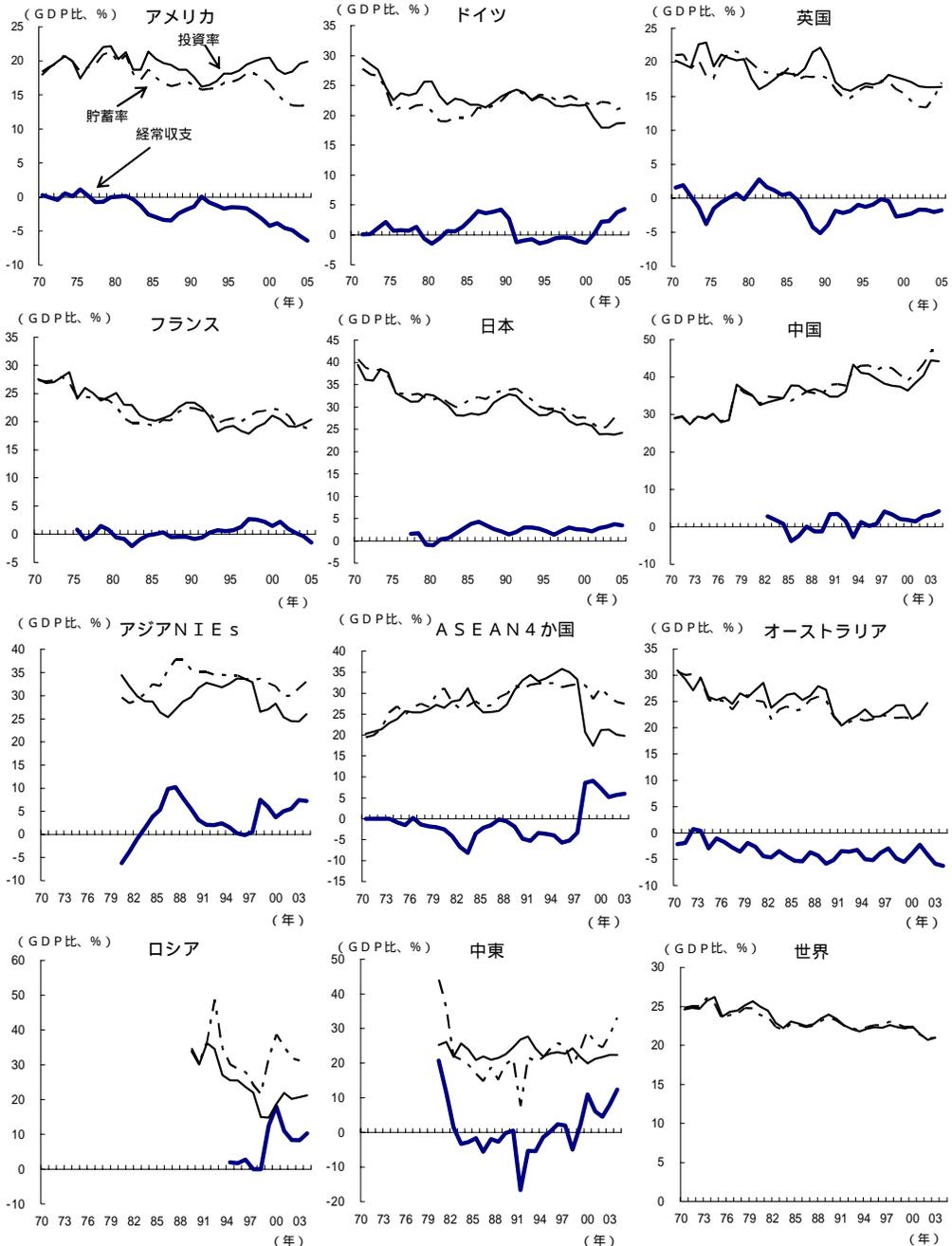
ドイツは、90年代以降投資率が緩やかに低下する中で、貯蓄率は投資率を若干上回っていた。2000年以降投資率の低下幅が大きくなり、貯蓄超過が拡大している。英国及びフランスでは、90年代以降投資率が横ばい傾向となっている中、英国では90年代末以降、フランスでは2000年以降貯蓄率が低下している。

日本は、他の先進国と比べ投資率、貯蓄率ともに高い水準にあったが、90年代以降、投資率、貯蓄率ともに低下した。貯蓄超過幅は、他の先進国と比べ安定した動きとなっている。

---

<sup>2</sup> 経常収支不均衡の持続性については、例えば、Obstfeld and Rogoff (2005, 2004)、Roubini and Setser (2004)、Blanchard et al. (2005)、オブストフェルド(2005)らは、何らかの調整なしでは維持可能でないと主張している。一方で、Dooley et al.(2004)は、中国等アジア諸国が自国通貨の増価を回避するため為替介入を行うという行動が続く限り、今のような状況が続く、と主張した。03年にはアメリカは国際市場における信用度も高く、アメリカの経常収支不均衡は維持可能としていたグリーンズパンFRB議長も、05年2月には、「アメリカの経常収支赤字が永遠に拡大を続けることはできない」とコメントしている(Greenspan(2004, 2005))。

## 第1-1-2図 主要国の貯蓄・投資バランス



(備考) 1. IMF“World Economic Outlook Database”、ADB“Key Indicators”、世界銀行“World Development Indicators”により作成。

2. 05年の数値はアメリカ、ドイツ、フランス、日本は1～6月期、英国は1～3月期。

## **途上国 - アジアではアジア危機後投資率が低下、産油国では貯蓄率上昇**

中国は、80年代以降、投資率、貯蓄率ともに上昇している。中国では計画経済時代にいわゆる「強蓄積」の下、高い貯蓄率が高い投資率へと振り向けられたが、その後の改革・解放後もその傾向は続いている。投資率は04年には45.2%に達し、90年代以降は投資率を貯蓄率が上回る状況が続いている。

アジア主要国でも、中国と同様高い投資率により成長を続けていた。しかし、97年のアジア危機の影響を受けたアジア諸国（韓国、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア）では、90年代以降上昇基調にあった投資率は、危機後低下が顕著になっており、その後どの国も97年の水準に戻っていない。貯蓄率は、国により動きに相違があるものの、全体的な傾向としては若干低下し、投資率よりは小幅な低下か横ばい傾向にとどまった。その結果、危機後はすべての国で貯蓄超過に転じており、その後も貯蓄超過が持続している。

中東・アフリカ圏では、投資率が横ばい傾向となる中で、貯蓄率が上昇している。この要因として、サウジアラビアのように原油価格の高騰により産油国で貯蓄率を高めていることが挙げられる。

## **第2節 制度部門別にみた貯蓄・投資バランスの変化**

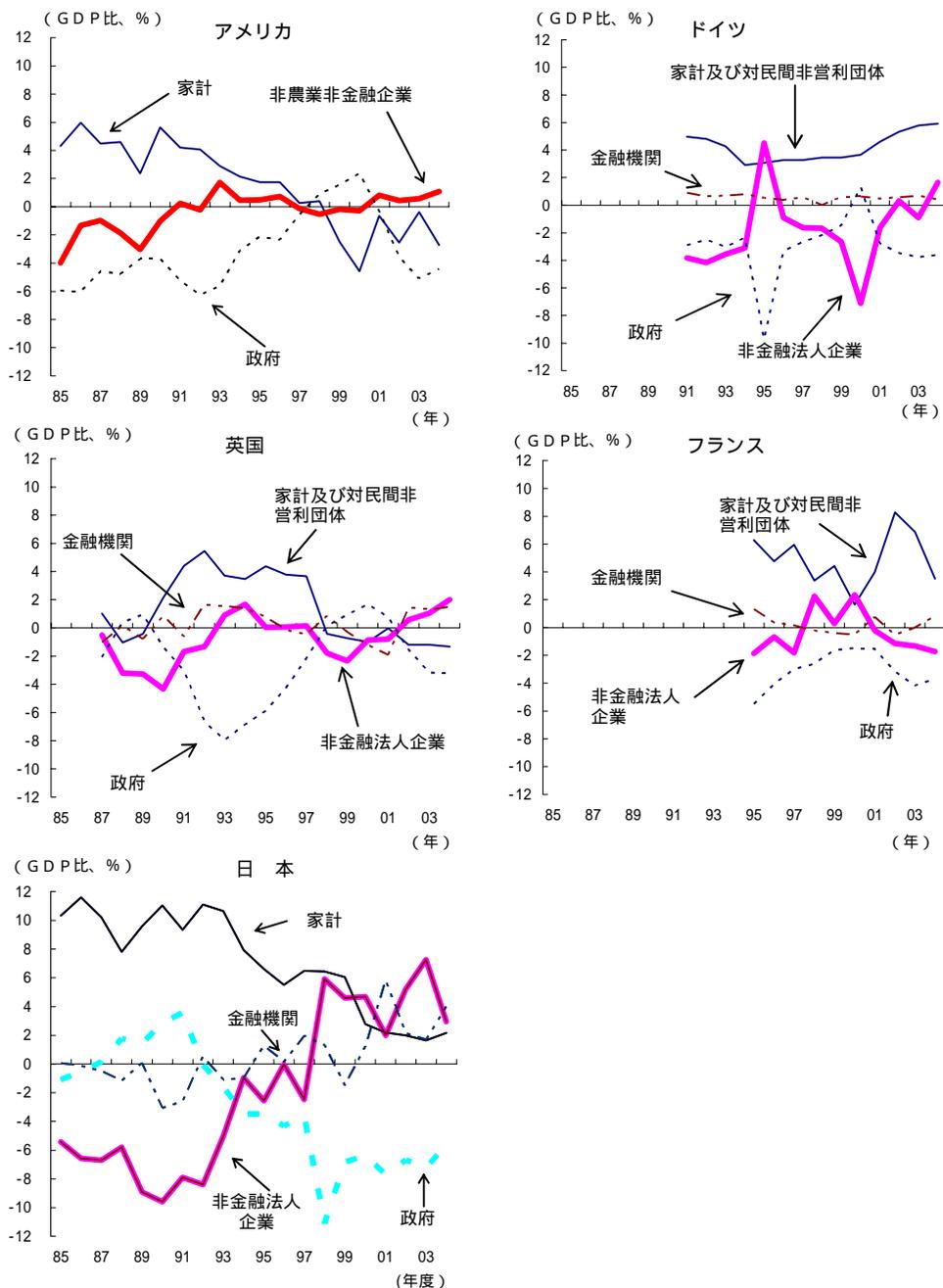
本節では、得られるデータに基づき、制度部門別貯蓄・投資バランスの各国・地域別の動向をみる。

### **1. 先進国の現状**

#### **アメリカにおける財政部門及び家計部門の赤字拡大**

アメリカの経常収支赤字の背景には、政府部門の赤字があるとよく指摘される（アメリカの双子の赤字の問題）。1990年代半ば以降の経常収支赤字拡大過程をみると、家計部門の貯蓄超過が縮小し、99年以降は赤字に転ずる一方で、01年以降は、90年代に均衡化し98年以降は黒字化していた財政収支が再び赤字に転じたことがある（第1-2-1(1)図）。家計部門が赤字化した背景には住宅価格上昇による消費への資産効果が考えられ、この点については、第2章で考察する。

第1-2-1(1)図 主要国の部門別資金過不足



(備考) アメリカ：F R B “Flow of Funds”より作成。  
 ドイツ：ドイツ連邦銀行“Financial Accounts for Germany”より作成。  
 英国：英国統計局“United Kingdom National Accounts-The Blue Book”より作成。  
 フランス：フランス銀行“Provisional Annual Financial Accounts Simplified Version Year”より作成。  
 日本：日本銀行「資金循環」より作成。

企業部門をみると、91年以降貯蓄・投資バランスの変動幅が小さくなる傾向があるが、97年以降しばらく投資超過が続いた後、01年以降貯蓄超過となっている。

### **ドイツ、英国、フランス、日本**

ドイツでは、家計部門が安定して貯蓄超過となっており、2000年以降、失業率の高止まりや年金制度改革に対する将来不安等から、超過幅が増加している。2000年以降は、家計部門のみならず企業（非金融法人）部門でも貯蓄超過が続く一方で、財政赤字はGDP比3%を上回り、EU加盟国における財政規律（「安定成長協定」：財政赤字GDP比を3%以下にとどめる）は達成できていないものの、安定的に推移している<sup>3</sup>。

英国では、98年以降政府部門が貯蓄超過となる一方で、家計部門が投資超過となった。政府部門は02年以降、景気が減速する中で再び投資超過となり、その後も社会保障関連支出の増大等から赤字が拡大している。非金融法人企業部門は02年以降貯蓄超過となっている。

フランスでは、政府部門は赤字が続く一方で、家計部門は貯蓄超過が続き、非金融法人企業部門は01年以降投資超過となっている。

日本では、家計部門は一貫して貯蓄超過となっているが、超過幅は90年代以降緩やかに縮小している。政府部門の赤字は90年代に拡大し、2000年以降は横ばい傾向にある。一方、非金融法人企業部門は98年度以降貯蓄超過となり、その後超過幅が拡大傾向にある。

## **2. 中国及びNIEs等の現状**

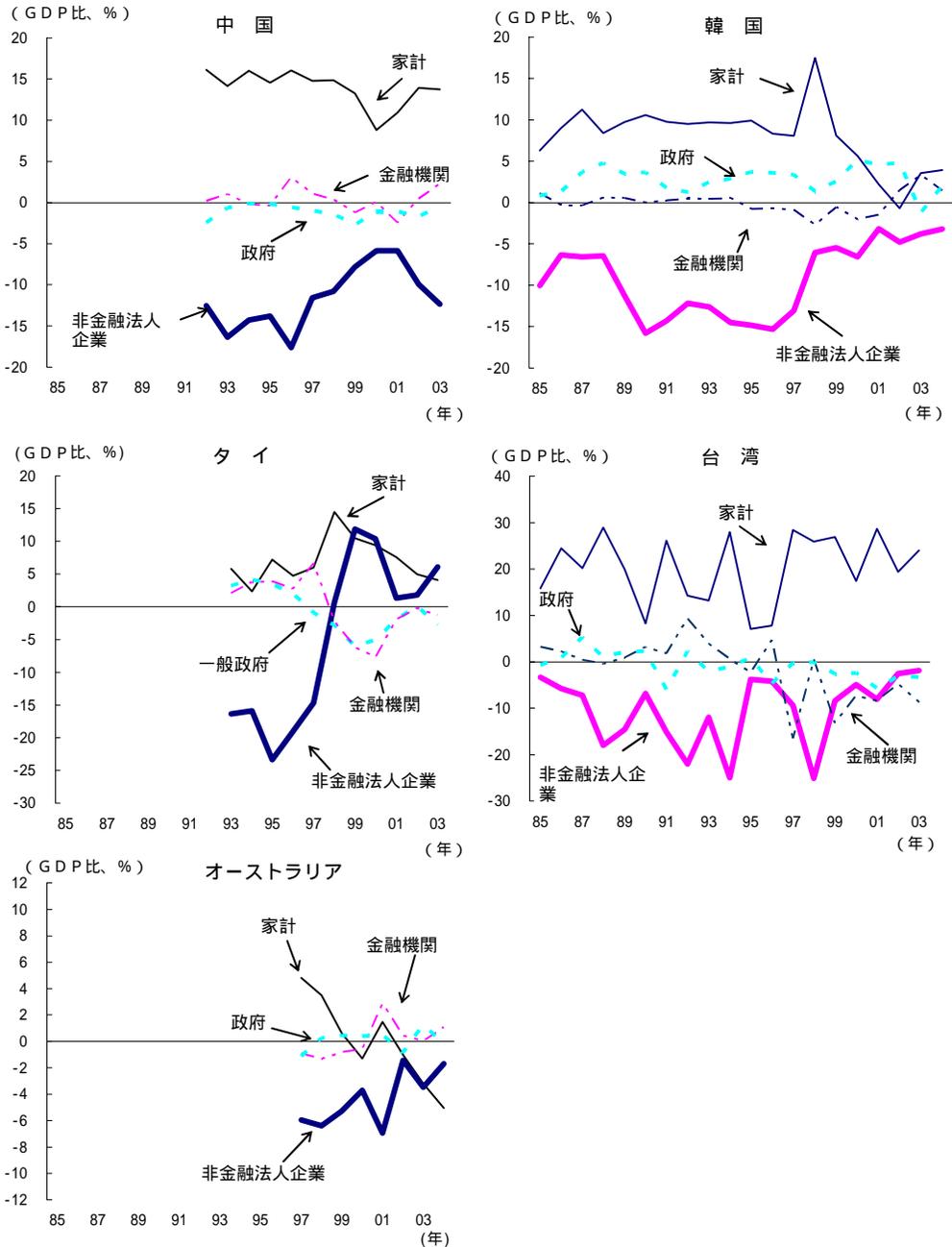
### **中国**

中国は、家計部門が安定した貯蓄超過主体となっている（第1-2-1(2)図）。非金融法人企業は投資超過が続いているが、家計部門の貯蓄が金融機関の仲介を通じて企業部門の高投資を賄うパターンとなっている。一方、政府部門は積極財政政策により98～99年にかけて悪化したものの、その後赤字は縮小

<sup>3</sup> 95年の大幅な赤字は、旧東ドイツ企業の民営化促進業務を担当した信託公社の持つ債務に関して、政府部門による償還引受けが含まれているため。2000年は、通貨統合のための財政規律強化の動きが継続していたことから一時的に黒字化した。翌01年には、景気減速や減税実施による税収不足から、再び赤字に転じた。

傾向にある。

第1-2-1(2)図 主要国の部門別資金過不足



(備考) 中国：中国人民銀行“*The People's Bank of CHINA Quateily Statistical Bulletin*”より作成。  
 韓国：韓国銀行“*Flow of Funds*”より作成。  
 タイ：国家経済社会開発庁（*NE S D B*）“*Flow-of-Funds Accounts of Thailand*”より作成。  
 台湾：台湾中央銀行“*Flow of funds*”より作成。  
 オーストラリア：統計局“*Flow of Funds Matrix*”より作成。

## **NIEs、タイ及びオーストラリア**

アジア危機の影響を受けたアジア諸国のうち、韓国、タイについてみると、韓国では90年代以降家計部門と政府部門が貯蓄超過となり、企業部門が投資超過となっていた。しかし、97年の危機により投資が抑制されたため、企業部門の投資超過は大幅に縮小している。一方で、家計の貯蓄超過も大幅に縮小している。政府部門は、97年の危機後、景気回復のための支出が増加したことにより、赤字が続いていたが、その後景気回復による税収の伸びにより赤字幅は縮小している。

タイは、やはり家計部門が貯蓄超過であったが、危機後は政府部門が赤字となる一方で、家計部門の貯蓄超過が拡大し、非金融法人企業部門も貯蓄超過に転じた。その後、政府部門の赤字が縮小するとともに、企業部門及び家計部門の貯蓄超過も縮小する傾向にある。

台湾は、家計部門は大幅な貯蓄超過を維持している。政府部門は90年代末以降赤字が続いているが、緊縮的な財政運営により支出は削減され、赤字幅は02年以降縮小している。企業部門は投資超過となっている。

オーストラリアは、97年以降についてみると、家計部門が2000年以降赤字傾向となる一方で、企業部門の投資超過が縮小している。

### 3. 90年代前半との比較

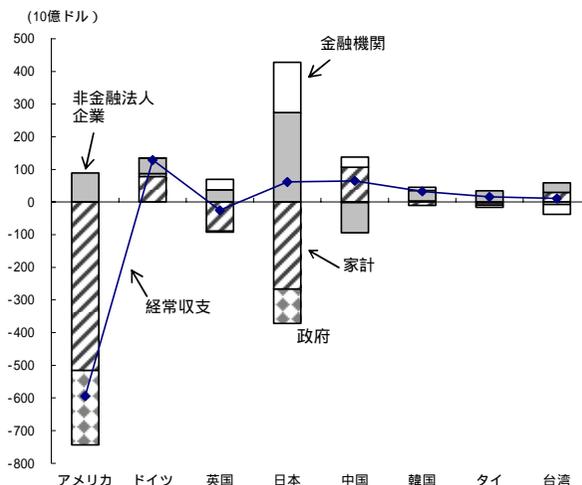
#### **日米で顕著な家計部門の黒字縮小、政府部門の赤字拡大**

制度部門別にみた貯蓄・投資バランスの状況を、各国比較及び世界的不均衡の観点からみるためドル換算し、アジア危機の発生する以前の90年代前半平均値から04年への変化をデータの得られる主要国についてみると（第1-2-2図）、アメリカの経常収支赤字の背景には、家計部門と政府部門の赤字拡大が存在し、特に家計部門の赤字が大きく寄与している。日本も家計部門の黒字縮小が一番大きく、次いで政府部門の赤字拡大がある一方で、非金融法人企業及び金融部門では貯蓄超過方向に寄与している。

その他のドイツ、英国、中国、韓国については、政府部門の動きは赤字、黒字の相違はあるものの、変化は小さく、安定した動きとなっている。

第1-2-2図 主要国の部門別貯蓄・投資バランスの変化

(91～95年平均 04年)



(備考) アメリカ：F R B “Flow of Funds”より作成。  
 ドイツ：ドイツ連邦銀行 “Financial Accounts for Germany”より作成。  
 英国：英国統計局 “United Kingdom National Accounts-The Blue Book”より作成。  
 日本：日本銀行 「資金循環」より作成。  
 中国：中国人民銀行 “The People’s Bank of China Quateily Statistical Bulletin”より作成。  
 韓国：韓国銀行 “Flow of Funds”より作成。  
 タイ：国家経済社会開発庁 ( N E S D B ) “Flow-of-Funds Accounts of Thailand”より作成。  
 中国は92～95年平均から03年、タイは93～95年平均から03年、台湾は91～95年平均から03年への変化。

### 貯蓄超過傾向がみられる企業部門、国により異なる家計部門

企業部門は中国を除き、04年は90年代と比べ貯蓄・投資バランスが貯蓄超過の傾向にある。既にみたように、ドイツ、英国、タイでは企業部門が貯蓄超過となっており、韓国、台湾でも投資抑制により投資超過が縮小傾向にある。日本ではバブル崩壊後企業部門の投資超過が縮小し、98年度以降貯蓄超過主体となり、超過幅は拡大している。

家計部門は国により異なるが、アメリカ及び日本の悪化が大きい一方で、中国では黒字の拡大がみられる。

## 第3節 企業部門の貯蓄超過（資金余剰）の現状とその要因

前節でみたように、近年みられる企業部門の特徴として、アメリカ、ドイツ、日本、タイ等の国々で、企業部門が貯蓄超過となっているほか、韓国、

オーストラリア等では投資超過が縮小している。

企業の設備投資額が内部留保等自己資金を超える場合、外部からの調達（金融機関からの借入れや株式・債券の発行等）により資金が賅われ、企業部門の貯蓄・投資バランスは投資超過（＝資金不足）となる。しかし、企業が外部から資金を調達せず内部資金の範囲内に投資をとどめ、投資よりも債務返済を優先したり、他の金融資産で運用すれば、企業は貯蓄超過（＝資金余剰）となる<sup>4</sup>。

本節では、各国の得られるデータを用いて、アメリカ、ドイツ等主要国において、企業部門が貯蓄超過の傾向にあることについての現状及びその背景を、先進国については主として2000年のITバブル崩壊以降、アジアについては97年のアジア危機後の状況に着目してみていく。

## 1. 企業の資金調達にみられる各国の特徴

### （1）先進国の現状

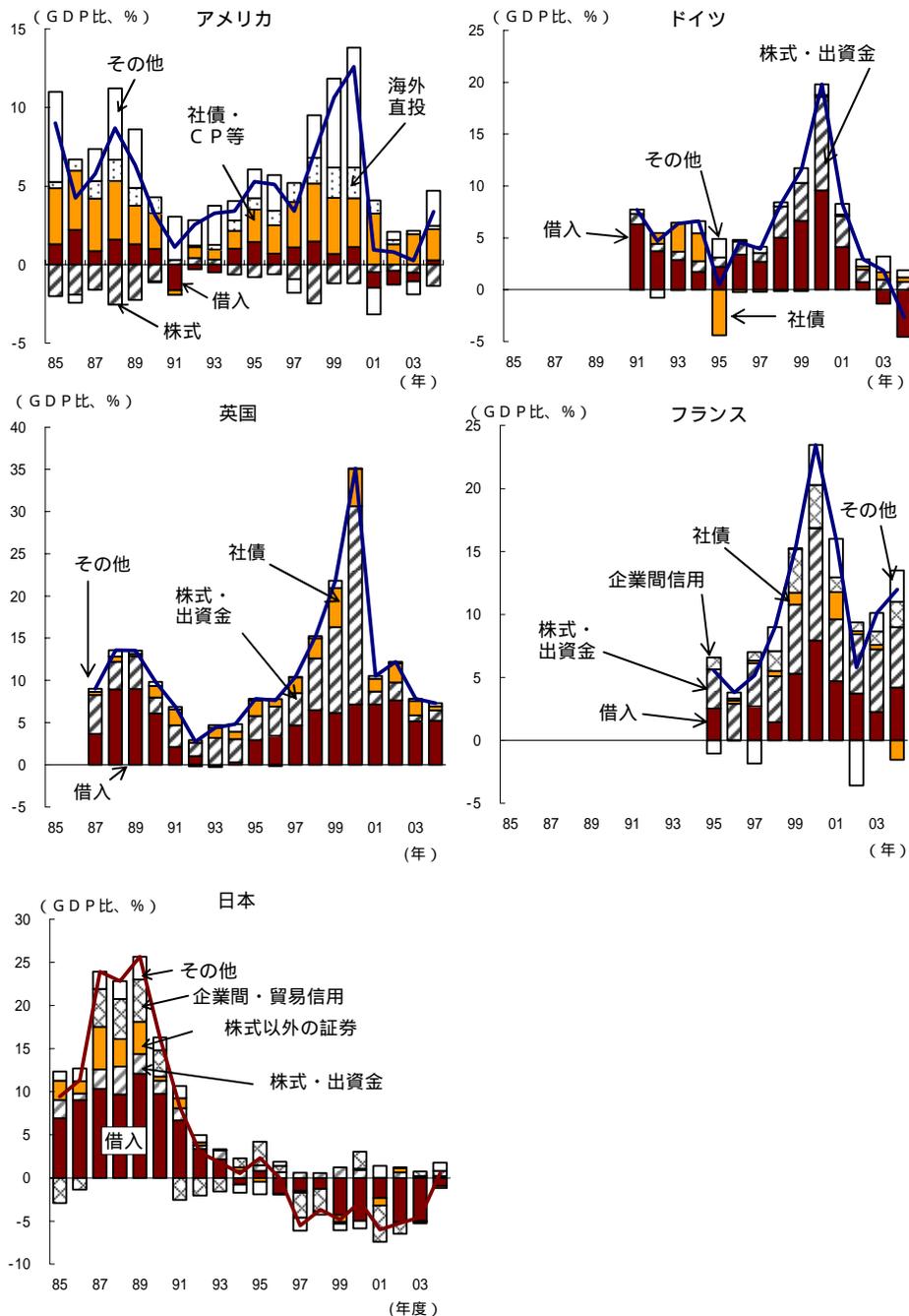
各国企業部門の資金調達の動向をみると、欧米主要国（ここでは、アメリカ、ドイツ、英国、フランス）では、90年代後半に投資が拡大する中で、外部からの資金調達が大幅に増加した（第1-3-1図）。2000年のITバブル崩壊後、調達は大幅に減少したが、その後の回復の動きには国により相違がみられ、アメリカでは調整が速く進んでいるのに比べ、ドイツでは遅れがみられる。日本では90年代初のバブル崩壊後、資金調達が抑制されている。

---

<sup>4</sup> 資金調達市場に情報の非対称性がないという完全な金融資本市場の存在を前提とする伝統的なモジリアーニ＝ミラー（MM）命題によれば、設備投資決定の問題と資金調達の問題は切り離され、いわゆる分離定理が成立する。しかし、情報の非対称性が存在する場合、法人税が存在する場合などは、MM命題は成立しなくなるが、このような場合、企業がどのように資金調達をすべきかの議論として、最適資本構成の理論がある。同理論には、様々な仮説（ベグging・オーダー仮説、ガバナンス構造仮説など）があるが、例えば、ベグging・オーダー仮説によれば、経営者は資金調達を、内部留保、負債、増資の順に優先づけする。その理由としては、(1)内部留保は経営者が最も自由に利用できるという点でエージェンシー・コストが最も低いこと、(2)新株発行や社債発行には、手数料等の直接的な発行費用が必要であること、(3)株式や社債を購入する投資家よりも貸出を行う銀行の方が、情報生産を通じて企業に関する情報に精通しているため、企業の投資プロジェクトをより正確に把握できるという、いわゆる投資家・銀行間における情報の非対称性の問題がある。

第1-3-1図 主要国の資金調達

- 先進国 -



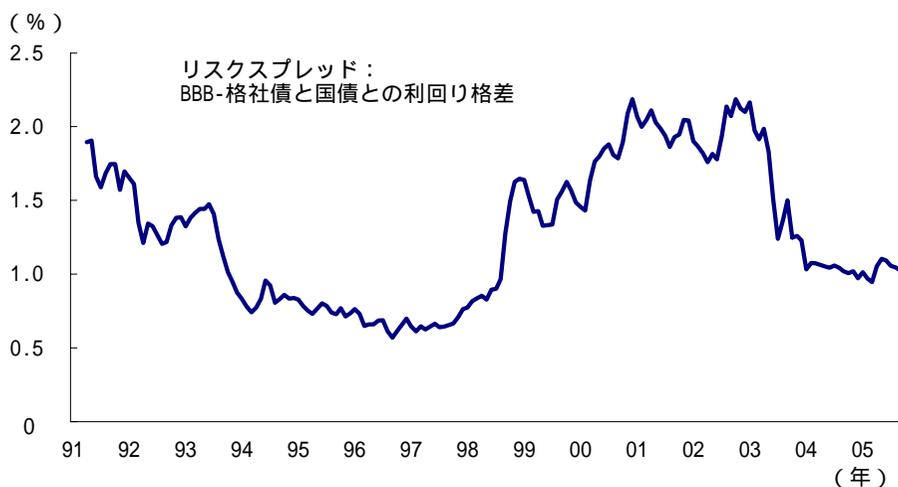
(備考) アメリカ：F R B「Flow of Funds」より作成。  
 ドイツ：ドイツ連邦銀行「Financial Accounts for Germany」より作成。  
 英国：英国統計局「United Kingdom National Accounts-The Blue Book」より作成。  
 フランス：フランス銀行「Provisional Annual Financial Accounts Simplified Version Year」より作成。  
 日本：日本銀行「資金循環」、内閣府「国民経済計算」より作成。

### 調整を早期に終えるアメリカ企業

アメリカは、もともと資金調達的手段として、社債等市場から直接資金を調達する直接金融の比率が高い国であるが、ITバブル崩壊後、01年には早くも借入れが返済超過となり、直接金融による調達も大幅に縮小した。その後、借入返済は03年まで続いたが、04年にはプラスとなり、社債による調達も03年には回復に転じ、資金調達は再び増加している。

社債による調達が早期に回復に転じた背景の1つとして、企業の財務状況の悪化により、2000～03年半ばにかけて債券のリスクスプレッドが拡大し、企業の社債調達額は一時的に減少したものの、その後の企業のバランスシート調整の進展に伴い03年半ば以降リスクスプレッドが急速に縮小したことが挙げられる（第1-3-2図）。すなわち、債券のリスクスプレッドの拡大が企業のバランスシート調整に対し圧力となる一方で、その後のスプレッドの縮小が、企業の低コストの資金調達を可能にし、アメリカ企業のさらなるバランスシートの改善を下支えしたと考えられる。また、借入れも、04年には調達がネットでプラスに転じた。

第1-3-2図 アメリカ社債市場のリスクスプレッド



（備考）1. Bloombergより作成。  
2. 残存5年の債券のデータに基づく。

### 借入返済が続くドイツ・日本企業

ドイツは、90年代後半にはアメリカと同様、資金調達の大幅な拡大がみられ、ITバブル崩壊後、調達は減少した。ただし、アメリカの借入れが01

年には返済超過となったのに対し、ドイツの借入れが返済超過となったのは03年であった。04年には借入返済がさらに拡大し、株式、社債による調達も低迷が続いたため資金調達全体でもマイナスとなっている。

また、ドイツはもともと間接金融の比率が高い国であったが、90年代後半以降に政府の金融市場振興策もあって株式等直接金融へのシフトがみられた。しかし、2000年以降は設備投資の資金需要が冷え込み、株式市場も低迷したことから、外部資金調達全体の水準が低下し、相対的に間接金融への回帰がみられている。

英国では、従来から金融市場が発達しており、企業の資金調達はアメリカと並び直接金融中心となっている。90年代後半には株式や借入れを中心に調達が大幅に増加した。2000年には大手通信企業がドイツの大手通信企業に対して史上最大規模の買収を行う<sup>5</sup>等、IT関連投資が膨んだことから、調達に顕著な増加がみられた。ITバブル崩壊後01年には、借入れには減少がみられなかった一方で、株式、社債による調達が株式を中心に大幅に減少した。その後、借入れも03年には減少したが、株式、社債と比べると安定した動きをしている。直接調達は依然低迷している。

フランスでは、01年以降は株式、借入れともに減少した。しかし、03年以降借入れを中心に増加に転じている。

日本は、90年代初以降資金調達は減少し、96年度以降借入れもネットで返済超過となり、98年度以降は資金調達全体の水準が低下していた。04年度は、資金調達全体としてはプラスとなったが、依然借入れは返済超過となっている。

## (2) アジア諸国の現状

本節では、アジア諸国としてデータの取れる国の中で、アジア危機の影響を受けた国として韓国及びタイ、アジア危機の影響は薄かったが、99年にバブルが崩壊し、その後の調整過程を経験した台湾、そして中国をみる。

アジア危機国ではアジア危機後、資金調達が抑制された。その後の調整過程には時間を要している。

---

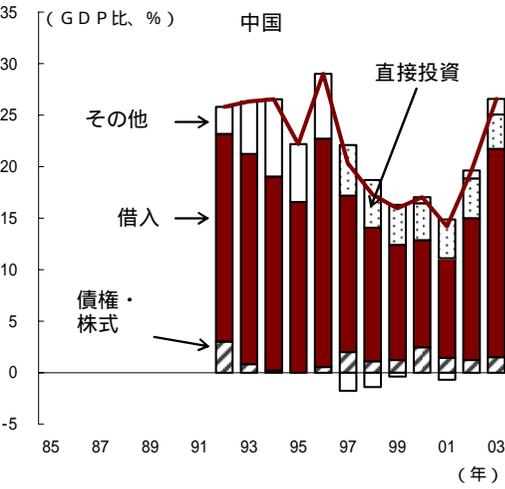
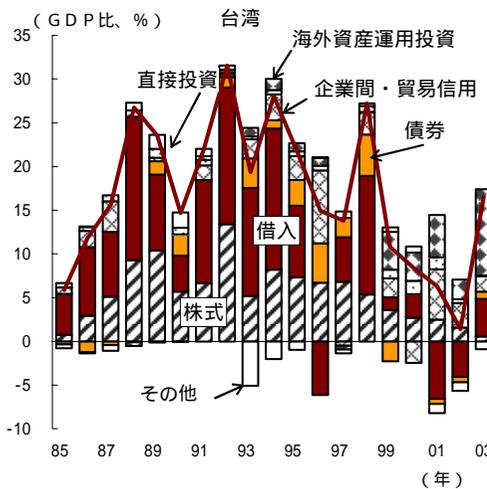
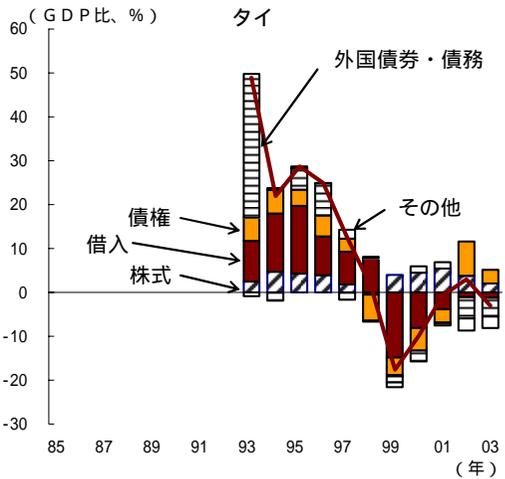
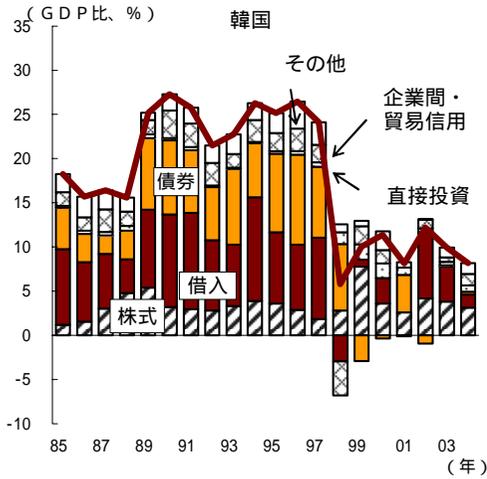
<sup>5</sup> 英国のボーダフォン社がドイツ通信業大手のマンネンスマン社に対して市場最大規模の買収を行った。

### **アジア危機後資金調達を抑制する韓国、タイ**

前節でみたように、韓国、タイは97年のアジア危機の影響を大きく受けた国である。韓国の資金調達をみると、特に90年代以降、社債発行・CP発行の条件が緩和される中で、財閥が過剰な投資を行ったため投資超過が拡大し、資金調達も借入れ及び社債を中心に高水準が続いた（第1-3-3図）。しかし、危機後の98年には借入れはマイナスに転じ、また、企業が自己資金を増やすために株式発行を増やすとともに、金融機関の貸出の萎縮を背景に社債による調達が増加した。その後、借入れも再び増加したが、調達額全体としては、危機以前の規模と比べ低い水準となっている。

タイでは、アジア危機後98年に債券がマイナスに転じ、99年以降は借入れも返済超過となり、調達全体でもマイナスとなった。タイでは、企業債務処理に必要な法制度整備が遅れており、98～99年に制度や法整備が行われたが、99年以降03年に至るも借入れマイナスが続くなど、企業のバランスシート調整が長引く傾向にある。ただし、99年以降、資金調達全体がマイナスとなる中で、株式はプラス基調を続け、02年には債券もプラスになるなど、直接金融による調達は相対的に堅調である。

第1-3-3図 主要国の資金調達  
- アジア -



(備考) 韓国：韓国銀行“Flow of Funds”より作成。  
 タイ：タイ経済社会開発庁“Flow-of-Funds Accounts of Thailand”より作成。  
 台湾：台湾中央銀行“Flow of funds”より作成。  
 中国：中国人民銀行“The people's Bank of China Quaterly Statistical Bulletin”より作成。

## **台湾、中国**

台湾はアジアにおいてアジア危機の影響が小さかった国であり、資金調達も03年以降回復の兆しがみられている。台湾は、海外の短期資金への依存が低かったため、97年のアジア危機の際には、株価下落等の影響はあったものの、他国のような危機的状況には至らなかった。資金調達をみると、韓国と同様直接金融（特に株式）からの調達も多くなっている。しかし、98年後半に一部の金融機関の経営が行き詰まり、アジア経済危機の波及により景気が後退したためバブルがはじけ、企業の破綻と金融機関の不良債権問題が生じた。このため、99年以降、債券及び株式が減少し、企業部門の投資超過も縮小に向かった。しかし、01、02年は企業の借入れが返済超過となったものの、比較的調整が速く進み、03年には借入れもネットでプラスに転じている。

中国は企業部門が外部資金に依存する比率が先進国と比べ高くなっているが、資金調達の状況をみると、家計部門の黒字が金融機関を通じて企業にファイナンスされており、調達全体に占める借入れの比率が高くなっている。02年以降資金不足がGDP比でも増加しているが、その多くは借入れに依存している。

## **2. 低下する負債残高GDP比**

90年代（先進国は主として90年代後半）に企業が外部資金により投資を拡大した結果、企業負債残高は増加した。しかし、ITバブル崩壊やアジア危機後、中国を除き、各国の企業部門では負債を圧縮する行動がみられている。

### **ITバブル崩壊後、欧米主要国の負債残高GDP比は低下**

欧米主要国の負債残高のGDP比は、90年代後半に大幅に増加した（第1-3-4図）。2000年のITバブル崩壊後は、01年をピークに減少に転じ、05年1～6月期には99年の水準まで戻っている。ドイツ、英国でも負債残高は減少している。

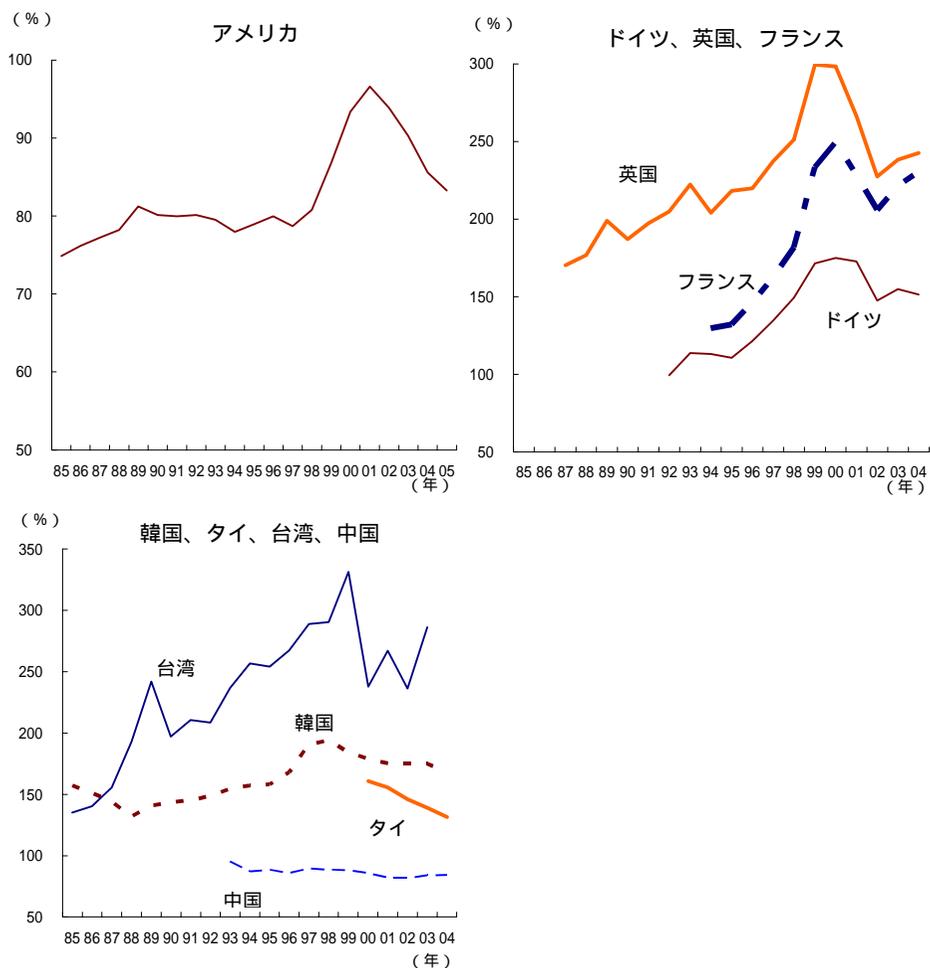
### **アジア危機国では、危機後負債残高GDP比が低下**

韓国の負債残高GDP比は、97年のアジア危機後98年にピークとなり、以後緩やかに減少している。タイは、2000年以降についてみると、やはり減少

している。

台湾は、99年をピークに減少傾向がみられていたが、03年には再び上昇した。中国では負債残高は増加しているものの、高い名目GDP成長率を反映して負債残高GDP比はむしろわずかながら低下がみられている。

第1-3-4図 企業負債残高GDP比



(備考) アメリカ：F R B “ Flow of Funds ” より作成。  
 ドイツ：ドイツ連邦銀行 “ Financial Accounts for Germany ” より作成。  
 英国：英国統計局 “ United Kingdom National Accounts-The Blue Book ” より作成。  
 フランス：フランス銀行 “ Provisional Annual Financial Accounts Simplified Version Year ”  
 より作成。  
 タイ：タイ証券取引所より作成。  
 台湾：台湾中央銀行より作成。  
 中国：CEICより作成。

### 3. 企業収益と設備投資

ITバブル崩壊後、欧米主要国では設備投資は減少した。その後、アメリカ以外の国では設備投資の低迷が続いている。また、最近のアメリカや英国では、投資家を重視し、キャッシュフローの範囲内で設備投資を行う傾向がみられている。以下では、データが得られる限り企業収益やキャッシュフローとの関係に着目しつつ、各国の設備投資の動向及びその背景をみる。

アメリカでは、ITバブル崩壊後の調整を終了し、設備投資が回復し、企業部門の貯蓄・投資がバランスしていく兆しもみられるのに対し、ヨーロッパやアジアでは調整が遅れ、弱い動きとなっている。

#### (1) 先進国の現状

##### **アメリカでは設備投資は持ち直すも、キャッシュフローの範囲内に**

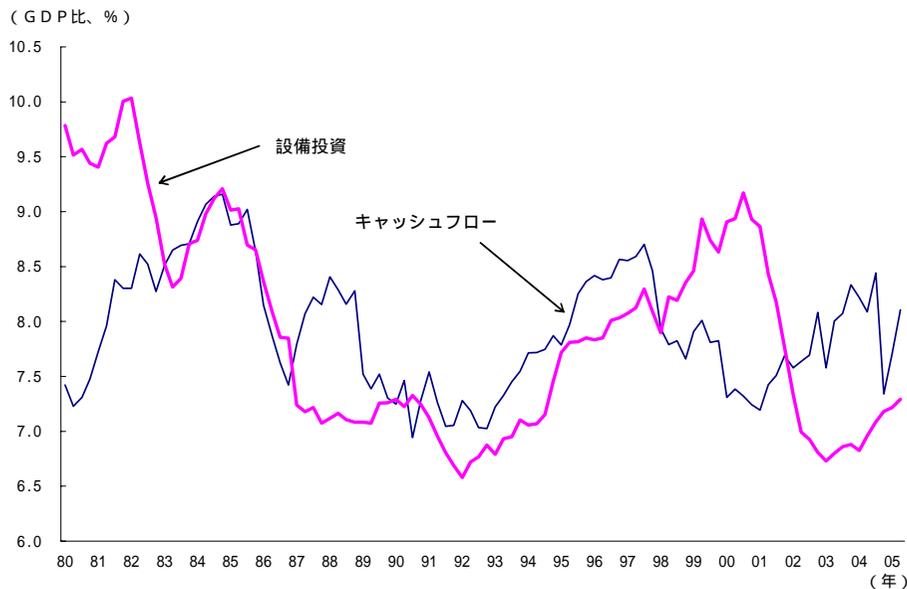
アメリカの企業部門は、既にみたように01年以降貯蓄超過（資金余剰）となっている。この背景をみるため、設備投資と、資金循環表から得られる企業のキャッシュフローの関係をみると、アメリカ企業は80年代半ば以降96年頃まで、キャッシュフローと設備投資の動きの相関が極めて高かったことが分かる（第1-3-5図）。また、設備投資はキャッシュフロー以下の水準となっており、これがアメリカの企業部門の貯蓄・投資バランスの変動幅が他国と比べ小さかった一因と考えられる。しかし、97年半ば以降、キャッシュフローが減少したにもかかわらず、IT関連投資を中心に設備投資が大幅に増加し、キャッシュフローを上回るようになり、企業部門は投資超過となった。

2000年3月に株価は下落に転じ、いわゆるITバブルの崩壊により、景気は減速した。長期にわたる設備投資主導の経済成長の反動により、ストック調整色の強い減速となり、設備投資も01年1～3月以降前期比減少に転じた。「過剰資本（capital overhang）」が懸念されるようになり<sup>6</sup>、ROAも大幅に低下し（第1-3-6図）、01年10月のいわゆる「エンロン事件」に象徴される、企業会計上の不正処理問題も表面化した。01年にはキャッシュフローが低迷する中で設備投資が大幅に減少したことにより、企業部門は貯蓄超過となった。

---

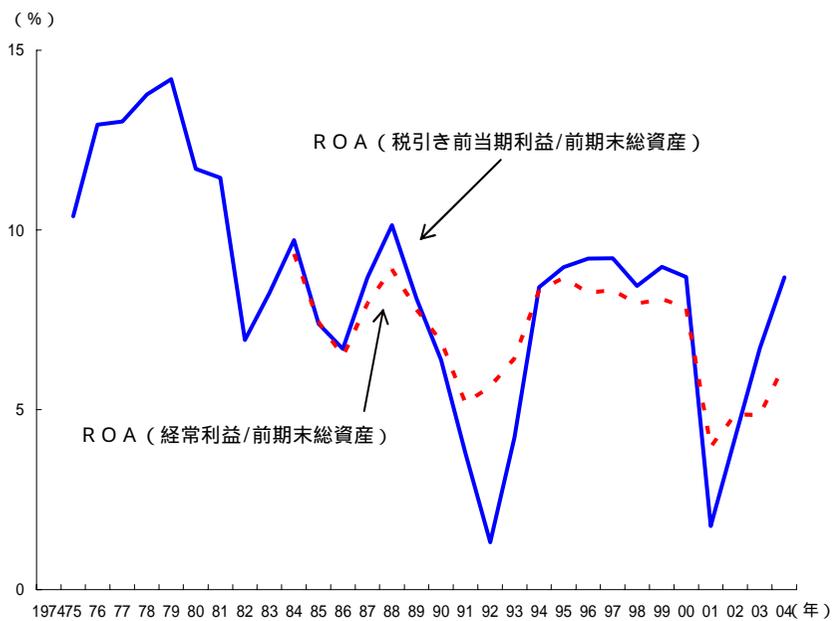
<sup>6</sup> Economic Report of the President (2004)

第1-3-5図 アメリカの設備投資とキャッシュフローの動き



(備考) 1. アメリカ商務省、FRBより作成。  
2. 05年は1～6月期の数値。

第1-3-6図 アメリカのROA



(備考) 94年までは日本銀行「国際比較統計」、95年以降はアメリカ商務省  
“Quarterly Financial Report”より作成。

その後、02～05年にかけて、金融緩和に加え、減価償却の加速度償却・特別償却を認めたこと、及びキャッシュフローの回復もあって、設備投資は02年半ばに底を打ち、03年から前年比プラスに転じた。05年に入り設備投資はキャッシュフローの水準に近づいており、企業の貯蓄・投資はバランスする方向に向かっている。

### **設備投資が相対的に低迷する英国、ドイツ**

ヨーロッパ各国の資金循環表では、残念ながらキャッシュフローのデータは公表されていない。そこで、まず英国について、英国統計局から公表されている資本収益率を用いて設備投資との関係を見る。英国でも、90年代後半に設備投資が大幅に増加した。資本収益率は、設備投資に先行する傾向がみられているが、97年以降資本収益率が低下する中で、01年以降設備投資が減少した。その後もユーロに対してポンドが増価したこと、ユーロ圏の成長鈍化等により輸出が鈍化し、設備投資も減少傾向が続いた。特に、03年後半以降は収益率が大幅に改善する中で、設備投資GDP比は持ち直しているものの、弱い動きとなっている（第1-3-7図）。この理由は必ずしも明確でない。

ドイツは、01年に世界的な景気減速の影響を受け輸出が鈍化し、設備投資、建設投資ともに大幅に減少したことから、02年に貯蓄超過となった。ドイツの設備投資をGDP比でみると、2000年をピークに低下を続けている。ドイツでは02年以降も、株安、企業収益並びに景況感の悪化、消費マインドの低迷等により景気は減速した。その後も、04年には景況感は改善したにもかかわらず、建設投資の低迷等から設備投資は低迷している。

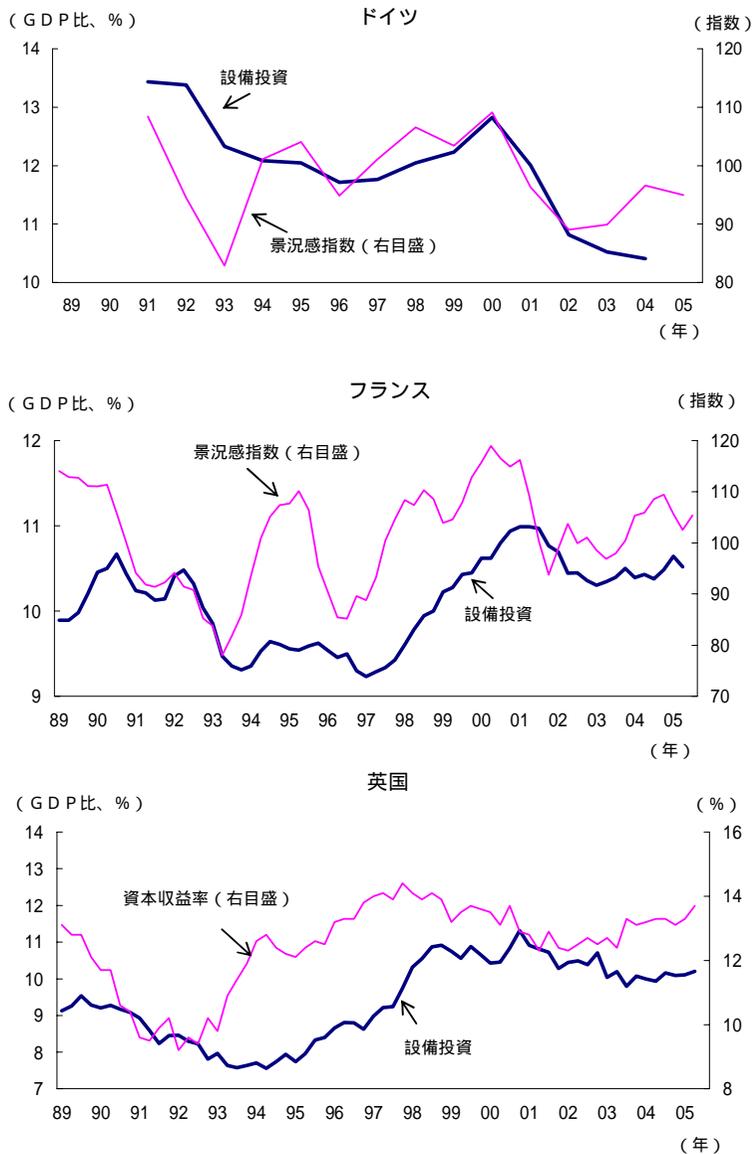
フランスは、ほかの先進国に比べると、2000年のITバブル崩壊による影響は小さかったが、やはり01年には設備投資の伸びに鈍化がみられ、02年には減少に転じた。

### **日本**

日本は、90年代初のバブル崩壊後、雇用、設備、債務のいわゆる3つの過剰問題もあって、企業部門は低迷していたが、企業のバランスシート調整が進展したこともあり、3つの過剰はほぼ解消したと考えられる。設備投資は製造業では93年頃以降、非製造業では98年度以降、キャッシュフローの範囲内にとどまっているが、内容としては古い設備をより生産性の高い新設備に

置き換えるなど、生産性向上を重視した投資を行っている<sup>7</sup>。

第1-3-7図 欧州の設備投資



- (備考)1.ユーロスタット、OECD、INSEE (フランス国立統計経済研究所)、英国統計局より作成。  
 2.ドイツの設備投資は、OECDより、総固定投資 - (住宅投資 + 政府固定投資)で算出。  
 3.ドイツの景況感指数の05年は、1～9月の平均値。  
 4.フランス、英国は四半期データを基に作成。

<sup>7</sup> 内閣府「平成17年度年次経済財政報告」第1-1-10図 参照。なお、日本の企業行動のより最近の状況については、内閣府「日本経済2005-2006」(05年12月公表予定)で分析されている。

## ( 2 ) アジア諸国の現状

### 企業の投資超過縮小が続く韓国

韓国では、97年のアジア危機後は、売上高経常利益率（製造業）も大幅に低下し、設備投資も減少した（第1-3-8図）。その後金融及び企業部門等における構造改革の進展により、企業の負債残高も減少し、99年には設備投資も増加に転じた。02年には売上高経常利益率も危機前の水準を上回るようになったが、企業の投資は抑制される傾向にあり、投資超過は縮小している。この背景として、通貨危機後に政府が進めた企業構造改革（負債比率200%、FLC基準（将来の償還能力を勘案した資産健全性分類基準）の導入等）により、企業の設備投資行動が成長重視から健全性・収益性重視に変化したことがある。

### タイ

タイは、アジア危機後97、98年と大きくマイナス成長となったものの、2000年以降、設備投資は増加に転じている。企業のバランスシート調整が長引く傾向にあり、投資回復は遅れている。04年の総固定資本形成は、危機前（96年）の約6割の水準にとどまっている。ただし、一時はマイナスであった売上高経常利益率にも改善がみられる中、総固定資本形成も04年には前年比プラスに転じた。

### 台湾、中国

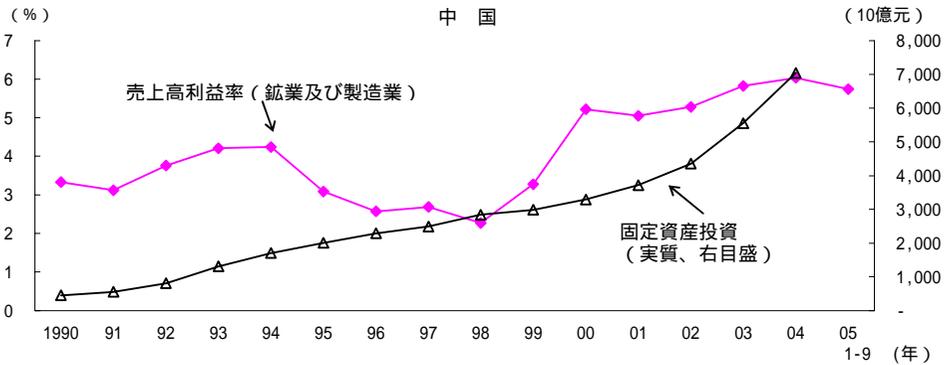
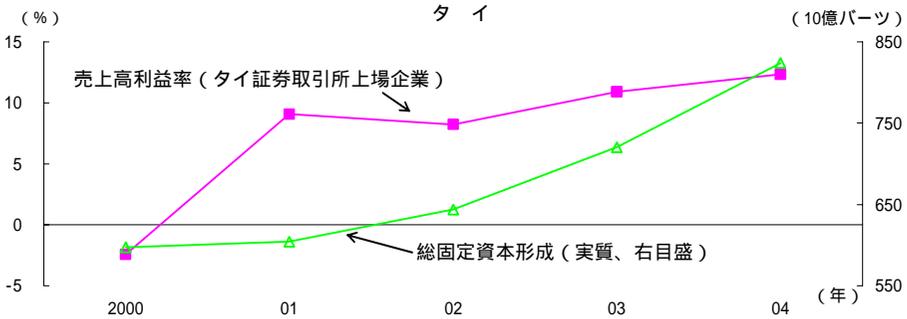
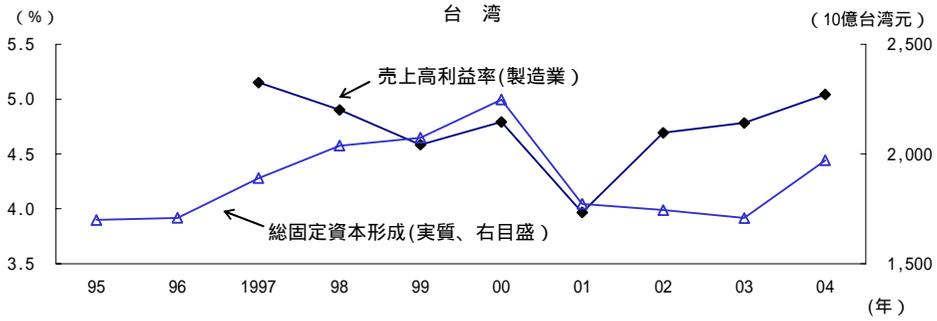
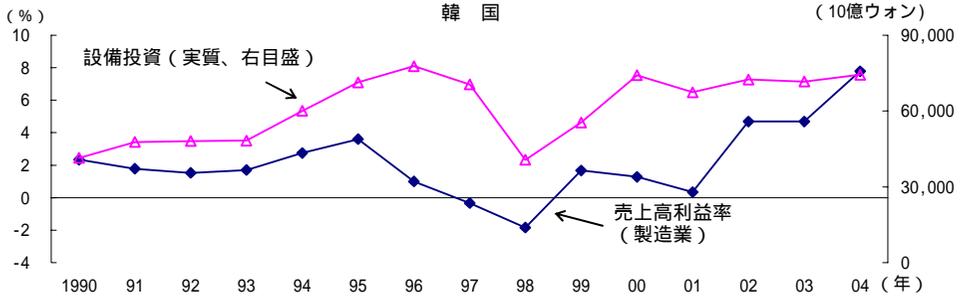
台湾はアジアにおいてアジア危機の影響が小さかった国である。01年の減速により、売上高経常利益率（製造業）の低下とともに総固定資本形成もマイナスに転じ、その後利益率の回復とともに総固定資本形成も改善したものの、前年比マイナスが続き投資超過は縮小していた。ただし、04年にはIT関連の需要拡大もあり、利益率も改善する中で設備投資はプラスに転じた。

中国では、先にみたように企業部門は大幅な投資超過が続いているが、家計部門は大幅黒字であり、企業部門の投資超過をファイナンスしている。しかし、90年代半ば以降、不良債権問題が表面化した<sup>8</sup>。これは貸付先であ

<sup>8</sup> 中国では、95年に商業銀行法が施行され、それまでは專業銀行（85年以降市中銀行として設立された中国工商銀行、中国建設銀行、中国銀行、中国農村銀行）であった市中銀行の融資対象の制限が外されるとともに、第2分類銀行と呼ばれる地域性商業銀行等が新たに加わり、競争が認められる体制となっている。

る国有企業の経営悪化が原因であると指摘されている。中国では設備投資の外部資金への調達比率が高い上に、金融機関からの借入れへの依存が極めて高く、不良債権問題が企業の資金調達に与える影響も大きいと考えられる。もっとも、不良債権処理は政府の支援もありその後進んでいる(第1-3-9表)。この間、固定資産投資も90年代に比べれば01年以降利潤率に連動した動きを示すようになっている。

第1-3-8図 アジアの設備投資



(備考) CEIC、タイ証券取引所により作成。

第1-3-9表 アジアの不良債権額

(%)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
	12月								
中国（主要商業銀行）	-	-	-	-	-	-	17.8	13.2	8.7（9月）
（中国工商銀行）	-	-	47.6	34.4	29.5	25.4	21.2	19.0	4.6（6月）
韓国（商業銀行）	8.0	17.2	23.2	14.0	7.4	4.1	4.4	-	-
（資産管理会社を除く）	6.0	7.3	13.6	8.8	3.3	2.4	2.2	2.0	1.7（6月）
台湾（国内銀行）	3.7	4.4	4.9	5.3	7.5	6.1	4.3	2.8	2.8（9月）
タイ（商業銀行）	-	45.0	41.5	29.7	29.6	34.2	30.6	28.0	26.7（6月）
（資産管理会社を除く）	-	45.0	39.9	19.5	11.5	18.1	13.9	11.6	10.6（6月）

（備考）

中国：CEIC、中国工商銀行“Annual Report”より作成。

「中国工商銀行」は中国国内で最大規模の商業銀行で2004年末の資産総額シェアは全銀行の約20%。

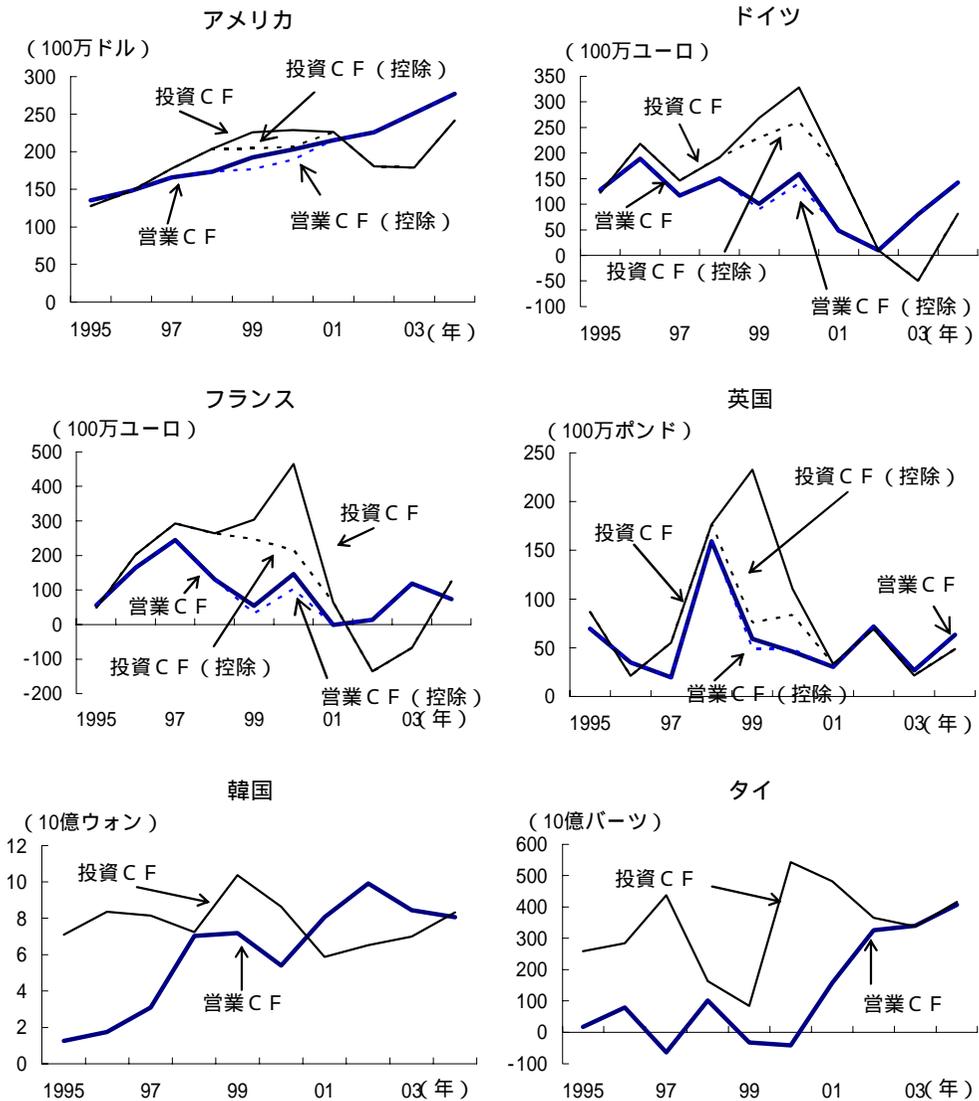
韓国・タイ：世界銀行“East Asia Update(2005 November)”より作成。

台湾：台湾中央銀行より作成。

#### 4. ITバブル崩壊後の各国企業のバランスシート調整 - 上場企業財務データによる分析を踏まえて

上場企業財務データを用いて、キャッシュフロー（営業キャッシュフロー）と投資（投資キャッシュフロー）をデータの得られたアメリカ、ドイツ、英国、フランス及び韓国についてみると、欧米各国では、2000年のITバブル崩壊後、どの国も投資が大幅に減少し、キャッシュフローを下回っている（第1-3-10図）。しかし、このデータでみる限り、アメリカでは投資の減少が他国に比べ相対的に小さくなっている。

第1-3-10図 上場企業の投資キャッシュフローと営業キャッシュフロー



(備考) 1. Osirisより作成。

2. 全産業、1社の平均。

3. 営業CF(控除)、投資CF(控除)は、通信企業の控除を意味する。

4. 対象企業は、金融・保険を除いて、連結決算データが取得できる企業としているが、数は国によって、また年によって異なっているため注意が必要。

アメリカ：総資産2億ドル以上の2,005～2,466社、ドイツ：196～585社、

フランス：226～570社、英国：748～1,578社、韓国：169～447社、

タイ：87～333社。

## **ITバブル崩壊後、投資は減少するも、キャッシュフロー増加が持続したアメリカ**

アメリカは、ITバブル崩壊後ほかの先進国と比べ企業部門のバランスシート調整が相対的に速いテンポで進み、設備投資が持ち直していると考えられる。この背景として、下記の要因が寄与した可能性が考えられる。

第一に、アメリカではITバブル崩壊後、減税等政策効果もあって消費が比較的堅調な動きとなり、国内の景気減速が相対的に小さくかつ短期にとどまった点である。上場企業のキャッシュフローをみても、このデータでみる限り、欧州企業では01年にはドイツ、フランス、英国すべての国において減少がみられたが、アメリカ企業では増加基調が続いている。こうした相対的に豊富なキャッシュフローが、企業の債務返済等バランスシート調整も容易にした可能性がある。

第二に、アメリカにおける資金調達的手段として株式、債券等直接金融のウエイトが高いことがある。先にみたように、直接金融においては企業の信用力が調達コストに大きく影響するため、企業にバランスシート改善を促す力を持つと考えられる。

第三に、欧州では情報通信産業を中心に巨額の過剰投資が行われていた可能性である。特に、99～2000年にかけて、欧州の情報通信産業では、過剰な通信需要見通しの下に、企業買収・合併や、次世代携帯電話の免許入札等で巨額の投資を行った（第1-3-10図の破線部分）。この結果、資本過剰の度合いが相対的にアメリカよりも欧州の方が厳しかった可能性がある。

## 5. おわりに

アジア危機やITバブルの崩壊は、それまで外部からの資金調達により加熱した投資を行っていた企業に調整を強いることになった。しかし、その調整は国により差がみられており、アメリカでは早期に調整を進めたのに対し、ほかの国では総じて調整が遅れている。このことが企業部門の貯蓄超過の持続、投資超過の縮小の要因となっていると考えられる。

### **企業部門の資金余剰傾向は続くのか**

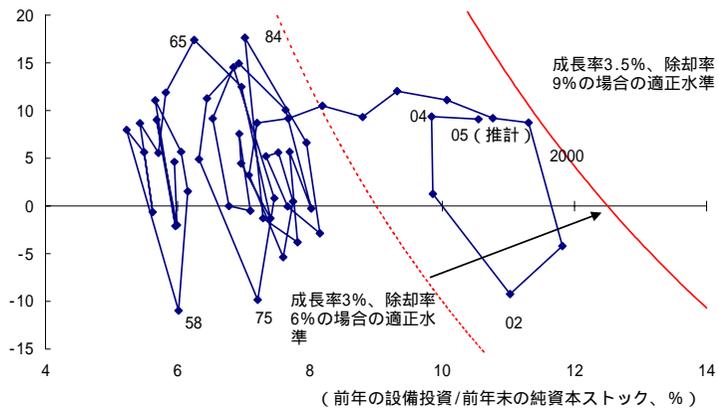
最後に、今回みられたような企業部門の資金余剰傾向の持続性について考

えてみる。アメリカの設備投資はもともと内部資金への依存度が高い。90年代後半には借入れや社債による調達も拡大したものの、過剰といわれた資本ストックは、01年以降設備投資がマイナスに転じ、03年にはストック調整過程をほぼ終了しており、企業の期待成長率を3.5%と仮定した場合、既に次のストック循環(投資拡大)へと向かっている。特にIT部門において2000~01年にかけて急速な調整が進められたことがうかがわれる(第1-3-11図)。

第1-3-11図 アメリカの資本ストック循環

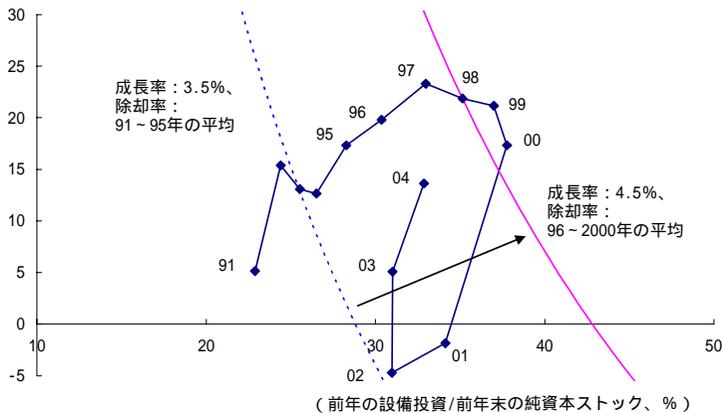
(1) 全産業

(設備投資前年比、%)



(2) IT関連

(設備投資前年比、%)



(備考) 1. アメリカ商務省より作成。

2. 全産業の2005年の値は1~9月期の前年同期比。

3. (2)のIT関連は、Information Processing equipment and softwareを使用している。内訳は、Computers and peripheral equipment、Software、Communication equipment、Medical equipment and instruments、Nonmedical instruments、Photocopy and related equipment、Office and accounting equipmentの7項目。

4. 適正水準を示す曲線の引き方については、内閣府「平成13年度年次経済財政報告」付注1-1参照。

したがって、今後アメリカ企業の貯蓄超過は縮小していく可能性が高いと考えられる。ただし、アメリカはもともとキャッシュフローを重視した設備投資を行っていることを考えると、大幅な投資超過となることは考え難い。また、株価がさらに低下していくような場合には、投資が一時的に下振れし、貯蓄超過が拡大する可能性も考えられる。

一方、ドイツは、90年代後半に直接金融のウエイトが高まったとはいえ、全体としては間接金融の比率が高く、設備投資が低調に推移する中で、アメリカに比べると01年以降のバランスシート調整も緩やかなものとなっている。既にみた上場企業の財務データによりROAをみると、ドイツでも01年以降大幅な悪化がみられたが、03年以降に限れば緩やかな回復がみられている（第1-3-12図）。ただし、ドイツでは、建設投資が低迷し、05年に行われた主要企業アナリストへのアンケートでは、設備投資先として海外のウエイトが高いという結果もあり<sup>9</sup>、企業の収益が国内の投資に向かうとは限らない。企業部門は当面貯蓄超過傾向が続く可能性もあろう。

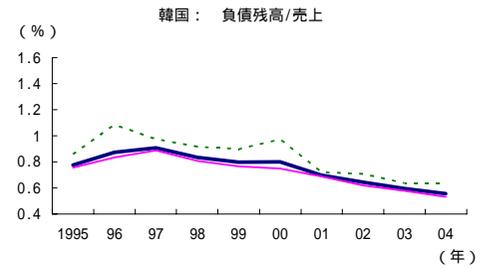
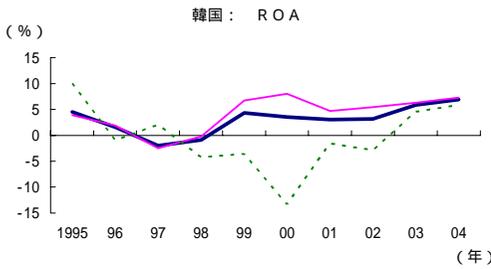
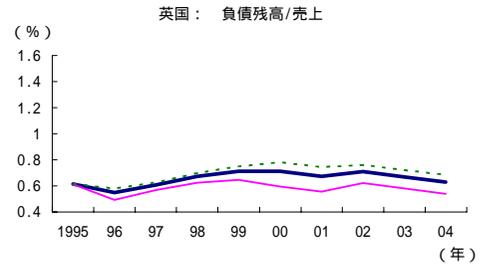
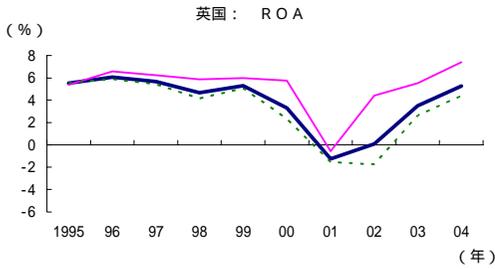
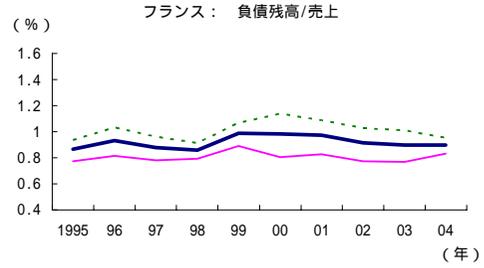
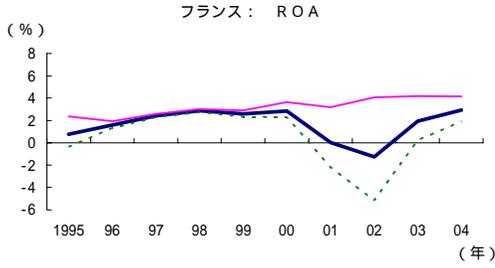
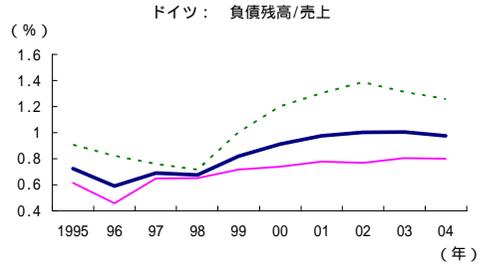
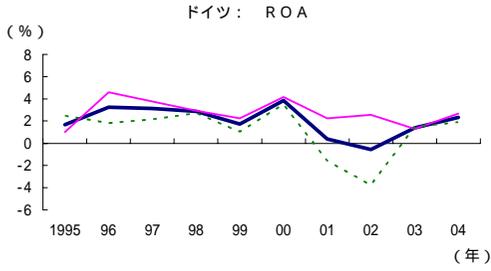
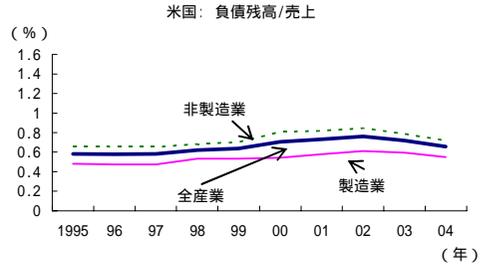
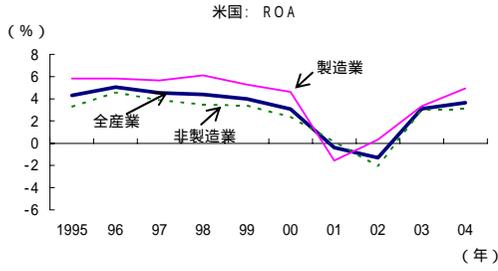
英国は、企業部門が資金余剰となっているが、収益率には改善がみられていることから、設備投資の増加基調が強まれば黒字縮小の可能性が考えられる。

途上国では、中国は企業部門は投資超過が続くと見込まれる。なお、第2節でみたように、中国は家計部門が貯蓄超過となっており、かつ人口要因等によりこの家計貯蓄動向は当面保たれると考えられる。韓国、タイ等投資超過が縮小していた国では、収益率の向上とともに、投資も活発化していくことが期待される。

---

<sup>9</sup> Morgan Stanley (2005)によると、企業の資本支出のうち、西欧域外に向かうウエイトは、企業数で単純平均すると42%に達する。

第1-3-12図 上場企業のROAと負債残高



(備考)Osirisより作成。

## 技術革新の速い時代に求められるキャッシュフロー重視の企業行動

2000年のITバブル崩壊による景気減速は、欧米企業に強いインパクトを与えたが、アメリカ企業部門はストック調整を既に終え、新たな成長循環に入っている。国によってバブル崩壊の規模や政策対応の相違があることには留意する必要があるものの、今回みられたアメリカ企業の調整は、90年代初のバブル崩壊後の日本でみられたような、資本ストックが企業の期待成長率の低下に伴い調整を繰り返し、結果として02年まで設備投資の低迷を招いたという特徴や<sup>10</sup>、05年に入っても依然設備投資の力強さを欠く欧州諸国とは対照的な動きである。

先進国では、大量生産でコストを安く生産する時代から、付加価値重視の時代が変わったといわれて久しい。かつ、技術革新が速く進むようになると、企業の設備投資決定もある程度リスクを見込んだ成功と失敗のプロセスがさらに求められるようになる。資本主義国における経済活動にリスクは避けられないが、重要なのは、その際にいかにリスクを処理し、リスクに備えリスクを吸収できる体質を事前に作っておくかというリスクマネジメントの問題である。

その意味で、ITバブル崩壊も企業が直面したリスクの1つであり、ショックであったと解釈できるが、アメリカ企業はキャッシュフローを重視した経営を行い、また資金調達として社債等直接金融に依存する部分が比較的大きかったことから、ショックに対し実物面、金融面双方において早期に対応し、調整を進めることが容易になったと判断されよう。90年代後半にはキャッシュフローを上回る投資が行われる時期が一定期間続いていた。しかし、先にみたように、消費の下支え効果などもあってITバブル崩壊後のアメリカ経済はデフレを回避できたという点はあるが、企業部門でも、「過剰資本」となっていたストックの調整を集中して進め、負債についても、01年には借入れ返済超過に転ずるなど早期に返済が行われた。金融面での調整については、直接金融のウエイトが高いことから企業のバランスシートにおいて償却を進めやすいほか、債券のリスクプレッドの拡大により投資家がプレミアム格企業以下の高いリスク水準を受容しなくなったことが企業のバランスシート調整を促す効果を持ち、03年半ばにはリスクプレッドは低下した。

グローバル化も進展する中で、企業のリスクもより多様化しており、リスクに柔軟に対応できる企業経営が求められている。また、企業がリスクに柔

<sup>10</sup> 内閣府「平成14年度年次経済財政報告」第1-2-11図。

軟に対応することは、マクロ経済にも重要な意味を持つものであるといえよう。

#### コラム：海外直接投資と貯蓄・投資バランス

先進国においては2000年頃から、企業部門の貯蓄・投資バランスが貯蓄超過になっているという状況をみてきました。ここでは、海外直接投資が貯蓄・投資バランスに影響している可能性について説明します。

##### 貯蓄・投資バランスと国際収支

まず、貯蓄・投資バランスは、次の式で表すことができます。

$$\text{経常収支} = \text{国内総貯蓄 (S)} - \text{国内総投資 (I)}$$

これは、

$$(1) \text{ 総国民可処分所得} = \text{内需 (消費 + 投資)} + \text{経常対外収支 (経常収支)}$$

$$(2) \text{ 総国民可処分所得} = \text{消費} + \text{貯蓄}$$

の関係から導かれる恒等関係です。つまり、貯蓄・投資バランスは、事後的には経常収支と一致します。

さらに、国内の部門（家計、企業、政府）を分けて考えると、

$$\text{民間部門の貯蓄超過} = \text{政府赤字} + \text{経常収支} \text{ が成り立ちます。}$$

##### 海外直接投資と貯蓄・投資バランスの関係

さて、ここで、A国の企業がB国に直接投資を行う場合に、貯蓄・投資バランスにどのような影響が生じるかみてみましょう。海外直接投資の資金を現地に送金する場合、現地で調達する場合、第三国で調達する場合に分けて考えます。

###### (1) 現地に送金する場合

実物面では、企業の収益は投資に回らず、そのまま貯蓄になります。一方で、国内で投資する代わりに海外で投資すると考えると、国内に投資した場合に比べ、国内投資は減少することになります。したがって、A国の貯蓄・投資バランスは改善します。B国においては、貯蓄は変わりませんが、投資が増加し、したがって貯蓄・投資バランスは悪化します。結局、A国の貯蓄・投資バランスの改善とB国の悪化がバランスします。

金融面では、B国に対する対外純資産が増加し、逆にB国においてはA国からの負債（直接投資）が増加、すなわち対外純資産が減少することになります。

###### (2) 現地で調達する場合

実物面では、(1)の場合と同じです。

金融面では、実物資産への投資を控えた分だけ金融資産が手元に残るため、A国の企業のネットの金融資産が増加します。B国においても、同様に、当該企業にとっては国内での調達であっても、国内全体で見れば追加的投資向けの新規資金はないことから、投資資金は結局海外から調達することになり、対外純資産の減少になります。

### (3) 第三国で調達する場合

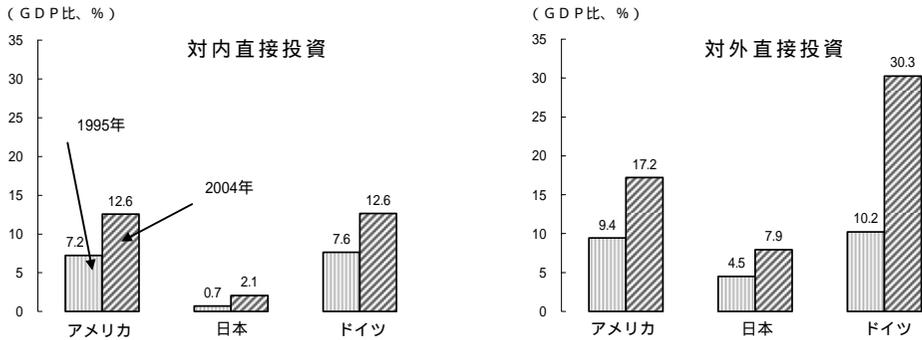
実物面では、A国、B国については(1)の場合と同じです。第三国については、実物面の影響はありません。

金融面では、A国については(2)と同じです。B国においては、第三国からの負債が増加（対外純資産が減少）します。第三国については、B国に対する金融資産が増加しますが、ほかの項目を不変とすれば、資金は結局海外から調達することになるため、海外からの負債が増加し、したがって対外純資産は不変となります。

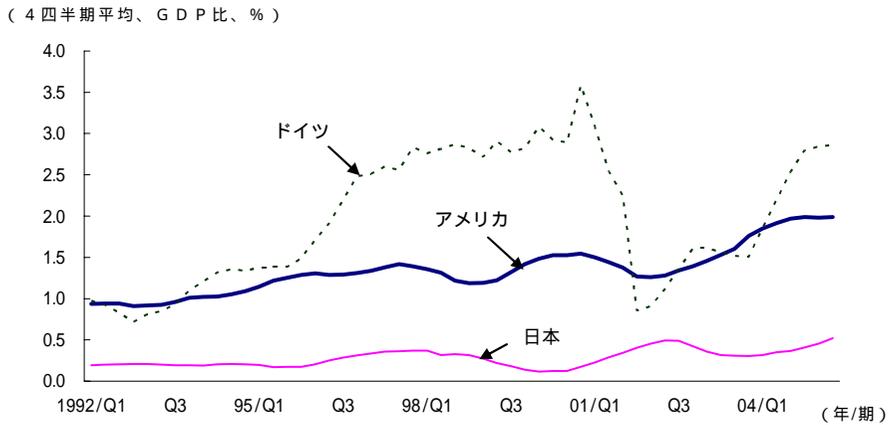
結局、海外直接投資が行われると、いずれの場合においても、A国の企業部門において金融資産は増加しますが、貯蓄は不変で、投資が減少します。貯蓄・投資バランスについては、A国の改善とB国の悪化がバランスし、対外純資産についても、A国の増加とB国の減少がバランスするのです。

国際収支統計で、直接投資収益受取（企業が直接投資資本を所有することから生じる所得。利子、配当金等。）の推移をみると、アメリカや日本、ドイツにおいては、増加傾向にあることが分かります。先進国において、海外直接投資が増加している、すなわち国内ではなく海外で投資を行っている状況下では、国民経済計算における企業部門の貯蓄・投資バランスを貯蓄超過傾向にする力が働くことになります。

## アメリカ、日本、ドイツにおける対内直接投資と対外直接投資の推移



## アメリカ、日本、ドイツにおける直接投資収益の受取



### 参考文献

日本銀行国際収支統計研究会[2000] 入門国際収支 東洋経済新報社

## 参考文献

(第 部 第 1 章)

亀田制作・高川泉 [2003] 「ROA の国際比較分析 - わが国企業の資本収益率に関する考察」日本銀行調査統計局 Working Paper 03-11

経済産業省 [2005] 「第 2 章 第 4 節 東アジアの資金循環、金融環境」『通商白書』

品田直樹 [2001] 「ストック調整のもとで抑制される米国の設備投資」今月の注目指標 No. 10 日本政策投資銀行調査部

嶋谷毅・川井秀幸・馬場直彦 [2005] 「わが国企業による資金調達方法の選択問題：多項ロジット・モデルによる要因分析」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.05-J-3

高安雄一 [2005] 『韓国の構造改革』NTT出版

辻村和佑 [2004] 『資金循環分析の軌跡と展望』慶応義塾大学出版会

土肥原晋 [2005] 「資金循環からみる米国経済事情」ニッセイ基礎研レポート 2005.6

内閣府 [2001] 『平成 13 年度 年次経済財政報告』財務省印刷局

内閣府 [2002] 『平成 14 年度 年次経済財政報告』財務省印刷局

内閣府 [2005] 『平成 17 年度 年次経済財政報告』財務省印刷局

日本政策投資銀行 [2005] 「企業の資金余剰と使途の変化」調査 No.86

日本政策投資銀行 [2003] 「最近の経済動向 - 資金循環と金融を中心とする日本経済の中期シナリオの検討 - 」調査 No.59

日本政策投資銀行フランクフルト駐在員事務所 [2004] 「ドイツにおける一般企業の資金調達と金融システム」駐在員事務所報告 2004 年 2 月

モーリス・オブストフェルド [2005] 「米国の対外赤字は世界全体の問題か」金融研究 2005.10 日本銀行金融研究所

山下裕司・石崎寛憲 [2003] 「90 年代後半以降における米国企業の投資活動とコーポレート・ガバナンス」日本銀行国際局 International Department Working Paper Series 03-J-6

Bank of England [2005] “Inflation Report, August, 2005”.

Bernanke, Ben S. [2005] “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” *March 10, 2005 remarks at the Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia.

B I S [2005] “Chapter II The Global Economy,” *75th Annual Report*.

Blanchard, O., Giavazzi, F. and Sa, F. [2005] “International Investors, the U.S. Current Account and the Dollar,” *Brooking Papers on Economic Activity 1:2005*.

Council of Economic Advisers [ 2003 ] “Economic Report of the President, ”United States Government Printing Office.

Council of Economic Advisers [ 2004 ] “Economic Report of the President, ”United States Government Printing Office.

Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D. and Garber, M. P. [ 2005 ] “Savings Gluts and Interest Rates: The Missing Link to Europe, ”*NBER working paper 11520*, 2005.

Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D. and Garber, P. [ 2004 ] “The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries, ”*NBER Working Paper No. 10332*, 2004.

Economist [ 2005 ] “The Corporate Savings Glut, ”9th July 2005.

Economist [ 2005 ] “Is the world experiencing excess saving or excess liquidity?” 13th August 2005.

Greenspan, Alan [ 2004 ] “Evolving U. S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World, ”*Cato Journal 24 (spring-summer):1-11*.

Greenspan, Alan [ 2005 ] Remarks at Advancing Enterprise 2005 Conference, London, England, 4 February 2005.

I M F [ 2005 ] “Chapter II Grobal Imbalances: A Saving and Investment Perspective, ”*World Economic Outlook (WEO )*, September 2005.

Kuhnert, Stefan [ 2005 ] “Germany's investment gloom: light at the end of the tunnel?” *Ecofin Country Focus, Vol. 2, Issue 17*, 2005.

Loeys, J., Mackie, D., Meggyesi, P. and Panigirtzoglou, M. [ 2005 ] “Corporates are driving the global saving glut, ” *J. P. Morgan Research*, 24 June 2005.

Morgan Stanley [ 2005 ] “European Quarterly Analyst Survey, ” 19th October 2005.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. [ 2004 ] “The Unsustainable US Current Account Position Revisited, ” *NBER Working Paper No. 10869*, November 2004.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. [ 2005 ] “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments, ” *Brooking Papers on Economic Activity 1:2005*, Brookings Institution.

Roubini, N. and Setser, B. [ 2004 ] “The US and a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances, ” Mimeo.