

世界経済の潮流

2005 年秋

拡大した経常収支不均衡と企業部門の貯蓄超過

住宅価格の上昇と消費拡大の効果—アメリカ・英国を中心に—

平成 17 年 12 月

内閣府

政策統括官室（経済財政分析担当）

まえがき

「世界経済の潮流」は2002年春に創刊され、以後年2回公表しています。第8号にあたる本書は、世界経済の動向・政策分析編（第Ⅰ部）と展望編（第Ⅱ部）から構成されています。

第Ⅰ部では、世界経済が2003年後半から着実に回復を続ける中、世界的な経常収支不均衡、住宅価格の上昇、という現在世界経済が抱える2つの大きなテーマを取り上げています。アメリカの経常収支赤字はかつてない高水準に達していますが、かつての双子の赤字とは異なり、家計が赤字となり、逆に民間企業が黒字となっています。また、先進国に加え産油国、中国やアジア新興国など世界中からアメリカに資金が還流していますが、それらはアメリカ経済の成長展望に支えられています。また、現在世界経済を牽引しているアメリカ経済の成長は、堅調な増加を続ける国内の消費や設備投資に依存しています。

そこで、本報告では、第1章で、世界の貯蓄・投資不均衡の状況に加え、特に企業部門の貯蓄・投資バランスの現状や、アジア危機及びITバブル崩壊後の企業部門の調整過程等を分析しています。第2章では、幾つかの先進国でみられている住宅価格上昇について、その現状及び背景を分析するとともに、資産効果を通じた消費拡大効果について、アメリカ、英国を中心に分析しています。また、ITバブル崩壊等極めて大きな需要ショックに対する緩和策として住宅価格等を通ずる資産効果を用いる政策の有効性、等を評価しています。

第Ⅱ部では世界経済の展望を扱っています。2006年の世界経済も引き続き米国及び中国经济によって牽引され、前年より成長率は低下するものの、着実な成長を続けるものと見込まれます。リスク要因としてはこれら米・中の経済動向に加え、原油価格の高止まりやアメリカの経常収支赤字の為替による調整等が存在します。その他、トピックとして、原油価格高騰の現状、背景とその世界経済への影響をとりあげています。

本書が、世界経済の現状及び展望について理解を深める一助となれば幸いです。

平成17年12月

内閣府 政策統括官(経済財政分析担当)

高橋 進

—構成—

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

第1節 世界の経常収支不均衡拡大の現状

第2節 制度部門別にみた貯蓄・投資バランスの変化

第3節 企業部門の貯蓄超過（資金余剰）の現状とその要因

第2章 住宅価格の上昇と消費拡大の効果

—アメリカ、英国を中心に—

第1節 国別の住宅価格動向とその背景

第2節 アメリカ、英国における住宅価格上昇の消費拡大の効果

第3節 低インフレ期の金融政策と住宅資産価格の変動

第Ⅱ部 世界経済の展望

第1章 2006年の経済見通し

第2章 国際石油市場の動向と世界経済への影響

第1節 原油価格の高騰とその背景

第2節 原油価格の高騰が世界経済に与える影響

第3節 まとめ

(資料1) 各国・地域の経済見通し

(資料2) 項目別経済統計

第 I 部 第 1 章のポイント

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、2005 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 バブル崩壊後も借入れによる調達が続き、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等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 第 2 章のポイント

1. 低金利政策等により多くの先進国で起きた住宅ブーム

- 1990 年代後半以降、アメリカ、英国をはじめとした幾つかの先進国で住宅価格は上昇傾向にあったが、2000 年の I T バブルの崩壊後の低金利政策等を受けて上昇率が加速した。
- 住宅価格上昇率は国ごとに異なるものの、中でも高い伸びとなった英国、オーストラリアでは 04 年以降上昇率は低下しており、住宅ブーム（住宅価格の大幅な上昇）はほぼ終息している。スペイン、フランス、アメリカは 05 年に入ってから、依然 2 桁台の高い上昇率となっている。
- 住宅価格と経済のファンダメンタルズとの関係では、一般的に用いられる指標として、(1) 実質住宅価格のほか、(2) 住宅価格/賃貸料比率、(3) 住宅価格/可処分所得比率がある。アメリカの住宅価格の動向をこれらの指標でみると、05 年に入ってから他国に比較して著しく高いものとはなっていない。
- 住宅価格上昇の背景としては(1) 世界的な低金利、(2) 金融市場の規制緩和により進展したモーゲージ（住宅ローン）市場における取引コストの低下、(3) モーゲージ市場の整備や住宅取得促進策による持ち家比率の上昇、そのほか、(4) 人口要因、(5) 土地規制等による供給制約等が考えられる。

2. アメリカ、英国の住宅価格上昇による資産効果を通じた消費拡大効果

- 住宅価格の上昇は、住宅投資に加え資産効果を通じて消費を拡大させる効果があり、特にアメリカや英国では、I T バブル崩壊後に景気を下支えする役割を果たしてきた。
- 住宅価格上昇による資産効果の大きさは国ごとに異なっており、アメリカ、英国で大きい。その背景として、両国では多様なモーゲージ商品が提供されていること、住宅を担保に家計が容易に借入れできることなどが挙げられる。
- 今般の住宅価格上昇局面において、両国とも家計のモーゲージ債務残高は拡大した。英国では、借入れ増の多くが直接消費に向かわず、金融資産取得に向かっており、住宅ブームはハードランディングすることなく終息している。一方、アメリカでは住宅価格の上昇は比較的緩やかであるものの、05 年に入って貯蓄率がマイナスまで低下していることから、借入れ増による消費拡大効果が英国と比べ大きくなっている可能性もあり、同じ住宅価格の変化でも英国より大きな影響が生ずると考えられる。

3. 低インフレ下では資産価格変動と金融政策の関係が一層複雑に

- I T バブル崩壊後、アメリカ経済が比較的早く回復した背景には、大規模な減税に加え、大幅な金融緩和策による住宅価格の上昇を通じた資産効果の景気下支えがあった。このような資産効果を通ずる政策を活かし、経済のレジリエンス（柔軟性）を高め景気の安定化を図る方策として、モーゲージ市場をアメリカや英国並みに整備し、金融政策の有効性を高めようという考え方が国際機関等で議論されている。
- 住宅等の資産価格の動向は必ずしも物価動向とは連動しないが、今般のような低インフレ期には両者の乖離が一層拡大する。このため、近年、物価の安定を目標とする金融政策と資産価格との関係のあり方について、欧米を中心に活発に議論されている。
- 資産価格を金融政策の目標とする中央銀行はいまだない。しかし、その大幅な変動が経済に与える影響は大きく、無視できるものでもない。また金利の変動に対して過度に住宅市場が反応することにより景気変動が増幅され、金融政策運営を却って難しくしている側面もある。

2006年の世界経済は2005年とほぼ同程度の成長を維持する見込み

- 世界経済は着実に回復している。2004年半ばには原油価格の高騰等を背景に一時的に成長は緩やかになったものの、05年の1～3月期には持ち直した。世界経済全体（日本に関係の深い22か国・地域）の05年の成長率は04年をやや下回り3.1%程度になり、2006年は3.2%程度と05年と同程度の成長を維持すると見込まれる。

1. アメリカ経済は潜在成長率を若干上回るペースで拡大

- 2005年のアメリカ経済は03年以降持続する原油価格の高騰にもかかわらず順調に拡大した。ただし、ハリケーン「カトリナ」の影響等により雇用、消費等が一時的に減速しており05年10～12月期の成長率は若干緩やかになるとみられている。2006年には依然として潜在成長率をやや上回る成長を確保すると見込まれる。
- こうした景気拡大を背景に、04年半ば以降の政策金利の引上げは慎重なペースで継続された。また、原油価格が過去最高水準を更新する形で上昇、高止まりし、物価上昇等を通じた経済全体への影響が懸念されたが、エネルギーを除いた消費者物価の上昇はこれまでのところ落ち着いた動きを示しており、景気への下押し圧力は限定的なものにとどまっている。

2. アジア地域は中国を中心に引き続き高い成長が続く

- 中国では2004年初頭から鉄鋼等の一部業種においてみられた投資過熱に対し、政府は直接規制や金利引上げ等のマクロコントロールを実施しているものの、05年前半の成長率は9%を上回った。政府はマクロコントロールを通じたソフトランディングを目指して注意深い政策運営を続けており、05年の成長率は9%台となる見込みである。また、06年から実施される「第11次5か年計画（06～10年）」では、従来の成長重視・投資主導型の方針を改め、全面的な小康社会（少しゆとりのある社会）建設の実現という最終目標に向け、持続可能な成長を目指す方針が示されており、06年の経済成長率は8%台になると予測される。

3. ユーロ圏は外需依存の緩やかな回復が続く

- ユーロ圏では、2004年後半は内需が一時的に回復したが、05年には再び減速した。一方で、世界経済の持ち直し、年初からユーロが減価傾向にあることを受けて、4～6月期には輸出が増加しており、年後半の景気は輸出主導で回復のペースをやや強めると予測されている。物価については、エネルギー価格の上昇がみられるが、エネルギーを除く物価上昇率はこれまでのところ安定している。05年の成長率は、04年の2.1%から1.3%程度まで減速すると見込まれる。06年は2.0%程度に回復すると予測される。

4. 2006年世界経済の抱えるリスク

- 世界経済が今後抱えるリスクとしては、原油価格高騰、アメリカ経済の失速、為替レートの急速な調整と長期金利の上昇、中国経済の失速等の下方リスクがある。

第Ⅱ部 第2章のポイント

1. 原油価格の高騰とその背景

- 国際石油市場における原油価格が高騰している。2003年に上昇を始めた国際石油市場における代表的指標銘柄であるWT I（ウエスト・テキサス・インターミディエイト）先物価格（中心限月）は04年には55.2ドル/バーレル（終値）に達し、2005年には8月30日に69.8ドル/バーレル（同）と過去最高額を記録した。またWT I以外の主要銘柄である北海ブレント、ドバイの価格もそれぞれここ数年で大幅に上昇している。
- この背景には、アメリカ、中国等を中心とした原油消費量の増加といった需要側の要因、地政学的不確実性や新油井開発不足、石油精製能力が十分でないなどの供給側の要因、並びに国際石油市場への投機資金の流入といった要因があるとされている。

2. 原油価格の高騰が世界経済に与える影響

- 原油価格の上昇は、原油消費国から原油生産国への所得移転効果を伴う。また企業の原材料調達コストの上昇を通じて企業収益を圧迫し、石油製品などの価格上昇を通じて家計の実質所得を減少させることになる。
- 各種見通しによると2005年から06年にかけて原油価格（WT I先物価格）は60ドル台と高い水準で推移することが見込まれている。
- 世界の物価上昇率は原油価格の上昇により若干上昇しているものの、いまだ穏やかな水準にとどまっている。主要先進国のコア物価上昇率は概して穏やかであり、インフレ期待も比較的抑制されている。アジア諸国ではインフレ圧力は先進国より若干強まっている。
- 先進諸国では原油価格の高騰の影響は軽微と考えられる。この要因としては省エネルギー指向や産業のソフト化が進んだ結果、実質GDP1単位当たりの原油消費量（原単位）が主要先進国を中心に低下していることから、原油価格の上昇が実体経済へ与えるインパクトが相当程度弱まっていることが考えられる。
- 一方、アジア諸国は過去30年程度でも、エネルギー原単位は改善していないなど、エネルギー効率性は低い。多くの国では燃料補助金制度によって原油価格の高騰の物価への影響を限定的にしているものの、原油価格が継続的に高い水準を維持する場合には、財政赤字額の増加を通して経済に対して悪影響を与えることが予想される。