

第2節 世界の資本市場

2000年代以降、世界全体の資本の流れにおける新興国のプレゼンスが高まっている。また、先進国企業が世界規模で活躍する中でその活動の場として新興国のウェイトが大きくなるとともに、世界の資本の流れはかつてより大規模となり、「全球一体化」が進んでいる。他方、こうした大きな流れの中で、グローバル・インバランスの再拡大などのリスク要因も再び現れてきている。

本節では、世界の直接投資・証券投資の動向について、先進国・新興国別の動きをみるとともに、先進国企業が世界規模で売上げを高めている中で具体的な活動の場にどのような変化があるか概観する。その上で、世界の資金の流れをめぐる先行きリスクとして、グローバル・インバランス、新興国のバブル、アメリカの財政規律、金融のシステミック・リスクの増大の可能性について分析し、今後の経済政策運営に対する示唆を得る。

1. 世界の投資の動向と先進国企業の動き

(1) 直接投資・証券投資の動向

(i) 先進国・新興国別にみた投資の動き

世界の直接投資・証券投資の動向をみると、全体として金額が1990年代と比べて大幅に増加している中で、この10年程度で新興国のプレゼンスが大きくなっている。以下、具体的にみていきたい(第1-2-1図)。

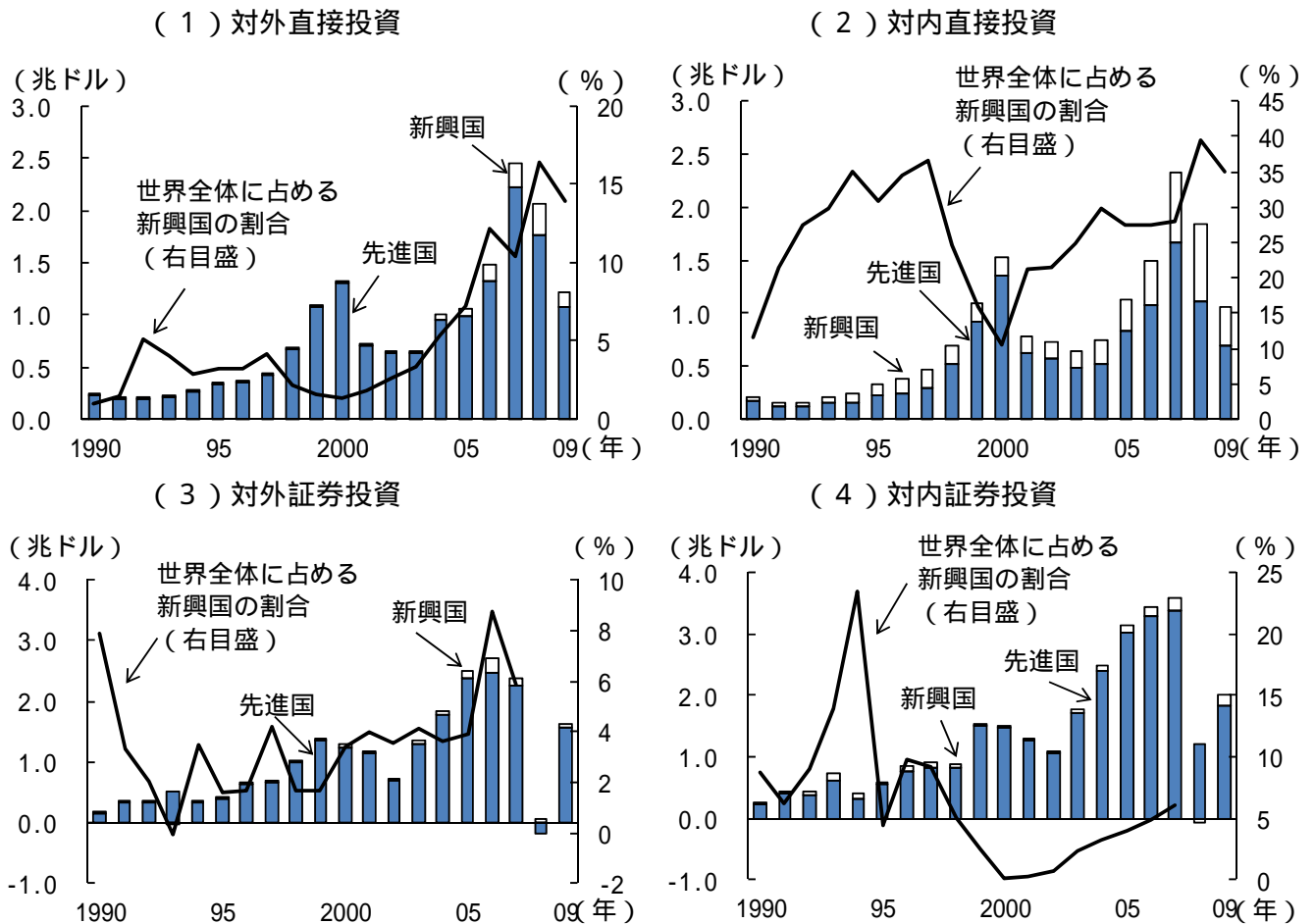
まず、直接投資の動向をフローベースでみてみると、対外直接投資は、世界全体では、1990年代と比べて2000年代後半には10倍程度まで増加している。具体的には、90年の2,398億ドルから07年の2兆4,543億ドルをピークに、世界金融危機発生後に急落し、09年は1兆2,232億ドルとなっている。

新興国が行う対外直接投資の割合は、90年代後半に世界全体の対外直接投資の5%程度で推移し、2000年代初頭には3%まで落ち込んでいたものの、近年は10%台半ばにまで高まっている。また、新興国に対する対内直接投資が世界全体に占める割合は、近年は40%前後まで高まっている。

次に、証券投資の動向をフローベースでみてみると、対外証券投資については、世界全体で90年の1,804億ドルから増加し、06年には2兆7,009億ドルとピークを示したが、09年は1兆6,241億ドルとなっている。対内証券投資については、直接投資と異

なり、世界全体に占める割合は先進国が依然として大きい。

第1-2-1図 世界における直接投資・証券投資の推移：新興国のプレゼンスの増大



(備考) 1. IMFより作成。
2. 数値は、フローベース。

主要国・地域の対内純投資¹についてみると、世界金融危機発生後、全体としては減少している中、純流入の大半はアメリカが占め、また、純流出については中国が占める割合が拡大し、全体として再拡大の兆しがある(第1-2-2図)。

アメリカへの資金の純流入は、90年代から拡大を続け、2006年にはピークの8,092億ドルを記録したが、その後、減少傾向になり、世界金融危機発生後の09年には2,161億ドルとなっているものの資金の純流入が続いている。

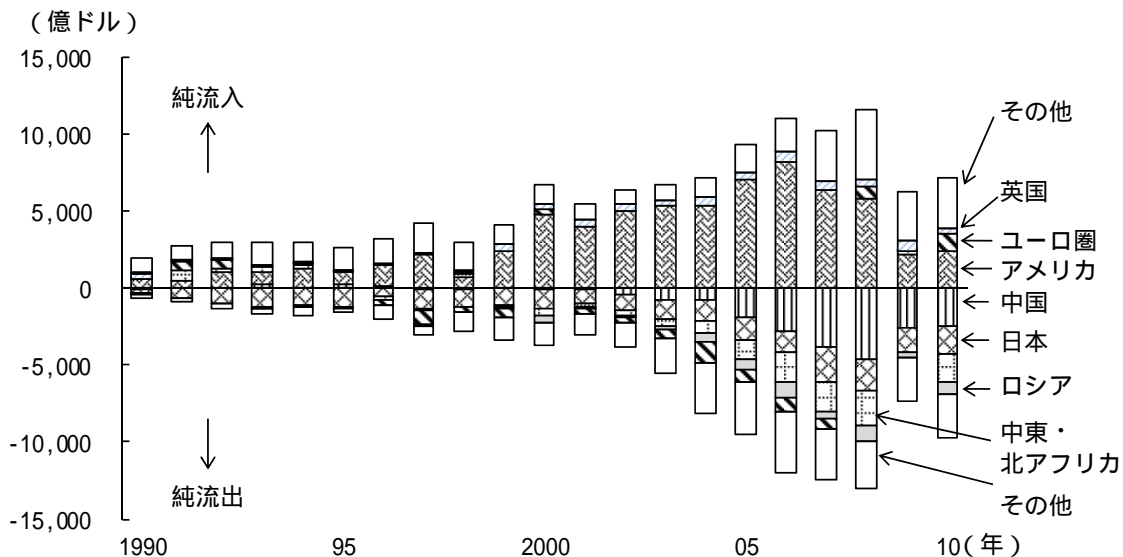
¹ 対内投資から対外投資を差し引いたもの。プラスの場合は海外から資金が純流入しており、マイナスの場合は海外に資金が純流出していることを示している。

中国からの資金の純流出は、2000年代に入ってから急速に増え、08年には4,636億ドルとなった。09年には2,578億ドルに減少したものの、増加傾向を示しながら継続的な純流出となっている。また、05年には、中国からの純流出額が1,921億ドルとなり日本からの純流出額1,450億ドルを超えた。産油国を中心とする中東・北アフリカでは、2000年代に入ってから純流出額が増え続け、08年には原油価格高騰もあって2,340億ドルに増加した。

このように、世界の資本の動きにおいては、新興国、特に中国のプレゼンスが高まっている一方、アメリカが中国等の新興国及び産油国からの資金の受け手となっている。

第1-2-2図 世界における対内純投資の推移：

純流入の大半はアメリカが占め、純流出は中国の割合が拡大



(備考) 1. IMFより作成。
2. 2010年は、各国統計等から内閣府試算。

(ii) 中国等の新興国の投資の特徴

中国やインドをはじめとする新興国では、2000年代に入り、対内投資、対外投資ともに拡大している。こうした投資の拡大の理由としては、主に、高い経済成長や豊富な資源を背景として他国からの投資が活発に行われていることや、実力をつけた本国企業がブランド、技術、市場、資源の獲得を目的として対外投資活動を活発化させていることなどが挙げられる。

中国(香港を除く)の対内投資残高は、04年の4,256億ドルから09年には1兆1,874億ドルに達している。その内訳をみると直接投資が8割以上を占めており、09年の対

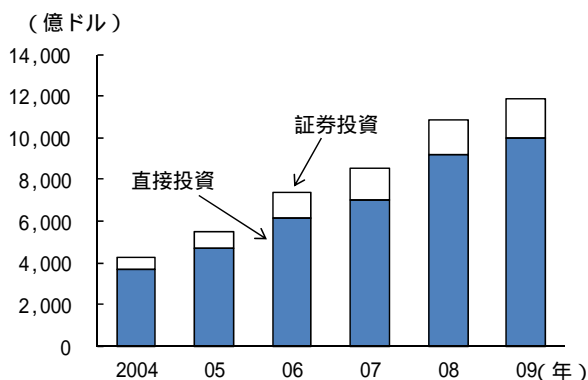
内投資で見ると、直接投資が9,974億ドル（84%）、証券投資が1,900億ドル（16%）となっている（第1-2-3図）。

対外投資残高は、04年の1,447億ドルから09年には4,724億ドルに達している。その内訳をみると、対内投資残高とは対照的に、証券投資が直接投資よりも多く、09年の対外投資残高で見ると、直接投資が2,296億ドル（48.6%）、証券投資が2,428億ドル（51.4%）となっている。

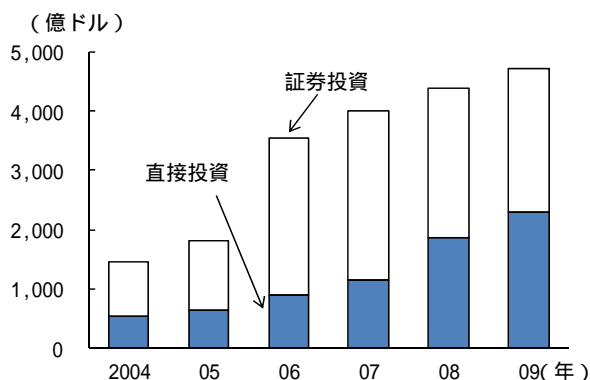
第1-2-3図 中国（香港を除く）における投資残高の推移：

対内投資は直接投資が8割以上、対外投資は証券投資が直接投資より多い

(1) 対内投資



(2) 対外投資



(備考) 1. IMFより作成。
2. 数値は、ストックベース。

2009年時点の主な直接投資先（フローベース）は、香港、英領ケイマン諸島、オーストラリア、ルクセンブルク等となっている（第1-2-4表）。香港やケイマン諸島等への投資が高い背景は、主に2点ある。まず、一部の中国企業が中国本土における外資系企業としてのステータスや税制優遇を得るべく香港・ケイマン諸島等に外資系企業を設立し、その後、中国本土に再投資を行っていることである。また、中国企業が税務コスト等の削減を図っていることも挙げられる。次に、オーストラリア等については、資源確保のため国有企業を中心に投資を加速させていることが挙げられる。なお、中国本土からの直接投資先のうち過半のシェアを占める香港は、中国本土への直接投資においても半分弱のシェアを有している。この背景には、中国本土からの受取配当が非課税であるなど香港の税制が対中投資に有利であることが挙げられる。

第1-2-4表 中国本土からの主な直接投資先（09年）：
香港、英領ケイマン諸島などが多い

順位	国名	金額（億ドル）	割合（％）
1	香港	356.0	63.0
2	英領ケイマン諸島	53.7	9.5
3	オーストラリア	24.4	4.3
4	ルクセンブルク	22.7	4.0
5	英領バージン諸島	16.1	2.9
6	シンガポール	14.1	2.5
7	アメリカ	9.1	1.6
8	カナダ	6.1	1.1
9	マカオ	4.6	0.8
10	ミャンマー	3.8	0.7
11	ロシア	3.5	0.6
12	トルコ	2.9	0.5
13	モンゴル	2.8	0.5
14	韓国	2.7	0.5
15	アルジェリア	2.3	0.4
16	コンゴ民主共和国	2.3	0.4
17	インドネシア	2.3	0.4
18	カンボジア	2.2	0.4
19	ラオス	2.0	0.4
20	英国	1.9	0.3
	全世界合計	565.3	100.0

（備考）1．CEICより作成。
2．金額はフローベース。

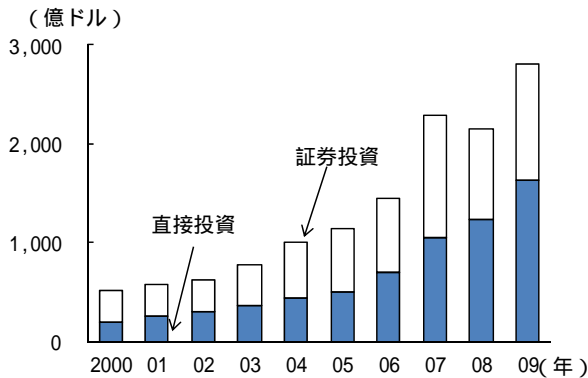
次に、インドにおいては、対内投資残高は、2000年の515億ドルから増加し、09年には2,811億ドルに達するなど、近年の内需の急成長を反映した動きとなっている（第1-2-5図）。その内訳をみると、中国ほどではないが直接投資が相対的に多くの割合を占めており、09年の対内投資残高でみると、直接投資が1,640億ドル（58.3%）、証券投資が1,171億ドル（41.7%）となっている。

対外投資残高は、2000年の31億ドルから09年には784億ドルに増加した。その内訳をみると、中国とは異なり、直接投資がほとんどであり、09年の対外投資残高でみると、直接投資が772億ドル（98.5%）、証券投資が12億ドル（1.5%）となっている。

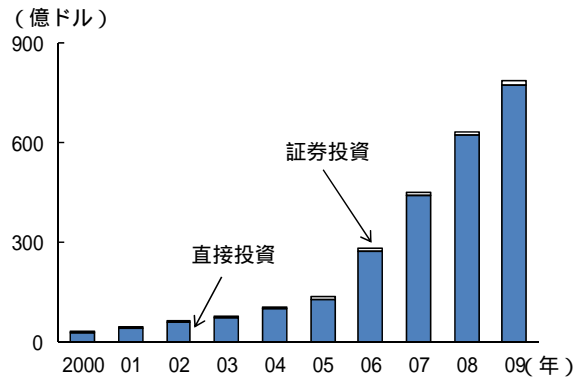
第1-2-5図 インドにおける投資残高の推移：

対内投資は直接投資が相対的に多く、対外投資は直接投資がほとんど

(1) 対内投資



(2) 対外投資



(備考) 1. IMFより作成。
2. 数値はストックベース。

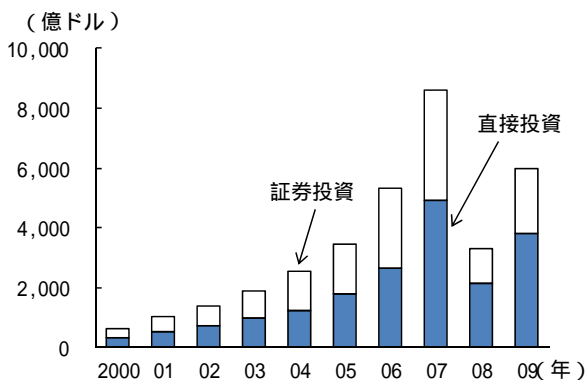
ブラジルにおいては、80年代から90年代の混乱期を経て経済が安定し、豊富な資源に加え近年は急成長がみられることから対内投資残高が急増、01年の2,737億ドルから09年にはほぼ1兆ドルに達している(第1-2-6図)。その内訳をみると、直接投資と証券投資がほぼ半々であり、09年の対内投資残高でみると、直接投資が4,008億ドル(41.6%)、証券投資が5,618億ドル(58.4%)となっている。

対外投資残高は、01年の561億ドルから09年には1,720億ドルに達している。その内訳をみると、ほとんどが直接投資であり、09年の対外投資残高でみると、直接投資が1,588億ドル(92.3%)、証券投資が133億ドル(7.7%)となっている。

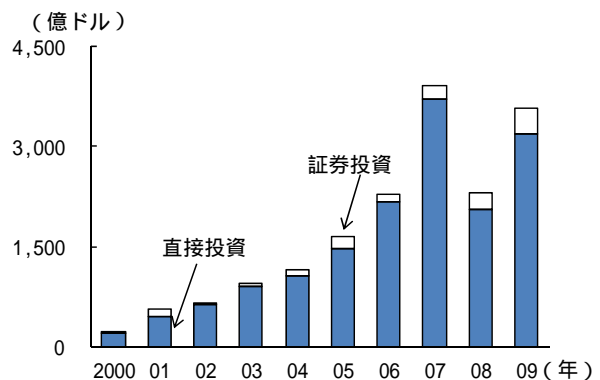
第1-2-6図 ブラジルにおける投資残高の推移：

対内投資は直接投資と証券投資がほぼ半々、対外投資は直接投資がほとんど

(1) 対内投資



(2) 対外投資



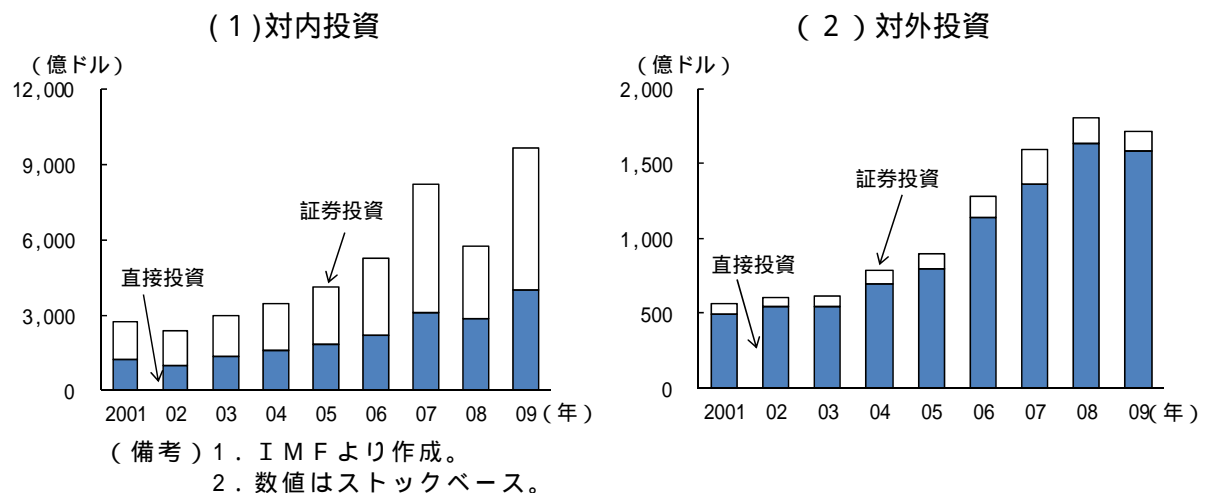
(備考) 1. IMFより作成。
2. 数値はストックベース。

最後に、ロシアにおいては、98年のロシア金融危機により経済が落ち込んだものの、原油価格の上昇やルーブルの減価もあって持ち直し、これにつれて対内投資残高は2000年の643億ドルから09年には5,989億ドルと10倍に急増している（第1-2-7図）。その内訳をみると、直接投資が証券投資よりやや多く、09年の対内投資残高でみると、直接投資が3,825億ドル（63.9%）、証券投資が2,164億ドル（36.1%）となっている。

対外投資残高は、2000年の214億ドルから09年には3,568億ドルに達している。その内訳をみると、インド、ブラジルと同様に直接投資がほとんどであり、09年の対外投資でみると、直接投資が3,187億ドル（89.3%）、証券投資が381億ドル（10.7%）となっている。

第1-2-7図 ロシアにおける投資残高の推移：

対内投資は直接投資がやや多く、対外投資は直接投資がほとんど



以上から、3点の特徴がみてとれる。第一に、対内投資、対外投資ともに、新興国の中でも中国の投資額が相対的に大きい。次に、対内投資については、中国では直接投資が大半を占めている一方、インド、ブラジル、ロシアでは直接投資と証券投資がほぼ同程度か直接投資が若干多い程度である。第三に、対外投資については、中国では証券投資が過半である一方、インド、ブラジル、ロシアではほとんどが直接投資である。新興国の中でも中国は、貯蓄率が高いことから対外投資額が相対的に大きい。さらに、膨大な外貨準備の運用先としての米国債の大量保有や、株式市場における海外投資家の購入制限等の資本流入規制を背景に、中国の対内・対外投資は他国とは違う特徴を持っていることが分かる。

(2) 世界規模で売上げを高める先進国企業

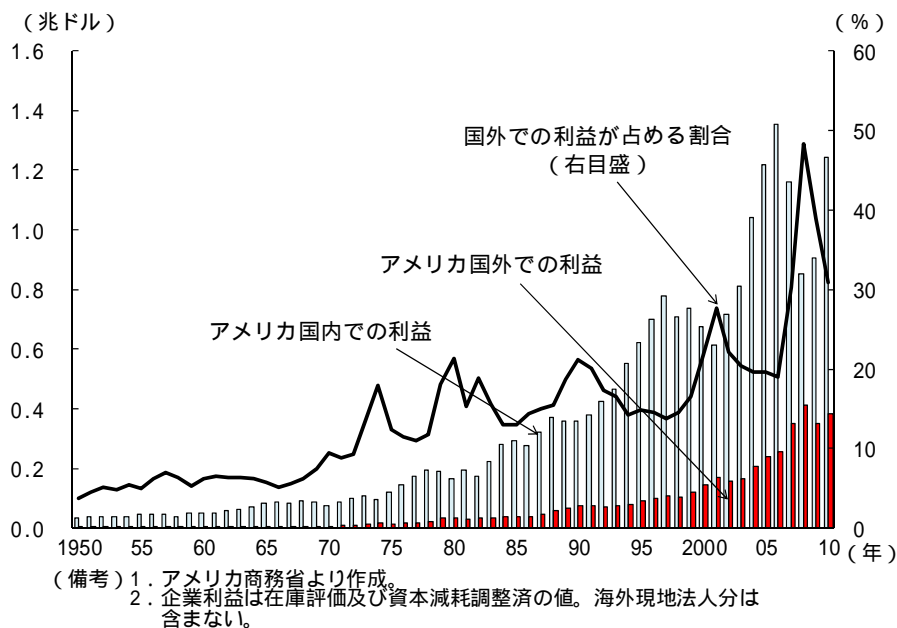
上記のとおり、世界の資本の流れにおいて新興国のプレゼンスが高まっている一方で、主要先進国の企業は国境を越え全世界で企業活動を行い、これら先進国企業の活動の場としての新興国のプレゼンスも高まっている。

(i) アメリカ

アメリカ企業、特に大企業においては、活動の場を国外に広げ、国外で多くの売上げや利益を上げている。

まず、アメリカ企業が国外で上げている利益の長期的推移をみる。アメリカ企業が国外であげる利益の利益全体に対する割合は、50年代から徐々に上昇し90年代までは2割前後で推移していたが、2000年代に入ると急速に上昇した。08年後半から09年前半にかけて5割弱にまで達し、現在でも3割程度となっている（第1-2-8図）。

第1-2-8図 アメリカ企業が国外で上げる利益の割合：2000年代に急速に上昇

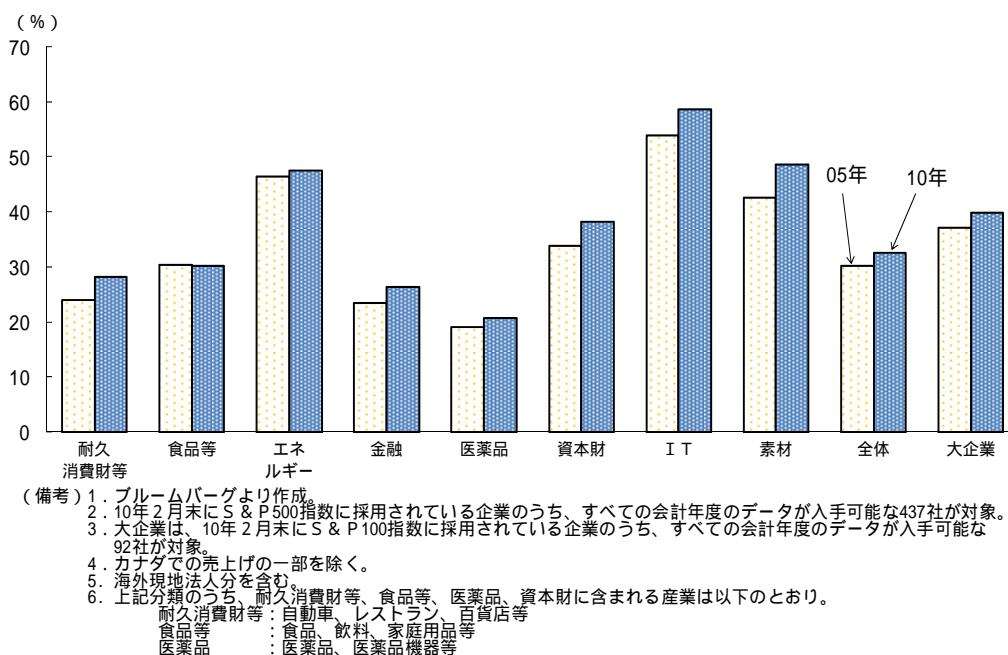


次に、アメリカの主要企業の海外売上高の動向をみると、5年前と比べて現在は海外売上比率が上昇している。具体的には、05年に30.1%であった海外売上比率は10年には32.6%と2.5%ポイントの上昇となっている（第1-2-9図）。

業種別にみると、総じて海外売上比率は上昇傾向にある。従来から海外売上比率の高い半導体などのIT分野が更に割合を高めている。IT分野の中では、半導体が05年の80.5%から10年には85.2%に、ハードウェア・ソフトウェアが05年の48%程度か

ら10年には55%前後に、それぞれ海外売上比率が上昇している。加えて、これまで海外売上比率が低かった耐久消費財等でも、05年の24.0%から10年には28.1%に海外売上比率が上昇している。

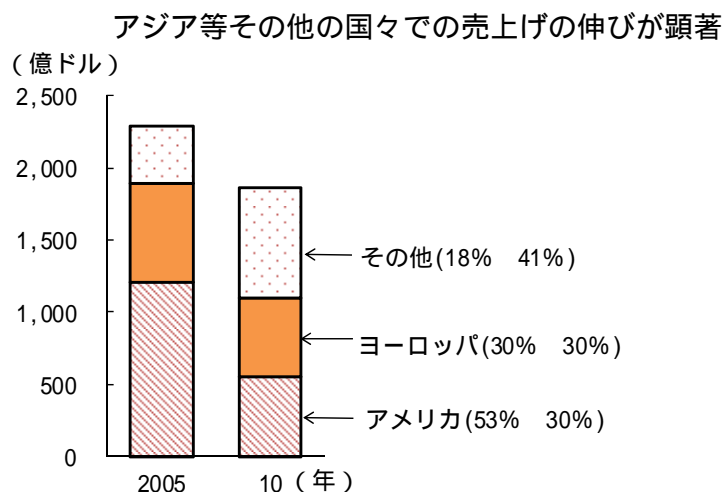
第1-2-9図 アメリカ主要企業の海外売上比率：上昇傾向



規模別にみると、大企業では売上げの約4割を海外に依存している。これら大企業が具体的にどこの国で売上げを上げているのか、自動車産業、半導体産業、小売産業を例にみてみたい。

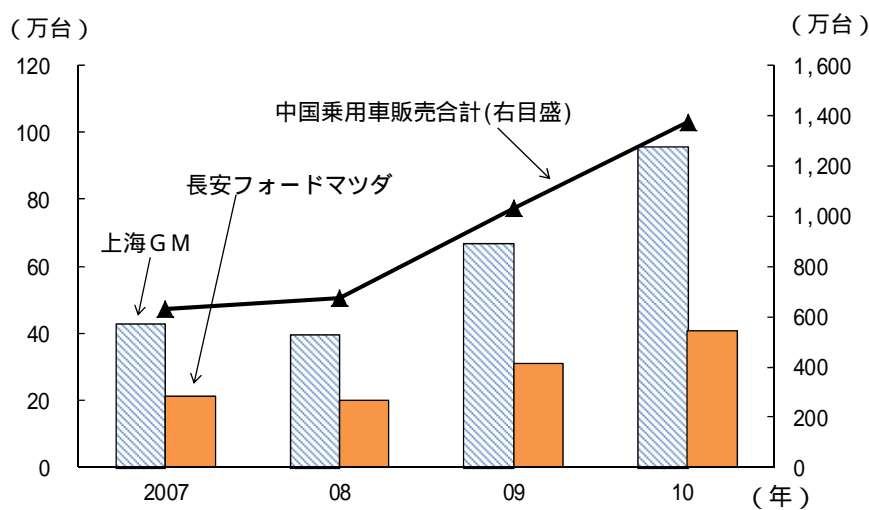
まず、自動車産業では、05年時点では、売上げの50%以上がアメリカ国内のものであったが、10年の時点では30%弱に低下した。ヨーロッパ向けについては横ばいで推移しており、アジア等その他の国々が20%弱から40%強まで比率を高めている(第1-2-10図)。例えば中国における自動車販売台数をみると、アメリカ自動車メーカーの販売台数は中国市場の拡大につれて増えている(第1-2-11図)。アメリカ自動車メーカーは、世界金融危機発生後落ち込んでいる国内売上げを新興国での売上げを伸ばすことにより取り戻しているといえる。

第1-2-10図 アメリカ・自動車企業の売上先(05年と10年の比較)：



(備考) 1. S & P 500社に含まれる自動車製造販売企業 2 社の決算公表数値。
2. 売上げは合計、割合は平均値。

第1-2-11図 中国における新車販売台数のアメリカメーカーの売上げ：拡大

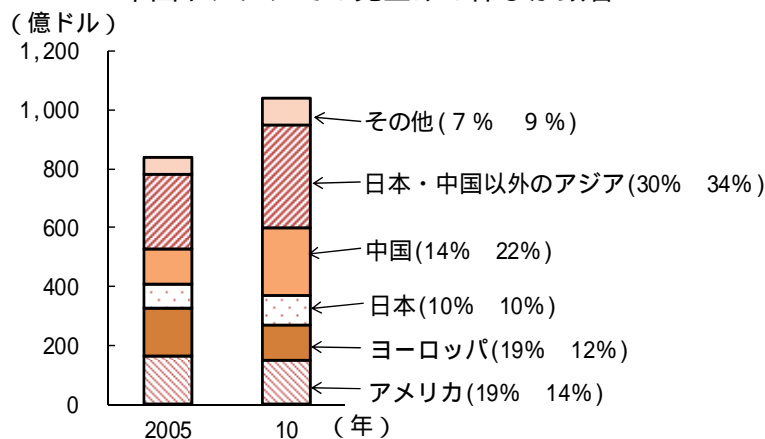


(備考) 中国汽車工業協会より作成

半導体産業についても、新興国向け売上げの伸びが顕著である。05年時点では先進国(アメリカ、ヨーロッパ、日本)向け売上げが全体の50%近くを占めていたが、10年時点では40%に満たない。他方、中国向けの売上げは05年の14%から10年には22%まで上昇、また、日本及び中国以外のアジア諸国向けの売上げも大幅に伸びている。新興国における売上げの伸びにより企業業績が支えられていることが確認できる(第1-2-12図)。

第1-2-12図 アメリカ・半導体企業の売上先(05年と10年の比較)：

中国やアジアでの売上げの伸びが顕著

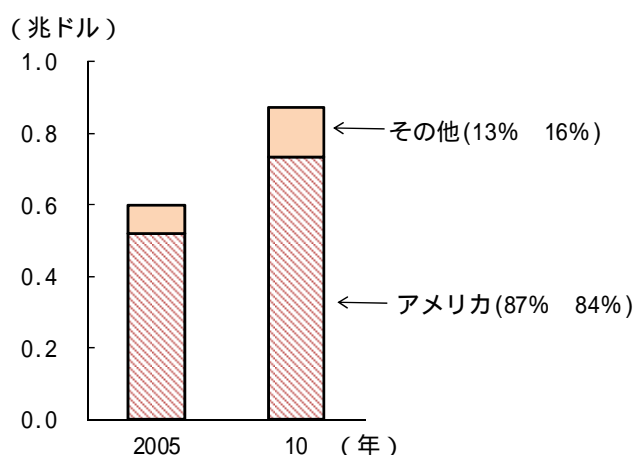


(備考) 1. S & P 500社に含まれる半導体関連企業19社の決算公表数値。
2. 売上げは合計、割合は平均値。

一方、主に食品等を販売する小売産業では、自動車産業、半導体産業と比較すると、この5年間の海外売上比率の変化幅は小幅なものにとどまっている(第1-2-13図)。ただし、例えば、世界最大のディスカウント・ストアであるウォルマート・ストアーズは海外売上比率を05年の19%から10年には26%まで高めているなど、企業各社のグローバルなマーケット戦略の違いによるところも大きい。

第1-2-13図 アメリカ・小売企業の売上先(05年と10年の比較)：

ほとんど変化なし



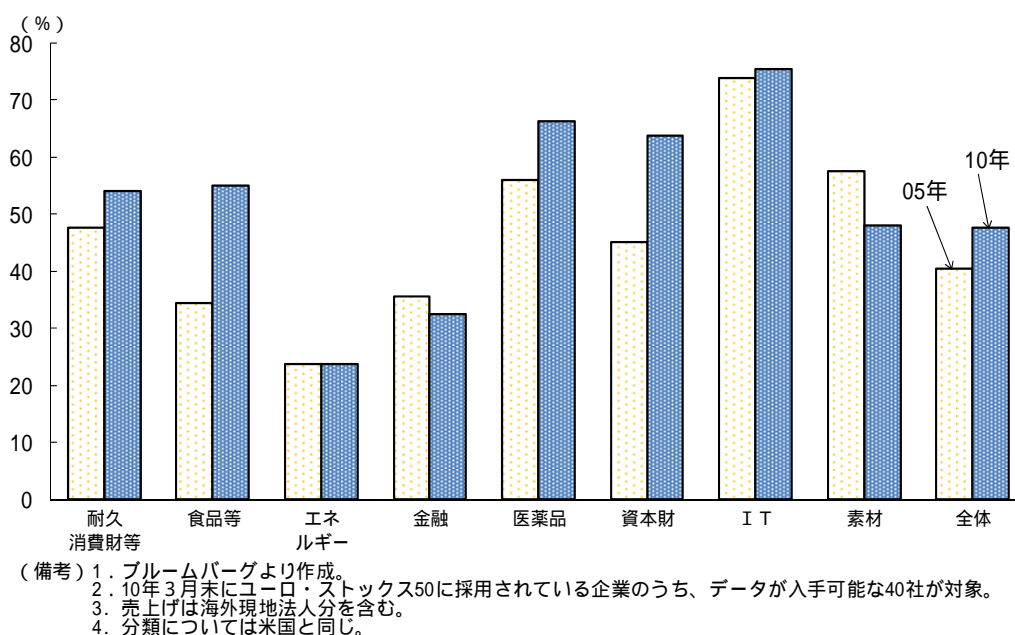
(備考) 1. S & P 500社に含まれる小売関連企業19社の決算公表数値。
2. 売上げは合計、割合は平均値。

(ii)ヨーロッパ

次に、ヨーロッパ主要企業²の海外売上高の動向をみる。アメリカと同様に、5年前と比べて現在は海外売上比率（EU域外諸国での売上の比率）が上昇している。具体的には、05年に40.3%であった海外売上比率は、10年には47.6%と7.3%ポイントの上昇となっている（第1-2-14図）。

業種別にみると、アメリカでは総じて海外売上比率は上昇傾向にあったが、ヨーロッパにおいては、食品等、資本財の分野では大幅に上昇し、一方、素材・金融では低下している³。金融については、世界金融危機の影響で、リスク圧縮の動きが進んだことが影響していると考えられる。

第1-2-14図 ヨーロッパ主要企業の欧州域外売上比率：上昇傾向

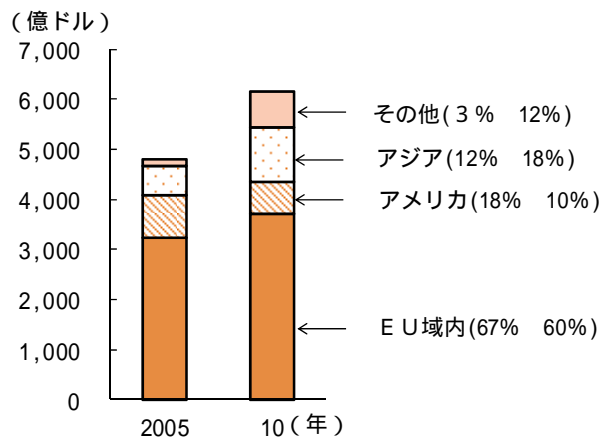


自動車産業では、05年時点ではEU域内やアメリカで80%以上の売上げを占めていたが、10年になると、EU域内やアメリカでの売上比率は70%程度まで低下し、アジアの比率が高まっている（第1-2-15図）。

² ここでは、ユーロ・ストック50に採用されている企業を対象に分析している。

³ アメリカがS&P500であるのに対して、ヨーロッパではユーロ・ストック50の分析をしており、分析対象企業がより大規模な企業に限定されていることも寄与している。

第1-2-15図 ヨーロッパ・自動車企業の売上先(05年と10年の比較)：
アジアの比率高まる

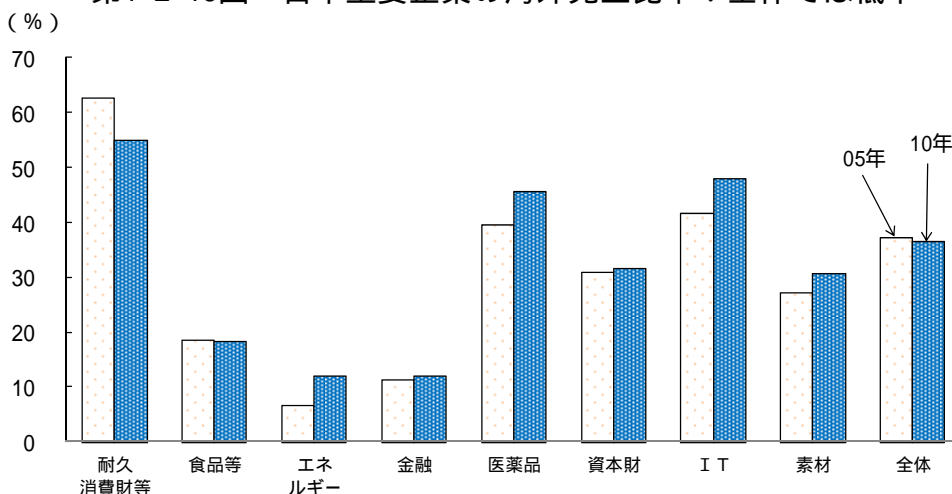


(備考) 1. ユーロ・ストックス600に含まれる自動車製造販売企業7社の決算公表数値。
2. 売上げは合計、割合は平均値。

(iii)日本

最後に、日本の主要企業⁴の海外売上高をみていく。日本企業においては、アメリカやヨーロッパと異なり、海外売上比率は全体では05年の37.2%から若干低下し、10年には36.5%となった。業種別にみると、エネルギー、医薬品、IT等が上昇する一方で、耐久消費財では低下している(第1-2-16図)。

第1-2-16図 日本主要企業の海外売上比率：全体では低下



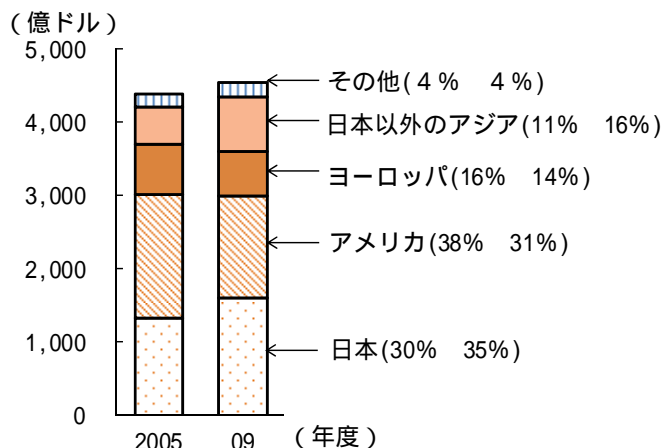
(備考) 1. ブルームバーグ等により作成。
2. 10年3月末に日経225に採用されている企業のうち、データが入手可能な212社が対象。
3. 10年のデータは2009年度のものを使用。

続いて、自動車産業、半導体産業、小売産業について具体的にみてみる。

⁴ ここでは、日経225に採用されている企業を対象に分析している。

まず、自動車産業では、日本国内での売上比率は30%から35%に若干上昇し、一方、欧米、特にアメリカ向けの売上げが38%から31%程度まで低下し、アジアでの売上げが11%から16%まで高まっている（第1-2-17図）。

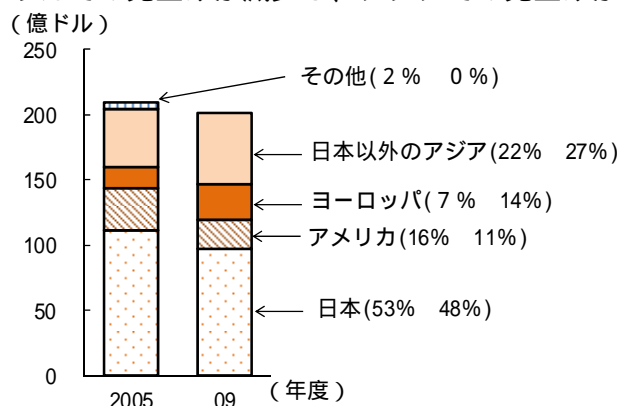
第1-2-17図 日本・自動車企業の売上先(05年と10年の比較)：
アメリカでの売上げが減少し、アジアでの売上げが増加している



(備考) 1. 日経225社に含まれる自動車製造販売企業7社の決算公表数値。
2. 売上げは合計、割合は平均値。

また、半導体産業においても、自動車産業と同様のことがいえ、アメリカ向けの売上げが16%から11%に低下し、アジア向けが22%から27%にまで高まっている（第1-2-18図）。

第1-2-18図 日本・半導体企業の売上先(05年と10年の比較)：
アメリカでの売上げが減少し、アジアでの売上げが増加している

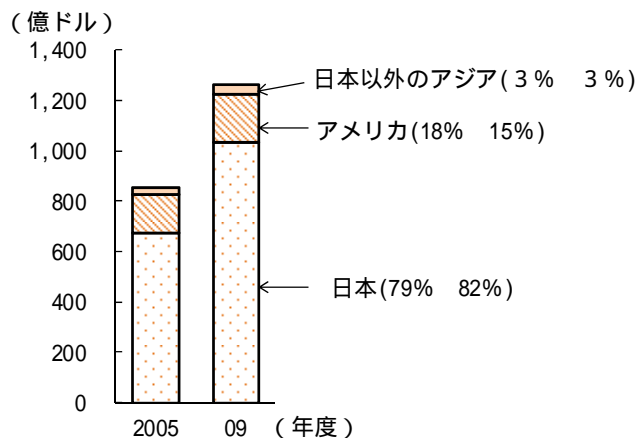


(備考) 1. 日経225社に含まれる半導体関連企業6社、エルピーダメモリ(株)及びルネサスエレクトロニクス(株)の決算公表数値。
2. 売上げは合計、割合は平均値。

一方で、日本の小売産業については、05年と比較すると、全体の売上げが大幅に伸びている中で、シェアには大きな変化は見られない（第1-2-19図）。

第1-2-19図 日本・小売企業の売上先(05年と10年の比較)：

大きな変化みられず



(備考) 1. 日経225社に含まれる小売関連企業3社の決算公表数値。
 売上げは合計、割合は平均値。
 2. 上記以外の地域の売上はどちらの年度も0%。

このように、先進国の企業は世界規模で活動の場を広げており、特にアジアの比重が高まっている。近年、ニューヨークの株式市場の日々の値動きが新興国の景況感の変化に連動することがあるが、こうしたことの背景には、先進国企業の活動の場として新興国のプレゼンスが高まっていることもあるものと考えられる。

2. 世界の資金の流れをめぐるリスクの増大

以上でみてきたように、世界の資金フローが増加する中で新興国のプレゼンスが拡大しており、また、国境を越えて企業が新興国にも活動の場を広げるなど、資本の「全球一体化」が進んでいる。

一方、新興国、先進国のいずれの側にも、世界の資金フローを不安定化させるリスク要因も存在している。

(1) グローバル・インバランス(経常収支不均衡)の再拡大

(i) 問題の所在⁵

各国の経常収支は、短期的な経済情勢の変化だけでなく、各国の人口動態や資源の賦存状況、対外投資ストックの多寡等にも大きく左右される。このため、経常収支の不均衡の存在自体は、必ずしも問題であるとはいえない。しかしながら、グローバル・

⁵ 詳細は、内閣府(2008)を参照。

インバランスの存在が何らかの世界経済の歪みを反映し、将来起こり得る危機の兆候を示す場合もある。2008年9月のリーマン・ショックを契機とする世界的な金融危機がそうである。これは、どのようなメカニズムによるものであろうか。

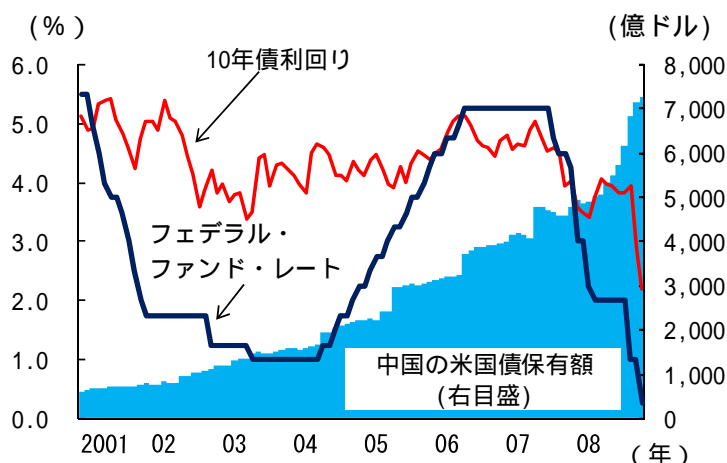
今般の世界金融危機の根本的な原因は、金融規制・監督が適切に行われなかったためにリスク管理が適切に行われず、金融機関による過剰なリスク・テイクを招いたことに求められる。しかし、マクロ経済にもこうした投資行動を助長した面があった。それがグローバル・インバランス拡大の裏側で起こった国際的な資本の流れである。

2000年代に入り、アメリカの過剰消費や新興国や産油国における経常黒字の拡大を背景に、グローバル・インバランスは拡大した。その結果、資金余剰となった新興国や産油国からアメリカやヨーロッパへ大量に資金が流入し、世界の金融市場の規模は大きく拡大した。世界全体で民間及び政府が発行した債券は、07年末で約80兆ドルと02年末時点（約43兆ドル）から5年間で2倍近くに膨らんだ。

アメリカやユーロ圏では低金利の状態が続いていた。長期にわたって緩和的な金融政策スタンスが継続したことに加え、新興国や産油国からの資金流入が増加したことが背景にある。例えば、中国による米国債の保有額は年々増加していた。その結果、政策金利（フェデラル・ファンド・レート）が引き上げられても、米国債の利回りがほとんど上昇しないという状況が生じた（第1-2-20図）。低利回りの状況が続く中、高利回り資産を求める金融機関は、リスク管理を十分に行わないままサブプライム・ローンや裏付け資産とする証券化商品を大量に保有し、金融危機の引き金となった⁶。

第1-2-20図 中国の米国債保有額と米国金利の推移：

中国による米国債保有が年々増加し、FF金利が引き上げられても米国債の利回りは上昇せず



(備考) ブルームバーグより作成。

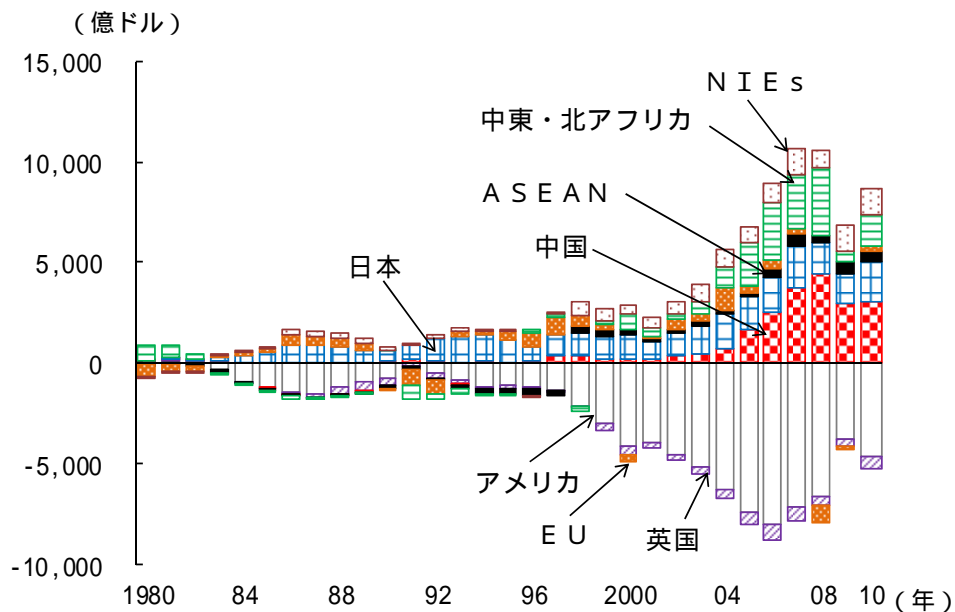
⁶ 内閣府 (2008)、Bernanke (2011)、King (2011)

(ii)世界金融危機により縮小したグローバル・インバランスの再拡大とその背景

世界金融危機発生後の2009年にはインバランスは一旦縮小したが、10年には再拡大している（第1-2-21図）。

具体的には、中国では2000年に205億ドルだった黒字額が08年には4,361億ドルに拡大し、09年には縮小したが10年には再拡大して3,054億ドルとなった。サウジアラビア等の産油国を中心とする中東・北アフリカ地域では、2000年の804億ドルから2008年には3,430億ドルまで拡大し、09年には縮小したものの再び拡大している。一方、世界最大の経常赤字国であるアメリカでは、2000年に4,164億ドルであった赤字額が06年には8,026億ドルまで拡大し、09年には3,784億ドルに縮小したものの10年には4,702億ドルと再び拡大した。

第1-2-21図 経常収支の動向：グローバル・インバランスは再拡大



(備考) 1. IMFより作成。10年は各国統計から内閣府作成。
2. 中東・北アフリカ及びASEANのうちベトナムの一部の値はIMFによる予測値。

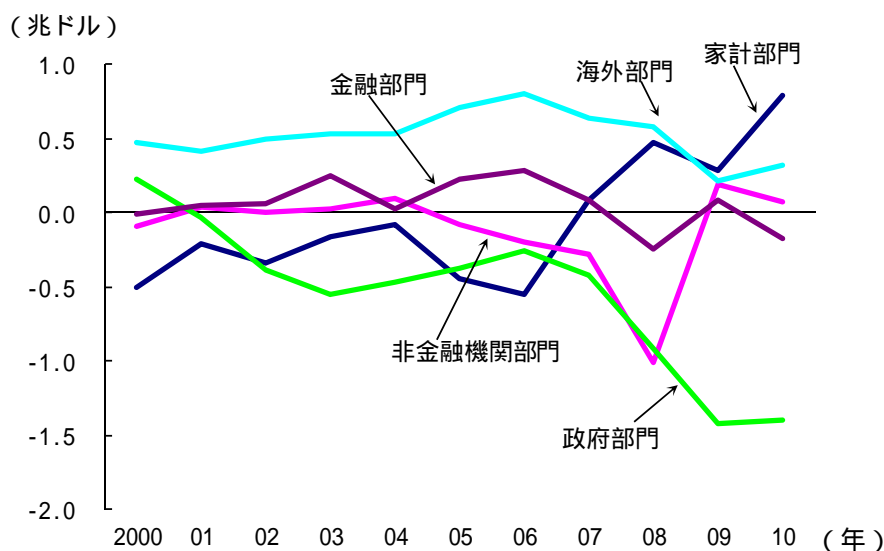
こうしたグローバル・インバランスの再拡大の背景として、各国の貯蓄投資バランスの問題と為替調整の問題が考えられる。

貯蓄投資バランスは、一国の資金の過不足の状況を表している。貯蓄が国内の投資を上回れば、経常収支は黒字になり、余剰資金が海外に投資される。逆に、国内の投資が貯蓄よりも多ければ、経常収支は赤字になり、海外からの資金でファイナンスされる。したがって、貯蓄と投資のバランスは経常収支の動きをみる上で重要なポイント

トとなる。

アメリカでは、世界金融危機発生後、バランスシート調整を進める家計部門では貯蓄が投資を上回る状態（貯蓄超）が続いている一方で、積極的な財政出動により政府部門の資金が不足している状況にある（第1-2-22図）。他方、中国では、自動車や家電の販売促進策など各種の消費刺激策が実施されてきているものの、年金や医療などの社会保障制度が不十分⁷であることから、病気や失業に伴う出費や所得減少、想定以上の長生きに対する備えといった将来の不確実性から家計が行う予備的貯蓄もあるとみられる。これもあって、中国のGDPに占める個人消費の規模は相対的に小さく、貯蓄率は20%を超えて上昇を続けている（第1-2-23図）。こうした米中双方の状況がグローバル・インバランスの再拡大の背景にある。

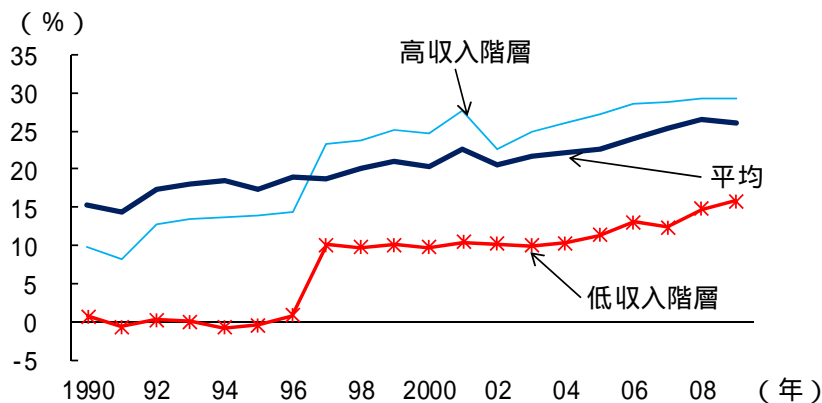
第1-2-22図 アメリカの部門別資金過不足の推移：
家計部門は貯蓄超である一方、政府部門が資金不足



（備考）FRBより作成。

⁷ 一般政府社会保障支出のGDP比は、OECD平均が2割程度であるのに対し、中国では5%程度に過ぎない。また、公的年金制度のカバー率は、OECD平均が8割強であるのに対し、中国では2割程度と非常に低い（OECD(2009)）。

第1-2-23図 中国の高い貯蓄率：上昇傾向続く



(備考) 1. 中国国家统计局より作成。
 2. 家計調査ベースのデータを用いて算出。
 貯蓄率 = (可処分所得 - 最終消費支出) / 可処分所得。

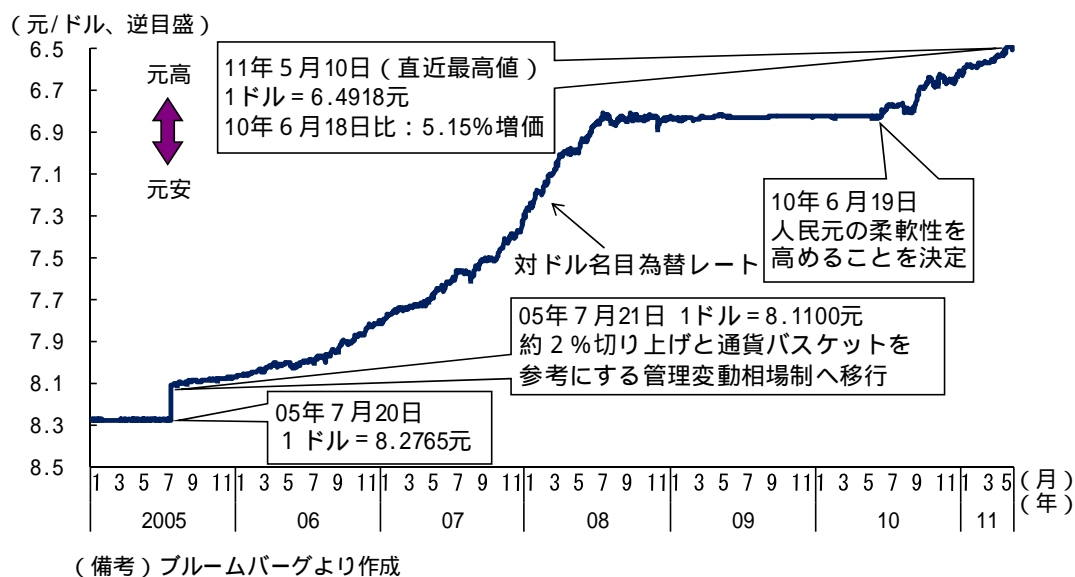
次に、為替調整についてみる。一般に、自国通貨の減価は輸出を増加させることを通じ、その国の経常黒字を拡大させる働きを持つ。一方、輸出相手国では輸入が増加するため、経常赤字が拡大する。為替相場が十分に伸縮的であれば、経常黒字が拡大した国の通貨は増価し、それが当該国の輸出競争力を低下させて中期的には経常黒字の拡大が抑えられることが期待される。しかし、通貨当局による外為市場への介入のために市場による為替レートの調整が適切に働かず、経常黒字が拡大した国の通貨が増価しない場合にはその拡大は抑えられず、結果として、グローバル・インバランスは拡大することになる。

経常黒字国の為替として、例えば、中国人民元をみると、その対ドル名目為替レートは徐々に切り上げられている(第1-2-24図)。中国政府は、05年7月21日に、人民元の対ドルレートを1ドル=8.28元から1ドル=8.11元に約2%切り上げ、同時にそれまでの事実上ドルにペッグをした管理変動相場制から、前日比0.3%までの変動を認める、通貨バスケットを参考とする管理変動相場制へ移行した。08年7月には世界的な景気後退を背景に一時的に変動幅を縮小した(事実上のドル・ペッグの復活)が、10年6月19日には為替レートの柔軟化を発表し、人民元は再び徐々に増価した。11年5月の時点の対ドル人民元レートは1ドル=6.49元と、05年の切上げ前と比べておよそ28%切り上がっている。しかし、IMFが人民元は中期的なファンダメンタルズからみると過小評価されているとコメントする⁸など、更なる切上げが必要との見方も多い⁹。

⁸ IMF (2011)

⁹ 同様の見方として、例えば、アメリカのバーグステン・ピーターソン国際経済研究所長は、2010年3月の議会証言で、人民元の対ドルレートは約40%過小評価されていると指摘している。

第1-2-24図 人民元の対ドル名目為替レートの推移：徐々に切上げ



(iii) グローバル・インバランス再拡大による国際資金フロー

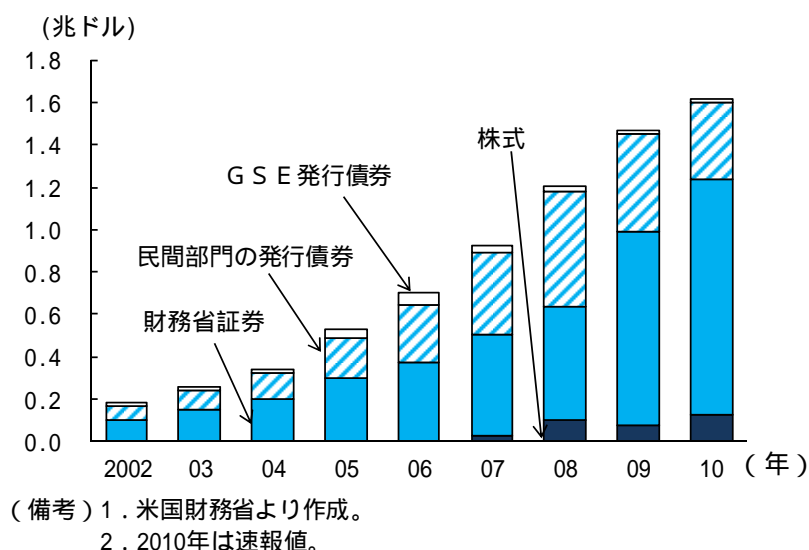
グローバル・インバランスが再拡大する中、新興国等の潤沢な資金が赤字国であるアメリカの財政をファイナンスする状況になっている。例えば、中国はアメリカが発行した債券を年々買い増しており、その内訳をみると、リスクが低い政府証券（国債等）とGSE¹⁰発行債券（エージェンシー債）がほとんどである（第1-2-25図）。中国がGDP比10%近いアメリカの財政赤字の一部をファイナンスするとともに、住宅市場を間接的に支えている構図となっている。

膨大な外貨準備を保有する中国は、その安全な運用先としてアメリカ国債やGSE発行債券を選んでいると考えられ、このような中国によるアメリカ国債の大量購入は、アメリカ国債の低位な利回りに寄与している。両国の現状は、結果として、双方にメリットがある状況といえなくもない。

しかしながら、貯蓄投資バランスや為替調整の問題に起因するグローバル・インバランスの再拡大は、次の(2)以降で見ると、力強い成長を続ける新興国のバブル懸念やアメリカの財政規律の緩みなど、新たなリスクにもつながりかねない。

¹⁰ GSEとは Government Sponsored Enterprises の略で、主に政府系住宅金融機関のファニーメイやフレディマックのことを指す。

第1-2-25図 中国が保有する米国発行債券の推移：
中国がアメリカ財政の一部をファイナンス、住宅市場も間接的に下支え



(iv) 不均衡是正に向けた取組

こうした貯蓄投資バランスや為替調整の問題は、アメリカをはじめとする経常赤字国が財政再建を進めるだけでなく、中国等の経常黒字国が為替レートの柔軟性を高めるなど、世界的な取組が無ければ解消されないと考えられる。

2010年11月に開催されたG20ソウル・サミットでは、対外不均衡の問題については具体的な行動が必要との意見が示され、経常収支を持続可能な水準で維持するためのあらゆる政策を追求する旨の首脳宣言と「ソウル・アクションプラン」が採択された。これを受け、11年4月には、対外不均衡の相互評価プロセス(MAP)を行うための参考として、対外バランスについては貿易収支を、対内バランスについては政府部門の財政赤字と公的債務、民間部門の民間貯蓄率と民間債務を評価項目とし、詳細な評価を受ける国を特定するための参照値を示すガイドラインが合意された。今後、当該ガイドラインに基づき、持続的な不均衡が存在する国の評価が行われることとなっている。また、「ソウル・アクションプラン」では、為替政策についても、為替レートの柔軟性を向上させるとともに、通貨の競争的な切下げを回避すること、為替レートの過度の変動や無秩序な動きを監視することが盛り込まれている。

なお、OECDの試算¹¹によれば、全OECD加盟国での財政再建、ドイツ、日本、中国における製品市場の規制改革、中国における公的医療支出の増加及び金融市場改

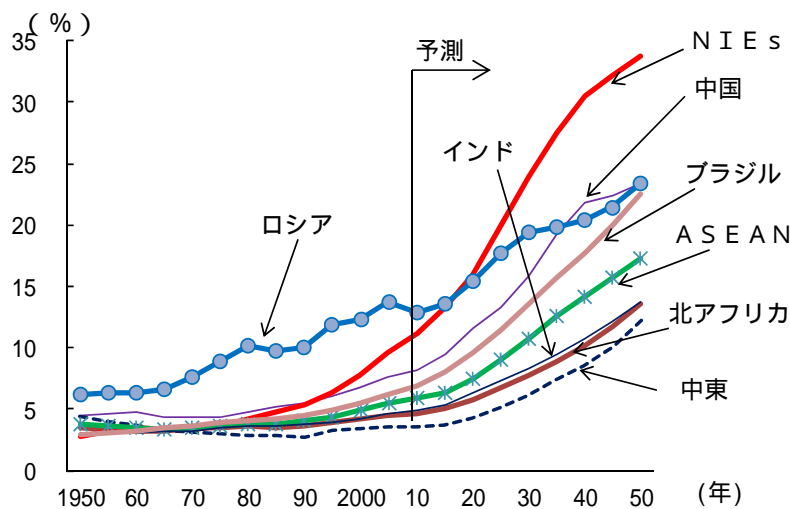
¹¹ OECD (2011)

革を同時に実施した場合、OECDに中国を加えた地域の対外収支不均衡¹²が3割程度減少し得るとされている。

このように、グローバル・インバランスの是正に向けて国際的な政策努力が継続的に行われていくことになっているが、他方で、新興国の台頭により、国際社会のプレイヤーは多数になり、また、多様化している。そのため、経常黒字国と赤字国が政策協調を円滑に行うことが難しくなり、不均衡の是正が容易には進まない可能性もある。実際、為替による不均衡の調整について、中国人民銀行総裁は「東アジアの高貯蓄は主として文化的、構造的な性質のものであり、単に為替調整を行っても貯蓄行動には影響を及ぼさない」との見解¹³を示しており、為替切上げを求める先進国とスタンスは対立している。

一方で、長期的にみれば、新興国の人口構造の変化に伴い、貯蓄投資バランスが変わる可能性もある。現在、多くの先進国において高齢化が進展しているが、今後は中国をはじめとする新興国等でも急速な高齢化が見込まれる(第1-2-26図)。ライフサイクル仮説に基づけば、高齢化の進行は貯蓄を取り崩す人口が増加することを意味し、貯蓄率の低下や投資の減少につながり得る。これが、グローバル・インバランスを縮小させる要因になる可能性もある。

第1-2-26図 新興国等の今後の高齢化：急速に進展



(備考) 国連より作成。

(2) 新興国のバブル

中国やインド等の新興国では、景気が内需を中心に拡大しており、今後も拡大傾向

¹² 当該地域の貯蓄投資バランスのGDP比の絶対値の加重平均。2009年で3%半ば。

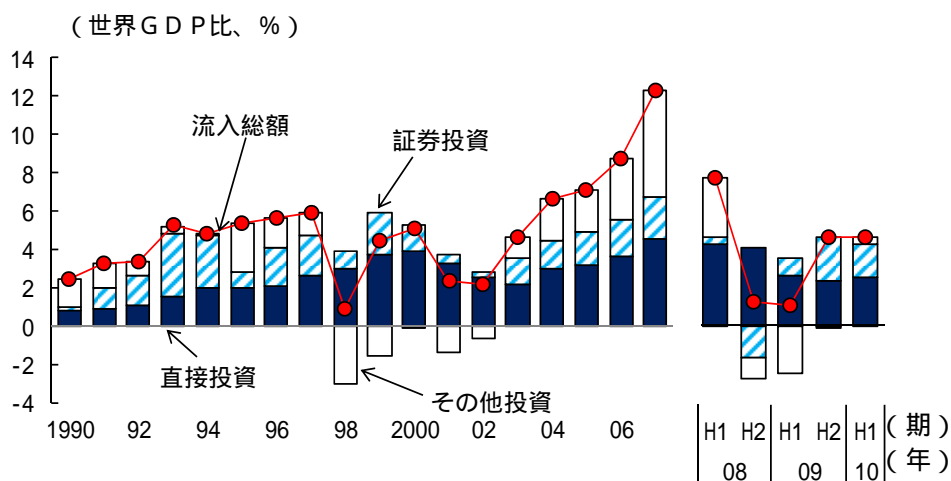
¹³ Zhou(2011)

が続くと見込まれる。こうした中、例えば中国では実需に加えて投機的な動きもあり不動産価格が上昇する¹⁴など、新興国では景気の過熱感が強まっている。こうした新興国では、一次産品価格を中心に物価上昇によるリスクが高まっていることから、金利引上げや預金準備率の引上げ等の金融引締めが行われているが、不動産価格や物価の上昇に歯止めがかかっていない。

一方で、先進国では緩和的な金融政策運営が続けられている。特にアメリカでは、(1)でみたとおり、グローバル・インバランスが再拡大する中で新興国等の潤沢な資金が米国債に向かっており、米国債の低位な利回りに寄与している状況にある。このようにアメリカ等の先進国に流入した資金の一部は、再び新興国に流入しているとみられる。新興国は先進国と比べて経済成長のスピードが速いほか、金利水準が高いため、高収益を求める先進国の投資家等が、新興国を投資先に選んでいることがその背景にあると考えられる。

新興国に流入している資金の内訳をみると、証券投資はリーマン・ショック後に一時的に流出超に転じているものの、09年半ばからは流入超の状況が続いている(第1-2-27図)。

第1-2-27図 新興国への資本流入：
証券投資が09年半ばから再び流入拡大

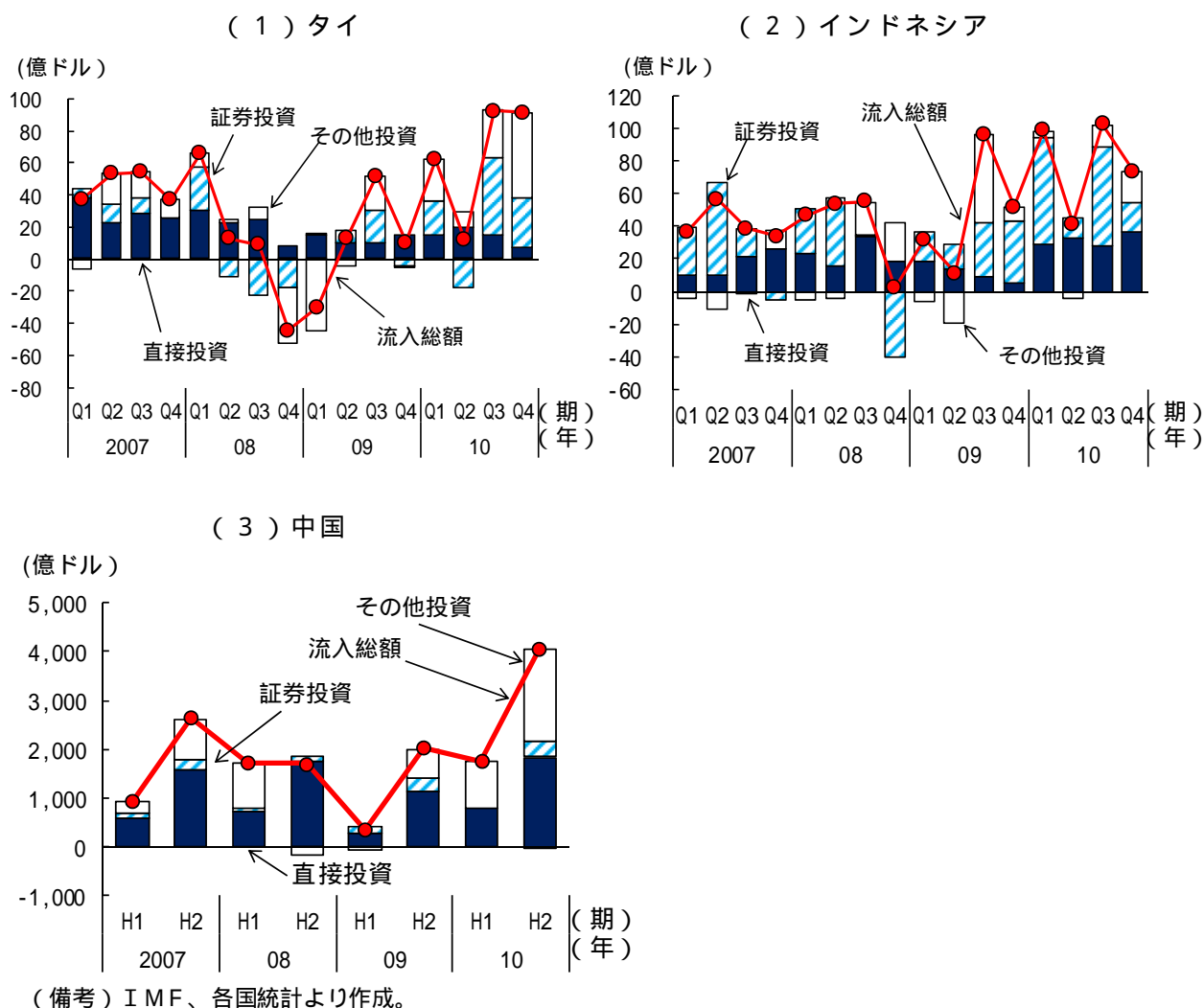


例えばアジア新興国への資金フローの動きをみると、タイやインドネシアでは、09年半ば以降、流入総額に占める証券投資やその他投資(金融派生商品、貸付・借入等)

¹⁴ 詳細は、第2章第2節を参照。

の割合が大きくなっている（第1-2-28図）。また、中国では09年後半よりその他投資が急増し、10年後半には1,887億ドルにもものぼっている。

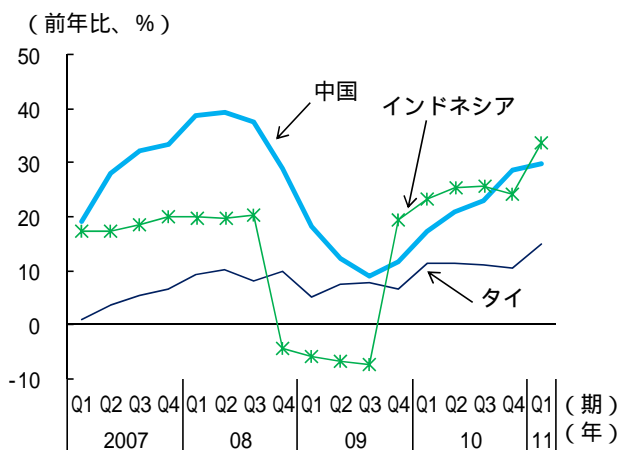
第1-2-28図 アジア諸国への資本流入：
09年半ば以降、証券投資やその他投資が急増



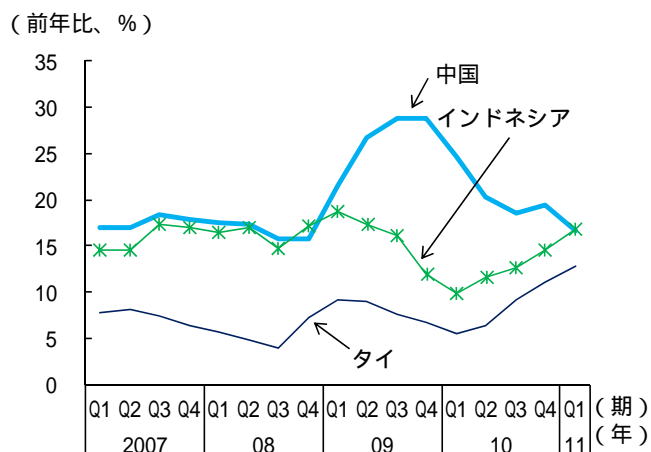
アジア新興国のマネタリーベース（ベースマネー）の動きをみると、タイ、インドネシア、中国ではいずれも09年後半から前年比の伸び率が拡大傾向にある。一方、マネーサプライ（マネーストック）については、10年に入りタイとインドネシアで前年比上昇率が高まっているものの、中国では低下しており、国ごとに状況が異なっている（第1-2-29図）。

第1-2-29図 アジア新興国のマネタリーベース及びマネーサプライの動き：
 マネタリーベースの伸び率は上昇傾向

(1) マネタリーベース



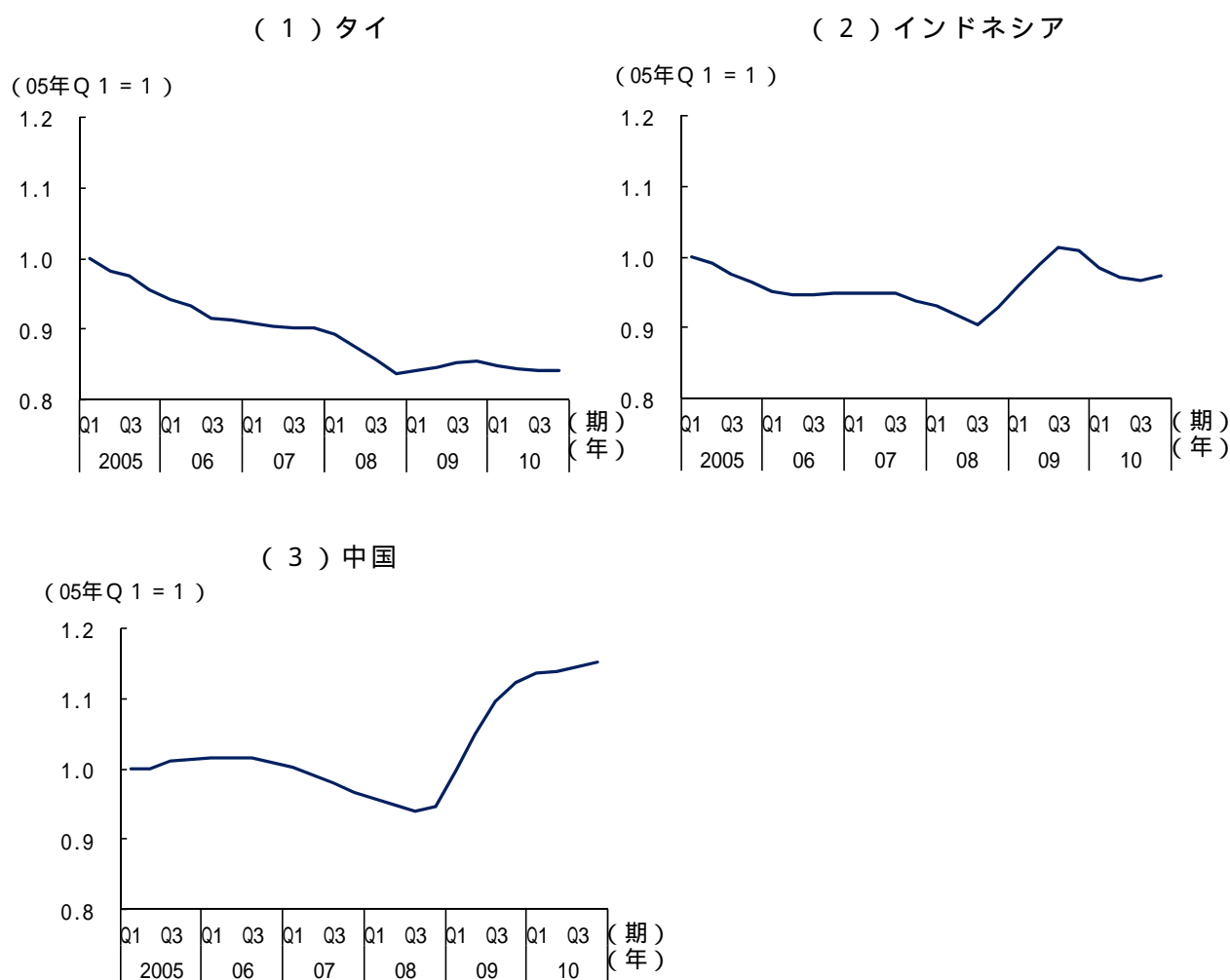
(2) マネーサプライ



- (備考) 1. 各国統計より作成。
 2. マネタリーベースは流通通貨と中央銀行当座預金残高の合計。
 マネーサプライは現金通貨と預金通貨、準通貨等の合計。
 3. マネーサプライはM 2。ただし、タイはM 3。

次に、マーシャルのkを用いて、実体経済の拡大以上にマネーサプライが増加していないかを確認する(第1-2-30図)。いずれの国についても、08年の半ばにかけてマーシャルのkは低下基調であった。しかし、世界金融危機発生後、政策金利引下げによる緩和的な金融政策が採られたことや、中国では08年11月に総量規制が撤廃されたことも影響し、マーシャルのkは上昇に転じた。タイに関しては、10年に入りマーシャルのkの上昇に歯止めがかかりつつあるものの、中国では上昇が続いており、また、インドネシアでも10年後半に上向いている。こうした国では、実体経済の拡大以上にマネーサプライが増大している可能性がある。

第1-2-30図 アジア新興国におけるマーシャルのkの動き：
中国で上昇傾向



- (備考) 1. 各国統計より作成。
 2. マーシャルのk = マネーサプライ ÷ 名目GDP。
 3. マネーサプライはM2。ただし、タイはM3。
 4. いずれの国のマーシャルのkも後方4四半期移動平均値。

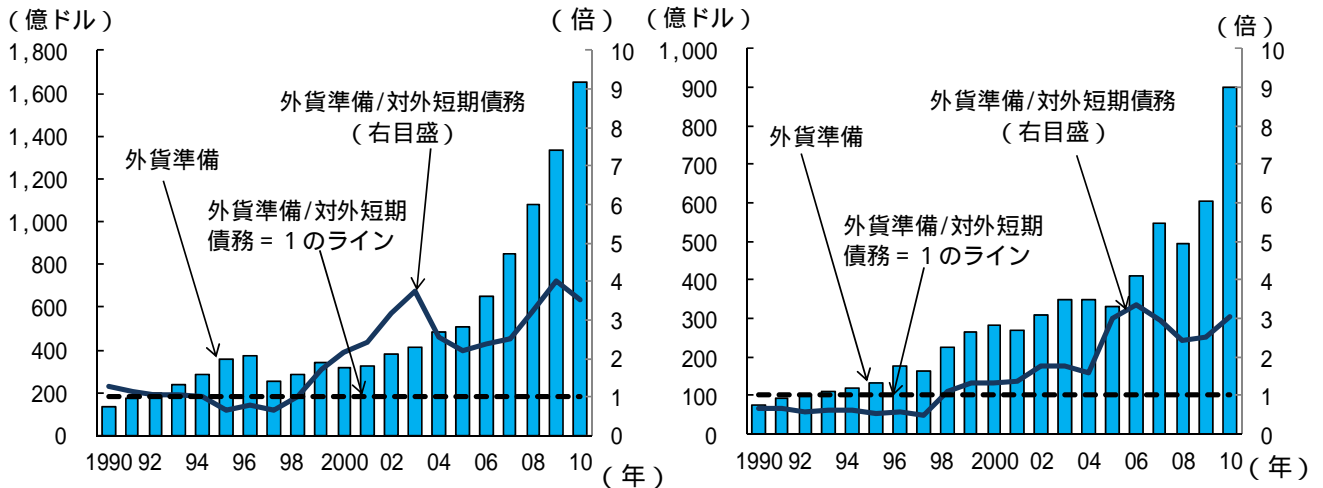
1990年代のアジア通貨危機前後の状況を振り返ると、当時は大量の資本流入を背景にアジア新興国では対外短期債務が増加していた(第1-2-31図)。為替政策が事実上のドル・ペッグを採用しており、大量の資本流入が起こると、本国通貨のドルに対する増価圧力を抑えるため、本国通貨売り、外国通貨買いの為替介入を行い、外貨準備も積み増されていた。しかしながら、危機が起こった97年にかけて、インドネシア、タイでは対外短期債務の額が外貨準備を上回るようになった。先進国による資金の引上げが起こった際、外貨準備が十分でなく、銀行等による国外債権者への債務返

済のためのドル需要の急増に対応できなくなったことが、アジア通貨危機につながった。

第1-2-31図 新興国の対外短期債務と外貨準備：
アジア通貨危機前後に対外短期債務が増加

(1) タイ

(2) インドネシア



(備考) 各国統計、IMF、世界銀行より作成。

2000年代に入ってから動きをみると、これらの国はアジア通貨危機の反省を踏まえ、十分に外貨準備を保有している模様である。しかし、今後も新興国への資金流入が続いて対外短期債務が外貨準備を上回る状況となり、万が一これらの国から資金が急激に流出した際には、通貨の大幅な下落や金融システム不安に至る可能性がある。

アジア通貨危機直前のような大量の資本流入が起こることを未然に防ぐため、現在、タイ、インドネシア、中国等では、外貨建て短期債務に対する制限等海外からの資金流入への規制強化を実施している(第1-2-32表)。また、急激な資金流出に対応するため、通貨スワップによりアジア域内で外貨準備を融通する仕組み(チェンマイ・イニシアティブ)も構築されている。

第1-2-32表 最近のアジアの資本規制

タイ	<ul style="list-style-type: none"> ・国内の個人・法人による外貨預金の上限額緩和等（10年9月23日発表） ・外国人投資家による国債投資に関する課税免除を解除等（10年10月12日発表）
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> ・外国人による国内銀行に開設されたルピア建ての勘定を通じて受け入れる短期預金を制限（10年12月29日発表） ・中央銀行短期証券の最低保有期間を半年間に制限（11年4月12日発表）
中国	<ul style="list-style-type: none"> ・外貨建て短期債務の規制強化（10年11月9日発表） ・外資系企業の中国株投資の監視強化等（10年11月9日発表）
韓国	<ul style="list-style-type: none"> ・銀行の為替デリバティブポジションの上限を設定（銀行のポジション調整は2年間の猶予期間を設定）及び外貨借入れの用途規制強化等（10年6月13日発表） ・外国法人・非居住者による国債・通貨安定証券への投資に関する課税免除を解除する方針を発表（10年11月18日発表） ・国内銀行及び外国銀行の国内支店が保有する外貨建ての負債（預金を除く）に対して課税する方針を発表（11年後半より実施予定）（10年12月19日発表）
台湾	<ul style="list-style-type: none"> ・外国人投資家保有資産のうち、公債及び短期金融商品への投資額を30%以内に制限（10年11月9日発表）

（備考）各国資料より内閣府作成。

（3）アメリカ財政の持続可能性と市場による規律

08年のリーマン・ブラザーズの破たんを契機とした世界金融危機や景気後退に対処するため、多くの先進国において積極的な財政刺激策が実施された。

アメリカでは、こうした積極的な財政出動による歳出拡大や減税に加え、景気後退による税収減により、財政赤字が拡大し、公的債務も急増している。具体的には、10年度の財政赤字は1兆2,942億ドルとなっており、GDP比で8.9%の水準となっている。連邦政府債務残高（民間保有分）は10年度末時点で9兆ドルとGDP比62.2%の水準まで増大している¹⁵。

このような中、グローバル・インバランスの再拡大の結果として新興国や産油国から流入した資金が、アメリカの財政赤字をファイナンスする構図となっている。

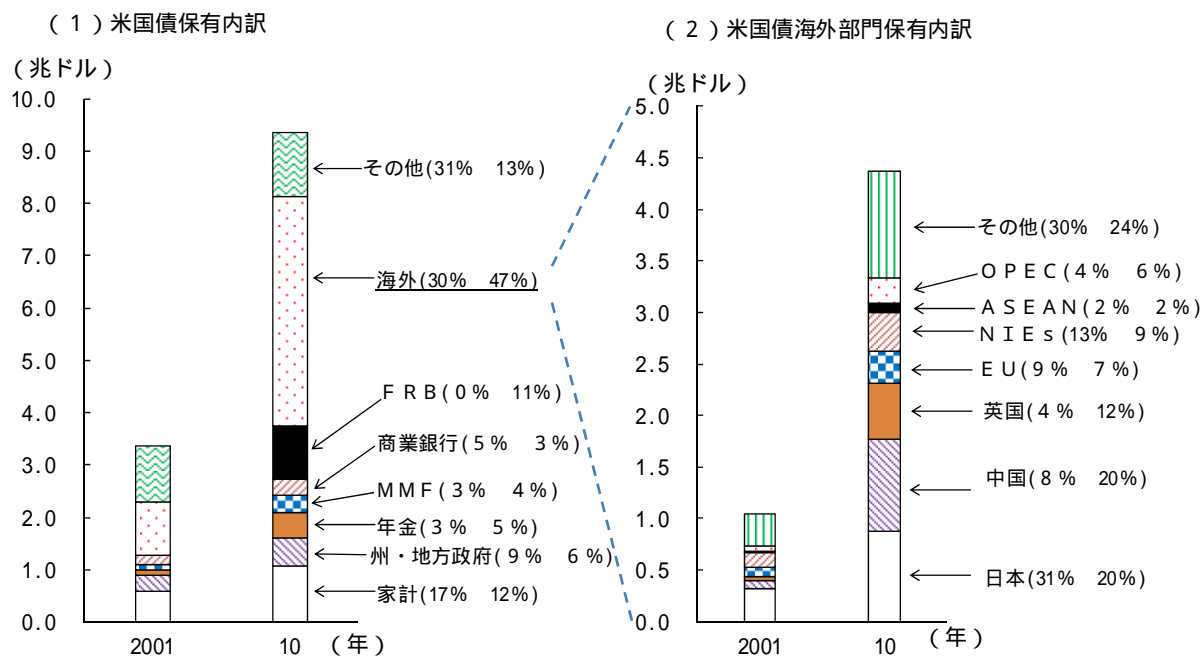
例えば、米国債の10年末時点での保有者をみると、全保有者のうち、アメリカの家計、州・地方政府、年金の合計が23%、FRBが11%を占める一方で、海外諸国は47%のシェアとなっており、01年時点よりも海外保有割合が大幅に上昇している。海外諸国の内訳をみると、2000年代初頭には日本のほか中国、ドイツ、香港等が中心であったが、10年時点では日本の割合が低下する一方で、新興国や産油国の占める割合が大きく上昇している。特に、中国の占める割合は01年の8%から10年には20%まで上昇

¹⁵ 詳細は第2章第3節を参照。

している。O P E Cの占める割合も、01年の4 %から10年には6 %に上昇している(第1-2-33図)。これらの国々は、外貨準備の安全運用先として、米国債を多く保有しているとみられる。また、08年後半から金融政策において量的緩和が行われており、10年11月からは、11年6月までの間に6,000億ドルの米国債をF R Bが買い取る量的緩和の第2弾(Q E 2)が進められるなど、結果として、財政の一部が金融政策によっても支えられている状況にある(第1-2-34図)。

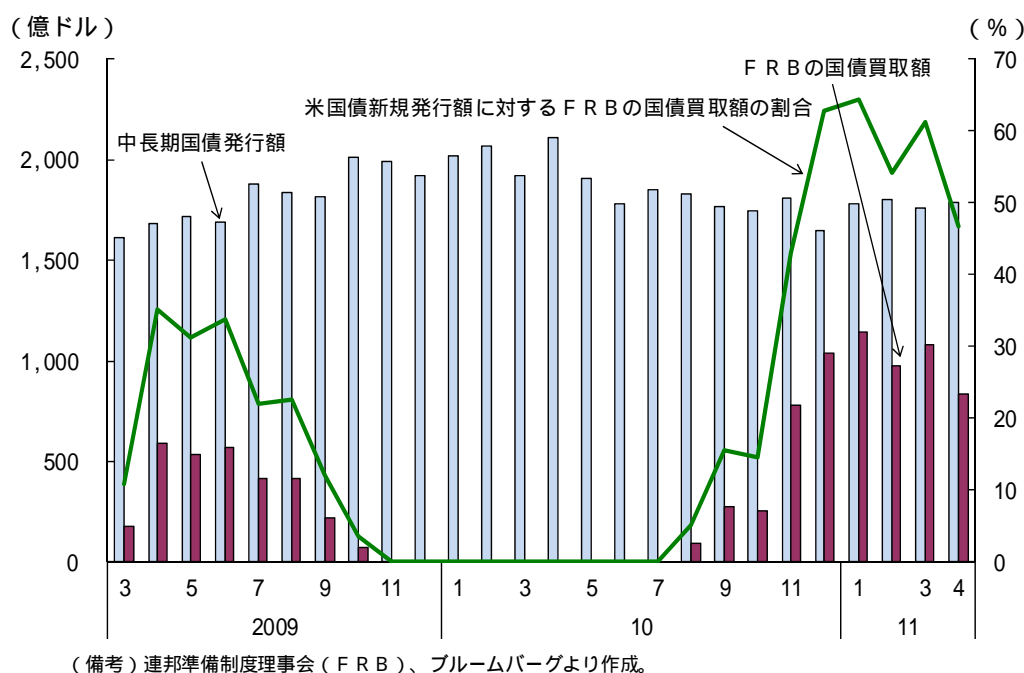
このように新興国・産油国の潤沢な資金による財政赤字のファイナンスが続けられれば、国債利回りが低位に抑えられるが、金利による市場の規律が効かないことで、アメリカの財政規律そのものが緩む可能性も考えられる。

第1-2-33図 米国債の保有状況：新興国・産油国の割合が上昇



(備考) 連邦準備制度理事会(F R B)より作成。

第1-2-34図 F R Bによる米国債購入の推移：
 国債の新規発行額に比べるとおよそ半額を買い取り



(4) 金融システミック・リスク増大の可能性

(i) 金融機関の寡占化、巨大化の傾向

先進国の金融システムは、金融機関の寡占化、巨大化の傾向が継続している。

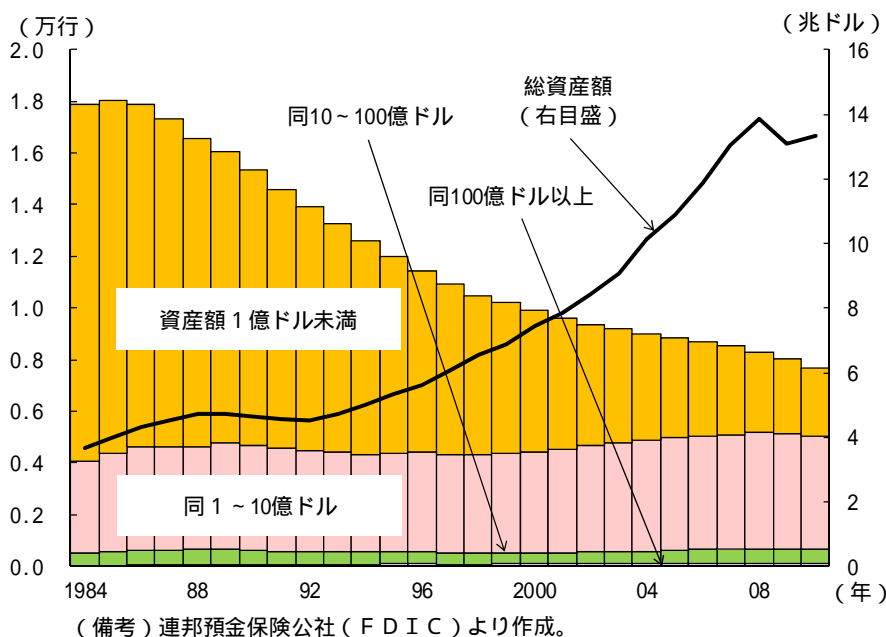
アメリカでは、2000年には米連邦預金保険公社 (F D I C) 加盟の金融機関数は10,000行程度あったが、資産額1億ドル未満の金融機関を中心に淘汰が進み、10年には8,000行弱まで減少している。一方で、総資産額についてみると、90年代半ばから大きく増加しており、2000年時点と比べて2倍程度となっている (第1-2-35図)。

ヨーロッパでも金融機関数の減少が続き、2000年には7,500行程度あった金融機関は10年には6,300行程度になっている。総資産額はアメリカと同様、この10年で2倍程度に増加している (第1-2-36図)。

このように金融機関が寡占化、巨大化すると、金融機関のガバナンスの強化やリスク管理の徹底、国際的な規制・枠組みの実効性の確保が適切になされない場合には、システミック・リスクが増大する可能性が高まるといえる。

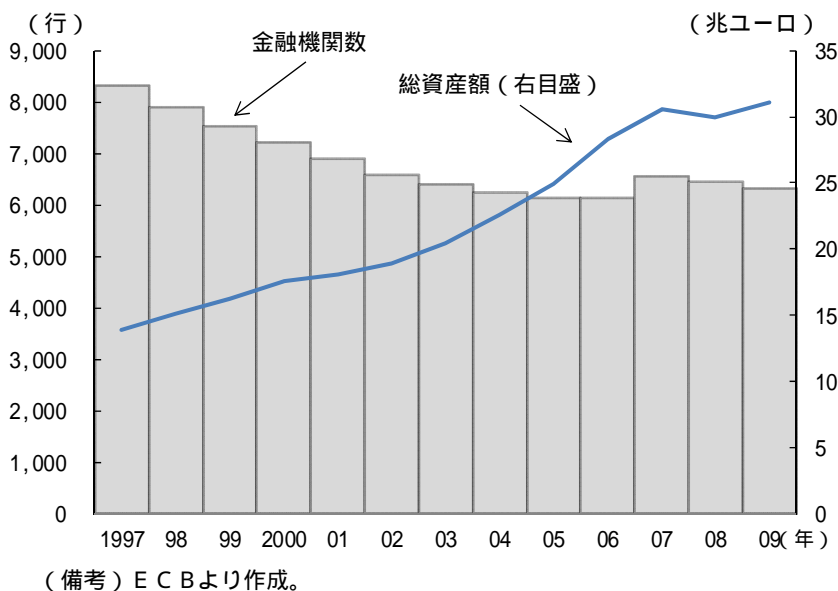
第1-2-35図 アメリカの金融機関の動向：

中小金融機関を中心に淘汰、総資産額は2000年時点の約2倍に



第1-2-36図 E Uの金融機関の動向：

アメリカと同様、金融機関数は減少する一方、総資産額はこの10年で約2倍に



(ii) 金融システム強化のための取組

世界金融危機の根本的な原因が金融機関による過剰なリスク・テイクによる投資行動にあったことから、現在、各国で金融システムの強化のための枠組み作りが行われている。

バーゼル銀行監督委員会¹⁶では、2010年11月のソウル・サミットにおいてG20首脳によって承認された銀行の自己資本と流動性に係る国際的な基準の詳細として、同年12月にバーゼル を公表した。このバーゼル では、(1)資本水準の引上げ、具体的には、現行バーゼル で設定されている総資本最低所要比率8%に加えて、普通株等Tier 1(いわゆるコアTier 1)比率が4.5%、Tier 1比率が6%に設定され、(2)資本の質の向上のため、普通株等Tier 1から普通株転換権付優先株が除外され、普通株及び内部留保のみが算入される。また、(3)プロシクリカリティの緩和及びストレス時の資本保全を目的として最低所要資本に加え普通株等Tier 1で2.5%の上積みが求められる(資本保全バッファ)。さらに、(4)レバレッジ比率¹⁷や(5)新たな流動性規制¹⁸が導入されることとなる。加えて、(6)カウンター・パーティ・リスク¹⁹の評価方法の見直しが行われることとなった。このバーゼル の各国における適用は、2013年以降段階的に実施されることとなっている。

アメリカでは、抜本的な金融規制改革を内容とする金融規制改革法²⁰が10年7月に制定された。同法では、新たな機関である消費者金融保護局²¹を新たに設置し、強力な消費者保護を行う権限を付与している。また、金融機関が過度のリスクを抱えることを抑制するため、銀行等が自己勘定取引やヘッジファンド・未公開株投資ファンドへの投資・出資を行うことを禁止する、いわゆる「ボルカールール」が導入されることとなった。さらには、システミック・リスクに対処するためのマクロ・プルーデンス政策として、金融システムの総合的な監視を行う組織である金融安定監督協議会²²が創設されることとなった。10年10月には、第1回金融安定監督協議会が開催され、金融規制改革法の実体化を11年夏から秋頃までに行うとするロードマップが決定された。このようにミクロ・マクロの両面からの新たな金融規制が緒についた。しかしながら、銀行や貯蓄金融機関といった預金取扱機関や、保険、証券等、各金融分野の規

¹⁶ バーゼル銀行監督委員会は、金融システムの監督及びリスク管理に関する実務を世界的に促進し強化するための銀行監督に関する継続的な協力のための協議の場。

委員会のメンバーは、アメリカ、英国、フランス、ドイツ、イタリア、日本、韓国、ルクセンブルク、オランダ、スペイン、スウェーデン、スイス、オーストラリア、ベルギー、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、トルコ、アルゼンチン、ブラジル、カナダ、中国、香港、インド、インドネシア、メキシコの代表で構成され、また、オブザーバーとして、欧州中央銀行、欧州委員会、IMF等が参加している。

¹⁷ 銀行システムにおけるレバレッジ抑制を目的として新たに設定された。新定義のTier 1をエクスポージャー(金融資産のうち市場の価格変動リスクにさらされている資産のこと)で割ったもの。

¹⁸ ストレス時の預金流出等への対応力を強化するために流動性カバレッジ比率が導入され、長期の運用資産に対応する長期・安定的な調達手段を確保することを目的として安定調達比率が導入される。

¹⁹ OTCデリバティブ取引について、カウンターパーティの信用力をデリバティブ取引の評価額に反映させる。

²⁰ ドッド・フランク・ウォールストリート改革・消費者保護法。

²¹ 100億ドル超の資産を持つ銀行及び信用組合やその他全ての住宅ローン関連事業者、短期金融業者、学生ローン、債務回収業者等の大規模なノンバンクに対する検査と規制執行権限を有する。

²² 財務長官を議長とし、FRB(連邦準備制度理事会)やSEC(証券取引委員会)など各金融監督当局がメンバーとなる。

制・監督は、F R B (連邦準備制度)やF D I C (連邦預金保険公社)、O T S (貯蓄機関監督局)、S E C (証券取引委員会)、州政府等、依然として多数の機関によって担われている²³。世界金融危機の背景として、複雑な監督制度が新たな金融商品やサービスに対応しきれなかったことも指摘されており、こうした問題が新たな規制枠組みの下で解消したとまではいえない。また、前述のロードマップにおいては消費者金融保護局の機能の設計が11年7月まで、「ボルカールール」の基準の作成は11年10月までに行われることとなっているなど、金融規制改革法の詳細はこれから具体的に定められることとなっており、実効ある規制となるかどうか、今後の検討を注視する必要がある。

英国では、財務省が設置した銀行独立委員会 (Independent Commission on Banking) が、11年4月、銀行の健全性を高めるための提言を含む中間報告を発表した。同報告には、普通株等Tier 1比率について、パーゼル が求める普通株等Tier 1比率(4.5%)と資本保全バッファ(2.5%)の合計(7%)より高い10%に設定することにより、資本の積増しを求めることや、リテール業務を法人向け業務・投資銀行業務から分離することなどの改革案が盛り込まれている。同年9月には最終報告が提出され、その内容を踏まえ、英国政府において国内の銀行政策の見直しが行われることとなっており、その動向が注目される。

3. 増大するリスクに対応した経済政策

これまでみてきたように、2000年代以降のこの10年の間で、世界の直接投資・証券投資において新興国のプレゼンスが著しく高まってきており、また、先進国企業が世界規模で活躍し、新興国で売上げをあげるようになっていく中で、情報技術、金融技術の革新もあいまって、世界の金融・資本市場は文字通り「全球一体化」が進展している。

こうした大きな流れの中で、各国の貯蓄投資バランスの問題や新興国の為替調整の問題を背景に、グローバル・インバランスが再拡大している。グローバル・インバランスの再拡大は、それ自体が必ずしも問題とはいえないが、国際的な資金フローの急激な拡大、特に新興国の潤沢な資金がアメリカの財政赤字をファイナンスする構図は、(1)アメリカの財政規律の緩みや、(2)金融機関が過度に高リスク、高利回りを求めて新興国に資金が再流入することによる新興国のバブルの可能性といったリスク要因を内包する。また、(3)金融機関の寡占化、巨大化による金融システミック・リス

²³ アメリカの金融監督制度の詳細は、内閣府(2008)を参照。

ク増大の可能性もある。

過去を振り返ると、マクロ経済政策は、自国経済の安定を念頭に講じられてきた。しかし、「全球一体化」が進行する中、各国が自国にとって最適な政策を講じても、それが世界レベルでは最適な結果をもたらさない場合もある。各国は、自国の政策が他国に与える影響（波及効果）も考慮しなければならない。こうした考えに基づき、例えば、インバランスの是正に関してどのようなスピードで調整を進めていくかについての国際的な合意が必要との意見もある²⁴。したがって、今後は国際社会全体としてこうしたリスクをいかに軽減するかという視点をもって政策協調を深めていくことが極めて重要である。

一方、国際社会の主要プレイヤーの多数化・多様化により、すべての国が足並みをあわせて政策協調を進めることが難しく、実があがらない場面も多いと考えられる。我が国においては、政策当局が一体となって、内外のリスクを絶えずチェックし、先行きリスクの検出に努めるとともに、リスクの多い国際金融環境下にあっても安定的なマクロ経済環境を維持できるよう、慎重な経済政策運営、特に財政の持続可能性を確保し、リスクにさらされないようにすることが肝要である。

²⁴ King (2011)は、グローバル・インバランスを縮小させるために、関係各国の消費支出の調整速度についての合意を得るとともに、為替調整も含めた様々な政策対応が求められると述べている。その上で、これら二つの取組みが無ければ、世界経済の回復はぜい弱なものとなり、金融危機が再び発生する可能性があるとは指摘している。