

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—

(説明資料)

平成 17 年 12 月

内閣府

政策統括官室 (経済財政分析担当)

2005 年秋版の特徴

- 今回の報告の特徴は、1) 世界的な貯蓄・投資の不均衡、2) 不動産価格の動向、という現在世界経済が抱える2つの大きなテーマについて取り上げ、分析を行っていることである。
- 世界的な貯蓄・投資の不均衡は、アメリカの大規模な経常収支赤字、増加する産油国の黒字、アジア地域の経済規模からみれば大規模な経常黒字の存在など、地域的な不均衡が顕在化、長期化しており、均衡へ向けた調整が生ずると相当な規模の影響があると考えられる。
- 今日の世界景気の動向は、アメリカの力強い経済成長に依存するところが大きい。中国経済も国内需要に加え、輸出が牽引する高成長という性格を強く持つ。このため、アメリカの景気を支えている重要な要素である資産価格の動向、特に住宅価格の動向がアメリカ経済、ひいては世界経済の景気に重要なファクターとなる。
- 今回の報告は、これら二つのテーマを取り出し、不均衡の発生要因や不動産価格の形成要因を分析した上で、諸国間の状況を比較評価し、将来への示唆や必要となる政策的対応を検討したものである。
- また、世界経済の展望（第 II 部）では、世界経済の見通しに加え、昨今の原油価格の動向とその背景についてとりまとめて報告している。

主な分析の視点

- 1) アメリカの不均衡は歴史的にみても巨額であるが、かつての双子の赤字の再現とは異なり、政府、家計の赤字を民間企業の黒字と海外からの資金で埋め合わせている。特に海外からの資金流入は、アメリカ経済の成長展望（投資収益率）に依存している。住宅価格の上昇に依存する消費、及び設備投資が成長の牽引力であることから、企業の貯蓄・投資バランスの現状と IT バブル崩壊後の企業部門の資本ストック調整の現状等を分析する。
- 2) 住宅価格の上昇の背景、アメリカの住宅価格の上昇率が各国と比較して異常に高いのか、その消費への効果はどうなっているか、IT バブル崩壊等極めて大きな需要ショックの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、等を評価する。

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、黒字国の拡がり

- 世界経済は回復を続けているが、経常収支不均衡は拡大している。アメリカの経常収支赤字は 2005 年 1-6 月期には 3,943 億ドル（GDP 比 6.4%）となった。
- 最近では、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。

第1-1-1表 世界の経常収支

(10億ドル)

	81~90年	91~95年	96~2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005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
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	
ASEAN 4 か国	-6.8	-18.7	10.5	21.7	27.2	30.9	27.6	
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	

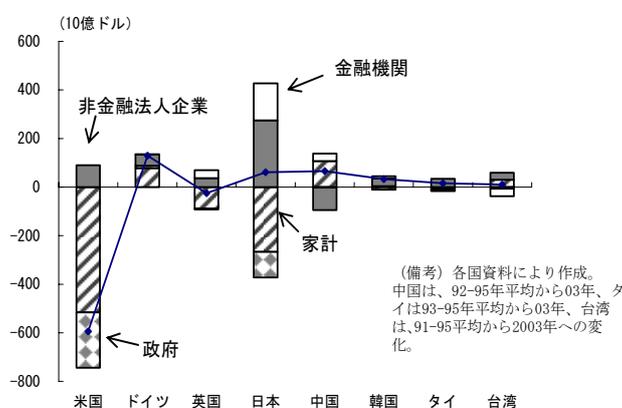
(備考) 1. IMF “World Economic Outlook Database”より作成。

2. ASEAN 4 か国は、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア。

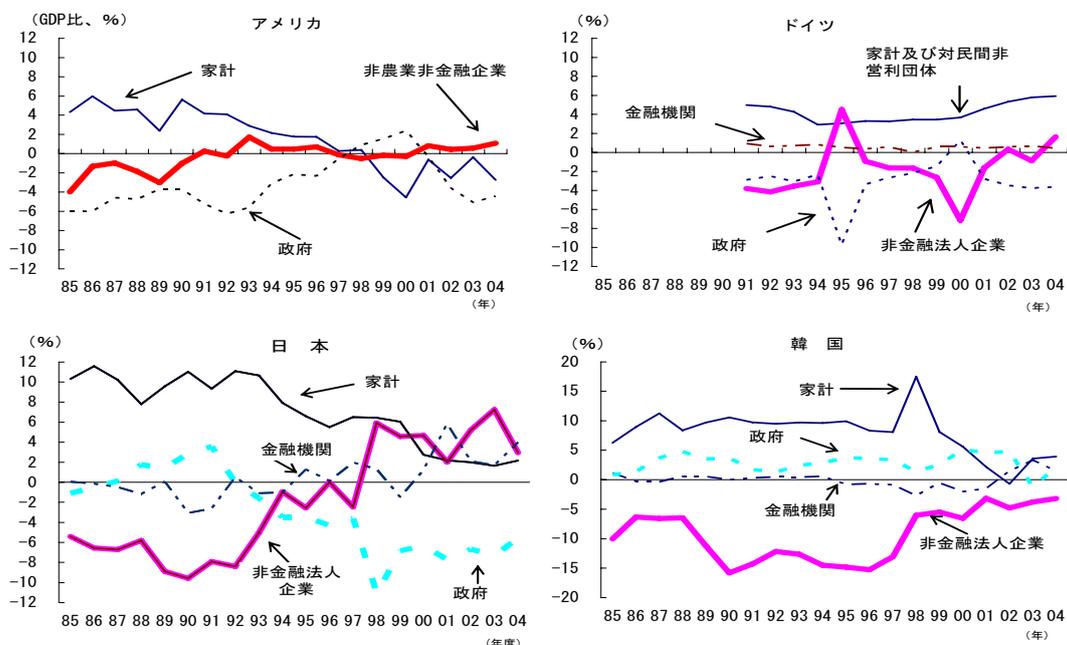
2. 貯蓄・投資バランス：黒字化傾向がみられる企業部門と、国により異なる家計部門

- 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。
- 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）



第1-2-1(1) 主要国の部門別資金過不足

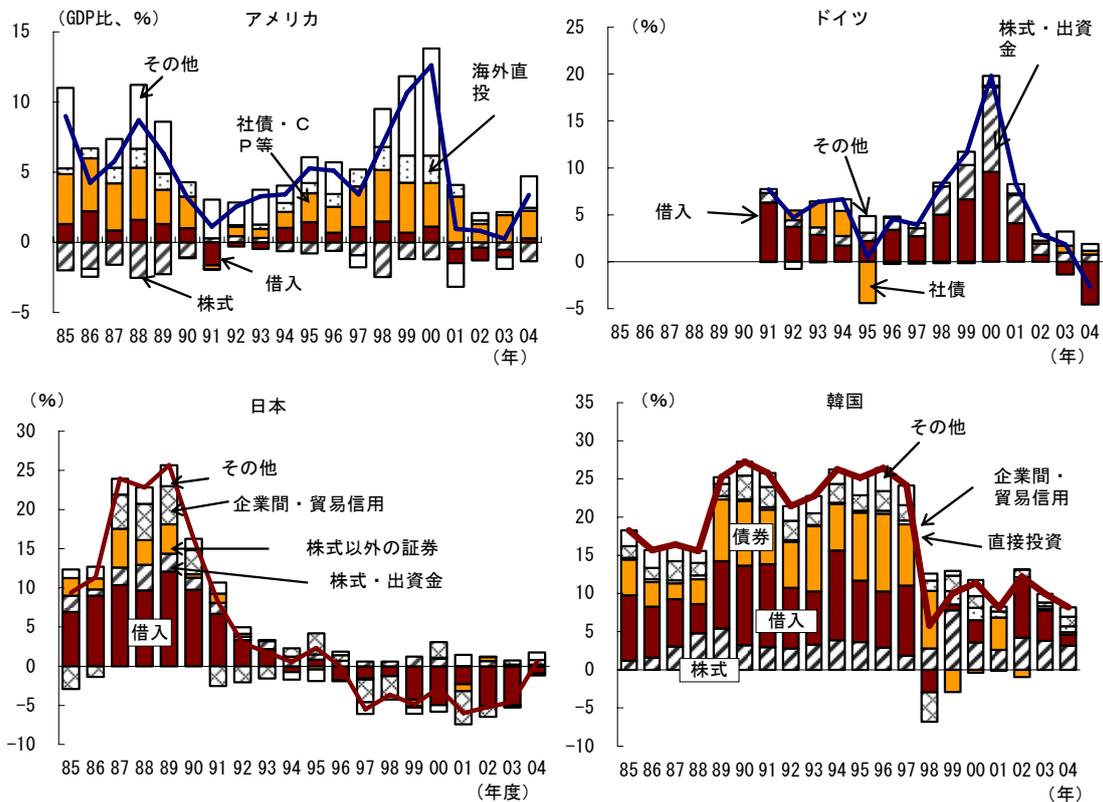


(備考) アメリカ：FRB「Flow of Funds」より作成。
ドイツ：ドイツ連邦銀行「FINANCIAL ACCOUNTS FOR GERMANY」より作成。
日本：日本銀行「資金循環」より作成。
韓国：韓国銀行「Flow of Funds」より作成。

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たが、早期に調整が進み、03年以降投資も回復している。
- 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く調整が遅れたこともあり、収益が回復した後も投資は総じて弱い。
- 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。

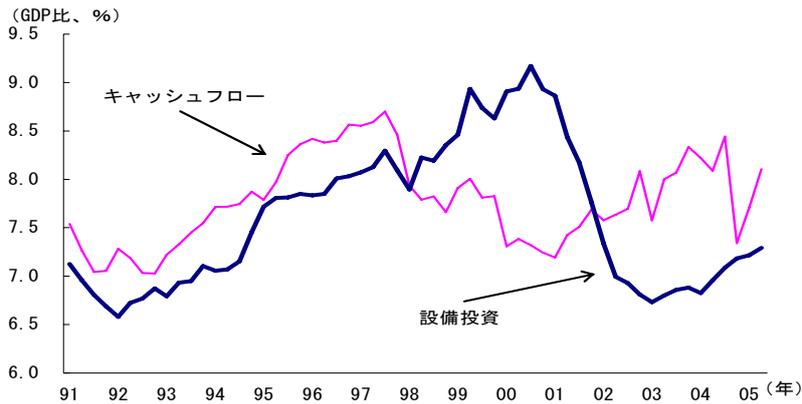
第1-3-1、3 主要国の資金調達



(備考) アメリカ：FRB “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。
 日本：日本銀行「資金循環」、内閣府「国民経済計算」より作成。
 韓国：韓国銀行 “Flow of Funds” より作成。

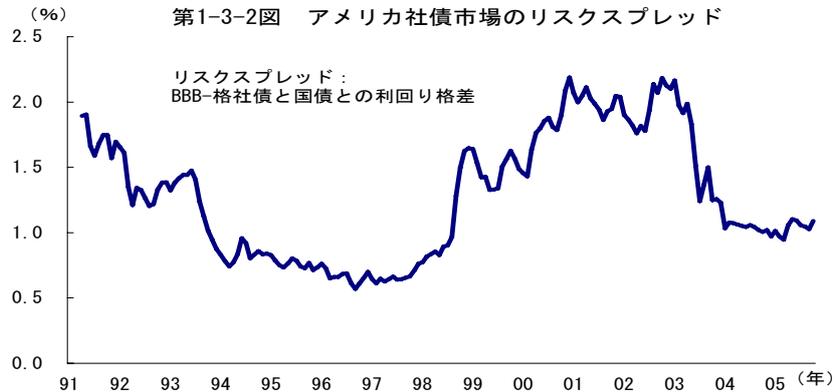
- ITバブル崩壊後の各国の政策対応の相違等に留意する必要があるものの、アメリカではキャッシュフローを重視した経営を行っていたこと、資金調達が直接金融中心のためバランスシート調整圧力が働きやすいことなどから、ITバブル崩壊に対しても早期に調整が進んだと考えられる。

第1-3-5図 アメリカの設備投資とキャッシュフロー



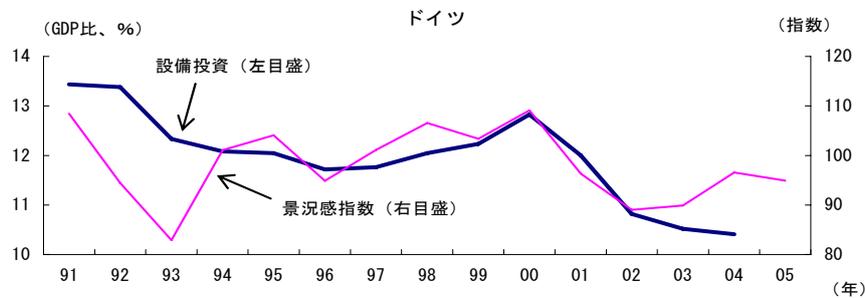
(備考) アメリカ商務省、FRBより作成。

第1-3-2図 アメリカ社債市場のリスクスプレッド



(備考) Bloombergより作成。

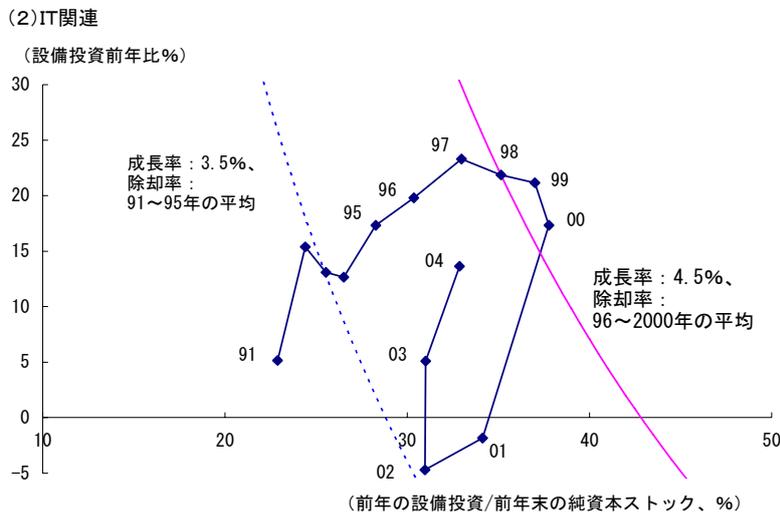
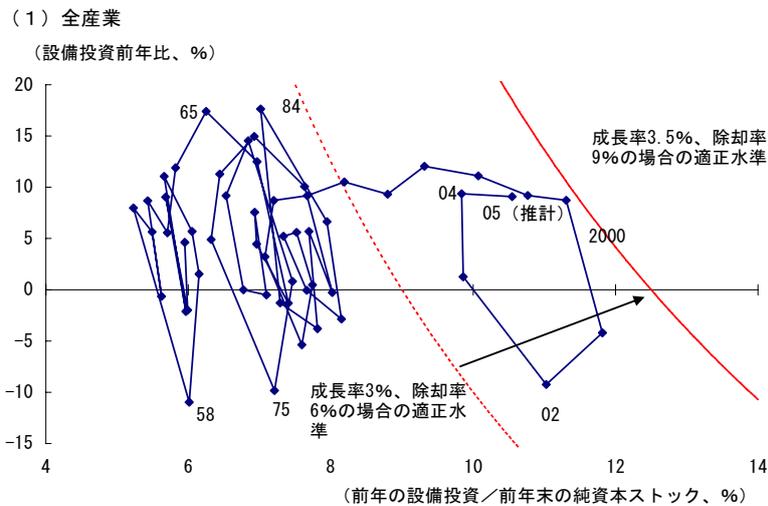
第1-3-7図 欧州の設備投資



- (備考) 1. ユーロスタット、OECDより作成。
2. 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. 景況感指数の05年は、1-9月の平均値。

- 企業部門の資金余剰（＝貯蓄超過）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いることから、企業の資金余剰は今後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が継続する可能性もある。アジアでは、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。
- 技術革新の速度の上昇、グローバル化の進展等によって、企業が直面するリスクもより多様化しており、リスクに対し柔軟に対応できる企業経営が求められている。

第1-3-11図 アメリカの資本ストック循環



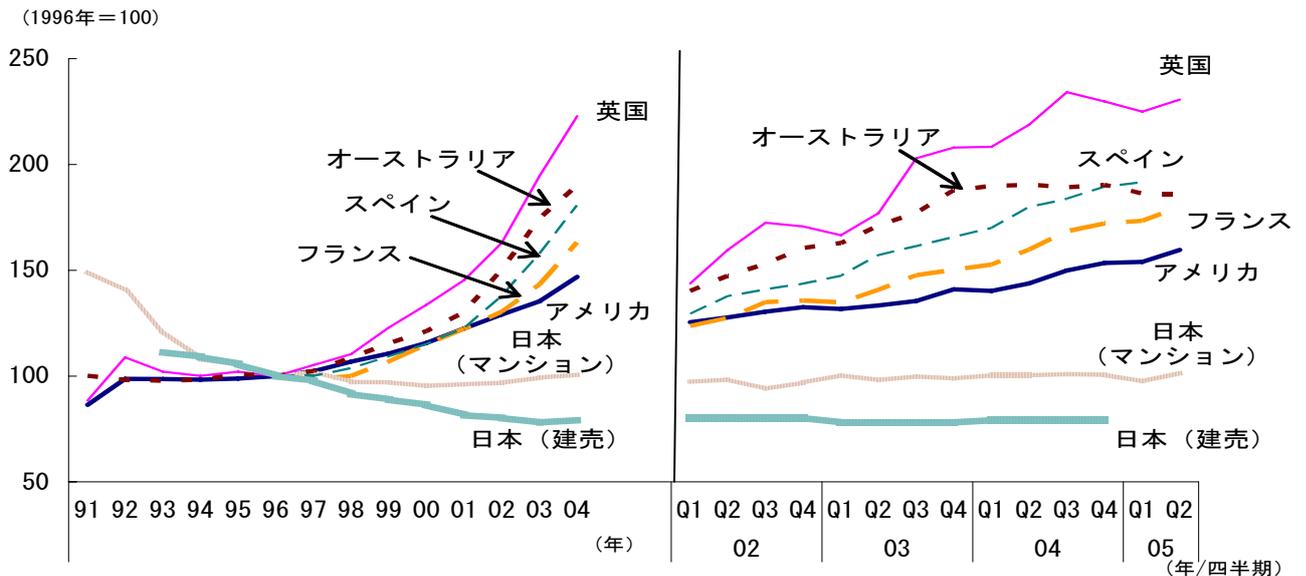
- (備考)
1. アメリカ商務省より作成。
 2. 全産業の2005年の値は1～9月期の前年同期比
 3. (2)のIT関連は、Information Processing equipment and softwareを使用している。内訳は、Computers and peripheral equipment、Software、Communication equipment、Medical equipment and instruments、Nonmedical instruments、Photocopy and related equipment、Office and accounting equipmentの7項目。
 4. 適正水準を示す曲線の引き方については、「平成13年度経済財政白書」付注1-1参照

第1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

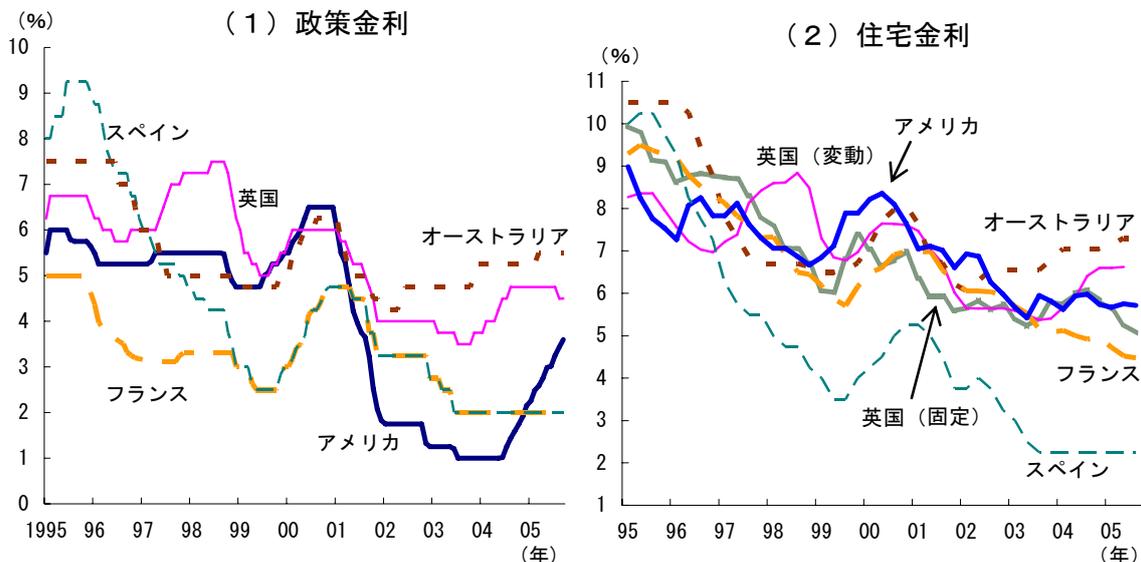
- 1990年代後半以降、アメリカ、英国を始めとした幾つかの先進国で住宅価格は上昇傾向にあったが、2000年のITバブルの崩壊後の低金利政策等を受けて上昇率が加速した。
- 英国、オーストラリアでは04年以降上昇率は低下しており、住宅ブームはほぼ終息している。他方、スペイン、フランス、アメリカは05年に入ってから、依然2桁台の高い上昇率となっており、国ごとに差異がある。
- 住宅価格と経済のファンダメンタルズとの関係性をみる指標として、(1)実質住宅価格、(2)住宅価格/賃貸料比率、(3)住宅価格/可処分所得比率があるが、これらの指標でも、アメリカの住宅価格は他国と比べ特に高いものではない。
- 住宅価格上昇の背景には(1)世界的な低金利、(2)規制緩和によるモーゲージ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、等がある。

第2-1-1図 実質住宅価格



- (備考) 1. アメリカ：OFHEO（連邦住宅機関監督局、Office of Federal Housing Enterprise Oversight）、英国：ODPM（副首相府、Office of the Deputy Prime Minister's）、フランス：INSEE、日本：不動産経済研究所「首都圏のマンション市場動向」、東日本不動産流通機構「首都圏不動産流通市場動向(2004年度)」、オーストラリア：統計局、スペイン：住宅省、PCE：OECD「Economic Outlook 77」より作成。
2. 日本は首都圏のデータ。
3. PCEを用いてデフレートした。
4. 日本（建売）は年データより作成。

第2-1-6図 各国の政策金利及び住宅金利の動向



(備考) アメリカ：FRB、英国：イングランド銀行、オーストラリア：オーストラリア連邦準備銀行、フランス：フランス銀行、スペイン：スペイン銀行より作成。

(備考) アメリカ：MBA、英国：固定金利はイングランド銀行、変動金利は統計局、オーストラリア：オーストラリア連邦準備銀行、フランス：フランス銀行、スペイン：スペイン銀行より作成。

第2-1-5表 過去の住宅価格ピーク時の住宅金利及びCPI上昇率

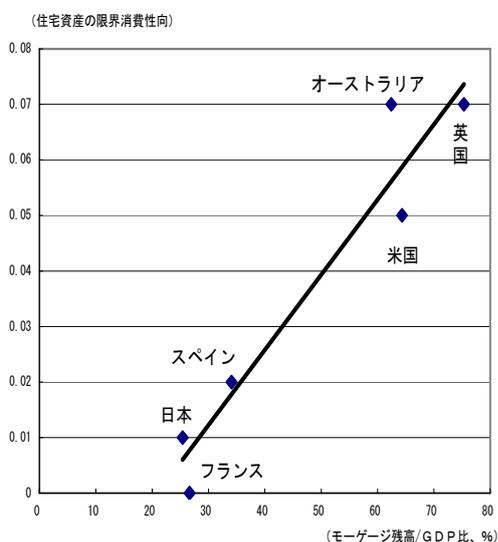
		(平均伸び率、%)			
		73～74年	78～79年	86～89年	00～05年
アメリカ	住宅金利	8.9	10.3	10.2	6.7
	政策金利	8.8	11.5	7.5	2.6
	CPI	8.6	9.5	3.6	2.5
英国	住宅金利	11.0	13.4	12.5	6.2
	政策金利	12.5	14.8	11.9	4.5
	CPI	12.5	10.8	5.1	2.5
オーストラリア	住宅金利	8.4	9.3	15.2	6.9
	政策金利	6.3	8.3	14.8	5.1
	CPI	12.3	8.5	8.1	3.4
スペイン	住宅金利	-	-	13.7	3.4
	政策金利	6.0	15.4	13.2	3.1
	CPI	13.5	17.7	6.4	3.2
フランス	住宅金利	10.0	10.7	9.1	5.9
	政策金利	11.2	7.7	7.8	3.1
	CPI	10.5	9.9	3.0	1.9
日本	住宅金利	-	-	5.8	3.2
	政策金利	9.9	5.1	4.2	0.0
	CPI	17.4	4.0	0.9	▲ 0.5

- (備考) 1. アメリカ：MBA（米国抵当銀行協会）、FRB（米連邦準備制度理事会）、アメリカ労働省、英国：イングランド銀行、統計局、オーストラリア：オーストラリア連邦準備銀行、統計局、スペイン：スペイン銀行、統計局、フランス：フランス銀行、INSEE、日本：住宅金融公庫、OECDより作成。
2. 住宅金利はアメリカ：30年固定モーゲージ金利、英国：変動金利、オーストラリア：変動金利、スペイン：変動金利、フランス：固定金利、日本：住宅金融公庫貸付金利。
3. 英国の住宅金利は、1994年までは住宅金融貸付組合（Building Society）の住宅金利を、1995年からは住宅貸付組合と商業銀行の総合レートを用いている。
4. フランスの住宅金利の数値は、00～05年平均以前を長期金利（10年国債）で代替。

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、IT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。

第2-2-2図 住宅資産の限界消費性向とモーゲージ残高（GDP比）



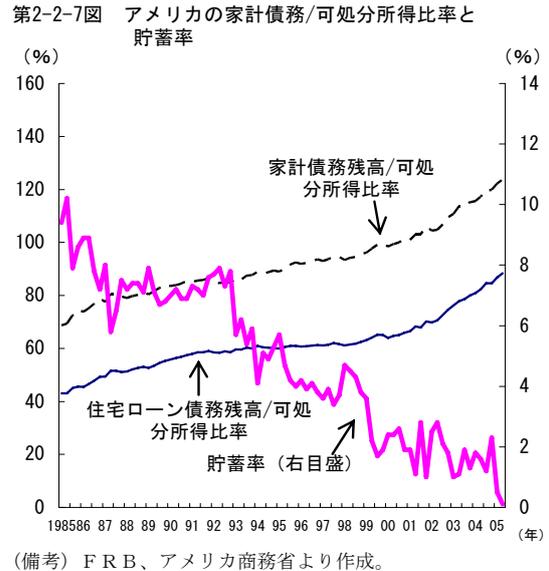
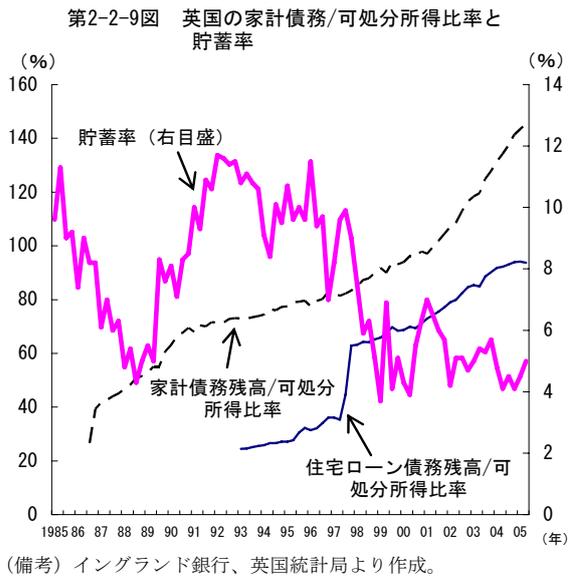
(備考) 1. OECD "Economic Outlook 75"、各国統計より作成。
 2. 限界消費性向は1970～2002年のデータを基にしたOECD推計。
 3. モーゲージ残高/GDP比は2004年の値。

第2-2-3表 市場完備指数と住宅関連指標

国名	市場完備指数	(参考)					
		LTV (%)	セカンド・モーゲージの設定の可否	MEW	持ち家比率 (%)		
					1980	1990	2004
英国	86	69	○	○	58.0	65.0	70.0
オーストラリア	—	65	○	○	71.0	72.0	70.0
アメリカ	—	80	○	○	65.0	64.0	69.0
スペイン	66	70	○	△	73.0	78.0	*85.0
フランス	72	67	△	×	47.0	54.0	56.0
イタリア	57	55	○	○	59.0	68.0	80.0
ドイツ	58	67	○	△	—	38.7	42.0
日本	—	80	○	×	60.0	61.0	60.0

(備考) 1. OECD "Economic Outlook 75"、FRB "International Finance Discussion Papers No.841" より作成。
 2. MEWの項目では、住宅を担保とした借入により、住宅投資以外の用途にまわすことが可能かどうかを示している。○：可能 △：限定的 ×：不可能
 3. スペインの*部分は、2002年の数字。
 4. LTV (Loan to Value) とは、担保となる不動産の価格に対する住宅ローン債権額の比率 (担保掛目率) である。表内の数字は標準的なケース。

- 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。
- 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

- 資産効果を通じて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。
- また、低インフレ下ではとりわけ住宅等の資産価格が物価動向と乖離するため、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在り方に関し、近年、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ものの、資産価格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。
- 金利の変動に対して過度に住宅市場が反応することになった結果、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生じている。

第II部 第1章のポイント

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。04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年の成長率は前年をやや下回り3.1%程度になり、06年は3.2%と05年と同程度の成長を維持するものと見込まれる。

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

- 05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「カトリーナ」の影響から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。
- 06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。

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04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。05年の成長率は9%台となる見込みである。
- 06年から実施される「第11次5か年計画（06～10年）」では、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、04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。05年の成長率は、前年の2.1%から1.3%程度まで減速すると見込まれる。
- 2006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1-1-1表 民間機関による主要地域別経済見通し

実質GDP

(前年比、%)

国/地域名	2003年 (実績)	2004年 (実績)	2005年 (見通し)	2006年 (見通し)
アメリカ	2.7	4.2	3.5	3.3
アジア				
北東アジア	6.9	7.8	7.0	6.5
ASEAN	4.9	6.2	4.7	5.0
ヨーロッパ4	0.8	2.0	1.2	1.7
(参考) ユーロ圏	0.7	2.1	1.3	1.8
(参考) 日本	1.4	2.7	2.3	1.8

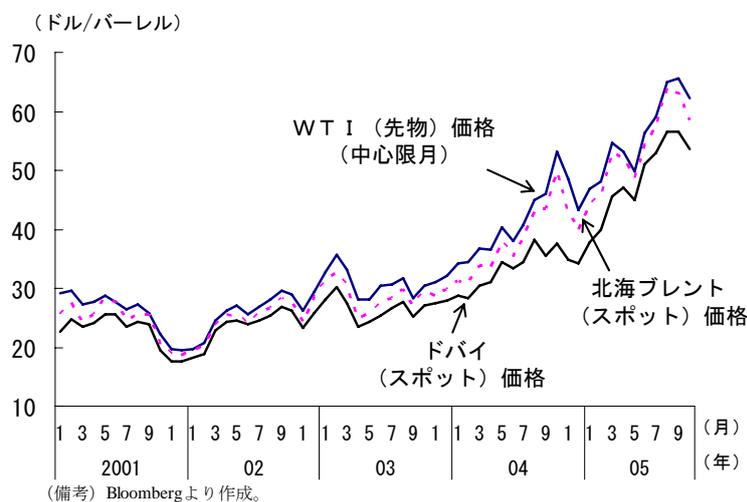
- (備考) 1. 実績値は各国統計、予測値は民間機関の見通しの平均値による。
2. 北東アジアは、中国、韓国、台湾、香港。
ASEANは、シンガポール、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン。
ヨーロッパ4は、ドイツ、フランス、イタリア、英国。
3. 北東アジア、ASEAN、ヨーロッパ4の実質GDP成長率は2003年の名目GDPで加重平均して算出した。
4. 2005年8～10月に発表された民間機関見通し。
民間機関は、BLUE CHIP (2005年52社、2006年52社)、CREDIT SUISSE、E I U、O E F、JP Morgan、Morgan Stanley、東京三菱銀行、野村証券、三菱総研、みずほ総研、国際金融情報センター。
5. 日本については2003、2004年は当府国民経済計算部推計値、2005、2006年はESPフォーキャスト調査(社団法人 経済企画協会) 10月公表の年度予測値。

第II部 第2章のポイント

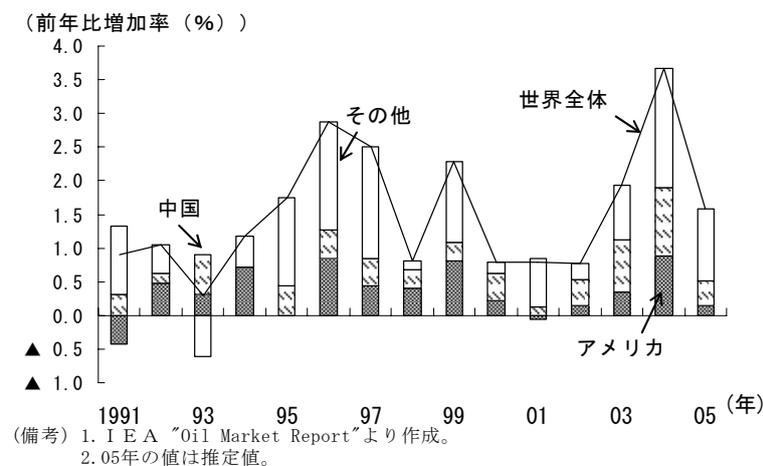
1. 原油価格の高騰とその背景

- 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WTI（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、05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WTI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う需要面の問題、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という供給側の問題、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。

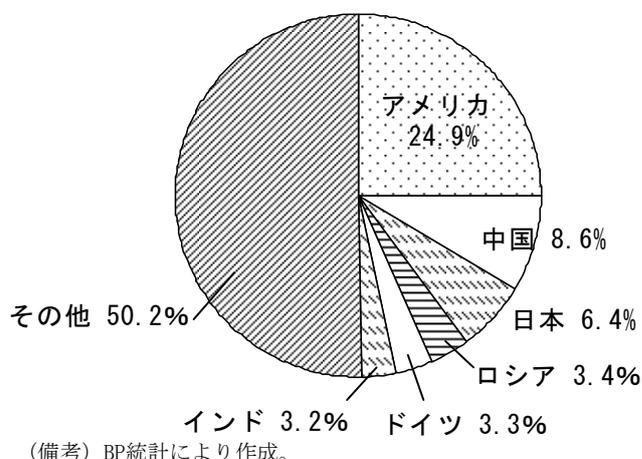
第2-1-1図 原油価格の推移



第2-1-2図 世界の原油消費量の伸びの推移



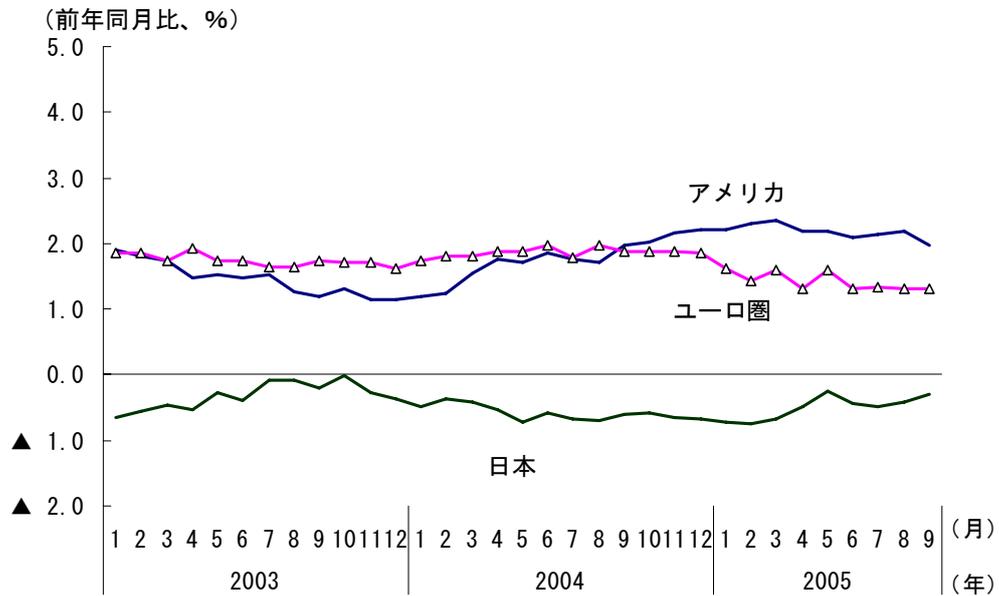
第2-1-4図 世界の原油消費量（04年）



2. 原油価格の高騰が世界経済に与える影響

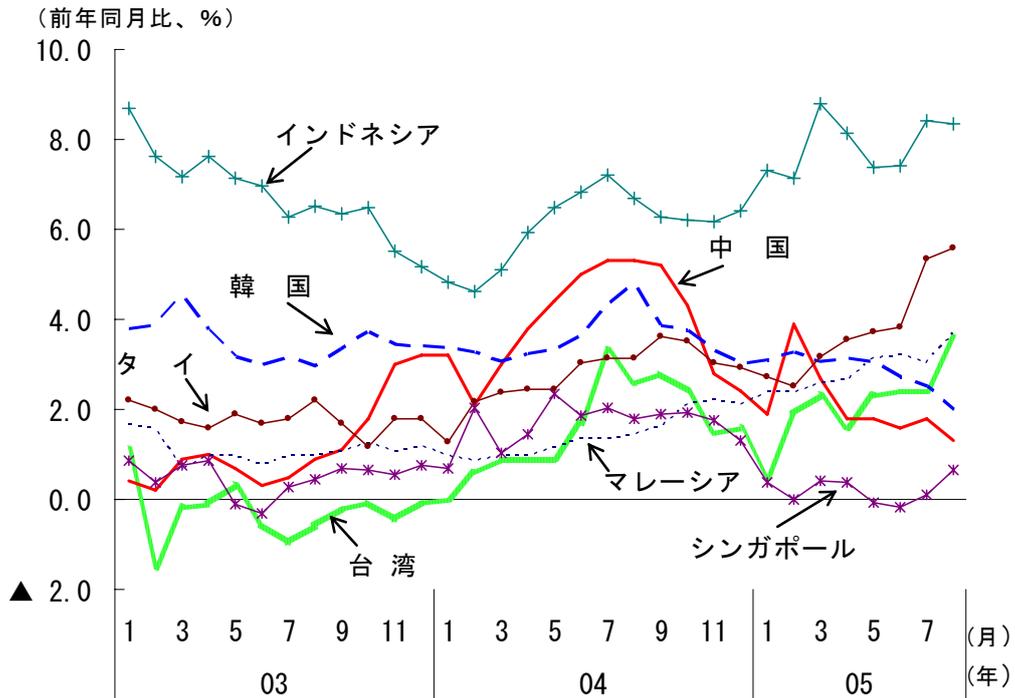
- 各種見通しによると 05 年から 06 年にかけて原油価格（WT I 先物価格）は 60 ドル台と高い水準で推移することが見込まれている。
- 世界の物価上昇率は原油価格の上昇により若干上昇しているものの、未だ穏やかな水準にとどまっている。主要先進国のコア物価上昇率は概して穏やかであり、インフレ期待も比較的抑制されている。アジア諸国ではインフレ圧力は先進国より若干強まっている。
- 先進諸国では原油価格の高騰の影響は軽微と考えられる。この要因としては実質 GDP1 単位当たりの原油消費量（原単位）が主要先進国を中心に低下していることから、原油価格の上昇が实体经济へ与えるインパクトが相当程度弱まっていることが考えられる。
- 一方、アジア諸国のエネルギー効率性は低く、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、財政赤字額の増大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。

第2-2-4(2)図 主要先進国消費者物価上昇率（コア）



(備考) 1. 各国統計により作成。
2. コアとは変動の大きい食料とエネルギー関係を除いたもの。

第2-2-5図 アジアの消費者物価上昇率



(備考) 各国統計により作成。