

世界経済の潮流

2008年 I

変化するグローバルな資金の流れ
減速しつつも回復を続ける世界経済

平成20年6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年に創刊され、年2回公表しております。今回は、第1章では、変化するグローバルな資金の流れを考察し、第2章では、世界の主要な地域の景気動向を概観し、2008年の展望を示しております。

第1章では、「変化するグローバルな資金の流れ」と題し、2000年代に大きく拡大したグローバルな資金の流れを分析しています。グローバルな資金の流れは、世界経済の成長を支える重要なファクターであると同時に、その変化によって世界経済に大きな影響をもたらすことにもなります。本章では、まず、資金供給の担い手としての新興国の台頭や新たな金融技術によるリスク分散を通じた活発な信用創造など、グローバルな資金の流れを支えた要因とその背景を分析しています。そして、近年の注目すべき変化として、ソブリン・ウェルス・ファンドの動きとサブプライム住宅ローン問題発生後の資金フローの動向に焦点を当てて分析しています。ソブリン・ウェルス・ファンドは、グローバルな資金供給の担い手として存在感を増していますが、対日投資促進の観点からも動向が注目されています。一方、サブプライム住宅ローン問題以降の資金フローの変化は、金融資本市場の混乱をもたらすと同時に、商品市場への資金流入を通じて原油や穀物などの価格高騰を招いています。本章の最後では、こうした資金フローの背景や実体経済への影響などを分析した上で、必要な政策対応のあり方について検討しています。

第2章の「減速しつつも回復を続ける世界経済」では、減速が続いているアメリカ経済とその影響を受けているヨーロッパやアジアの動向を概観するとともに、世界経済の連関について検討しています。サブプライム住宅ローン問題に端を発する金融資本市場の混乱は、世界経済に大きな影響を与えました。アメリカでは景気は弱含み、後退局面入りも懸念され、ヨーロッパでも景気回復が緩やかとなっています。また、景気拡大が続くアジアでも、世界経済の減速の影響を受けつつあります。東アジアにとっては、アメリカが最大の輸出先であり、アメリカ等の景気がさらに減速すれば、直接、間接に影響が及ぶ可能性があります。これまで、世界経済はアメリカ経済と連動して堅調に推移してきましたが、現在は、アメリカの実体経済の減速、金融資本市場の混乱、資源価格の高騰等に伴う物価上昇という3つのショックに直面しています。このため、08年の世界経済の成長率は、07年を大きく下回るものと見込まれています。

本書が、グローバルな資金の流れという世界経済の新たな潮流や、減速しつつも回復を続ける世界経済の動向とその展望について、理解を深める一助となれば幸いです。

平成20年6月

内閣府 政策統括官(経済財政分析担当)

齋藤 潤

— 構 成 —

第1章 変化するグローバルな資金の流れ

第1節 グローバルな資金の流れとその特徴

1. 金融資本市場における資金フローの拡大
2. 主要国・地域の資金フローの特徴

第2節 グローバルな資金フローの背景

1. 主要国・地域の貯蓄・投資バランス
2. 良好な投資環境と金融技術の発展

第3節 SWFの台頭とその影響

1. SWFの台頭
2. SWFの資産運用とその影響
3. SWFを巡る議論

第4節 サブプライム住宅ローン問題発生後の資金フローの変化

1. 資産価格の調整とサブプライム住宅ローン問題の発生
2. アメリカへの資金流入の変化
3. 商品市場への資金流入とインフレリスク

第2章 減速しつつも回復を続ける世界経済

第1節 景気が弱含み後退局面入りも懸念されるアメリカ

1. サブプライム住宅ローン問題を背景に景気は弱含み
2. 景気後退局面入りの懸念
3. 景気後退リスクへの政府、議会及び金融当局の対応
4. インフレーション懸念の台頭
5. 今後の見通し

第2節 回復が緩やかとなるヨーロッパ

1. ユーロ圏及び英国の景気回復を支えた要因
2. ヨーロッパの景気回復は減速へ

第3節 世界経済の減速の影響を受けつつも景気拡大が続くアジア

1. 高成長の中で経済の過熱防止とインフレ抑制に取り組む中国
2. 内需の成長が景気の下支えとして期待されるアジア

第4節 世界経済の連関

1. 東アジアにおける国際分業の進展と域内外貿易の動向
2. 2000年代に入って連関が強まっている主要地域の景気変動

第5節 世界経済の見通しと先行きリスク要因

1. 2008年の経済見通し
2. 世界経済の先行きリスク要因

第1章のポイント

1. グローバルな資金の流れとその特徴

- 世界の金融資本市場は2000年代に大きく拡大した。国境を越えた資金フローも増加する中、グローバル・インバランスを背景に新興国から先進国、特にアメリカへの資金流入が拡大している。
- 欧米間で活発な金融資本取引が行われ、欧米と新興国との金融面での結び付きも強固となった。他方、日本は最大の純債権国であるが、アジア諸国、新興国との結び付きは低水準にとどまっている。

2. グローバルな資金の流れの背景

- 2000年代にアメリカ国内で貯蓄不足となったのに対し、新興国では貯蓄超過が拡大したため、アメリカへの資金フローがもたらされた。こうした中、アメリカの経常赤字の持続可能性への懸念があり、急激な調整を回避するため各国の構造的問題の解消が求められる。
- また、良好な投資環境と新たな金融技術の普及も資金フローの拡大に寄与した。特に、証券化やCDS取引等は信用リスクの効率的な分散やヘッジを可能とし、金融機関や投資家の信用創造を活発にした。ただし、信用リスクの引き受け手となったヘッジファンド等では、高レバレッジの投資による過剰なリスクの蓄積を伴った。

3. SWFの台頭とその影響

- 新興国、資源国での外貨蓄積を背景にSWFが投資主体としての存在感を増している。SWFは、外貨準備と比べリスク許容度が高く、より長期の運用が可能とされる。債券・株式への投資だけでなく、デリバティブ、M&A、不動産投資等を行うファンドもある。
- SWFは安定した資金供給により金融資本市場の安定化への寄与が期待される。今回のサブプライム住宅ローン問題でも、金融機関の資本増強を支援するなど、金融危機におけるショックアブソーバーとして機能した。
- SWFの投資活動に政治的な意図が含まれる可能性があることなど、受入国において警戒感も一部にみられ、国際機関や欧米等ではSWFに関するベストプラクティスや投資原則の策定が進められている。

4. サブプライム住宅ローン問題発生後の資金フローの変化

- サブプライム住宅ローン問題は金融資本市場の混乱をもたらし、証券化技術に対する信頼の低下や金融機関の損失拡大によって信用収縮懸念を高めた。金融機関の資本増強や政府当局の対応は金融安定化に寄与したが、広範囲にわたる影響波及は問題解決を複雑にしている。
- こうした中、アメリカへの資金流入にも変化がみられている。これまで活発であった債券投資の流入が大きく減速し、欧米間の資金フローも双方向で停滞した。ドル安が進行しているが、一部の新興国の固定的な為替運営により新たなインバランスを生み出すおそれもある。
- 資金フローの変化は商品市場への投機マネーの流入を加速させ、需給要因等とあいまって、商品市況の高騰をもたらしている。主要国のインフレ懸念を高めるとともに、価格上昇が長期化すれば輸入国で実質所得の流出が進むため、实体经济への新たなリスクとなっている。

まとめ

- 金融資本市場での緊張が続く中で、新興国は成長のけん引役に加え、堅調な国内貯蓄の伸びを背景にグローバルな資金の供給者として、市場の安定化に寄与することが期待される。金融資本市場での信用収縮懸念や商品市況の高騰によるインフレの進行には依然留意が必要であり、国際協調の下、ミクロ、マクロの総合的な政策運営が求められる。

第2章のポイント

1. アメリカ経済は、サブプライム住宅ローン問題を背景に景気は弱含み

- アメリカでは、サブプライム住宅ローン問題による金融資本市場の混乱を背景に、07年の経済成長率は前年比2.2%と近年では低い成長率となった。足元では2四半期連続で1%以下の成長となり、景気は弱含んでいる。当面、住宅市場の調整や金融資本市場の混乱、資産効果のほく落や金融機関の貸出基準の厳格化等から、景気後退局面入りも懸念される。
- このため、住宅市場の安定化策、政策金利の大幅な引下げ、短期金融市場への流動性供給、個人所得税の戻し減税等の政策対応がとられている。

2. 回復が緩やかとなるヨーロッパ経済

- ユーロ圏では、消費、投資は堅調なことなどから景気回復が05年から力強さを増し、07年は2.6%の成長となった。英国でも金融セクターにけん引された内需を中心に07年は3.0%の成長となった。
- 輸出、生産は堅調であるものの、住宅市場の調整や金融資本市場の混乱の影響、物価上昇等から、景気は07年秋以降減速している。

3. 世界経済の減速の影響を受けつつも景気拡大が続くアジア経済

- 中国では、5年連続して10%を上回る成長を続け、07年には経済成長率は11.9%となり、景気拡大が続いている。しかし07年後半から成長率がやや鈍化する動きもみられ、これは世界経済の減速や政府による輸出・投資抑制策等の影響が一部現れているためとみられる。
- 中国以外のアジア経済も、07年は中国、アジア域内、ヨーロッパ向け輸出が比較的堅調に推移するとともに、良好な雇用環境を背景に内需も底堅く推移し、景気拡大が続いた。

4. 世界経済の連関

- 東アジアでは、中国が、域内から中間財、資本財を輸入して加工・組立を行い、消費財をアメリカ、ヨーロッパ等の域外へ輸出する貿易構造（中国のハブ機能）が発展し、さらに近年は輸出の財別構成が多様化してきている。アメリカは最大の輸出先であり、アメリカ等の景気が減速する場合には、東アジア各国に、直接又は中国経由で間接的に、その影響が及ぶ可能性がある。
- 2000年代においては、世界経済全体としてアメリカ景気と連動して堅調に推移してきた。しかし、08年の世界経済を展望すると、アメリカの実体経済の減速、国際的な金融資本市場の混乱、資源・商品価格に先導された物価上昇の三つのショックの影響が重要であり、これらは世界の主要な地域の景気を押し下げる方向に作用すると考えられる。

5. 2008年の世界経済

- 世界経済（日本に関係の深い32か国・地域）は、減速の動きに広がりが見られるものの、回復が続いている。08年は07年を下回る2.9%程度の成長が見込まれている。昨秋の時点のものと比較すると、アメリカについては2.4%程度から1.4%程度へと下方修正されているのを始め、各地域とも下方修正されている。
- 国際金融資本市場が早期に一段と安定化する等の場合には中心シナリオより力強い回復となる可能性もあるが、(1)国際金融資本市場の混乱の長期化・深刻化、(2)一次産品等の価格の高止まり・一層の高騰、(3)アメリカ景気の予想以上の下振れ、(4)中国経済の調整、といった下方リスクもある。