

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

(説明資料)

平成 20 年 6 月

内閣府

政策統括官室（経済財政分析担当）

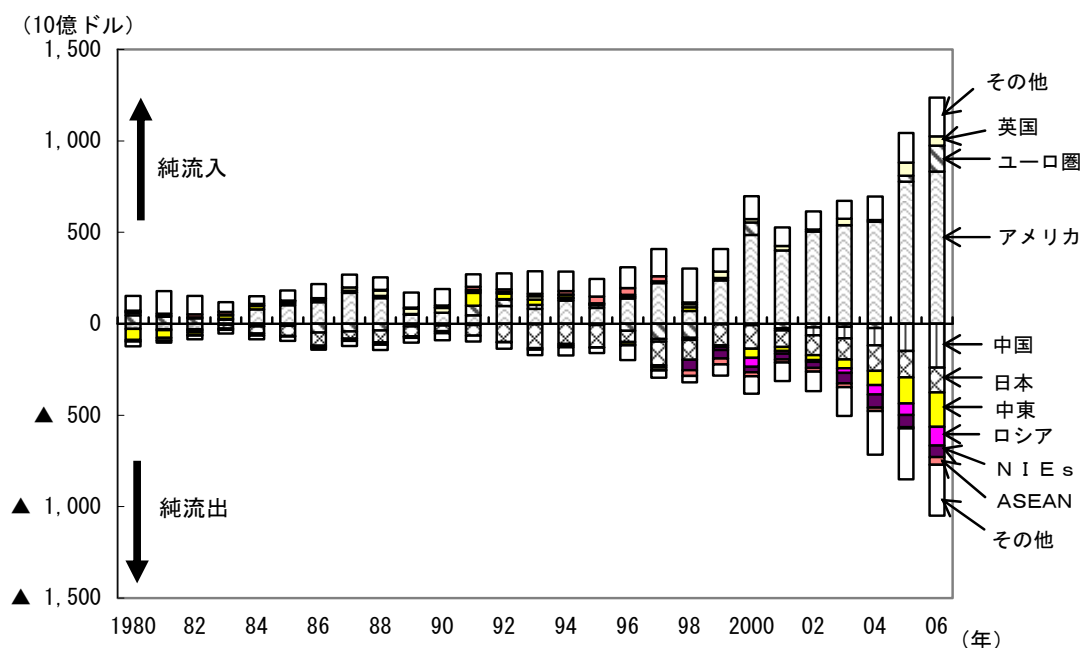
第1章 変化するグローバルな資金の流れ

1. グローバルな資金フローの流れとその特徴

●新興国から先進国への資金フローの拡大

国境を越えた資金フローが増加する中、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。

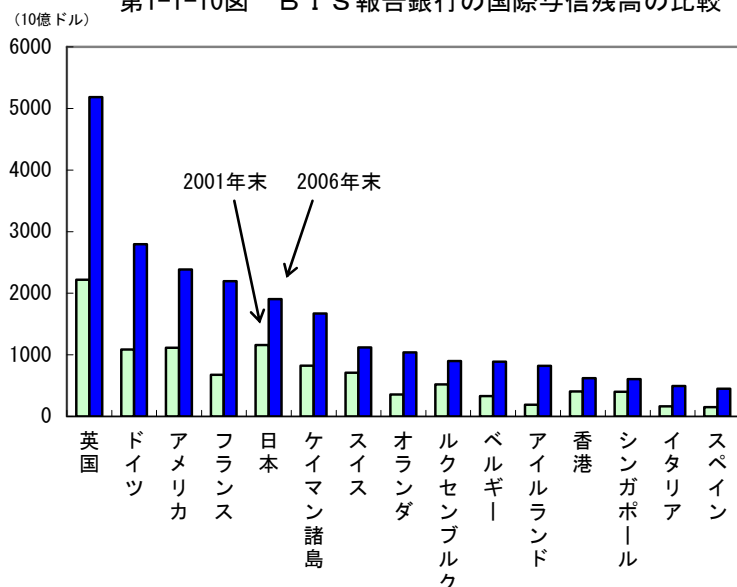
第1-1-6図 主要国・地域の対内純投資の推移



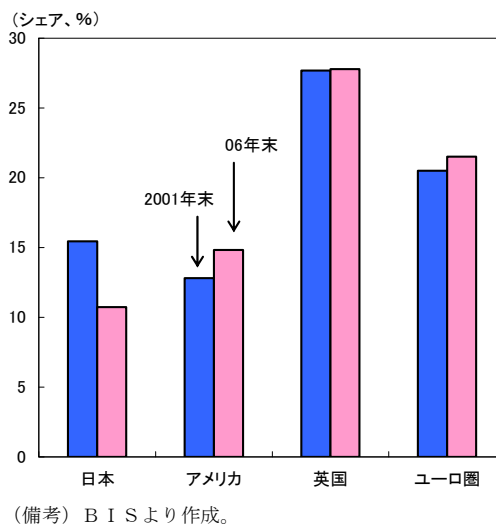
●ヨーロッパの金融セクターの成長と欧米・新興国間の結び付き強化

ヨーロッパの金融セクターが成長し、欧米間で活発な取引が行われるとともに、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等との結び付きは低水準に止まっている。

第1-1-10図 BIS報告銀行の国際与信残高の比較

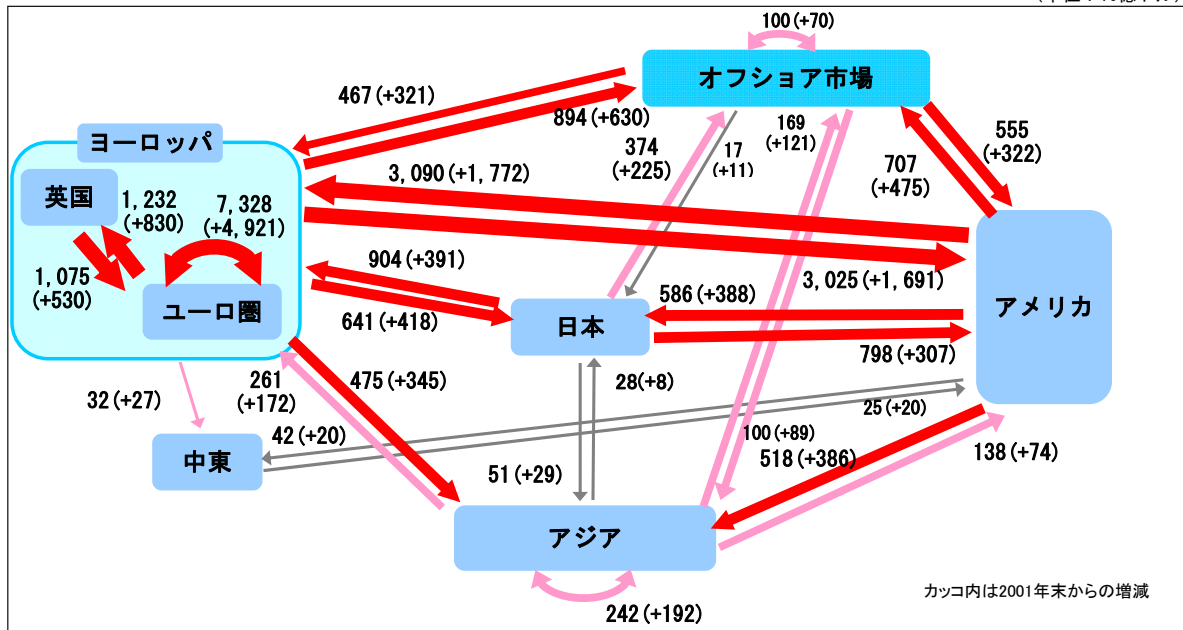


第1-1-14図アジア向け与信のシェアの変化



第1-1-13図 国・地域別証券投資残高（債券・株式）（2006年末）

（単位：10億ドル）

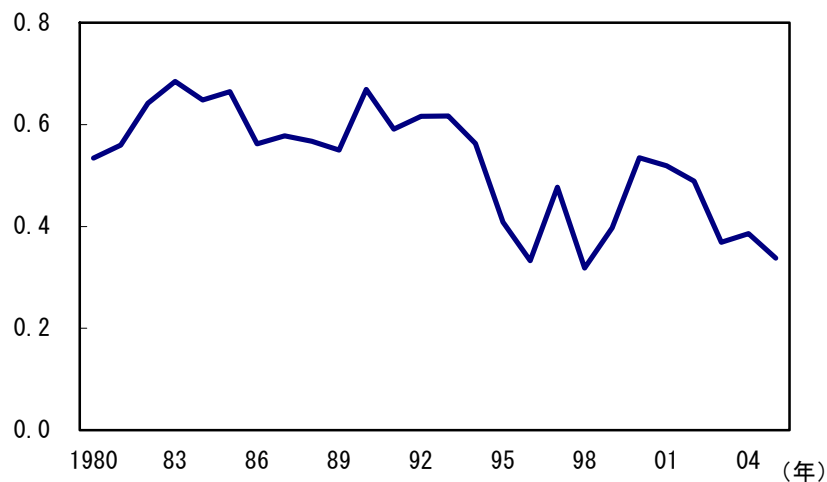


2. グローバルな資金の流れの背景

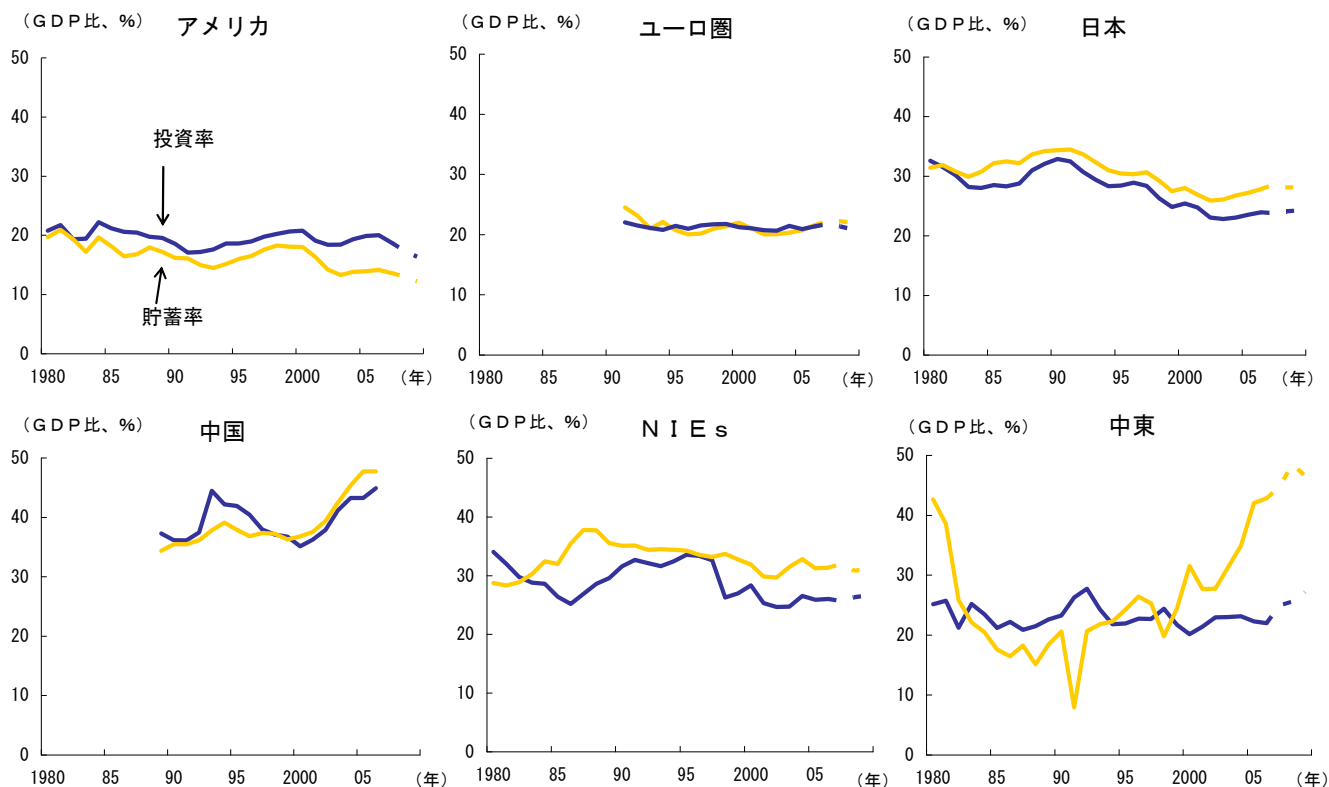
●アメリカでの貯蓄不足、新興国での貯蓄超過

国内貯蓄が国内投資に向けられやすいというホームバイアスが低下する中、2000年代におけるアメリカの貯蓄不足と新興国の貯蓄超過がアメリカへの資金フローの背景となった。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高まっている。ただし、アメリカの純負債の増加ペースは累積経常赤字に比べて緩やかなことが急激な調整への歯止めとなっている。

第1-2-1図 世界の投資と貯蓄の相関



第1-2-2図 主要国・地域の貯蓄・投資バランス

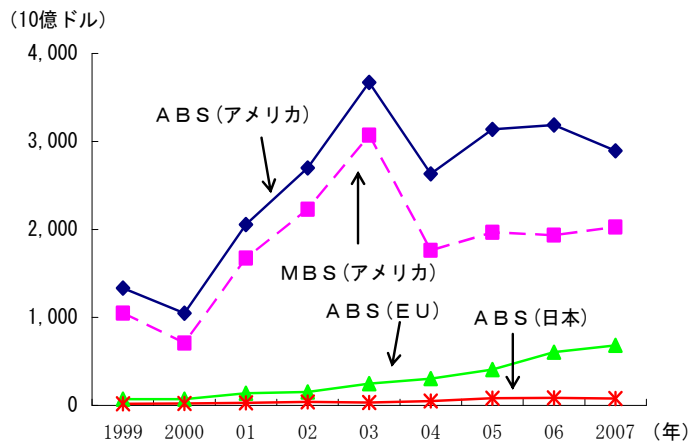


(備考) IMF、ADB（アジア開発銀行）より作成。06年以降の数値はIMF見通しを含む（見通しは点線）。

●信用リスクの分散・ヘッジによって信用創造能力が向上

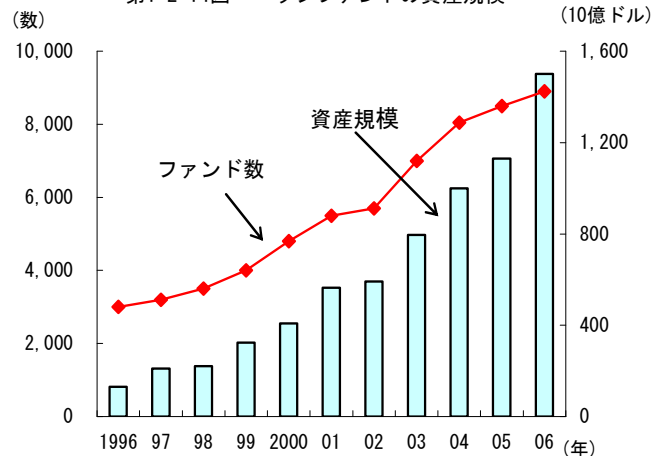
証券化やCDS取引等の新たな金融技術は、信用リスクの効率的な分散やヘッジを可能とし、金融機関や投資家の信用創造を活発にした。ただし、信用リスクの引き受け手となったヘッジファンド等では、高レバレッジの投資による過剰なリスクの蓄積を伴った。

第1-2-12図 証券化商品の年間発行額



(備考) I F S Lより作成。

第1-2-14図 ヘッジファンドの資産規模



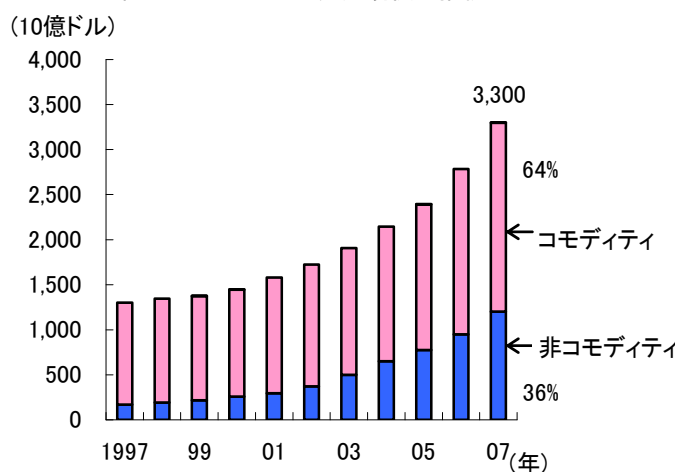
(備考) I F S Lより作成。

3. SWFの台頭とその影響

●投資主体として存在感を増すSWF

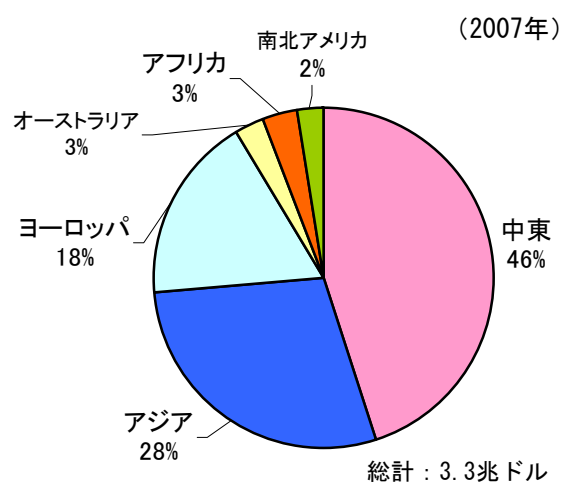
資源国、新興国での外貨蓄積を背景にSWF（Sovereign Wealth Fund）が投資主体としての存在感を増している。今後も、高水準な経常黒字を背景にSWFの資産額は増加が予想され、2012年には12兆ドルに達するとの推計もある（IMF（2007））。

第1-3-2図 SWFの資産規模の推移



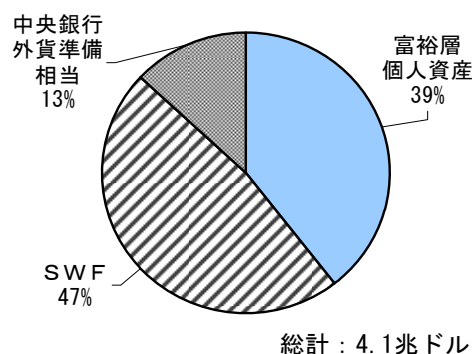
(備考) I F S Lより作成。

第1-3-3図 SWFの地理的分布



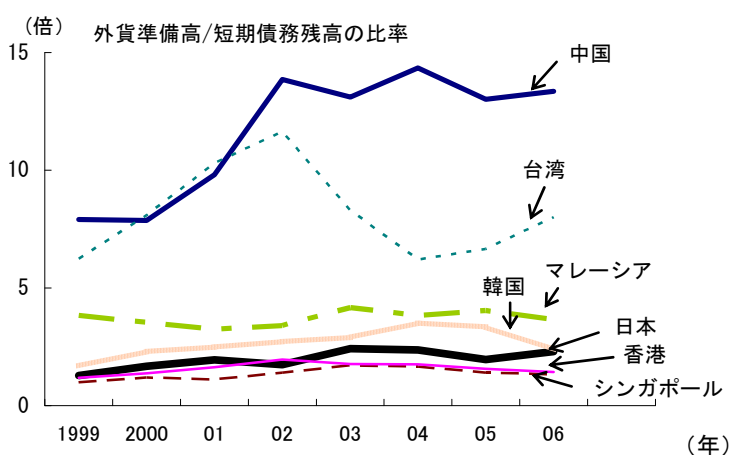
(備考) I F S Lより作成。

第1-3-6図 産油国の海外投資資産の運用 (2007年)



(備考) I F S Lより作成。

第1-3-7図 外貨準備の適正水準との比較

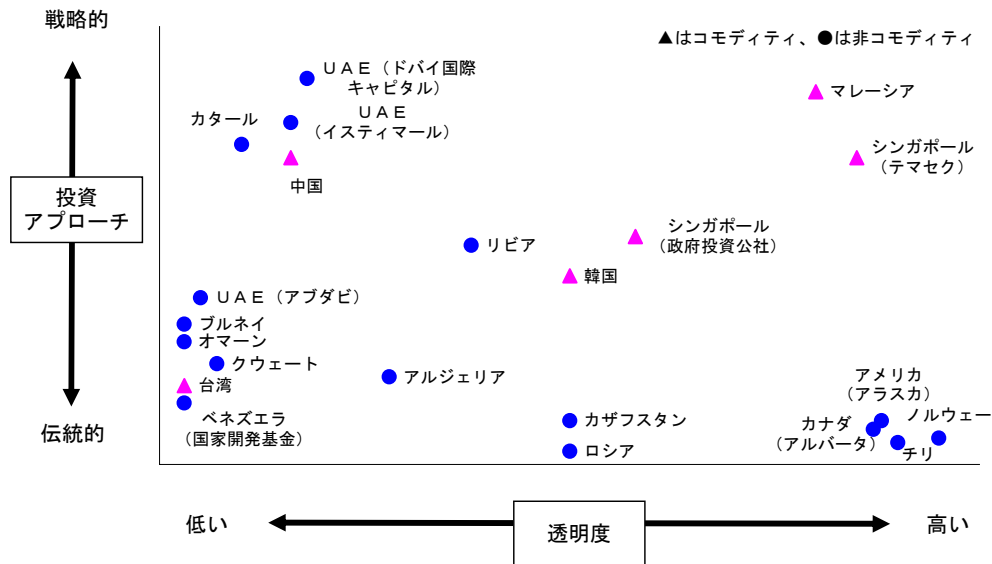


(備考) BIS-IMF-OECD-WB Statistics on External Debt、IMFより作成。

●多様な投資戦略をとるSWF

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。

第1-3-9図 SWFにおける投資アプローチと透明度



(備考) Standard Charteredより作成。

●SWFは金融資本市場の安定化に寄与

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。

第1-4-7表 欧米金融機関におけるサブプライム関連損失と増資状況

	サブプライム 関連損失累計額	増資額		時期	出資者
シティグループ	429億ドル	403億ドル	うち75億ドル	2007年12月	アブダビ投資庁
			うち125億ドル	2008年1月	シンガポール政府投資公社、クウェート投資庁、アルワリード王子(サウジ)、アメリカ投資ファンド
			うち60億ドル	2008年4月	ドイツ銀行、ゴールドマン・サックス他
UBS	382億ドル	286億ドル	うち128億ドル	2007年12月	シンガポール政府投資公社、中東投資家
			うち158億ドル	2008年6月	米JPMorgan、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、仏BNPパリバ他
メリルリンチ	370億ドル	154億ドル	うち62億ドル	2007年12月	テマセク・ホールディングス(シンガポール)、デビス・セレクトッド・アドバイザーズ(米)
			うち66億ドル	2008年1月	韓国投資公社、クウェート投資庁、みずほコーポレート銀行
ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド	152億ドル	238億ドル		2008年6月	ゴールドマンサックス、メリルリンチ、UBS
バンクオブアメリカ	149億ドル	160億ドル		2008年1月	
モルガン・スタンレー	136億ドル	50億ドル		2007年12月	中国投資有限责任公司
JPMorgan	97億ドル	60億ドル		2008年4月	
ワコビア	70億ドル	80億ドル		2008年4月	
リーマン・ブラザーズ	70億ドル	100億ドル	うち40億ドル	2008年4月	
			うち60億ドル	2008年6月	
ソシエテ・ジェネラル	63億ドル	86億ドル		2008年1月	
パークレイズ	52億ドル	89億ドル		2008年6月(予定)	カタール投資庁、チャレンジャー(カタール企業)、三井住友フィナンシャルグループ、テマセク・ホールディングス、中国国家開発銀行
主要11社の合計	1,970億ドル	1,706億ドル			

(備考) ブルームバーグ、各社ホームページ等より作成。

● S W F を巡る議論

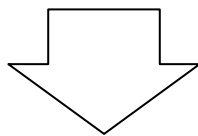
S W F の投資活動に政治的な意図が含まれる可能性があることなど、受入国において警戒感も一部にみられ、国際機関や欧米等では S W F に関するベストプラクティスや投資原則の策定が進められている。

【国際機関における議論】

- I M F では、加盟国と S W F とが協力して、S W F のガバナンス、透明性、説明責任の原則等を盛り込んだベストプラクティスの作成が進められている（08 年 10 月まで）。
- O E C D では、投資受入国における投資政策や規制に関するベストプラクティスの作成が進められている。

【欧米における議論】

- アメリカでは、シンガポール、アブダビ首長国との間で、S W F にかかる政策原則を合意。S W F における情報開示の拡充やガバナンス、リスク管理の体制整備とともに、投資受入れにおける内外無差別の対応などが盛り込まれた。
- E U では、加盟国が S W F の透明性、予測可能性、説明責任を高めるための共通のアプローチをとることを求めた政策提案が欧州理事会で承認された。



【我が国における議論】

〔問題意識〕 資源国、新興国の S W F からの投資をどのように受け入れていくか。

- ・ S W F を含め対日投資の拡大は金融資本市場の活性化につながる可能性がある。
- ・ S W F 自身の運用面の不透明性等を懸念する指摘もある。

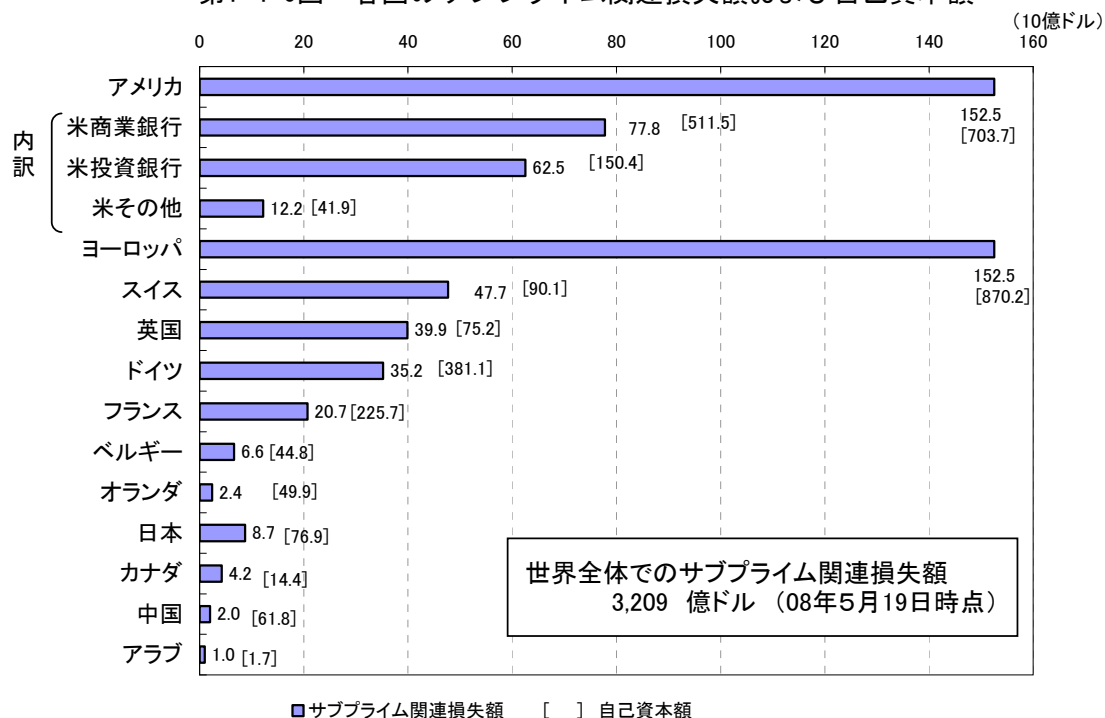
⇒ S W F を含めた外国からの投資を積極的に受け入れていくことを前提に、国際機関におけるベストプラクティス作成に向けた動きと協調し、S W F 所有国に対し透明性向上等を求めていくことが考えられる。

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

● 金融機関の損失拡大と信用収縮懸念

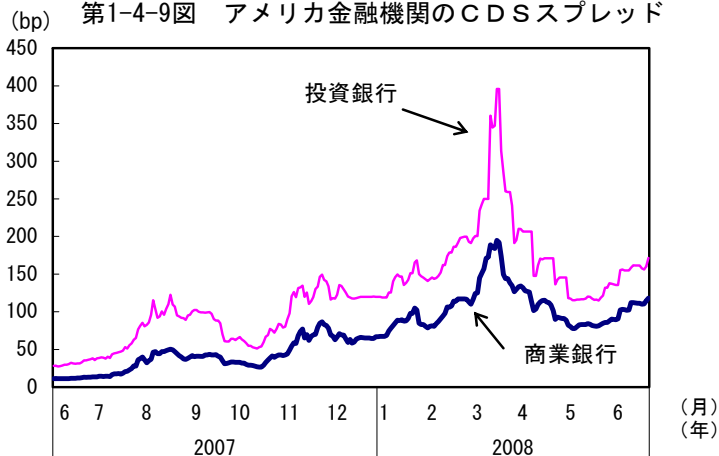
サブプライム住宅ローン問題は金融資本市場の混乱をもたらし、証券化技術に対する信頼の低下や金融機関の損失拡大によって信用収縮懸念を高めた。金融機関の資本増強や政府当局の対応は金融安定化に寄与したが、影響が広範囲に波及する中で、金融機関の追加損失の発生や今後、自己資本比率の回復を目指す動き（レバレッジの解消）により信用がさらに引き締まるおそれもある。

第1-4-6図 各国のサブプライム関連損失額および自己資本額



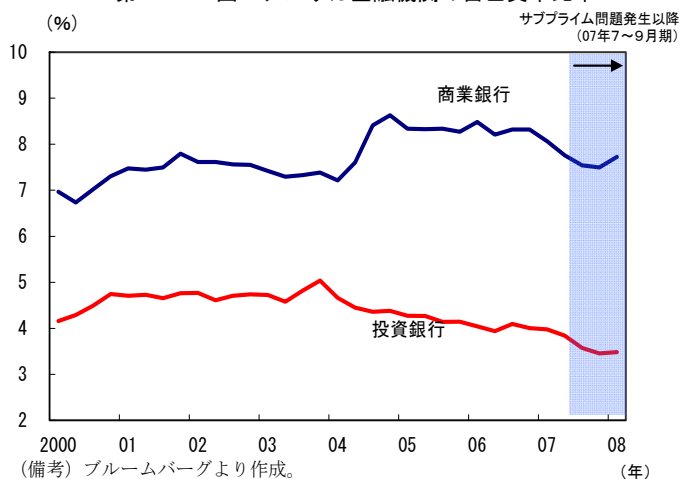
(備考) ブルームバーグ、各社決算書より作成。

第1-4-9図 アメリカ金融機関のCDSスプレッド



(備考) ブルームバーグより作成。

第1-4-10図 アメリカ金融機関の自己資本比率

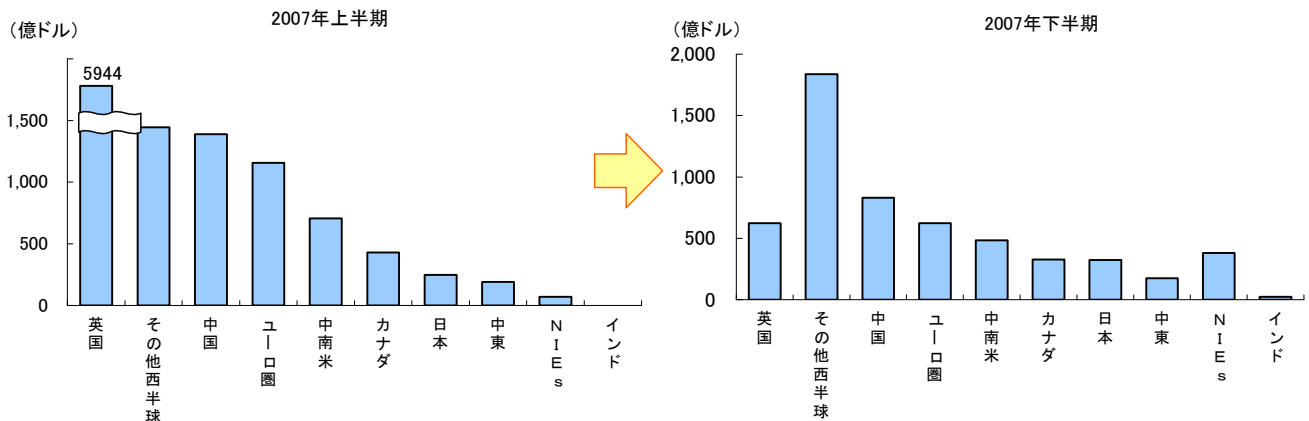


●アメリカ向け資金流入の減速と安全志向の高まり

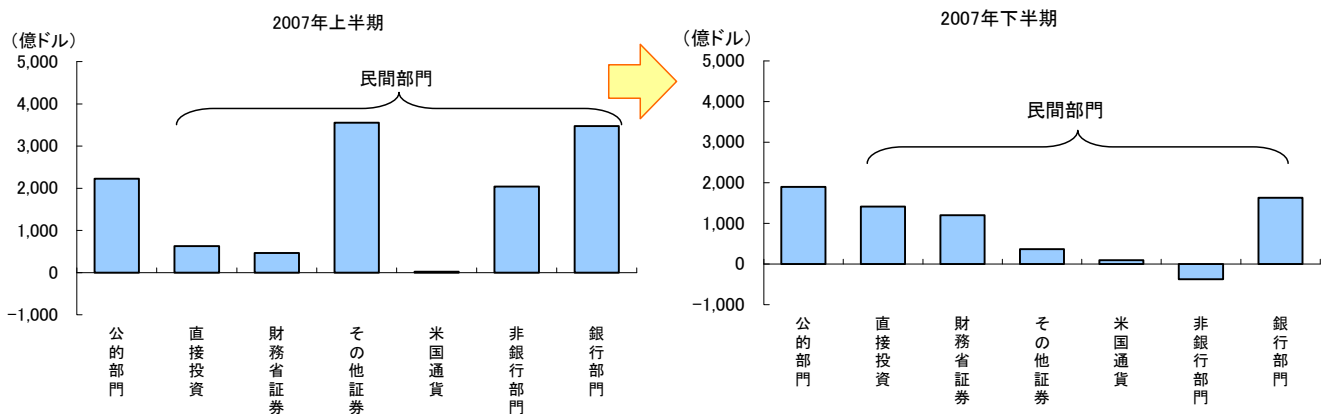
アメリカへの資金流入にも変化がみられている。これまで活発であった債券投資の流入が大きく減速し、ヨーロッパからの資金フローが停滞した。ドル安が進行しているが、一部の新興国では固定的な為替運営により、実効レートは横ばい又は減価しており、新たなインバランスを生み出すおそれもある。

第1-4-16図 2007年のアメリカへの資金流入

(1) 主要国・地域別のアメリカへの資金流入



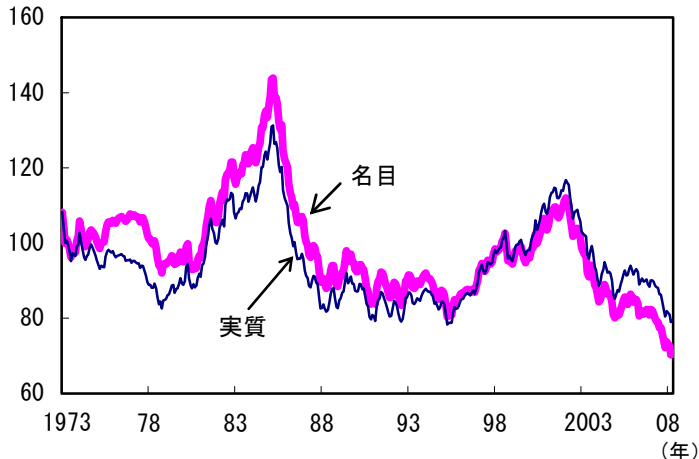
(2) 部門別のアメリカへの資金流入



(備考) アメリカ商務省より作成。

第1-4-19図 アメリカドル実効レートの推移

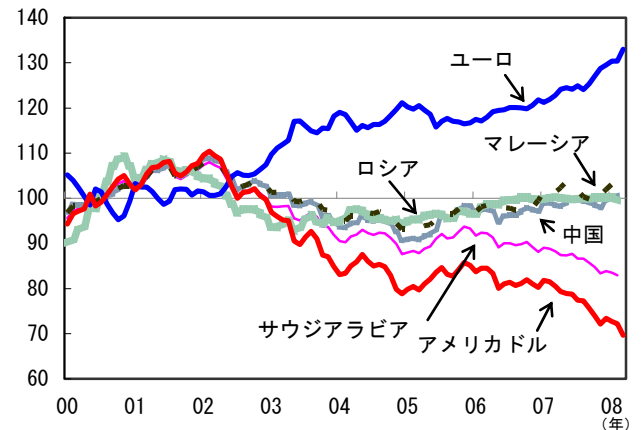
(1973年3月=100)



(備考) 連邦準備制度理事会 (FRB) より作成。

第1-4-20図 新興国の名目実効為替レート

(2000年=100)

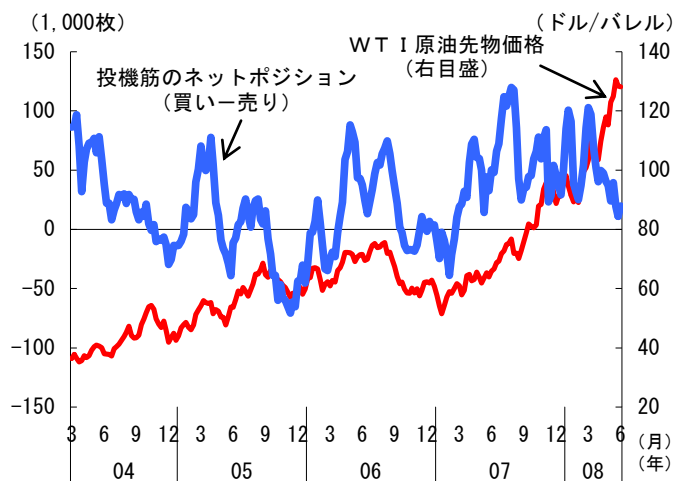


(備考) IMF より作成。

●一次産品価格の高騰と交易条件の変化による影響

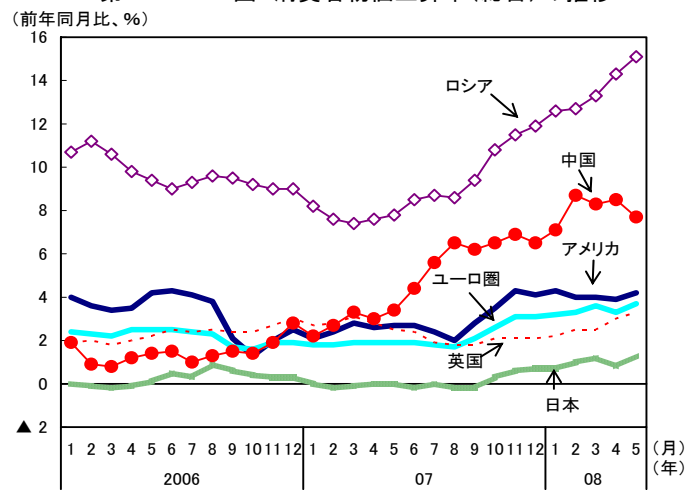
資金フローの変化は商品市場への投機マネーの流入を加速させ、需給要因等とあいまって、商品市況の高騰をもたらしている。各国で物価上昇率が高まっており、特に食品・エネルギーのウェイトが高い国では影響を受けやすい面もうかがわれる。アジア各国で燃料価格統制の見直しに向けた動きもある。

第1-4-26図 原油先物市場における投機筋のポジション



(備考) C F T C (アメリカ商品先物取引委員会) より作成。

第1-4-27・28図 消費者物価上昇率(総合)の推移



(備考) 各国・地域統計より作成。

第1-4-29表 各国の消費者物価上昇率 (2008年5月)

(前年同月比、%)

		アメリカ	ユーロ圏	英国	中国	韓国	台湾	シンガポール	タイ	マレーシア	日本
食品	上昇率	5.1	6.4	6.6	19.9	4.4	9.3	9.0	11.8	8.2	2.6
	ウェイト	13.8	15.8	10.9	33.2	14.0	26.1	23.4	39.7	31.4	18.9
エネルギー	上昇率	17.4	13.8	13.5	8.1 7.9	23.0 11.0	15.0 1.6	7.5 18.7	21.4	0.9 1.5	6.7
	ウェイト	9.7	9.8	7.3	10.4* 13.2*	10.9* 4.4*	3.3 3.7	16.7* 21.3*	13.6	15.9* 21.4*	7.4
総合	上昇率	4.2	3.7	3.0	7.7	4.9	3.7	7.5	7.6	3.8	1.3

(備考) 1. 各国・地域統計より作成。

2. アジア各国(除くタイ、日本)のエネルギーは、上段は交通・通信のうちの燃料(中国は燃料・部品、シンガポール及びマレーシアは交通)、下段は居住のうちの光熱費。ただし、*の付いたウェイトはエネルギー以外の項目も含むより広い分類による。英国は08年4月の数値。

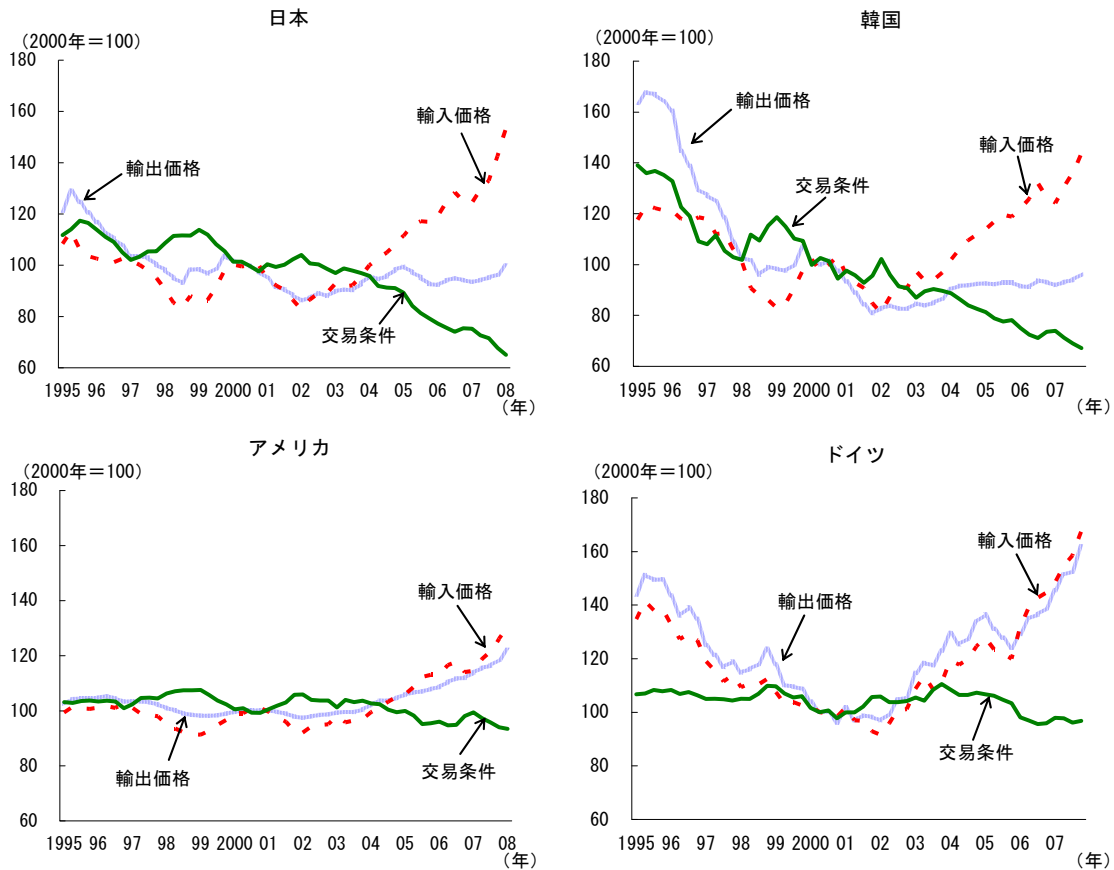
第1-4-30表 アジア各国における燃料統制価格等の状況

中国	現行、燃料価格を政府が統制 ⇒ 07年11月、08年6月、燃料価格引上げ
台湾	現行、燃料価格を政府が統制 ⇒ 08年5月、石油製品価格引上げ
(タイ)	05年7月、エネルギー分野の統制価格制度を撤廃
マレーシア	現行、燃料価格を政府が統制 ⇒ 08年6月、燃料価格引上げ
インドネシア	現行、燃料価格を政府が統制 ⇒ 08年5月、石油製品価格引上げ ⇒ 今後、ガソリンの補助金を廃止する方針
ベトナム	現行、燃料価格を政府が統制 ⇒ 07年11月、08年2月、ガソリン価格引上げ
インド	現行、燃料価格を政府が統制 ⇒ 08年2月、6月、燃料価格引上げ

(備考) 各種資料より作成。

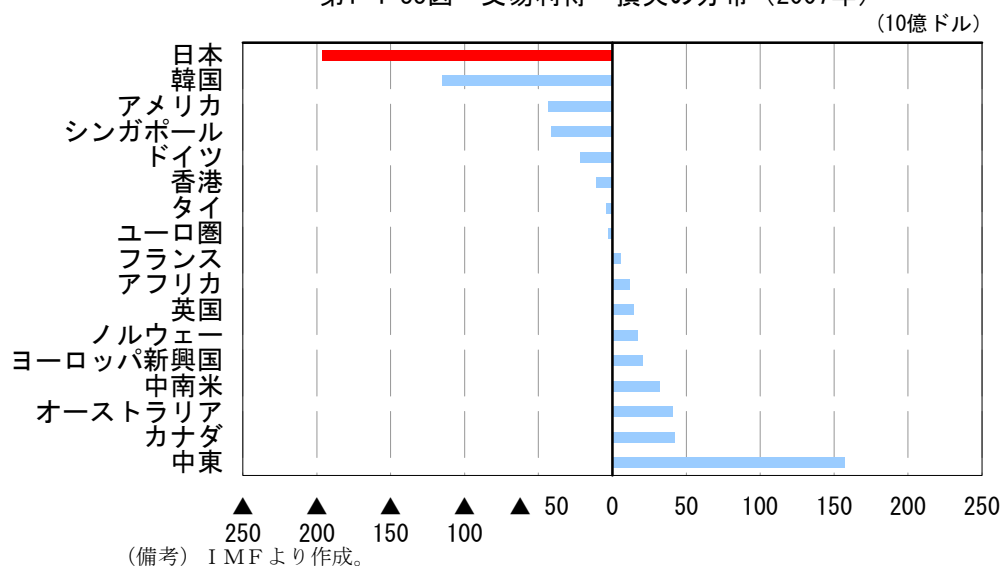
一次産品価格の上昇が長期化すれば輸入国で実質所得の流出が進むため、実体経済への新たなリスクとなる。特に日本では、2000年からの交易条件の変化に基づく07年の交易損失は約2,000億ドルに達し、近年はGDP比で約1.1%の実質所得の流出増が発生している。

第1-4-31図 各国の交易条件の推移

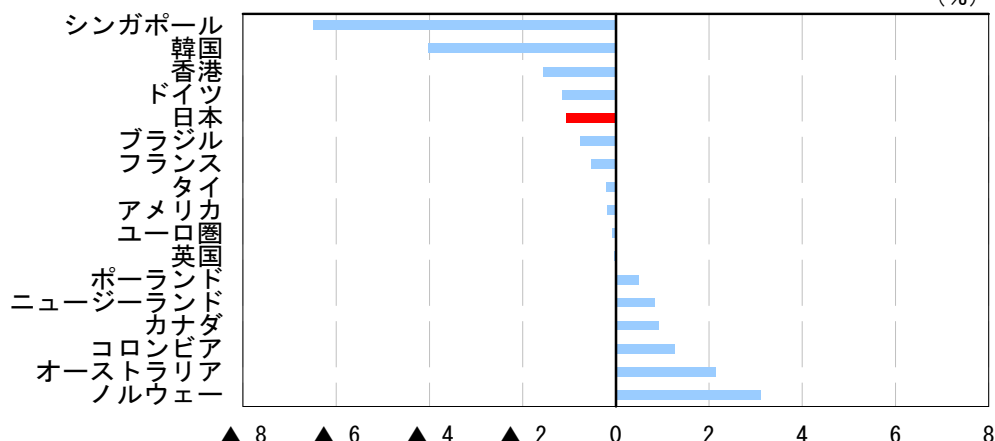


(備考) 1. IMFより作成。
2. 交易条件は輸出価格/輸入価格。

第1-4-33図 交易利得・損失の分布 (2007年)



第1-4-34図 交易利得・損失の変化（GDP比、2005～07年平均）
（%）



（備考）IMF及びグローバル・インサイトより作成。

輸入物価の限界的上昇による所得流出のインパクト

※輸出入数量、輸出価格は一定と仮定

（実質GDP比）

日本	0.09%
韓国	0.35%
シンガポール	1.52%
香港	1.47%
アメリカ	0.09%
ユーロ圏	0.09%

まとめ

- グローバルな資金フローの拡大は、経済活動に必要な資金の調達コストの低下等を通じて、世界経済全体の成長を支えるものと評価できる。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。
- 他方、証券化やクレジット・デリバティブ等による信用リスクのヘッジや分散を前提とした信用供給の急増の裏側で、リスク評価の緩みが生じ、資産価格のバブルがもたらされた可能性も高い。今後、レバレッジの解消と資産価格の調整が平行して進む中で、金融資本市場における信用収縮のリスクに留意が必要である。
- さらに、新興国の成長と金融資本市場の混乱は、投機マネーの商品市場への流入を促し、国際商品市況の高騰という新たな課題をもたらしている。特に、日本を含むアジア諸国の多くは、交易条件の悪化による実質所得の流出効果が大きいことから、一次産品価格の上昇が長期化すればその影響は無視できない。
- 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という世界経済のリスクに直面し、金融政策は困難な舵取りを求められるが、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。