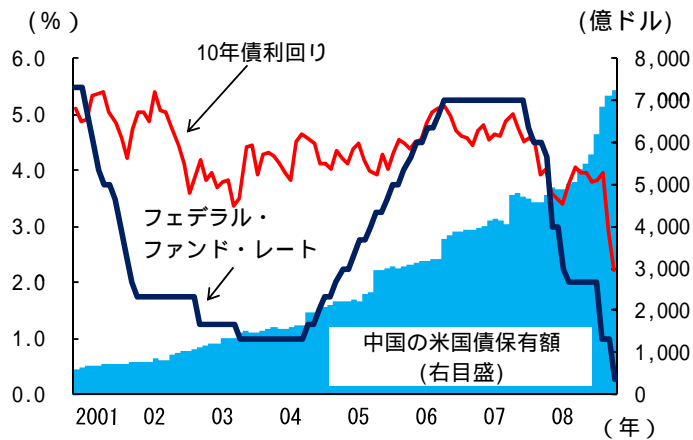


第1章 歴史的転換期にある世界経済 第2節 世界の資本市場

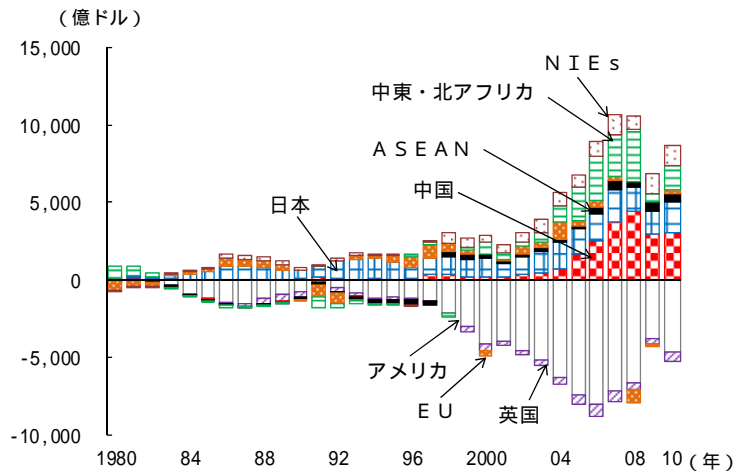
2-1. 世界の資金の流れをめぐるリスクの増大 ~ グローバル・インバランス(経常収支不均衡)の再拡大 ~

- グローバル・インバランスの問題は、世界金融危機の背後にあったマクロ経済的要因。
 - 2000年代に入り、アメリカの過剰消費や新興国等の経常黒字拡大により、資金余剰となった新興国等からアメリカやヨーロッパに大量に資金が流入。
 - 中国による米国債保有の増加により、政策金利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(第14図)。
 - 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証券化商品を大量に保有し、金融危機の引き金に。
- 世界金融危機後の2009年にはインバランスはいったん縮小したが、10年には再拡大(第15図)。その背景に、貯蓄投資バランスと為替調整の問題。
 - 貯蓄投資バランス: 資金流入国であるアメリカは積極的な財政出動により政府部門の資金不足。資金流出国の中国では貯蓄率の上昇が継続。
 - 為替調整: 経常黒字国である中国の人民元のレートは徐々に切り上げられているものの、更なる切上げが必要との見方も。
- インバランスが拡大する中、中国はアメリカの国債とGSE発行債券(エージェンシー債)を年々買い増し(第16図)。中国など新興国の潤沢な資金が、アメリカの財政をファイナンスし、住宅市場を間接的に支える構図。

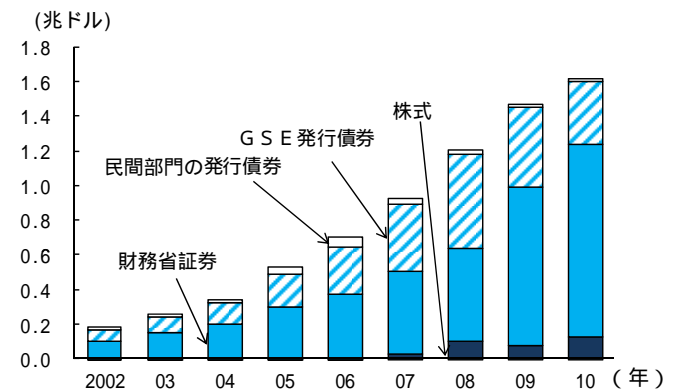
第14図 中国の米国債保有額と米国金利の推移:
金利上げも低利回り続く



第15図 経常収支の動向:再拡大



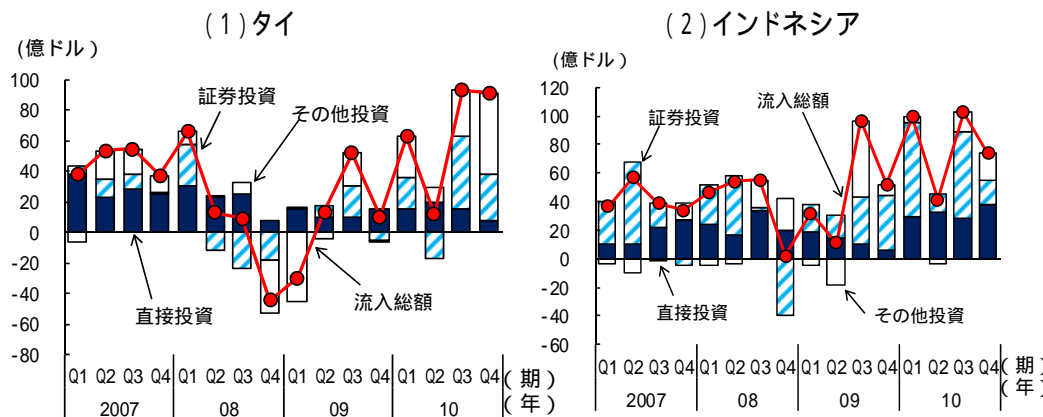
第16図 中国が保有する米国発行債券の推移:
国債とGSE発行債券を年々買い増し



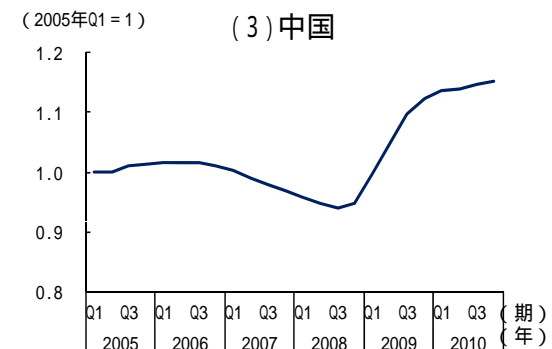
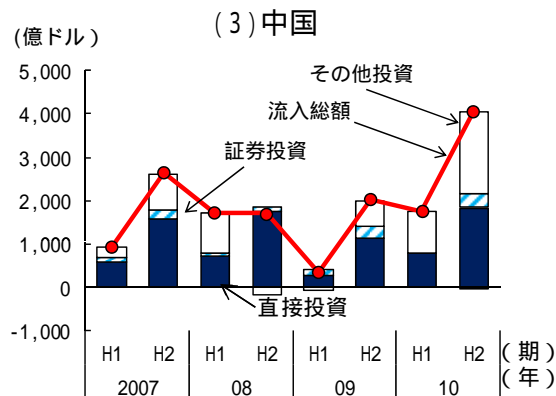
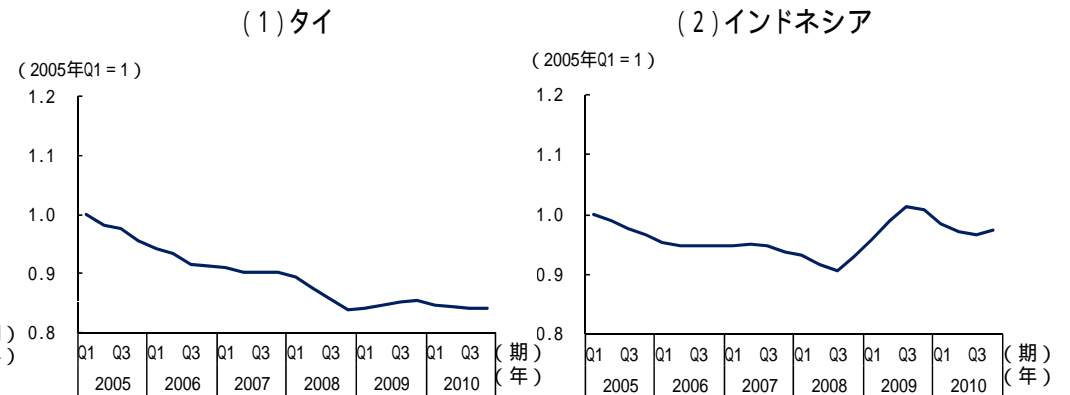
第1章 歴史的転換期にある世界経済 第2節 世界の資本市場
 2-2. 世界の資金の流れをめぐるリスクの増大 ~新興国のバブル~

- 新興国では景気が過熱。物価や不動産価格も上昇。金利引上げ等の金融引締めが行われているが、物価や不動産価格の上昇に歯止めがからず。一方、先進国では緩和的な金融政策運営が続く。
- グローバル・インバランスが再拡大する中でアメリカなどの先進国に流入した資金の一部は、経済成長の差や金利差を背景に高収益を求める金融機関や投資家により、再び新興国へ流入。
 ▶ タイやインドネシアでは、09年半ば以降、証券投資やその他投資(貸付・借入等)の流入が急増。中国でも、09年後半よりその他投資が急増(第17図)。
 ▶ 特に、中国やインドネシアではマーシャルのkが上向いており、实体经济の拡大以上にマネーサプライが増大している可能性(第18図)。
- 現在、十分な外貨準備を保有しているが、今後も新興国への資本流入が続く対外債務が外貨準備を上回る状況となれば、アジア通貨危機の引き金となったような急激な資金引揚げが起こった場合、通貨の大幅な下落や金融システム不安に至る可能性も。

第17図 新興国への資本流入:急増



第18図 アジア新興国におけるマーシャルのkの動き:
 インドネシアや中国で上向く



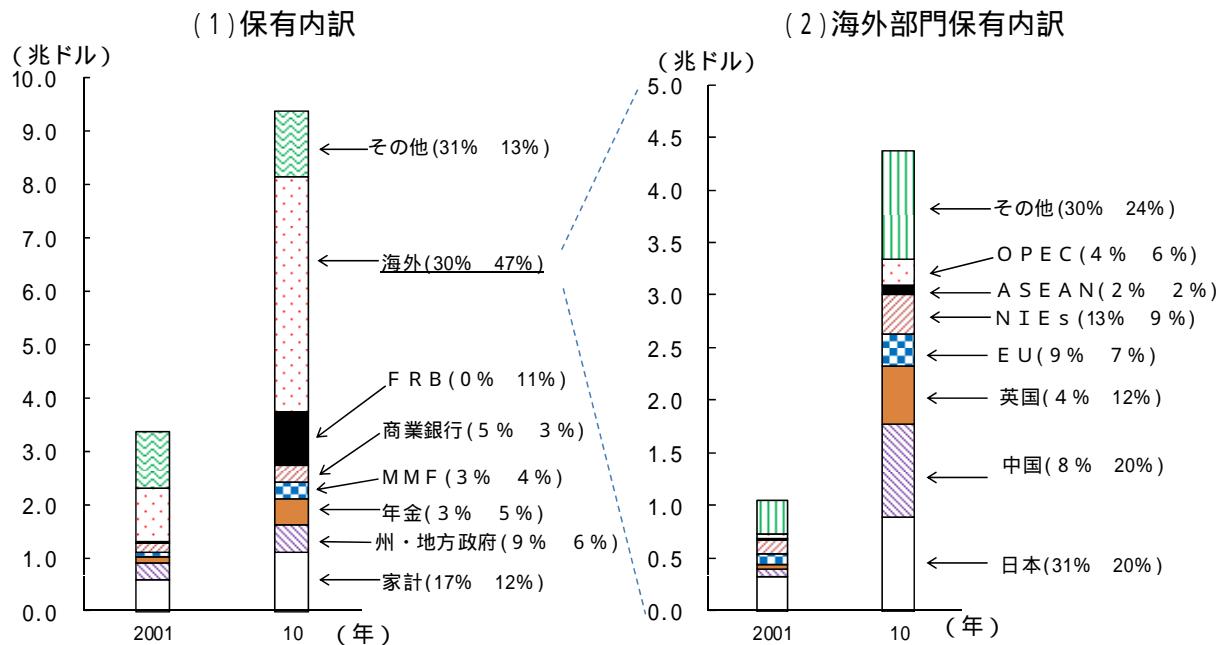
(備考) マーシャルのk = マネーサプライ ÷ 名目GDP

第1章 歴史的転換期にある世界経済 第2節 世界の資本市場

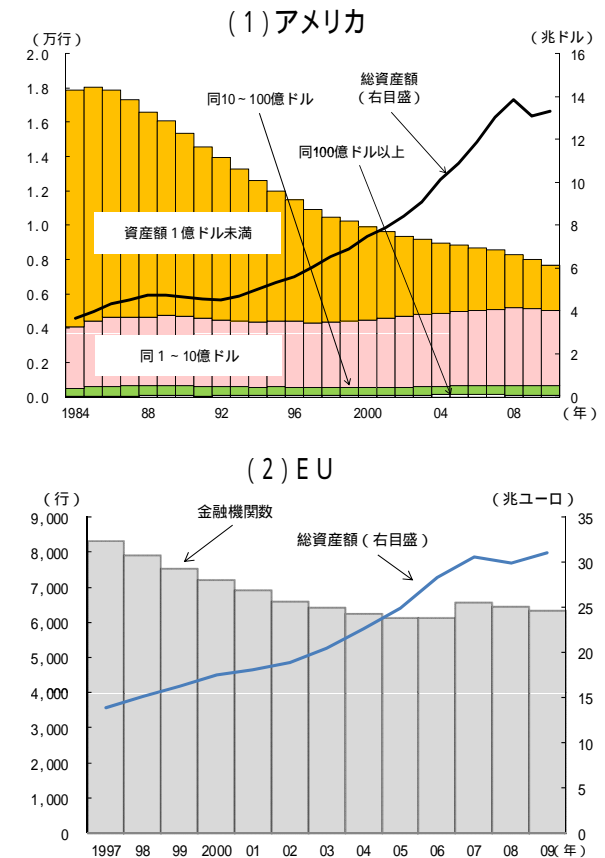
2-3 世界の資金の流れをめぐるリスクの増大 ~アメリカの財政規律の緩み、金融システミック・リスク~

- 新興国や産油国から流入した潤沢な資金がアメリカの財政赤字をファイナンス。また、QE2により、結果として財政の一部が金融政策にも支えられている状況。これらが続けば、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。
 - アメリカ国債の全保有者のうち、FRBが11%、海外が47%を保有。海外諸国の内訳では、新興国や産油国の占める割合が特に上昇。中国の占める割合は2001年の8%から10年には20%まで拡大(第19図)。
- 先進国の金融機関は寡占化、巨大化(第20図)。リスク管理の徹底や国際的な規制・枠組みの実効性の確保が適切になされなければ、金融システミック・リスクが増大する可能性。
 - アメリカでは、2000年に10,000行程度あったが10年には8,000行弱まで減少する一方で、総資産額は2000年時点と比べて2倍程度。
 - バーゼル 各国における適用は13年以降段階的に実施。アメリカでは金融規制改革法が制定されたが、多数の機関による複雑な規制・監督体制というアメリカの金融システム固有の問題が解消したとまでは言えず、また、規制の詳細はこれから具体化。

第19図 アメリカ国債の保有状況：
海外が47%、うち新興国の占める割合上昇

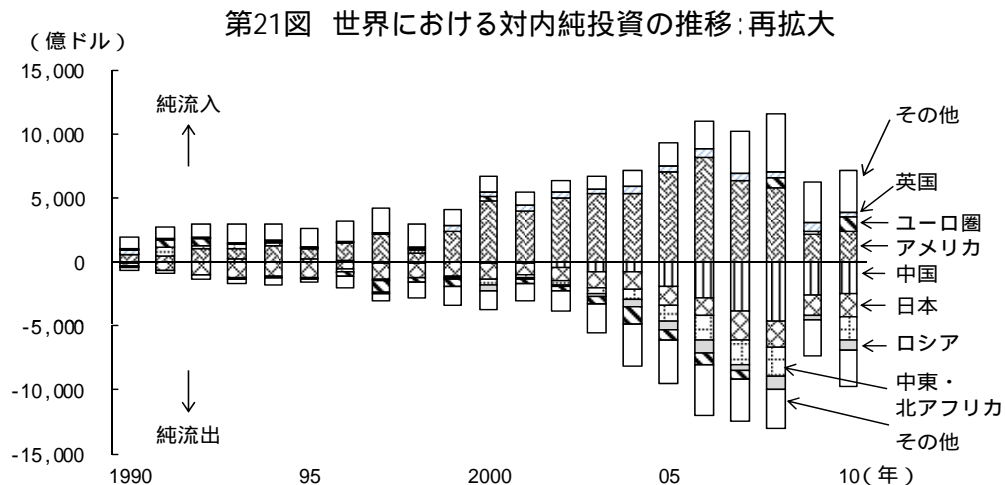


第20図 アメリカ、EUの金融機関数の動向：寡占化、巨大化



3. 増大するリスクに対応した経済政策

- 2000年代、世界の資本の流れにおいて新興国のプレゼンスが著しく高まっており、また、先進国企業の活動の場としての新興国のウェイトが大きくなっている中で、文字通り「全球一体化」が進展。
- 各国の貯蓄投資バランスや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。
- 国際的な資金フローが拡大(第21図)、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。これは、アメリカの財政規律の緩みや、金融機関や投資家が高利回りを求めて新興国に投資、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。また、金融システミック・リスク増大の可能性もある。
- 経済と金融の「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。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。
- 一方、国際社会の主要プレイヤーの多数化・多様化により政策協調を進めることが難しい場面も多いと考えられる。我が国においても、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。

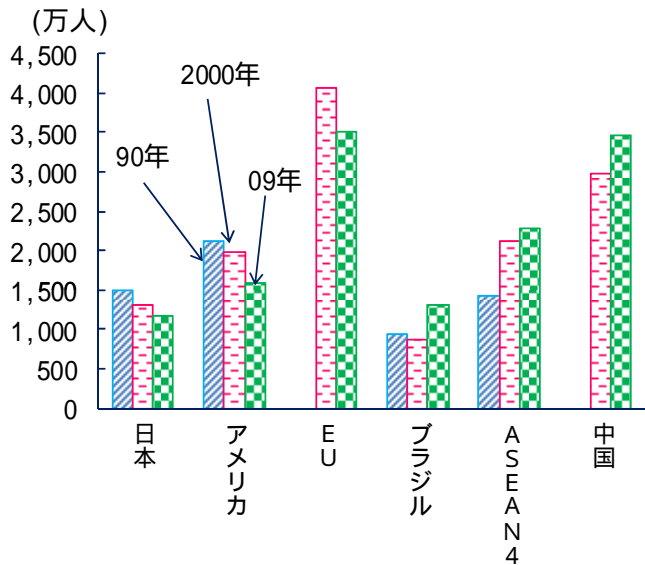


1. 世界の労働市場の概観

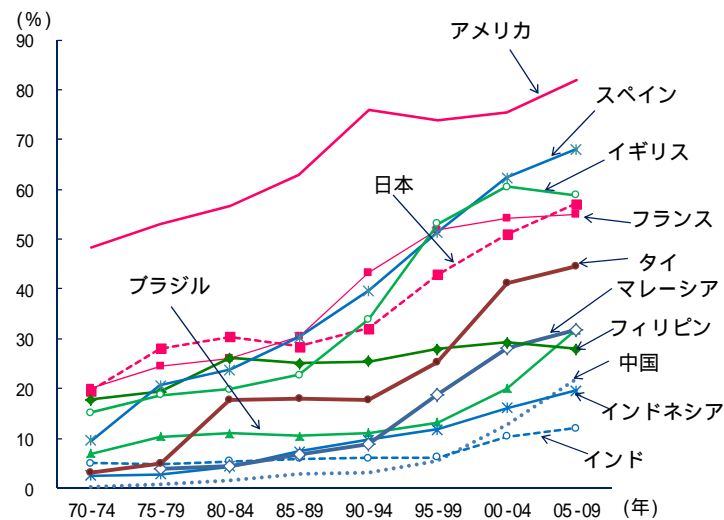
- 世界全体の労働力に占める新興国の割合が高まっており、労働力の比重は新興国に移ってきている。
 - 労働力人口は、2000年以降、アメリカやEUは緩やかに増加、日本は緩やかな減少。一方、ASEAN各国やブラジル等は伸びている。
 - 就業者数：アジアなどの伸びが先進国の伸びを上回っている。産業別には、先進国では製造業は減少傾向、サービス分野で増加する一方、新興国は、製造業で増加。製造業の重心が新興国に移りつつある(第22図)。
 - 新興国の労働力の質の高まり：高等教育就学率は着実に上昇(第23図)。
- 賃金：先進国の上昇率は80年代以降低下しているのに対し、中国では上昇率は依然として高い傾向。先進国と中国の賃金水準の差は90年代後半からやや縮小傾向(第24図)。

第24図 賃金水準：先進国と中国との差は縮小傾向

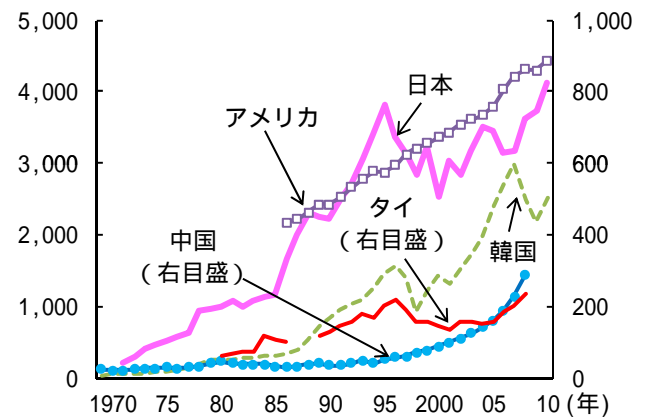
第22図 製造業の就業者数：新興国が増加



第23図 高等教育就学率：新興国でも上昇



(1) 推移 (1か月当たり製造業賃金、ドル) (同左)



(2) アメリカを100とした指数

