

世界的な不均衡は縮小するか

～大幅に拡大する米国の貯蓄不足と3つの余剰貯蓄～

<要 旨>

1. 7月のサミット（主要国首脳会議）では世界経済の課題として拡大する世界的な不均衡（貯蓄と投資の不均衡）の是正が挙げられた。世界的な不均衡の拡大とは、貯蓄不足（投資＞貯蓄）の国がある一方で、貯蓄超過（投資＜貯蓄）の国が存在し、それぞれの不均衡の幅が拡大している状態のことである。最近では米国の経常赤字（貯蓄不足）が拡大しているが、これをファイナンスする経常黒字（貯蓄超過）の国は、①輸出競争力を維持する為替政策によって対米輸出を拡大させてきた中国をはじめとする東アジア諸国、②原油価格の上昇の恩恵を受けた OPEC などの石油輸出国、③米国に比べて内需の成長率が低い日本や欧州等の先進諸国、の3つのグループに分けられる。
2. 近年の世界的な不均衡の特徴として経常黒字（貯蓄超過）となっている開発途上国の多くでは経常黒字以上に外貨準備の増加幅が大きい点が挙げられる。開発途上国の国際収支の構造はアジア通貨危機前とは大きく異なっている。
3. 世界の通貨当局が保有する外貨準備はその多くが米国債で運用されており、貯蓄不足の米国に資本を安定的に供給する役割を果たしている。昨年末から年初には中国やロシアなどの通貨当局のドル離れが懸念されたが、データを確認してみると 2004 年はむしろ外貨準備の運用の中で米国債等の運用に対する選好が強まったとみられ、ドルから他通貨へ運用上の大きなシフトが生じた可能性は小さい。
4. 今後の世界的な不均衡を考える上では、①中国をはじめ外貨準備を大幅に拡大させてきた東アジア諸国の動向、②原油高を背景に経常黒字を拡大させてきた石油輸出国の動向、③企業部門の資金需要が弱い日本やドイツの動向が各々重要になると考えられる。今般の中国の為替制度の変更（人民元切り上げ等）で世界的な不均衡を大幅に縮小させることは困難とみられる。



お問合せ先 調査部（東京）西垣秀樹

E-mail: hideki.nishigaki@ufji.co.jp

1. 世界的な貯蓄と投資の不均衡の拡大

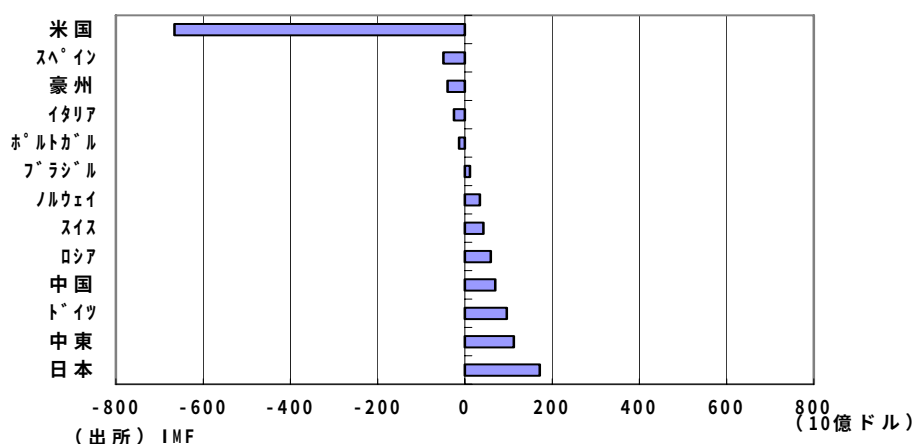
(1) 世界的な不均衡とは何か

7月のサミット（主要国首脳会議）では世界経済の課題として拡大する世界的な不均衡の是正が挙げられた。世界的な不均衡とは貯蓄不足（投資＞貯蓄）の国がある一方で、貯蓄超過（投資＜貯蓄）の国が存在し、各国ごとの貯蓄と投資のバランスがとれていない状態のことである。こうした貯蓄と投資の不均衡が生じること自体は特段問題はないが、不均衡の幅が急速なペースで拡大していけば、いずれどこかの時点で大きな転換（為替の大幅な変動等）が生じる懸念が強まるため、世界的な不均衡の是正が必要とされている。

貯蓄と投資の不均衡は、国際収支統計の経常収支の動きに反映される。一般にある国の投資が貯蓄を上回った（下回った）場合にはその国の経常収支は赤字（黒字）となる。よって経常赤字＝貯蓄不足（投資超過）、経常黒字＝貯蓄超過（投資不足）という関係がある。

2004年の世界の不均衡をみると、米国の経常赤字が6,681億ドルと過去最高水準に達する一方、日本やドイツ、中東などの他の経常黒字の国がこれをファイナンスする構造になっている¹（図表1）。図表1からは、日本やドイツ、中東などで生じた経常黒字すなわち余剰貯蓄を米国がほぼ独占的に使っている姿がうかがえる。これらの国々の余剰貯蓄は米国の政府部門と家計部門の赤字（すなわち財政赤字と個人消費・住宅投資）をファイナンスする重要な資金源となっている。以下では世界的な不均衡の問題を貯蓄超過の国々の動向に焦点をあてて考えることにする。

図表1 世界各国の経常収支（2004年）



¹ 米国の経常赤字の主因は貿易赤字（6,654億ドル、2004年）である。国・地域別にみると、中国が1,620億ドル（シェアは24%）、EUが1,104億ドル（17%）、日本775億ドル（12%）、OPECが725億ドル（11%）となっている。

(2) 余剰貯蓄を生み出す3つのグループ

IMF（国際通貨基金）が今年4月に発表した各国別経常収支の見通しによると、2005年も世界的な不均衡が一段と拡大する（図表2）。2005年は米国の経常赤字（貯蓄不足）が7,200億ドル台に拡大するが、経常黒字を計上し、これをファイナンスする国は主として3つのグループに分けられる。すなわち、(A) 輸出競争力を維持する為替政策によって対米輸出を拡大させ、高い成長率を実現している中国をはじめとした東アジア諸国、(B) 近年の原油価格上昇の恩恵を受けて輸出を拡大させている OPEC（石油輸出国機構）等産油国、(C) 米国に比べて内需の成長率が低い欧州や日本等の先進諸国である。

また、経常収支を2000年と2005年の時点で比較すると、米国が5年間で3,000億ドル以上赤字幅を拡大させる一方、(A) 東アジア諸国や (B) 産油国はそれぞれ1,000億ドル以上、(C) 日本やドイツなど先進諸国は2,000億ドル以上、黒字幅を増加させる見通しである。

図表2 世界各国の経常収支とその変化

分類	国・地域	2000年	2005年	変化
	【先進国】	-250.9	-381.0	-130.1
	米国	-413.5	-724.5	-311.0
C	日本	119.6	157.2	37.6
C	ドイツ	1.6	110.5	108.9
	ドイツ以外のEU	-30.1	-60.4	-30.3
	英国	-36.5	-53.9	-17.4
	豪州	-15.3	-39.4	-24.1
A	アジアNIES	40.1	92.2	52.1
C	その他先進国	83.2	137.3	54.1
	【開発途上国】	88.2	303.4	215.2
A	中国	20.5	76.5	56.0
B	中東	69.5	160.8	91.3
B	ロシア	44.6	85.9	41.3
	中南米	-47.8	3.8	51.6
	その他	1.4	-23.6	-25.0
	【合計】	-162.7	-77.6	85.1

(単位: 10億ドル)

分類	国・地域	2000年	2005年	変化
	米国	-413.5	-724.5	-311.0
A	東アジア要因	60.6	168.7	108.1
B	原油関連要因	114.1	246.7	132.6
C	日独等先進国要因	204.4	405.0	200.6
	A~Cの要因の合計	379.1	820.4	441.3

(注) 2005年はIMFの05年4月見通し
合計は誤差脱漏含むためゼロにならない
(出所) IMF

2. 開発途上国の経常収支黒字と外貨準備

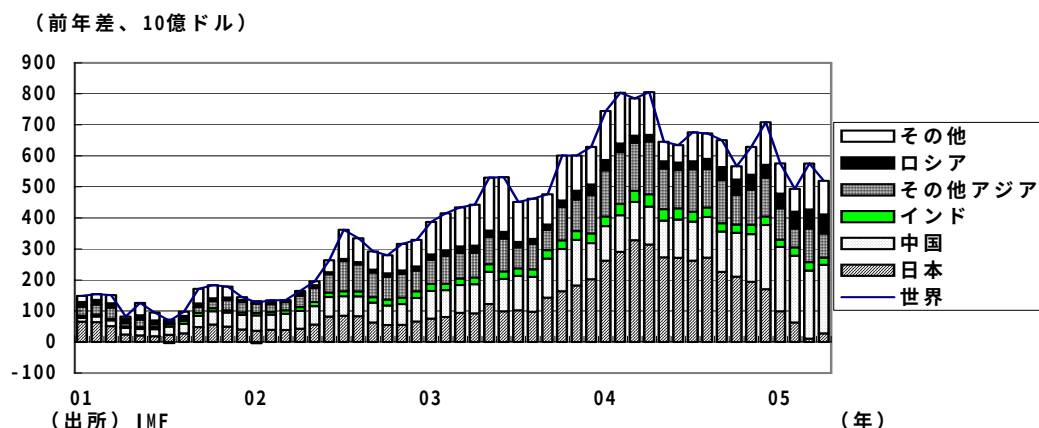
(1) 拡大する世界の外貨準備

ところで、近年の世界的な不均衡の特徴として経常黒字（貯蓄超過）となっている国の多くでは経常黒字以上に外貨準備の増加幅が大きい点が指摘できる。国・地域別にみると、2002年以降、米国の経常赤字拡大に伴うドル安圧力が強まるなかで、中国など東アジアをはじめとするアジアの途上国や、ロシアを含む産油国、及び日本の通貨当局は積極的なドル買い・自国通貨売り実施で対抗した結果、外貨準備高が2004年初めにかけ急速に拡大した（図表3）。

特に2004年初めには日本の大規模な円売り・ドル買い介入の実施により、世界の外貨準備は前年差8,000億ドルの急速なペースで拡大した。2004年3月以降は日本が円売り・ドル買い介入を実施していないことから外貨準備の増加ペースは鈍化傾向にあるが、

中国やロシアをはじめ、開発途上国の外貨準備は依然として増加が続いている。

図表3 世界の外貨準備



(2) 開発途上国の外貨準備の変動要因

ここで経常黒字と外貨準備の増加の関係について確認しておきたい。国際収支統計は定義上、経常収支＋資本純流入＋誤差脱漏－外貨準備増減＝0 という関係がある。よって外貨準備の増加（ルール上マイナスで表記）は経常黒字の拡大や資本純流入の増加によってもたらされるとみることができる。

2004年の外貨準備の変動要因をアジア通貨危機前の1990-96年（平均）と比較してみるといくつかの違いがみられる（図表4）。第1に、2004年の外貨準備の増加は経常収支が赤字から黒字に転じた影響が大きい。第2に、経常黒字を国・地域別にみると、中国や韓国等アジアの拡大が顕著である。第3に、資本純流入についてみると、1990-96年（平均）はアジアと中南米がほぼ半々であったのに対して、2004年はアジアとりわけ中国が大部分を占めるに至っている。第4に、石油輸出国についてみると、最近では原油高の影響で経常黒字が拡大し、外貨準備が増加している。

図表4 開発途上国の外貨準備増加の要因

1990-96年	経常収支	資本純流入	その他	外貨準備増減
アジア	-10.3	47.1	7	43.8
中国	5.1	20.8	-13.3	12.6
インド	-4.4	5.6	1.2	2.4
韓国	-7.1	11.4	-1.7	2.6
その他アジア	-3.9	12.8	17.3	26.2
中南米	-28.6	50.2	-5.3	16.3
ブラジル	-6	18.2	-4.9	7.3
メキシコ	-14.8	20.3	-3.6	1.9
中欧	-6.1	3.2	10.7	7.8
ロシア	8.6	8.8	-12.2	5.2
トルコ	-1.7	3.5	-0.1	1.7
南アフリカ	0.5	1.1	-1.6	0
合計	-72.7	116.1	45.9	89.3
石油輸出国	-8.9	37.3	-18.9	9.5

2004年	経常収支	資本純流入	その他	外貨準備増減
アジア	184.9	148.4	30.1	363.4
中国	68.7	110.7	27.3	206.7
インド	-3.9	24.7	6.7	27.5
韓国	27.6	13.8	2.3	43.7
その他アジア	92.5	-0.8	-6.2	85.5
中南米	20.8	-5.1	5.4	21.1
ブラジル	11.7	-3.6	-4.5	3.6
メキシコ	-8.6	12.9	0.7	5.0
中欧	-18	18.4	7.3	7.7
ロシア	60.1	-3.4	-9.1	47.6
トルコ	-15.5	18	-0.8	1.7
南アフリカ	-7	9.9	3.7	6.6
合計	277.3	155.3	22.0	454.6
石油輸出国	120.4	-18.9	-40.9	60.6

(注) 単位:10億ドル 石油輸出国はオーストラリア、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、バングラデシュ、インドネシア

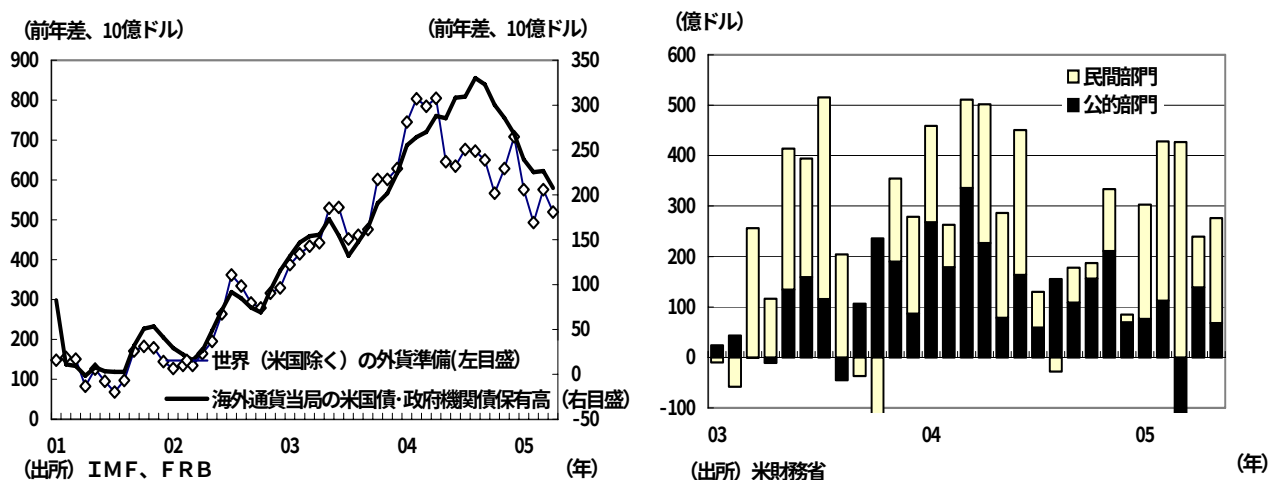
3. 外貨準備の拡大と米国への資本還流

世界の通貨当局(公的部門)が保有する外貨準備はその多くがドルで運用されており、これが米国に資本を安定的に供給する役割を果たしている。

昨年末から今年初めには中国やロシアなどの新興国の通貨当局が外貨資産の運用をドルからユーロ等他通貨にシフトさせるとの観測(通貨当局のドル離れ懸念)が強まったが、実際、データを確認すると世界の外貨準備の多くは米国債・政府機関債に向かっており、ドルから他の通貨への運用上の大きなシフトが生じたとは考えにくい(図表5)。むしろ2004年は外貨準備の運用の中で米国債等の運用に対する選好が強まったとみられる。

足元では公的部門の米国債投資が堅調な中、民間部門の米国債投資も回復している(図表6)。こうした東アジアを中心とする通貨当局等の米国債運用は、米国の金利を低位安定させ、米国景気を下支えする役割を果たしている²。

図表5 通貨当局の保有する外貨準備と米国債等 図表6 世界の対米国債投資(フロー)



² 東アジアの通貨当局がドルを支える構造は「ブレトンウッズ体制の復活」とも言われる。国際通貨システムは①アジア、②米国、③欧州・中南米・豪州等の3つに分けられ、アジアは米国に資本を輸出、米国はアジアから資本を受け入れ、アジアから財を輸入し、余剰資本を欧州等に輸出する。アジアの通貨当局が安めの為替レートを維持(外貨準備の増加)させることは米国金利を低位安定させ、米国の需要を刺激する効果とともに、ドル高が購買力を高めアジアの対米輸出を増加させる効果をもつ(Michael P.Dooley, David Forkerts-Landau, Peter Garber, 2003. “An Essay on The Revived Bretton Woods System”, NBER Working Paper No.9971などを参照)

4. 世界的な不均衡は当面続く見通し

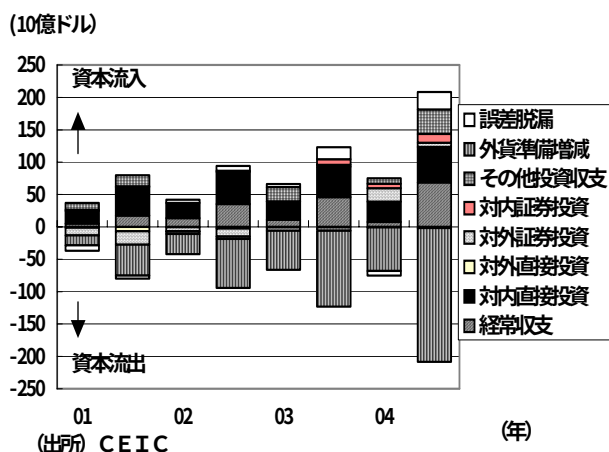
世界的な不均衡の今後を考える上では、①中国をはじめ外貨準備を大幅に拡大させてきた東アジアの開発途上国グループ、②原油高を背景に経常黒字を増加させてきた石油輸出国グループ、③企業部門の弱い資金需要によって経常黒字を拡大させてきた日本やドイツなど先進国グループ、それぞれの動向がポイントになると考えられる。

(1) 東アジアの開発途上国グループ

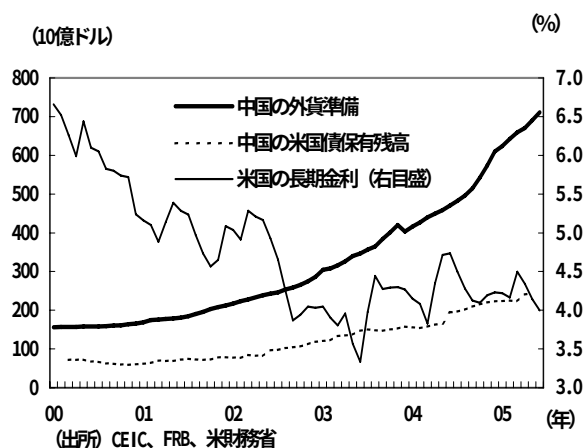
第1に、東アジアの途上国グループの中でも近年、外貨準備を急速に増加させてきた中国の為替政策の影響が重要である。中国ではドルペッグ制（1ドル＝8.27-8.28 元）を維持する中で輸出が拡大し、人民元の切り上げ期待などを背景に資本流入が増加してきた。これに対して人民銀行がドル買い介入で対抗した結果、中国の外貨準備は大幅に拡大した（図表7）。中国の外貨準備は今年に入って 1,000 億ドル以上も増加し、2005 年 6 月末には 7,110 億ドルに達した。

既に述べたように中国の外貨準備の一部は米国債で運用されている。中国からの資本流入が財政赤字（国債発行）が拡大する米国の長期金利の上昇圧力を抑え、米国景気を支える一因となっている（図表8）。

図表7 中国の国際収支



図表8 中国の外貨準備と米国の長期金利



① 人民元切り上げに伴う米国長期金利の上昇効果は限定的

こうしたなか、7月21日には人民元の切り上げ（1ドル＝8.28 元→1ドル＝8.11 元）と通貨バスケット制の導入が決定された。22日以降、人民元相場はドルに円やユーロなどを含めた通貨バスケットに連動する形で変動することになるが、対ドル変動幅は前日比±0.3%に限られており、引き続きドル買い介入（外貨準備の増加）は続くと思われる。ただし、ドル安（円高・ユーロ高）局面では人民元はドルに対して上昇することが容認

されることになるため、ドル安局面でも今後のドル買い介入額は以前に比べて減少することになり、中国の外貨準備の伸びもその分、鈍化する可能性がある。

中国は日本に次いで米国債を多く保有している国であり、今後、中国のドル買い介入額が減少すれば、米国の長期金利に上昇圧力がかかることになろう。ここでは計量経済的手法（時系列分析）を用いて、中国の外貨準備の伸びと米国長期金利の関係を試算した³。例えば2004年の場合、（ドルペッグ制の維持に伴って）外貨準備は前月比平均3.5%のペースで増加したが、試算によると、この増加ペース（単月平均前月比3.5%）は米国の長期金利を3～6ヵ月にわたり当初比0.2%ポイント低下させる効果があったとみられる⁴。しかし、今後はバスケット制の下で前述の理由から中国の外貨準備の増加ペースは、ドル安局面でもこれまでよりは遅くなるとみられる。その結果、これまでの中国の外貨準備の増加に伴う米国の長期金利の引き下げ効果は今後年末にかけて徐々にはく落すると予想される。もっとも、仮に外貨準備の伸びがゼロになったとしても、米国の長期金利への影響は限定的であり、世界的な不均衡を大きく是正するには力不足とみられる。

②東アジアの外貨準備拡大に伴う国内インフレ圧力は小さい

ところで、中国をはじめとする東アジア諸国が外貨準備を大幅に拡大させることは国内経済に弊害をもたらすため、これらの東アジア諸国が米国の経常赤字（貯蓄不足）をファイナンスする構造は持続可能でないと悲観論がある。為替介入による外貨準備の拡大は完全に不胎化されなければ国内のマネーを増加させるためインフレ要因になるためである。

しかし、ここにきてこうした悲観論は当てはまりにくくなっている。すなわちアジア諸国のインフレ率は通貨当局の不胎化（国内マネーの吸収）の影響もあり、足元落ち着いている。例えば、中国の消費者物価上昇率は2004年には前年比3.9%まで高まったが、直近2005年6月は同1.6%に鈍化している。住宅価格についても中国や香港では今年になってピークアウトした感がある。これまでのところ為替介入に伴う外貨準備増加がもたらすインフレ圧力は小さい。したがって、東アジアの開発途上国による米国の貯蓄不足をファイナンスする構造は当面続くとみられる。

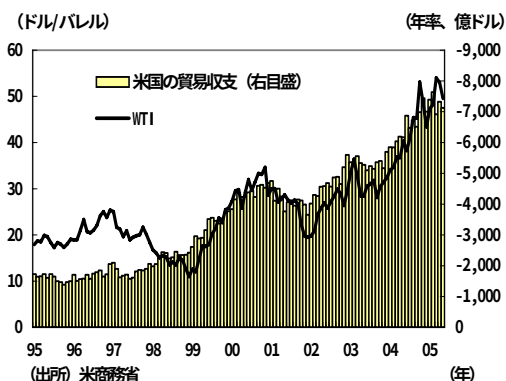
³ VARモデルによる試算。米国の長期金利に影響を与えられ変数（①中国の外貨準備、②中国以外の国の外貨準備、③FF金利、④ISM製造業指数（景況指数）、⑤米国債10年物利回り）を用いて、中国の外貨準備の伸びの低下が、米国債投資の減少→米国債需給の悪化→米国債10年物利回りの上昇という経路を通じてどの程度米国の長期金利に影響するかを試算した。推計期間はアジア通貨危機後の1999年1月～2005年6月の月次データ、ラグ6期。

⁴ その後6ヵ月より先からは効果は減衰する。

（２）石油輸出国グループ～金融緩和を背景とした原油高で不均衡は拡大

第２に、石油輸出国グループの動向が重要になる。原油価格は米国の金融緩和や景気拡大を背景に上昇している。原油価格の上昇は石油輸出国の経常黒字を拡大させるとともに、米国の貿易赤字を増加させる効果をもってきた（図表 9）。

図表 9 原油価格と米国の貿易収支

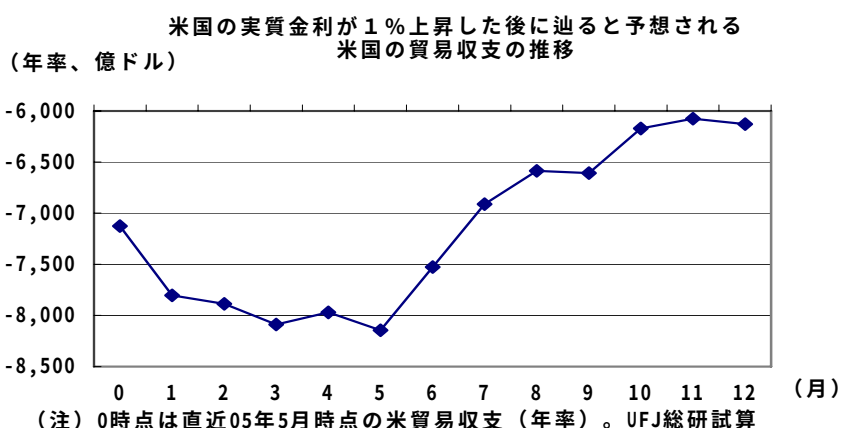


図表 10 米国の実質金利と貿易収支



原油価格の上昇の背景にはFRB（米連邦準備制度理事会）が依然として緩和的なスタンスを維持していることがある。FF（フェデラルファンド）金利は現在年 3.25% であるが、依然として景気中立水準（3～5%）のほぼ下限にあり、消費者物価上昇率を差し引いた実質金利ベースでみると 0.5% 程度と低い状態である。2001 年以降、実質FF金利が大幅に低下するなか米国の需要が増加（原油価格は上昇）し、貿易赤字も拡大してきた（図表 10）。今後仮に実質FF金利が 1% ポイント引き上げられた場合の貿易収支への影響を試算すると、半年程度後から引き締め効果は現われ、米国の貿易赤字は 1 年後に当初比 1,000 億ドル程度縮小すると予測される⁵（図表 11）。

図表 11 米国の金融引き締めと米国の貿易赤字の縮小



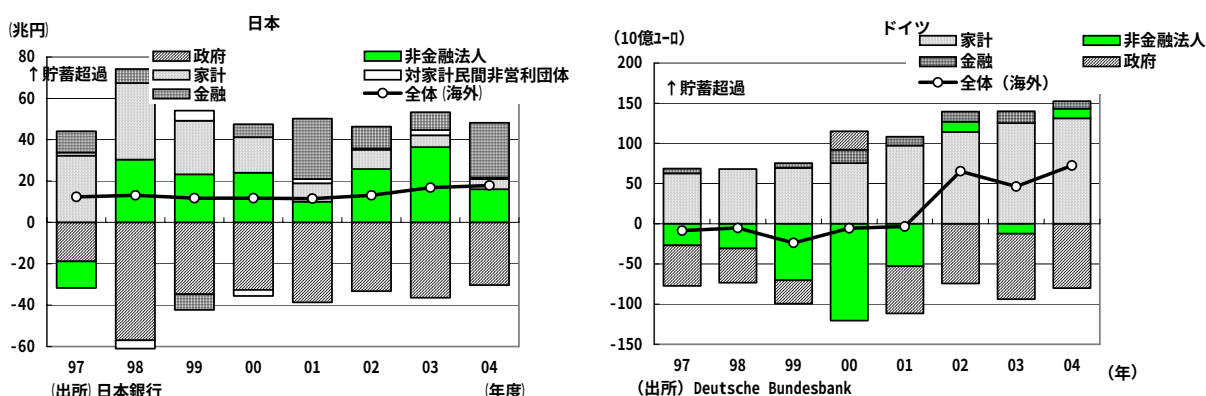
⁵ VAR モデルによる試算。変数には①実質 FF 金利、②マネーサプライ（M3）、③WTI、④原油輸入額、⑤原油以外の輸入額、⑥米国輸出額を用いた。推計期間 86 年 1 月～2005 年 5 月、ラグ 6 ヶ月。実質 FF 金利上昇→M3 低下→WTI 下落→原油輸入額の縮小等を経て米国の貿易赤字（財ベース）は縮小する。

FF金利は今後年末にかけて緩やかなペースで上昇する可能性が高いが、物価の安定などを背景に利上げが中断されるとの見方もある。こうしたなか、米国の金融政策のスタンスが「緩和」から「引き締め」に転じるのは早くとも2006年以降とみられ、当面は緩めの資金調達環境が続くと見込まれる。このため、原油取引市場における投機的な資金が活発化する余地があり、原油価格は高水準で推移する可能性が高い。この面からの世界的不均衡の是正は難しそうである。

(3) 先進国グループ～日本とドイツの企業部門の資金需要回復がカギ

第3に、米国以外の先進国である日本と欧州の企業部門の資金需要が本格的に回復するかどうかも重要である。日本では98年度以来、企業部門が資金余剰主体となっており、ドイツにおいても企業部門の投資意欲の弱さを反映して2002年、2004年と企業部門は貯蓄超過となっている(図表12)。日本とドイツのマクロの投資率(投資/GDP)をみると、いずれも90年代末から2002年にかけて低下し、その後横ばいで推移している。IMFの見通しによると、これらの地域の投資の低水準は今後も続く見通しである(図表13)。日本やドイツの企業部門の資金需要が本格的に回復しないとすれば、世界的不均衡の是正は期待できないとみられる。

図表12 日本とドイツの貯蓄超過



図表13 日本とドイツのマクロの貯蓄率・投資率

