

# 世界経済の構造変化と三つの謎

## 経常収支不均衡、インフレ抑制、低金利

2005年の世界経済をみると、経済の構造変化を物語るような三つの謎が目につく。①史上最悪の経常赤字を記録するなかでのドル高の進展、②原油価格上昇にもかかわらず抑制されるインフレ、③米国の度重なる短期金利の引上げにもかかわらず安定する長期金利である。

この謎の背景にある市場のグローバル化と今後の不安要因について考えた。

2005年12月



## 株式会社 旭リサーチセンター

東京都千代田区内幸町1-1-1 (帝国ホテルタワー)

電話 (03)3507-2406 (代)

このレポートの担当

取締役 主席研究員 松尾 隆

お問い合わせ先 03-3507-2406(代)

E-mail matsuo.tf@om.asahi-kasei.co.jp

<本レポートのキーワード>

構造変化、経常収支不均衡、インフレ、低金利、グローバル化、需要不足、  
原油価格高騰、ポジティブ・サプライショック、景気循環、資産価格

(注) 本レポートは、A R C ホームページ (<http://www.asahi-kasei.co.jp/arc/index.html>) から検索できます。

このレポートの担当

取締役 主席研究員 松 尾 隆

お問い合わせ先 03-3507-2406 (代)

E-mail matsuo.tf@om.asahi-kasei.co.jp

## まとめ

### ◆ マイナスのインパクトにもかかわらず順調な世界経済と三つの謎

2005年の世界経済は、原油価格高騰、米国の短期金利引上げといったマイナスのインパクトにもかかわらず、順調な拡大が続いている。そうしたなかで、世界経済の構造変化を物語るような三つの謎が生じている。①経常赤字拡大下のドル高、②原油高下での物価安定、③世界的な長期金利の安定である。

### ◆ 経常収支不均衡より世界的需要不足が問題

米国の経常赤字が史上最悪を記録するなかドル高が続いている。米国からは、米国の経常赤字は世界的な需要不足から、余剰となった資金が米国に流入した結果であり、メイド・イン・アメリカではないといった主張さえ聞かれる。確かに、金融市場のグローバル化が進展し、市場が厚みを増した現在、程度の問題は依然として残るものの、経常収支不均衡は世界経済の安定の条件ではなくなってきたようだ。

### ◆ 原油価格高騰にもかかわらず沈静化する消費者物価

原油価格は、過去20年間平均の20ドル/バレルからみると、3倍の水準に上昇している。それにもかかわらず先進国の消費者物価は2%程度の安定を保っている。旧ソ連・東欧、中国などの市場経済への参加、規制緩和による競争環境の整備、IT技術革新などポジティブ・サプライショックと金融政策への信頼により、インフレ期待が封じ込められている結果だ。デフレ圧力が強い状況が続いている。

### ◆ 短期金利引上げにもかかわらず安定している長期金利

世界的な需要不足、インフレ抑制を受け長期金利が低位で安定的に推移している。米国では、04年6月から短期金利を12回にわたって引き上げているにもかかわらず、長期金利はほとんど変動していない。しかも、名目成長率を大きく下回って4%台となっている。これは1960年代以来の現象である。こうしたなか企業部門が貯蓄超過に転じ、代わって財政部門の資金需要が高まっている。

### ◆ 構造変化が物語る金融システムの不安定化

三つの謎が物語るのは、金融、財・サービス両方の市場におけるグローバル化の進展と米国の影響力の拡大である。今後、景気循環の主役が金融に移り不安定化するだろう。

# 目 次

はじめに：世界経済 3 つの謎、経常収支不均衡、インフレ、長期金利……………	1
1. 経常収支赤字拡大下のドル高：世界的な貯蓄過剰？……………	2
1-1 拡大する米国の経常赤字……………	2
1-2 貯蓄過剰論：投資の停滞と新興国の貯蓄増加……………	3
1-3 貯蓄過剰論が意味すること：経常収支不均衡より需要不足が問題……………	5
1-4 米国の経常赤字の背景にある二つの問題：住宅ブーム、財政赤字……………	6
1-5 貯蓄過剰論が物語る構造変化：グローバリゼーションの進展……………	7
2. 原油価格の高騰にもかかわらず沈静化するインフレ……………	8
2-1 3 倍に高騰する原油価格、今後 5 年の平均価格 60 ドル/バレル！？ ……	8
2-2 驚くほど落ち着いている消費者物価……………	8
2-3 物価安定の要因：ポジティブ・サプライショックと 金融政策への信頼……………	9
3. 短期金利の引上げにもかかわらず安定している長期金利……………	11
3-1 名目成長率を大きく下回る長期金利：歴史的な低金利……………	11
3-2 企業部門の資金余剰：金利低下のもう一つの理由……………	12
3-3 低金利がもたらす財政規律の弛緩……………	14
おわりに：構造変化と金融システムの不安定化……………	15
(1) ほぼ限界に達している経常収支不均衡……………	15
(2) ポジティブ・サプライショックの持続力……………	15
(3) 金融政策がもたらす資産市場発の景気循環……………	16

## はじめに：世界経済3つの謎、経常収支不均衡、インフレ、長期金利

2005年の世界経済は、米国の短期金利の引上げ、原油価格の高騰といったマイナスのインパクトにもかかわらず米国を中心に息の長い成長が続いている。米国の景気拡大期間はすでに4年を経過しており、日本も02年1月の前回景気のボトムからこの12月で36ヵ月の長期拡大となっている。一方で、世界の経常収支不均衡（米国の赤字、日本、中国、OPECの黒字）は拡大しており、先進国を中心に財政赤字も巨額になっている。

長期の景気拡大が続くと、世界経済は構造的な変化を遂げたという主張がでてくる。たとえば、90年代後半の長期拡大期には、ITによる技術革新で在庫管理等が進み景気循環の波が小さくなり長期の景気拡大が可能だというニューエコノミー論がもてはやされた。しかし、このニューエコノミーブームは、2000年の株価の暴落（＝ITバブルの崩壊）により厳しい景気後退を迎えることになった。

現在も、米国が巨額の対外赤字を続けているにもかかわらずドル高傾向が続いていること、原油価格の高騰にもかかわらず物価が相対的には落ち着いていること、米国の短期金利の引上げにもかかわらず長期金利の安定が続いていることから、世界経済は構造的な変化を遂げているのではないかという主張がある。一方で、こうした現象は一時的な異常現象でいずれ通常の状態に戻る、たとえば、米国の対外赤字の拡大は維持不可能だから、いずれはドル安による調整が不可避という伝統的な見方も根強い。

だが、世界経済の構造変化を示す兆候は多い。グリーンズパンFRB議長も今年2月、原油価格が高騰し、財政赤字が拡大するなかで、長期金利が世界中で低下しているのは謎（conundrum）だと語っている。

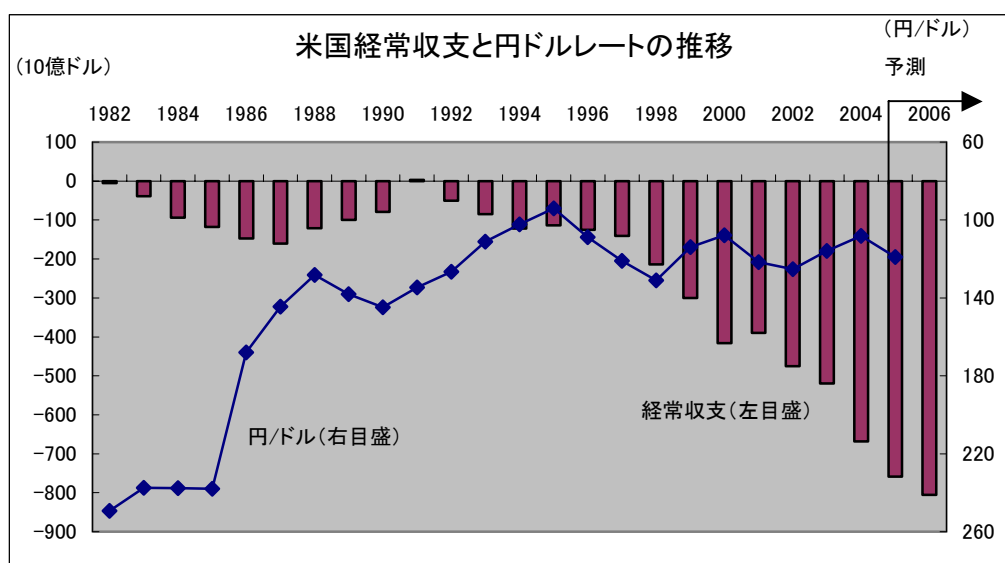
本レポートでは、①米国の経常収支赤字の拡大にもかかわらずドル高となっている現象、②原油価格の高騰にもかかわらず沈静化するインフレ、③短期金利の引上げにもかかわらず安定している長期金利の三つの謎を取り上げ、世界経済の構造変化について考えてみたい。

# 1. 経常収支赤字拡大下のドル高：世界的な貯蓄過剰？

## 1-1 拡大する米国の経常赤字

米国の経常赤字が急拡大している。

1980年代前半、レーガン政権下で米国の赤字が1,000億ドルを上回ることが問題とされ、経常収支不均衡を是正するために為替レート調整が不可避とされた。85年のプラザ合意の結果、日本は大幅な円高に見舞われた。



資料出所) IMF World Economic Outlook 2005.9

現在進行している米国の経常収支の赤字は、当時とは比べものにならないほど巨額だ。米国の経常収支の不均衡を是正するためには、30～35%のドルの切り下げが必要といわれている。日本は、円高阻止、デフレ抑制のために2003年～04年にかけて巨額の為替介入（約35兆円）を行ってきたが、円高の流れを変えることはできなかった。しかし、04年4月以降は、為替介入を停止しているにもかかわらず、円安ドル高が続いている。

米国は、中国に対しては為替レートの柔軟化によるさらなる人民元の切り上げを求めているが、日本に対する円高圧力はない。それどころか、当面は、日本はゼロ金利が継続する一方、米国は短期金利の引き上げが続くとみられていることから、金利差により日本からの資金流出が起こりさらなる円安が見込まれている。

注)

国民経済計算（GDP）は、  
付加価値の 生産 = 分配（所得） = 支出（最終需要）  
の三つは等しいという三面等価の原則に基づいて計算が行われている。

最終需要 = 消費 + 投資 + 輸出 - 輸入 で表されるから  
消費 + 投資 + 輸出 - 輸入 = 総所得（= 総生産）となる。  
消費 + 投資を右辺に移項すると  
輸出 - 輸入 = 総所得 - 消費 - 投資となる  
総所得 - 消費 = 貯蓄だから  
輸出 - 輸入 = 貯蓄 - 投資 となる。

これまでの常識では、経常赤字が拡大すれば、当該国は通貨切下げや緊縮財政により、経常収支の均衡を回復しなければならないと考えられてきた。戦前の金本位制、戦後のブレトン・ウッズ体制、変動相場制も基本的には、経常収支を均衡させることが前提となっている。

米国は、対外債務の支払いを自国通貨で行える基軸通貨国という特権を有しているので、他国に比べれば経常収支を均衡させる圧力が弱いとしても、限度はあると考えられてきた。

しかし、最近では、米国の経常収支の不均衡は世界経済にとって、それほど大きな問題ではないのではないかという主張が勢いを増している。それを象徴するのが、次期 FRB 議長に指名されたバーナンキ FRB 理事（当時）が今年 3 月に行った講演で指摘した「世界的貯蓄過剰 (global saving glut)」論である。

## 1-2 貯蓄過剰論：投資の停滞と新興国の貯蓄増加

バーナンキ氏は、3 月バージニアのエコノミスト協会で行った「世界的な貯蓄過剰と米国の経常収支赤字 (The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit)」という講演で、「米国の経常収支赤字は、世界的な貯蓄過剰から資金が世界中でもっとも魅力的な米国に流入している結果であり、メイド・イン・アメリカではない」とした。

GDP 統計上、「輸出－輸入＝貯蓄－投資」という恒等式が成り立つ（左頁注参照）。

これは、対外収支バランスと国内の貯蓄投資バランスが等しいということを意味している。通常は、輸出入バランスが注目されるが、米国のような巨大な経済の場合、輸出入は経済活動のごく一部をみているだけであり、経常収支赤字の真の原因を考えるには、後者の貯蓄・投資バランスを見る方が良いとする。

バーナンキ氏は、上記式の右辺に着目し、米国の経常赤字は、このところ生じている世界的な貯蓄過剰（先進国の年金基金、途上国の外貨準備、産油国の経常黒字など）の結果、余剰資金が米国に流入し、米国内の投資が貯蓄を上回った結果であり、米国の過剰消費、財政赤字が主要な原因ではない。各国が市場開放を進め、米国に代わって投資をひきつけることが、米国の経常赤字を削減する最大の方策だと主張している。



最近の世界全体の貯蓄・投資バランスの動向を IMF の統計でみると、貯蓄、投資比率は、わずかではあるが低下している（世界全体では貯蓄＝投資が成立するはずだが、統計の誤差のために一致していない）。全体としての貯蓄率が上昇しているわけではない。しかし、国別の内訳をみると、米国だけが貯蓄が低下するなかで投資が上昇し、投資超過幅が拡大する一方、ドイツ、日本、NIEs は貯蓄の低下を上回って投資が減少し、貯蓄超過幅が拡大している。新興国は通常、外資を導入し投資を行うことから投資が貯蓄を上回るが、このところ、これらの国々でも貯蓄超過となっている。

確かに、世界の貯蓄・投資バランスからみると、米国以外の国で貯蓄超過幅が拡大しており、過剰な貯蓄を米国が吸収する形になっている。

#### 世界の貯蓄・投資比率の推移(対GDP比)

		単位:%						
		1983-90	1991-98	2001	2002	2003	2004	2004-(91~98平均)
世界	貯蓄	22.8	22.0	21.4	20.6	20.9	21.5	-0.5
	投資	23.8	22.7	21.6	20.9	21.1	21.9	-0.8
先進国	貯蓄	22.2	21.7	20.6	19.3	19.2	19.5	-2.2
	投資	22.8	22.0	20.9	19.9	19.9	20.6	-1.4
	差	-0.6	-0.3	-0.3	-0.6	-0.7	-1.1	
米国	貯蓄	17.5	16.1	16.4	14.2	13.4	13.4	-2.7
	投資	20.2	18.5	19.1	18.4	18.5	19.6	1.1
	差	-2.7	-2.4	-2.7	-4.2	-5.1	-6.2	
ドイツ	貯蓄	23.9	21.3	19.6	19.4	19.3	21.0	-0.3
	投資	20.9	22.3	19.5	17.2	17.2	17.2	-5.1
	差	3	-1.0	0.1	2.2	2.1	3.8	
日本	貯蓄	32.5	31.6	27.9	26.8	27.1	27.6	-4.0
	投資	29.7	29.2	25.8	24.0	23.9	23.9	-5.3
	差	2.8	2.4	2.1	2.8	3.2	3.7	
NIEs	貯蓄	34.6	34.2	29.9	30.0	31.6	33.0	-1.2
	投資	28.3	32.0	25.3	24.5	24.4	26.0	-6.0
	差	6.3	2.2	4.6	5.5	7.2	7.0	
新興国	貯蓄	24.6	23.5	24.7	25.9	27.7	29.3	5.8
	投資	26.0	26.0	24.3	24.8	25.9	26.9	0.9
	差	-1.4	-2.5	0.4	1.1	1.8	2.4	
アジア	貯蓄	25.7	31.4	32.5	34.7	37.0	38.3	6.9
	投資	28.9	33.7	30.8	31.8	33.7	35.4	1.7
	差	-3.2	-2.3	1.7	2.9	3.3	2.9	
中東	貯蓄	18.4	20.7	25.7	24.5	28.1	33.1	12.4
	投資	22.8	24.2	21.3	21.8	22.4	22.4	-1.8
	差	-4.4	-3.5	4.4	2.7	5.7	10.7	

出所)IMF World Economic Outlook 2005.9

### 1-3 貯蓄過剰論が意味すること：経常収支不均衡より需要不足が問題

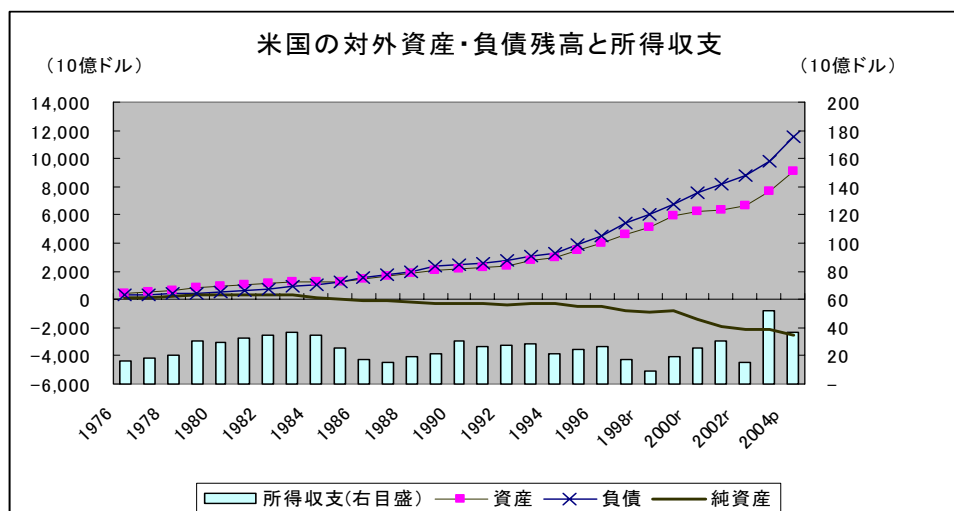
経済学では、すべての家計が貯蓄を増加させようと消費を抑制すると、経済活動全体が縮小し、結果としての貯蓄は増加しない現象を「節約のパラドックス」と呼ぶ。個々の家計の合理的な判断が、経済全体としては合理的な結果をもたらさないことから、「合成の誤謬」とも呼ばれる。

バーナンキ氏の主張は、世界経済がこうした状況に陥りかねないところを、米国が需要を創出し、その貯蓄を利用したことで、米国経済だけでなく世界経済の成長に貢献したとするものだ。つまり、世界経済にとって重要な問題は、世界的な需要不足であり、米国の経常収支不均衡は、米国の国内政策だけで解決することはできないとしている。

では、米国の経常収支赤字は、今やそれほど大きな問題ではないのだろうか？

その鍵は、経常収支赤字の累積により米国の対外支払い能力に懸念が生じないか、今後も海外から米国への資本流入が円滑に行われるか否かの二点に掛かっていると見てよいだろう。

米国は、今や世界最大の対外純債務国になっている。名目ベースで2.5兆ドルの純債務となっている。米国と途上国の累積債務の違いは、米国は世界最大の対外負債（11.5兆ドル）を抱えていると同時に、世界最大の対外資産（9.1兆ドル）を抱えている国だということだ。この資産と負債の利払い等の収支である、現在の所得収支のバランスをみると、米国は、純債務国になって以降も引き続き受け取り超過になっている。



資料出所) 米国商務省 HP

また、米国は基軸通貨国であることから、債務はほとんどがドル建てになっている一方、資産は外貨建てになっている。すなわち、ドル安になると、資産自体の内容に変化がなくてもドルベースでは資産が増加することになる。負債は資産の約 1.3 倍なので、負債は 100%ドル建て、資産は 100%外貨建てと仮定すればドルが 3 割減価すれば資産と負債はバランスする。つまり、米国にとっては、世界最大の債務国という点は、緩やかなドル安を是認すれば、時間が解決する問題だと捉えられているといえよう。

米国への資金還流が順調に進むか否かは、米国が海外からみて投資、資金運用する場として相応しいと見られているかに掛かっている。

この点では、世界で最も流動性の高い金融市場を擁している米国は十分にその資格を有している。日本や EU の主要国が人口減少という経済の成熟の壁に直面しており、国内の投資機会が乏しいのに対し、人口が年率 1%弱増加している米国の成長ポテンシャルはその分だけ高い。対米輸出主導で高成長の続く中国、ASEAN は、社会保障制度の未整備、90 年代後半の通貨危機の経験などから、所得増は貯蓄に向かっており、対外収支の黒字基調は続こう。高止まりする原油価格も産油国の対外黒字を高水準に保つだろう。

#### 1-4 米国の経常赤字の背景にある二つの問題：住宅ブーム、財政赤字

経常赤字が問題になるのは、米国に流入した資本が無駄使いされている場合だ。つまり、赤字のさらなる拡大に歯止めがかかる分野に投資されているか否かである。その点で懸念されるのが、このところの住宅ブームと財政赤字だ。

海外から流入した資金が企業の設備投資に投じられるのであれば、それは将来の成長の原動力であり、借入金返済の元手になる。しかし、住宅投資の場合、家計の資産の増加にはつながるが、将来の成長を約束するものではない。米国では、低金利下で住宅投資ブームが起きている。税制上、3 軒目までは住宅ローンの利払いが所得控除されることから都市部、リゾートを中心に投資が過熱気味となっており、一部の地域ではバブルの様相さえ呈している。値上がりした住宅を担保に住宅ローンの借り換え（増額）を行い、その借り増した金額で耐久消費財の購入や消費支出を賄い、これが貯蓄率の低下を招いている。住宅から生産分野へと投資を誘導することが必要となるだろう。

財政赤字の拡大も、米国経済の将来の成長につながる分野に投資されているか疑問だ。ブッシュ政権は 09 年度までに財政赤字を半減させると公約しているが、ハリケーンやイラク戦費問題もあり、公約達成が微妙な状況になっている。

こうした問題に転機がみえず、野放図な赤字の拡大が続くようなら、ドル安への急激な変化という金融市場の混乱のリスクが高まることになろう。逆に、両方に落ち着きが見られるなら、経常赤字下でのドル堅調という流れはしばらく続くのではないか。

### 1-5 貯蓄過剰論が物語る構造変化：グローバル化の進展

米国の経常収支赤字拡大下でのドル高という現象からみえてくる新たな世界経済の姿は、資金のグローバル化の進展である。

2000 年の IT バブル崩壊、2001 年の 9.11 同時多発テロといった異常事態に対応し、世界的に金融緩和が進められ、マネーの供給が増加した。デフレ懸念が高まったことも金融緩和に拍車をかけた。また、中国を始めとする新興国の急速な成長も資本市場の拡充をもたらした。

従来、貯蓄にはホーム・バイアスがあり、簡単には海外に流出しないといわれてきた。貯蓄率が高い国は資金が余剰なことから金利が低く、貯蓄率が低い国では金利が高くなる現象である。しかし、ユーロの登場でユーロ圏の資本市場が一本化したこと、01 年の同時多発テロ以降の世界的低金利からリスク資産への選好が高まったこと、貯蓄の主体が家計から企業へと移りつつあること(3. 長期金利の低下で詳述)、金融面での規制緩和、技術革新などから、資本市場のグローバル化が進展し、財・サービスの貿易決済である経常収支よりは資本の流れが為替レートを決定する力が大きくなってきたといえる。

次に、資金の流動性が高いなか、原油価格の高騰にもかかわらず消費者物価が安定している点についてみてみたい。

## 2. 原油価格の高騰にもかかわらず沈静化するインフレ

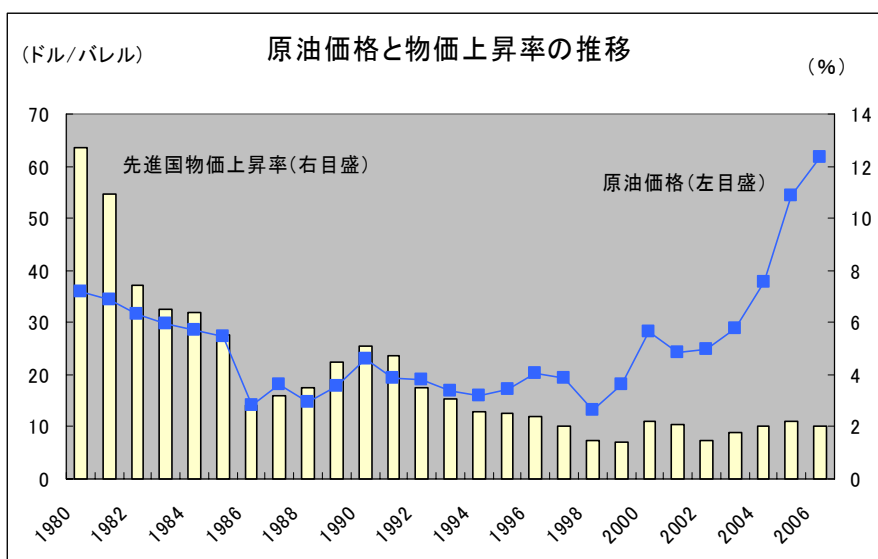
### 2-1 3倍に高騰する原油価格、今後5年の平均価格60ドル/バレル!?

原油価格の高騰が止まらない。このところ一旦弱含んでいるものの、8月にはハリケーン、カトリーナの米国南部上陸により、石油関連設備が被害をうけたことから、一時、ニューヨーク市場で取引されているWTI原油は70.85ドル/バレルを記録した。同月には月間平均でも65ドル/バレルと史上最高値を更新した。

投資銀行ゴールドマン・サックスは、8月のレポートで今後5年の平均価格を年初の45ドルから15ドル引き上げ60ドルとしている。1980年の第二次オイルショック以降、10~30ドル、平均すれば約20ドルで推移していた時代から、一気に3倍の水準に高騰したことになる。

### 2-2 驚くほど落ち着いている消費者物価

原油価格が高騰している割には、日本に限らず、世界的にも消費者物価は驚くほど安定している。90年代半ばまでは、先進国の消費者物価と原油価格は連動して動いていたが、2000年代に入ると原油価格の影響が著しく低下している。



資料出所) IMF World Economic Outlook 2005.9

米国では9月の消費者物価上昇率は総合で前年比4.7%となったが、変動の大きい食

品・エネルギーを除いたベースでは 2.0%に過ぎない。中国やEUの消費者物価（含むエネルギー）も 2%台の上昇率にとどまっている。IMF の 9 月の世界経済予測でも、2006 年の先進国の消費者物価上昇率は、原油価格が 61.75 ドル/バレルで 2%に過ぎない。80 年代は先進国のコアの消費者物価上昇率は 3~12%にばらついていていたが、最近は 0~3%に収斂している。原油価格上昇にもかかわらずこれまでのところ原油価格上昇が封じ込められている状況だ。

### 2-3 物価安定の要因：ポジティブ・サプライショックと金融政策への信頼

物価安定の要因としていくつかの理由があげられる。

まず先進国では以前に比べエネルギー原単位が低下し、原油価格上昇のインパクトが低下している（中国の場合はエネルギー価格を統制している）。日本の今年の原油輸入金額は前年より約 2 兆円（GDP の 0.4%）増加する程度である。

次に、エネルギー価格上昇の波及効果が低下している。グローバル化、技術革新、規制緩和の進展にともない市場競争が激化しており企業の価格決定力が低下、値上げが困難な製品が増加している。また、途上国への工場移転により賃金上昇が抑制されていることがあげられる。

国際決済銀行（BIS）の年次報告でも、輸入物価（商品市況や為替）、需給ギャップ、単位労働コストが 1%変化した時、消費者物価がどの程度変化したのか、1971~89 年、90 年~2004 年の二つの時期に分けて分析している。

消費者物価と輸入物価・需給ギャップ・単位労働コストの相関の変化

	輸入物価		需給ギャップ		単位労働コスト	
	1971-89	1990-2004	1971-89	1990-2004	1971-89	1990-2004
米国	0.25	0.10	0.11	0.07	0.76	0.28
日本	0.23	0.05	0.37	0.08	0.95	0.53
ドイツ	0.17	-0.03	0.10	0.09	0.47	0.19
フランス	0.27	-0.14	0.18	0.05	0.75	0.11
英国	0.29	0.01	0.10	0.28	0.71	0.56

注)各指標が1%変化した時の消費者物価の変化率(%)

資料出所)BIS 75th Annual Report 2005.7

この結果をみると、いずれの指標の消費者物価への影響は低下している。特に、輸入物価、需給ギャップは消費者物価へはほとんど影響しなくなっている。これに対し低下

したとはいえ単位労働コストの影響は大きい。つまり、今や消費者物価に影響しているのは国内の労働需給（＝賃金）だけだといってもよい状況になっているわけだ。

BIS リポートでは、ポジティブ・サプライショックにより物価の安定がもたらされ、それに各国中央銀行が適切に対応した結果、金融政策への信認が高まり、将来にわたってインフレが抑制されるだろうという期待が世界的に形成されたことにより、このところの物価の安定がもたらされたとしている。

ポジティブ・サプライショックとしては、市場経済のグローバル化によるロシア、旧東欧、中国、インドなどからの膨大な労働力の参入、貿易自由化による輸入浸透度の上昇、規制緩和による競争環境の整備、IT 技術による生産性上昇、オイルショック以降のインフレ抑制に成功した金融政策への信頼をあげている。

前の項で、経常収支不均衡よりは需要不足が現下の世界経済の課題でみたように、今の世界経済は、原油など新規開発に時間がかかる一次産品を除く、多くの工業製品で供給力が需要を上回るデフレ圧力の強い状況にあるといえる。

従来、インフレ、デフレは一国の貨幣現象であり、貨幣が過剰に供給されればインフレになるといわれてきた。しかし、現在の各国の状況をみると、ゼロ金利・量的緩和政策をとる日本がその代表例だが、多くの工業製品、基礎資材などの個別価格はグローバルな需給関係で決定され、個別価格の積み上げである一国の物価水準そのものも、必ずしもその国の金融政策に大きくは左右されない状況が生じているようにみえる。

インフレが沈静化しているのは、世界的な供給力の拡大、財の市場のグローバル化がこれまでになく進んでいることを反映したものでしょう。

次に、インフレ期待が抑制されていることから、短期金利の上昇にもかかわらず安定する長期金利の状況を見てみたい。

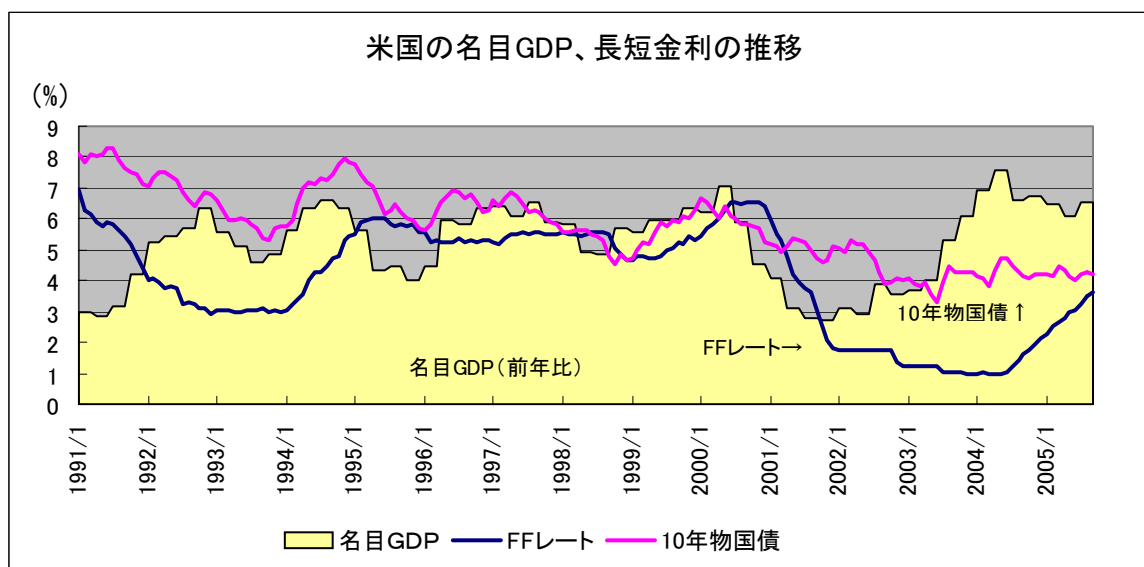
### 3. 短期金利の引上げにもかかわらず安定している長期金利

#### 3-1 名目成長率を大きく下回る長期金利：歴史的な低金利

インフレ期待が押さえ込まれていることから、長期金利の低位安定が続いている。

米国の長期金利の代表である10年物国債の利回りと短期金利の代表であるFFレート  
の推移をみると、過去15年はほぼ連動して上下していたが、昨年6月からFFレートが  
12回にわたって引き上げられている(1%→4%)にもかかわらず、長期金利は4~4.6%  
程度と驚くほど安定している。この間の名目成長率は6%を上回っており、名目金利が  
経済成長率大きく下回っている。

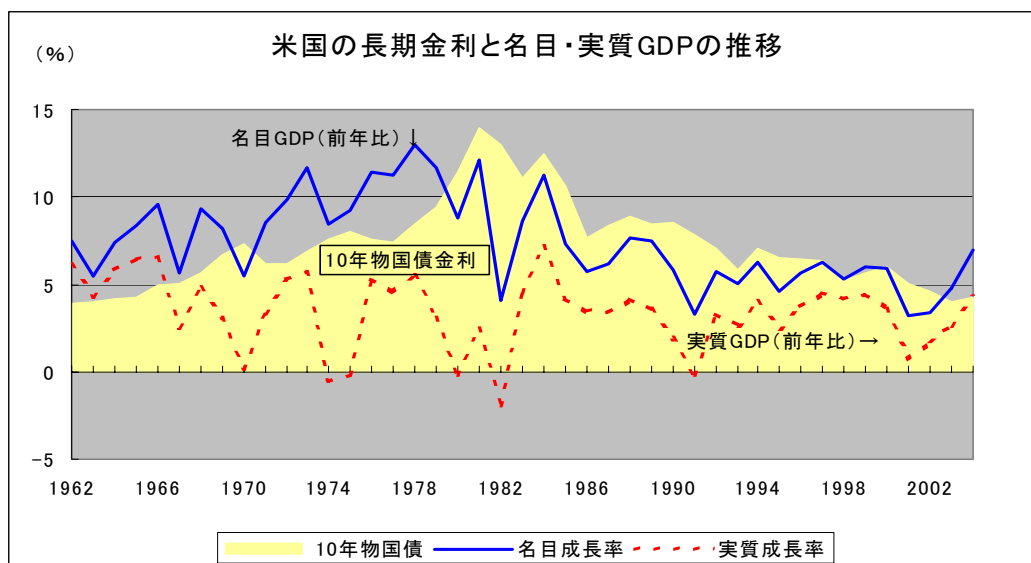
91年からの推移をみると、90年代前半は長期金利は常に名目成長率を上回っており、  
98年以降は長期金利が名目成長率を下回る状況がしばしば現出している。



資料出所) 名目GDP：米国商務省、金利：FRB 各HPより作成

経済成長率と長期金利の推移をさらに長期でみると、60年代前半の長期金利は名目  
GDPどころか、実質GDPをも下回っていた。60年代後半になると次第に物価上昇率が高  
まってきたこともあり長期金利が上昇し、オイルショック以降は名目GDPを上回る状況  
が続いていた。長期金利が5%以下まで低下しているのは実に60年代以来の歴史的な出  
来事となっているわけだ。





資料出所) 10年物国債：FRB GDP：米国商務省 各HPより作成

### 3-2 企業部門の資金余剰：金利低下のもう一つの理由

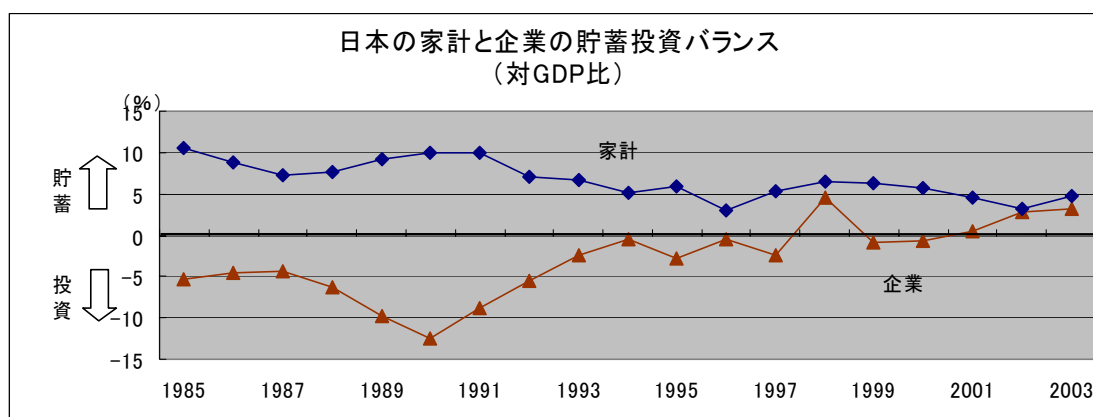
長期金利が歴史的な低金利を記録しているのは米国に限らず、先進国に共通な現象となっている。11月半ば現在、各国の10年物国債金利は日本が1.5%（1年前1.5%、以下同じ）ユーロ3.4%（3.7%）、米国4.5%（4.1%）である。原油価格が高騰しているなかで驚くほど安定している。

長期金利が低下している理由としては、前にみたように、世界的な資金余剰（＝貯蓄過剰）が生じていること、ポジティブ・サプライショックによりインフレのリスクが低下していることが上げられる。

それに加え、伝統的に資金不足部門であった企業部門が世界的に資金余剰となっていることがあげられる。日本の非金融法人の貯蓄投資バランスをみると、98年に前年の金融危機時の貸し渋りから貯蓄超過となって以降、01年から経常的に貯蓄超過となっており、その幅が拡大している。

企業部門の貯蓄超過は日本だけでなく、米国や欧州の大企業にも生じている。

これに対し、家計部門の貯蓄率は日米とも低下が続いており、家計と企業が好対照となっている。



資料出所) 内閣府 国民経済計算年報 2005年版

本来、リスクをとって家計部門の貯蓄を利用して投資を行うのが企業部門の役割である。これだけ金融が緩和し、金利も歴史的な低水準にあり、企業収益は逆に史上最高を記録するなかで、企業部門の投資が貯蓄を下回り、貯蓄超過となっているのも、もう一つの新たな謎であり、長期金利安定の原因といえよう。

企業の資金需要が弱いのは一時的な現象なのだろうか。

先進国の企業部門が積極的な投資に慎重な理由としていくつかの理由があげられている。まず、米国を除く先進国は人口減少という経済の成熟局面を迎えており、インフラ投資などに巨額の新規投資を必要とする資本集約的な重厚長大産業の投資ニーズが低下している。半導体産業などは資本集約型産業となっているが、集積度の高まりから世界的な寡占状況を生じつつあり、投資の広がりには限界がある。また、IT技術による投資財価格の趨勢的な下落も投資の節約に寄与している。キャッシュフロー重視や株式市場の監視が強化(=コーポレート・ガバナンス)されていることも上場企業の行動をリスク回避的にしていると指摘されている。

企業が新規投資よりも株式交換を利用したM&Aによる成長を志向していることも資金需要にはマイナスとなっている。

中国など途上国でも、インフラ投資の需要が旺盛だが、今のところ高水準の国内貯蓄

や外資の流入で賄われており、企業部門に新たな資金需要が見当たらないという状況が続いている。

そもそも、インフレ期待が低下し、デフレ圧力の強い下では、借入金返済、投資抑制、現金保有が企業行動の常識なのかもしれない。世界中の企業がキャッシュ・ポジションを高めているのも先行きの金融不安に備えているのかもしれない。

### 3-3 低金利がもたらす財政規律の弛緩

企業部門に代わって資金需要が続くのは財政部門だ。

世界的な長期金利の安定は、財政規律にとって重大な問題をもたらす。財政赤字削減のインセンティブが働きにくいことだ。

クリントン政権下の米国は、国債市場が財政赤字の監視役ともいわれた。これに対し、現在のブッシュ政権下では軍事費等で財政赤字が拡大しているにもかかわらず、金利が安定していることから、財政運営の規律が失われている。

日本でも、90年代後半からの超低金利下で国債発行が野放図に行われていることが現在の財政悪化をもたらしている。

もっとも、低金利が当面続き、名目成長率を下回る状況が続くのであれば、いったん財政規律が回復され、赤字縮小が明らかになれば、財政再建が予想外に進展するメリットもある。

## おわりに：構造変化と金融システムの不安定化

本レポートで取り上げた三つの謎、①米国の経常収支赤字の拡大にもかかわらず進むドル高、②原油価格高騰にもかかわらず安定する先進国の物価、③短期金利の上昇にもかかわらず安定する長期金利、は一時的な現象というよりは、世界経済の構造変化を反映しているように思われる。すなわち、金融、財・サービス両方の市場におけるグローバル化の進展とそのなかでの米国の影響力の増大である。

これまでのところは、グローバル化の進展により、2000年代の世界経済は驚くほど順調に推移している。しかし、今後もこの安定が続くかは不透明だ。

現在の経常収支不均衡の拡大、ポジティブ・サプライショック、低金利の長期化は、むしろ、将来の不安定化の種なのかもしれない。いずれの項目も永続するものではなく、いずれ転機を迎える可能性があるからだ。

### (1) ほぼ限界に達している経常収支不均衡

米国を取り巻く対外環境から考えると、ある程度の経常赤字は維持可能だとしても、現状の年間8,000億ドルを超える赤字はほぼ限界に達しているのではないか。

その象徴の一つが保護主義の高まりだ。赤字が続けば国内不況産業からは不公正貿易の不満の声が高まる。赤字のファイナンスに米国の国債は買っても良いが、エネルギーや国防関連の米国企業の買収は駄目を通じるのかといった、経済とは別次元の政治の問題が登場している。また、海外からの信認を確保する上でも、経常赤字は、現状よりは縮小することが望ましい。さもないと、いくら米国への投資が魅力的といっても、ドルの信認につながる事態が生じる可能性が高まる。

### (2) ポジティブ・サプライショックの持続力

ポジティブ・サプライショックがこれまでは物価の安定要因だったとしても、将来にわたって継続するとは限らない。原油価格の高騰にみられるように、一次産品はすでに需給が逼迫し価格が上昇している。今のところ一次産品価格の上昇は、生産・流通過程

の合理化等により抑え込められているが、いつ広範なインフレに転化しないとも限らない。デフレに悩んでいた日本でも人手不足の分野が生じ、ようやくデフレ脱却のメドが立ってきた。米国でも高学歴者を中心に人手不足から、単位労働コストの低下傾向に歯止めがかかってきたようにみうけられる。

### (3) 金融政策がもたらす資産市場発の景気循環

インフレが抑制されていることから、物価が果たす金融政策のシグナルとしての機能が低下している。一方で資産価格が上昇していることから、金融政策は資産価格にどの程度配慮すべきかは、このところの中央銀行の大きなテーマになっている。

90年代前半の日本のバブル潰しは、その後に長い不況をもたらした教訓から、資産価格を対象に金融政策を発動すべきという意見は少数派だ。しかし、低金利が長期化していることから、高い利回りを求めて株式市場、住宅など資産市場に資金が流入、値上がりするとともに、投機資金が拡大していることは事実だ。企業のM&Aブームも、資産を生む存在としての企業が投資対象となっているものだ。

従来、景気循環といえば、在庫や投資など実物経済の動きを反映したものだったが、金融政策の動向によって、株式や住宅などの資産価格の上がり下がり新たな景気循環の主演として登場してきたといえる。

その点で、米国の短期金利の上げがいつまで続くのか、それが、米国の住宅市場にどのような影響を及ぼすのか、場合によっては、資産市場発の景気循環の出発点になるかもしれない。

金融の世界は、様々な技術革新により、リスク分散を目指して次々に新商品が登場し、複雑な取引のネットワークが出来上がっている。次の世界的な景気後退のきっかけは、ほんのささいな現象が雪だるま式に大きくなっていくことによって、思いがけない危機が生じることで発生するのかもしれない。そんな不確実性が高まっている。