

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース 2006 年 4 月 第 38 号

テーマ： 世界経済の好調とグローバル化



4 年間、年平均 4.3%の経済成長を達成した世界経済。なぜ今世界経済は好調なのか、そのリスクはなにか。日本経済に与える影響はあるか。今月は、多年に亘りエコノミストとしてのマクロ経済分析、銀行行動の分析や金融機関の実地調査、経営のモニタリングにも携ってこられた財団法人国際金融情報センター 寺田晴彦副理事長に解説をいただきます。

このページの要旨は **90 秒**でお読みいただけます。

要 旨

安定成長軌道

世界経済は、持続的な安定成長軌道を進んでおり、過去と比較してまれにみる好況下にあります。基本的には、いわゆるグローバル化の寄与によるところが大きい。

グローバル化の効果

冷戦終結以降急速に進んだ規制緩和の流れや、情報技術革新の進展などが、グローバル化の枠組みを可能にしました。ヒト、モノ、資金等資源の効率的配分を世界的広がりの中で行うことにより、生産性の飛躍的向上が図られ、新興市場国の多くは、経済の急成長とインフレの抑制という二兎を得ました。また、物価の落ち着きを背景に潤沢な流動性と低金利が維持された結果、不動産、株式、商品ファンドなどの資産取引が活発化し、景気拡大に寄与しました。

1 両年のリスク

世界経済の先行き 1 両年のリスクとしては、原油・一次産品価格の更なる高騰、米ドル金利の上昇に伴う各種資産価格への波及、中国の投資過剰と消費伸び悩みに伴う景気の下振れ（過剰供給による在庫積み上がり、安値輸出、経済成長率低下など）、テロ・鳥インフルエンザ流行、などがあります。しかし、現在の景気を支える基本条件が崩れる可能性は低く、リスクは対応可能な範囲にとどまると見られます。

グローバルな不均衡問題 - 米国の経常収支赤字

その規模は米国 GDP の 6.5%と大きく、有力国際金融エコノミストの多くからその持続可能性に疑問の声が上がっています。しかし、基軸通貨としての強みがあるため、米国が支払不能になる危険はありません。米ドル相場の急落やドル金利上昇の可能性を 100%排除するわけにはいきませんが、向こう数年間、米国経済の基盤は間違いなくしっかりしており、企業の収益率や生産性の上昇率、実質 GDP の成長率などに照らして、海外に資本が流出する蓋然性は低いと考えられます。したがって、仮にドル相場の上落などがあったとしても、その範囲は限られるでしょう。現在の米国は、生産性向上と経常収支の赤字拡大がワンセットになっており、グローバル化を追求した自然の帰結ともいえます。当面これを後戻りさせる道がないとすれば、この種の混乱リスクに対応して新たに国際的な協力体制の整備が必要になるかもしれません。



「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから → <http://www.gtjapan.com/library/index.html>

本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。

太陽 ASG グループ マーケティング コミュニケーション担当 田代知子 Tel: 03-3595-0304 Email: asgMC@gtjapan.com

世界経済の好調とグローバルゼーション

財団法人 国際金融情報センター
副理事長 寺田晴彦

はじめに

まれにみる好況

世界経済は、2000 年初頭の IT バブル崩壊の影響から脱して以降、概ね順調に拡大基調を維持し、現状は過去との比較においてまれにみる好況といえる。これを支えているのは、引き続き米国景気の堅調と中国をはじめとする新興市場国経済の躍進である。

基本的要因はグローバルゼーションの進展にあり

しかし、より基本的には、世界的規模での市場統合、いわゆるグローバルゼーションの進展に依存するところが大きい。冷戦終結以降、旧社会主義諸国を中心に、財・サービス貿易の自由化など各種取引規制の緩和が進んだ。この時期には、世界的に情報通信技術も大きく発展した。これらの条件が揃ったことにより、ヒト、モノ、資金などの資源配分を、効率的に実現するグローバルゼーションの枠組みが構築可能になった。これに加えて、物価安定の落ち着きを背景とする低金利かつ潤沢な流動資金の存在は、市場経済の拡大に大きく寄与した。

魔法の杖グローバルゼーション

グローバルゼーションの枠組みを活用した典型的な事例は中国であろう。低廉で豊富な労働力、巨大な消費市場などの好条件と先進工業国からの技術移転や直接投資を活用し、家電や情報機器をはじめ広い分野で、大きな躍進を遂げた。飛躍的な生産性の向上は、経済成長率を高めると同時に、インフレ抑制の二兎を得ることを可能にした。この点、グローバルゼーションは魔法の杖であり、先進国・新興市場国の政府は、挙げてその果実を得ようと積極的に取り組んできた。WTO(世界貿易機構)をめぐる貿易取引等の多角的交渉に加え、EPA(経済連携協定)、FTA(自由貿易協定)などの個別国間交渉も進展が目立つ。

わが国への影響

世界経済の先行きについては、これまでの経済を支えてきた基本条件に当面大きな変化は見込まれないため、大型の世界景気はなおしばらく続こうとの見方が支配的である。こうした中、わが国経済についても、良好な外部環境に恵まれて、持続的な安定成長軌道をたどるとの予想が多い。ただ、近年国際的な経済依存関係が一段と強まっていることを考えると、わが国経済の今後を占うにあたり、世界経済をめぐる不安定要因にも目配りをしておく必要がある。

当面目配りが必要なリスク要因

世界経済のリスク要因を挙げると、原油・一次産品価格の更なる高騰、潤沢な流動性と低金利の下で値上がりした不動産、株式、商品ファンドなど資産価格の反落、米国経常収支の大幅赤字累積（GDP の約 6.5% に相当）に起因する米ドル金利の上昇や米ドル為替相場の急落、中東地域での武力衝突など地政学上の問題やテロ、鳥インフルエンザの表面化などである。本稿では、現在の世界景気の好況を支えている諸要因と今後に予想されるリスクを評価した上で、米国の経常収支赤字増大に伴う貯蓄・投資バランスの不均衡問題について考え方を整理してみたい。



	2001	2002	2003	2004	2005
(1) 主要国実質GDP成長率(%)					(実績)
米国	0.8	1.6	2.7	4.2	3.5
日本	0.4	0.1	1.8	2.3	2.7
ユーロエリア	1.9	0.9	0.7	2.1	1.3
(ドイツ)	1.2	0.1	-0.2	1.6	0.9
(フランス)	2.1	1.3	0.9	2.1	1.4
英国	2.2	2.0	2.5	3.1	1.8
(2) GDPデフレーター上昇率(%)					
米国	2.4	1.7	2.0	2.6	2.8
日本	-1.2	-1.6	-1.6	-1.2	-1.3
ユーロエリア	2.4	2.5	2.0	2.0	1.7
(3) 短期金利(3ヶ月、%)					
米国	3.8	1.8	1.2	1.6	3.6
(5) 為替相場					
ユーロ(\$/EURO)	0.9	0.95	1.13	1.24	1.24
円(YEN/\$)	121.5	125.2	115.9	108.1	110.2
(6) 工業品輸出価格上昇率(%)	-3.7	2.4	14.4	9.7	6.0
(7) 原油価格 (ドル/バレル)	26.0	26.15	31.00	41.5	56.7
(変化率、%)	-14.2	0.8	18.5	33.9	36.6
(8) 非石油一次産品価格上昇率(%)	-4.9	1.7	6.9	18.1	7.7

(出典：IMF 等の公表計数に基づき(財)国際金融情報センターにて作成)



世界経済は順調に拡大

世界の経済成長率は 4 年間の年平均が 4.3%

まず、IMF の統計によると、世界全体の実質 GDP 成長率は、02 年以降 05 年までの 4 年間に年平均 4.3%、うち先進工業国が 2.3%、新興市場国は 6.5%の伸びを示してきた。最近までの原油や一次産品価格の高騰といった経済成長制約要因に加え、日本や欧州諸国の景気が最近まで冴えなかったことを勘案すると、世界全体としては異例に着実な足取りであったと評価できよう。また、IMF が 4 月 19 日に発表した「世界経済見通し」によると、06 年、07 年の世界経済の成長率について、それぞれ 4.9%、4.7%と過去 4 年間のペースをさらに上回る成長を展望している。因みに今後のわが国経済についても、各国経済との連携を深めつつ、デフレを脱却して、回復軌道を進む見通しとなっている。

各国格付け水準は既往最高を記録

世界経済の好調を示す一例として、(財)国際金融情報センターのカントリーリスクに関する格付け作業の結果を紹介させていただく。直近の 3 月に行った作業では、各国格付けの平均水準が調査開始 (83 年) 以来の最高を記録した。格付けは、われわれが調査対象としている約 100 カ国の中から、わが国投資家と関係が深い新興市場国中心に 26 カ国を選び、それぞれのマクロ経済動向や債務返済能力などを分析の上、年 2 回の頻度で更新するものである。今回格付けの平均水準が既往最高を記録したのは、とりまなおさず政治、社会、経済等の総合評価の上で従来を上回る良好な評点を得た国が多かったことを意味している。特に目立つのは、実質 GDP 成長率の見通し計数が半年前に比べ上方修正されたケースが 20 カ国、4 分の 3 に達したほか、大勢として対外収支や財政事情、物価情勢 (GDP デフレーターの前測計数は 16 カ国で下方修正) など経済の質的改善が進んだことである。特に新興市場国や資源国の中で中国、インド、ロシアなどの大国のほか、ASEAN・中南米・中東欧諸国などで量・質両面での躍進振りが目立っている。

世界景気好調の背景

次に、世界経済が稀にみる好況を持続している要因について、若干掘り下げて考えてみたい。

グローバリゼーションが貢献

その第 1 は、インフレ期待が異例の落ち着きを示し、それに伴って長期金利水準が低位安定的に推移したほか、実質金利も低い水準を維持したことである。経済の活況や原油・一次産品価格の高騰にもかかわらず、物価上昇率が極めて低水準で推移したのは、いくつかの背景がある。その一つは、繊維等軽工業製品から

加工組立型製品や重工業製品までの分野に至るまで、その価格決定にグローバル化の進展が大きく関わったことである。中国をはじめ新興市場国は対内直接投資（FDI）や固定資産投資を競ってきた（特に電子・電器分野）。この結果、進出企業は低廉な労働力の活用や生産性の向上をテコにコスト削減を進め、同時に供給力の飛躍的増大によって需給関係の引緩みをももたらした。また、供給サイドのグローバル化進展は、所得分配の拡大を通じて家計支出を刺激し、それがさらに流通販売分野での設備投資を喚起するという好循環を生んできた。



インターネットによる物価決定メカニズムの出現

また、インターネット普及に伴って、消費財をめぐる販売競争が熾烈化したことにより、物価が抑制されるというメカニズムを重視する向きも多い。すなわち、かつて個々の消費者が知り得る商品内容や価格関係の情報は限られた範囲にとどまっていた。このため、価格決定に際しての売り手と買い手との力関係は、いわゆる情報の非対称性が作用して、売り手優位になりやすかった。しかし、最近ではインターネットの普及とともに販売企業とこれら消費者との間の情報ギャップは急速に縮まり、むしろ消費者有利に傾いている。販売サイドにはマーケット・インの考え方が一段と浸透し、企業間の競争激化ともあいまって大きな価格下押し要因になっているといえよう。

長期金利が不動産投資を誘引

この間、長期金利の低位安定は、米国をはじめ多くの先進諸国において不動産投資を刺激した。米国では、銀行が不動産価格の上昇分に見合った資金を追加的に不動産所有者に貸付けるホーム・エクイティ・ローンなどの金融新商品が、人気を集めた。それらの借入れ資金は多くの場合、不動産以外の消費支出に充当され、景気の拡大に少なからず貢献してきた。

米国の赤字も貢献した

第 2 には、米国の慢性的な大幅経常収支赤字が、中国をはじめアジアの新興市場諸国等の貯蓄超過バランスを相殺し、世界の需要不足問題を軽減していることである。と同時に世界経済の不均衡ともいえる米国の経常収支大幅赤字を金融・為替マーケットが受容したことにより、基軸通貨である米ドル相場の急落に発展しなかったことも、世界景気の拡大やインフレ抑制上大きな意味を持っていたといえよう。

労働者送金とアウトソーシングも寄与

この間の米国の旺盛な国内需要は、グローバル化の動きともあいまって、世界経済の活性化を助長する効果を生んだ。ドル安が進行しなかったために、米国金利は相対的に低水準を維持したほか、物価情勢も低位安定的に推移した。因みに中南米諸国では、05 年に海外労働者からの送金が約 540 億ドルと、前年比 2 割近く増えて対内直接投資と政府開発援助の合計額を上回った。同様の現象はパキスタンやフィリピンなど、アジア諸国でも目立っている。さらに米国によるサービス分野でのアウトソーシング（ソフト産業やコールセンターなど）はインドなどで著しく増加している。これらの動きは、グローバル化における垂直分業の拡大と同様のポジティブな効果を経済にもたらす。近年、例えば米国からの労働者送金やアウトソーシングに伴う所得移転は、毎年 2～3 割のペースで増加している模様で、所得受入国にとり経済的な恩恵は大きいものがある。

オイルショックの学習効果と一次産品国の活況



第 3 には、原油・一次産品（銅、鉄鉱石、砂糖等々）価格の上昇により、輸出国の交易条件は大きく改善した。これらの国々では、主として先進国からの購買力移転によって、大いに潤った。典型的な例はロシアや中南米の資源国で、マクロ経済指標はこのところ目覚ましい改善ぶりを示している。一方、IMF の試算によれば、米国では 02～05 年の間に経常収支赤字額の対 GDP 比率が 4.5% から 6.5% に増大したが、増加分の約半分は石油価格上昇に起因するとされている。わが国をはじめ多くの先進国では、これまでの石油価格高騰の経験や環境問題への対応を通じてエネルギー効率を大きく改善してきた。こ

この点、原油価格高騰のインパクトは、かつてのオイルショック当時に比べて相対的に小さいと考えられる。世界経済全体としてもその影響を吸収する余地は大きいといえよう。

米通貨当局への信頼感



第 4 には、市場との対話を重視した金融政策運営が奏効して米国通貨当局に対する信頼感が醸成されたことである。04 年央に始まった連邦準備制度のフェデラル・ファンドの誘導目標金利引き上げは、FOMC の開催の都度 25bps（ベース・ポイント）ずつ 15 回連続して実施された。その累計は 375bps に及び、足下の水準は 4.75% となっている。この間の市場運営は、景気と物価を両にらみするかたちで、中立的な金利水準の実現を模索しつつ、秩序だてて進められてきた。政策当局が政策の透明性確保に配慮したことにより、市場参加者の間には予想外の政策発動はあり得ないとの安心感が醸成された。これは、長期金利が低位安定的に推移する上でも寄与したとみられる。最近の動きをみると、短期金利の引上げに伴い長期金利も幾分上昇しているが、長短金利のイールドカーブはなおフラット（これは、おそらくは経済成長率の低下予想に基づくものではなく、インフレ期待が弱いことに起因するとみられる）な状態を維持している。

新興国のリスクプレミアムが縮小

また、JP モルガン社が発表している新興市場債券指数（EMBI）の平均利回りと米国財務省証券利回りとのスプレッド（乖離幅）は 02 年 10 月当時の約 1000bps（10% ポイント）から最近では 200bps に縮小している。このように新興市場国債券のリスクプレミアムが縮小をみているのも、市場の落ち着きや潤沢な流動性の存在を反映したものといえる。因みにリスクプレミアムが縮小した要因には、キャリー・トレード（低金利通貨のスイスフランや円資金を借り入れて、新興市場国資産や一次産品インデックスなどの高利回り資産に運用する手法）の活発化やリバレッジを利かしたヘッジファンドの運用拡大の動きなどもある。なお、IMF によると、このところオイルマネーの一部は米国国債の購入に向かっており、その効果で市場利回りは 30bps の押し下げられているという。



世界経済のリスク要因

1 両年は引き続き高い成長

今後の環境をみると、短期金利は各国当局の利上げ姿勢を反映して強含みで推移する可能性が高い。一方長期金利は、世界的な資金余剰（貯蓄超過状態）や比較的低位インフレ率を背景に、なおしばらくは低水準にとどまろう。世界経済はグローバル化などの基本条件に変化が見込まれないことから、先行き 1 両年は引き続き高い経済成長を期待しうる。しかし、世界経済が拡大局面入りしてから既に 4 年を経過していることもあって、ほころびはいくつかみられる。例えば、潤沢な流動性供給によって不動産や商品ファンドなどの資産価格にバブルが生じている可能性がある。

1 両年以内に予想されるリスクは・・・

このほか、今後 1 両年の短期間に予想されるリスクは次のとおりである。

原油・一次産品

1 つは原油・一次産品価格の高騰である。原油価格については、中東地域などの地政学上の事情が絡むので、見極めをつけ難い。しかし、一般的にいえば、石油の採掘、精製段階における供給余力は依然不足している。従って、何らかのサプライショックが起きると価格は急騰しやすい状況にあるといえる。この点は、世界経済の今年最大のリスクのひとつである。また、前述のとおり一次産品の商品インデックスなどへの投資が年金やファンドを中心に活発化している。これらは投資の分散を目的としたものも多いが、商品価格の高騰につながりやすいという点では警戒を要する。

短期金利引き上げの影響

2 つには、米国や英国等における短期金利の引き上げに伴う実体経済面への波及である。両国では既に不動産価格の騰勢がピークアウトし、住宅投資の減速が明確になっている。今後影響が株価などにも及ぶと、消費者や企業の支出行動にブレーキをかけ、景気の下押し圧力となる恐れがある。しかし、かねてから注目されている住宅投資ブームの反動については、現状金利水準が低いことや雇用環境が良好であることなどから、住宅市場が大きく影響を受けることはあるまいとの見方が有力である。英国の住宅市場のブームも下火になっているが、ソフトランディングに向かっているとの観測が支配的のようである。

米国の大幅経常赤字はドル相場の急落を招くか

不均衡問題の行方



さて、大きな課題として残るのは、米国の大幅な経常収支赤字の累積に伴うグローバルな不均衡問題である。その規模は米国 GDP の 6.5% と大きいため、有力国際金融エコノミストの多くからその持続可能性に対し、警鐘が鳴らされている。米ドルは基軸通貨としての強みがあるため、米国が支払不能になる危険はない。もっとも、極端な動きは予想されないとしても、米国市場から大規模な資金の逃避が生じ、同時に米ドル相場の急落を招くというシナリオは排除できない。しかし、長期的にはともかくとして、向こう数年の期間でみると、米国経済の基盤は間違いなくしっかりしており、企業の収益率や生産性の上昇率、実質 GDP の成長率などに照らして、海外に資本が流出する蓋然性は低いと考えられる。こうした不均衡問題への対応について、留意すべき点を 2 つ挙げておきたい。

新興市場国や産油国の貯蓄超過を吸収

ひとつは、米国の経常収支赤字が、新興市場国や産油国に累積している貯蓄超過(需要不足)を吸収し、世界経済の貯蓄・投資バランス改善に寄与していることである。現在中国や東アジア諸国等新興市場国全体の貯蓄率はほぼ 30%(中国は約 40%)とされており、世界経済は全体として貯蓄過剰(需要不足)状態に陥っている。貯蓄・投資バランス上、米国の投資過剰(需要過剰)がその一部を相殺していることになる。仮に米国が経常収支の赤字を均衡させ得るとしても、その場合には世界経済全体でほぼ 70 兆円程度の需要不足が生じる計算で、その分はなんらかの需要刺激をしないと世界経済はデフレ・インパクトを免れない。従って、これを目指すことは、いずれにせよ、現実的な処方箋とはいえない。



グローバル化の恩恵

もうひとつは、経常収支の赤字大幅拡大が米国企業によるユニットレーバークストの引下げ(生産性の向上と低廉な労働力確保)の動きと大きく関わっていることである。これを国の内外で追求することは、とりもなおさずグローバル化の枠組みにおいて、ヒト、モノ、資金の資源配分を最適化することを意味している。図式的にみると、現在の米国は、国内産業のうち低生産性部門をアウトソーシング活用や生産拠点の移転などを通じて海外に押し出し、その一方で高生産部門を国内に温存・誘致している。これによって、生産性の高い伸びと高い生活水準を確保する仕組みである。つまり、生産性向上と経常収支の赤字拡大はワンセットになっており、これは、グローバル化を追求した場合の自然の帰結ともいえる。

国際的な体制整備も

当面これを後戻りさせる道はないであろう。であれば、この種の混乱に対応する国際的な協力体制の整備が必要とみられ、いずれこのテーマは現実味を帯びるかもしれない。

以上

執筆者紹介：

寺田 晴彦(てらだ はるひこ)

財団法人国際金融情報センター副理事長

64 年京都大経済学部卒、日本銀行に入行。

エコノミストとしてマクロ経済分析や銀行行動の分析を担当。

審査役や長崎、神戸支店長を通じ金融機関の实地考察や経営のモニタリングに携わる。その後発券局長、監事を歴任。

97 年以降、NEC において、情報技術革新を踏まえた金融サービス・証券分野の新事業開発等を推進。02 年以降、国際金融情報センター副理事長。同センターはカントリーリスクや国際金融情報を収集・分析し会員向けに発信。