

## 国際資金フロー展望 ～世界的貯蓄不足は深刻化するか～

経済調査部 研究員 田坂 圭子

### <要 旨>

1. 国際資金フローは、国内の資金需給不均衡が反映され、これを事後的に均衡化する資金流出入であり、世界的な貯蓄過不足の偏在によって発生する。
2. アジアを中心とする新興経済の高成長が世界の資金需給を逼迫させるとの懸念があるが、実証的には高成長の国ほど貯蓄率は高く、しかも発展途上国の場合はむしろ高成長が貯蓄率上昇をもたらしている。今後国際資金需給が逼迫するならば、その原因はアジアなどの高成長による投資超過よりも先進国の貯蓄不足であろうと思われる。  
民間部門の貯蓄率に影響を与える構造要因としては、人口構成が重要である。一般に、老年者と年少者の人口比率が高い国の貯蓄率は相対的に低いことが知られている。また、政府の財政収支が国全体の貯蓄水準に与える影響も大きい。
3. 80年代末の冷戦終結後、新興経済の資金需要拡大による世界的資金逼迫懸念が高まった。しかし、90年代前半は先進国が景気低調となって資金需要が抑えられたこともあり、世界貯蓄不足の危機感はその後やや薄らいでいる。
4. 今後先進国経済の回復に伴い、景気循環的には世界の資金需給は引き締まりに向かう。また構造的にも、①先進国の人口高齢化によるISバランス悪化、②新興経済の資金需要のさらなる拡大、という資金需給逼迫要因が指摘できる。しかし、社会保障制度の改革を迫られている先進各国の財政再建努力の継続と、新興経済の資金自己調達拡大から、21世紀初頭にかけて世界的貯蓄不足が深刻化する懸念は小さい。  
一方、当面自主的な資金流入の期待できない新興経済の潜在的資金需要を満たすためには、①資金需要をクラウド・アウトしている先進国、特に世界金利水準に与える影響の大きい米国の貯蓄不足改善、②安定的マクロ経済政策運営、国内資本市場の整備・育成など、資本受け入れ側のインフラ整備が必要である。

## 目次

### はじめに

#### I. 国際資金フローとは

##### 1. 統計上の国際資金フロー

###### (1) 国際収支表と資金フロー

###### (2) 国際資金フローによる国内資金 過不足調整

##### 2. 国内貯蓄過不足の規定要因

###### (1) 高成長と資金不足

###### (2) 民間貯蓄の規定要因

###### (3) 政府部門の貯蓄不足

#### II. これまでの国際資金フロー

##### 1. 70年代半ばから80年代初頭

##### 2. 80年代

##### 3. 90年代前半

#### III. 今後の国際資金需給

##### 1. 今後の資金需給規定要因

###### (1) 景気循環要因

###### (2) 先進国のISバランス

###### (3) 新興経済の資金需要

##### 2. 21世紀初頭にかけての国際資金フロー

###### (1) 先進国を巡る資金フロー

###### (2) 新興経済を巡る資金フロー

##### 3. 顕在化しない資金需要

### 参考文献

## はじめに

80年代末の東西冷戦体制の崩壊後、世界的な資金需給逼迫の懸念が高まった。90年代は世界的に貯蓄不足が深刻化して金利が上昇する、というそのシナリオは、旧共産圏諸国の経済改革進展にともなう資金需要拡大と、アジアを中心とした発展途上国での高成長を見込んでのものだった。

しかし、世界的な資金不足の危機感はその後やや薄らいだ感がある。市場経済導入を進める旧共産圏諸国の経済発展が市場で大量に資金調達する段階には至っていないこと、また90年代前半の先進諸国の成長率が低めに止まり資金需要が鈍かったことなどがその背景である。ただし、資金の大口需要国である米国の双子の赤字体質が目立って改善していない一方、世界最大の資金供給国である日本は高齢者社会の時代を迎えようとしており、今後資金供給余力の低下が見込まれる。先進国の景気が回復軌道にのれば「世界的貯蓄不足」の問題は再びクローズアップされることになるだろう。

本稿では、今後の資金需給を規定するとみられる要因を整理して世界的貯蓄不足の深刻化の可能性を検討し、21世紀初頭にかけての国際資金フローを展望してみたい。

### I. 国際資金フローとは

#### 1. 統計上の国際資金フロー

##### (1) 国際収支表と資金フロー

国際資金フローとは資金が国境を越えて移動することであり、その形態としては、直接投資、証券投資、その他投資（預金など）、銀行融資、公的援助、あるいは為替市場への介入などがある。国際収支表においては、経常収支の対価としての

「資本収支」がいわば狭義の資金フローであり、これに投資収益収支、外貨準備増減を加えた勘定が支出ベースでの（広義での）資金フローとなる。

一国の経常収支と資本収支、外貨準備増減の合計は統計上ゼロであるから（誤差脱漏除く）、極端に大きな外貨準備の変動がないならば、狭義の資金フローは米国のような経常収支赤字国では入超、日本のような経常収支黒字国では出超となる。

図表-1 国際収支と資金フロー

	狭義	広義
経常収支		
貿易サービス収支		
所得収支		
雇用者報酬		
投資収益		○
経常移転収支		
資本収支	○	○
外貨準備増減		○

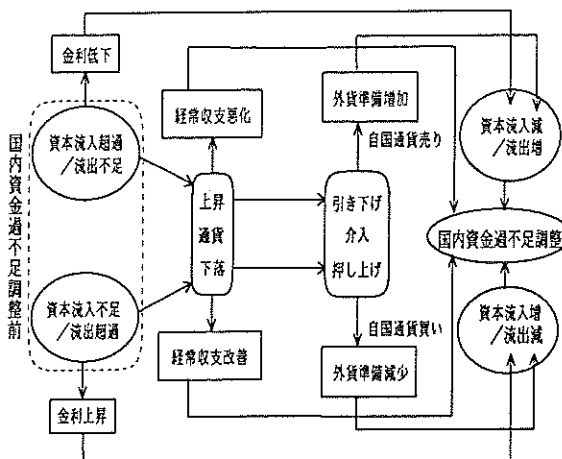
(出所) ニッセイ基礎研究所

## (2) 国際資金フローによる国内資金過不足調整

ただし、たとえば経常収支が赤字であったとしても、これにちょうど見合う額の民間資本の流入があらかじめ計画されているわけではない。図表2に示したように、ある国への資金流入不足はその国の金利の上昇、あるいは通貨の下落圧力となって現れる。金利の上昇は資金流入の増大を促す。また通貨下落の結果、交易条件の変化から中期的に経常収支が改善、あるいは当局の外為介入（外貨準備減少）が行われ、事後的に経常収支と資金フローが一致することになる。

また広義のレベルでは、資金フローのネット規模はその国の対外負債（資産）の規模などにも左右される。

図表-2 国内資金過不足調整の流れ



(出所) ニッセイ基礎研究所

たとえば、狭義のレベルでは（外貨準備の増減を無視すれば）米国への資金流入額は経常収支赤字幅と等しくなるが、対外負債残高がかなり積み上がった米国へのネット資金流入額は、広義レベルでは経常収支赤字幅と比較するとかなり小さくなる。これは、資本収支黒字の一部が対外利払いとして流出するためである。

国境を越えた資金移動は、国内資金需給の不均衡を反映している。国内のIS（貯蓄・投資）バランスが投資超過なら国内貯蓄の不足分が国外からの資金流入によって補充され、貯蓄超過ならその超過分が国外へ流出することによって、事後的に国内のISバランスが均衡化される。

この内外資金過不足の関係は、次頁のような恒等式で表される。言い換えれば、国際資金フローは世界的な貯蓄過不足の偏在によって発生する。

以下では、「国内貯蓄過不足」を民間資金需要、民間貯蓄、財政収支の3つに分けて、それぞれが何によって規定されているかをみってみる。

$$\begin{aligned} \text{国内総生産} + \text{輸入} &= \text{消費} + \text{投資} + \text{政府支出} + \text{輸出} \\ \text{輸出} - \text{輸入} + \text{海外からの要素所得} &= \text{国内総生産} + \text{海外からの要素所得} - \text{消費} - \text{投資} - \text{政府支出} \\ \text{ネット受け取り} & \qquad \qquad \qquad \text{ネット受け取り} \\ \text{経常収支} &= \text{国民総生産} - \text{消費} - \text{投資} - \text{政府支出} \end{aligned}$$

(海外との移転収支は無視)

$$\begin{aligned} \text{経常収支} &= \text{GNP} - \text{政府税金} - \text{消費} - \text{投資} + \text{政府税金} - \text{政府支出} \\ &= \text{民間可処分所得} - \text{消費} - \text{投資} + \text{政府財政収支} \\ &= \text{貯蓄} - \text{投資} + \text{政府財政収支} \\ \text{経常収支} &= \text{民間貯蓄過不足} + \text{政府資金過不足} \\ &= \text{国内貯蓄過不足} \end{aligned}$$

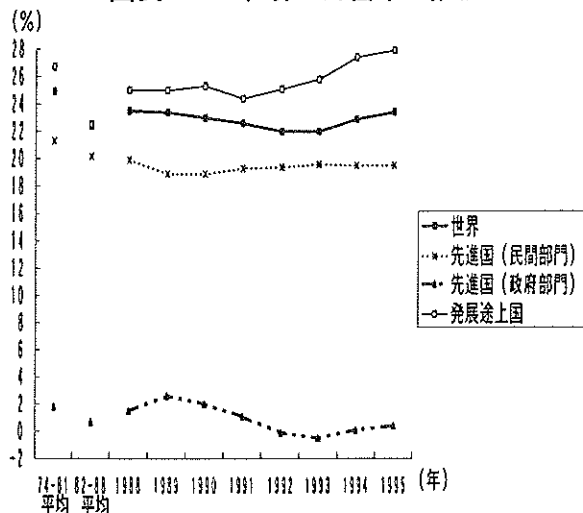
## 2. 国内貯蓄過不足の規定要因

### (1) 高成長と資金不足

世界の貯蓄不足懸念が議論される背景の一つとして、冒頭でも述べたように、アジアを中心とした新興経済の高成長がある。このまま高成長が続けば、旺盛な投資需要のファイナンスのためにますます国外資本の流入が必要とされる、という考え方である。

しかし実際には、たとえば70年代以降世界で断トツの高成長を遂げてきたアジアの貯蓄率は、

図表-3 世界の貯蓄率の推移



(資料) IMF, "World Economic Outlook May 1996"

1969年の21%から95年には34%へと大幅に上昇した。発展途上国全体でも、70年代以降ほぼ一貫して成長率は先進国地域を上回り、貯蓄率もまたほぼ一貫して先進国地域より高めで推移していた。ネットでの国内投資超過も、先進国と比較して発展途上国が特に大幅だったわけではない。

世界の貯蓄率が80年代以降低下した主因は、新興経済の資金需要拡大よりむしろ先進国、特に政府部門での貯蓄不足拡大である。

IMFの報告<sup>1</sup>によれば、過去10年間の世界各国の平均成長率と国全体の貯蓄率との間には、明らかに正の相関関係が存在する。平均成長率が最も高かった世界20カ国のうち14カ国の貯蓄率は25%以上であったのに対し、成長率が最も低かった20カ国のうち14カ国の貯蓄率は15%を下回った。

つまり高成長国は高貯蓄国であり、高成長による民間資金需要の強さが即、国内資金不足につながるわけではない。50年代以降の東アジアの経済発展の過程をみると、発展途上国の場合はむしろ、経済高成長は所得水準の向上を通じて高貯蓄をもたらすといえる<sup>2</sup>。今後国際資金需給が逼迫するならば、その原因はアジアなどの高成長によ

<sup>1</sup> "Saving in a Growing World Economy" IMF, *World Economic Outlook May 95*

<sup>2</sup> 成長率と貯蓄率の因果関係は双方向的である。高貯蓄は、資本蓄積を通じて高成長をもたらす一方、50年代から70年代初めにかけての日本、韓国の経験からは、貯蓄率の高まりは高成長の引き金となる。IMFは、最近の実証分析の結果などから後者の因果関係の方が前者よりも強いとの見解を示している。

る投資超過よりも先進国の貯蓄不足であろうと思われる。

## (2) 民間貯蓄の規定要因

民間部門（個人）の貯蓄行動を規定する要因としては、ライフ・サイクル理論による人口構成要因（後述）などの他に、実質金利水準と公的年金の整備状況（政府部門の IS バランス）が指摘される。

しかし、実質金利水準と民間部門貯蓄率との関係は曖昧である。金利水準が上昇すれば貯蓄インセンティブを高める効果がある一方、一定額の年金を将来受け取るのに必要な年金基金額は低下（←年金受給額の現在価値割引率の上昇）する。IMF のサーベイ<sup>3</sup>によれば、先進国地域における 100bp の実質金利上昇は貯蓄率（対 GDP 比）を 0.2%ポイント引き上げるに過ぎない。

また政府部門の IS バランスも、(3)で述べるようにそれだけでは民間部門貯蓄率を変動させる要因としては不十分である。

民間の貯蓄行動に影響を与える構造要因としては、人口構成が重要である。

ライフ・サイクル理論に基づけば、人々の消費・貯蓄行動はその個人の生涯所得によって自らの効用を最大化するように決定され、最も単純なモデルでは、貯蓄は死ぬまでにちょうど使い果たすように取り崩されていく。貯蓄は遺産としての意味合いも持つとする理論もあるが<sup>4</sup>、一般には、従属人口指数、すなわち「(0～14歳人口+65歳以上人口) / 15～64歳人口の比率」が高い国の貯蓄率は低くなることが知られている。

## (3) 政府部門の貯蓄不足

政府の財政収支が一国の貯蓄率に与える影響は大きい。このことは 2.-(1)でみた通りである。リカードの等価定理<sup>5</sup>が成立するならば、政府部門の赤字が拡大（＝政府貯蓄不足）しても、将来の増税を予見しこれに備えるための民間部門の貯蓄増加によって相殺され、国全体の IS バランスは不変となるはずである。しかし実際には、政府赤字幅の拡大の半分程度しか穴埋めされず、その国の貯蓄率は低下することになる。

政府部門の資金過不足は短期的にはビジネスサイクルに左右されるが、長期的には社会保障制度の収支が問題となる。今後先進諸国の高齢化が進展する中で、先進国政府部門の IS バランスは、世界の資金フローの方向と大きさを決定する重要な要因となろう。この問題は III-1. で改めて取り上げる。

## II. これまでの国際資金フロー

### 1. 70年代半ばから80年代初頭～OPECから非産油発展途上国へ

変動為替相場制移行後から80年代初頭にかけての国際資金フローは、2度にわたる石油価格の急騰によって蓄積された OPEC 諸国の余剰資金が、大幅経常赤字を抱えた非産油発展途上国に流入する、という図式となった。

これは、OPEC 諸国からユーロ市場などに流れ込んだ「オイルマネー」が、「国家は倒産しない」という神話のもと、高利回りの融資先を求めた先進国金融機関の仲介で非産油発展途上国に吸

<sup>3</sup>注1に同じ

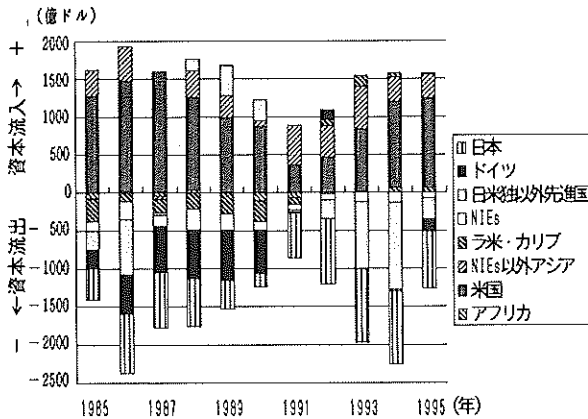
<sup>4</sup>より複雑なライフ・サイクル・モデル、あるいは、人々の消費・貯蓄行動は子孫の効用まで考慮して決定されるとする王朝モデルにおいて貯蓄は、自らの効用最大化のためばかりでなく、次世代への遺産としても行われるとされる。特に日本においては遺産動機が強いという見方がある。

<sup>5</sup>人々の行動が合理的期待に基づき、かつその視野が無限であるという仮定の下では、財政支出の調達手段としての公債発行と課税との間で、経済に与える影響に差異はない。

収されたものである。他方先進諸国では、石油危機の影響で成長率が全体的に低めとなって資金需要が抑えられた。

この時期は「余った国」から「足りない国」へスムーズな資金移動が行われ、金利の上昇は引き起こされなかった。

図表-4 世界の資金フロー



(注) 広義の資金フロー(資本収支、投資収益収支および外貨準備増減)を示す  
(資料) 国連、「World Economic and Social Survey 1996」

## 2. 80年代～日独から米国へ

82年にメキシコが債務返済のリスケジュールを申請し、これが引き金となるかのように、発展途上債務国は80年代初頭に次々と債務返済危機に陥った。これ以降、貸し手のリスク管理意識が高まって発展途上国への民間資金流入は極端に減少し、途上国への国際資金フローは公的な借款、援助が中心となった。

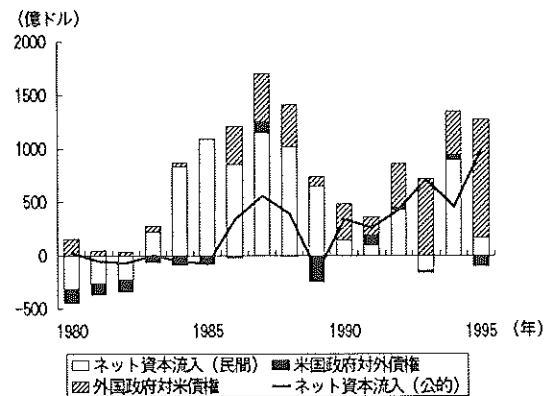
替わって国際金融市場における資金の取り手として登場したのが、双子の赤字を拡大させた米国である。米国はレーガン政権下の「財政緩和、金融引き締め」のポリシーミックスにより、世界の資金を取り込んだ。一方、米国と対照的に財政緊縮を押し進めた日本では経常黒字が拡大し、同じく経常黒字国のドイツとともに資金供給国となった。

この時期の米国への資金フローは、高金利に引

きつけられた資金流入の拡大でドル高が進み、これが米国貿易収支のさらなる悪化を招いて一層の資金流入が必要となる、という悪循環となった。米国の財政拡張・金融引締め政策による世界的な金利の上昇はまた、発展途上国の累積債務問題を深刻化させる一因ともなった。

ドル上昇、米国経常収支赤字急拡大の局面は、85年9月のプラザ合意をきっかけに一転し、ドルは反落、米国経常収支赤字の拡大にも歯止めがかかった。

図表-5 米国の経常収支ファイナンス



(資料) 米国商務省、「Survey of Current Business」

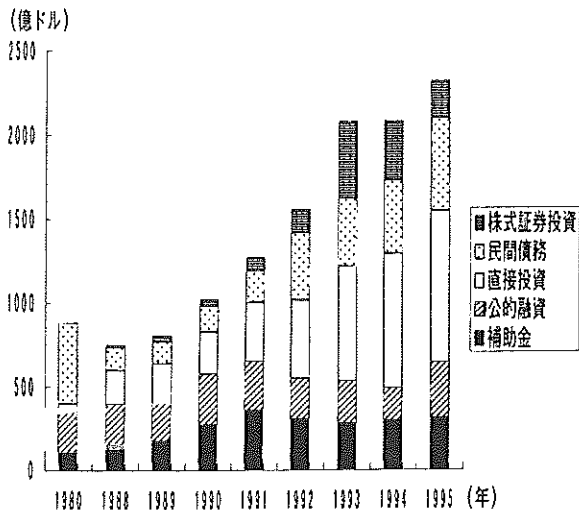
## 3. 90年代前半～発展途上国の資金需要増大

80年代終盤のバブル崩壊後、先進諸国の景気は低空飛行が続いて資金需要も伸び悩んだ。その中で米国は先行して景気が回復に向かい、経常収支の赤字が拡大したが、その一方で93年にかけて、国内金利の低下を嫌って対外証券投資が急速に伸びたため、資金流入不足分は外国政府のドル買い介入が穴埋めする形となった。

一方、ANIEs、ASEAN、中国など、東南アジアを中心とする一部新興経済は高成長となり、米国を中心とした先進国から直接投資、証券投資などの形で資金流入が増大した。ただ、94年にインフレ懸念から米国が金融引き締めになると、

国内金融商品への資金還流が発生し、米国資金の流入により活況を呈していた新興経済の証券市場は混乱に陥った。さらに94年末のメキシコ通貨危機により、途上国への資金流入は一時的に大幅に落ち込んだ。

図表-6 発展途上国への資金流入



(注) ネットベースの長期資金流入  
(資料) 世銀, "World Debt Tables 1996"

一方資金供給側では、東西ドイツ統一以降ドイツは資金取り入れ国となった。また日本も、国内景気の低迷と円高ショックから対外直接・証券投資が下火となり、また銀行の対外資産圧縮などから90年代半ばにかけて民間部門の資本流出は伸び悩んだ。円売りドル買い介入による外貨準備積み増しが経常黒字還流に寄与した。

### III. 今後の国際資金需給

以下では、今後の国際資金需給を規定するとみられる要因を検討した上で、21世紀初頭にかけての国際資金フローを展望する。

#### 1. 今後の資金需給規定要因

##### (1) 景気循環要因

90年代前半に伸び悩んだ先進国の景気は、今後緩やかながら上向くとみられる(OECD96年6月予測: 95年1.9%→96年2.1%→97年2.5%)。また新興経済も、アジア諸国はやや成長ペースの鈍化が予想されるものの、中南米経済の立ち直り、旧共産圏諸国のプラス成長転換などから、全体としては高成長が続こう。IMFの予測(96年5月)では、96、97年の途上国の成長率は6%台で推移、旧共産圏諸国の成長率は95年までのマイナス成長から3~4%のプラス成長に転じる見込みである。

したがって景気循環的には、世界の資金需給は今後逼迫に向かう環境にある。

##### (2) 先進国のISバランス

###### ①悪化が予想される先進国ISバランス

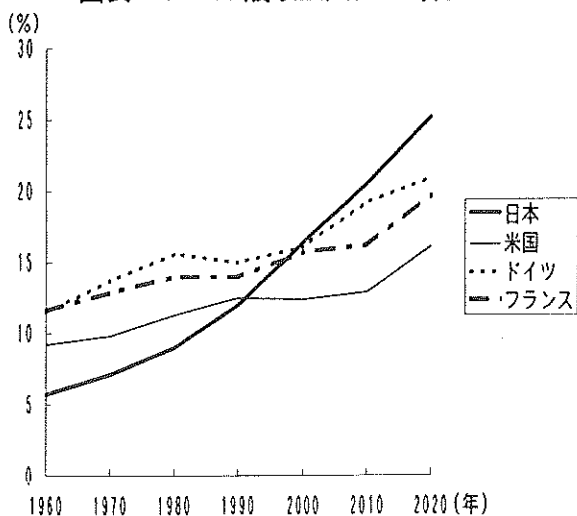
前掲図表3に示した通り、政府部門での貯蓄率低下を主因に、80年代以降先進国の粗貯蓄率は低下傾向にある。74~81年平均の貯蓄率は23.2%であったが、これが82~95年平均では20.5%となった。今後、先進国では人口高齢化の進展により社会保障関連の支出増大が見込まれ、政府部門のISバランスは一段と悪化すると予想される。

先進国の従属人口指数は、老年者人口の増加により95年の49.5%から2025年には58.6%に上

昇すると見込まれている（国連94年推計）。特に、これまで最大の資金供給者として世界資金循環における重責を担ってきた日本は、他の先進国に遅れる形で、今後21世紀前半にかけて高齢化が急速に進展する（従属人口指数：95年44.0%→2025年67.5%）。日本の粗貯蓄率は95年に31%と先進国平均（20%）を大きく上回っているが、今後政府社会保障基金の黒字が食いつぶされていけば、日本の貯蓄超過、すなわち国外への資金供給余力は低下せざるを得ない。

また、これまでの財政赤字累積の結果、OECD諸国の一般政府部門の純債務残高は1980年の対名目GDP比20%から95年には倍以上の同46%に達した。膨れ上がる借金に対する利払い負担も、先進国政府部門のISバランスを悪化させる一因となろう。

図表-7 65歳以上人口の対総人口比



(資料) 厚生省人口問題研究所編「人口の動向1995」

## ②先進各国の財政再建努力に期待

ただ、膨張を続ける先進国の社会保障関連支出の削減は、「世界貯蓄不足」の危機を叫ぶまでもなく、各国政府の最も重要な課題となっている。

たとえば社会保障先進国のドイツでは、手厚い社会保障制度の弊害が企業の労働コスト負担増

(国際競争力低下)や財政収支圧迫といった形で現れている。労働組合の抵抗は大きいものの、政府は退職年金給付年齢の引き上げ、付加給付の引き下げなど社会保障制度の見直しに本腰を入れようとしている。また巨額の財政赤字が国際資金フローをしばしば攪乱してきた米国でも、構造的な赤字削減のため、これまで聖域とされてきた医療関連支出にまでメスを入れざるを得ないという流れに傾きつつある。

先進各国は、財政破綻を免れるために、年金給付年齢の引き上げ、民間年金制度の充実、政府部門のスリム化などを進めていかざるを得ない。そのペースが十分に早ければ、先進国の財政赤字拡大による世界の資金需給逼迫は避けられるであろう。また先進国政府部門のISバランス改善の過程で、政府に頼らず自ら「老後に備える」ための民間部門の貯蓄率上昇も期待される。

## (3) 新興経済の資金需要

### ①膨大な新興経済の資金需要

新興経済にとって、経済発展のために国際資金フローが果たし得る役割は大きい。図表8から、新興経済では80年代終盤以降、国内貯蓄率と国内投資率の相関関係が大きく低下して先進国のそれに近づいていることが見てとれる。これは、国外資金の流入が新興経済の投資ブームを支えてきたことを示している。

期待収益率の高さに引きつけられた大量の資本流入と、それに付随する技術移転などを起爆剤として、発展途上国が国内資本だけでは実現できない飛躍的な高成長を遂げることも可能となる。

すでに高成長軌道にのったアジア地域に加えて、経済改革の進展を受けて国際資本市場に復帰した中南米諸国、経済体制の転換を進めつつある中東欧・旧ソ連など、新興経済の潜在的資金需要は膨大である。



図表-8 国内貯蓄率と国内投資率の関係

推計期間	80-83	84-87	88-92
先進国	1.007 (18.020)	0.623 (11.328)	0.696 (15.090)
新興経済	1.133 (7.782)	0.973 (12.400)	0.699 (8.894)

(注) 表中の数字は以下の推計式のβ  
 国内投資率(I/GDP) = α + β × 国内貯蓄率(S/GDP) + 誤差項  
 ( )内はt値  
 先進国: 米国、日本、ドイツ、フランス、イギリス、イタリア  
 新興経済: メキシコ、韓国、シンガポール、タイ、フィリピン  
 なお、採用国はデータ上の制約による  
 (出所) 国連, "National Accounts Statistics"のデータをもとに  
 ニッセイ基礎研究所作成

②新興経済の資金需要は自己調達

問題は、こうした資金需要のうちどの程度が「顕在化」するかである。

80年代初めにメキシコ債務危機が発生するや中南米諸国への民間資金流入が激減したことにみられるように、潜在的な資金需要が存在しても、投資のリスク・リターンが引き合わないと投資家が判断すれば、資金はその地域に流入せず資金需要は満たされない。

逆に90年代前半のアジア証券市場の急騰にみられるように、国外投資家の目に魅力的な市場と映れば、資金需要を上回る資本流入が発生して、流入国当局が自国通貨売り市場介入、資本流入規制などを余儀なくされる事態ともなる。

すなわち、新興経済の資金フローは、資金需要の多寡以前に、投資家による投資先としての「格付け」に左右されるといえる。

図表-10 アジアと中南米：90年代前半の資本流入の性格比較

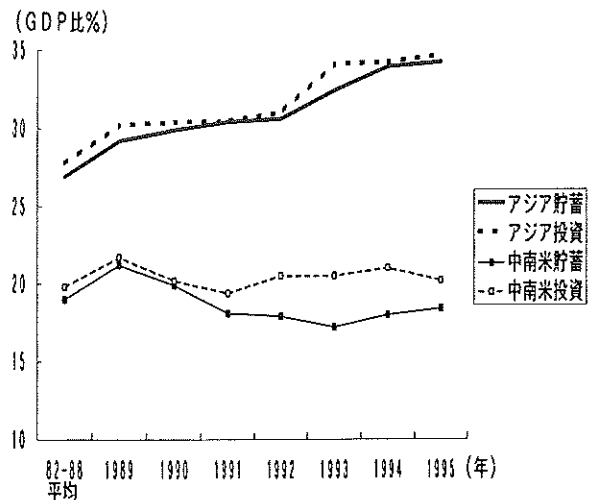
	アジア	中南米
経常収支赤字 (= 資本輸入) の原因	国内投資の拡大 (貯蓄率自体は高水準)	国内消費の拡大 (= 貯蓄率の低下)
国外からの資本流入	直接投資中心 域内諸国間相互の資本投下も盛ん	ポートフォリオ投資中心 直接投資は国営企業民営化絡みが多く 新規企業設立に伴うものは少ない
対内直接投資の性格	輸出指向型	輸入代替型
資本流入の主な誘因	国内要因 (高成長期待など)	先進国の金利・景気サイクル
資本流入超過の結果	外貨準備積み増し (不胎化による通貨 上昇に歯止め)	通貨上昇 (インフレ抑制狙ったものの 経常赤字は拡大)

(出所) ニッセイ基礎研究所作成

90年代前半の「エマージング・マーケット・ブーム」期のアジアと中南米は、このよい例である。

図表9、10に示したように、この時期の両地域への資本流入は、中南米では国内貯蓄率が低下する中で消費拡大に費やされたが、アジアでは総貯蓄額を押し上げて旺盛な国内投資をファイナンスした。そしてこの資金受け入れ態勢の違いは、エマージング・マーケット・ブームが94年末のメキシコ通貨危機によって幕となった後に現れた。すなわち、経済、金融市場の混乱はアジアでは総じて軽微なものにとどまったものの、中南米では経済低迷が長引く結果となったのである。

図表-9 アジアと中南米の貯蓄と投資の推移



(資料) IMF, "World economic Outlook May 1996"

80年代、90年代の2度の発展途上国債務危機の経験から国際投資家はリスク管理意識を高めており、投資相手国の経済ファンダメンタルズ、当局の経済政策運営スタンスに対するチェックは厳しくなっている。国内貯蓄不足が改善しないまま資本輸入（＝経常収支赤字）の拡大が続けば、投資家の信認を失って資本が逆流し、資金ショートによる縮小均衡を余儀なくされるリスクもある。

したがって経済の安定的、持続的な拡大は国内貯蓄の増強が前提であり、発展途上国が国外からの資金流入に依存できるのは一時的（あるいは小幅）な不足資金の補填にとどまるといえる。

結論としては、新興経済によるネットでの資金取り入れ規模はそれほど大きくなりえないとみられる。高貯蓄国は旺盛な資金需要のかなりの部分を国内貯蓄によって自己調達するであろうし、低貯蓄国への資金流入は小規模にとどまろう。

またもう少し長期的にみるならば、「高貯蓄国」である高成長中の新興経済の余剰資金が対外還流するようになれば、世界の資金需給緩和に寄与することになる。

## 2. 21世紀初頭にかけての国際資金フロー

今後世界の資金需給は循環的には引き締まる方向にあるが、21世紀初頭にかけて世界貯蓄不足が深刻化する懸念は小さい。

すなわち、日本の資金供給量は今後頭打ちとなろうが、EU諸国を中心とした先進国の財政赤字削減の進展、一部新興経済の資本黒字国化が世界の資金需給緩和に寄与しよう。一方新興経済の旺盛な資金需要は、高成長中の資金取り入れ国の貯蓄率の高さからかなりの部分自己調達され、国際資金フローにおける大きな需給逼迫要因とはならないとみられる。新興経済への資金流入は国内貯蓄率のある程度高い国向けに集中し、発展途上国の莫大な「潜在的資金需要」のうち顕在化する部分は限られることになろう。

以下では、今後21世紀初頭にかけての国際資金フローを地域ごとに展望してみる。

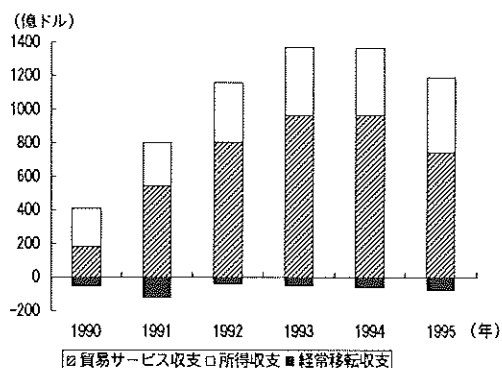
### (1) 先進国を巡る資金フロー

#### ①日本

これまで世界一の資金供給国であった日本は、今後その役割を縮小せざるを得まい。貿易黒字縮小から経常収支黒字が減少することに加えて、対外資産残高の積み上がり（＝累積経常収支黒字）により投資収益の黒字が拡大し、日本からの対外資金還流の規模は小さくならう。

ただ、日本の家計部門の貯蓄行動には次世代への遺産贈与という動機が強く反映されているという見方もあり、人口高齢化が進んでも民間部門の貯蓄率がそれほど低下しないならば、政府部門のISバランスが悪化しても国全体の貯蓄率はさほど低下しない可能性もある。

図表-11 日本の経常収支



(資料) IMF, "World Economic Outlook May 1996"

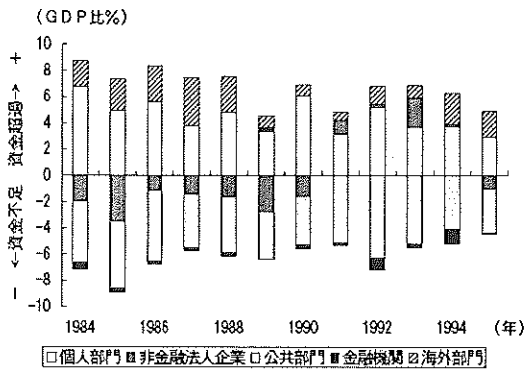
#### ②米国

米国の経常収支赤字は、大幅な財政赤字が原因である。したがって対外収支の改善には医療関連など構造赤字の削減が不可欠であるが、社会保障制度の見直しは一朝一夕には進まない。クリント

ン政権は2002年度に連邦財政収支を均衡化させる計画に基づいて赤字削減に取り組む姿勢をみせてきたが、財政収支均衡化の中期計画はこれまでも(均衡化)期限延長を繰り返している。財政赤字縮小の方向に向かっているとはいえ、米国の大幅貯蓄不足の状況は当面変わらないとみられる。

米国に関しては、政府部門の貯蓄不足に加えて、個人部門の貯蓄超過幅が縮小傾向にあることも懸念材料である。米国の貯蓄不足は世界の資金需給に与える影響が大きいことから、財政赤字削減だけでなく、家計部門の貯蓄を促進することも必要であろう。

図表-12 米国の資金循環



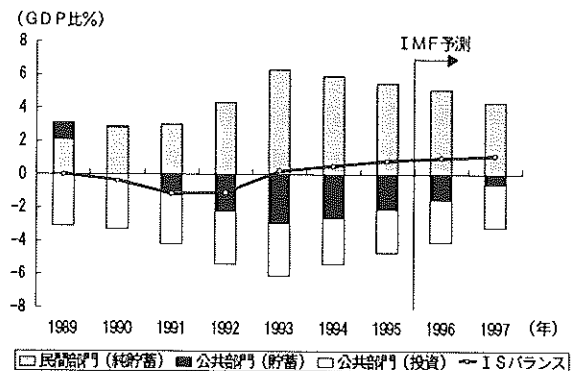
(資料) FRB, "Flow of funds Accounts"

### ③日米以外の先進国

EUを中心とする日米以外の先進国は、内外景気回復のタイミングのズレからEU諸国が経常黒字を拡大させた93~94年ほどではないとしても、引き続き資本供給者となろう。

経済通貨統合という大目標に縛られたEU諸国では、経済政策の緊縮スタンスが維持されよう。特に各国が重視している財政赤字の削減努力が続けられれば、国の貯蓄率を引き下げている政府部門の貯蓄不足の改善が期待できる。

図表-13 EUのISバランス



(資料) IMF, "World Economic Outlook May 1996"

## (2) 新興経済を巡る資金フロー

### ①アジア

アジアは、今後最も大きな資金需要の発生が予想される地域である。

高成長を続けてきたアジア諸国は、各国とも大なり小なりインフラ面でのボトルネックに直面している。世銀<sup>6</sup>によれば、ラテンアメリカなどと比較しても大きく立ち遅れている東アジア・太平洋地域のインフラの整備には、21世紀初頭にかけて年間1200~1500億ドルの資金が必要となる。必要なインフラ投資の規模をGDP比で見れば、これまでのGDP比5%から7%に上昇、これを全て国外資金で賄うとすると、アジア諸国のISギャップは現在の米国を大きく上回るGDP比3%近くとなる。

しかし、国内貯蓄率がかなり高く、インフレ抑制、通貨安定などのマクロ政策でも成果を挙げつつあるアジア地域の資金需要ファイナンスに関しては、楽観的な見方が多い。

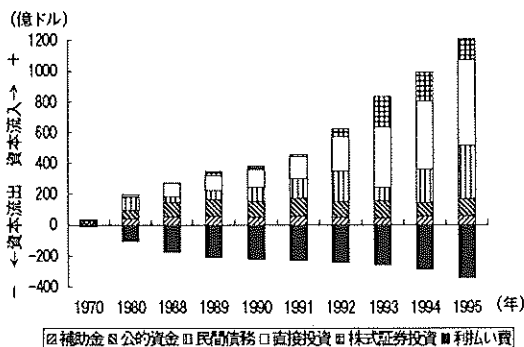
足もとでのアジアへの資金流入はほとんど、東南アジアの高成長を期待した民間部門の直接投資、証券投資である。現在の安定的なマクロ経済政策が引き続き堅持され、所得水準向上による国内貯

<sup>6</sup>The World Bank [1995]

蓄率の低下を防ぐことができれば、アジア地域は今後も安定した資金流入が確保できよう。

また、アジアの資金需要の域内調達割合が高まりつつあることも明らかな材料である。かつてアジアへの資本投下は先進国からのものがほとんどであったが、今や直接投資に関しては ANIEs が最大の投資家となっている。21 世紀初頭にかけては、これらの地域が対アジアのみならず世界に向けての新たな大口の資金供給国として台頭するものと期待される。

図表-14 資金フロー：アジア・太平洋



(注) ネット・ベースの長期資金  
(資料) 世銀、「World Debt Tables 1996」

## ②中南米

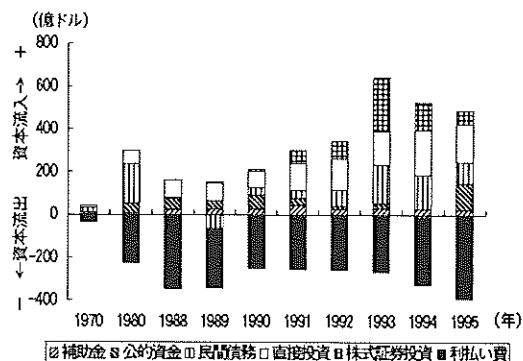
中南米諸国は、80 年代初頭の累積債務問題発生以降、経済改革に努めてきた。その成果から、かつてリスケなど非自発的貸出に依存していた資金流入が、90 年代に入ってから自発的な資金投下中心に変わってきている。ただしネットベースでの資金取り入れ額はそれほど大きくない。これまでに債務残高がかなり積み上がっていることから利払い負担が重く、流入資金のかなりの割合が国外へ再流出する構図となっているためである。

中南米は、その経済規模の大きさからも高成長有望市場として民間資金の流入増が期待されるが、問題は政治(体制)の安定性である。94 年末のメキシコ通貨危機のように債務焦げ付き不安が高

まるような事態が発生すれば、資金流入が細る、あるいは資本が逃避する懸念もある。

この地域への足もとの資金フローは直接投資より借入や証券投資に依存する割合が高い。外資導入、民営化の推進により、債務の発生しない資金流入の比率を高めていくことが今後の課題となる。

図表-15 資金フロー：中南米・カリブ

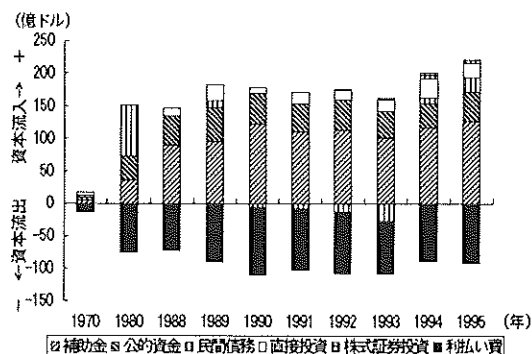


(注) ネット・ベースの長期資金  
(資料) 世銀、「World Debt Tables 1996」

## ③アフリカ

アフリカは一部を除いて経済発展が未成熟の状態が続き、資金流入は今後もこれまで同様、補助金、公的資金が中心となる。また、この地域は対外債務残高の積み上がった国が多いため、取り入れた資金もかなりの部分が対外利払いとして再

図表-16 資金フロー：サハラ以南アフリカ



(注) ネット・ベースの長期資金  
(資料) 世銀、「World Debt Tables 1996」

流出している。こうしたことから、21世紀初頭にかけてこの地域の資金需要が「顕在化する」可能性は極めて薄い。

#### ④中東欧

中東欧諸国は、80年代末の市場経済への移行以来マイナス成長が続いてきたが、94年には主要6カ国がプラス成長で足並みを揃えた。経済体制の転換に伴う生産縮小から、経済拡大局面に入ったものとみられる。

これまでこの地域への資金流入は、若干の民営化関連資金の他はリスケなどの「非常手段」が中心であったが、今後はより前向きの資本流入が拡大しよう。しかも、この地域の対外債務残高の規模は中南米、アフリカほど高くないため、取り入れた資金が対外利払いとして還流する割合は小さい。

ただ中東欧諸国は、プラス成長への転換こそ果たしたものの、高インフレ、財政赤字拡大、経常赤字拡大、金融システム整備の遅れ、といった共通の問題を抱えている。これら諸国の資金需要拡大がどの程度満たされるかは、各国における今後の経済政策運営次第である。インフレ抑制に成功し、国外資本受け入れのための諸制度・金融市場

などの整備が進んだ国から資金流入が拡大しようが、地域全体の資金取り入れが大きく伸びるまでにはかなりの時間を要そう。

#### 3. 顕在化しない資金需要

新興経済の膨大な「潜在」資金需要は、その多くが短期的には顕在化しないことから世界資金需給の逼迫要因とはならない見込みである。しかしこれら地域の経済発展のために、大量の資金流入が不可欠であることはいうまでもない。「低格付け」新興経済への資本流入を確保するためには、以下の点が重要となろう。

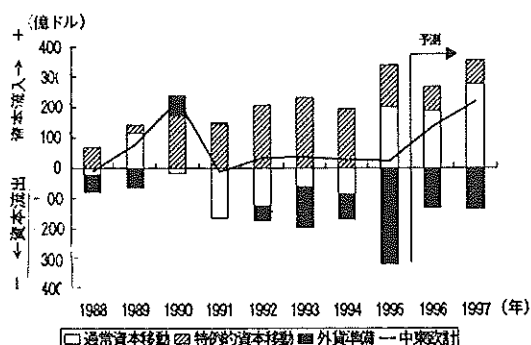
##### ○先進国の貯蓄不足改善

資源の効率的配分という観点からは、資金は投資収益率の低い国から高い国へ流れるべきである。それにより、世界的な金利水準も引き下げられる。

しかし現実には、米国のようにすでに資本蓄積が進んで限界的な投資収益率の低い先進国の資金需要が大きいため、旺盛な資本投下を必要としている新興経済の資金需要はクラウド・アウトされている。たとえ資金流入が確保されたとしても、新興経済の資金需要は「得べかりし」低い金利水準ではファイナンスされないのである。しかも、もし低金利の先進国が金利引き上げによる資金引きつけを図れば、「先進国金利+リスクプレミアム」で決定される新興経済のファイナンスコストはさらに引き上げられることになる。

IMFのサーベイ<sup>7)</sup>によれば、1960~72年の期間から81~93年の期間にかけての世界の金利上昇の約8割は政府部門の債務残高の積み上がり(世界GDP対比45%→55%)で説明できる。ちなみに、IMFの推計によれば世界政府部門のISバランス変化が世界金利に与える効果は以下の通りである。

図表-17 資金フロー：中東欧



(注) 特例的資金移動：利払い遅滞、債務返済放棄などによる非自発的貸出。予測はIMFによる。  
(資料) IMF, "World Economic Outlook May 1996"

<sup>7)</sup>注1に同じ

公的債務残高 GDP 比：1%上昇→

実質長期金利：14bp 上昇

財政赤字対 GDP 比：1%上昇 →

実質短期金利：50～75bp 上昇

したがって、新興経済のためにも先進国の財政赤字の削減は急務である。中でも特に、基軸通貨国であり、金利水準が他国金利のベースとなっている米国の責任は重い。米国一国の政府の資金不足拡大が世界中の資金調達金利を引き上げることになるのである。

#### ○新興経済の資本受け入れインフラ整備

一方新興経済側も、必要な資金を確保するためのインフラ整備を急ぐ必要がある。

具体的には、インフレ抑制・通貨安定などを柱としたマクロ経済政策の堅持、透明性に欠ける国内諸制度の改正、規制緩和、国内資本市場の整備などが求められる。

特に国内資本市場の整備は、国内貯蓄の増強とその有効配分のために不可欠である。また、新興経済にとっての資金調達は為替リスクを伴わない自国通貨で行うことが望ましいこと、そもそもこうした国々にとって国際資本市場へのアクセスは非常に限られていることから、国内市場育成による自国貯蓄の有効利用は重要となる。

#### 参考文献

厚生省人口問題研究所編「人口の動向 1995」

IMF, “World Economic Outlook”各号

OECD, “Economic Outlook”各号

United Nations, “World Economic and Social Survey”[1996]

The World Bank,

“World Debt Tables”[1996]

“Infrastructure Development in East Asia and Pacific : Towards a New Public-Private Partnership”[1995]

FRB, “Flow of funds Accounts”

米国商務省, “Survey of Current Business”