



グローバル不均衡を如何に是正するか

— 鍵となる中国の消費と米国の貯蓄の拡大 —

関 志雄*

要約

1. グローバル不均衡の拡大は、世界経済の不安定要因になると懸念されてすでに久しいが、サブプライム問題に端を発した今回の世界的金融危機で現実のものとなった。グローバル不均衡の中心は、米国の貿易赤字と中国の貿易黒字である。前者は主に米国における貯蓄不足（消費過剰）、後者は主に中国における貯蓄過剰（消費不足）を反映している。
2. これを是正していくためには、米国における消費の抑制と中国における消費の拡大が欠かせないが、昨年9月のリーマンショック以降、こうした兆しがようやく見え始めている。米国では、不動産や株といった資産価格が急落し、家計が債務返済を迫られる中で、民間消費、ひいては輸入が大幅に落ち込んでいる。一方、資産価格の上昇に支えられて、中国の消費は比較的堅調に推移している。これを反映して、米国の貿易赤字と中国の貿易黒字はともに低下しており、米中間の貿易不均衡も縮小傾向に転じている。米国において消費の低迷が中長期にわたって続く予想されている中で、世界経済を牽引する新しいエンジンとして、中国への期待がますます高まってきている

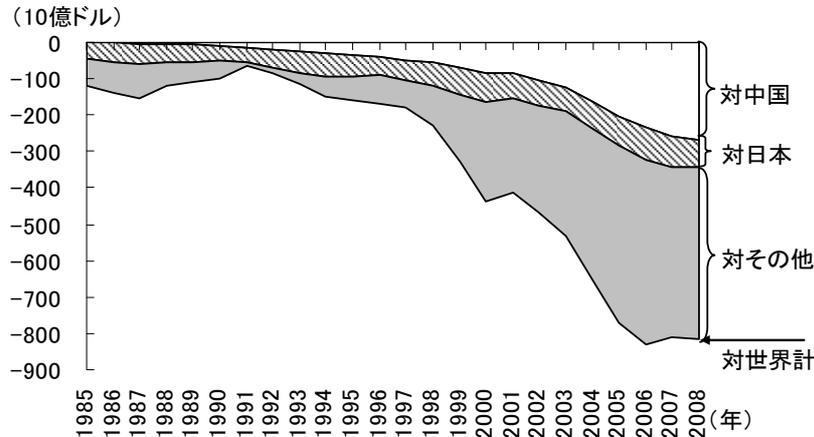
1. 米中を中心とするグローバル不均衡

米国の貿易赤字とともに、巨額に上る中国の貿易黒字がグローバル不均衡の主役として注目されている。2008年の米国の貿易赤字と中国の貿易黒字（いずれも通関ベース）は、それぞれ8,162億ドルと2,955億ドルに達している。米国の貿易赤字のうち、対中国の分は全体の32.8%に当たる2,680億ドルに上り、2000年以来、中国は日本に取って代わって米国の最大の貿易赤字相手国となっている（図表1）。

貿易収支にサービス収支と海外からの要素所得収支、移転収支を加えた経常収支で見ても、近年の米国の赤字と中国の黒字の急拡大が好対照となっており、2008年にはそれぞれ6,733億ドルと4,261億ドルに上っている。2006年以降、中国は日本を抜いて、世界最大の経常収支黒字国となった（図表2）。

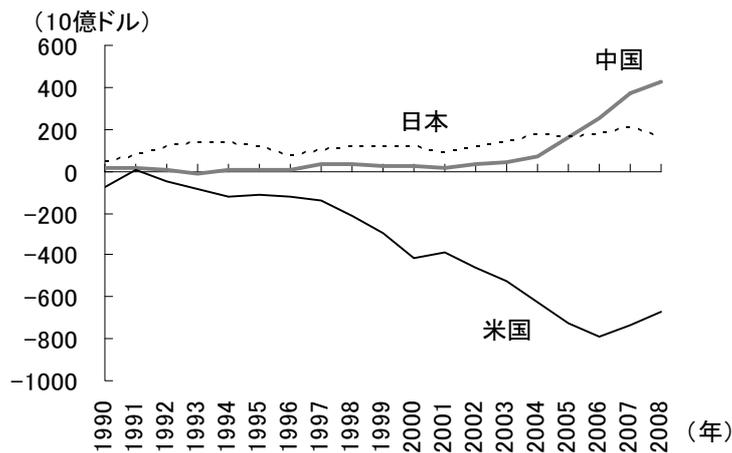
* 関志雄（榊野村資本市場研究所 シニアフェロー）

図表 1 対中国を中心に拡大する米国の貿易赤字



(出所) 米国の通関統計より作成

図表 2 日米中の経常収支の推移

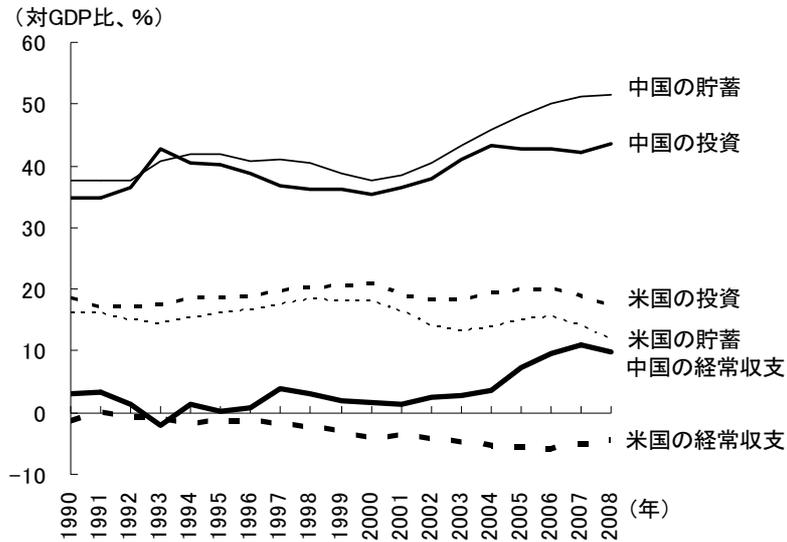


(出所) 中国は『中国統計摘要』2009、日本と米国は International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2009 より作成

中国と米国の経常収支の不均衡の急拡大は、両国における貯蓄—投資のインバランスの拡大の表れとして捉えることができる(図表 3)。対 GDP 比で見ると、中国の国内貯蓄比率と国内投資比率はともに 2000 年以降上昇傾向にあるが、貯蓄比率の上昇ペースが投資比率のそれを大幅に上回っているため、経常収支黒字の対 GDP 比は急上昇し、2008 年には 9.8%に達している。一方、米国の国内投資比率は 20%前後を維持してきたが、国内貯蓄比率の低下を反映して、経常収支赤字の対 GDP 比は 2008 年には 4.7%に上昇している。

このように、中国における貯蓄比率の上昇(=消費比率の低下)と米国における貯蓄比率の低下(=消費比率の上昇)は、両国を中心とするグローバル不均衡の拡大の最も重要な原因だと言える。実際、2008 年の主要国の貯蓄比率を比較してみると、米国が最も低いのに対して、中国が最も高くなっており、逆に消費比率は米国が最も高く、中国が最も低くなっている(図表 4)。

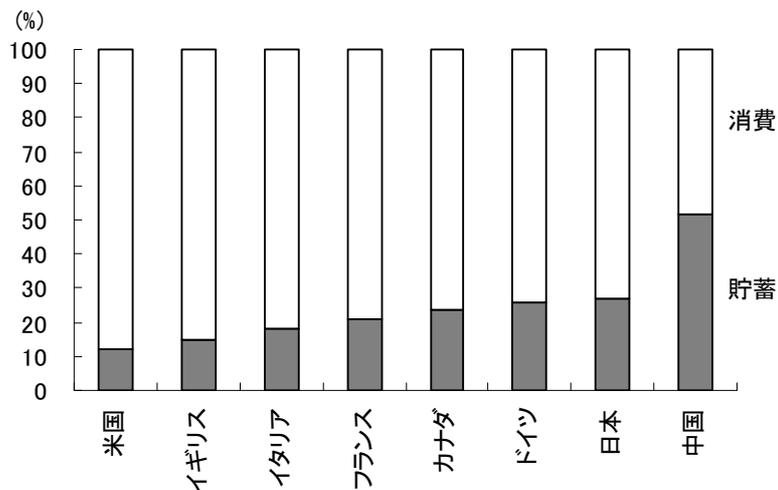
図表 3 中国と米国の貯蓄－投資バランスを反映した経常収支の推移



(注) 経常収支＝貯蓄-投資

(出所) 中国は『中国統計摘要』2009、米国は International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2009 より作成

図表 4 主要国の貯蓄と消費の対 GDP 比の比較 (2008 年)



(注) 消費には民間だけでなく、政府の分も含まれている。

(出所) 中国は『中国統計摘要』2009、他の国は International Monetary Fund, *World Economic Outlook Database*, April 2009 より作成

II. 米国発金融危機の原因とされる米中を中心とするグローバル不均衡

米国と中国を中心とするグローバル不均衡の拡大は、サブプライム問題に端を発した今回の世界金融危機の原因の一つとして注目されている。

まず、バーナンキ・米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長は、FRB の理事をつとめた 2005 年に、米国の経常収支の悪化は米国人の貯蓄不足 (消費過剰) のためではなく、中国をはじめとする外

国の貯蓄過剰のためだと主張していた。その根拠として、(米国の)貯蓄不足は世界の金利上昇要因になる一方で(外国の)貯蓄過剰は世界の金利低下要因となるが、実際、米国の貿易赤字の拡大は、世界の金利低下と同時進行していたことを挙げている。その上、それに伴う米国への資金流入は、不動産バブルの膨張を助長していると、警告を發していた(”The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” Remarks by Governor Ben. S. Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005)。

また、2009年1月1日付の英紙「フィナンシャル・タイムズ」のインタビューにおいて、まもなく任期を終えるポールソン・米財務長官が、今回の国際金融危機の原因の一つは、中国など、新興国の高い貯蓄率が世界経済の不均衡を呼び、米国に溢れた資金が米国の投資者に高いリスクの資産を買わせることにつながったことにあるとの見方を示した。

これに対して、温家宝総理は2009年2月1日付の「フィナンシャル・タイムズ」のインタビューにおいて、次のように反論した。「今回の金融危機の引き金は、ある经济体¹自身が、主として長期の双子の赤字と借金に頼って高消費を維持するという、深刻な不均衡に陥ったことにある。一部の金融機関に対しては、長期に有効な監督管理を行わなかったため、彼らは高いレバレッジをかけて投資し、巨額な利益を獲得したが、いったんバブルが崩壊すると、世界はその災難にさらされることになった。」また、「借金に頼って過度な消費をしている者が、彼に金を貸している人を逆になじるといふのは、是非を顛倒しているのではないか」とも発言した。

このように、危機の責任は貸手の中国にあるか、それとも借手の米国にあるかについて、立場によって見方が分かれている。しかし、米国と中国の貿易不均衡が危機の重要な原因の一つであり、その是正が危機再発防止のために不可欠であるという点について、経済学者の間ではコンセンサスが形成されつつある。

Ⅲ、不均衡の是正に向けて

貯蓄—投資バランスという考え方に従えば、グローバル不均衡を是正するために、黒字国である中国には投資比率を上げる一方で貯蓄比率を下げることに、逆に赤字国である米国には投資比率を下げる一方で貯蓄比率を上げることが求められている。しかし、中国の投資比率は世界的に見て非常に高い水準に達しており、これ以上上げると投資効率の低下が避けられない。一方、米国では投資比率を下げると、成長の維持は困難となる。結局、米中を中心とするグローバル不均衡を是正していくためには、中国の貯蓄比率を下げる(=消費比率を上げる)一方で、米国の貯蓄比率を上げる(=消費比率を下げる)という組み合わせが最も望ましい。

今回の世界的金融危機をきっかけに、このような調整はすでに始まっている。米国では、不動産や株といった資産価格が急落し、家計が債務返済を迫られる中で、民間消費、ひいては輸入が大幅に落ち込んでいる。米国の貿易赤字は2008年10月以来、前年の水準を下回るようになり、今年の上半期には2,169億ドルと、前年比46.6%減少している。その中で、対中赤字は昨年同期の1,186億ドルから1031億ドルに縮小している。これに対して、中国では、資産価格の上昇に支えられて、消費が比較的堅調に推移していることを背景に、貿易黒字は昨年1-7月の1,237億ドルから今年1-7月には1,075億ドルに縮小している。なお、石油価格がこの一年間で大幅

¹ 名指しを避けながらも、明らかに米国を指す。

に低下しており、その分を考慮すれば、貿易収支黒字の低下傾向はいつそう鮮明になる。

資産価格の変動に加えて、人民元をはじめとする主要通貨の対ドルレートの調整も貯蓄—投資バランスの改善を通じて、グローバル不均衡の是正に寄与するものとして期待される。2008年9月のリーマンショック以来、ドルは「避難通貨」と見なされ、資金の米国への流入に支えられて、ドルの主要通貨に対する実効レートが堅調に推移している。中国も危機対策の一環として、為替政策の重点を対ドル安定に置くようになった。しかし、米国の経常収支赤字が依然として大きいことから、今後、ドルは再び下落の圧力にさらされることになろう。ドル安が進行すれば、米国では輸入価格が上昇し、国民の実質収入が減少するため、消費も抑えられることになる。その一方で、中国をはじめ、米国の貿易相手国では、米国からの輸入品の価格が低下し、国民の購買力が高まるため、消費が増えるであろう。

グローバル不均衡の是正に向けた調整はまだ始まったばかりである。米国において消費の低迷が中長期にわたって続くと予想される中で、世界経済を牽引する新しいエンジンとして、中国への期待がますます高まってきている。

著者紹介

関 志雄 (かん しゆう)

株式会社野村資本市場研究所 シニアフェロー

1957年香港生まれ。香港中文大学卒、1986年東京大学大学院博士課程修了、経済学博士。

香港上海銀行、野村総合研究所、経済産業研究所を経て、2004年4月より現職。主要著書に『円圏の経済学』（1996年度アジア・太平洋賞）、『円と元から見るアジア通貨危機』、『日本人のための中国経済再入門』、『人民元切り上げ論争』（関志雄／中国社会科学院世界経済政治研究所編）、『共存共栄の日中経済』、『中国経済革命最終章』、『中国経済のジレンマ』、『中国を動かす経済学者たち』（第3回樫山純三賞）、『チャイナ・アズ・ナンバーワン』などがある。



Chinese Capital Markets Research