

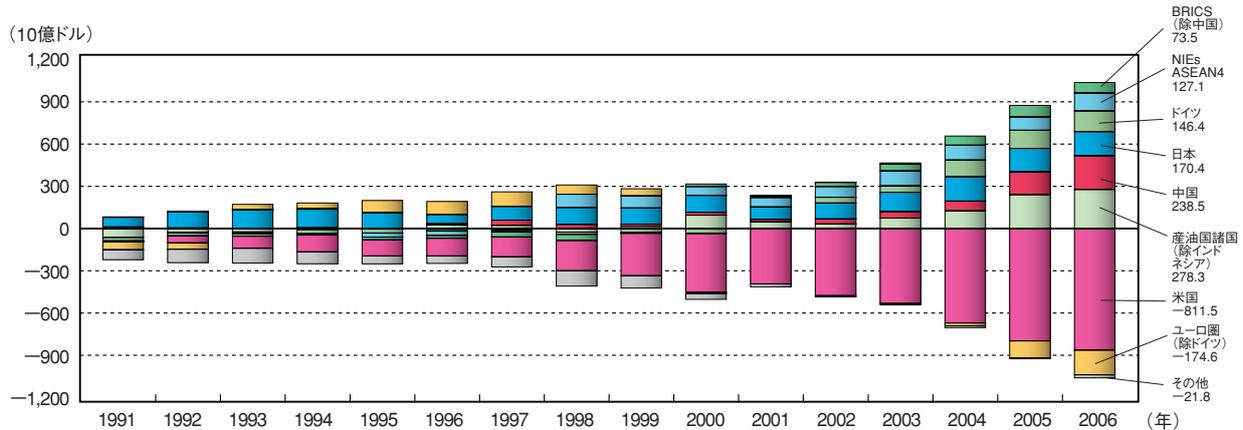
## 第2節 世界的な経常収支不均衡の拡大

### 1. 2006年における世界の経常収支の動き

2006年においても世界的な経常収支不均衡の拡大は続いた。世界の経常収支赤字の太宗を占める米国は、2006年の経常収支赤字が前年比566億ドル増の8,115億ドル(名目GDP比6.1%)と過去最大を更

新した(第1-2-1図)。経常収支赤字全体の約9割を占める財・サービス収支の赤字も、2006年は7,585億ドル(名目GDP比5.7%)と過去最大となった。また所得収支は2005年以降2年連続で黒字幅が減少した。

第1-2-1図 世界の経常収支の推移



(備考) 2006年は見通し。

(資料) IMF「World Economic Outlook Database April 2007」、米国商務省経済分析局Webサイトから作成。

その一方で、中国は引き続き輸出が好調であり、産油諸国<sup>1</sup>は年平均で見て原油価格が引き続き上昇したことの恩恵を受けたため、それぞれの経常収支黒字は2006年も拡大を続けている。中国は前年比約233億ドル増の1,842億ドルの経常収支黒字を、産油諸国は同1,158億ドル増の3,550億ドルの経常収支黒字をそれぞれ計上した。一方、我が国及びASEAN4、NIEsは経常収支黒字の水準に大きな変化は見られない。

大きな経常収支不均衡は為替水準の調整圧力を生むことになる。経常収支黒字を急速に拡大する一方で為替水準の調整が緩慢な中国は、強い元高圧力を減殺するため、2006年も大規模な元売りドル買いを続けた。その結果、中国の外貨準備は2006年末には1兆663億ドルに達した<sup>2</sup>。産油諸国(イラン及びインドネシアを除く)の外貨準備も増加を続け、2005年末には2,039億ドルに達している(第1-2-2表)。これに対し、2004

年3月17日以降為替介入を行っていない我が国の外貨準備や、ASEAN4、NIEsの外貨準備には大きな変化は見られなかった。2006年末の我が国の外貨準備は8,750億ドルに、中国、ASEAN4及びNIEsの外貨準備は2兆480億ドルに達している。

第1-2-2表 各国・地域の外貨準備高のうち外貨の推移

	(単位：10億ドル 各年末)						
	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
日本	347	388	451	653	824	829	875
米国	43	41	39	39	39	38	41
ユーロ圏	219	208	216	188	181	167	184
英国	34	29	31	29	34	36	39
中国、ASEAN4、NIEs	657	725	877	1,110	1,446	1,690	2,048
中国	166	212	286	403	610	819	1,066
ASEAN4	102	102	115	133	162	168	207
NIEs	390	411	476	574	675	703	774
BRICS (中国を除く)	94	114	148	220	299	360	551
産油諸国	85	90	93	116	154	204	..

(備考) 産油諸国は、イラン及びインドネシアを除く。

(資料) IMF「IFS」、台湾中央銀行統計から作成。

1 ここでいう産油諸国とは、OPEC参加国(2006年時点)のうちイラクを除いた、イラン、クウェート、サウジアラビア、ベネズエラ、カタール、インドネシア、リビア、アラブ首長国連邦、アルジェリア及びナイジェリアの10か国。

2 中国人民銀行の発表による。

## 2. 悪化を続ける米国の経常収支

### (1) 過去最大の赤字となった貿易収支

2006年の米国経済は、住宅投資が前年比で大きくマイナスとなる中、情報関連機器投資や構築物投資を中心に民間設備投資が好調を維持したこと、個人消費が堅調に推移したことなどから、2005年に引き続き高い成長を達成し、実質GDP成長率は3.3%を実現した。

輸入も大幅に増加し、2006年は過去最大の2兆2,042億ドルに達した。輸出も引き続き増加し、1兆4,457億ドルに達したものの、それを上回る輸入の伸びによって2006年の財・サービス収支の赤字は7,585億ドルと過去最大を記録した(第1-2-3表)。

第1-2-3表 米国の経常収支の推移

(単位：100万ドル)

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
財及びサービス輸出	965,884	1,070,597	1,004,896	974,721	1,017,757	1,157,250	1,283,070	1,445,703
財及びサービス輸入	-1,230,974	-1,450,432	-1,370,022	-1,398,446	-1,514,672	-1,769,341	-1,997,441	-2,204,225
財・サービス収支	-265,090	-379,835	-365,126	-423,725	-496,915	-612,092	-714,371	-758,522
経常収支	-301,630	-417,426	-384,699	-459,641	-522,101	-640,148	-754,848	-811,477

(資料) 米国商務省経済分析局Webサイトから作成。

### (2) 所得収支黒字幅の減少

米国の所得収支は2005年以降2年連続で黒字幅が減少している(第1-2-4図)。これは主に、政府投資収益収支の赤字が拡大したことによる。

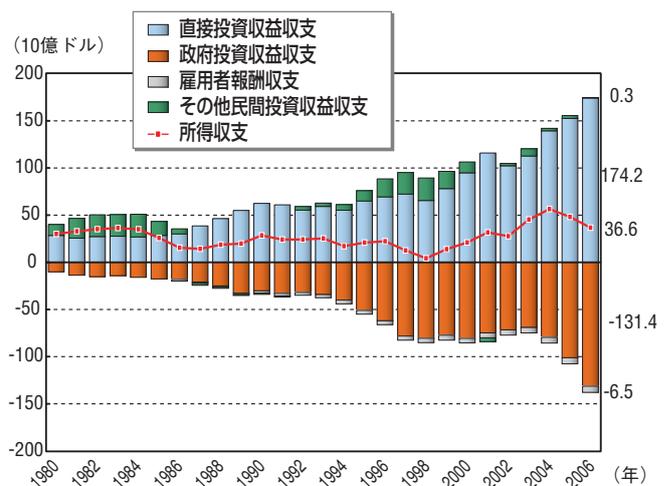
米国が海外に保有する資産は2005年末で11兆792億ドルに上るが、その資産構成を見ると(第1-2-5表)、相対的にリスクが高い反面、収益率は高いと見られる直接投資(3.5兆ドル)及び株式投資(3.1兆ドル)が全体の60%を占めている。相対的に収益率の低い債券投資は約1兆ドルでシェアは9%にすぎない。一方、米国の対外債務、すなわち外国が米国に保有する資産の総額は2005年末で13.6兆ドルであるが、このうち、直接投資(2.8兆ドル)及び株式投資(2.1兆ドル)が全体に占めるシェアは36%にとどまっている。外国による債券(米国国債を含む)投資は4.6兆ドルで、全体の34%を占めている。

このように米国は、海外からの資金調達と比較的調達コストの低い債券を中心に行い、海外での資産運用は収益率の高い直接投資や株式投資を中心に行うことによって、ストックで見た海外からの資金調達額が海外での資産運用額よりも多い純債務国であるにもかかわらず、これまで所得収支の黒字を実現してきた。

しかしながら、2003年以降直接投資収益収支の

黒字幅が緩やかに増加する中、政府投資収益収支の赤字が大幅な拡大を続けた結果、2005年以降の所得収支の黒字幅は2年連続で減少となった。政府投資収益収支の赤字幅拡大は、海外からの米国国債や米国政府機関債への投資が年々拡大していること、2004年以降短期金利が、2005年以降は短期金利に加えて長期金利も上昇基調となったことによる利払い額の増加などが影響していると考えられる(第1-2-6図、第1-2-7図)。

第1-2-4図 米国の所得収支の推移



(資料) 米国商務省経済分析局Webサイトから作成。

3 Crowther, G(1957)による。国際収支の発展段階説とは、一国の貯蓄・投資バランスが経済発展に対応して変化することに着目し、資産の蓄積過程を組み合わせて長期的視点により国際収支構造の変化を説明する理論である。Crowtherは各国の国際収支構造を分類する方法として債権国(所得収支がプラス)か債務国(所得収支がマイナス)か、という基準と、資本輸入国(資本収支がプラス)か資本輸出国(資本収支がマイナス)か、という2つの基準を主に用い、国際収支の発展段階を6段階に分けた。

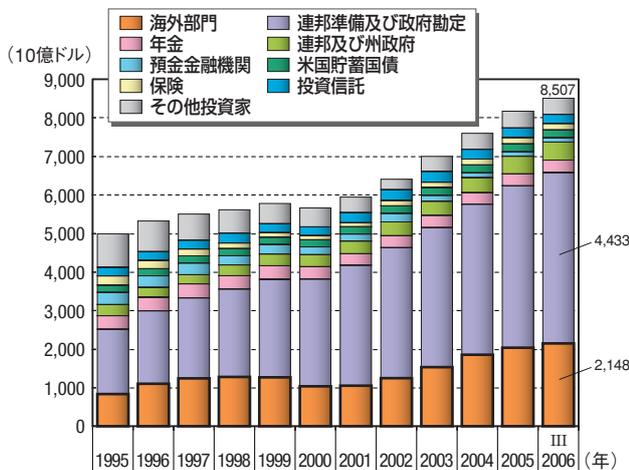
第1-2-5表 米国の対外投資ポジション(2005年末現在)

資産		負債		資産-負債
政府債権	265,566	政府債務	2,722,423	(-2,456,857)
外貨準備	188,043			
政府保有対外資産(外貨準備を除く)	77,523	政府証券	2,354,272	(-2,644,900)
政府債権及び長期貸付金	76,960	財務省証券	1,993,756	
外貨資産及び短期貸付金	563	その他	360,516	
		その他政府債務	16,000	
		米國通貨	352,151	
民間債権	10,813,636	民間債務	10,902,954	(-89,318)
対外直接投資	3,524,459	対内直接投資	2,797,165	(727,294)
対外証券投資	4,073,997	対内証券投資(財務省証券を除く)	4,390,682	(-316,685)
債券	987,543	社債・その他債券	2,275,197	(-1,287,654)
株式	3,086,454	株式	2,115,485	(970,969)
貸付金等	3,215,180	借入金等	3,459,043	(-243,863)
米國非金融機関貸付金	784,521	米國非金融機関借入金	563,749	
米國金融機関貸付金	2,430,659	米國金融機関借入金	2,600,632	
		米國金融機関債務	294,662	
		その他外國政府保有資産	256,064	
計	11,079,202	計	13,625,377	-2,546,175

(資料)米國商務省経済分析局Webサイトから作成。

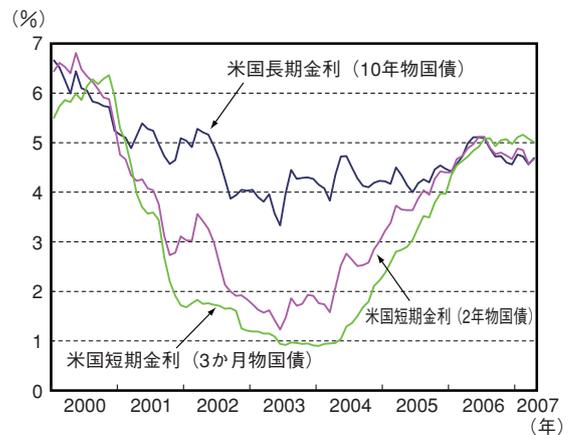
■ : 収益率の低い投資  
■ : 収益率の高い投資

第1-2-6図 米國財務省証券の部門別保有高の推移



(備考) 保有高は各年末の金額。2006年のみ第3四半期末の金額。  
(資料) 米國財務省「Treasury Security Bulletin」から作成。

第1-2-7図 米國長期・短期金利の推移



(資料) 米國連邦準備制度理事会(FRB)Webサイトから作成。

なお、米國は今後、所得収支が赤字化し、資本流入に依存した先進債務國という新たな局面を迎える可能性もないとは言えない(第1-2-8表)。米國は、英國と同様にいち早く工業化を遂げた國として、従来、國際収支發展段階説<sup>3</sup>上、最も先進的な段階に達してきた。第二次世界大戰後世界最大の資本供給國となり、1970年代から1980年代にかけて、「成熟した債權國」として經濟發展を遂げてきた米國は、1983年以降經常収支が赤字となったが、米國への資本流入と活発な対外投資を通じて、投資収益収支のプラスを維持してきた。しかし、1989年には対外純債務を抱えることとなり、さらに、2005年以降は、主に金利上昇と財政赤字の悪化に伴う米國國債の利払い・償還費用の増大によって、所得収支の黒字幅は減少を続けている。

第1-2-8表 國際収支發展段階説と米國の國際収支

	米國國際収支の状況	經常収支	財・サービス収支	所得収支 (投資収益収支)	対外純資産	資本収支
I. 未成熟な債務國		-	-	-	-	+
II. 成熟した債務國	1871年~1890年	-	+	-	-	+
III. 債務返済國	1891年~1910年	+	++	-	-	-
IV. 未成熟の債權國	1911年~1940年 1946年~1970年	++	+	+	+	--
V. 成熟した債權國	1971年~1983年	+	-	++	++	-
VI. 債權取崩し國	1983年~1989年	-	-	+	+	+
〔VII. 投資収益を維持した先進債務國〕	1989年~2006年	-	-	+	-	+
〔VIII. 資本流入に全面的に依存した先進債務國〕	?	-	-	-	-	+

(備考) 國際収支發展段階説は本来6段階で示されるが、近年の米國の状況を踏まえて2つの段階を追加している。  
(出所) 内村(1998)等から經濟産業省作成。

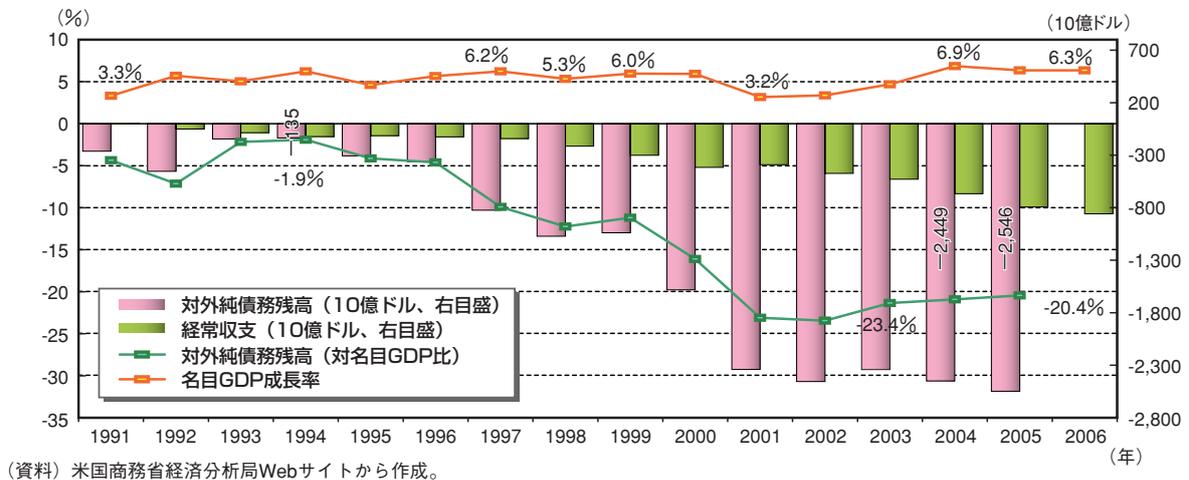
(3) 拡大する対外純債務残高

経常収支赤字の悪化を受けて、米国の対外純債務残高は拡大を続け、2005年末には過去最大の2兆5,462億ドルを記録した。一方、対外純債務残高の対名目GDP比を見ると、2003年末以降2005年末までは減少傾向にある(第1-2-9図)。対外純債務残高の対名目GDP比が減少傾向にある要因としては、①米国の対外債務の大半がドル建てである一方、対外資産の過半が外国通貨建てであるため<sup>4</sup>、2002年以降続くドルの減価傾向の中で、ドル建てで見た米国の対外資産の評価額が増加していること、②株式等米国が保有する対外資産の評価額が上昇していること、③所

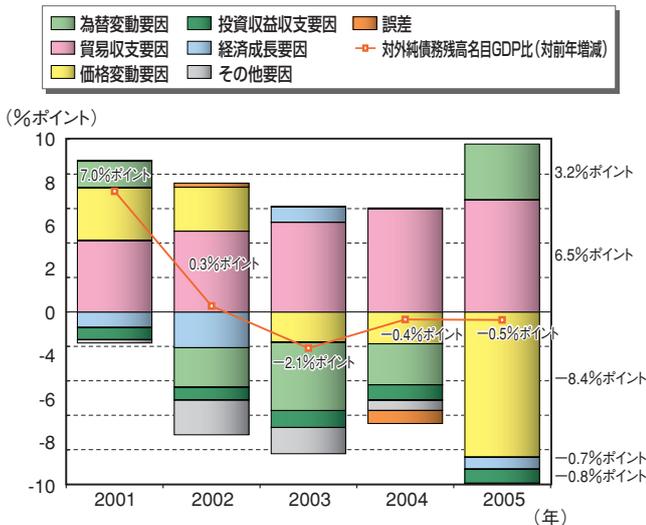
得収支が黒字を計上していることなどが挙げられる(第1-2-10図)。

しかしながら、①2005年以降ドルの名目実効為替レートは横ばいに転じていること、②貿易収支は引き続き悪化を続けていること、③株価等米国の対外資産価格が長期的に上昇し続けるとは考えにくいこと、④2005年以降2年連続で所得収支黒字幅が減少していることにかんがみれば、今後、対外純債務残高の名目GDP比が増加することが懸念されることから、米国は、貿易赤字を一定程度縮小させることで、その抑制を図ることが必要である(第1-2-11図)。

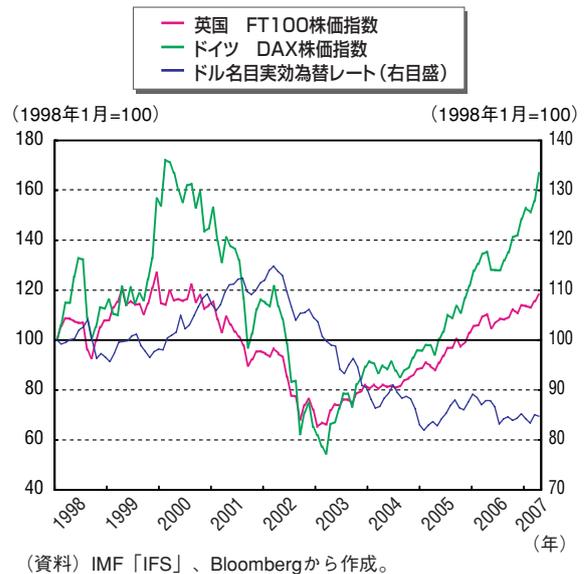
第1-2-9図 米国の対外純債務残高の推移



第1-2-10図 対外純債務残高の対名目GDP比(対前年増減)の変動要因分解



第1-2-11図 ドル実効為替レート、英国・ドイツ株価指数の推移



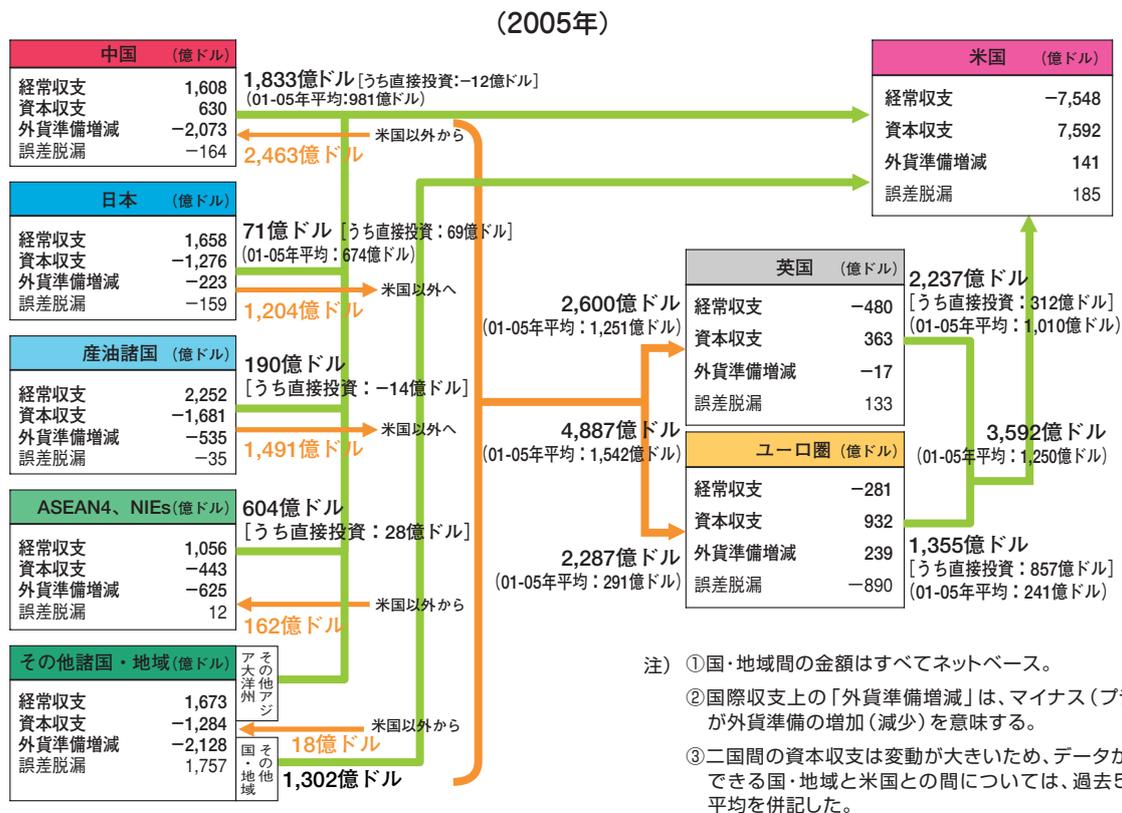
4 Roubini and Setser (2004), "The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances".

### 3. 米国への資金流入の仕組み

当面、米国の経常収支赤字が継続すると見込まれる中で、海外から米国への資金流入が円滑になされていることが不可欠である。国際収支ベースで見た米国への国際的なネットの資金フローを見ると、米国と同様に経常収支赤字国・地域である英国・ユーロ圏が、自ら必要とする資金フローを大きく上回って資金を流入させることにより、米国へ向かう世界の資金フローの重要な仲介拠点となっていることが分かる(第1-2-12図)。

英国・ユーロ圏が金融仲介機能を果たしていることの影響の一つとして、産油諸国が、石油輸出代金等の決済用口座を英国や欧州の銀行に置いていることが挙げられる。産油諸国の中には、歴史的に英国等欧州諸国との関係の深い国もあり、国際取引の決済口座を開設している欧州諸国の銀行に多額の資金の運用を委託することが多いと言われている。

第1-2-12図 世界から米国へ向かうネット資金フロー



(備考) 1「産油諸国」の国際収支(ボックス内)は、インドネシアを除きイラクを含んだOPEC加盟国10か国(2005年時点)。「ユーロ圏」から米国への資金フローの01-05年平均は、「欧州地域」から米国へのそれを指す。

2.産油諸国のうち、アラブ首長国連邦の資本収支の内訳は、主体別(民間企業・公的企業)であり、民間企業のうち、直接投資、証券投資及び銀行部門証券投資、銀行部門その他投資を各々直接投資収支、証券投資収支、その他投資収支としたため、民間非銀行部門、公的企業部門は除外しており、カタールは、資本収支の内訳・外貨準備増減・誤差脱漏は欠落、イラクは2004年のデータであり、かつ資本収支内訳は欠落、イラクは2004年のデータ。

(資料) IMF「BOP」、同「IFS」、米国商務省経済分析局「International Transaction Accounts」「Survey of Current Business April 2006」、台湾中央銀行「台湾中央銀行統計」、アラブ首長国連邦中央銀行「ANNUAL REPORT 2005」、クウェート中央銀行「ECONOMIC REPORT 2005」、アルジェリア中央銀行「STATISTIQUES DE LABALANCE DES AUMENTS L'ALGERIE」、カタール中央銀行「Qatar Central Bank Database」、イラク中央銀行「Annual Bulletin 2005」から作成。

### 4. 経常収支不均衡の縮小に向けて

世界的な経常収支不均衡には、世界的な貯蓄・投資バランスの不均衡、すなわち、貯蓄不足の米国、投資不足の中国、ASEAN4、NIEs、産油諸国という二極構造がその背景にある。世界的な経常収支不均衡問題は、米国と特定の国・地域との間で解決できる問題ではなく、米国を始め各国が国際的な共通課題として取り組まなければならない問題である。

米国への資金流入がこれまで持続・拡大してきた主な理由としては、①基軸通貨としてのドルの地位とその高い市場性、②米国では金融市場が整備されていること、③対外資産の収益率が対外債務の収益率を上回り、投資収益収支の黒字が続いてきたため、米国の対外純債務残高の増加が抑制されていること、④アジア通貨・金融危機（1997年）や、ロシア通貨・金融危機（1998年）及びブラジル通貨・金融危機（1999年）以降、投資家が安全な投資先として米国を好むようになったこと等が挙げられる。

こうした状況が今後とも継続するかは予断できず、経常収支不均衡の拡大に歯止めをかけるため、今後、米国は経常収支赤字を減らし、中国、ASEAN4、NIEs等の経常収支黒字諸国は経常収支黒字削減に向けた取組を進めることを通じて、世界の経常収支不均衡を是正していくことが必要である。

**(1) 米国の課題**

**(貯蓄・投資バランス改善の必要性)**

米国の貿易不均衡と経常収支赤字の悪化は、米国における政府及び家計部門の貯蓄・投資バランスの不均衡の表れでもある。以下では、これらについて最近の動向を見ることとする。

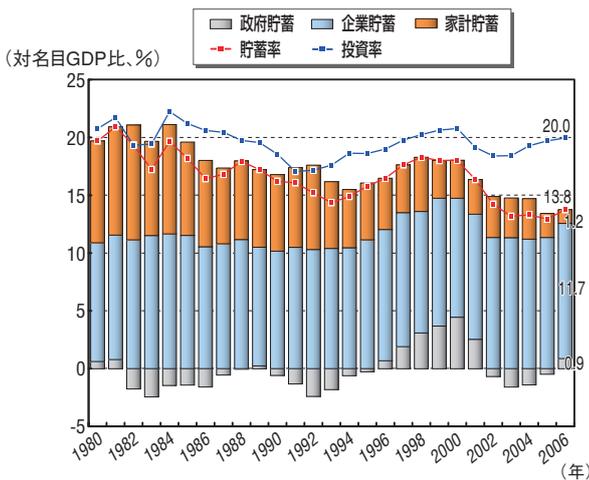
1980年代以降米国の経常収支が赤字となっているのは、すう勢的に見て、GDPに占める投資率が増加したからではなく、むしろ貯蓄率が減少した結果、米国経済が貯蓄不足となったことによる。また、貯蓄率の減少は、企業部門ではなく家計部門の貯蓄が低下傾向にあることが要因となっている（第1-2-13図）。

貯蓄・投資バランスの推移を部門別に見ると、1980年代以降1990年代中頃までは政府部門が投資超過の中心であったのに対し、1990年代後半からITバブ

ルが崩壊する2000年までの間は企業部門が投資超過の中心となっている。2001年以降は、企業部門が貯蓄超過に転じたのに対し<sup>5</sup>、政府部門は財政赤字を計上して再び投資超過の中心となっている。さらに、2003年以降、家計部門の投資超過幅が拡大することによって、2004年以降の政府部門の投資超過幅が減少に転じているにもかかわらず、経常収支の赤字が急拡大する状況となっている（第1-2-14図）。そのため生じる資金不足は主として海外部門によって補われている。

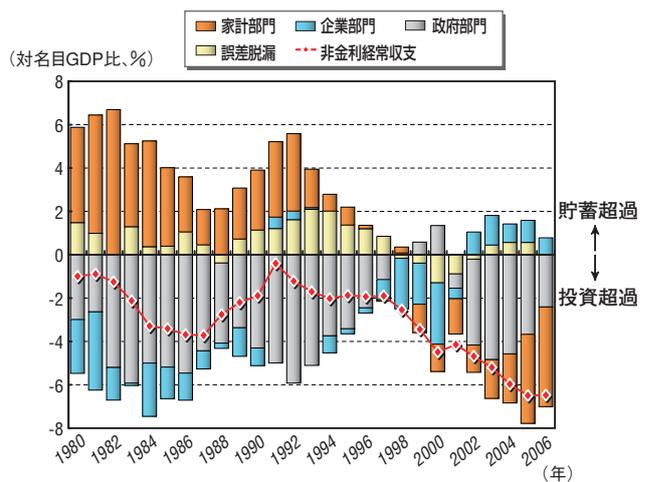
このうち、家計部門は、住宅価格の上昇と低金利を背景とした住宅ローンのリファイナンス（借換え）によるキャッシュ・アウト（住宅担保評価額の上昇分を利用した増額借換えを行い、その一部を現金化）やホーム・エクイティ・ローン（住宅担保ローン）等を通じて借入れを増大させ、減税による可処分所得の増加とあいまって堅調な

第1-2-13図 米国の部門別貯蓄動向



（資料）米国商務省経済分析局Webサイトから作成。

第1-2-14図 米国の部門別貯蓄・投資バランスの推移



（備考）非金利経常収支＝貿易収支＋経常移転収支－雇用者報酬

（資料）米国商務省経済分析局Webサイトから作成。

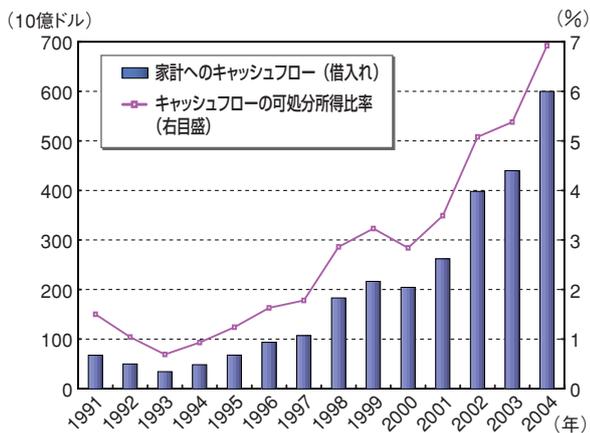
5 米国では、①企業がITバブル崩壊後のバランスシート調整を終了させたこと、②大幅なコストダウンによって効率的な経営体質を実現したこと、③近年は景気が好調であることなどから企業のキャッシュフローは極めて高水準となっている。一方で、ITバブル崩壊後の企業の慎重な設備投資姿勢もあり、多くの企業は設備投資を潤沢なキャッシュフローの範囲内で行うようになっている。このため、企業部門は貯蓄超過となっていると考えられる。

消費を続けてきている(第1-2-15図)。

同時に資産価値の上昇により、貯蓄率は低下している<sup>6</sup>(第1-2-16図)。貯蓄・投資バランスの均衡化に向けて、家計部門における貯蓄率を向上させていくことが重要である。一方、政府部門は、所得税の減税や、対テロ戦争によ

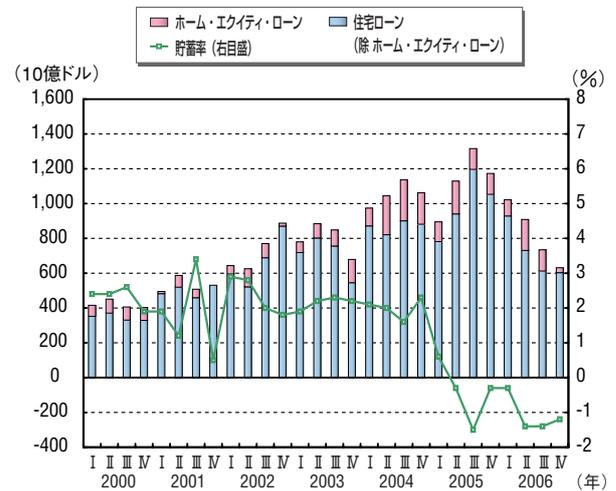
る軍事費の増大等により2004年以降の税収増があっても赤字幅の減少は限定的であり、近年高水準の赤字幅が継続している。今後、社会保障関連支出の増大も見込まれ、米国の財政収支の一層の均衡化に向けた努力が求められる(第1-2-17図、第1-2-18図)。

第1-2-15図 米国のホーム・エクイティ・ローンによる家計へのキャッシュフローの推移



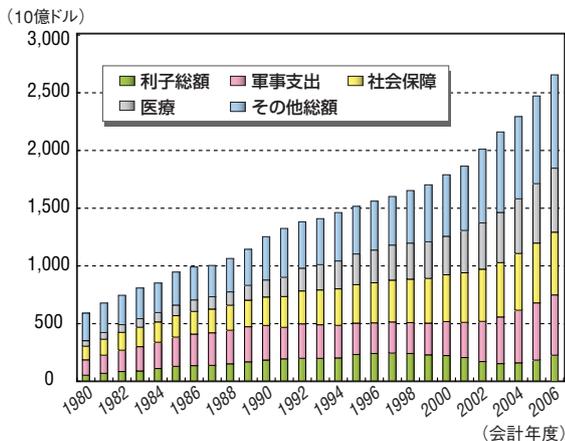
(資料)FRB「Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt On One-to-Four-Family Residences」から作成。

第1-2-16図 米国の住宅ローンと貯蓄率の推移



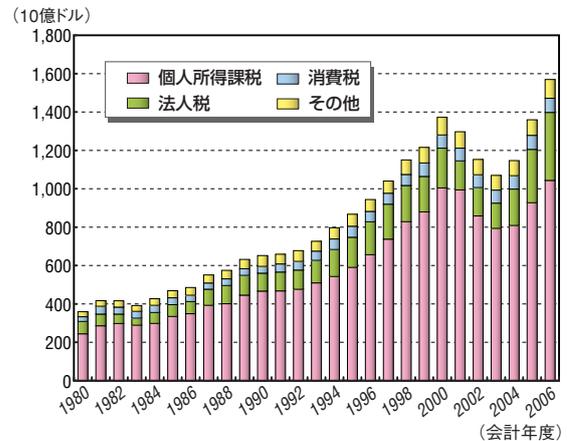
(資料)米国商務省経済分析局Webサイト、FRB「Flow of Funds Accounts」から作成。

第1-2-17図 米国連邦財政の歳出内訳の推移



(資料)米国議会予算局(CBO)Webサイトから作成。

第1-2-18図 米国連邦財政の歳入内訳(社会保険料除く)の推移



(資料)米国議会予算局(CBO)Webサイトから作成。

コラム 1

column

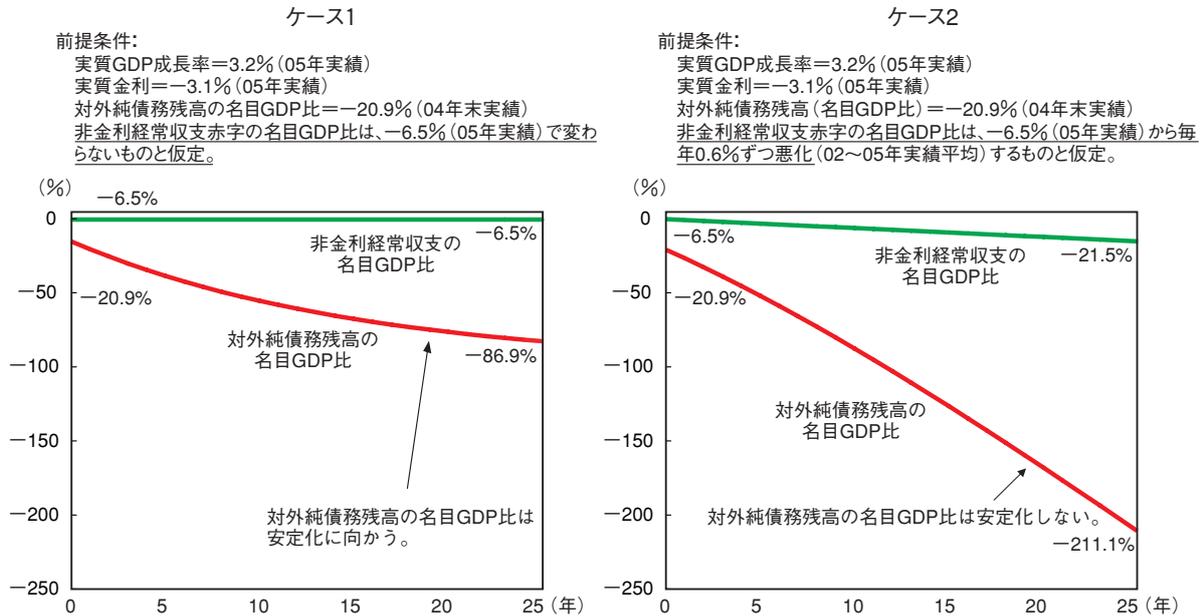
米国の対外収支改善の必要性

2.(3)で述べたように、対外純債務残高の対名目GDP比率を安定化させるためには、経常収支赤字を縮小させることが重要である。経常収支を改善しなければ、米国の対外純債務残高が増大し続け、いずれ持続可能で

6 全米経済研究所(NBER)のフェルドスタイン所長は、過去10年間における家計貯蓄率の低下の理由として①株式や住宅など資産価格の上昇によって消費が拡大し、貯蓄の取崩しが始まったこと、②金利引下げにより住宅ローンリファイナンスが増えて、家計へのキャッシュフローが増えたこと、の2点を指摘している。その上で、近い将来に株価や住宅価格の年率二桁上昇は見込めないこと、住宅ローン金利は既に下げ止まっていることを理由に、資産価格の上昇と低金利は、過去数年にわたって個人消費支出を促し、貯蓄率を下げてきた要因としては、もはや持続しないと指摘している。この結果「米国の家計貯蓄率が上昇し始めることを予測するのが妥当」と述べている。

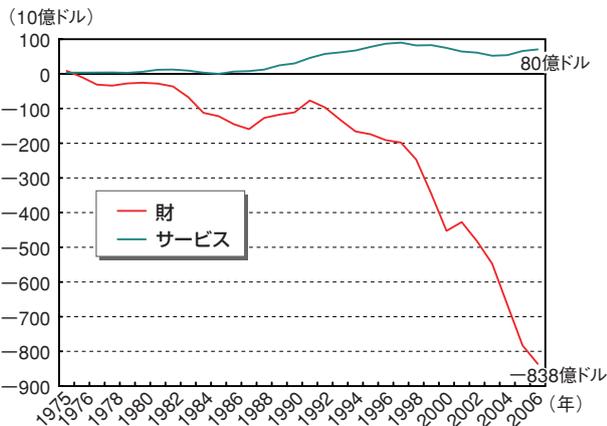
はなくなることが懸念される。こうした事態を避けるため、経常収支赤字を一定程度縮小させることで、対外純債務残高の対名目GDP比の増加が抑制され、安定化に向かうことが期待される<sup>7</sup>（コラム第1-1図）。

### コラム第1-1図 米国の対外純債務残高の安定化シミュレーション



(資料) 米国商務省経済分析局 Web サイトから作成。

### コラム第1-2図 米国の財・サービス別貿易収支



(資料) 米国商務省経済分析局Webサイトから作成。

米国は、財貿易は赤字であるがサービス貿易に関しては黒字を計上している。しかしながら、その黒字幅は1990年代後半以降横ばいで推移しており、貿易赤字の拡大を抑制するまでには至っていない(コラム第1-2図)。今後、財に比べ貿易障壁・規制が多いとされるサービス分野での規制改革が各国で進むことで、金融、会計、ITサービスなど多くのサービス分野で高い国際競争力を有している米国がサービス収支の黒字を一層拡大させ、貿易収支赤字の削減を実現させることが期待される<sup>8</sup>。

## (2) 産油諸国に求められる構造改革

産油諸国もまた、経常収支黒字を計上し続けており、オイルマネーを通じて米国への資金供給を行っている地域の一つである。産油諸国の貯蓄・投資バランスを見ると、投資が低迷を続ける中、貯蓄の増加が続いていることから、貯蓄超過の状態となっている(第1-2-19図)。

米国財務省の為替報告書(2006年上半期)においては、世界的な経常収支不均衡の解消に当たって、①石油生産設備への投資増、②潜在的な経済力の向上、経済多角化のための賢明な支出増、③為替の柔軟化を含むマクロ経済政策及び金融政策の適切な強化といった対策をすることで、世界経済の力強い成長を支え

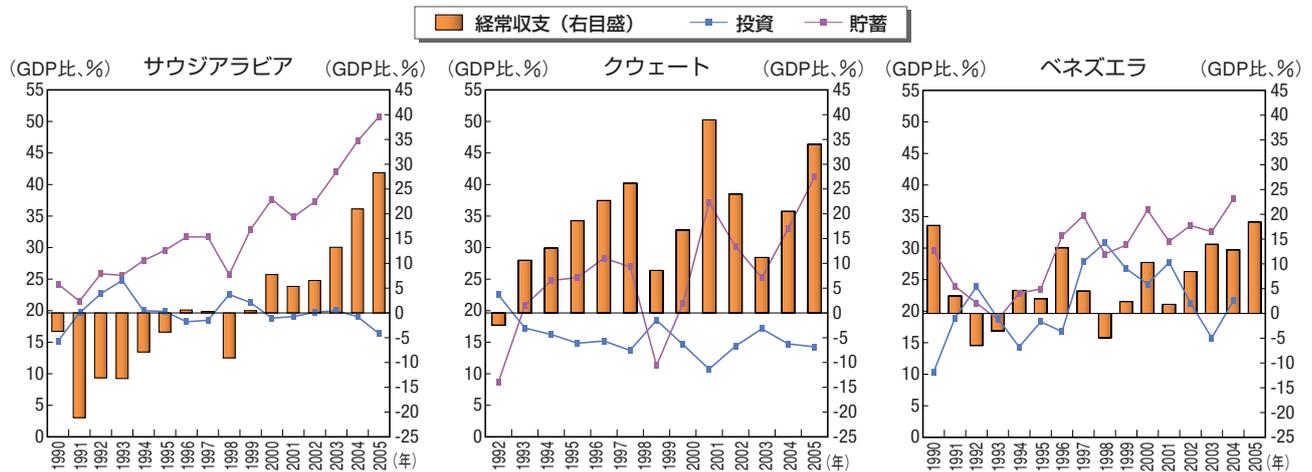
<sup>7</sup> 詳細については、付注1-2を参照のこと。

<sup>8</sup> 米国大統領経済報告書(2007年2月)では、農業及び製造業分野における関税障壁の撤廃によって米国が得る所得は年間160億ドル以上と見込む一方、サービス分野については、世界には依然として多くのサービス貿易障壁が残っていると、これらが撤廃されることによって米国にもたらされる所得は、推定で年間5,750億ドル(GDPの4.3%)に上るものと見込んでいる。

ることが重要であると指摘している。以上の対策は、投資・消費の増加を通じた貯蓄・投資バランスの均衡化に効果があると考えられ、産油諸国の構造改革を通じた世界的な経常収支不均衡の解消への貢献が望まれる。また、石油輸出国として相当の外貨獲得力を保持し

続けることを考えると、獲得した外貨を円滑に還流させることは今後とも重要な課題であり、各国におけるイスラム金融に対する理解の向上や欧米金融・資本システムとの整合性との向上を通じたイスラム金融の拡大は、こうした視点から重要である。

第1-2-19図 産油諸国の経常収支と貯蓄・投資バランスの推移



(資料)世界銀行「WDI」から作成。

## コラム 2

column

### イスラム金融

イスラム金融とは、イスラム教の教義(イスラム法=シャリーア)にのっとった金融取引の総称である。その最大の特徴は、金融取引に当たって、利子の受取・支払が含まれていないこと、取引相手等の当事者がイスラム教の教義に反する事業(賭博、武器、アルコール、豚肉など)に関わっていないことなど取引がイスラム教の教義にかなったものとなっていることである。イスラム教の教義にかなうか否かについては、イスラム金融サービスを提供する各金融機関に設置されているイスラム学者委員会(シャリーア・ボード)から事前に認定を受けることとなっている。

#### (イスラム金融の仕組み)

イスラム金融機関が提供する金融商品は、一般の預金、保険、ローン、リース、貿易・プロジェクト金融、債券、投資ファンドに相当するものなど多岐にわたっている。イスラム金融では、先に述べたように利子の受取・支払が含まれないため、これに代わって、出資金の運用利益が預金者や投資家等の出資者に配当として還元されたり、物品調達の対価として手数料などが金融機関に支払われたりする。

イスラム金融は、一般に、①通常金融に比し、イスラム教の教義にのっとった運用を選好するイスラム教徒の資金も取り込める金融スキームであることから、調達コストが比較的低くなる傾向があること、②資金の出所・借り方がイスラム教の教義にかなっているためイスラム教徒の間では宗教的に受け入れられやすいこと、などが借り手側のメリットとして指摘されている。

一方、資金の出し手が増加している背景としては、①イスラム教の教義にのっとった資金運用が可能となる上、その資金を利用した事業活動等によりイスラム世界の発展にも貢献し得ること、②特に近年は、大手の国際的金融機関の取組もあって一般の金融に準じた取引慣行が主流となりつつあり、イスラム金融において

も透明性やガバナンスの面で高度化が進んでいることから、資金の出し手にとっての安心感が高まっていること、などが挙げられる。

以下では、イスラム金融の代表的な三つの取引形態、ムラーバハ、ムダーラバ及びムシャーラカについて説明する。

### ・ムラーバハ

ムラーバハとは、通常金融で行われる「資金調達を行った上での財の購入」に代わり、資金提供者が財需要者の代理で財を購入しコストを上乗せして転売する購買代行契約である。

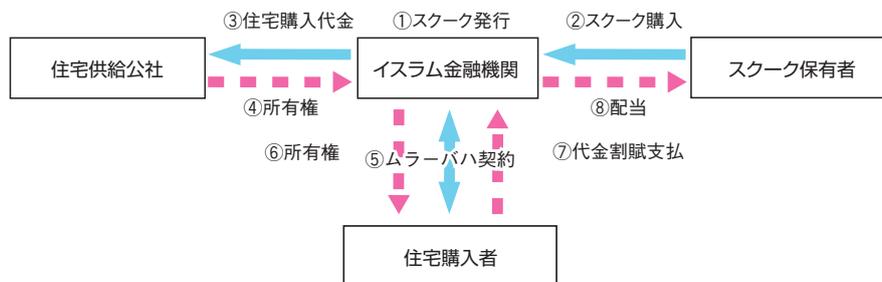
単純なムラーバハの場合、買手が購入したい商品・設備等の財を、イスラム金融機関がその売手からいったん購入して所有権を得た後、コストを上乗せして、銀行の顧客である買手に転売する。買手は支払猶予期間や分割払いなどの支払条件に基づき、銀行が売手から財を購入した価格に上乗せして全代金を支払う。特定の財を対象とした資金調達方法として、幅広く一般的に用いられる取引概念である(コラム第2-1図)。

コラム第2-1図 ムラーバハの仕組み



また、上記のムラーバハ方式を証券化した資金調達スキームである、ムラーバハ・スクークの概念図を以下に示す(コラム第2-2図)。スクークとはイスラミック・ボンド(イスラム債)と訳されることが多く、イスラム金融資本市場における代表的な商品である。一般の債券では、クーポンの部分が利子とみなされることから、スクークには、投資や財の取引を伴い、そこからの収益がクーポンに相当するものとして当てられる。すなわち、スクークは売買契約に伴う支払手段が投資事業の資金調達の手段として使用されることとなっている<sup>9</sup>。

コラム第2-2図 ムラーバハ・スクークの仕組み(住宅販売の例)



(備考) 銀行による購入代金と銀行から最終購入者への売却代金の差額が、スクークの配当原資となる。配当は每期行われ、満期時には額面相当額が償還金として返還される。

### ・ムダーラバ

ムダーラバとは、資金提供者が信頼できる事業家に資金を信託する、信託金融契約とみることができる。資金提供者は、収益配分比率にかかる約定に従い、その提供した資金の運用により生じた利益を、配当として得る。なお、運用で損失が生じた場合には、資金提供者がその損失をすべて被る(コラム第2-3図)。

事業が不成功に終わった場合でも、事業家は自身に過失や違反のない限り、提供を受けた資金についての責任は問われない。一方共同経営ではないため、資金提供者は、提供資金額の範囲内の責任までしか問われない。スクーク・ムダーラバとは、資金提供者(投資家)が直接有望な事業家を見つけ出すことは困難である場合等に、金融機関がこの両者を仲介する方式である。

<sup>9</sup> スクーク保有者は、単なる担保資産の保有者ではなく、原契約の当事者としての権利を有する。

コラム第2-3図 ムダーラバの仕組み

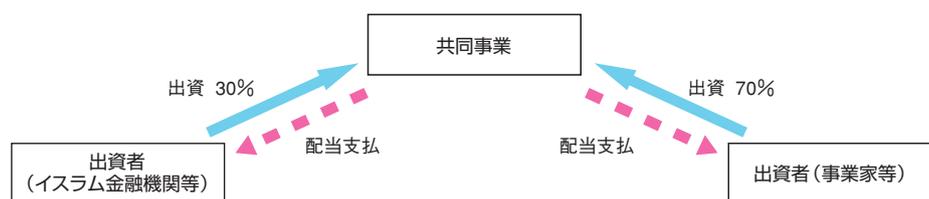


### ・ムシャラカ

ムシャラカとは、出資金融の一種で、資本の出資者と事業家が共同出資により事業の共同経営を行い、生じた利益を契約時に決めた比率で分配するスキームである。

ムダーラバと異なり、事業において損失が発生した場合においても出資比率又は事前に合意された比率に応じてそれぞれが負担し、また、資本出資者は共同経営者としておおむね出資比率に応じた経営発言権を持つことになる(コラム第2-4図)。

コラム第2-4図 ムシャラカの仕組み



### (イスラム金融の急成長)

イスラム金融の市場規模に関する国際的な公式統計はないが、イスラム金融サービスを提供する金融機関は、世界40か国あまりの国に展開し、その数は265機関<sup>10</sup>、資産総額は4,000億ドル<sup>11</sup>と推定されている。

最近では、巨額のオイルマネーに絡んだ収益機会に着目し、国際的に事業展開を行う欧米系金融機関が、中東やマレーシア、ロンドン等のイスラム金融センターにて、イスラム債の引受けやイスラム式資金運用、イスラム式のプロジェクト・ファイナンス等、幅広い分野でイスラム金融ビジネスを積極化させている。また、欧米先進諸国等非イスラム圏の政府機関や国際機関、企業などによるイスラム債の起債も増加している。IMFや世界銀行などもイスラム金融に関する調査や支援などの面で取組を強化している。

こうした中、イスラム債の引受総額は、2000年には22億ドルにすぎなかったが、2001年には倍以上の55億ドルに増加し、2006年には更に増え171億ドルに達した(コラム第2-5図)。

### (イスラム金融成長の背景)

このようなイスラム金融の急成長の背景には、次のような経済・社会情勢の変化が指摘されている。すなわち、中東産油諸国を中心とした、①原油高による石油収入の増大を受け余剰資金が拡大したこと(コラム第2-6表)、②石油収入の増大に伴い石油精製設備やインフラ建設などの新規プロジェクトへの投資資金需要が拡大したこと、③2001年9月11日同時多発テロ事件以降、米国に投資していた産油諸国資本の一部が欧州のほか産油諸国本国にも相当額が還流したと見られること<sup>12</sup>、④イスラム諸国におけるイスラム金融の制度確立・普及・認知度の向上、⑤イスラム金融の国際的な金融サービス基準との整合性向上<sup>13</sup>などである。

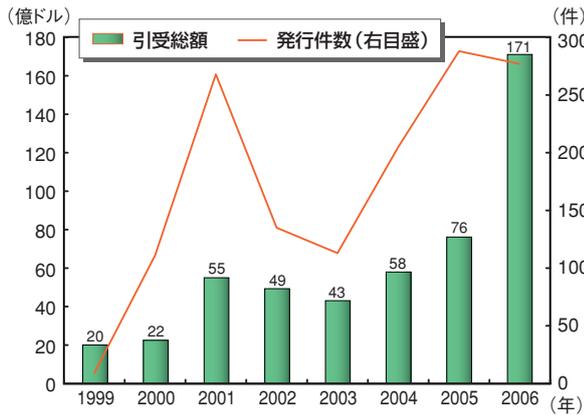
<sup>10</sup> Business Week Online Aug. 8, 2005。

<sup>11</sup> Business Week Online Oct. 26, 2006。

<sup>12</sup> サウジアラビアの民間資金だけで、1,000~2,000億ドルの資産が米国から引き揚げられたと報道されている(The Financial Times, Aug. 20, 2002)。

<sup>13</sup> 国際金融市場との親和性を高め、イスラム圏外からの起債や投資を獲得することを目指して、2002年には国際イスラム金融サービス協会(IFSB)が設立された。その設立協定の中では「シャリーアに合致する範囲において国際的な金融サービス基準を取り入れて、イスラム金融を一層発展させる」という目的が明記されている。

コラム第2-5図 イスラム債の引受総額の推移



(資料) Bloombergから作成。

コラム第2-6表 オイルマネーの推移

(単位: 10億ドル)

	2005年推定	2006年予測	2007年予測
イラン	46.6	50.1	46.5
イラク	23.4	24.9	23.7
クウェート	39.0	44.1	41.1
サウジアラビア	153.3	162.0	150.2
カタール	19.1	23.3	23.0
インドネシア	-1.0	-0.6	-0.9
リビア	28.3	31.2	29.9
アラブ首長国連邦	45.6	53.0	52.2
アルジェリア	36.0	41.6	41.1
ナイジェリア	45.1	52.7	51.1
OPEC加盟国 合計	473.1	521.9	495.2
マレーシア	6.7	7.5	8.2

(備考) 2006年1月公表。

(資料) 米国エネルギー省エネルギー情報局Webサイトから作成。

### (我が国企業によるイスラム金融の取組)

最近では、我が国の企業や金融機関によるイスラム債の起債事例も増えてきている。

国際協力銀行は、2007年1月、我が国機関としては初めて、イスラム金融の国際機関である国際イスラム金融サービス協会(IFSB: Islamic Financial Services Board)のオブザーバー会員となった。同じく1月、マレーシア中央銀行との間で、イスラム金融に関する業務協力につき覚書を締結している。また昨年来、イスラム債発行に関する調査・情報収集も行っている。

大手流通系金融会社のA社は2007年1月、同社のマレーシア現地法人がイスラム金融の債券であるイスラム債(スクーク)を起債し資金調達すると発表した。日系企業としては初めてのイスラム金融方式を取り入れた債券発行であり、総額4億リンギット(日本円:約136億円)の資金調達は、現地での事業拡大に向けた投資・運転資金に活用されるとされている。同社は、2002年からイスラム金融方式によるコンシューマー・ファイナンスを開始しており、我が国企業の中では比較的早くからイスラム金融への取組を行っている。

### (イスラム金融の課題)

イスラム金融は、利息の禁止などイスラム教の教義に基づいて投融資行動に課している厳格な自己規制を非イスラム世界の金融・資本市場システムと整合・調和させていくことについては一定の成功を収め、イスラム圏での金融拡大に貢献してきた。しかし、こうしたイスラム金融が今後一層発展していくためには、取り組まなければならない課題も抱えている。

例えば、①各金融取引の教義上の解釈については、基本的にはそれぞれの学者にゆだねられていることから、一つの金融取引の解釈が、学者間やシャリーア・ボード間で異なることもある。地域による傾向もあり、一般的には中東で厳格、マレーシアでは柔軟であることが多い。そのため、同一の取引であっても、金融機関間で是非が分かれたり、認定までに長期間を要してしまったりするなどの問題が生じていること<sup>14</sup>、②融資行動に宗教的制約を持つイスラム金融が、今後とも安定的に規模を拡大していく上で、時に相反する合理性と宗教性の点をいかにして相克していくかといった問題も生じていること、③イスラム金融ビジネスを支える上で必要となる、イスラム教義及び金融技術・市場の両方の専門知識を併せ持つ人材が圧倒的に不足しており、こうした人材の育成が必要であることなどが挙げられる。

産油諸国の多くをその影響下に持ち、世界で13億人と言われる人口<sup>15</sup>を抱えるイスラム世界が近年石油輸出入の拡大によって巨額の金融資産を抱えていることを背景に急速な拡大を見せるイスラム金融は、国際金融市場におけるシェアを徐々に高め、オイルマネーなどの資金を円滑に米国等に還流するための新たなチャンネルとしての期待が高まっており、こうした課題にも十分に取り組み、健全な発展を遂げることが望まれる。

<sup>14</sup> この点については、現在、イスラム金融機関が共同で設立したイスラム金融会計・監査基準協会(AAOIFI)がIMFの支援を受けながら統一基準作りに取り組んでいる。

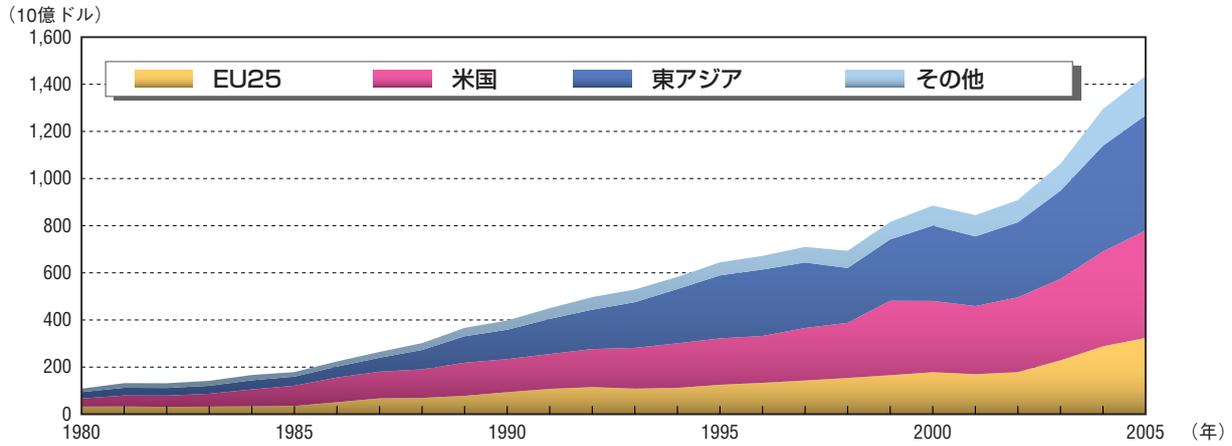
<sup>15</sup> Central Intelligence Agency(2007), The World Factbook.

(3) 中国、ASEAN4、NIEs の内需拡大に向けて

(中国、ASEAN4、NIEs の輸出主導型経済)

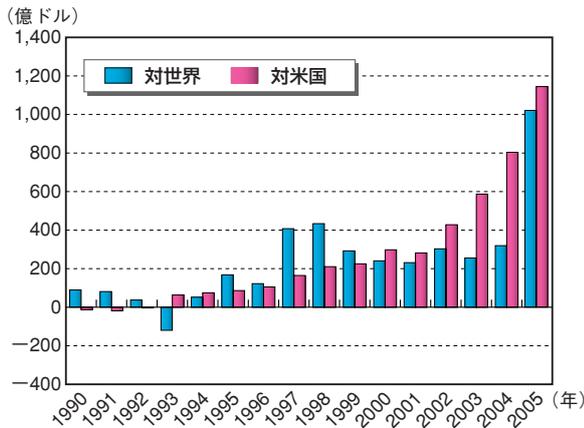
中国、ASEAN4、NIEs は、生産した最終消費財を、米国を始めとした東アジア域外に多く輸出しており、東アジア域内での消費の拡大が望まれる(第1-2-20、21、22、23、24図)。

第1-2-20図 東アジアの最終財輸出仕向地



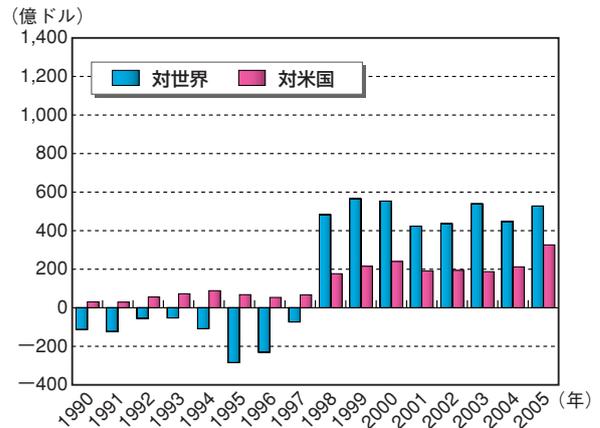
(備考) 東アジアは、ラオス及びミャンマーを除く。  
(資料) 独立行政法人経済産業研究所「RIETI-TID2006」から作成。

第1-2-21図 中国の貿易収支の推移



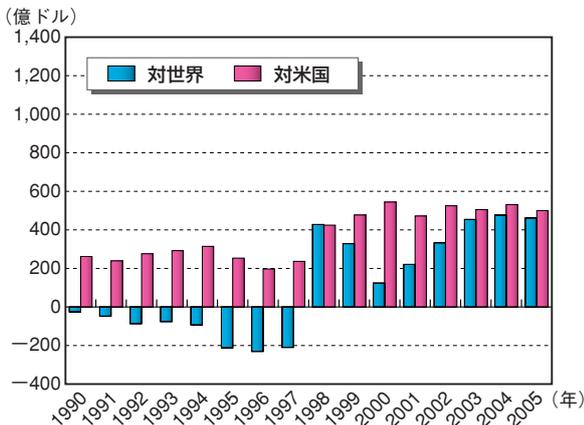
(資料) IMF「DOT」から作成。

第1-2-22図 ASEAN4の貿易収支の推移



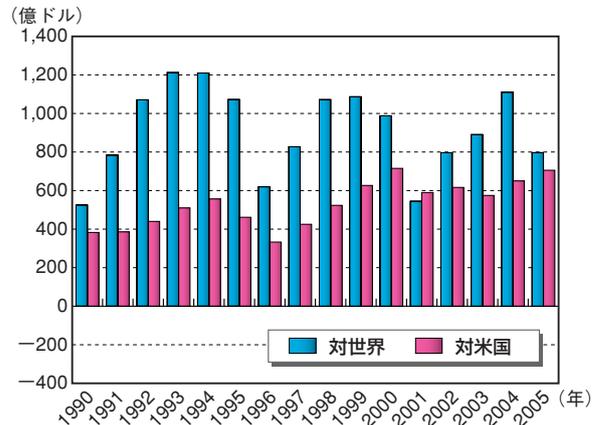
(資料) IMF「DOT」から作成。

第1-2-23図 NIEsの貿易収支の推移



(資料) IMF「DOT」、台湾通関統計から作成。

第1-2-24図 日本の貿易収支の推移



(資料) IMF「DOT」から作成。

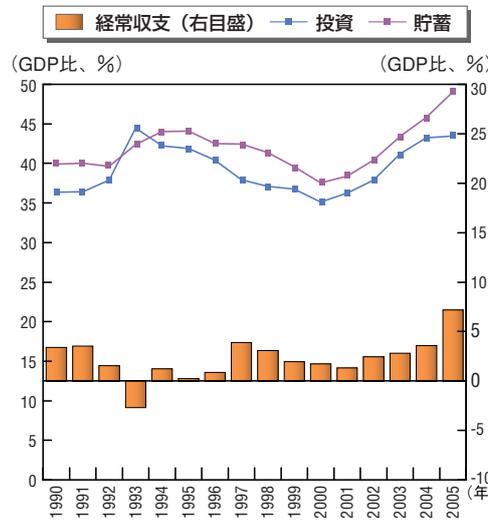
（中国、ASEAN4、NIEsの貯蓄・投資バランス）

世界の経常収支不均衡は中国、ASEAN4、NIEsの貯蓄・投資バランスの黒字（貯蓄超過・投資不足）を始めとする世界各国の貯蓄・投資バランスの表れである。したがって、中国、ASEAN4、NIEsは、消費の拡大を通じた輸入の拡大と、投資の拡大を通じた貯蓄・投資バランスの均衡化に向けた努力が必要である。

中国、ASEAN4、NIEsにおいて貯蓄・投資と経常収支の動向を見ると、おおむね各地域・国とも大幅な貯蓄超過、経常収支黒字を指摘することができる。

中国:投資は2002年以來の10%を超えるGDP成長下で急速に増加しており、2005年にはGDP比44%の高水準に達している。しかしながら貯蓄が投資を上回る勢いで伸び続けている結果、2005年には貯蓄はGDP比47%に達し貯蓄超過の状態が続いている。この結果、中国の経常収支黒字は拡大を続け2005年にはGDP比7%超に達している（第1-2-25図）。

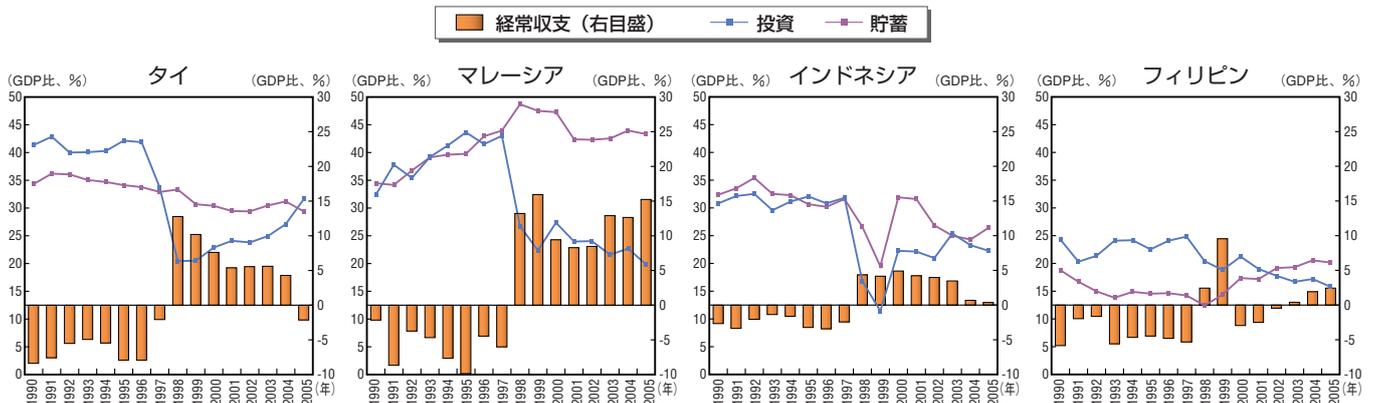
第1-2-25図 中国の経常収支と貯蓄・投資バランスの推移



(資料) 世界銀行「WDI」から作成。

ASEAN4:1997年末のアジア通貨・金融危機以降の投資の回復が遅れるインドネシアでは、2001年以降貯蓄の低下が進んだ結果2005年には経常収支はほぼゼロとなっている。アジア通貨・金融危機以降も投資の低迷が続くマレーシアは、1998年以降GDP比10%を超える大幅な経常収支黒字を計上し続けている。アジア通貨・金融危機の直後に急落した投資が著しい回復を見せるタイでは、2005年には投資超過となり経常収支は赤字に転じている（第1-2-26図）。

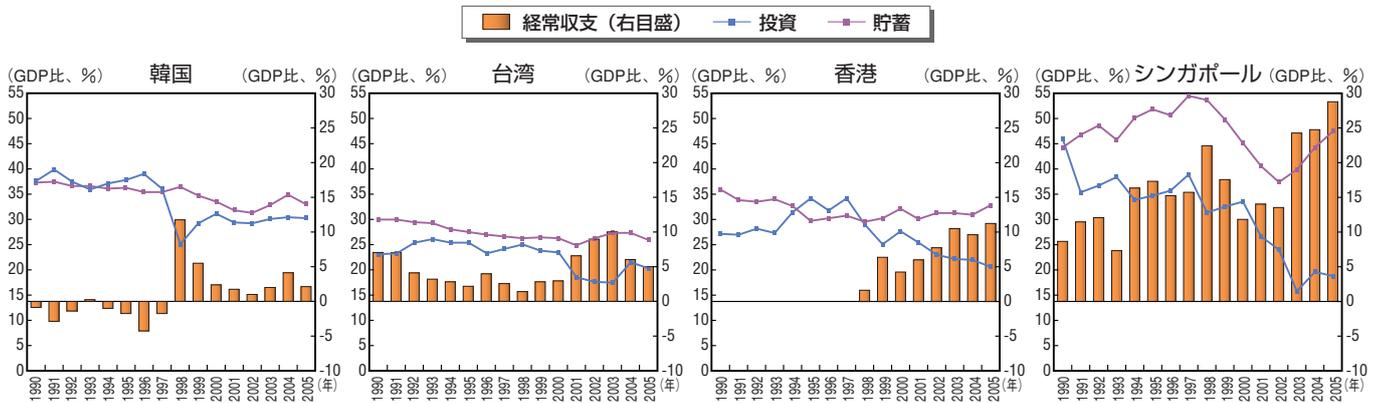
第1-2-26図 ASEAN4の経常収支と貯蓄・投資バランスの推移



(資料) ADB「Key Indicators 2006」から作成。

NIEs: シンガポールでは、特に投資の低下が著しく大幅な貯蓄超過と経常収支黒字を計上しているほか、香港も投資の低下が続いており経常収支の黒字が続いている。一方、韓国ではアジア通貨・金融危機以降一時回復の兆しを見せた投資もその後横ばいが続いており、貯蓄超過、経常収支黒字の状態が続いている。台湾は、貯蓄及び投資ともに横ばいで推移する中、貯蓄超過、経常収支黒字の状態が続いている(第1-2-27図)。

第1-2-27図 NIEsの経常収支と貯蓄・投資バランスの推移



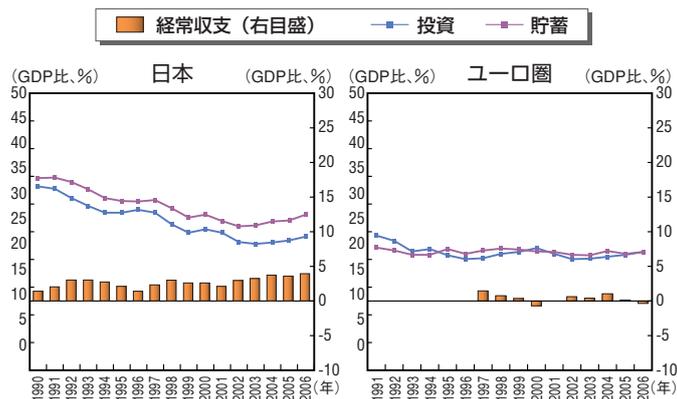
(備考) 香港の経常収支は、1997年以降のデータ。  
 (資料) ADB「Key Indicators 2006」から作成。香港は、世界銀行「WDI」から作成。

(参考)

日本: 景気の低迷や急速な高齢化を背景とした家計貯蓄率の低下が著しいものの、投資の低下がそれを上回るペースで進んでいることから、1990年以降貯蓄超過の状態が継続し、拡大している。その結果、経常収支黒字も拡大を続けており、2006年にはGDP比3.9%に達している。

ユーロ圏: 貯蓄・投資バランスはほぼ均衡状態を保っており、経常収支はゼロ近傍で推移している(第1-2-28図)<sup>16</sup>。

第1-2-28図 日本・ユーロ圏の経常収支と貯蓄・投資バランスの推移



(備考) ユーロ圏は13か国。また、経常収支の値は1997年からのデータ。  
 (資料) IMF「World Economic Outlook Database April 2007」から作成。

16 2006年の時点でユーロ圏を構成する12か国の動向を見ると、ドイツ(2005年の経常収支黒字はGDP比1.2%)、オランダ(同0.5%)等6か国が経常収支黒字を計上する一方、スペイン(2005年の経常収支赤字はGDP比0.8%)、イタリア(同0.3%)及びフランス(同0.3%)等6か国は経常収支赤字を計上しており、加盟国のそれぞれについて経常収支が均衡しているわけではない。

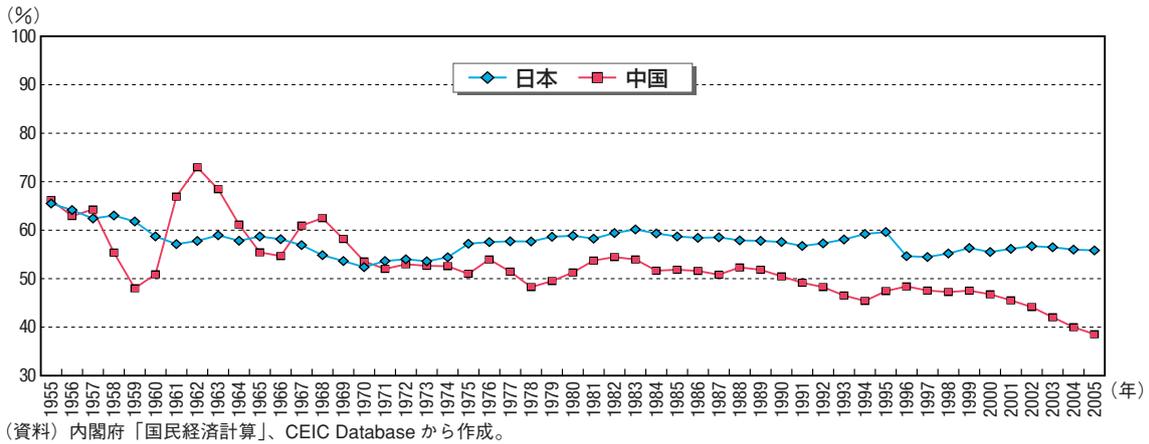
（中国、ASEAN 諸国、NIEs 諸国の消費の拡大）

中国、ASEAN 諸国、NIEs 諸国は、経済成長の伸びに対して消費の伸びは小さく、国民所得に占める家計最終消費支出割合で見ても、横ばい若しくは低下傾向にあり、消費の拡大は重要な課題である（第1-2-29、30、31図）。

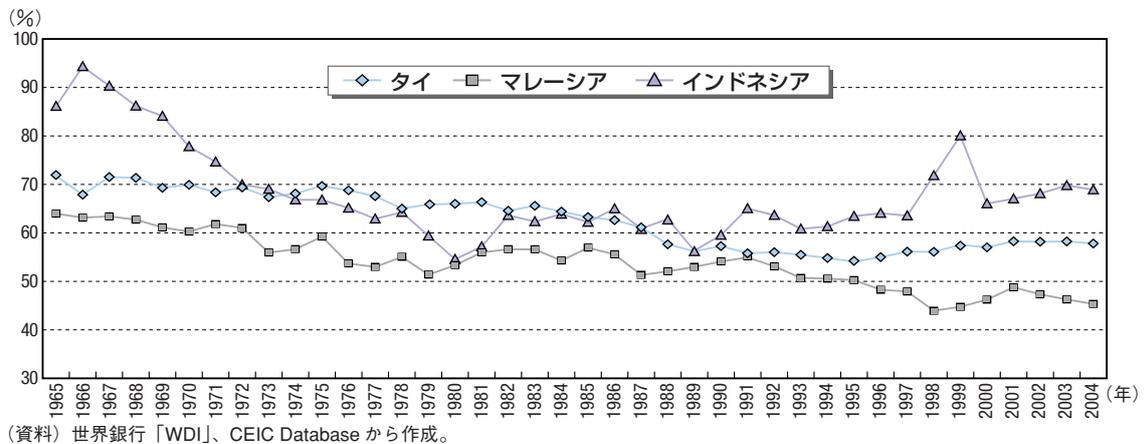
中国、ASEAN 諸国、NIEs 諸国の個人消費が低いのは、社会保障が十分整備されていないことから将来に

不安を抱き、消費よりも貯蓄に回してしまっているためとの指摘がある。実際、中国、ASEAN 諸国、NIEs 諸国の貯蓄率は（フィリピンを除き）欧米と比べて、概して高い水準となっている（第1-2-32図）。今後、社会保障制度の充実、更なる雇用安定策の充実、経済成長を通じた国民所得の増大、労働分配率の上昇等が同地域における消費の拡大につながる事が期待される（第1-2-33表）。

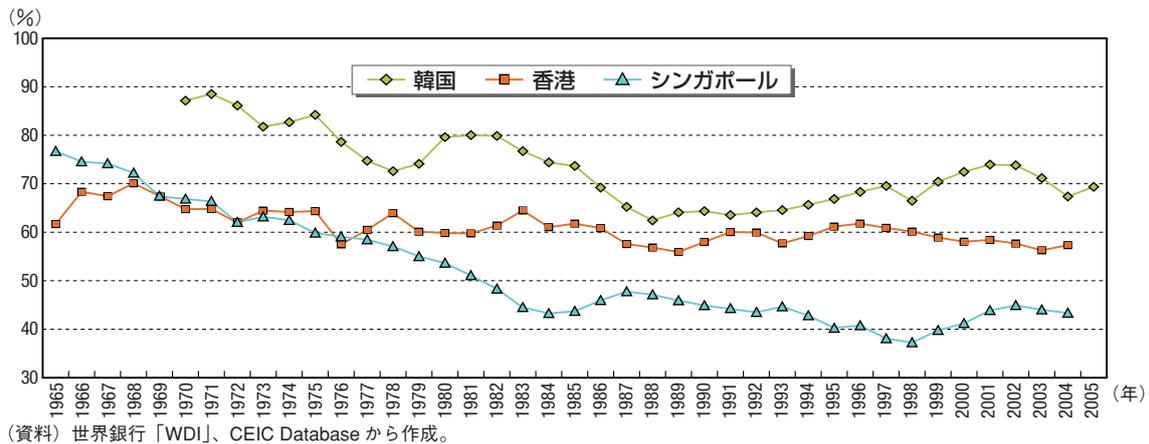
第1-2-29図 日本及び中国の国民所得に占める家計最終消費支出割合の推移



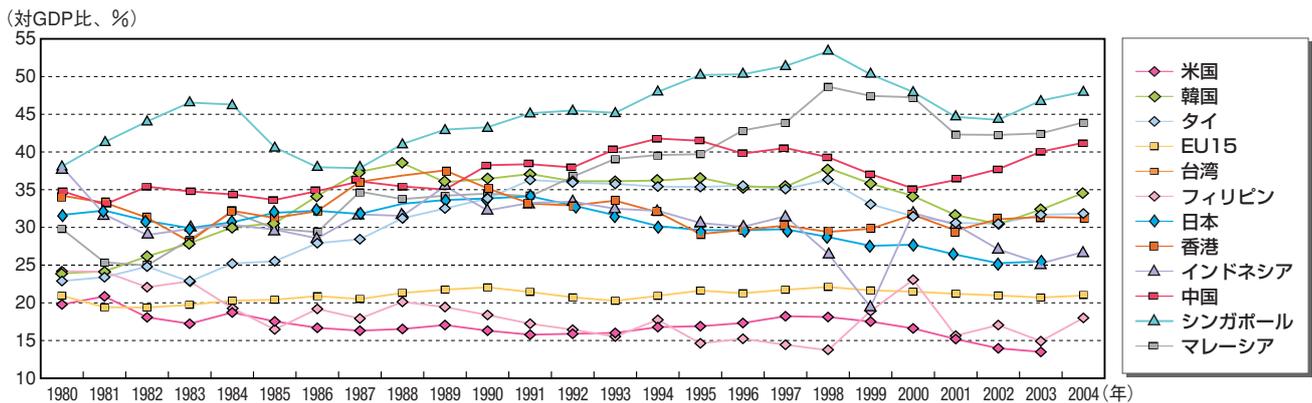
第1-2-30図 ASEAN諸国の国民所得に占める家計最終消費支出割合の推移



第1-2-31図 NIEs諸国の国民所得に占める家計最終消費支出割合の推移



第1-2-32図 主要国の名目GDPに占める国内総貯蓄割合の推移



(資料) 世界銀行「WDI」から作成。

第1-2-33表 主要国の消費関連指標の比較

(対名目GDP比、%)

	個人 可処分所得	個人 所得税 <sup>1</sup>	個人消費/ 可処分所得	個人消費	政府消費	労働所得	健康と教育への 政府支出 <sup>2</sup>
米国	74	9	95	70	16	57	22
英国	66	10	98	65	21	56	13
オーストラリア	58	12	103	60	18	49	15
カナダ	58	12	96	56	19	50	16
アイルランド	49	-	91	44	14	40	12
フランス	62	8	90	56	24	52	16
ドイツ	66	9	88	57	19	51	16
イタリア	67	-	90	60	20	42	14
日本	59	8	96	57	18	51	12
中国	60	1	69	41	10	56	3
インド	84	2	76	67	11	-	-
韓国	54	3	95	51	13	44	14
シンガポール	52	2	82	43	11	-	-
台湾	73	3	77	60	14	47	-
タイ	65	2	87	57	10	30	6
フィリピン	78	3	89	69	10	34	5
香港	-	-	-	-	10	-	-
マレーシア	-	-	-	-	13	-	10
インドネシア	-	-	-	-	8	-	2

(備考) 1. 2003年データ  
2. 2001年データ  
(出所) IMF「Regional Economic Outlook September 2006」。  
(原出所) OECD、CEIC Database 及び IMF。

**(中国、ASEAN4、NIEsの投資の拡大)**

東アジア等における投資環境の整備や格差是正を通じた経済統合の推進が、域内における投資の拡大につながる事が期待される。

**(求められる各国の取組)**

これまで見てきたように、世界的な経常収支不均衡を放置した場合、米国の対外純債務残高は拡大し続けるなど、世界経済全体のリスクに発展していく可能性がある。

硬直的な為替レート制度の下、年間約2,000億ドル以上の外貨準備を純増させる中国については、健全な

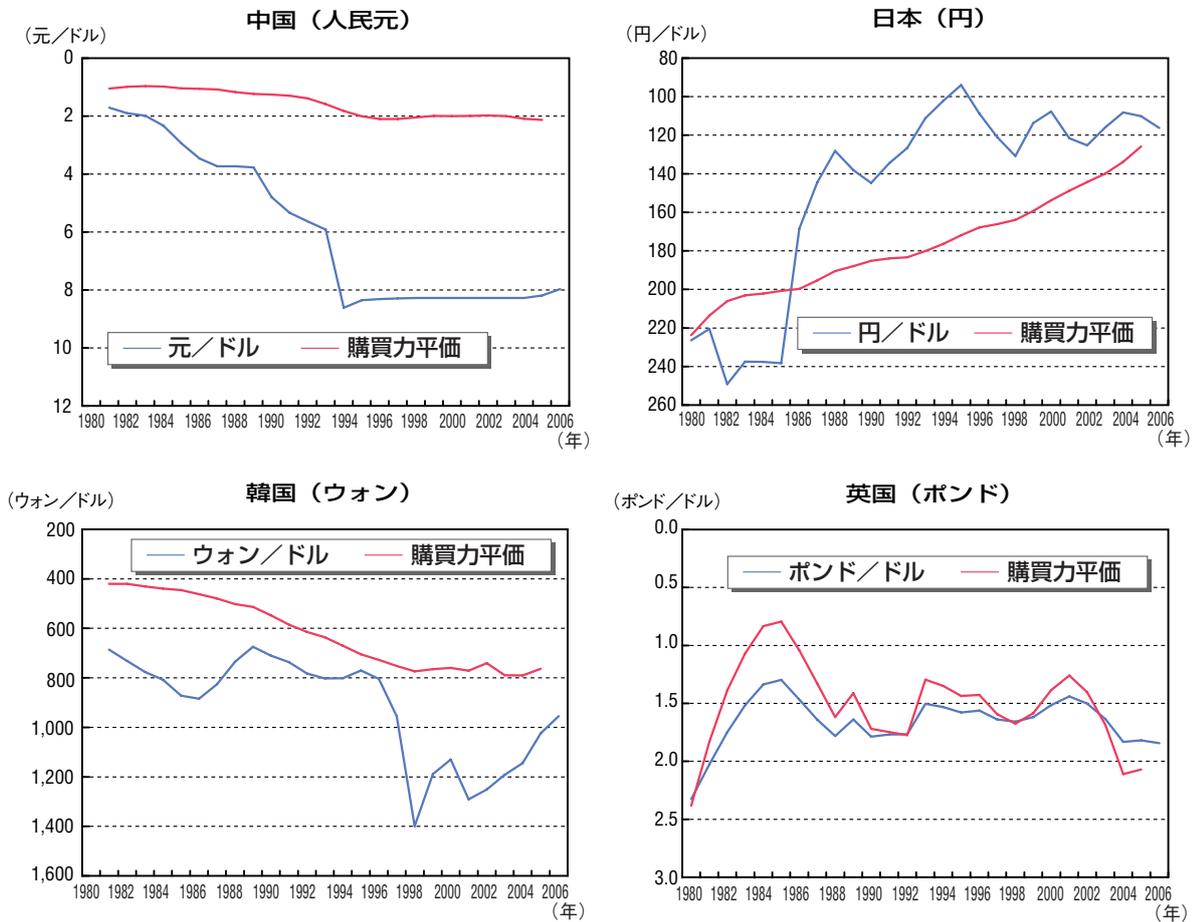
国内マクロ経済運営のためにも一層柔軟な為替レート相場形成のための改革の加速が必要ではあるものの、為替レート水準の調整そのものではこうした貯蓄・投資バランス不均衡の縮小に果たす役割は限定的であり、経常収支不均衡の大幅な縮小は期待できない。また、特定の国との間の経常収支不均衡に着目してこれを縮小しても、貯蓄・投資バランスの調整がなされていない限り、他の国との間の経常収支不均衡が拡大するだけとなる。経常収支不均衡の縮小のためには各国の国内マクロ経済がよりバランスのとれた健全な発展をするよう、貯蓄・投資バランスの不均衡縮小のための取組を進めることが不可欠である(第1-2-34表、第1-2-35図)。

第1-2-34表 世界的な経常収支不均衡の縮小に向け指摘された関係各国の課題

	G7財務大臣・中央銀行 総裁会議（付属声明）	第13回APEC財務大臣会議 大臣共同声明	国際通貨金融委員会（IMFC） コミュニケ
	2006年4月21日	2006年9月7日～8日	2006年9月17日
米国	財政再建、社会保障支出への取組、個人貯蓄向上による貯蓄の向上	一層の貯蓄	財政健全化を含む国民貯蓄の増加
欧州	労働市場、製品・サービス市場の構造改革、内需拡大	国内需要のより力強い成長	成長強化のための改革の一層の進展
日本	財政健全化、構造改革による長期成長	財政健全化を含む更なる構造改革	財政健全化を含む更なる構造改革
新興アジア諸国 (Emerging Asia)	(特に中国): 為替制度の一層の柔軟化、内需拡大、輸出依存の低減、金融部門の強化	適切な為替レートの柔軟性向上	経常収支黒字国における為替相場の一層の柔軟化を伴う、国内需要の喚起
その他	産油諸国: 生産能力への投資加速、経済多様性の向上、為替制度の柔軟化 その他経常黒字国: 内需と投資の拡大、ミクロ経済の柔軟性向上、投資環境の改善	APEC経済圏: 国内需要のより力強い成長	産油諸国: ゆとりある供給能力と、マクロ経済的安定に整合的な支出の増加

(出所) 財務省 Web サイトから経済産業省作成。

第1-2-35図 各国通貨の対ドルレートと購買力平価の推移



(資料) 世界銀行「WDI」、Bloomberg から作成。