



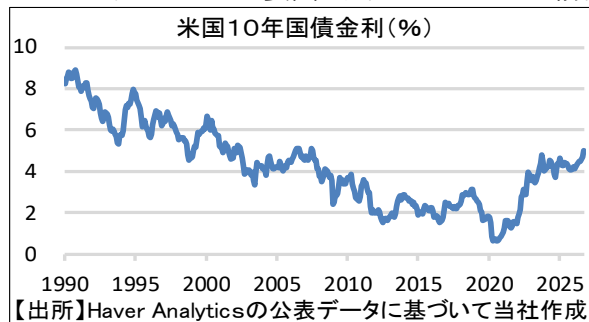
世界経済の構造的な IS バランスの変化は低金利時代を終焉に導く

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

2010年代半ばのグローバル化の転換期には、米中貿易戦争が始まって世界経済がブロック化することが懸念された。その帰結として、世界経済の成長率と証券投資の期待収益率は、共に大きく低下することが懸念された。しかし、この予測は外れた。世界経済は高成長を維持し、株価も上昇基調を維持した。

外れた要因は3つある。第1に、大恐慌以来の量的緩和(QE)など未曾有の金融緩和が常態化した。米国は利上げする一方で今もQEを強化し続けている。第2に、財政政策による景気刺激も常態化した。今も多くの先進国で、赤字国債を原資とするバラマキが常態化している。日本やドイツでのエネルギー価格高騰に対応した補助金などだ。最後に、株価上昇に寄与したのは企業部門が値上げを強化して売上高利益率を大きく改善した。これは消費者が値上げを受け入れた裏返しでもあるが、その背景には消費者の購買力を支えた財政資金のバラマキがある。

しかし、この3つの要因を成り立たせていた前提が、世界規模でのIS(貯蓄投資)バランスの変化で崩れ始めた。



2000年代に入り世界のISバランスは、貯蓄超過であることが問題視された。投資サイドでは世界をけん引するIT産業が大規模な設備投資を必要としないこと、貯蓄サイドでは世界の工場として台頭し経常黒字国となった中国が内需不振のため巨額の資本輸出国となったこと、などが原因だった。世界的に投資が減少し貯蓄が増加するため当然ながら貯蓄超過(Global Saving Glut)になる。貯蓄超過の世界では、左図のように総需要不足により低金利が常態化する。この別名がサマーズ元米財務長官の唱えた『大停滞説』だ。そして、この問題への政策的対応が、上述した金融緩和と財政刺激の常態化だ。

しかし、最近になって世界のISバランスに急激な変化が生じ始めた。投資サイドでは、AI革命の進展で旺盛なデータセンター投資が喚起された。貯蓄サイドでは、2025年の経常黒字が0.74兆ドルと未曾有の規模に達した中国が、外貨準備の運用で金を増やす一方で米国債を減少させたため、世界への資本輸出国としての役割を十分に果たさなくなった。結果的には世界のISバランスが貯蓄超過から貯蓄不足(=投資超過)へと崩れ始めた。この変化を8月のG20でウォーシュFRB議長は貯蓄超過(Global Saving Glut)をもじって「Global Investment Surge(世界的投資急増)へ」と表現した(注1)。その帰結が世界的な金利の上昇である。しかもこの変化は、長期かつ構造的で、今年前半のようにAI革命のスピード次第では急激なものになるリスクがある。投資サイドでは、今年に入ってクラウド大手はデータセンターへの投資計画を上方修正し続けている。実社会でAIの実装がこれから進むことを考えれば、AI革命の進展とデータセンター投資の増加は、端緒に就いたばかりと見ることができる。貯蓄サイドでは、ロシアが外貨準備として保有していた米国債がウクライナ侵攻以降に凍結された姿を見れば、資本輸出国である中国が米国債を敬遠するのは自然なことだ。

ただ幸いなことに、AI革命のスピードは遅れそうだ。AIの進化は、意図しないサイバー攻撃などがあまりに危険だとして政治が介入する方向性が示されている。データセンター建設も、人々のAIへの嫌悪が政治問題化して急ブレーキがかかっている。これは短期的に投資の急増を抑制する要因になる。結果的には、急激に貯蓄不足(=投資超過)となることで引き起こされる金利急上昇は、リスクとしては遠ざかる可能性がある。とはいえこのリスクの顕在化は、時間的猶予ができただけで、去るわけではない。その次の展開に備えるのが得策だろう。(脱稿10月7日)

(注1)<https://www.cnn.com/2026/08/31/g20-finance-meeting-live-updates.html>

以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。