

新興国における国債バブルの懸念

経済調査部 鳶峰 義清

過剰流動性極まる

日米による量的緩和政策は、過剰流動性となってグローバルマーケットを翻弄、資産価格の異常な高騰、すなわちバブルを発生させるとの懸念や、商品市況の高騰を通じたインフレに繋がるとの警戒感が強まっている。

日米ユーロ圏におけるM1（現金・預金）の名目GDPに対する比率を見ると（ドルベース）、2010年9月末段階で42.9%と1990年以降では最大となっており、経済規模に比してマネーの量が膨らんでいることが判る。サブプライムローン問題が顕在化する前の同比率のピークは35.7%（05年9月末）であったが、直近データは当時の水準を遙かに上回る“過剰流動性”状態にあると言える。過剰感は一段と高まっているものと推察される。こうした“過剰なマネー”が金融市場に流入すれば、資産価格のバブルを生みやすくなることは、過去の経験からも実証済みだ。

商品市況や株の高騰は行き過ぎか

国際商品市況の10年8月以降の上昇率（数字は本稿執筆時点となる11年2月4日までのもの：以下同）を見ると、コーン（+72.8%）、銀（+61.8%）、すず（+60.0%）などの上昇が目立つ。この中で、コーンなど農産物については世界的な悪天候による作況悪が価格押し上げ要因になったが、その他産業資材などについては安定した供給が続く一方で、大幅な上昇を記録している。

しかし、新興各国は巨大な人口を抱え、所得水準も購買力の急拡大を示す水準にまで向上。将来的な需給逼迫は資源イノベーションで劇的な需要変化がない限りは不可避である。商品市況の上昇は、こうした将来を先取りした動き

とするならば、ある程度正当化されよう。

一方、株価については同期間にモンゴルトップ20指数が+150%もの急騰となったほか、ペルー（+60%）、アルゼンチン（+50%）など、いずれも約半年としては高い上昇率を記録した。しかし、業績と株価の見合いを計るPERで見ると、主要国を含めた主立った株価指数のPERは概ね10~30倍程度に収まっており、極端な割高感を示す指数は確認できない。すなわち、株価の上昇も“景気なり”に過ぎないということになる。

行き過ぎは景気とそれを演出する低金利

こうしたなかで、ファンダメンタルズから乖離した水準にあるのが金利の低さだ。新興国や資源国の国債利回りを見ると、景気が過熱気味に推移するなかでも上昇せず、一方でインフレ率が上昇しているために実質水準が低下、資金需要を刺激し、景気過熱の一因となっている。

新興国の国債利回りが上昇しない、言い換えれば国債価格が下落しにくい背景に、先進国からの投資マネーの流入が挙げられる。新興国の金利水準は低金利政策を続けている主要国から見れば魅力が高いため、新興国の国債を投資対象とした投資信託などの人気も高い。こうしたマネーの流入が続く限り、新興国では実質金利が抑えられ、景気過熱によるインフレや不動産バブルに繋がる恐れが高まっていく。

すなわち、主要国の量的緩和政策による過剰流動性によって、新興国の国債バブルが懸念される。今後、インフレの加速に伴って経済に悪影響が出る場合などは、新興国の国債市場からの資金流出が事態を更に悪化させる懸念もあり、各国の金融政策に注目が集まる。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）