

World Trends

マクロ経済分析レポート

QE2終了後の新興国を考える

～来るべき先進国の金融引き締めを前に国際協調の強化が求められる～

発表日：2011年6月24日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 米国のQE2実施以降の世界的なカネ余りは、世界経済に様々な影響を与えている。米国は今月末でのQE2終了を決定したが、当面はバランスシートの規模を維持する方針であり、直ちに金融引き締めが行われる可能性は高くない。ただし、過去の新興国における経済危機・金融危機の多くは先進国の金融引き締めがきっかけになったことも忘れてはならない。
- 金融危機後の世界的なカネ余りは新興国への資金流入を促して、様々な形で新興国景気を押し上げてきた。当面新興国では金融引き締めを進める必要性が高く、内外金利差拡大がさらに資金流入をもたらす可能性は残る。ただし、物価高と金利高が新興国景気を下押しして資金が逆流する可能性も払拭できず、国際的な枠組みを通じて過度な資金変動の抑制などに向けた方策を打ち出す必要性は高まる。
- 一方、新興国は近年様々な形で対外信用力を向上させており、危機的状況に陥る可能性は低下している。国際間での資金融通措置も採られるなど予防策も講じられているが、依然このような枠組から外れている国は少なくない。今後はG20などの場を通じた協調体制の構築が求められよう。

《米国ではQE2後の追加緩和策はなくなった。しかし、世界的なカネ余り状態は当面続く可能性が高い》

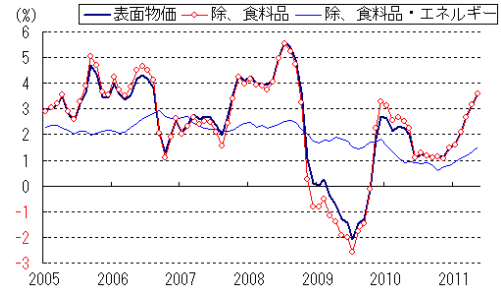
- 昨年の米国による追加量的緩和（QE2）など先進国の金融緩和策は、国際金融市場において資金の過剰感を高めており、その一部は成長期待の高い新興国や商品市場に流入して、世界経済に様々な影響を与えている。先日のFOMC（連邦公開市場委員会）においてFedは米国経済の見通しを下方修正したが、既に米国のデフレ懸念は払拭されているとしてさらなる追加金融緩和（QE3）については否定的見解を示し、QE2も当初予定通り6月末で終了することとなった。
- なお、米国では雇用・所得環境が十分改善していないにも拘らず（図1）、商品市況高騰などによりインフレ圧力が高まっており（図2）、家計の実質購買力低下による景気の下押しが懸念されている。Fedは、景気は年後半以降に回復感を強めるとみているが、これまでの予想に比べて力強さに欠けるとしている。そのため、QE2終了後もGSE（政府援助法人）債やMBS（モーゲージバック証券）の償還額を国債に再投資することで米国債の買入規模（総額6000億ドル）維持する方針であることから、金融市場に供給される資金量が直ちに縮小する可能性は低い。
- 今後の注目点は米国が金融引き締めに移るタイミングであるが、利上げは相当先になると予想される。これまで、先進国の金融政策の見直しは新興国において経済危機をもたらすきっかけとなる例は少なくなかった。QE2は新興国への資金供給を通じて各国の景気押し上げに寄与する側面もあったが、これの終了によって資金の流れが逆流して様々な悪影響を引き起こすことが懸念されている。ここではQE2終了後の新興国の姿について考察したい。

図1 米国 失業率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 米国 消費者物価(前年比)の推移

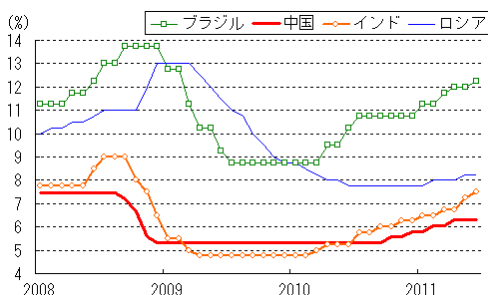


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《金融引き締めを迫られる新興国では、今後も内外金利差拡大を通じて資金流入が続く可能性も》

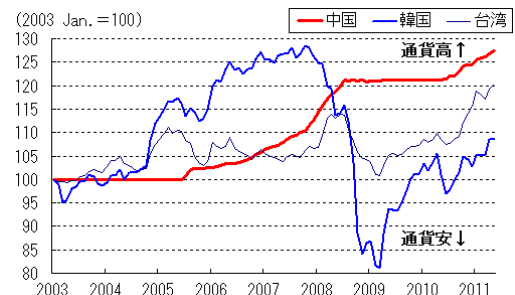
- 金融危機以降、全世界的な金融・財政緩和政策により資金の余剰感は高まったが、QE 2 実施以降その傾向が顕著となった。結果、新興国には海外から大量の資金が流入して各国の資金供給量が大きく加速するなど、過剰流動性懸念は高まった。一方、これは各国の需要を押し上げて景気拡大を促し、株式や不動産など資産価格の上昇による資産効果、金利の抑制効果などにより、新興国の内需を直接・間接的に押し上げてきた。また、資源国にとって国際商品市況の高騰も、交易条件の改善によって国民所得を増加させて内需を活発にしている。
- 6 月末のQE 2 終了後も、米国は直ちに資金供給量を縮小させることはなく、直ちに内外金利差が縮小する訳ではないことから、新興国に流入していた資金が急激に流出に転じる可能性は小さい。むしろ多くの新興国は物価上昇リスクに直面しており、当面は金融引き締めを進める必要が高まっていることから(図3)、内外金利差は拡大する可能性が高い。その場合、資金流入がさらに強まることで景気過熱によりインフレが加速してしまい、物価上昇と金利高の共存により景気が下押しされる懸念が高まろう。現状は新興国が世界経済を下支えしていることから、これは世界経済にとって悪いシナリオとなろう。
- こうした事態を回避するためには、新興国自身もある程度の自国通貨高を容認して為替介入による過剰流動性を抑制する必要がある(図4)。多くの新興国は自国通貨高による輸出産業への悪影響を懸念しているが、これについてはG 20 などの場を通じて為替介入を「急速な為替変動」の緩衝に限定するような協調路線を検討することも考えられよう。さらに、海外資金の急激な流出入がもたらす悪影響に対しても、期間限定措置として資本規制を導入することも一つの選択肢として考えられる。ただし、資本規制を強めることは金融取引の不活性化を通じて成長資金の流入を阻害する恐れもあり、十分に慎重な検討が求められる。

図3 BRICs 諸国の政策金利の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 アジア通貨の対米ドル相場の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《信用収縮による資金流出は新興国経済にも悪影響を与える。世界的枠組みによる対応が望まれよう》

- 米国が利上げを実施するのは早くても年明け以降になろうが、その際に新興国から資金が流出する可能性は小さくないと見込まれる。しかし、かつて新興国において経済危機や通貨危機が発生した頃と比べると、新興国自身の状況は大きく変化している。このことはリーマン・ショック後の世界的な信用収縮局面においても、アジアをはじめとする新興国で深刻な危機が生じなかったことでも実証済である。

- その要因として、新興国の対外信用力が向上していることが挙げられる。特に、アジア新興国は輸出拡大を背景に、近年は巨額の経常収支を計上しており、世界経済の「不均衡」要因とさえ言われている。そして、これによる貯蓄超過は海外経済の変動に対する耐性を高める役割を担っている。さらに、海外資金の流入により足下の外貨準備高が過去最高を更新している国も少なくなく（図5、6）、世界的な信用収縮による資金動向の変化にも十分な対応力を有するようになってきている。また、対外債務に関しても、かつて経済危機に見舞われた国の多くが過大な公的債務の整理を進めており、ブラジルなどは対外純債権国となっている。
- ただし、多額の海外資金が一斉に引き揚げた場合、新興国経済に少なからず悪影響を与えるのは、近年のIT技術の発達などにより瞬時に世界中の資金が移動することが可能となったため、世界的にマネーフローの影響を受け易くなったことによる。多くのアジア新興国は経常黒字を抱えている一方、資源国を中心に依然として経常赤字を抱え、海外資金でこれを賄うような収支構造が脆弱な国は少なくない。幸いアジアでは「チェンマイ・イニシアティブ」などを通じて外貨を融通しあう仕組みが作られており、世界一の外貨準備を抱える中国が個別に通貨スワップ協定を締結するなど、危機時を睨んだ動きもみられる。しかし、依然としてこうした動きから取り残されている国は少なくないことから、G20など世界的な枠組みの中で予防的な取り組みについて協議される必要があろう。
- 中長期的にも新興国の潜在成長率が先進国を上回る状況は続くと思われ、新興国に資金が流入し易い環境は続くであろう。金融危機時には国際的な資金移動に関心が高まったものの、足下ではやや薄らぎつつあるように、健全な国際金融市場を醸成していくためにも、国際的枠組みを通じた安全網の構築は求められよう。

図5 BRICs 諸国の外貨準備高の推移

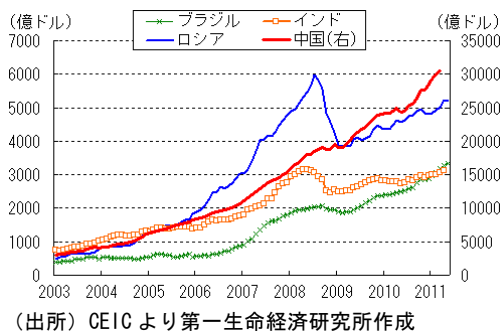
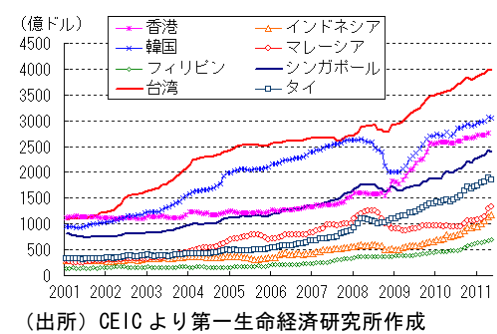


図6 アジア新興国の外貨準備高の推移



以上