

## 米国債格下げが新興国にもたらすインパクト

～世界的なカネ余りの影響は高まり、政策対応の柔軟性が求められる～

発表日：2011年8月12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)

- 米格付機関による米国債格下げなどにより、新興国においても国際金融の動揺を通じた悪影響が懸念されている。こうした中、米国 Fed は向こう2ヶ年に亘る超低金利政策の継続を表明し、さらなる景気下振れに対して追加量的緩和を行う可能性も示唆している。これは世界的なカネ余りが一層進む可能性を示しており、これまでも海外資金の動向に左右されてきた新興国に様々な影響が及ぶと予想される。
- 米国によるQE3実施の有無に拘わらず世界的なカネ余りの長期化は避けられず、比較的高い経済成長が期待される新興国への資金流入基調は続こう。今後も商品市況への資金流入や過剰流動性により物価上昇リスクは続く予想され、新興国は海外資金の流入に対して従来の対応に留まらず、G20など国際的な枠組みによる対応を模索することも求められよう。
- 足下の商品市況の下落などにより、多くの新興国では来年前半にかけてインフレ率の鈍化が見込まれるが、世界的な過剰流動性は物価上昇率の高止まりに繋がる可能性もある。アジアでは補助金などで物価を抑える動きもあるが、財政問題の観点からは好ましい政策とは言いがたい。新興国には機動的な金融政策など金融市場との対話が求められよう。

### 《米国債格下げは米ドルの信用低下を通じて、新興国に様々な影響を及ぼす可能性が高まっている》

- 米国の格付機関スタンダード・アンド・プアーズ(S & P)社は5日、米国債の信用格付を最上位の「AAA」から「AA+」に1ノッチ引き下げる決定を行った。米国債が格下げされるのは史上初めてのことであり、基軸通貨とされている米ドルの信認が低下することで、世界的な悪影響が懸念されている。特に、世界的なカネ余りを背景に海外資金が流入してきたアジア新興国にとって、今回の格下げは投資家のリスク回避姿勢を強めて短期的には資金流出圧力が高まると懸念される。
- 一方、アジア新興国ではこれまで海外資金の流入や自国通貨高抑制のための為替介入などにより米ドル建の対外資産が積み上がってきたが、米ドルの信認低下はこれら資産の価値低下をもたらす。さらに米国債の信用力低下は世界的に投資家のリスクマインドを悪化させてリスク性資産の価格急落をもたらした。ただし、各国の対外信用力を鑑みれば、こうした動きが危機的状況をもたらすことは考えにくい。こうした中、8日に開かれた米国のFOMCにおいて、Fedは『2013年半ば』と明確な期限を設けて超低金利政策を継続させる「時間軸政策」を打ち出し、さらに先行きの景気が大きく下振れする場合は追加的な量的緩和策を行う可能性も示唆した。
- これにより、6月末で終了した米国の追加金融緩和(QE2)後もバランスシートの規模を変更しないとしてきたFedの方針は、少なくともあと2年以上に亘って長期化する見込みとなっており、世界的なカネ余りが続く蓋然性はより高まった。さらに、さらなる追加量的緩和(QE3)の可能性についても言及したことから、新興国にとっては海外資金の動向による不確実性が大きく高まっている。ここでは、考え得るシナリオを元に新興国における今後の影響や課題などについて考察したい。

### 《一時的な変動はあっても、今後も新興国は海外資金が流入し易い状況が続こう》

- 今後の世界的なマネーフローにおいて特に重要な鍵を握るのは、先進国の景気動向とそれに伴う金融政策の行方になる。そこで今後考え得るシナリオとしては大きく、①年末にかけて米国景気は緩やかに回復しF

e dはQE 3を実施しない、②米国景気の減速感が一段と高まりFedはQE 3実施に踏み切る、の2通りがあろう。それぞれについて世界的なマネーの動向を考えると、①の場合、QE 2を通じてFedが買入れたGSE債やMBS債の償還金を長期国債の買入に用いることでバランスシートの規模は維持されるため、今後は資金供給量の急拡大は免れよう。ただし、米国経済が持続的回復を続けることで投資家のリスクマインドは改善に向かうと予想される。そして再び高い経済成長が期待される新興国へ資金が流れ、資金流出による景気への悪影響は杞憂に終わろう。また、カネ余りの一部は商品市場へ再び流入すると見込まれ、一時的に後退している世界的な物価上昇懸念が再び注目される可能性もあろう。

- 一方、②の場合FedはQE 3によって米国の株価や景気の下支えを図ることで、世界的なマネー量は大幅に拡大すると予想される。この状況下では、米国経済の先行き不安が大きく高まっていると思われるため、投資家のリスクマインド悪化により高リスクと見做される新興国から一時的に資金流出が加速する可能性はある。しかし、足下の新興国は強固な対外信用力を有しており、かつて直面した通貨危機や経済危機といった事態に陥る可能性は低いと考えられる。さらに、金融市場が落ち着きを取り戻すに伴い、遠からず良好なファンダメンタルズが評価されて新興国へ資金は回帰しようが、新興国にとってはこれまで以上に海外資金の影響を受け易くなるであろう。また、リスク回避姿勢が強まる局面では、商品市況の下落を通じて一時的に物価上昇は抑制されようが、先進国における長期間の低金利とカネ余り状態の拡大によって商品市況が再び高騰することで、これまで以上にインフレリスクがより重大な問題となる。
- このように先行きも新興国にとっては、一時的な変動はあっても海外資金が流入し易い状況は続くと思われ、引き続き自国通貨高や過剰流動性といった問題への対処は重要な課題であり続けると思われる。各国はそれぞれ資金流入規制や自国通貨高への為替介入などを行っているが、マネーの影響力はこれまで以上に大きくなっていることから、G20など新興国も交えた国際的な枠組みで積極的な意見調整を図ることが望まれる。過度な取引規制は副作用も大きいので、市場メカニズムを重視した的確な対応が求められよう。

### 《過剰流動性への対応にあたり、新興国においても政策対応の柔軟化が求められよう》

- QE 2の効果については、依然としてその評価が分かれているが、多くの新興国にとっては海外資金の流入が内需を押し上げて景気回復を促したと判断される。ただし、その副産物として新興国では物価上昇による悪影響が懸念されている。新興国において物価上昇が意識され始めた当初、それは主に国際商品市況の高騰による食料品やエネルギーなどの価格上昇によるものであり、コア物価は比較的落ち着いていた。しかし、足下では過剰流動性に加え、雇用・所得環境の改善も物価の上昇要因となっており、新興国の物価上昇は裾野が拡大している。金融市場が未成熟な新興国における過剰流動性は、急激な物価上昇を招いて景気を下押しする懸念がある。
- 足下の商品市況の下落により、多くの新興国においてインフレ率は年末以降鈍化すると期待されるが、世界的な過剰流動性の動きによっては、高い物価上昇率が続く可能性はある。足下では金融市場の混乱によって新興国から資金流出が起こっている模様だが、少なからず資金供給量に過剰感のある状況は続いている。今後金融市場が平静を取り戻せば、再び新興国に資金流入が起こり易い環境は整っており、新興国は引き続き金融引き締めを意識せざるを得ないが、先進国の低金利が長期化する中では内外金利差拡大で資金流入を促す可能性もあり、政策対応はこれまで以上に難しいものになる。
- アジアを中心とする新興国は、物価抑制のために補助金政策を用いる傾向があるが、今後さらに物価が上昇した場合も動揺の政策が進められる可能性は小さくない。ただし、これまで格付機関や国際機関などは新興国に対して過度な補助金による財政圧迫を懸念して改善を求めてきた。したがって、現下のように世界的に財政問題が注目される状況にあっては、新興国においても補助金などの財政措置を通じた物価抑制を図る

ことは難しくなっている。今後の物価対策にあたっては、一定の自国通貨高を容認するなど、金融市場との対話を通じた方法にシフトすることが求められよう。

以 上