

Market Watching

市場レポート

テーマ：世界同時利上げで06年は混迷の年に④～過剰流動性 発表日：2006年3月31日（金）
～日米欧の過剰流動性は急縮小、市場の歪み解消圧力増大～ (No. MW-61)

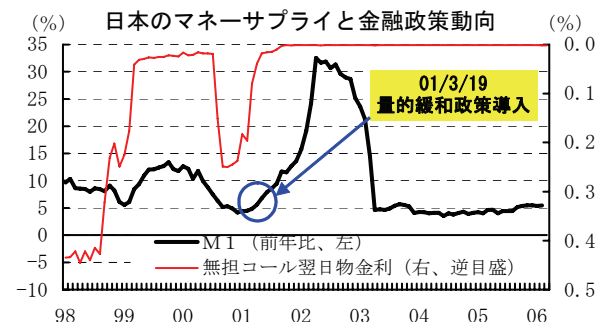
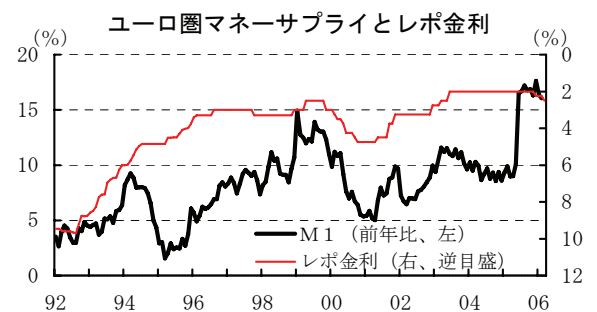
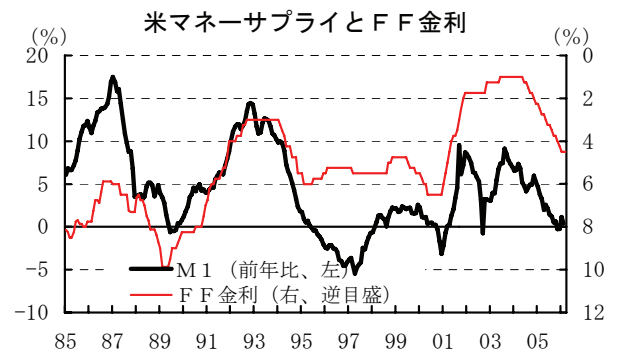
第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

利上げで鈍化に転じるM1

米国は2004年6月から、ユーロ圏は05年12月から利上げを開始し、これまでの累計で米国は+375bp、ユーロ圏は+50bp、政策金利を引き上げた。さらに、【Market Watching「世界同時利上げで06年は混迷の年に②～③」06/3/17・29】で述べたように、FRBは少なくとも年前半、ECBは年内は利上げを継続する公算が大きい。日本についても、【Market Watching「世界同時利上げで06年は混迷の年に①」06/3/16】で見たように、量的緩和解除後当座預金残高の縮減が所要準備高まで進んだ後は、速やかにゼロ金利政策を解除、景気に見合う水準への金利水準の引き上げを図る可能性がある。

このように、日米欧の中央銀行が同時に金利水準を引き上げるとはいえ、世界経済に対する過度に悲観的な見方はあまり見られない。それは、世界的にコアベースでのインフレ沈静傾向が続いており、各国中央銀行は景気を抑制するような水準まで金利を引き上げる必要がない、と考えられているためである。金利水準が上昇することによりある程度の景気減速は見込まれるものの、景気後退に至るようなことはないということだ。

しかし、政策金利の引き上げを通じてマネーの供給ペースが鈍化することにより、グローバルマーケットには予想以上の影響をもたらす可能性がある。一般に、政策金利が引き上げられる局面では、マネーサプライのうち現金と預金にあたるM1の伸びが鈍化する。日米欧について見ると、最も早いタイミングで利上げを開始した米国のM1の伸び（前年比）は、利上げ開始から半年経った05年に入ると顕著に鈍化、足元では前年水準を割り込む月も見られる。ユーロ圏では、これまでのところM1は高水準の伸びを保っている。まだ利上げ開始から4ヶ月弱しか経っていないことを勘案すれば、ここ数ヶ月のうちに利上げの影響が示現すると予想される。日本では、少なくとも向こう2～3ヶ月程度はゼロ金利政策が続く、すなわち利上げは行われないと見込まれる。ただし、量的緩和政策の解除の影響は、ベースマネーの縮小を通じてM1の伸び率鈍化に繋がると考えられる。



過剰流動性の減少はグローバルマーケットに混乱をもたらすリスクがある

過剰流動性を示す指標として、マーシャルのk（通貨供給量÷名目GDP）が使用される。マーシャルのk

が、中長期的なトレンドラインを逸脱して上昇すれば、経済規模の割に通貨が多く供給されている、すなわち過剰流動性が発生しているという解釈となる。

問題となるのは、過剰流動性の発生の有無ではなく、マーシャルのkが急上昇から低下に転じるような局面で、何が起こるのかとすることだ。本稿では金融政策の転換に焦点を当てているため、金融政策の動向に素直に反応するM1でマーシャルのkを描くと、少なくとも90年以降で足元ほど過剰流動性が急激、且つ大幅に積み上がった時期はない。インフレ沈静傾向が持続、と言うよりも世界的なデフレ局面入りすら懸念される中、景気は回復局面にありながらも地政学的リスクなどによって冴えない状況が続いたことが、より緩和的な金融政策の長期化に繋がったと考えられる。その結果、過剰流動性が日米欧で積み上がっていった。ところが、米国に加えてユーロ圏も利上げを繰り返し、日本もM1の膨張に繋がった量的緩和政策を解除するなど、世界の金融政策は大きく方向転換した。この結果、今後は日米欧で見た、すなわち世界的な過剰流動性は減少に転じることはほぼ確実である。

【Market Watching「2006年マーケットの主題は過剰流動性の吸収(1)」05/12/14】でも指摘したが、M1で見たマーシャルのkが過度に上昇、すなわち過剰流動性が発生し拡大していく局面では、グローバルマーケットのどこかに歪みが生じ、バブルが発生する可能性が大きい。ただし、その後マーシャルのkが低下、すなわち過剰流動性が減少に転じると、バブルが崩壊し、グローバルマーケットにバブル崩壊の震動波が伝わり、場合によっては实体经济にかなりのネガティブインパクトをもたらす公算がある。90年以降で言えば、94~95年のメキシコ危機、00年のITバブル崩壊がこれに当たる。メキシコ危機は、やがて中南米全域に伝播した。また、記憶に新しいITバブル崩壊は世界的なものであり、世界経済の失速に繋がった上、02年の米国における企業不正会計問題にまで発展した。足元におけるマーシャルのkの上昇がこれまでに無い高いレベルであることを勘案すれば、今後見込まれる低下局面ではグローバルな資金フローに劇的な変化が生じ、場合によっては实体经济の方向性が大きく異なってくることも考えられる。

