

テーマ：FRB量的緩和の功罪（下）

発表日：2010年11月29日（月）

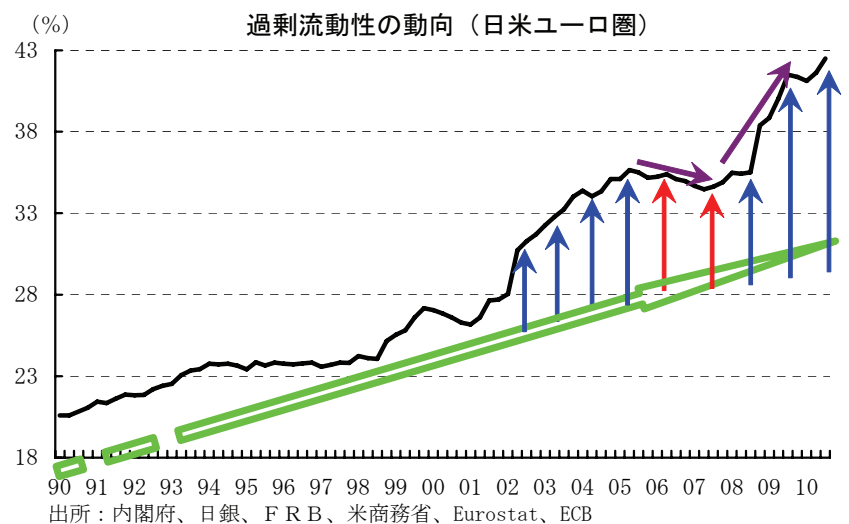
～新興国はインフレ抑制姿勢を明確化し、米国は景気を確実に復活させる必要～

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

FRBの量的緩和政策が長期化すれば、これによって生じた過剰流動性は各種資産価格を押し上げよう。なかでも、新興国が懸念するように、成長期待の高い新興国の株式や不動産市場に莫大な資金が流入し、バブル的な上昇をもたらす可能性は否定できない。これを阻止するためには当該国では更なる金融引き締めや通貨高の容認を迫られることになるが、このことは同時に世界経済の牽引力が減衰することを意味する。自国のデフレ入りを回避するために行動するFRBは、確実に米国経済を復活させなければならない。

過剰流動性はかつて無い水準へ

FRBの量的緩和策によって生じる過剰流動性はかつて無い水準となっている。日米ユーロ圏で見た過剰流動性を各国GDPの合計に対するM1の合計で示すと、10年7～9月期で42.5%と過去最高水準に達したと見込まれる¹。流動性は基本的には中央銀行の金融政策スタンスによって左右され、名目GDPに対するM1の比率で見た場合、各国（ここでは日米ユーロ圏）中央銀行が引き締め政策を採れば同比率は低下、逆に緩和政策を採れば上昇する傾向が顕著に見られる。最近の推移を見ると、リーマン・ショックによる金融混乱への対応から世界的に流動性供給に傾斜した08年10～12月期から09年半ばにかけて急上昇した。その後は、利下げの一巡や流動性供給策の終了、出口戦略への志向などもあって一旦低下に向かうものの、10年4～6月期以降は再び上昇に転じている。日米が揃って一段の緩和方針を示し、資産購入などを通じて流動性が過剰に供給されていることが寄与していると考えられる。



出所：内閣府、日銀、FRB、米商務省、Eurostat、ECB

過去の同比率のトレンドは緩やかな上昇基調を描いており、乖離が大きくなるとバブルが生じる傾向が高く、その後に同比率が低下に転じると遅れてバブルが崩壊するパターンが過去二回（ITバブル、米住宅バブル）確認されている。今局面ではトレンドからの乖離も過去最大に達しており、某かの価格に歪みを生じさせる状態にあると判断される。その意味で、先のG20サミットで見られたような新興各国のバブル懸念や、米国議会などからのインフレ懸念の矛先として、FRBのQE2が槍玉に挙げられていることは理解できる。

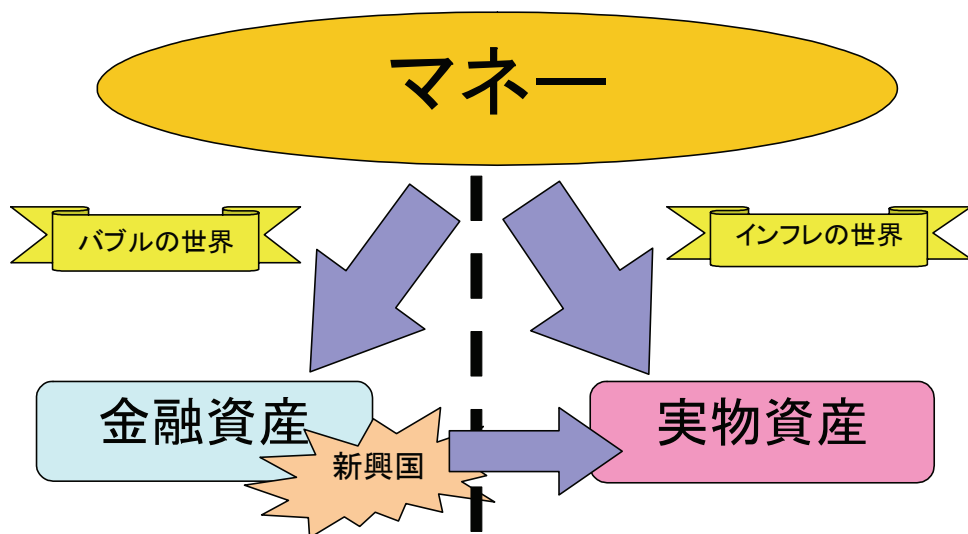
一般に、中央銀行からの資金供給が行き過ぎれば（過剰流動性の発生）、流動性が過剰に流れた先では価格に過度の押し上げ圧力が働く。流れた先が株式市場であれば株のバブル、不動産であれば不動産のバブルが生じやすくなる。一方、モノに向かえばモノのバブル、すなわちインフレが高進しやすくなる。歴史を振り返れば、戦後成長を牽引した先進各国においては手にしたマネーの多くが生活水準を引き上げるための家電製品などに向かった。結果、80年代中頃までは過剰流動性がモノの価格を過剰に押し上げ、インフレへの対処が中央銀行の主要なマクロ経済対策となることが目立った。一方、80年代後半以降の主要国においてはインフレ率が

¹ ユーロ圏名目GDPについては本稿執筆時点で未発表なため推計。

高進して経済を脅かす機会は少なくなる一方、資産価格のインフレであるバブルが経済を混乱させることが目立つようになった。これは、主要国においては生活水準を目立って引き上げるようなモノがなくなり、手にしたマネーを利殖、すなわち資産運用に回す機運が高くなったことと無関係ではない。

このような考え方に基づくると、日米で供給される過剰流動性はやはり資産運用に回る度合いが大きいと考えられる。自動車など一部では化石燃料に代わる代替エネルギーへのシフトがみられるものの、例えば既存のガソリン車の多くが電気自動車に切り替わるほどの大規模な“新たなモノ”へマネーが集中する状況にはない。むしろ米国では

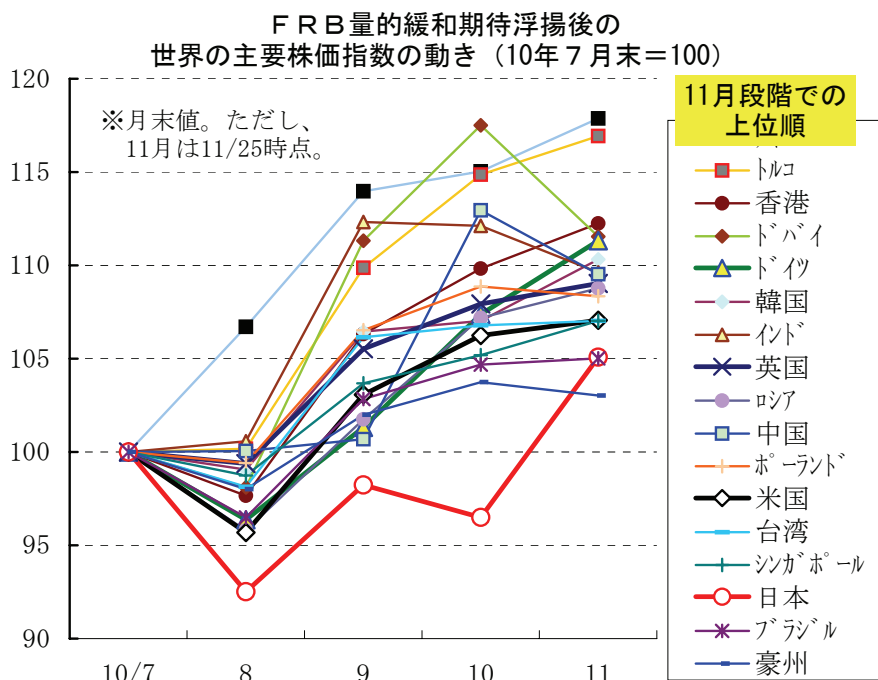
未だ資金需要は弱く、溢れたマネーは引き続き資本市場に滞留する度合いが大きいと考えられる。したがって、過剰流動性はインフレよりも資産バブルを巻き起こすリスクが大きいと考えられ、リスクマネーの行き着く先が気になるところとなる。そこで、リスク性資産のファンダメンタルズを考えると、欧米では住宅バブルが崩壊したばかりであり、住宅など不動産需要も弱く、主要国の不動産市場にこうしたマネーが入るほどファンダメンタルズは改善していない。一方、株式市場には相応のマネー流入が期待される場所だが、主要各国は共通して景気の見通しが不透明で、これまでになかったような長期の景気停滞が続くのではないかと懸念も残存している。このように考えれば、主要国が低迷する中でも高成長を維持する新興国にマネーが向かう現状は納得できる。すなわち、新興国にマネーが集中して同地域でバブル懸念が高まっている背景には、同地域の高い成長期待だけでなく、溢れるマネーを他（主要国）に振り向ける余地が小さいことも手伝っている。



利上げを余儀なくされる新興・資源国

それでは、実際の株価の動きはどうなっているのか、バーナンキFRB議長が一段の緩和を辞さない姿勢を最初に示し、市場のリスク許容度を高めたとされる8月の議会証言近辺からの各国の株価のパフォーマンスを見ると、必ずしも新興国が主要国を凌駕しているとは言えない。新興国の株価が総じて主要国の株価のパフォーマンスを上回っていたのは、むしろリーマンショックからの立ち直りを見せた2009年の方が明確だ。

このように、イメージほどQE2は新興国の株式市場に集中しているわけではない。特に、8月以降の各国の株価のパフォーマンスの差を見ると、各



出所：Bloomberg

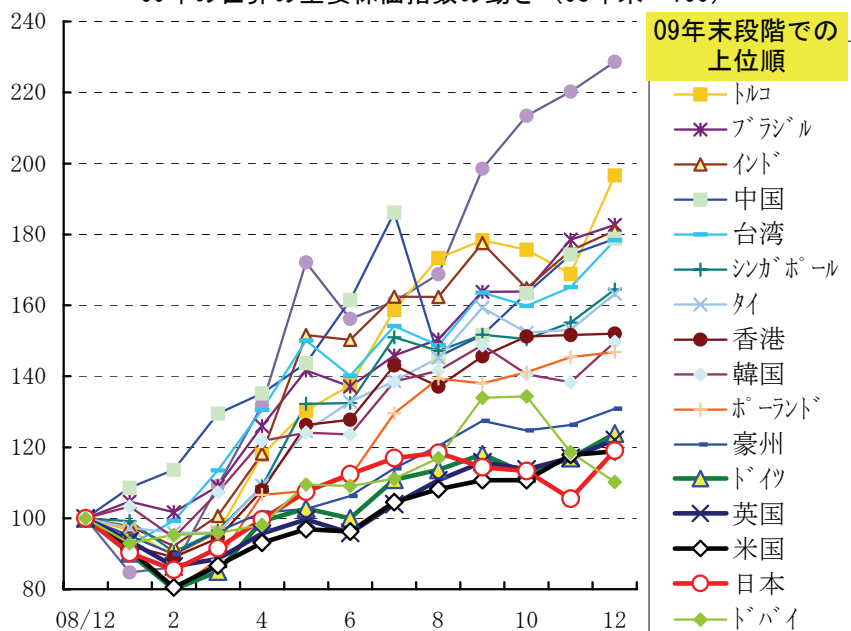
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

国の金融政策の動向が上昇率の格差に強く影響していると考えられる。日米の量的緩和策によるマネー流入がもたらす弊害について新興国や資源国は強く警戒、この夏以降複数回にわたって政策金利の引き上げを行っている国があるなど、総じて金利水準の引き上げを行ってインフレやバブルの萌芽を摘む動きを見せている。ただし、利上げを実施している国でも未だ実質政策金利²がマイナスにとどまるなど金利水準が低い国と、実質ベースでプラス圏にまで政策金利を引き上げている国がある。今夏以降の株価のパフォーマンスの差を見ると、各国の実質政策金利がプラス圏に突入しているか、マイナス圏にとどまっているかで大きく差が出ていることが分かる。

もともと、新興各国がQE2の弊害について、株式市場を念頭に懸念しているだけではない。流動性の過多による不動産バブルやインフレリスク、あるいは自国通貨の上昇による輸出減速懸念など、総合的なものだ。特にG20サミットの場合などで各国が強く懸念していたのは、米国がドル安政策を志向しているのではないかという疑念と、それに伴って生じる自国通貨高リスクだ。

各国が自国通貨の上昇に警戒感を強める背景には、こここのところ生産活動の加速が一服し、先行きやや減速

09年の世界の主要株価指数の動き (08年末=100)



出所: Bloomberg

世界各国の金融政策動向 (10/11/25時点)

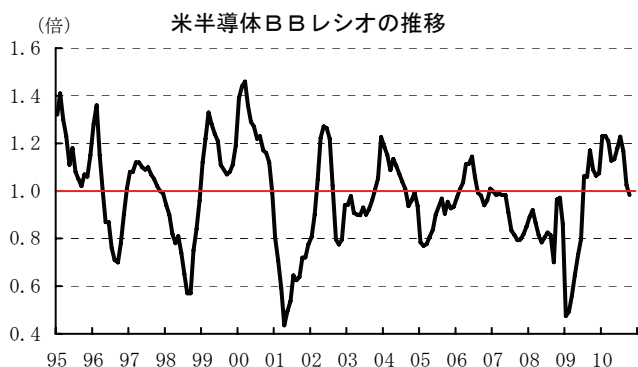
国	政策金利	現行水準	直近変更幅	変更日時	通算変更幅	直近物価上昇率	実質政策金利		
利上げ局面	韓国	Target Overnight Call Rate	2.500%	+25.0bp	10/11/16	+50.0bp	4.1	▲1.60	
	チリ	Nominal Overnight Rate	3.000%	+25.0bp	10/11/16	+250.0bp	2.0	+1.00	
	ベトナム	Base Rate	9.000%	+200.0bp	10/11/6	+100.0bp	9.7	▲0.66	
	インド	1 day Repo Rate	6.250%	+25.0bp	10/11/2	+150.0bp	9.8	▲3.57	
	豪州	Cash Target Rate	4.750%	+25.0bp	10/11/2	+175.0bp	2.8	+1.95	
	スウェーデン	Repo Rate	1.000%	+25.0bp	10/10/27	+75.0bp	1.5	▲0.50	
	中国	Lending Rate, 1 Year	5.560%	+25.0bp	10/10/19	+25.0bp	4.4	+1.16	
	台湾	Discount Rate	1.500%	+12.5bp	10/9/30	+25.0bp	0.6	+0.94	
	カナダ	Overnight Target Rate	1.000%	+25.0bp	10/9/8	+75.0bp	1.9	▲0.90	
	タイ	1-Day Repurchase Rate	1.750%	+25.0bp	10/8/25	+25.0bp	2.8	▲1.05	
	NZ	Official Cash Rate	3.000%	+25.0bp	10/7/29	+50.0bp	1.5	+1.50	
	ブラジル	SELIC Target Rate	10.750%	+50.0bp	10/7/21	+200.0bp	5.2	+5.55	
	マレーシア	Overnight Policy Rate	2.750%	+25.0bp	10/7/8	+100.0bp	1.8	+0.95	
	トルコ	1 week Repo Rate	7.000%	+25.0bp	10/5/20	+25.0bp	8.6	▲1.62	
	ノルウェー	Deposit Rate	2.000%	+25.0bp	10/5/6	+75.0bp	2.0	+0.00	
	利下げ局面	南アフリカ	Repo Rate	5.500%	▲50.0bp	10/11/18	▲650.0bp	3.2	+2.30
		アイスランド	Repo Rate	5.500%	▲75.0bp	10/11/3	▲1250.0bp	3.3	+2.20
日本		無担コール翌日物	0-0.10%	▲10.0bp	10/10/5	▲40.0bp	▲0.6	+0.70	
ロシア		Refinancing Rate	7.750%	▲25.0bp	10/6/1	▲525.0bp	7.5	+0.25	
ハンガリー		2 week Deposit Rate	5.250%	▲25.0bp	10/4/26	▲625.0bp	4.2	+1.05	
デンマーク		Discount Rate	0.750%	▲25.0bp	10/1/15	▲375.0bp	2.5	▲1.75	
インドネシア		Reference Interest Rate	6.500%	▲25.0bp	09/8/5	▲300.0bp	5.7	+0.83	
メキシコ		Official Overnight Rate	4.500%	▲25.0bp	09/7/17	▲375.0bp	4.0	+0.48	
ポーランド		Reference Rate	3.500%	▲25.0bp	09/6/25	▲250.0bp	2.8	+0.70	
ユーロ		Minimum Bid Rate	1.000%	▲25.0bp	09/5/13	▲325.0bp	1.9	▲0.90	
スイス		3 month LIBOR Target Range	0.250%	▲25.0bp	09/3/12	▲250.0bp	0.2	+0.05	
英国		Bank Rate	0.500%	▲50.0bp	09/3/5	▲525.0bp	3.2	▲2.70	
米国	Federal Fund Rate	0-0.25%	▲100.0bp	08/12/16	▲525.0bp	1.2	▲1.20		

※網掛け(色つき部分)は2010年7月以降に政策金利を変更した国

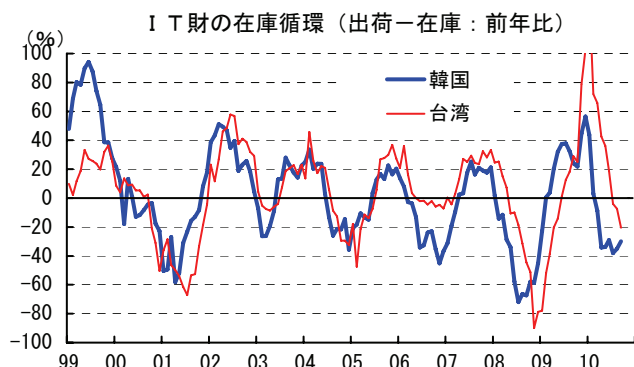
出所: Bloomberg

² ここでは政策金利から各国直近の消費者物価上昇率を引いて算出

の兆候が見えていることが挙げられる。たとえば、生産循環の中でもトレンド転嫁が早く先行指標的な位置づけとなるハイテク分野の需給関連指標をみると、韓国や台湾などの半導体関連の出荷在庫バランスは今夏に悪化方向へと転じた後、未だに底打ち・回復のシグナルは見えていない。北米地域では、半導体製造装置のBBレシオが09年6月以来となる1倍割れを記録、ハイテク関連の需給の悪化が今後の生産活動や設備投資に影響を落とし始めている。09年以降各国の生産活動を劇的に加速させた在庫復元効果は一服しており、需要の一段の盛り上がりがないとすれば生産活動の低迷は長引く恐れがある。こうした状況下で通貨高によって輸出にもう一段のブレーキ要因が加われば、景気への影響が懸念される。



出所：Bloomberg

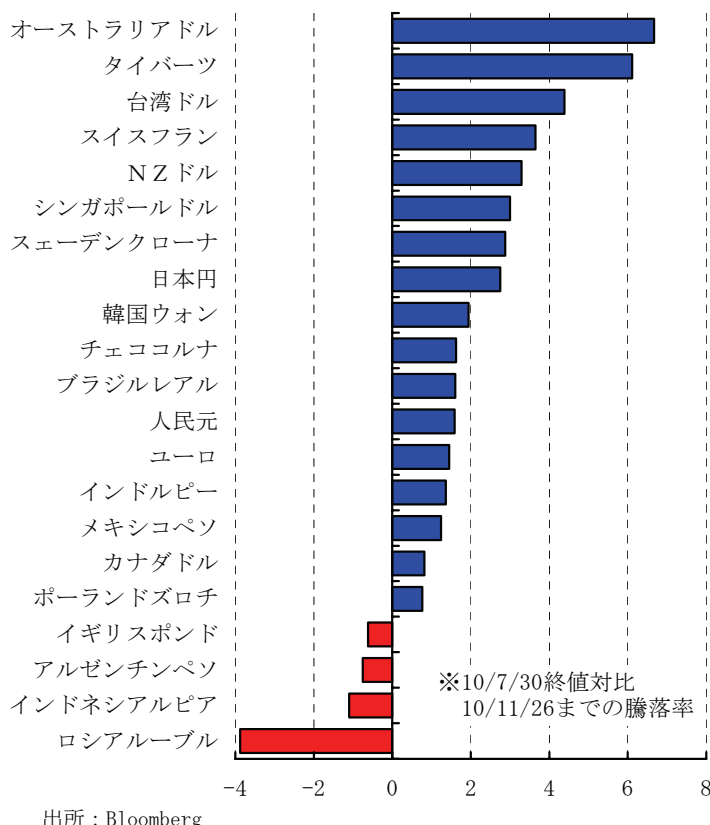


出所：台湾經濟部、韓国統計庁

このような状況で、過剰流動性の悪影響を気にしつつも、自国通貨の上昇をも気にせざるを得ないという、いわば矛盾した同時達成が困難な舵取りを迫られている。実際、8月以降の対ドルでの為替相場を見ると³、超低金利政策を維持している日本円やスイスフランを下回る通貨が目立つ。上回る国でも、主要通貨の中ではオーストラリアドルが対ドルで+7.7%上昇しているのが最も高い上昇率で、例えば実質短期金利水準が最も高いブラジルレアルは+4.5%と、スイスフラン（同期間の上昇率+3.7%）や日本円（同+3.1%）と金利差の割には上昇率の差は大きくない。これら新興国や資源国の一部には、自国通貨売り介入や投資抑制策⁴を実施するなどして通貨高を抑えたり、金利の引き上げを小幅にとどめて通貨上昇圧力を抑えようとしている。

しかし、こうした政策は通貨高によって生じる景気の減速圧力を減衰させるため、各国が懸念しているバブルやインフレ抑制効果をも抑圧してしまう。特に問題となりうるのが、一部の国を除いて実質政策金利を未だ低い水準にとどめているために市中金利全般が低い水準に抑えられ、国内の資金需要を過度に刺激している懸念があることだ。こうした地域については、相対的には主要国よりも金利水準が高いことから、

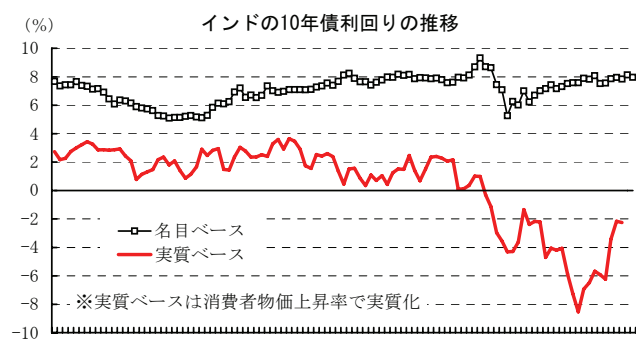
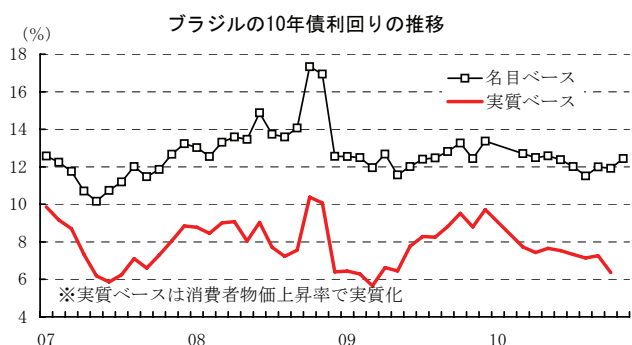
対ドルでの各国通貨騰落率



³ 8月2日から11月26日まで

⁴ 例えば、ブラジルは海外投資家が国内利付き債券に投資する際の金融取引税を引き上げるなどして、自国内への過度の資金流入とそれに伴う通貨高の抑制を狙っている。

主要国であふれたマネーが“高金利通貨投信”などの形で債券投資などに向かい、更に金利に低下圧力をかけている。この結果、例えばブラジルでは政策金利を10.75%、実質ベースで+5.55%にまで引き上げているにもかかわらず、家計の住宅ローン残高は9月末で前年比+51.4%と激増、国内の資金需要抑制の兆候さえ見られない。一方、政策金利は6.25%にまで引き上げたにもかかわらず実質ベースでは▲3.57%とマイナス金利にとどまっているインドでは、民間部門の信用残高は9月末で前年比+17.1%と加速傾向が続いている。



出所：Bloomberg、インド準備銀行、ブラジル中央銀行

このような状態では景気の過熱によるインフレ加速や住宅バブルに陥る懸念があり、更なる金融引き締めや通貨高の容認などを進める必要がある。生産活動など循環的な景気には減速の兆しがある一方で、資金調達の容易さから国内需要に過熱の兆候が出ている現状は通常では生じにくい“歪み”であり、日米などの量的緩和がそれをもたらしている要因の一つである可能性は否定できない。ただ、景気への配慮が行き過ぎるあまり現状を放置するような政策を新興国が採れば、インフレやバブルの顕在化という形で経済に悪影響を及ぼすばかりでなく、ビハインドザカーブに陥った金融政策が必要以上の金利上昇と債券価格の急落をもたらす新たな危機を招く恐れがある。このことは、2011年以降の世界経済のリスク要因であることは間違いない。

したがって、新興各国は自国のインフレ懸念などを抑制すべく、適切なマクロ政策を採るべきである。一方、批判の対象となっている米国は、FRBの量的緩和政策が確実に景気を自律軌道に乗せ、新興国が適切な対策を採った場合にも米国向け外需が持ち直すことによって景気の減速圧力を相殺するとの信頼を新興各国や市場から得る必要があろう。